

学校编码: 10384

学 号: 17920091150625

类号 _____ 密级 _____

UDC _____



廈門大學

碩 士 学 位 论 文

我国 IPO 抑价的行为金融分析

Behavioral Finance analysis of China's IPO underpricing

陈朝毅

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2012 年 月

论文答辩时间: 2012 年 月

学位授予日期: 2012 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2012 年 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 日

摘要

新股首次公开发行问题一直备受学术界的关注，IPO 抑价之谜更是金融界经久不衰的热点话题。所谓 IPO 抑价是指新股发行价低于上市后首日交易的收盘价，投资者认购新股能够获得超额报酬的一种股票市场运行状况。长期以来对于 IPO 抑价的理解主要集中于一级市场新股定价过低和二级市场首日收盘价过高两方面。对于我国 IPO 抑价问题，早期学者们认为：严格的发行管制、非市场化的新股发行制度使得 IPO 在发行时定价过低，造成了我国 IPO 高抑价现象。但是，在经历了新股发行监管方式和发行定价方式的多次改革后，我国 IPO 高抑价现象仍然是一如既往的存在。IPO 询价制度的实施，虽然在一定程度上改善了 IPO 高抑价现象，但并没有消除 IPO 抑价现象，这表明在以往对我国 IPO 抑价问题的研究中存在很多的缺陷。

国内外大量的实证检验说明了投资者具有普遍的非理性行为现象，在新股发行市场上，由于投资者的情绪因素、认知和行为偏差因素，会造成新股在交易市场上的价格高于其发行价格。行为金融对新股价格低估的解释理论，在成熟市场上得到了验证，但是对我国新兴加转轨的市场来说，该理论的适用性还有待检验。因此，为了明确我国 IPO 抑价的根源，文章选用 2006—2010 年沪深两市上市的 A 股作为样本，分析了我国新股抑价现象的影响因素，发现我国证券市场中大多数投资者为非理性投资者，正是这种非理性的投资行为形成了一定的社会性，才产生了证券市场交易的非理性，引起了 IPO 抑价。本文通过设立表征投资者行为的指标，建立多元回归模型，对影响新股抑价的投资者行为进行考察。以上实证结果表明我国的新股抑价主要来源于二级市场上投资者的行为，包括噪声行为以及情绪行为。研究表明：我国新股抑价与我国投资者的非理性行为有较大关系，该行为的产生主要由于投资者的不成熟、政府介入市场过多、信息披露制度不完善等造成。文章最后针对此问题提出若干对策与建议。

关键词： IPO 抑价 行为金融学 非理性行为

Abstract

The problems of Initial public offerings especially the mystery of IPO under-pricing have been a major concern in the financial circles and academic one. There is a phenomenon of IPO under-pricing that new shares issued at a price lower than the first dealing day's closing price; and IPO investors consider that they will be able to get an excess return. There are mainly two explanations of IPO under-pricing, one is the level of new shares on the market price is too low, the other is the closing price on the secondary market's first day is artificially high. Early scholars consider that strict release control by the government and the non-market new stock release system cause both the low issuing price at the primary market, and our country's IPO under-pricing in a high occurrence. However, the reform of new issues of regulation and Issuing pricing way did not change the high IPO under-pricing phenomenon. To implement inquiry system may be reduces IPO under-pricing at some extent, but did not eliminate the high IPO under-pricing fundamentally.

A large number of domestic and foreign empirical test show that investors have common irrational behavior phenomenon. Investor's emotion, cognition and behavior deviation factors, will cause the new shares in the market price to be higher than the issue price. Behavioral finance to the new price underestimated interpretation theory, in a mature market has been verified, but on China's transition to the emerging market, the applicability of the theory has yet to be tested. Therefore, in order to clear our country IPO underpricing of roots, the article chooses the Shanghai and Shenzhen two listed A shares as samples between 2006 and 2010year, and the article analyses the factors of China's IPO underpricing, and found that, in the securities market in China, the majority of investors acted irrationally, and the irrational investment behaviors can be found universal in a social scope. It produced the status quo of an irrational securities market, and also caused the IPO underpricing.

In this paper, through the establishment of characterization of investor behavior

index, build multivariate recursive model, the influence of IPO underpricing investor behavior investigation. The above empirical results show that China's underpricing comes mainly from two levels of market investor behavior, including noise behavior and emotional behavior. Studies show that: there is a correlation between IPO underpricing in China and the non-rational behaviors of investors in this market. The behavior is produced due to the immature investors, government over-intervention in the market; and the information disclosure system is not perfect constitutes another cause. And final chapters put forward some countermeasures and suggestions on this issue.

Keyword: The IPO underpricing behavioral finance investors' irrational behavior

目 录

第一章 引言	1
第一节 研究背景及意义	1
一、研究背景.....	1
二、研究意义.....	3
第二节 研究内容和方法	4
一、研究内容.....	4
二、研究方法.....	5
第二章 文献综述	6
第一节 IPO 抑价理论综述	6
一、国外研究综述.....	6
二、国内研究综述.....	9
第二节 行为金融学与投资者非理性行为	13
一、行为金融学回顾.....	13
二、投资者非理性行为的界定.....	14
三、投资者非理性行为的心理基础.....	14
第三节 投资者非理性行为与 IPO 抑价	17
一、狂热投资者行为与 IPO 抑价	17
二、正向反馈交易者行为与 IPO 抑价	17
第四节 本章小结	18
第三章 基于投资者非理性行为的 IPO 抑价研究设计	19
第一节 理论假设	19
一、狂热投资者对 IPO 抑价的影响	19
二、正向反馈交易者对 IPO 抑价的影响	21
三、研究假设的提出.....	22
第二节 变量设置	23
第三节 模型的建立	25

第四章 投资者非理性行为与我国 IPO 抑价的实证分析	26
第一节 数据与来源	26
第二节 实证结果分析	26
一、总体实证研究结果.....	26
二、主板、中小板与创业板之间的比较.....	31
三、不同行业之间的比较.....	39
第三节 IPO 破发解释	42
第五章 研究结论与政策建议	46
第一节 研究结论	46
第二节 政策建议	47
参考文献	51
致谢	51

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter I Introduction	1
First, Background and Significance	1
(A) Background	1
(B) examining the significance	3
Second, the content and methods	4
(A) research	4
(B) research methods	5
Chapter II Literature Review	6
First, the IPO underpricing theories Summary	6
(A) Summary of the overseas research	6
(B) Review of the domestic research	9
Second, behavioral finance and investor irrational behavior	13
(A) behavioral finance review	13
(B) investor irrationality sector	14
(C) the investor psychological basis of irrational behavior	14
Third, irrational behavior and IPO underpricing	17
(A) of the fanatical behavior of investors and IPO underpricing	17
(B) positive feedback trader behavior and IPO underpricing	17
Forth,summary	18
Chapter III study design based on irrational behavior of IPO underpricing	19
First, the theoretical assumptions	19
(A) the frenzy of investors in the IPO underpricing	19
(B) positive feedback trading on the IPO underpricing	21
(C) exploring the assumptions of the proposed	22

Second, the variable is set	23
Third, the model	25
chapter IV irrational behavior of investors in China and empirical analysis of IPO underpricing	26
First, the data and sources	26
Second, the empirical results	26
(A) the overall empirical results	26
(B) Comparison between the board, small board and GEM.....	31
(C) The comparison between different industries	39
Third, the IPO break to explain	42
Chapter vI conclusions and policy recommendations	46
First, the findings	46
Second, the policy recommendations	47
References	51
Acknowledgements	51

第一章 引言

第一节 研究背景及意义

一、研究背景

所谓 IPO (Initial public offering) 是指新股首次公开发行。新股首次公开发行问题一直备受金融界和学术界的关注,特别是 IPO 抑价之谜。IPO 抑价是指新股的发行价低于上市后首日交易的收盘价,投资者认购新股能够获得超额报酬率的一种现象。IPO 抑价程度通常用抑价率来衡量, $\text{IPO 抑价率} = (\text{首日收盘价} - \text{发行价}) / \text{发行价}$ 。根据 IPO 抑价的表现方式(新股的初始收益率偏高、上市首日收盘价高于其发行价)可知, IPO 抑价主要来源于两个方面:一方面是一级市场上新股定价偏低,另一方面是二级市场上首日收盘价过高。早期对 IPO 抑价问题的研究大多数是基于市场有效性(EMH)的前提下,学者们认为二级市场上的交易价格能够有效地反映公司价值的相关信息, IPO 抑价是由一级市场上新股定价偏低引起的。但是,大量研究发现, IPO 除了高抑价现象之外,还存在着 IPO 长期弱势现象,即 IPO 上市以后 3 年——5 年的长期表现一般弱于可比公司和大盘指数^①,这种现象在一级市场抑价理论中无法得到解释。因此,学者们开始怀疑市场的有效性,并把研究重点转向了二级市场,研究新股首日收盘价是否存在虚高。学者们尝试用行为金融学的理论来分析 IPO 抑价现象,通过研究二级市场上投资者的投资行为,发现投资者在投资过程中的各种非理性行为对股票价格的变动有显著的影响,并建立了一些模型来解释 IPO 抑价现象,取得了一些成果。但是,从行为金融学角度对 IPO 抑价问题的解释并没有统一的研究范式,研究还处于初步阶段。

我国股票市场建立于上世纪 90 年代初,与其他发达国家的成熟市场相比,我国股票市场起步晚,历史短,在很多方面并不成熟。我国不仅存在 IPO 抑价现象,而且比发达市场或者其它新兴市场更加的严重(表 1.1 表 1.2)。

^① 周孝华,熊虎。《发行机制、投资者行为、后市流动性与 IPO 抑价》[M]。北京:中国财政经济出版社,2009,5。

表 1.1 不同国家 IPO 抑价情况统计比较

国家	样本时期	样本容量	平均 IPO 抑价率(%)
中国	1996—2007	1182	129.0
英国	1959—1999	2802	13.9
日本	1970—1996	975	24.0
美国	1960—1999	13308	15.80
巴西	1979—1992	66	74.1
印度	1992—1994	386	72.3
新加坡	1973—1992	128	31.4
中国台湾	1986—1995	241	34.6

资料来源：童艳，《我国 IPO 定价效率与发行定价机制研究》，中国金融出版社，2010 年 1 月。

表 1.2 中国 IPO 抑价情况统计

上市年份	上市家数	平均抑价率 (%)	上市年份	上市家数	平均抑价率 (%)
2000	127	150.82	2005	15	45.12
2001	80	156.94	2006	66	83.58
2002	71	148.62	2007	125	191.22
2003	67	72.03	2008	77	114.87
2004	100	70.14	2009	99	74.15

资料来源：根据 CSMAR 研究数据库中的相关数据整理。

IPO 高抑价的存在对证券市场的发展带来了许多不利的影响：首先，由于 IPO 高抑价的存在，新股发行几乎不存在风险，公司只要获得上市资格，就能筹集到资金，“壳资源”^①现象屡见不鲜，很大程度上弱化了一级市场资金配置功能；其次，投资者投资于新股几乎没有投资风险，大量投资者在一级市场进行新股申

^① 壳资源是指没有上市条件的公司，通过收购有上市条件公司的手段获得上市资格的一种现象，从而实现股票的发行。

购,使得资金大量囤积于一级市场,一二级市场之间的资金差异不断扩大,进一步弱化了市场的资金配置功能;再次,投资者在一级市场申购新股的成功率较低,投资者对于新股的青睐情绪会转移到二级市场,在新股上市首日争相购买新股,抬高股价,引起 IPO 高抑价。

为了提高证券市场资金配置效率,促进证券市场的稳定发展,我国学者对 IPO 抑价进行了大量的研究。早期学者们对 IPO 抑价的研究主要集中在一级市场,认为国家对新股发行定价的严格监管使得一级市场新股定价过低,造成了 IPO 高抑价现象。但是,新股发行监管方式和发行定价方式的多次改革,并没有改变我国 IPO 高抑价现象,询价制度的实施在一定程度上改善了 IPO 高抑价现象,但并没有消除我国的 IPO 高抑价现象。我国的 IPO 高抑价是否仍归因于一级市场新股定价过低?这个问题有待于我们对一级市场定价效率进行检验。此外,我国证券市场中个体投资者众多,大多数投资者抱着“一夜暴富”的心理进入股市,希望从股市中获得暴利,他们很容易受到“噪声”^①的影响,制定错误的投资决策。针对我国证券市场投机氛围浓厚、投资者非理性投资行为严重的特点,本文将在对我国一级市场定价效率进行检验的基础上,试图通过行为金融学的角度,研究投资者非理性投资行为是否引起了新股上市首日收盘价的虚高,造成了 IPO 抑价,从而明确我国 IPO 高抑价的真正来源,并从微观层面上寻找一种解释 IPO 抑价的方法,为以后政府在证券市场的建设和培养投资者理性心态上提供一些方法与建议。

二. 研究意义

目前,在国内的主要 IPO 理论研究中,无论是从一级市场还是从二级市场寻求对 IPO 抑价的解释,大多是基于传统金融学范畴的。文章在行为金融学的框架下,通过研究投资者的非理性行为来分析我国股票市场行为主体对 IPO 抑价的影响,探讨我国 IPO 高抑价是来源于一级市场新股发行定价制度导致的定价存在偏差,还是二级市场投资者非理性行为导致的交易价格发生失真,从而明确我国 IPO 高抑价的真正来源。文章分析了投资者非理性行为对我国 IPO 抑价的影响途径,并且通过实证分析了投资者非理性行为对我国 IPO 抑价的影响程度,从微观

^① 所谓噪声就是那些使投资者对真实的观察结果并不信任,而是按照一些影响因素进行决策,其决策结果往往向不好的方向发展,这些影响因素就是噪声。

层面上入手，寻找一种解释 IPO 抑价的方法。运用行为金融学来研究 IPO 抑价问题具有的现实意义包括：

1. 行为金融能更加贴切的反映市场参与主体——投资者对 IPO 抑价的影响，通过研究投资者的参与行为，有利于正确引导投资者理性投资。
2. 通过行为金融对 IPO 抑价的分析，有利于证券发行人及承销商在坚持所发行公司的核心价值的同时，关注市场环境，维护市场稳定。
3. 通过行为金融对 IPO 抑价的分析，可以帮助监管部门重视发行公司的质量，并更多关注市场行为，以防止出现严重的泡沫，从而促进市场对资金的有效配置，降低证券市场的系统性风险。
4. 结合我国新股发行市场的特征，从理论上探索我国 IPO 高抑价的产生原因，并实证检验我国 IPO 高抑价的来源，从而为消除我国证券市场上的 IPO 高抑价现象、提高一级市场资金配置功能提供参考依据。

第二节 研究内容和方法

一、研究内容

本文从四个方面对我国 IPO 高抑价的产生根源以及影响因素进行分析。

1. 绪论部分：首先介绍本文研究的相关背景及研究意义，接着对国内外关于 IPO 抑价问题的相关研究成果进行回顾总结，在此基础上提出本文的研究思路及方法。

2. 理论分析部分：首先对行为金融学的发展作介绍，然后根据投资者行为模型，从理论上分析投资者行为对于 IPO 抑价的影响，进一步将抑价分解为三个组成部分，并结合我国投资者实际情况，得出我国 IPO 产生高抑价的可能原因。

3. 实证分析部分：首先根据相关研究成果，选取解释变量，进行描述性统计，构建回归模型并进行多元回归，以实证检验我国 IPO 高抑价的来源以及相关影响因素。

4. 对策与建议：根据我国实际情况，结合本文分析结果，提出对于市场参与各方以及市场监管者的建议，以便更好的发挥证券市场的资金配置作用，引导理性投资。

二、研究方法

文章主要采用理论分析和实证分析相结合的研究方法。在理论分析中，文章主要借鉴传统金融学理论、行为金融学理论、一级市场抑价理论、二级市场抑价理论的研究方法和研究工具，根据所研究的具体问题，构建理论模型进行分析。在实证分析中，选用 SAS、SPSS 等统计分析方法对不同的检验目标进行分析。

1. 在理论分析中，文章选用随机前沿方法对一级市场定价效率进行分析，明确了一级市场低定价并非我国 IPO 高抑价的真正来源。从而将研究重点转向了二级市场上的投资主体，对投资者的投资行为进行理论分析，进而明确了我国 IPO 高抑价的真正来源和形成过程。

2. 在实证分析中，根据相关理论和我国证券市场的现状，对 IPO 抑价的形成过程进行合理的划分，选取不同变量作为投资者非理性投资行为的代表性指标，通过实证分析了各代表性指标与投资者非理性行为的相关关系，以及对 IPO 抑价的影响程度。

第二章 文献综述

第一节 IPO 抑价理论综述

一、国外研究综述

目前的 IPO 抑价理论可以划分为四类：不对称信息理论、制度原因理论、有关控制权的理论以及行为方法论。

1. 不对称信息理论与 IPO 抑价

传统的 IPO 抑价研究理论都是基于不对称信息模型展开，主要有投资者信息的不对称所导致 IPO 抑价；企业质量信息显示需要的 IPO 抑价和承销商能力与声誉信息传递的 IPO 抑价。

“赢者诅咒”理论是基于投资者之间信息不对称的问题。Rock(1986)认为，不同的投资者对 IPO 公司拥有不同的信息，并根据是否拥有信息分为有信息者和无信息者，两者同时在一级市场进行申购。当 IPO 发行价格偏高时，有信息者会根据信息判断去避开发行价较高的股票，这时无信息者对于这种股票的需求可以得到满足。当 IPO 发行价偏低时，有信息者会大量的申购，这时无信息者的申购往往得不到满足，这种现象被称为“赢者诅咒”^①。但是，无信息者慢慢的会发现这种风险，并不断地退出市场，为了吸引这部分无信息者留在市场中，在 IPO 发行阶段会制定一个偏低的发行价，以此作为对无信息者的补偿。

委托代理理论是基于发行人与承销商之间信息不对称对 IPO 抑价进行解释的。Baron 与 Holmstrom(1980)指出，在 IPO 定价问题上承销商往往比发行人具有更多关于潜在市场需求的信息，从而具有更大的决定权^②。在 IPO 发行过程中，发行人总是要求发行收益最大化，而承销商注重的是发行的成功与否。因此，在新股发行时承销商会制定一个较低的发行价以保证发行的成功。发行人由于市场信息的不足，为了保证发行的成功不得不同意承销商的决定，制定一个较低的发

^① Rock,K.Why new issues are underpriced s[J].Journal of Financial Economies,1986,1.

^② Baron,D.P.Amodel of the demand for investment banking advising and distribution services for newissues[J]. Journal of Finance,1982,4.

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