

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15620071151451

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

我国股票市场新股发行机制的演变与 IPO 效率研究

A Study on our stock market issuing mechanism evolution
and IPO efficiency

任效磊

指导教师姓名: 何孝星 教授

专 业 名 称: 投 资 学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010 年 4 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

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

我国股票市场起步于上世纪 90 年代初，经历二十多年的快速发展，已经初具规模。但值得我们注意的是，我国股票市场长期存在较严重的 IPO 效率的扭曲，如我国 A 股市场存在较严重的 IPO 抑价现象，过高的 IPO 抑价率严重妨碍了资本市场资源配置功能的发挥。鉴于此，我国监管部门先后对我国的新股发行监管制度、新股发行定价机制和新股发行方式进行了一系列的市场化改革，但这一系列的市场化改革是否有效，是否真正的改善了我国 IPO 效率扭曲现象，本文试图通过理论和实证相结合的角度对该问题进行解答。

为能更全面的反映我国的 IPO 效率，本文改变过去众多文献单纯采用新股首日涨幅作为 IPO 效率衡量指标的做法，从 IPO 定价效率和 IPO 配置效率两个方面来反映 IPO 的效率，分别反映了新股一、二级市场价格偏离、新股发行价与新股内在价值的偏离，进而实证分析我国新股发行监管机制、新股发行定价机制和发行方式的改革对 IPO 效率的改善。

本文研究结果显示，就新股发行监管制度而言，通道制阶段相比审批制阶段新股首日超额回报率降低，通道制的实施的确提高了我国的 IPO 定价效率，保荐制的实施在更大的程度上降低了新股首日超额回报率；在新股发行定价机制和发行方式的改革方面，第一次市场化阶段引入的法人配售询价制没能改善 IPO 定价效率，甚至在一定程度上加重了 IPO 抑价现象，可能由于我国证券市场成立时间较短，机构投资者力量依然很薄弱，自身研究实力也较为欠缺，因此，法人配售并未达到预期的效果，这或许也意味着发行制度的改革必须结合我国证券市场的实际条件，但第一次市场化改革却明显的提高了 IPO 的配置效率，使得新股的发行价格更能反映新股的内在价值。2002 年-2004 年我国虽然对发行定价实施了较多的行政干预，但却显著改善了 IPO 抑价现象，这可能由于此阶段我国采取了向二级市场投资者配售的发行方式，在连接一、二级市场方面起到重要作用。第二次市场化改革取得了一定成果，对 IPO 的定价效率和配置效率均有一定提高。

关键字： IPO 抑价；定价效率；配置效率

Abstract

Our stock market started at 90's of last century. Until now it has developed rapidly for more than twenty years. But it is notable that there is high IPO efficiency distortion ,such as the high degree of IPO underpricing in the China stock market. Under-pricing high rate fundamentally hinder the allocation of resources of capital markets function. To improve the IPO efficiency a series of reformation on the stock issuing mechanism have been taken on in China. This paper aims to find out if the series of reformation improved the IPO efficiency .

To reflect the IPO efficiency more roundly, I change the method used by many papers which adopt the IPO under-pricing rate to measure the IPO efficiency. I reflect the IPO efficiency from IPO pricing efficiency and IPO allocation efficiency. I reflect the price difference between the issue market and the trade market, the price difference between the issue price and immanent value separately. Then I analyze whether the reformations of the IPO system improve the IPO efficiency empirically.

Through the research, I find that the usage of passage system actually improve the IPO pricing efficiency. Meanwhile the usage of sponsor system reduces the IPO under-pricing rate in larger extent. In the aspect of IPO pricing methods and distribution ways, the method of institutional investors inquiry which is released in the first reformation stage didn't improve the IPO pricing efficiency. I think this is because of the immature of our stock market and the weakness of the institution investors. So I think the reforming of the IPO system must meet the actual conditions. But the first reformation apparently improves the IPO allocation efficiency. In the stage of 2002-2004, although the supervisors intervene the pricing progress, this stage apparently improves the IPO under-pricing. Maybe this is because many stocks distribute to the investors in the secondary market. This method connects the issue market to the secondary market. The second reformation kindly has improved the IPO pricing efficiency and allocation efficiency.

Keywords: IPO under-pricing; pricing efficiency; allocation efficiency

目 录

第一章 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 研究思路与论文结构	2
1.3 IPO 效率衡量体系	4
1.4 可能的创新之处	5
第二章 国内外相关研究综述	6
2.1 国外主要研究成果	6
2.2 国内主要研究成果	11
第三章 我国新股发行制度的演进分析	15
3.1 新股发行监管制度	15
3.2 新股发行定价机制	19
3.3 新股发行方式	26
第四章 我国股票市场新股发行制度与效率的实证分析	31
4.1 样本的选择及研究方法	31
4.2 样本统计特征	34
4.3 变量选择与模型设定	39
4.4 新股发行制度演进与 IPO 效率的实证研究	46
4.5 实证综述	54
第五章 结论与建议	56
5.1 本文主要结论	56
5.2 提高 IPO 效率的若干建议	57
5.3 需进一步研究的问题	58
参考文献	59
致谢	62

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research background and significance	1
1.2 Research method and paper structure	2
1.3 IPO efficiency measure system.....	4
1.4 Possible new perspectives	5
Chapter 2 Document summary at home and abroad	6
2.1 Document summary at abroad.....	6
2.2 Document summary at home.....	11
Chapter 3 Evolution analysis of our security issuing mechanism	15
3.1 Security audit system	15
3.2 Security pricing mechanism	19
3.3 Security distribution methods	26
Chapter 4 Emprical analysis of IPO efficiency	31
4.1 Sample selection and Emprical methods.....	31
4.2 Statistical nature of sample.....	34
4.3 Variable selection and model building.....	39
4.4 Data processing.....	46
4.5 Emprical summary	54
Chapter 5 Conclusion and Suggestion	56
5.1 The conclusion of this paper	56
5.2 Some suggestion for IPO efficiency improving.....	57
5.3 Issues needed further study	58
References	59
Acknowledgements	62

第一章 导论

1.1 研究背景与意义

中国股票市场起步于上世纪 90 年代初，经过二十年来的快速发展，目前已拥有上市公司超千家，越来越多大盘股登陆 A 股市场，尤其是 2009 年正式推出了中国创业板市场，同时在今年年初开始实施融资融券业务，极大的完善了我国资本市场体系，也使股票二级市场更具效率。

股票一级市场即发行市场也是股票市场的重要组成部分，是流通市场股票供给的来源和基础。但我国股票发行市场却长期存在效率损失的情况。自 Logue (1973)^[1]最早提出 IPO 抑价问题之后，IPO 抑价问题便引起了国内外学者的关注，IPO 抑价是指新股发行定价偏低，导致新股上市首日收盘价远高于发行价格，新股购买者在上市首日获得较高的新股超额收益率，而中国股票市场作为新兴市场，相比西方发达国家，IPO 抑价现象更为严重，新股超额收益率更高，反映出我国 IPO 效率的低下。

正是基于这一点，为提高我国股票发行市场效率，我国相关主管部门先后多次对股票发行制度进行改进。在股票发行监管制度方面，从早期的审批制过渡到核准制下的通道制，再到目前实行的保荐制；在股票定价机制市场化改革方面也几经起伏，最初阶段由监管部门直接确定发行价格，后来改为限定市盈率倍数，伴随《证券法》的实施，监管部门逐渐放松了市盈率的限制，允许由发行人和承销商依据市场需求情况制定新股发行价格，但由于 2001 年下半年国有股减持引发股市大幅下挫，监管部门又重新开始限定发行市盈率，自 2005 年开始，股票发行市场开始引入询价制，极大的推动了发行定价的市场化进程。

毋庸讳言，在我国，市场的发展是与政府的导向和制度的变迁息息相关的，那么，迄今为止，我国新股发行制度的变革效果如何？是否真正提高了 IPO 效率？下一步的 IPO 市场化进程应如何推进？本文通过相关实证研究，希望能对这些问题进行进一步的思考和探索，为制度变迁和机制改进提出有益的政策建议。

1.2 研究思路与论文结构

1.2.1 研究思路

本论文主要研究我国新股发行制度演进是否真正提高 IPO 效率的问题。我们首先构建了 IPO 效率的衡量体系，在参考学习国内外众多学者研究成果的基础上，我们将 IPO 效率进一步细分为定价效率和配置效率两部分，并分别研究新股发行的三方面制度因素的演进对定价效率和配置效率的影响。

然后回顾了国内外诸多学者对 IPO 效率方面的研究成果，对相关的理论和实证研究进行综述，分析和把握当前 IPO 效率研究的发展态势。

其次，回顾我国新股发行监管制度、新股发行定价机制和发行方式的演进历程，简要分析新股发行各方面制度的演进效果，进而从实证角度，研究新股发行制度演进对 IPO 效率的改进效果。

在新股发行监管制度与 IPO 效率的研究方面，由于新股发行监管制度的核心是股票发行决定权的归属，很大程度决定了新股上市的门槛，对新股的首日超额收益率有较大影响，因此，我们主要实证研究新股发行监管制度的演进是否改善了 IPO 定价效率。

在新股发行定价机制、发行方式与 IPO 效率的研究方面，我们将新股发行定价机制和发行方式结合起来分析，在控制了各种相关控制因素后，考察其对 IPO 效率改善的问题。

最后，我们依据对新股发行制度与 IPO 效率的研究结果，得出本论文的结论，提出继续提高 IPO 效率的政策建议。

1.2.2 论文框架

依据前文的研究思路，本论文共分为五章，具体研究框架如下：

第一章 导论。结合目前国内外证券市场现状，论述本论文的研究背景和意义，提出本论文主要研究的问题，即我国新股发行机制的演变对 IPO 效率影响的研究；阐述本论文的主要研究思路及论文框架；同时参考国内外与 IPO 效率相关的研究文献，建立本论文的 IPO 效率衡量体系，并阐述该体系的理论依据；最后对本论文可能的创新之处进行描述。

第二章 国内外相关研究综述。回顾国内外对 IPO 效率方面的研究成果，简

要描述国外目前对 IPO 效率研究的诸多理论假说,并简要分析目前国内学者依据国外理论假说对 IPO 效率的研究成果。

第三章 我国股票市场新股发行制度演进分析。从本章开始,本论文将新股发行制度纳入研究体系。回顾我国股票市场二十多年来的发展历程,本章主要从新股发行监管制度、新股发行定价机制、新股发行方式三个方面来分析我国股票市场新股发行制度的演变。

首先简要描述新股发行制度的三个组成部分在国际上的发展演进过程,以及目前国际上应用较广泛的新股发行制度;然后再将研究视角转向国内,按年份分阶段详细介绍我国股票市场上新股发行制度三个方面的演进历程,并简要分析我国新股发行制度演变的原因及相应的政策效果。

第四章 我国股票市场新股发行制度与效率的实证分析。在上一章中,我们详细的介绍了我国新股发行制度三个不同维度的演进历程,接下来,我们的研究需要将发行制度演进和 IPO 效率结合起来,从实证角度研究我国新股发行制度的演进是否改进了 IPO 效率,并希望通过实证结果,对我国未来新股发行制度的市场化改革提出相应建议。

本章对新股发行制度与 IPO 效率的实证研究,主要从两个方面入手:第一,研究我国新股发行监管制度的改革,即从早期的审批制到后来的通道制,再到目前实行的新股保荐制,对我国的 IPO 定价效率的改进;第二,由于新股发行方式是渐进发展的,不同发行方式的年份散布情况不像发行监管制度和发行定价机制那样具有绝对严格的时间界限,而是在时间上具有交叉现象,同一时间段内同时存在多种新股发行方式,又由于不同发行方式大多是为了配合不同的新股定价机制而设,因此我们将新股定价机制和新股发行方式结合起来分析,通过实证研究上述两方面制度因素的演进对 IPO 配置效率和定价效率的改进效果。

第五章 结论及建议。本论文最后一章是全文的核心所在,依据前文对新股发行制度演进与 IPO 效率的理论和实证分析,我们对新股发行制度改革是否改进了 IPO 效率这个问题进行回答,并对我国未来的发行制度市场化改革提出相应的政策建议,最后再对该领域下一步的研究方向作简要介绍。

1.3 IPO 效率衡量体系

目前为止，关于我国 IPO 的效率问题已经引起诸多研究者的兴趣，大多数国内研究者参考国外研究习惯，均以 IPO 抑价幅度来衡量 IPO 效率的高低，诚然，新股抑价发行导致 IPO 的首日收益率远高于市场平均收益率，在中国，IPO 抑价现象尤为严重，反映了新股一、二级市场价格的脱节，因此，使用 IPO 首日超额收益率的高低来反映 IPO 效率提高与否有一定的合理性，但本文认为单纯沿用国外研究者的效率衡量指标，无法很贴切的反映我国证券市场的特点。

我国证券市场起步较晚，在成立早期的主要目的是为国有企业融资解困，虽然经过近二十年的发展，证券市场制度逐步完善，但依然存在诸多问题。因此，为更加细致的反映我国证券市场的特点，本文从 IPO 定价效率和配置效率两个方面来衡量 IPO 效率。

本文认为在新股发行市场中有三个变量与 IPO 效率有关：新股发行价格、新股内在价值和新股市场价格，一般使用新股上市首日的收盘价作为新股市场价格。传统 IPO 效率衡量指标仅考虑新股发行价格和市场价格两个变量，即以新股超额收益率作为衡量指标，但该研究方法是以新股市场价格和内在价值一致为前提的，我国证券市场还有许多不完善的地方，唐勇（2005）证明在我国股权分置改革完成前，股票市场价格和内在价值存在系统性偏离^[2]。虽然目前股权分置改革已经基本完成，但并不能直接假定我国股票市场价格就准确反映了其内在价值。

当二级市场价格无法作为内在价值的无偏估计时，本文认为 IPO 效率的衡量指标可以分为两方面：IPO 定价效率，即新股发行价格和新股市场价格的偏离，偏离越小说明定价效率越高；IPO 配置效率，即新股发行价格和新股内在价值的偏离，偏离越小说明配置效率越高。

一、IPO 定价效率的衡量指标

IPO 定价效率反映新股一、二级市场价格的拟合程度。一般而言，新股发行价格要低于新股市场价格，本文选取新股首日超额收益率作为 IPO 定价效率的衡量指标。

二、IPO 配置效率的衡量指标

IPO 配置效率，用以反映发行价格和内在价值的拟合程度。若发行价格与内

在价值偏离较小，说明金融资产价格比较合理，资产的配置效率也会相应较高。但对 IPO 配置效率的衡量涉及到对公司内在价值的估算。自经典的红利贴现模型，逐渐发展到可比公司乘数模型、期权定价模型、剩余收益定价模型和自由现金流定价模型，再到后来的蒙特卡洛模拟法，国内外众多学者研究提出了多种不同角度的公司价值估值模型，但上述各种模型均或多或少的需要对未来的某些因素进行预测，因此很难精确预测公司的内在价值。

由于精确预测公司内在价值的困难，且预测公司内在价值并非本文的主要研究内容，因此本文从相对意义的角度来考察 IPO 的配置效率，若新股的发行价格在很大程度上反映了与公司内在价值相关的因素，则公司内在价值信息已经反映在了新股发行价当中，此时，我们可以合理认为新股发行价格与新股内在价值偏离较小，IPO 配置效率较高。

1.4 可能的创新之处

本论文以前人的研究为基础，在充分学习国内外众多文献对 IPO 效率研究的基础上，主要在以下几个方面进行了创新：

一、新股发行定价机制更细致的划分。本文在对新股发行定价机制进行研究时，结合前人研究文献，将新股发行定价机制和发行方式发展历程归类为两次市场化改革，并将第一次市场化改革阶段进一步细分为法人配售询价制和不限定市盈率的固定价格制两个子阶段，通过实证研究两个子阶段对 IPO 抑价的影响，希望可以解释第一次市场化阶段为何未能达到提高 IPO 效率的效果。

二、较长的样本区间，较多的询价制实施后样本。本论文以 1996 年 1 月到 2010 年 3 月作为样本区间，时间跨度较长，数据量较多，尤其包括询价制实施之后的较多样本，可以较全面的考察询价制实施之后对 IPO 效率的改革效果。

三、涵盖更多相关控制变量。基于对国内外相关文献的研究综述，本论文在实证分析模型中加入了更多相关控制变量。由于现有研究结果控制变量有限，其所得的实证结果在一定程度上缺乏说服力，希望本论文可以对现有研究进行一定的补充。

第二章 国内外相关研究综述

2.1 国外主要研究成果

从 20 世纪 70 年代开始,西方学者注意到在美国证券市场上存在一种异常现象,即新股上市首日收盘价显著高于发行价格,具有较高的新股首日收益率,存在较明显的 IPO 抑价现象。按照传统的有效市场理论,不应该存在新股首日超额收益率的现象,而新股首日收盘价显著高于发行价格反映了 IPO 效率的损失,由此引起了各国学者的浓厚兴趣,因此,国外对 IPO 效率的研究主要是针对新股首日超额收益率的研究。

金融学家 Ibbotson (1975) 最早提出了关于 IPO 首日收益率偏高的几个可能原因^[9],后来的经济学家对该现象进行了深入研究,主要从以下几个角度对该现象进行了理论解释。

2.1.1 基于信息非对称角度的解释

所谓信息非对称,是指在经济主体发生联系的过程,有些信息并非为所有的市场主体所知,这种有些人知道,而另一些人所不知道的信息,即为非对称信息。广义的非对称信息可以分为事前非对称和事后非对称,事前信息不对称容易导致“逆向选择”,最为经典的文献是 Akerlof (1970) 的“柠檬市场”问题,事后信息不对称容易导致“道德风险”。

按照 IPO 参与主体中拥有优势信息主体的不同,可以将非对称信息分为三类:发行公司与投资者之间的信息不对称;投资者之间的信息不对称;发行公司与承销商之间的信息不对称。基于非对称信息类别的不同,对 IPO 抑价现象理论解释的角度也各有不同。

一、发行公司与投资者之间的信息不对称

(一) 发行公司具有信息优势:信号理论

非常自然,对于公司的发展前景和内在价值,发行公司往往比外部投资者拥有更多信息。基于此,20 世纪 80 年代末先后有三篇文章发表 (Allen&Faulhaber (1989), Grinblatt&Hwang (1989), Welch (1989)), 首次提出信号理论。该理

论认为市场中往往存在着业绩较好和业绩较差的两类公司，上市公司拥有关于本企业的真实信息，而投资者却难以区分这两类公司，为避免由于信息不对称所导致的投资者逆向选择问题。业绩较好的公司愿意通过低价发行向市场传递有关自身质量的信息，当投资者在购买新股获得较高收益率后，公司可以通过再融资时高价发行股票来弥补首次公开发行时低价发行所造成的损失，而业绩较差的公司则不会这样做，因为若开始采取低价发行的方式，由此产生的发行损失在其后续发行中将得不到补偿^[4,5,6]。Dongwei、Su&Belton 和 M. Fleisher (1999) 对 1987 年 1 月 1 日到 1995 年 12 月 31 日在上海证券交易所上市的 308 只股票的抑价率进行研究，结果支持抑价幅度越高的 IPO 公司在日后的增发中筹集更多资金的可能性就越大、IPO 与增发之间的间隔越短的观点^[7]。

信号理论所面临的一个很重要的问题是在证券市场行情不同的情况下，新股发行数量的波动性较大，证券市场走势疲软时，新股发行较少，发行价格也较低，如果发行公司希望通过高价再融资的方式弥补自己 IPO 低价的损失，则必须能够保证自己在返回资本市场时，市场条件是允许的，但现实中很难做出此种保证。

(二) 投资者具有信息优势：动态信息收集理论

一般来说，相比发行公司，投资者拥有更多的关于新股市场需求的信息。而发行公司在新股发行时面临新股如何合理定价以符合市场需求，保证发行成功的问题，基于该信息不对称角度，Benveniste 和 spindt (1989)、Benveniste 和 Wilhelm (1990) 以及 Spatt 和 Srivastava (1991) 最早提出动态信息收集理论，与之相联系的 IPO 定价机制对 IPO 效率的改进问题也是目前 IPO 研究中最活跃的领域之一。在目前较流行的累计投标询价制下，发行公司和承销商为制定合理的发行价格，保证发行的成功，会在初步询价和累计投标询价阶段收集投资者的需求信息，并根据该信息制定价格。动态信息收集理论认为，为了吸引投资者在路演推介过程中向承销商和发行人揭示自己所了解的信息(尤其是有利的信息)，使得价格能修正到符合市场需求的位置，必须实行故意的折价发行，作为投资者收集和揭示信息的回报，同时承销商还往往给予那些给出真实价值信息的投资者更多的 IPO 配额^[8,9,10]。对该理论的实证支持来自 Hanley (1993) 所做的关于发行前对发行价修正的研究结果。她发现承销商在需求强烈的时候并没有将价格完全调整到最大限度，而是对发行价进行了部分调整。因此，当承销商将发行价向上调

整的时候，抑价也跟着增加了。这种额外的抑价就被解释成对愿意真实反应需求水平的投资者的一种补偿^[11]。

但该理论也面临一个重要的问题：它无法解释在非累计投标询价定价机制下存在的 IPO 抑价问题，同时很多学者认为给投资者的信息补偿并不能完全解释过高的折价水平。

二、投资者之间的信息不对称

如果简单的假定所有的投资者拥有的信息都是相同的，则新股发行不可能存在抑价情况，因此，这一类理论认为，投资者之间存在信息不对称现象，具体又分为以下两种观点：

（一）赢者的诅咒

Rock (1986) 最早提出该观点。他从有效市场假说出发，认为市场总体上比包括发行人在内的任何参与方都具有更完善的信息，因而市场上的投资者可以分为两种：第一种投资者称为“知情投资者”，该类投资者对股票的市场价值拥有完全的信息；第二种投资者称为“不知情投资者”，该类投资者不拥有关于股票内在价值的完全信息。根据理性经济人假设，在市场中，知情投资者只会认购那些发行价格等于或低于其真实价值的新股，而不知情投资者只能按照自己的财富水平同比例参加所有新股的发行，这时不知情投资者将面临一个“赢者的诅咒”问题，即如果某新股的发行价高于其真实价值，将只有非知情者参与。不知情投资者在此时最佳选择就是退出一级市场，而新股发行又需要大量不知情投资者的积极参与，因此，为了吸引不知情投资者，在首次公开发行时公司必须折价发行新股，以弥补不知情投资者信息不对称所产生的损失^[12]。

Beatty 和 Ritter (1986) 拓展了 Rock 的模型，提出 IPO 折价幅度和公司价值的不确定性之间存在单调关系。他们认为公司不确定性越高，投资者获取信息成本越大，“赢者的诅咒”问题越突出，折价幅度就要加大^[13]。大量的文献对这一假设进行了研究，大多数国家的实证结果都支持这个观点，因而成为 IPO 折价理论中最受肯定的解释之一。

（二）信息瀑布假说

Welch (1992) 最早提出该假说，该假说认为潜在的投资者不仅关注自己所拥有的信息，还比较关注其他投资者是否申购该新股。Welch (1992) 认为后来

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