

学校编码：10384

分类号_____密级_____

学号：32120100153537

UDC _____

廈門大學

博士学位论文

IPO 破发的度量方法、形成机理与经济影响
的研究

Study on Measurement Methods, Formation Mechanism,
Economic Impact of IPO Overpricing

谢汉昌

指导教师姓名： 屈文洲 教授

专业名称： 财 务 学

论文提交日期： 2013 年 10 月

论文答辩日期： 2013 年 12 月

学位授予日期： 2013 年 月

答辩委员会主席： _____

评 阅 人： _____

2013 年 10 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘 要

本文以近几年中国资本市场频繁发生 IPO 破发现象为研究背景，试图去理论分析和实证检验 IPO 破发的度量方法、形成机理和经济影响。这将不但有助于 IPO 参与各方加深对 IPO 破发现象的科学认识，使其正确地归位尽责、理性地参与 IPO，而且将拓展和丰富学界关于 IPO 的研究。

在度量方法上，提出从定性和定量两个方面进行规范研究，主张用上市首日收盘价低于发行价来定性界定 IPO 是否破发以及 IPO 抑价程度的相反数来定量度量 IPO 破发程度。在形成机理上，根据研究发现上市公司的内外因素通过各自的作用机制影响 IPO 破发，尤其是新股发行制度市场化是 IPO 破发的重要原因，IPO 破发在很大程度上是由于新股发行制度改革优化了资本市场的价格发现和形成的功能以及改善了“价格围绕价值上下波动”的价值规律运行的市场环境的必然结果，长期而言对中国资本并非坏事，应是资本市场的正常现象。外部因素的市场行情、投资者情绪等影响 IPO 破发，尤其是新股发行制度通过其市场化程度影响一、二市场的新股资源配置所形成的供需状况发挥作用；内部因素的所有制性质、股权结构、上市前财务状况和成长性等通过影响 IPO 价格形成参与者发行人、承销商和投资者的议价动机和能力发挥作用。在经济影响方面，IPO 破发不但不会给公司的中长期市场表现带来不利影响，而且比较于非破发公司，破发公司的市场表现更好，长期弱势程度更轻，但是会让投资者产生过度的心理反应，进而选择动量交易的投资策略，使得 IPO 破发后的股东户数、机构投资者持股比例和前十大股东的股权集中度会比破发前减少。

本研究的创新之处，体现在把握 IPO 研究的理论前沿和未来研究热点的基础上确定了新的研究主题，将 IPO 破发的度量方法、形成机理和经济影响有机的结合在一起构建系统性的实证研究新视角，提出从定性和定量两个角度去衡量 IPO 破发，借助多期动态博弈模型和供求曲线理论分析新股发行制度市场化程度如何影响 IPO 价格的形成，对拓展和丰富 IPO 抑价理论做出了新理论贡献，具有启发监管者合理制定政策、投资者理性对待 IPO 破发的新政策意义。

关键词：IPO 破发；度量方法；形成机理；经济影响

Abstract

This paper, based on the background of IPO overpricing taking place in the China's capital market in recent years, attempts to study IPO overpricing theoretically and empirically from measurement method, formation mechanism and economic impact. This not only helps the parties involved in IPO to deepen scientific understanding of the phenomenon so as to enable them to play a right role, fulfill their duty and take rational participation in IPO, but also expands and enriches the academic research on IPO.

In the measurement method, this paper carries out the normative research from both qualitative and quantitative aspects and suggests defining IPO overpricing qualitatively by the first-day closing price which is lower than the issue price and the degree of IPO overpricing quantitatively by the contrary of IPO underpricing degree.

In the formation mechanism, according to the findings, the internal and external factors of listed companies affect IPO overpricing through their own mechanisms, especially IPO market-oriented reform which is an important reason of IPO overpricing. To a large extent, IPO overpricing is due to IPO market-oriented reform which optimizes the function of the capital market discovering and forming the IPO price and improves the market environment in which the value law of “price fluctuating around the value” works. In a long term, IPO overpricing should not be considered as a bad thing but a normal phenomenon. External factors, for example market conditions and investor sentiment, affect IPO overpricing, especially that IPO market-oriented reform makes an impact on the new share resource allocation of primary and secondary market so as to form their supply and demand conditions affecting IPO overpricing; internal factors, for example ownership, ownership structure, financial conditions prior to IPO listing and growth, work by affecting the bargaining motivation and ability of the IPO price formation participants such as issuers, underwriters and investors.

In the economic impact, IPO overpricing doesn't make an adverse impact on the company's Mid-Long term market performance; on the contrary, compared to the

companies without IPO overpricing, the companies with IPO overpricing have the better market performance and lighter degree of long-term weakness. However, due to IPO overpricing investors will cause a psychological overreaction and thus choose the investment strategy of momentum trading, making shareholder number, shareholding percentage of institutional investors and ownership concentration of the top ten shareholders less than before IPO overpricing takes place.

This research sets up a new research topic by grasping the theoretical frontier and future research focus about IPO, chooses a new research perspective based on the systematic and empirical research combining measurement method, formation mechanism and economic impact, puts forward new measurement methods measuring IPO overpricing qualitatively and quantitatively, employs the multi-stage dynamic game model and the supply and demand curve to analyze how the market-oriented reform of IPO system affects the IPO price formation theoretically, makes new theoretical contributions by expanding and enriching IPO underpricing theories and takes new policy significances of helping regulators to make a reasonable policy and investors to treat IPO overpricing rationally.

Key Words: IPO Overpricing; Measurement Methods; Formation Mechanism; Economic Impact

目 录

摘 要.....	I
ABSTRACT	II
第一章 绪论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究意义	3
1.3 研究内容及其逻辑框架	4
1.4 研究思路及方法	5
1.5 创新之处及存在的不足	8
第二章 文献综述	10
2.1 国外相关研究综述	10
2.2 国内相关研究综述.....	18
2.3 对国内外研究的评述	24
2.4 本章小结	26
第三章 中国的新股发行制度背景	27
3.1 国际主要 IPO 定价机制	27
3.2 我国 IPO 定价机制的演变	30
3.3 我国 IPO 审核制度的变迁	34
3.4 我国 IPO 发行方式的沿革	38
3.5 本章小结	45
第四章 IPO 破发的度量方法	46
4.1 IPO 破发的定性度量	46
4.2 IPO 破发的定量度量	52

4.3 本章小结	56
第五章 IPO 破发的形成机理	57
5.1 外部因素影响机制的实证研究	58
5.2 内部因素影响机制的实证研究	91
5.3 本章小结	111
第六章 IPO 破发的经济影响	113
6.1 IPO 破发影响上市公司的实证研究	114
6.2 IPO 破发影响投资者的实证研究	133
6.3 本章小结	152
第七章 结论	153
7.1 主要研究结论	153
7.2 未来研究展望	155
参考文献	157
致 谢	169
攻读博士学位期间的研究成果及科研工作情况	170

Table of Contents

Abstract.....	II
Chapter 1 Introduction.....	1
1.1 Research Background	1
1.2 Research Significance	3
1.3 Research Content and Logical Framework.....	4
1.4 Research Methods	5
1.5 Innovations and Shortcomings	8
Chapter 2 Literature Review.....	10
2.1 Foreign Literature Review	10
2.2 Domestic Literature Review	18
2.3 Commentary on Domestic and Foreign Research	24
2.4 Summary	26
Chapter 3 Chinese IPO System	27
3.1 World's Main IPO Pricing Mechanism	27
3.2 Transformation of Chinese IPO Pricing Mechanism	30
3.3 Development of Chinese IPO Supervision.....	34
3.4 Change of Chinese IPO Issurance Ways	38
3.5 Summary	45
Chapter 4 Measurement Methods of IPO Overpricing.....	46
4.1 Qualitative Measurement Meethod.....	46
4.2 Quantitative Measurement Method	52
4.3 Summary	56
Chapter 5 IPO Overpricing Formation Mechanism	57

5.1 Empirical Study on Mechanism of External Factors	58
5.2 Empirical Study on Mechanism of Internal Factors	91
5.3 Summary	111
Chapter 6 Economic Impact of IPO Overpricing.....	113
6.1 Empirical Study on Economic Impact of IPO Overpricing on Listed Companies	114
6.2 Empirical Study on Economic Impact of IPO Overpricing on Investors ..	133
6.3 Summary	152
Chapter 7 Conclusions.....	153
7.1 Main Conclusions	153
7.2 Future Research	155
Reference.....	157
Acknowledge.....	169
Publications and Researches during PhD's Study	170

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

1.1 研究背景

IPO (initial public offerings), 又称首次公开发行股票, 是指企业在承销机构、保荐机构、会计师事务所和律师事务所等中介机构的帮助下, 通过证券交易所首次公开向投资者发行股票, 以期为企业发展募集资金的过程。围绕 IPO 问题, 学界自 1970 年开始就从多个角度展开了大量的理论和实证研究, 取得了大量有价值的研究成果。然而, 其研究主要集中于 IPO 的三大异象: IPO 抑价, 指新股发行定价低于新股市场价值的现象, 表现为新股发行价明显低于上市首日的收盘价; IPO 长期弱势, 指以首日的收盘价为起点, IPO 股票的长期收益往往低于市场大盘, 或者可比的老上市公司股票; IPO 热销市场, 指 IPO 发行数量与首日收益率呈现周期性波动现象。

在这 IPO 三大异象中, IPO 抑价现象最受理论和实务界关注, 被称为“新股之谜”。它不但普遍存在于发达国家的股票市场中, 而且也存在于新兴国家的股票市场中, 成为 IPO 市场上一直存在的备受关注的问题。1990 年 12 月 19 日, 上海证券交易所上海正式挂牌成立, 成为中国资本市场划时代的开端。回顾中国资本市场 20 多年的发展历程, IPO 抑价问题不但长期存在, 而且在很长一段时间新股抑价幅度非常大, 高于不少其他国家的抑价程度。在中国资本市场盛行 IPO 抑价的时代, “打新必赚”几乎是中国股市的一个神话般的铁律, 成为投资者长期所信奉的投资理念, 以至于投资者热衷于“打新股”, 纷纷加入“打新大军”, 把大量的资金投入一级市场, 争相分享 IPO 盛宴。甚至, 有些投资者对“打新股”的热衷程度达到了“逢新必打”的境地, 一旦申购中签就犹如彩票中奖一样惊喜万分。可以说, IPO 抑价在 IPO 价格形成中长期占据着垄断地位, 中国资本市场很少发生 IPO 破发现象。即使在个别年份发生极个别 IPO 破发现象, 那也只能算是中国资本市场上形单影只的特例, 属于没有任何统计意义的极小概率事件, 没有引起理论和实务界的太多注意。

然而, 随着改革开放的不断深入、中国经济的高速发展和新股发行制度的日益成熟, 我国的资本市场也经历了一个从无到有、从小到大、从不成熟到比较成熟的发展历程。尤其是, 2004 年 12 月 7 日中国证监会发布了《关于首次

公开发行人股票试行询价制度若干问题的通知》，规定自 2005 年 1 月 1 日起对首次公开发行股票正式试行询价制度，从而开启了中国新股发行制度的市场化进程。随着新股发行制度市场化进程的推进和资本市场的日益成熟，资本市场出现了新情况、新问题。自 2010 年开始，中国资本市场繁发生 IPO 破发现象，不断冲击 IPO 抑价理论框架下的首日超额收益，深深打击了投资者。2010 年 349 只新股 A 股上市仅 26 只出现首日破发，占比仅 7.45%；2011 年 282 只新股 A 股上市 77 只破发，占比为 27.3%；2012 年 155 只新股 A 股上市 41 只破发，占比为 26.45%。IPO 破发的板块不仅涉及到创业板，而且也涉及到中小板和主板。IPO 破发的行业也覆盖绝大部分行业，不只限于传统的制造业。可见，IPO 破发现象已经成为了近几年中国资本新出现的普遍现象。

关于 IPO 破发的界定，国内学者存在很多版本。在市场价格参照方面，有的认为 IPO 破发是指新股上市首日交易价格跌破发行价的现象，按此推断只要该股上市首日的最低价低于发行价，那只股就属于 IPO 破发股；有的认为 IPO 破发是指新股上市首日的收盘价低于发行价的现象。在上市时间跨度上，存在以首日、5 日、10 日，甚至 3 个月为认定时间，于是就产生了研究者可以根据研究偏好和需要随意把首日破发、5 日破发、10 日破发或者 3 个月破发的新股认定为 IPO 破发股的现象。显然，这容易造成 IPO 破发定性界定上的混乱。此外，另一个值得关注的是，对 IPO 破发程度的定量度量的规范研究目前还处于空白，它直接关系到投资者如何进一步认识 IPO 破发，避免陷入不管破发程度轻重而盲目恐慌的境地。因此，如何度量 IPO 破发成为了本研究所要探讨的问题之一。

围绕 IPO 破发的原因，国内学者开展了不少研究，然而大多是属于观点性、评论性的理论分析的文章，鲜有系统性、实证性的研究。大体上，国内学者对 IPO 破发原因的分析主要体现在四个方面：新股的“三高”现象，即高发行价、高市盈率、高超募资金；IPO 相关利益者的自利行为，包括发行人、承销商和投资者；新股发行制度的不完善；市场情绪的低迷。面对错综复杂的 IPO 破发原因，仍需进一步采用实证研究的方法去梳理和找出对 IPO 破发起关键影响作用的重要因素，仍需进一步地去挖掘原因背后隐藏的形成机理。因此，IPO 破发的形成机理为何，其内部影响机制和外部影响机制又为何，就成为了本研究

所要探讨的问题之二。

IPO 破发究竟有何经济影响,国内学者持有两种决然不同的观点。一种是“破发有理”的观点,认为股票也是一种商品,也要遵循价值规律,即商品的价格围绕其价值上下波动;IPO 破发有利于破除中国资本市场“新股不败”的神话,有利于 IPO 价格合理形成,有利于投资者回归到理性投资新股的正确轨道上来;IPO 破发是一种市场进步的表现,市场力量在发生作用,说明证监会力主 IPO 定价市场化改革已初见成效。另一种是“破发有害”的观点,认为 IPO 破发严重伤害了广大投资者的利益,有损承销商的声誉,不利于上市公司的再融资,不利于维护资本市场的稳定;IPO 破发不仅不是新股发行制度市场化改革的成效,反而是新股发行制度仍需进一步完善的表现。相比较于第一种观点,更多的学者持第二种观点。那么,IPO 破发究竟是利大于弊还是弊大于利,究竟是新股发行制度市场化改革的成效还是新股发行制度仍需进一步完善的表现。这将是本研究所要探讨的问题之三。

总之,近年来中国资本市场频繁发生的 IPO 破发现象给本研究提供了很好的研究机会和研究主题,本文正是在这一背景下围绕上面提到的三个问题展开研究的。

1.2 研究意义

学界长期以来偏好于 IPO 抑价研究,对 IPO 破发的研究相对较少,其理论成果就目前来看也相对有限。具体而言,目前对 IPO 破发的研究主要体现在 IPO 破发的影响因素的理论分析与探讨上,其实证研究较少,缺乏更加全面、系统、深入的实证研究。至于 IPO 破发的度量方法的规范研究与其经济影响的实证研究更是空白。本研究将突破传统上对 IPO 抑价在 IPO 发行过程中占据垄断地位的认识,把研究的主题聚焦于中国资本市场近几年来频繁发生的 IPO 破发现象,进而去挖掘这一经济现象背后的本质原因及其理论解释。这将进一步拓展和丰富 IPO 抑价的研究,具有重要的理论意义。

通过对 IPO 破发的度量方法、形成机理和经济影响的研究,将有助于揭开 IPO 破发现象的种种神秘面纱,有助于中国资本市场的参与各方打开科学认识 IPO 破发现象的大门,不断加深对 IPO 破发现象的认识。对监管部门和政策制定者而言,有助于他们弄清 IPO 破发的真正原因,从而使他们能够更加科学、

有效的制定出相应的政策和措施，提高资本市场的监管水平，促进资本市场的健康发展。对投资者而言，有助于他们正确认识新股投资风险的根源，合理防范新股投资的风险，正确衡量和区分 IPO 破发的轻重程度，明确 IPO 破发的经济影响，避免不必要的短视炒作新股和盲目的对 IPO 破发的恐慌，树立正确的、理性的新股投资观。对于新股发行人和承销商而言，有助于他们更加明确新股发行的风险，更加清醒地认识到投资者对 IPO 破发股的市场反应以及 IPO 破发可能对自身造成经济上和声誉上的影响，促使他们合理进行 IPO 定价。因此，本研究对中国资本市场参与各方具有一定的启发和借鉴的作用，具有重要的现实意义。

总之，本文在近几年中国资本上频繁发生 IPO 破发现象的背景下，选择了 IPO 破发这一研究主题，既关系到 IPO 研究的理论前沿和未来研究热点，又关系到新股发行的相关各方的自身行为、利益如何合理定位和正确认识。这就使得本研究不但具有重要的理论意义，而且被赋予很高的现实价值。

1.3 研究内容及其逻辑框架

本文的研究内容以 IPO 破发现象为研究主体，涵盖了 IPO 破发的度量方法、形成机理和经济影响三大部分内容，它们构成了一个有机整体。这三大研究内容是 IPO 破发研究主体不可或缺的重要组成部分，缺一不可。而且，这三者紧密相连、相辅相成，共同构建和支撑了 IPO 破发的研究框架，使得 IPO 破发的理论与实证研究变得更加具有系统性和完整性。具体而言，IPO 破发的度量方法主要从 IPO 破发的定性度量和定量度量两个方面入手，探讨如何规范 IPO 破发的定性、定量度量，并进一步地对 2000 年至 2012 年期间上市的 IPO 新股进行初步的定性、定量的统计分析；IPO 破发的形成机理主要从影响 IPO 破发的外部因素和内部因素出发，探讨 IPO 破发的形成机理的外部因素影响机制和内部因素影响机制；IPO 破发的经济影响主要从 IPO 破发对上市公司和投资者的影响出发，探讨 IPO 破发是否影响上市公司的市场表现和投资者的投资策略。

论文的结构安排除了第一章的绪论、第二章的文献综述、第三章的我国新股发行的制度背景之外，主体部分体现在第四章的 IPO 破发的度量方法、第五章的 IPO 破发的形成机理、第六章的 IPO 破发的经济影响，最后一部分为第七章的结论。本文的研究内容及其逻辑框架如图 1.1 所示。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库