

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 15620071151410

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

收益率幻觉、资产配置与 IPO 抑价之谜

Yield Illusion, Asset Allocation and

IPO Underpricing Puzzle

郭 亚 峰

指导教师姓名: 张 顺 明 教授

专 业 名 称: 金 融 工 程

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩时间: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2010 年 4 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

IPO抑价之谜作为金融学术界的一个经典问题，30多年来一直受到众多学者的关注。对它的相关理论解释众说纷纭，却又莫衷一是，尤其是对于我国这样一个新兴证券市场，本身有其特殊性，许多舶来的理论很难在此开花结果。

为改变国内学术界对IPO抑价问题重实证轻理论的现状，本文希望能走一条从市场实践到理论模型再到市场实践的道路。文章首先基于我国特定市场约束条件，对于IPO高抑价之谜从收益率幻觉和资产配置这一独特视角作出一个理论解释，并建立数学模型推导出其相应的代理变量，这些变量包括：对新股申购收益率的预期、申购中签率、发行价格、发行股本、申购期间二级市场期望收益率以及首日换手率。

之后，本文以2006年6月至2010年3月沪深A股市场的新股发行数据（不含创业板）为样本1进行了实证研究，分析发现，即使在加入其它控制变量的基础上，收益率幻觉和资产配置对我国IPO的高初始回报率也有很强的解释能力，在实证分析中所有的代理变量都是显著的，并且系数符号同预期完全一致。另外，本文将创业板市场单独作为一个样本进行了研究，研究发现仅仅收益率幻觉能够解释创业板市场的高抑价现象，所有资产配置的代理变量都不显著，本文认为这同创业板市场的投资者资格限制以及样本自身的特征等因素有关，一大批中小投资者被排除在市场之外，造成投资者结构单一，自然不存在文中所述的资产配置过程。最后对本文的主要结论进行了总结，并对治理A股市场的高抑价现象提出了两点政策上的建议：市场化与公正化，以达到调节投资者预期，打通一二级市场隔离的目的。

关键词：IPO抑价；收益率幻觉；资产配置

Abstracts

As a classic problem of financial academia, IPO underpricing puzzle has been concerned by academics in the past 30 years. Theories to explain it is various, but no consensus. Especially for an emerging stock markets as China which has its particularity, many successful theory abroad is difficult to bear fruit.

To change the status of important empirical light of theory in domestic academia, this article hopes to follow a road that from market to theoretical model then to practice again . First, based on our market constraints, the article made a theoretical explanation with the aspect of Yield illusion and Asset Allocation, then build a mathematical model to derive some corresponding proxy variable, including: the illusive yield, the lottery, the issued price, the issued shares, the turnover of the first day and the expected yield of secondary market during subscription period.

Then, this article conducted an empirical test on sample 1 which included the IPO data of China's Shanghai and Shenzhen between June 2006 and March 2010. We found that Yield illusion and Asset Allocation have high explanatory power for China's high IPO underpricing, proxy variables are all significant, and the coefficients are the same symbols with the expected exactly. In addition, GEM alone was studied as sample2, we found only Yield illusion can explain the high GEM underpricing phenomenon, all the proxy variables of Asset Allocation are not significant. we think its concerned with GEM's investors qualifications and character of itself, a lot of small and medium investors are excluded from markets, caused a single investor type, therefore, there is no so-called Asset Allocation. Finally, this article summarized the main conclusions and made two policy recommendations: marketlization and justice. The former can lessen investor's anticipates and the latter break market isolation between issue market and secondary market.

Key Words: IPO Underpricing; Yield Illusion; Asset Allocation

目 录

第一章 绪论	1
1.1 选题背景和研究意义	1
1.2 研究范围与研究方法	3
1.3 研究思路与文章结构	4
1.4 主要创新之处	5
第二章 IPO 抑价理论综述	6
2.1 西方经典理论	6
2.2 国内研究现状	12
2.3 已有研究成果的不足	14
第三章 市场约束	16
3.1 新股发行定价制度	16
3.2 投资者关系与价格形成机制	18
3.3 关于收益率幻觉	21
3.4 关于资产配置	23
第四章 模型设计	25
4.1 模型的基本假设	25
4.2 幻觉收益率	25
4.3 短期资产配置	26
4.4 长期资产配置	30
4.5 上市首日供求关系与 IPO 抑价	30
4.6 关于量价关系	32
4.7 模型的解释	33
第五章 实证分析	35
5.1 样本选择及数据来源	35
5.2 变量选取	36
5.3 模型构建	40
5.4 对样本 1 的实证分析	42
5.5 对最优回溯期的讨论	48
5.6 对创业板市场的实证分析	51
第六章 结论与建议	54
6.1 主要结论	54
6.2 研究展望	55
6.3 政策建议	55
参考文献	57
致 谢	61

Contents

Chapter1 Introduction.....	1
1.1 Background and Significance.....	1
1.2 Scope and Methodology	3
1.3 Structure.....	4
1.4 Contribution	5
Chapter2 Literature Review.....	6
2.1 Classical Theory	6
2.2 Domestic Research	12
2.3 Shortcoming	14
Chapter3 Constraints of Market.....	16
3.1 IPO System.....	16
3.2 Market Structure and Price Formation	18
3.3 About Yield Illusion	21
3.4 About Asset Allocation.....	23
Chapter4 Model Design.....	25
4.1 Basic Assumptions.....	25
4.2 Illusive Yield	25
4.3 Short-term Asset Allocation	26
4.4 Long-term Asset Allocation.....	30
4.5 Supply & Demand and IPO Underpricing	30
4.6 Turnover and Price	32
4.7 Explanation	33
Chapter5 Empirical Test	35
5.1 Samples and Sources	35
5.2 Variable Selection.....	36
5.3 Model Building	40
5.4 Empirical Test for Sample One	42
5.5 Discussion on Backtracking	48
5.6 Empirical Test for GME Sample	51
Chapter6 Conclusion and Suggestion	54
6.1 Main Conclusion	54
6.2 Research Prospects.....	55
6.3 Policy Suggestion	55
References	57
Acknowledgement.....	61

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论

1.1 选题背景和研究意义

我国的股票市场起步虽晚但是起点较高,后发优势的存在使其在硬件方面并不比成熟市场落后。相比西方发达国家市场,其主要不足在于软件上的缺陷,包括:投资品种不丰富、投资者结构不合理、市场法制不健全、市场监管不到位等等,这些都是市场缺乏效率的体现。这种低效率如果长期存在下去,将会影响到我国股票市场资金融通、资本配置、资产定价等功能的发挥,影响到股票市场作为经济增长与体制改革引擎的地位。因此,针对国内股票市场的相关研究也都将重点放在了市场缺陷与市场异象方面。

本文拟研究的 IPO 抑价问题就是有关市场异象的一个经典命题,所谓 IPO 抑价,是指一只股票首次公开发行后第一个交易日的收盘价格高于发行价格的情况。IPO 抑价程度在本文中称之为 IPO 初始回报率,用变量 UPR 表示, $UPR = (\text{首日收盘价} - \text{发行价}) / \text{发行价}$ 。IPO 抑价现象最早可追溯到美国证券交易委员会 (SEC) 1963 年的一份研究报告,随后 Logue (1973)^[1] 和 Ibboston (1975)^[2] 分别用美国证券市场 20 世纪 60 年代的资料进行实证分析,发现 IPO 的初始回报率平均数为正分布, Ibboston 因不明其理由以“谜”称之。实践证明, IPO 抑价现象普遍存在于世界各国的股票市场,抑价幅度大多在 5%—100% 不等。一个明显的现象是,在成熟市场抑价程度较低,而新兴市场则明显较高,尤以中国为甚。根据相关研究,美国的 IPO 初始回报率现在稳定在 5%—15% 之间,而首日破发也同样是极其常见的。

相比之下 A 股的 IPO 初始回报率则要高很多。沈艺峰和陈雪颖 (2002)^[3] 以 1993 年至 1998 年间上市的 183 家 A 股 IPO 公司为样本,研究发现 A 股在该期间上市首日 IPO 初始回报率为 132.15%; 宋逢明和梁洪昀 (2001)^[4] 对我国 1999 年全年的 95 家 IPO 公司股票进行了研究,发现其上市首日初始回报率为 113.84%; 杨记军和赵昌文 (2006)^[5] 研究了截至 2005 年 6 月 7 日所有的 A 股 IPO 样本,得出了平均初始回报率为 124.39% 的结论。根据 07 年到 09 年底的 WIND 金融数据,可以算出近三年 A 股平均 IPO 初始回报率为 134.14%。具体到个股,在目前可获得的截至 2009 年底的 1741 个 A 股 IPO 数据中,初始回报率最大的为 3350%, 中位数为 107.36%, 平均数为

156.99%，其中大于100%的有902只，占比54.08%，大于50%的为1332只，占比79.86%，而上市首日即破发的有34只，仅占2.04%，这表明IPO抑价且高抑价在A股市场是一种常态。

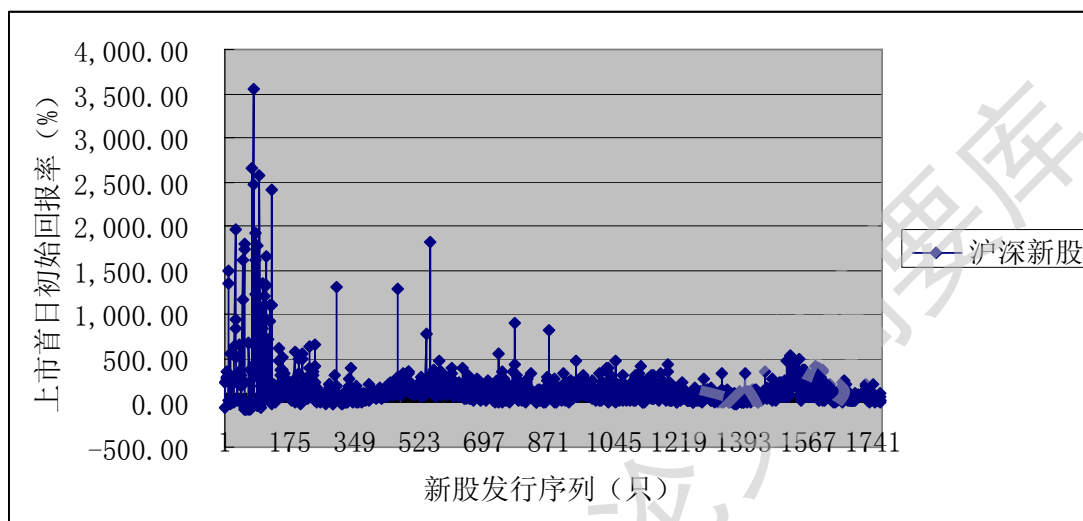


图1-1：沪深市场A股IPO初始回报率的历史分布

资料来源：根据WIND资讯数据整理

从某些方面讲，一定程度的IPO抑价可以看做是对投资者从发行到上市期间资金成本的补偿，同时也可以降低发行人的筹资风险以及承销商的承销风险。但是A股市场如此高的IPO初始回报率显然是不合理的，会对市场造成巨大的危害。举两个具体的例子：一是2006年6月19日上市的中工国际（002051）开盘首日上涨332.03%，此后便是连续五个交易日跌停，给首日买进的投资者造成了巨大的损失；而2007年11月5日上市的中国石油（601857）的首日暴涨则对我国的股票市场造成了系统性的危害。中国石油以16.70元每股的价格发行，上市首日收盘价却高达43.96元，涨幅163.23%。作为当时A股市场的一只超级权重股，中石油上市之后便开始连续下跌的价值回归之路，与此同时整个上证指数也开始了一轮迅猛的下跌，不可否认存在诸如金融危机、整体高估值泡沫的因素，但是从6000点跌到1600点的暴跌中石油肯定是重要原因之一。总结一下，IPO高抑价现象将给资本市场带来以下危害：

(1) 严重损害投资者的利益，特别是缺乏基本价值判断能力的中小投资者。这类投资者在上市首日买进的话往往意味着长时间的资金套牢。

(2) 暴涨之后往往会持续下跌，加大了我国股票市场本来就比较异常的市场波动。

(3) 影响二级市场的流动性。由于 IPO 高抑价成为一种常态，大多数投资者会形成一种收益率幻觉^①，认为一级市场是绝对无风险的，造成一批资金长期驻扎在一级市场申购新股，二级市场因此缺乏合理的流动性，丧失了资本市场应有的定价功能。

(4) 股市丧失了资本配置功能。由于投资者对新股上涨形成了预期，那么无论是好公司还是差公司，也无论发行价偏高还是偏低，发行人均能顺利的在资本市场上筹集到资金，影响了上市公司质量，造成投机盛行，长期下去影响资本市场的健康发展。

总之无论从当前利益看还是长远利益看，IPO 高抑价现象对我国资本市场的发展具有极大的现实危害和长期隐患，新股发行高抑价问题一直是我国新股发行理论制度研究和证券市场改革的重点和难点，也是一级市场和二级市场的非均衡矛盾的集中体现，因此研究新股发行高抑价问题，尤其是在我国股票市场这样一个特殊环境下的发行高抑价问题具有极大的现实意义。

1.2 研究范围与研究方法

IPO 全称 Initial public offering(首次公开发行)，指发行公司(股份有限公司或有限责任公司)首次向社会公众公开招股的筹资方式，通常为“普通股”。新股首次公开发行过程涉及到发行人、投资者、承销商、监管层等多个利益相关主体。在整个发行过程中，以上几个利益主体利益难以完全协调一致便会产生一系列的问题，使得 IPO 定价研究成为市场研究热点之一。相关研究主要集中在 IPO 前期的盈余管理、IPO 过程中的短期抑价、IPO 之后的长期高估、IPO 的热销性等四个方面。这四个方面的问题相继伴生于 IPO 的整个过程，它们之间虽有联系但并不影响它们分别作为一个问题单独研究的可能性，由于时间和篇幅的限制本文拟研究的就是 IPO 过程中的短期抑价问题，希望能通过全新的理论解释和实证检验分析 IPO 抑价的根本原因。

本文主要采用规范分析和实证分析相结合的研究方法，希望能够基于我国市

^① “收益率幻觉”并非一个过去的常用术语，本文首次拿来说明投资者对申购新股收益率的预期效应，后文会有详细解释。

场特定约束条件，对于 IPO 高抑价之谜从收益率幻觉、资产配置这一独特视角作出一个理论与实践相结合的开创性研究。文章首先分析了目前 A 股发行过程中特定的市场约束条件，其中运用博弈论的方法，分析了新股发行过程中发行人、承销商、监管层以及不同类型投资者之间的多主体博弈过程以及发行价格的形成，并根据历史数据和现象推断我国投资者对新股申购收益率存在着惯性幻觉，这是上市首日二级市场价格形成的关键因素；其次分析了我国证券市场上的投资者结构，在模型设计中分别运用期望效用最大化理论和投资组合理论解释他们不同的短期资产配置和长期资产配置，并认为两次资产配置的差异造成的供求不平衡是上市首日收盘价相对发行价大幅跳跃的另一原因。由此本文将 IPO 抑价分成了收益率幻觉和资产配置两个部分去解释，并分别找出了它们的代理变量。最后通过大样本实证研究，对模型的立论基础和某些推论给出实证结论。具体而言，用到了时间序列分析、多元线性回归、因子分析等计量统计方法。此外，文中所采用的实证数据全部来自 WIND 资讯金融数据库以及中国证监会、上海证券交易所和深圳证券交易所等权威部门，主要的数据处理工具是 Excel2003 和 SPSS17.0，保证了实证检验的科学性。

1.3 研究思路与文章结构

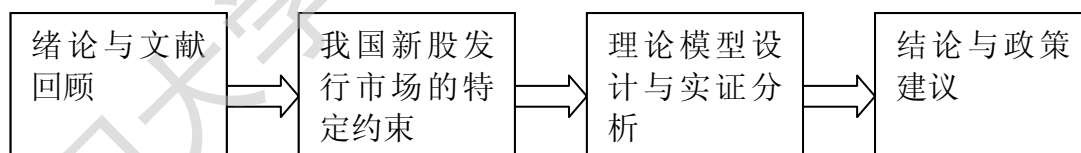


图 1-2：研究思路

本文共分为六章：

第 1 章为“绪论部分”，简述 IPO 高抑价现象以及对其进行研究的理论意义和现实意义，确定研究范围、研究方法和研究思路。

第 2 章为“文献综述”，该部分对国内外有关 IPO 短期高抑价现象的研究成果进行了回顾。大量前人的优秀成果为本文提供了可参考的理论依据。同时应当指出的是当前国内相关研究还没有基于我国证券市场特定约束条件下的理论和实证相结合的产物，本文将做一个开创性尝试。

第3章为“市场约束”，该部分将论述中国证券市场特殊的状况，如新股发行制度、投资者利益博弈及价格形成过程等，并开始引入收益率幻觉和资产配置的概念，它们将共同构成我国证券市场特定的约束条件，这是设计出适用模型的重要前提。

第4章为“模型设计”，将会根据上一章的特定市场约束去构建模型，用数学表达式去描述市场的收益率幻觉以及投资者的资产配置选择。然后分析二者对IPO初始回报率的影响，并推导分离出相应的代理变量。

第5章为“实证分析”，该部分会使用大样本数据验证上一章分解出的代理变量同IPO初始回报率的相关性，分析收益率幻觉及资产配置对我国IPO高抑价现象的解释能力。

第6章为“结论与建议”，简要归纳本文的主要成果及未来努力的方向，并对相关政策提出建议。

1.4 主要创新之处

本文尝试从行为金融的角度去分析基于我国证券市场特定约束条件下的IPO高抑价问题，我认为主要做了以下创造性的工作：

(1) 提出了将IPO高抑价分为收益率幻觉解释部分和资产配置解释部分，并推导出了各自的代理变量，这种猜想和研究是具有开创性意义的。

(2) 对有关样本数据实证研究的结果表明模型拟合度较高，相关代理变量解释力很强，另外还研究了收益率幻觉的最优回溯期问题。完成了一条从市场实践到理论模型再到市场实践的道路，是为数不多的能将理论同实践相结合的成果。

(3) 开创性的对我国创业板市场的高抑价现象进行了研究，结论证实创业板市场同样可以很好的被收益率幻觉和资产配置理论模型来解释，这也证明了该模型的普遍适用性。

第二章 IPO 抑价理论综述

作为金融市场异象之一，IPO抑价之谜自从被提出之后就引起了学术界的广泛关注，西方大量学者试图从不同的角度以不同的方式来解释IPO抑价之谜。提出的比较经典的理论有“投资银行理论”、“赢家诅咒理论”、“信号传递理论”、“投机泡沫理论”等，简单的讲这些理论大致可以分为两类：一类是假设市场存在有效性，即新股上市首日的收盘价是市场信息的反映，是合理的价格，那么造成IPO抑价的原因就是发行价格定价偏低，认同这种“偏低”解释有“投资银行理论”、“信号传递理论”、“赢家诅咒理论”等；另一类理论则假设发行价格的定价是准确的，发行首日价格的上涨更多的是源于二级市场的无效率，比较有代表性的理论有“投资者情绪理论”、“承销商托市理论”等。由于国内学者对这个问题研究起步较晚以及中国证券市场的特殊性，目前国内相关研究还停留在政策设计和实证检验两个层次，能将理论和实证结合起来的研究成果极其少见。

2.1 西方经典理论

国外对于 IPO 抑价的研究，起始于二十世纪七十年代，Ibbotson(1975)^[2]证实首次公开发行的股票在第一个月内的平均超常收益率为 11.4%。根据 Loughran(1995)^[6]的研究，无论是发达资本市场还是新兴资本市场上都普遍存在 IPO 抑价现象，所不同的只是抑价程度的区别。

下页中的表（2-1）列示了一些学者对世界主要国家 IPO 初始回报率的研究成果。从中可以看出：第一，无论是发达国家（如美国、日本、德国），还是快速发展中国家（如中国、印度、巴西），亦或者较不发达国家如（印尼、菲律宾）都普遍存在着 IPO 短期抑价现象，只不过从程度上看成熟市场明显低于新兴市场；第二，在所有数据中，中国的数据异常偏高，不仅位列第一，而且比第二名巴西要高出 178.4%。表中有关中国的数据样本期间为 1990-2000 年，排除股市建立初期供求偏紧的因素外，现在计算 2001-2009 年的平均初始回报率仍高达 112.70%。

表2-1 各国IPO平均初始回报率

国家&地区	数据来源	样本数量	样本期间	平均初始回报
澳大利亚	Lee, Taylor & Walter; Woo	381	1976-1995	12.10%
巴西	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78.50%
加拿大	Jog & Riding; Jog & Srivastava Kryzanowski & Rakita	500	1971-1999	6.30%
中国(A股)	Datar & Mao; Gu and Qin	432	1990-2000	256.90%
丹麦	Jakobsen & Sorensen	117	1984-1998	5.40%
法国	Husson& Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard&Belletante;Derrien & Womack; Chahine	571	1983-2000	11.60%
德国	Ljungqvist	407	1978-1999	27.70%
中国香港	McGuinness;Zhao&Wu;Ljungqvist&Yu	857	1980-2001	17.30%
印度	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35.30%
印度尼西亚	Hanafi; Ljungqvist & Yu	237	1989-2001	19.70%
日本	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner &Hiraki;Pettway&Kaneko;Hamao, Packer,&Ritter; Kaneko & Pettway	1,689	1970-2001	28.40%
墨西哥	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1990	33.00%
菲律宾	Sullivan & Unite	104	1987-1997	22.70%
美国	Ibbotson, Sindelar & Ritter	14,840	1960-2001	18.40%

资料来源：根据Loughran, Ritter and Rydqvist (1994) 以及Loughran and Ritter (2002) 整理

根据公式 IPO 初始回报率 $UPR = (\text{首日收盘价} - \text{发行价}) / \text{发行价}$ ，IPO 短期抑价无非存在三种情况。一是发行价是合理的，而二级市场价格偏高；二是二级市场价格是合理的，发行价定价偏低；三是两个价格都不合理。事实上，当前关于 IPO 抑价的主要研究成果多是前面两种情况。Fama 于 1970 年提出了著名的有效市场理论，IPO 抑价现象曾一度成为其他学者反驳市场有效的有力工具，然而 1975 年，Ibboston(1975)^[2] 以 1960 年 1 月到 1969 年 12 月美国新上市公司为研究样本，结果显示 IPO 上市首月存在 11.4% 的初始回报率，但同时 Ibboston 认为二级市场是有效的。正是这篇经典文献改变了人们对 IPO 抑价现象的看法：如果 Ibboston 的研究结果是可以接受的，即在二级市场有效率的情况下仍然存在抑价现象，那么问题肯定在于发行定价的不合理性。于是关于 IPO 抑价之谜的研究也分为两个主要流派：第一个流派是以 Ibboston 为代表的市场有效论支持者，他们认为新股上市后二级市场的价格反映了其真实价值，IPO 之所以出现抑价的

原因是发行定价偏低；与之相反的另一流派否认市场是有效的，他们一般假设发行价格是合理的，而二级市场价格偏离了其本身价值。下面将分别介绍这两个流派内的经典理论模型。

2.11 基于有效市场理论的 IPO 抑价理论

(一) 信息不对称理论

在整个 IPO 的过程之中，主要有三类参与者：发行人、承销商以及投资者。信息不对称理论认为他们之间或他们内部人之间的信息不对称造成了发行定价偏低，从而产生 IPO 抑价。具体分为以下几种情况：

(1) 投资银行理论——发行人和承销商之间的信息不对称

投资银行理论由 Baron and Holmstrom(1980)^[9]和 Baron(1982)^[10]提出。他们认为，发行人与承销商一方面存在着代理关系，另一方面又有着固有冲突：发行人的目标是希望发行收入最大化，而承销商为了降低承销风险则有意压低发行价格。由于承销商相对发行人具有信息优势，因此难以监督和激励，这就造成了 IPO 抑价的必然发生。

在 Baron(1982)的模型中，用 θ 表示公开发行时的状态总数， $f(\theta)$ 表示概率密度， $\alpha(\theta)$ 表示投资银行在发行中付出的努力， $x(\theta)$ 表示 IPO 增加的资本。发行价格为 p_0 ， $S(x(\theta), p_0)$ 表示支付给投资银行的费用。发行人和投资银行分别有不同的效用函数 U 和 V 。因此，最优的发行价格和承销费用是如下最大化问题的解：

$$\max_{S(x,p)} \int u[x - S(x, p_0)]f(\theta)d\theta \quad (2-1)$$

约束条件为：

$$\iint V[S(x, p_0), \alpha]f(\theta/\phi)f(\phi)d\theta d\phi \geq \pi \quad (2-2)$$

其中 π 是确保投资银行参与承销的最低效用水平。

(2) 信号传递理论——发行人与投资者之间的信息不对称

信号传递理论由 Welch(1989)^[11], Allen and Faulhaber(1989)^[12], Grinblatt and Hwang(1989)^[13]和 Chemmanur C(1993)^[14]提出。这一理论认为由于发行人比投资者更加了解 IPO 公司的内在价值。为了向投资者传递新上市公司的质量信息，优质公司会故意降低 IPO 发行价格以吸引投资者买入，虽然这样会使公司有

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