

学校编码: 10384
学号: 32120091150589

分类号__密级__
UDC__

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

从投资者情绪角度看我国 A 股 IPO 破发的原因

Analysis of IPO overpricing in China from the perspective
of investor sentiment

冯玉玲

指导教师姓名: 沈艺峰 教授

专业名称: 财 务 学

论文提交日期: 2012 年 4 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

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

IPO 首日超额收益被称为 IPO 三大谜题之一，一直是金融研究领域的热点问题。而作为新兴资本市场，中国的 IPO 市场与成熟的资本市场相比，曾有过异常高额的 IPO 首日超额收益率水平。但是，自 2009 年之后，IPO 首日收益率大幅下降，同时伴随有大量股票上市首日即宣告破发，研究其中存在的异常现象具有很大的现实意义。关于 IPO 首日超额收益现象，总结过去近六十年的研究，学者们主要提出了两种理论解释：一种是基于理性人假设和有效市场假说基础上提出的传统的 IPO 抑价理论；一种是基于有限理性和市场非有效基础上提出的行为金融解释。本文在回顾前人的研究成果的基础上，结合目前理论界和实务界关于此次 IPO 破发的理论解释，进一步探索影响我国 IPO 市场首日收益率的影响因素，为 IPO 破发寻找合理的原因。

本文以 2009 年至 2011 年于沪深证券交易所发行上市的 730 家 A 股 IPO 公司为样本，在控制了传统的 IPO 抑价理论的影响因素的基础上，通过构造新增 A 股开户数与新销 A 股户数之比这一投资者情绪代理变量，研究投资者情绪对 IPO 首日收益率的影响作用。结果表明，投资者情绪水平可以显著影响 IPO 首日收益率的高低，并且过度悲观的投资者情绪是 IPO 破发的重要原因。采用市场平均市盈率和网上发行中签率、新股上市首日换手率三个指标进行稳健性检验的结论与其一致。

关键词：投资者情绪；IPO 首日超额收益；IPO 破发

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Abstract

IPO's abnormal initial return is one of the three puzzles in the IPO market, and it has always been popular in the field of corporate finance in recent years. As an emerging capital market, the abnormal initial return of Chinese IPO market has maintained at extremely high level compared with the developed ones. However, after 2009, the IPO initial return has fell dramatically with the phenomenon that large amounts of new stocks break on the first trading day. It would be interesting and meaningful to investigate the abnormal phenomenon recently. After I summarize the researches about IPO abnormal initial return in the past sixty years, I find out two main explanations: one is the traditional IPO underpricing theory based on the rational and efficient market hypothesis; the other one is behavioral finance explanation based on the irrational and inefficient market hypothesis. I will analyze the IPO initial return in Chinese IPO market and try to find reasonable explanations for IPO overpricing based on the previous researches.

By using a sample of 730 A-share IPOs during 2009 and 2011 in Chinese IPO markets, and after controlling the traditional IPO underpricing factors, I use newly increased numbers of A-share security account/ newly A-share security account cancellations as proxy variable of investor sentiment to investigate the role of it on the IPO initial returns. The result shows that the level of investor sentiment can affect the IPO initial return significantly and the over-pessimistic sentiment of investors is the main reason of IPO overpricing. Robustness test of using PE, lot winning rate and turnover get the same conclusion.

Key Words: Investor Sentiment; IPO Abnormal Initial Return; IPO Overpricing

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

第一章 引言	1
第一节 问题的提出	1
第二节 结构安排	1
第二章 文献综述	3
第一节 IPO 首日超额收益研究综述	3
第二节 IPO 破发现象的解释	15
第三节 投资者情绪研究综述	16
第四节 投资者情绪与 IPO 首日收益率	24
第三章 研究设计	28
第一节 研究假设	28
第二节 变量定义	28
第三节 模型构建	32
第四节 数据来源和处理	33
第五节 结果讨论	33
第四章 总结	49
第一节 研究结论	50
第二节 研究展望	50
参考文献	52
致 谢	59

厦门大学博硕士学位论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Background.....	1
Section 2 Structure.....	1
Chapter 2 Literature Review	3
Section 1 Review of IPO Abnormal Initial Return.....	3
Section 2 Explanations of IPO Overpricing	15
Section 3 Review of Investor Sentiment	16
Section 4 Investor Sentiment and IPO Initial Return.....	24
Chapter 3 Research Design	28
Section 1 Hypothesis.....	28
Section 2 Variable Definition	28
Section 3 Research Models	32
Section 4 Sample Source and Data Processing	33
Section 5 Empirical Results and Analysis	33
Chapter 4 Summary	49
Section 1 Conclusion	50
Section 2 Future Study	50
References	52
Thanks	59

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 引言

第一节 问题的提出

IPO 首日超额收益被称为 IPO 三大谜题之一，一直是金融研究领域的热点问题。无论是在成熟的资本市场还是新兴的资本市场中，IPO 首日超额收益已被证实是普遍存在的现象。我国 A 股 IPO 首日超额收益率更是远远高于世界其他资本市场，购买新股被认为是无风险的投资。但是，自 2009 年新股发行制度改革之后，A 股 IPO 首日超额收益率均值大幅下降，并出现大量破发现象。这说明一些股票上市首日不仅不存在超额收益现象，反而收益率为负值。导致我国 A 股市场 IPO 首日超额收益出现这种变化的原因是什么？

行为金融理论认为，高涨的投资者情绪是推动股价上涨的重要力量。在缺乏卖空机制的限制下，市场中的乐观投资者主导了 IPO 股票上市初期的交易价格，其过度乐观的情绪导致了投机泡沫的产生，因而会存在 IPO 首日超额收益现象。以上来自行为金融理论的观点为本文研究我国 A 股 IPO 首日超额收益率的变化提供了很好的分析角度。自 2009 年之后，曾经推动我国新股股价疯狂上涨的投资者情绪发生了哪些变化，这些变化是否是导致 IPO 首日超额收益率下降甚至破发的原因呢？本文将对这一问题进行回答。

第二节 结构安排

本文通过构造衡量投资者情绪的代理变量，研究投资者的非理性行为对 IPO 首日收益率的影响，从投资者情绪变化的角度来分析我国 A 股 IPO 破发的原因，具体安排如下：

第二章为文献综述，主要分为以下四个部分：“IPO 首日超额收益研究综述”、“IPO 破发现象的解释”、“投资者情绪研究综述”以及“投资者情绪与 IPO 首日收益率研究综述”。梳理了关于 IPO 首日超额收益和投资者情绪的相关研究，为本文从投资者情绪角度解释我国 A 股市场 IPO 首日超额收益的变化奠定了理论基础。

第三章为研究设计，包括研究假设、变量定义、模型构建、数据来源和处

理、结果讨论五个部分。以 2009 年 7 月至 2011 年 12 月期间在我国 A 股上市的 730 只 IPO 股票为样本，通过构造能够反映我国投资者情绪水平的代理变量，对样本期间内我国 A 股市场 IPO 首日超额收益大幅下降甚至破发进行了合理的解释。

第四章为研究总结，主要包括研究结论和研究展望两部分内容。总结实证研究结果，并结合相关文献提出未来的研究方向。

本文的写作框架如图 1 所示：

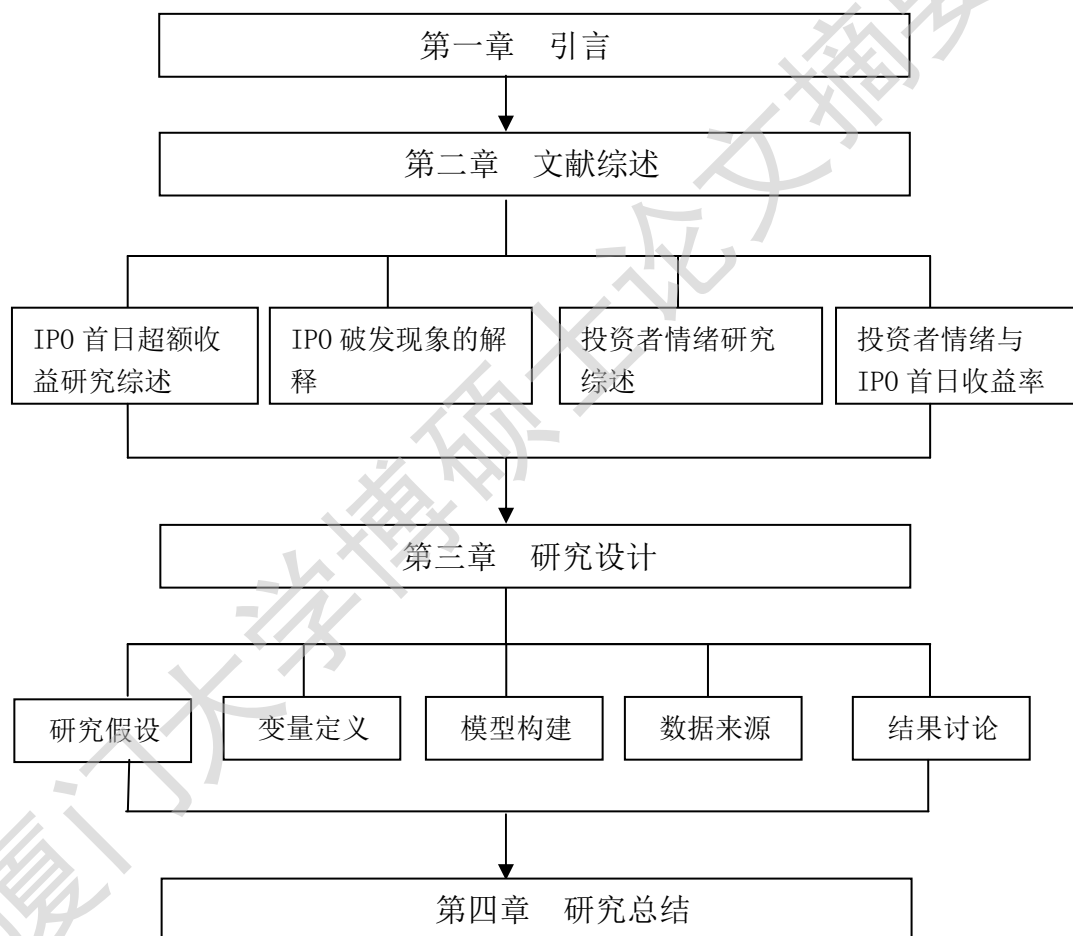


图 1 写作框架

第二章 文献综述

第一节 IPO 首日超额收益研究综述

一、IPO 首日超额收益现象

Reilly 和 Hatfield (1969), McDonald 和 Fisher (1972), Logue (1973) 以及 Ibbotson (1975) 等早期的学者相继注意到证券市场存在一个异常现象, 即首次公开发行的股票在上市交易的最初几天或最初几周里都会产生很高的超常收益率, 即 IPO 首日超额收益率现象。

Reilly 和 Hatfield (1969) 通过选取 1963 年 12 月至 1964 年 8 月、1965 年 1 月至 1965 年 6 月首次公开上市的 53 只股票, 并且计算这些 IPO 股票自上市首日至上市后第一个周五、上市首日至上市后第四个周五期间的收益率, 发现有 28 只股票在上市第一周内相对于道琼斯工业指数的平均超额收益率为 20.2%, 有 26 只股票在上市第四周内相对于道琼斯工业指数的平均超额收益率为 25%, 最早发现了首次公开发行的股票在短期内存在超额收益现象。McDonald 和 Fisher (1972) 通过分析 1969 年 1 月到 1970 年 3 月间 142 只在美国场外交易市场发行的新股, 研究发现新股在交易第一周内相对于市场指数的平均超常收益率高达 28.5%。芝加哥大学的 Ibbotson (1975) 在他著名的《新发行普通股票的价格表现》博士论文里以 2650 家在场外交易市场发行的新股为样本, 同样证实了这些新股在第一个月内可以获得 11.4% 的超额收益。

在以后整个 20 世纪 80 年代和 90 年代里, 不断有学者继续证明 IPO 股票存在首日超额收益这一异常现象。比如, Ritter (1984) 以 1977 年至 1982 年间的 1028 只 IPO 股票为样本, 研究发现在样本期间内新股上市首日的收益率平均为 26.5%, 并且随着时间的不同, IPO 首日收益率也会不同, 在 1980 年 1 月至 1981 年 3 月的热销市场期间, IPO 的平均收益率为 48.4%, 而在其余时间的 IPO 平均收益率为 16.3%; Chalk 和 Peavy (1987) 以 1975 年至 1982 年间 649 只新股为样本, 证明了这些新股上市首日的平均收益率为 21.67%, 反映出新股上市首日存在超额收益现象; Miller 和 Reilly (1987) 以 1982 年至 1983 年间 510 只新股为样本, 研究发现新股上市首日的平均超额收益率为 9.7%。

然而有趣的是，IPO 首日超额收益现象不仅仅存在于美国的证券市场，在其他国家也存在这一异常现象。在加拿大，Clarkson 和 Merkley（1994）以 1984 年至 1987 年间在多伦多证券交易所上市的 180 只 IPO 股票为样本，发现 IPO 首日收益率均值为 6.44%，并且有 55% 的 IPO 股票存在首日超额收益率；在欧洲国家如英国（Levis, 1990）、德国（Ljungqvist, 1996）和芬兰（Keloharju, 1993）均发现了 IPO 首日超额收益率的存在，比如 Levis（1990）通过对英国 1985 年 1 月至 1998 年 12 月在伦敦证券交易所上市的 123 只股票的研究证明 IPO 股票首日收益率在经过市场调整后为 8.64%，比美国股票市场的抑价水平相对较低；在亚洲国家的新兴资本市场中同样存在 IPO 首日超额收益现象，如在马来西亚，Paudyal, Saadouni 和 Briston（1998）以 1984 年 1 月至 1995 年 9 月在吉隆坡证券交易所首次公开发行的 95 只股票为样本，研究发现经市场调整后 IPO 首日收益率为 62%，IPO 首日收益率最高达到 200%。

从以上学者们对 IPO 首日超额收益的研究可以看出，IPO 股票在上市初期存在超额收益这一异常现象在全球各个国家的资本市场中是普遍存在的。学者们在考察各个资本市场中 IPO 首日超额收益现象的同时，也形成了关于这一异常现象的成熟的理论解释。

二、IPO 首日超额收益的理论解释

早期学者在二级市场有效的假设基础上提出了传统的 IPO 抑价理论，认为新股上市首日的价格反映了其基础价值，IPO 首日超额收益来源于 IPO 发行定价偏低，即上市公司或承销商对股票进行了抑价发行。关于股票抑价发行原因的理论解释主要包括信息不对称理论、市场制度原因理论、控制权理论。其中，信息不对称理论是较为成熟的理论。在九十年代之后，行为金融理论的兴起也为 IPO 首日超额收益现象提供了解释。

（一）信息不对称理论

在信息不对称理论中，一个 IPO 交易会涉及三个参与方：发行公司、投资银行或承销商、投资者。信息不对称模型假定这些参与者当中有一方比其他方拥有更多的信息。因此，信息不对称理论关于 IPO 首日超额收益的解释可以主要归结为以下几类：

1、基于承销商和发行公司的信息不对称—委托代理理论

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