

# IPO 抑价还是破发

## ——基于股权结构的实证研究

谢汉昌<sup>1,2</sup>,王金波<sup>3</sup>

(1.厦门大学管理学院,福建 厦门 361005;2.福建商业高等专科学校,福建 福州 350000;  
3.厦门大学王亚南经济研究院,福建 厦门 361005)

**[摘要]**针对近几年频发的IPO破发现象,选取2009~2011年718家中国A股上市公司作为研究样本,从股权结构特征以及影响IPO定价参与方的议价动机和能力入手,考察了股权结构与IPO抑价或破发的关系。研究发现,管理层持股比例与IPO抑价无显著关系,而与IPO破发显著负相关,体现出管理层持股的“利益趋同效应”;相比于非国有企业,国有企业IPO抑价程度更高,且IPO破发的概率更低,反映出国有企业管理层可能存在通过IPO抑价确保发行成功来获取政治声誉和寻求未来政治升迁的动机。

**[关键词]** 股权结构;议价动机与能力;IPO抑价;IPO破发

**[中图分类号]** F276.6

**[文献标识码]** A

**[文章编号]** 1007-9556(2013)05-0045-13

## IPO Underpricing or Overpricing

### --- An Empirical Study Based on Equity Structure

XIE Han-chang<sup>1,2</sup>, WANG Jin-bo<sup>3</sup>

(1.School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005; 2.Fujian Commercial College, Fuzhou 350000;  
3.Wang Yanan Institute for Studies in Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

**Abstract :** Based on the frequency of IPO overpricing in recent years, this paper collects 718 Chinese A-share listed companies from 2009 to 2011 as research samples and examines the relationship between equity structure and IPO underpricing or overpricing, from the perspective of equity structure which embodies and affects bargaining motivation and ability of IPO pricing participation parties. The results indicate that managerial ownership is not related to IPO underpricing significantly and on the contrary negatively related to IPO overpricing, showing “the Convergence of Interest Effect”. Compared to non-state-owned enterprises, the state-owned enterprises have a higher level of IPO underpricing and a smaller probability of IPO overpricing, implying that state-owned enterprise managers may employ IPO underpricing to ensure the successful issue to obtain political reputation and seek future political promotion.

**Key Words :** equity structure; bargaining motivation and ability; IPO underpricing; IPO overpricing

### 一、问题的提出

2010年1月28日,中国西电上市首日破发,成为自2009年7月IPO重启后的首只IPO破发新股,也开启了中国资本市场的破发新时代。此后,IPO破

发愈演愈烈,从大盘股向中小板和创业板的新股蔓延,破发此起彼伏、风起云涌,至2011年达到一个高点。从2009年至2011年,共有103只新股破发。其中,2009年97只A股新股上市没有一只首日破发;

**[收稿日期]** 2013-04-15

**[基金项目]** 国家自然科学基金项目“全球金融风暴背景下中国企业财务决策行为研究”(70972110)

**[作者简介]** 谢汉昌(1978-),男,福建永定人,厦门大学管理学院博士研究生,福建商业高等专科学校教师,研究方向是证券投资、公司财务;王金波(1980-),男,湖北荆州人,厦门大学王亚南经济研究院博士研究生,研究方向是公司治理、行为金融。

2010年344只A股新股上市有26只出现首日破发,占比为7.6%。2011年282只A股新股上市有77只破发,占比上升为27.3%。

显然,近年来频繁发生的IPO破发已经成为中国资本市场的新异象,并且不断冲击着IPO抑价理论框架下的首日超额收益,深深打击了投资者。然而,理论研究一直热衷于IPO抑价,而对IPO破发的关注较少。传统的解释IPO抑价的理论有很多,除基于股权结构因素的研究外,还有基于制度因素、承销商因素和投资者行为因素的理论。在基于制度因素的IPO抑价理论方面,规避法律诉讼假说(Tinic, 1988)认为,在严格的信息披露制度下,承销商、会计师和发行公司都面临相当大的诉讼风险,承销商和发行公司往往会采用抑价发行的方式,以避免在股票发行中遭到投资者起诉;价格支持假说(Ruud, 1993; Ellies等, 2002)认为,主承销商并非在发行新股时有意地进行抑价,反而会把发行价确定在上市后的期望市场价值上,对于上市后跌破发行价的新股,主承销商会采取价格保护措施,使新股的价格高于原来的发行价,造成新股发行首日的超额收益率始终大于零的假象;合理避税假说(Rydqvist, 1997; Taranto, 2003)认为,一些税法的特殊规定可能会助长高级管理人员在公司IPO中抑价的动机,甚至在公司IPO时给雇员优先分配抑价的股票这一增值资产来代替薪水。在基于投资者行为的IPO抑价理论方面,投机泡沫理论(Aggarwal和Rivoli, 1990)认为,上市公司IPO首日超额回报是由那些投机性强的投资者在超额认购时没有获得配额造成的,投资者受投机心理的驱使会把新股价格推高到其内在价值之上;从众行为理论(Welch, 1992)认为,带有投机性色彩的投资者往往具有较强的“从众”特点,在做决策时会观察其他相关投资者的行为,并采取相似的行为决策,以至于在投机氛围浓厚的市场中上市公司的IPO抑价现象更明显;投资者情绪理论(Ljungqvist、Nanda和Singh, 2006)认为,假定情绪投资者对IPO公司的前景持乐观态度,为了弥补承销商和机构投资者可能遭受的潜在损失,发行人必须对IPO进行抑价发行,从而使IPO高定价和抑价现象同时出现。在基于承销商因素的IPO抑价理论方面,信息收集理论(Benveniste和Spindt, 1989)认为,承销商在向机构投资者配售时会采用低价,以使其提高真实报价,承销商声誉假说(Chemmanur和Fulghieri, 1994)认为,投资者会依据承销商以往承销的股票在资本市场上的表现来判断承销商的可信任程度,如果承销商承销的股票在资本市场上表现良好,则其声誉会得到进一步提升,因此,承销商声誉越高

就越能准确地定价,其估价也越能得到投资者的认同。此外,Cater和Singh(1998)也发现,不管采用哪种声誉排名方法,承销商的声誉都显著影响IPO的抑价程度,承销商的声誉越高,IPO的抑价程度就越低。

然而,上述理论不能对我国频现的IPO破发现象提供系统、全面的解释。也正是这一背景,给本文提供了一个研究机会。为什么IPO会破发?我们认为,这是资本市场IPO参与各方相互博弈和影响的结果,上市前公司的股权结构、财务状况、新股发行制度、资本市场的整体表现和投资者的情绪等都有可能成为导致IPO破发的重要原因。其中,上市前的股权结构作为影响公司上市的重要因素,在IPO发行过程中起着独特的作用,它不但影响IPO发行数量和发行时机的选择,而且还直接影响IPO参与方的议价动机和议价能力,进而影响IPO定价的效率,使之表现为IPO抑价或破发。

## 二、文献回顾

对于IPO抑价现象,西方学者从不同的角度进行了研究。从股权结构方面研究IPO抑价的理论主要有四种,即代理成本假说、信号传递假说、股权分散假说和股权集中假说。在代理成本假说方面,学者们从公司经理人的幕后交易(Su D和Fleisher B M, 1998)、IPO前的股权结构变化和内部销售行为(Alexander Ljungqvist和William J Wilhelm Jr, 2003)、事前不确定的代理成本(Su Dongwei, 2004)、中国民营上市公司的控股结构(Fan J P H、Wong T J和Zhang T Y, 2005)等角度进行了研究,发现这些因素影响了代理成本,与IPO抑价显著正相关。在信号传递假说方面,Allen和Faulhaber(1989)、Grinblatt和Hwang(1989)以及Welch(1989)等提出了信号传递模型,认为发行人拥有比投资者更多的信息,新股抑价是博弈的均衡结果。根据该假说,新股发行价和发行公司原股东保留股份的比例传递着公司内在价值的信号(Grinblatt和Hwang, 1989),而且内部人持股比例和IPO抑价是传递公司价值的一对互相加强的信号(Su Dongwei, 2004),在具有封锁资金限制的IPO公司,抑价程度越高,抑价与股份保留份额之间的正相关关系就越显著(Steven et al., 2005)。在股权分散假说方面,Booth和Chua(1996)最早提出了该假说,认为发行人为了造成新股的超额需求假象,有意压低新股发行价,从而使公司吸引和拥有大量的小股东,以实现股权的分散化。这种分散的股权不仅可以增强公司的流动性,而且可以减轻公司管理层遭受的公司外部压力,防止公司控制权旁落。根据该假说,基于流动性的考虑是影响IPO抑价的重要因素(Andrew Ellul和Marco Pagano, 2006),而且较

多考虑股票流动性的公司，IPO 抑价程度较高(Beverly B Marshall 2004)。在股权集中假设方面，Stoughton 和 Zechner(1998)认为，机构投资者具有监督功能，IPO 发行者利用抑价能够吸引投资者大量持有公司的股票，从而使其在 IPO 后具有监督企业的积极性，要想补偿机构投资者从事监督活动的成本，可以利用 IPO 抑价这一形式。Mello 和 Parsons(1998)、Maug(1998)等认为，机构投资者能够起到监督公司和增加公司价值的作用，为此，应给予他们 IPO 抑价的优惠。

相对于国外比较丰富的理论和实证研究，国内学者从股权结构角度进行的 IPO 抑价研究较少，而且数据较早，主要是从代理成本的角度进行研究。部分学者发现，第二至第十大股东的股权集中度(刘煜辉、熊鹏，2005)、上市公司最终控制人控制上市公司的金字塔层级(朱凯、田尚清、杨中益，2006)与 IPO 抑价显著正相关。段慧磊(2006)则发现，IPO 抑价与第一大股东持股比例、公司第二至第十大股东持股集中度等显著负相关。对于目前资本市场普遍存在的 IPO 破发现象，国内的理论和实证研究都显得较弱。本文力求从股权结构影响 IPO 定价效率方面去寻找新的突破口，把握股权结构在 IPO 价格形成过程中所扮演的关键角色，进而实证考察股权结构对 IPO 抑价或破发的真正影响。本文遵循的理论分析思路是：股权结构→IPO 参与方的议价动机和能力→IPO 价格的形成→IPO 抑价还是破发，它们之间的内在作用机理和逻辑路径见图 1。

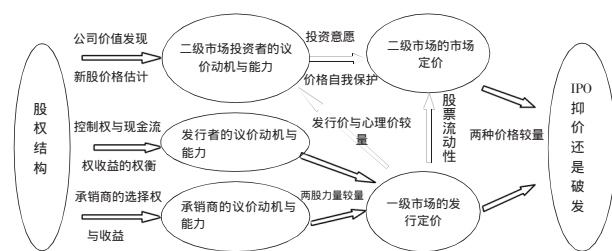


图 1 股权结构的内在作用机理和逻辑路径

本文的创新之处在于：一是突破了传统上对 IPO 抑价在 IPO 发行过程中占据垄断地位的认识，打破了学界长期以来对 IPO 抑价研究的偏好，将研究命题聚焦于我国资本市场近年来频繁发生的 IPO 破发现象，并试图挖掘这一经济现象背后的重要原因及其理论解释；二是与以往基于股权结构研究 IPO 抑价的代理成本假说、信号传递假说、股权分散假说和股权集中假说不同，本文选择了新的研究视角，从股权结构影响 IPO 参与各方的议价动机和能力，进而决定 IPO 价格形成这一理论分析思路出发，探讨股权结构影响参与 IPO 价格形成的发行者、承

销商和二级市场投资者的议价动机和能力的内在作用机制和逻辑路径，从而在一定程度上弥补了以往研究无法解释为何在诸多基于股权结构的 IPO 抑价理论框架下 IPO 发行过程中频繁出现破发现象的不足；三是与以往单一的基于股权结构探讨 IPO 抑价的研究不同，本文采用了对比研究法，将 IPO 破发和抑价对立地共存于股权结构的研究视角中，避免了过去单纯基于股权结构考察 IPO 抑价的缺陷，更加全面地研究了股权结构在 IPO 价格形成过程中的影响机制和作用原理。

本文其后的内容安排如下：第三部分是理论分析和研究假设，第四部分是研究设计，第五部分是实证结果与分析，第六部分是稳健性检验，第七部分是研究结论及展望。

### 三、理论分析与研究假设

在某种程度上，IPO 价格的形成过程实质上是上市公司发行人、承销商与外部投资者三者的议价动机和能力碰撞交锋，不断谈判、博弈，最终寻求妥协、合作的过程。上市前的股权结构作为公司上市的基石，在 IPO 价格形成过程中起着至关重要的作用。对于发行人而言，它不但影响公司 IPO 后的控制权、现金流收益、董事会构成及公司资源的配置，而且向承销商和外部投资者传递了公司未来价值和股价的信号，并通过发行新股、转让公司部分控制权和现金流权吸引投资者参与公司的上市，从而促成 IPO 的价格，甚至让投资者信服和接受高的 IPO 发行价格，最终满足发行人上市融资获取巨额资金的需求。在 IPO 价格形成过程中，股权结构更是发行人和管理层议价能力的源泉和坚强保障。发行人一方面可以通过提高自己的股权比例、增加控制权，提高自己在 IPO 形成过程中的议价能力；另一方面可以通过调节转让公司控制权和现金流权的比例，控制承销商和外部投资者的议价能力。对于投资者而言，股权结构还是 IPO 价格形成过程中发行人议价动机的一面镜子，映照出公司发行人和管理层是否有精心、合理地经营公司的愿望，抑或是存在着掠夺中小股东的欲望。与发行人相反，承销商和外部投资者一方面把股权结构当作窥视镜去洞察发行人的议价动机和能力，另一方面利用自己手中诱人的巨额现金流来换取发行人转让更多公司未来的控制权和现金流权，从而提高自己在 IPO 价格形成过程中的议价能力。

在 IPO 价格形成过程中，发行人和承销商以其议价动机和能力先进行谈判和博弈，他们彼此之间力量的叠加或较量，将影响 IPO 发行价格的高低。在完成首轮发行人与承销商之间的议价后，便形成了

对外部投资者进行网上申购和网下配售的发行价,外部投资者再参与 IPO 价格形成过程中的第二轮市场定价。尽管在首轮 IPO 发行价格的形成中,外部投资者的议价动机和能力没有直接参与其中,但其也是发行人和承销商进行首轮议价时的重要考量,它一方面影响着公司发行人和管理层能否顺利通过上市来获取巨额的现金流,满足公司发展壮大的需要,甚至满足他们不可告人的控制权私利;另一方面也直接影响着承销商能否实现其丰厚的承销费用收益。尽管在第二轮市场定价中,发行人和承销商的议价动机和能力没有参与其中,但也在过程中得到了延伸和检验。面对资本市场上众多有投资价值的股票,外部投资者的议价能力是无穷的,他们可以拿起投资选择权和价格自我保护权两种有力的武器,对发行人和承销商的议价动机和能力发起有力的还击,从而实现他们参与 IPO 获取投资收益的议价目的。经过第二轮的市场定价, IPO 的价格形成过程得以完成,也最终影响 IPO 的抑价或破发。总之, IPO 的价格是在三方议价动机和能力相互影响和制约的基础上形成的。

在发行人、承销商和外部投资者为 IPO 价格的形成进行博弈的过程中,管理层持股比例、控股股东性质始终是各方关注的重点,甚至是他们谈判的筹码。这两者相比于其他方面的股权结构特征蕴含着更多的信息含量,承载着更多的利益考量,也攸关着各方更多的议价动机和能力。我国大多数民营上市公司不但有着“股权集中、一股独大”的特点,而且第一大股东既是实际控制人,又是管理层的重要成员。管理层持股比例承载着第一大股东的利益诉求,也昭示着管理层经营公司的能力和目标,甚至还传递着外部投资者对控制权私利的担忧。至于控股股东性质,它影响着管理层持股比例以及管理层成员的构成,国有上市公司的管理层持股比例较低,而且管理层不但有经济利益,还有政治声誉的考量。控股股东性质的不同,影响着他们在 IPO 价格形成中各自扮演的角色差别,也影响着他们的议价能力和动机。我们将从这两个方面展开理论分析,在此基础上提出本文的理论假设。

1. 管理层持股比例对 IPO 价格形成的影响。对于公司价值低、成长性差、未来业绩不看好的上市公司,管理层往往会降低持股比例以减少未来现金流权的损失,而采取提高发行价、最大程度地获取巨额募集资金这一短期的、急功近利的策略,也许是管理层利益最大化的理性选择。此时,管理层持股产生的效应更多地体现为“隧道效应”(Johnson 等, 2000)。根据信号传递理论,管理层持股能够传递公司价值

的信号,当管理层持股比例较小时,就会给外部投资者传递公司价值低的信号。这种情况下的虚高发行价,不但容易使投资者对高价产生恐惧心理,而且也会使投资者通过股权结构发现公司价值被高估,股价被人为地推高,二级市场投资者的投资意愿自然就会降低,存在利用价格进行自我保护的动机,进而从心理上对股票价格打折。另外,高发行价也不利于股票在二级市场上流动,一旦股票缺乏流动性,其投资和投机价值势必会降低,当投资者觉得持有股票的机会成本过大时,就会减少对它的持有。因此,这种因“隧道效应”(Johnson et al, 2000)而产生的高发行价,很有可能导致 IPO 破发。

对于公司价值高、成长性佳、未来业绩看好的上市公司,管理层往往愿意提高持股比例,以增加其未来现金流权的收益。这类公司确定的发行价往往符合公司价值,甚至其提高发行价也是可以接受的。根据 La Porta 等(1999)、Claessens 等(2002)提出的利益联盟假说,拥有高现金流权的控股股东极力想在 IPO 发行过程中确定高的发行价,以极小化自己的损失。毕竟,价值高、前景看好的上市公司向外部投资者转让部分股权就意味着转让未来的现金流权收益,转让的股权越多,未来的现金流权收益损失就越大。对于承销商而言,高的发行价也是可以接受的,因为他们认为管理层会为了自己的利益很好地经营公司(Gomes, 2000),而且会计数据会具有更多的信息含量(Fan 和 Wong, 2002),更何况承销商也有提高发行价的动机,以期带来更多的承销费用收益。我国现行的发行制度对承销商声誉的约束力度较弱,不太会影响其声誉及未来的新股发行承销。当管理层持股比例增加时,根据信号传递理论,这将给外部投资者传递公司价值利好的消息。当管理层持股比例过大,管理层的现金流权收益大于控制流权收益时,管理层更有可能通过提高发行价来弥补转让现金流权给投资者带来的损失。即使管理层把发行价定得偏高,对外部投资者来说也是可以接受的,因为公司良好的成长性和前景能够弥补发行价偏高给他们带来的损失。如果把管理层持股比例放大到占发行后总股数的 100%,那么,公司的委托代理成本则为 0,管理层控制权私利也为 0,公司的价值达到最大,股价完全符合公司价值。在这种情况下,管理层持股的效应完全体现为“利益趋同效应”(Jensen 和 Meckling, 1976)。这种因“利益趋同效应”而产生的高发行价,对投资者来说是利好,会激发投资者的购买和持有意愿,降低其价格自我保护的动机,甚至出现“疯抢”的局面, IPO 破发的概率可能很低。综合前面的分析,我们提出假说 1。

假说 1: 管理层持股比例与 IPO 破发概率负相关, 管理层持股比例越高, IPO 破发的可能性越小。

2. 控股股东类型对 IPO 价格形成的影响。在上市公司中, 第一大股东一般是公司的控股股东, 代表公司实际控制人的经济利益。实际控制人通过担任直接的控股股东, 甚至通过投资关系、协议或其他安排来实现对上市公司的实际控制。在 718 个样本中, 大多数民营上市公司的第一大股东为实际控制人。为了更准确地反映第一大股东的类型, 我们用实际控制人的类型代表控股股东的类型。

与中小股东不同, 实际控制人的收益包括现金流收益和控制权收益 (Grossman 和 Hart, 1980)。由于与中小股东利益的不一致, 大股东很有可能在 IPO 过程中采取“隧道行为”(Johnson et al., 2000), 凭借自己作为上市公司发起人的独特优势, 利用代位管理募集资金之便, 通过截留募集资金、转移资产等方式损害中小股东的利益。在民营上市公司中, 第一大股东通常是实际控制人和管理层成员, 为了追求更大的控制权收益, 其产生“隧道行为”的动机和能力更强, 在发行数量已定的情况下, 发行定价越高, 募集的资金就越多, 大股东采取“隧道行为”的空间就越大, 获取的控制权私利也越多。因此, 当控股股东为非国有性质时, 发行价虚高的可能性就越大, 也越可能出现更低的抑价程度和更高的破发概率。但是, 在国有上市公司中, 由于第一大股东通常为政府机构, 实际控制人一般不是管理层成员, 作为企业管理层的政府官员会更多地考虑政治声誉或今后的政治升迁机会。在政治声誉动机强于控制权收益动机的前提下, 为了营造 IPO 热销的局面, 管理层在 IPO 发行价的议价和定价过程中更容易采取抑价策略, 降低了人为提高发行价的概率。

当国有上市公司采取抑价发行策略时, 发行价可能接近于公司价值或者低于公司价值, 这就减少了二级市场投资者担心发行价高的恐惧心理, 降低了他们采取价格自我保护措施的可能性。另外, 合理的发行价增强了股票在二级市场的流动性, 有利于形成合理的市场价格。在如今“国进民退”的经济环境下, 国有控股公司一般比民营上市公司拥有更多的垄断资源, 能够得到更多的政府支持, 因而公司未来的业绩相对更好。这对投资者而言, 也是选择投资对象时的一个重要考量。显然, 上市公司类型对投资者产生的投资心理效应是不同的。由此, 我们提出假说 2。

假设 2: 控股股东类型与 IPO 破发或抑价显著相关, 若控股股东类型为国有, 则存在 IPO 抑价, 且破发的可能性较小; 反之, 则相反。

#### 四、研究设计

##### (一) 样本选择与数据来源

本文选取 2009~2011 年上市的 718 家 A 股公司数据作为样本, 并对样本进行了如下调整: (1) 剔除了银行、证券和保险类上市公司, 因为该类公司的财务结构和业务特点与其他公司不同, 为了集中研究本文的问题, 这类公司被剔除; (2) 剔除了上市公司数据库中数据不全的公司。

本文的上市公司治理数据和财务数据主要来自于 WIND 数据库、CSMAR 数据库和清科数据库, 对于某些财务数据不全的公司, 我们通过手工查找上市公司的招股说明书获得相关数据。

##### (二) 股权结构的构成及其衡量

国内学者对股权结构的分析和衡量通常采用第一大股东持股比例代表股权集中度 (朱凯、田尚清、杨中益, 2006; 段慧磊, 2006), 用第二至第十大股东持股比例代表股权制衡度 (刘煜辉、熊鹏, 2005), 以最终实际控制人判断控股股东的性质是国有还是非国有 (朱凯、田尚清、杨中益, 2006)。本研究主要聚焦于管理层持股如何影响 IPO 价格的形成, 故在借鉴国外学者 Arash Alavi、Peter Kien Pham 和 Toan My Pham (2008) 研究方法的基础上, 从管理层持股和非管理层持股两个维度进行股权结构的分析和衡量。此外, 由于控股股东性质直接影响上市公司管理层持股的状况, 使得管理层持股情况在国有上市公司和非国有上市公司中存在显著差异, 故本文从控股股东性质的角度把上市公司分为国有性质和非国有性质。

在我国的资本市场中, 管理层持股是普遍现象, 不但在非国有上市公司中普遍存在, 而且在国有上市公司中也存在。在非国有上市公司中, 管理层持股比例较大, 有些是前十大股东持股大部分或是全部属于管理层持股范畴。本文借鉴 Arash Alavi、Peter Kien Pham 和 Toan My Pham (2008) 的研究方法, 用上市前管理层成员持股总数除以上市前总股数来衡量管理层持股, 管理层成员包括董事会成员、监事会成员和高级管理人员。此外, “股权集中、一股独大”是我国上市公司的一个重要特点, 本文在分析上市前的股权结构时, 借鉴了朱凯等 (2006)、段慧磊 (2006) 的研究方法, 用第一大股东持股比例来反映这一特点, 用上市前第一大股东持股数量除以上市前总股数来衡量。

非管理层持股比例一般包括职工股以及是否有风险投资 (VC) 和私募资金 (PE) 的参与等, 但我国发行职工股的上市公司很少, 故本文主要考虑是否有 VC 或 PE 参与。已有研究表明, VC 或 PE 是否参与

公司新股发行对 IPO 价格的形成具有重要影响。Megginson 和 Weiss(1991)认为,风险投资的参与可以节约企业上市成本、缩短上市时间,风险投资的参与降低了企业上市的抑价程度。Barry 等(1990)认为,风险投资者监督管理水平高能减少投资者的不确定性,而较低的不确定性对应着较低的 IPO 抑价程度。Chahine Salim、Igor Filatotchev 和 Wright Mike(2007)对英法市场进行了实证研究,发现有风险投资背景的 IPO 抑价更低。但 Ljungqvist(1999)利用美国的数据研究发现,公司发行抑价的程度与原有股东的行为有关,而与风险投资本身无关。Rayda Silva、Gerard Velayuthen 和 Terry Walter(2002)发现,有风险资本参与和无风险资本参与的 IPO 抑价并没有显著差异。Franzke(2001)、Smart 和 Zutter(2003)研究发现,在德国,相比于没有风险资本参与的 IPO,有风险投资参与的 IPO 抑价程度更高。以上有关 VC 或 PE 参与 IPO 的实证研究结论虽然存在差异,但也足以证明 VC 或 PE 对 IPO 价格的形成具有重要影响。鉴于 VC 或 PE 对 IPO 价格形成具有重要影响,本文将 IPO 过程中是否有 VC 或 PE 参与作为上市公司股权结构的重要组成部分,并用哑变量来衡量,若有 VC 或 PE 参与,赋值为 1,否则为 0。

此外,我们在用控股股东特征衡量股权结构时,借鉴朱凯、田尚清和杨中益(2006)的研究方法,把全样本分为国有控股股东和非国有控股股东,用哑变量来衡量,若是国有控股股东则赋值为 1,否则为 0。

### (三)控制变量的选取

已有研究表明,承销商的声誉与 IPO 抑价有关。Carter 和 Manaster(1990)认为,具有更好声誉的承销商所承销的 IPO 有着更低的风险和更高的质量。Carter 等(1998)实证发现,承销商的声誉与 IPO 抑价呈负相关关系。在某种程度上,承销商的声誉是公司质量的替代信号。本文也期望有更高声誉的承销商承销的 IPO 抑价程度更低,故把承销商的声誉作为控制变量。

在 IPO 过程中,公司的一些特征会影响 IPO 价格的形成,主要体现在公司规模、财务杠杆、成长能力、盈利能力和公司年龄等方面。首先,在公司规模方面,Mikkelsen 等(1997)研究发现,公司规模与发行后的业绩显著相关,规模大的公司通常比规模小的公司业绩更好。因此,本文设置了公司规模方面的控制变量 LNASSET,以控制可能存在的影。其次,在总资产负债率方面,Jensen 和 Meckling(1976)研究发现,负债比例会对公司治理产生影响,债权人存在监督高负债公司的动机,以帮助它们改善业绩。Su(2003)认为,公司上市前的高负债率增加了公司融

资能力的不确定性,因为严格的预算限制了管理,从而更不容易为投资项目进行债务融资。然而,一个小的上市前负债比例却向市场传递了利好的消息。因此,负债比例越高,IPO 破发的可能性就越大。为此,本文设置了控制变量 LEV,用来控制可能存在的杠杆效应。再次,公司的年龄也会影响 IPO 价格的形成。Ritter(1991)发现,公司的年龄与 IPO 的首日收益率呈显著的负相关关系。为此,本文纳入了公司年龄的控制变量 LNAGE。最后,本文借鉴朱凯、田尚清和杨中益(2006)的研究方法,加入了代表公司成长能力的控制变量 GROWTH;借鉴 Arash Alavi、Peter Kien Pham 和 Toan My Pham(2008)以及 Venkatesh S 和 Neupane S(2005)的方法,加入了代表公司盈利能力的控制变量 ROA。

在 IPO 过程中,若投资者情绪乐观高涨,股票的交易量就必然增加,巨大的交易量通常伴随着股票价格的显著波动。这种现象已被很多研究所证实,即经不同的时间区间和不同的金融市场检验是稳健的。Karpoff(1987)总结了很多研究,证实了价格流动性与交易量之间存在显著的正相关关系。本文用首日换手率来衡量投资者情绪对 IPO 价格的影响,预期反映投资者情绪的换手率与 IPO 破发呈负相关关系,换手率越高,破发的可能性就越小,而与 IPO 抑价呈显著的正相关关系,换手率越高,抑价程度也越高。

市场环境是公司 IPO 过程中不可避免的重要因素。Ritter(1991)认为,假如公司上市时市场回报率高、市场波动小,那么,IPO 首日收益率自然会高。因此,本文借鉴 Venkatesh S 和 Neupane S(2005)以及 Su Dongwei(2004)的研究方法,设置了控制变量 MARKET,以控制上市前市场行情对 IPO 价格形成的影响;借鉴 Peter K Pham、Petko S Kalev 和 Adam B Steen(2003)以及 Arash Alavi 等(2008)的研究方法,设置了控制变量 RISK,以控制上市时市场波动对 IPO 价格形成的影响。

此外,根据 Kahle 和 Walking(1996)以及 Su Dongwei(2004)的研究,本文考虑了上市公司所处的行业经济环境对 IPO 价格形成的影响,并把它作为控制变量。由于新股上市当年的宏观经济环境会对 IPO 价格产生影响,本文借鉴 Su Dongwei(2004)和朱凯等(2006)的研究方法,加入了上市年份控制变量。

总之,本文在模型变量选择及定义方面,在参考国内外 IPO 抑价研究和其他相关研究的基础上,结合我国资本市场的情况及本文的研究需要进行选择和定义,具体变量见表 1。

表 1 变量定义

变量名		定义	相关文献
第一大股东持股比例	TOPSHARE	上市前第一大股东持股数除以上市前公司总股数	朱凯、田尚清、杨中益 2006
管理层持股比例	MANASHARE	公司高层管理人员持有的股份数除以上市前公司总股数	Arash Alavi、Peter Kien Pham、Toan My Pham 2008
控股股东性质	TYPE	控股股东为国有性质的为 1 ,否则为 0	朱凯、田尚清、杨中益 2006
风险投资或私募资金是否参与	VCPEDUM	风险投资(VC)或私募资金(PE)参与公司 IPO 赋值为 1 ,否则为 0	Arash Alavi、Peter Kien Pham、Toan My Pham 2008
承销商声誉	UNDERWRITER	将上市前一年主承销商承销 IPO 金额总数排序位于前十名的赋值为 1 ,否则为 0	Arash Alavi、Peter Kien Pham、Toan My Pham 2008
公司年龄	LNAGE	公司上市年份与成立年份之差的自然对数	Arash Alavi、Peter Kien Pham、Toan My Pham 2008 ;Venkatesh S、Neupane S ,2005
公司规模	LNASSET	上市前一年公司年末总资产的自然对数	Venkatesh S、Neupane S 2005 ;陈工孟、高宁 2000
财务杠杆	LEV	上市前一年公司年末总负债除以总资产	Pagano 等 ,1998 ; 陈工孟、高宁 ,2000
成长能力	GROWTH	上市前一年年末主营业务收入较两年前年末的增加额 / 上市两年前的年末主营业务收入	朱凯、田尚清、杨中益 2006
盈利能力	ROA	资产收益率 = 上市前一年年末净利润 / 上市前一年年末总资产	Arash Alavi、Peter Kien Pham、Toan My Pham 2008 ;Venkatesh S、Neupane S 2005
上市前市场行情	MARKET	上市前 30 个交易日的累积 A 股整体市场回报率	Venkatesh S、Neupane S 2005 ;Su Dongwei 2004
投资者情绪	TURNOVER	上市首日的投资者换手率	Chen Jian、Roger Strange 2004 ; Chitru S Fernandoa、Srinivasan Krishnamurthy、Paul A Spindt 2004
上市时市场风险	RISK	上市 30 个交易日市场日回报率的标准差	Peter K Pham、Petko S Kalev、Adam B Steen 2003 ;Arash Alavi、Peter Kien Pham、Toan My Pham 2008
行业种类	INDCODE	以证监会公布的分类和行业代码为准 , 制造行业赋值为 1 ,否则为 0	Kahle、Walking ,1996 ;Su Dongwei , 2004
上市年份	YEAR2010	公司在 2010 年上市赋值为 1 ,否则为 0	Su Dongwei 2004 ;朱凯、田尚清、杨中益 2006
	YEAR2011	公司在 2011 年上市赋值为 1 ,否则为 0	

(四) 实证模型与自变量相关性检验

本文针对 IPO 是否破发以及 IPO 抑价程度 , 分别构建了如下模型 :

$$IPOFAIL = \beta_0 + \beta_1 \times TOPSHARE + \beta_2 \times MANASHARE + \beta_3 \times TYPE + \beta_4 \times VCPEDUM + \beta_5 \times UNDERWRITER + \beta_6 \times LNAGE + \beta_7 \times LNASSET + \beta_8 \times LEV + \beta_9 \times GROWTH + \beta_{10} \times ROA + \beta_{11} \times MARKET + \beta_{12} \times TURNOVER + \beta_{13} \times RISK + \beta_{14} \times INDCODE + \beta_{15} \times YEAR2010 + \beta_{16} \times YEAR2011 + \xi \quad (\text{模型 1})$$

$$UNDERPRICE = \beta_0 + \beta_1 \times TOPSHARE + \beta_2 \times$$

$$MANASHARE + \beta_3 \times TYPE + \beta_4 \times VCPEDUM + \beta_5 \times UNDERWRITER + \beta_6 \times LNAGE + \beta_7 \times LNASSET + \beta_8 \times LEV + \beta_9 \times GROWTH + \beta_{10} \times ROA + \beta_{11} \times MARKET + \beta_{12} \times TURNOVER + \beta_{13} \times RISK + \beta_{14} \times INDCODE + \beta_{15} \times YEAR2010 + \beta_{16} \times YEAR2011 + \xi \quad (\text{模型 2})$$

本文要进行的是 IPO 破发或抑价的对比研究 , 故采用了两个互相配对的模型 1 和模型 2。其中 , 模型 1 是 Logistic 回归模型 , 用来考察 IPO 是否破发 , 是对假设 1 和假设 2 的检验。上市公司是否属于 IPO 破发 , 以上市首日的收盘价是否低于

发行价来衡量，若是则 IPOFAIL=1，否则 IPO-FAIL=0。

模型 2 是多元线性回归模型，用来考察 IPO 的抑价程度，也是对假设 1 和假设 2 的检验。对于 IPO 抑价程度的衡量，本文借鉴 Venkatesh S 和 Neupane S(2005)的研究方法，利用更稳健的经市场调整的首日收益率来衡量 IPO 抑价程度，即  $UNDERPRICE = (P_1 - P_0) / P_0 - (I_1 - I_0) / I_0$ 。其中  $P_1$  为上市首日的收盘价， $P_0$  为发行价， $I_1$  为上市首日交易所的收盘指数， $I_0$  为

发行当日的交易所收盘指数。

本文还进行了变量间的相关性检验，没有发现变量间存在高度的相关性，解释变量间的最大相关系数为管理层持股比例(MANASHARE)与控股股东类型(TYPE)之间的相关系数(-0.370)，而控制变量间最大的相关系数为 YEAR2010 与 YEAR2011 之间的相关系数(-0.760)，说明这些自变量的选取在统计上是可行的，能够纳入模型中。变量间的相关性检验结果见表 2 和表 3。

表 2 变量间的相关性检验系数(1)

	TOPSHARE	MANASHARE	TYPE	VCPEDUM	UNDERWRITER	LNAGE	LNASSET	LEV
TOPSHARE	1.000							
MANASHARE	-0.295	1.000						
TYPE	0.155	-0.369	1.000					
VCPEDUM	-0.167	0.006	-0.074	1.000				
UNDERWRITER	0.080	-0.016	0.079	0.093	1.000			
LNAGE	-0.053	0.006	-0.069	-0.017	-0.059	1.000		
LNASSET	0.041	-0.042	0.036	0.066	0.000	0.058	1.000	
LEV	0.113	-0.197	0.179	-0.051	-0.008	-0.005	0.225	1.000
GROWTH	-0.034	0.073	-0.092	0.162	0.023	0.042	0.070	-0.033
ROA	0.021	0.093	-0.189	-0.042	0.011	0.108	0.050	-0.377
MARKET	-0.012	-0.008	0.049	0.062	-0.008	-0.015	0.009	-0.040
TURNOVER	-0.068	0.085	-0.079	0.006	0.0264	0.115	0.143	-0.070
RISK	0.023	-0.053	0.109	-0.008	-0.031	-0.142	0.007	-0.017
INDCODE	0.025	-0.001	-0.136	0.020	-0.082	0.0206	0.071	0.080
YEAR2010	0.009	-0.070	0.075	-0.061	-0.064	-0.188	-0.420	-0.025
YEAR2011	-0.015	0.082	-0.138	0.050	0.039	0.2620	0.472	0.035

表 3 变量间的相关性检验系数(2)

	GROWTH	ROA	MARKET	TURNOVER	RISK	INDCODE	YEAR2010	YEAR2011
GROWTH	1.000							
ROA	0.237	1.000						
MARKET	-0.062	-0.159	1.000					
TURNOVER	0.089	0.031	0.131	1.000				
RISK	-0.081	-0.205	0.051	-0.035	1.000			
INDCODE	-0.058	0.028	-0.034	-0.031	-0.025	1.000		
YEAR2010	-0.283	-0.183	0.038	-0.251	0.167	0.045	1.000	
YEAR2011	0.283	0.367	-0.160	0.244	-0.464	0.024	-0.760	1.000



## 五、实证结果及分析

### (一)描述性统计结果

本文选择了2009年至2011年的718家样本公司,其中有103家公司在上市首日破发,所占比例为14.35%。对于103家破发样本公司,我们按照上市板块、公司性质和上市年份进行了分类统计分析,其中,上市板块分为主板、中小板和创业板,公司性质分为国有和非国有性质,具体结果见图2、3、4。

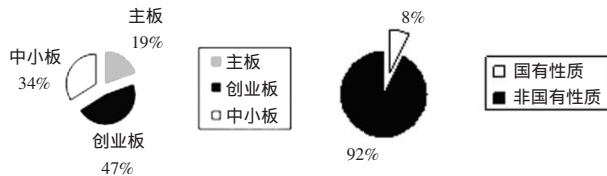


图2 IPO破发按板块分布图

图3 IPO破发按公司性质分布图

由图2、3、4可知,IPO破发公司在板块分布上,创业板为最多,所占比例为47%,说明创业板

破发数量与破发占比

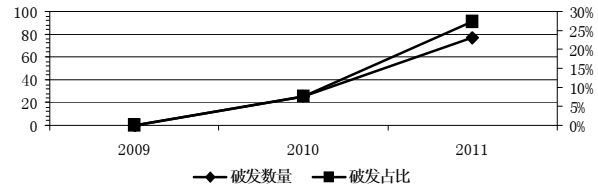


图4 IPO破发按年份分布趋势图

的破发风险较大;其次是中小企业板,所占比例为34%;主板破发最少,所占比例为19%,说明其破发风险最低。在公司性质分布上,92%的破发上市公司为非国有性质,仅8%的公司为国有性质,说明国有上市公司破发的概率较低,而非国有上市公司成了IPO破发的主力军。在年份分布上,IPO破发呈现逐年递增的趋势,IPO破发成为我国资本市场的普遍现象。此外,本文将模型1和模型2的自变量进行了统计分析,具体的描述性统计结果见表4。

表4 模型自变量的描述性统计结果

自变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
TOPSHARE	718	0.381	0.150	0.0521	0.865
MANASHARE	718	0.423	0.342	0	1
TYPE	718	0.107	0.310	0	1
VCPEDUM	718	0.471	0.499	0	1
UNDERWRITER	718	0.396	0.489	0	1
LNAGE	718	1.801	0.772	0	3.258
LNASET	718	20.678	4.202	9.511	33.903
LEV	718	0.462	0.160	0.0177	0.941
GROWTH	718	0.289	0.334	-1	4.110
ROA	718	0.282	0.113	0.031	1.199
MARKET	718	-0.012	0.077	-0.216	0.214
TURNOVER	718	0.622	0.191	-0.082	0.96
RISK	718	0.014	0.003	0.008	0.030
INDCODE	718	0.721	0.449	0	1
YEAR2010	718	0.476	0.500	0	1
YEAR2011	718	0.386	0.488	0	1

从表4中可以看出,在718家上市公司样本中,第一大股东持股比例平均为38.08%,最小为5.21%,最大为86.49%,体现出上市公司“一股独大”的特征。上市前的管理层持股比例平均为42.30%,最小为0%,最大为100%,说明上市公司管理层平均持股比例较高。另外,上市公司中管理层持股为0%的有146家,所占比例为20.33%,其中,国有性质的有39家,非国有性质的107家;存在管理层持股比例的有572家样本公司,所占比例为79.67%,

其中,国有性质的有37家,非国有性质的有535家。这充分说明,在我国的资本市场中,管理层持股是比较普遍的现象,不但在非国有性质的上市公司中存在,而且在国有性质的公司中也存在。在非国有性质的上市公司中,第一大控股股东往往是公司的创始人,其在持有较大比例股权的同时还是管理层的重要成员。控股股东类型以最终实际控制人为准,主要分为国有和非国有两种类型,其中,国有控股的上市公司有76家,所占比例为10.72%;非国有控股的上

市公司包括民营和境外性质,共有 642 家,所占比例为 89.28%。

在样本公司中,有 338 家在 IPO 过程中得到了风险投资(VC)或私募资金(PE)的参与和支持,所占比例为 47%,这说明风险投资和私募资金积极参与了公司的 IPO 上市,尤其是参与了民营公司的上市。

在行业分类上,公司主要分为制造业和非制造业,其中,制造业有 517 家,所占比例为 72.14%。

## (二) 实证结果分析

我们根据 718 家样本公司的 IPO 相关数据,利用 Logistic 回归方程,借助 Stata11.0 统计分析软件,得到了表 5 的回归结果。

表 5 模型 1 和模型 2 的回归结果

因变量 自变量及 模型参数	Logistic 回归		多元线性回归	
	是否破发(IPOFAIL)		抑价程度(UNDERPRICE)	
	系数(Z 值)	显著性水平	系数(t 值)	显著性水平
TOPSHARE	2.250(0.64)	0.521	-0.071(-0.87)	0.384
MANASHARE	-4.222*(-2.09)	0.036	-0.045(-1.21)	0.226
TYPE	-9.122***(-2.82)	0.005	0.103*** (2.50)	0.013
VCPEDUM	-1.065(-0.82)	0.413	-0.016(-0.68)	0.494
UNDERWRITER	-2.106*(-1.77)	0.077	-0.002(-0.09)	0.928
LNAGE	0.476(0.63)	0.526	0.002(0.12)	0.906
LNASSET	-0.059(-0.42)	0.677	-0.001(-0.30)	0.763
LEV	9.006**(2.14)	0.032	-0.179*(-2.15)	0.032
GROWTH	-7.450*(-2.51)	0.012	-0.032(-0.86)	0.390
ROA	18.117(1.57)	0.117	-0.210(-1.02)	0.309
MARKET	-31.920*(-2.41)	0.016	0.992*** (6.41)	0.000
TURNOVER	-50.177***(-3.60)	0.000	0.949*** (14.98)	0.000
RISK	-91.412(-0.33)	0.739	5.691(1.27)	0.204
INDCODE	-2.348*(-1.81)	0.071	0.022(0.85)	0.397
YEAR2010	8.097(0.00)	0.997	-0.216***(-5.64)	0.000
YEAR2011	21.567(0.01)	0.991	-0.457***(-9.07)	0.000
Constant	8.177(0.00)	0.997	0.174(1.46)	0.145
Number of obs	718		718	
Log likelihood	-18.603			
LR chi2(16)	553.26			
Prob > chi2	0.000			
Pseudo R2	0.937			
F(16, 701)			35.18	
Prob > F			0.000	
R-squared			0.445	
Adj R-squared			0.433	

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示 t 统计量在 10%、5%和 1%的水平上显著。

从表 5 的回归结果来看,在 Logistic 回归中,管理层持股比例与 IPO 破发的概率呈显著的负相关关系,管理层持股越多,破发的概率就越低,这验证了假设 1,支持和体现了管理层持股的“利益趋同效应”。在多元线性回归中,管理层持股比例与 IPO 抑价呈负相关关系,即管理层持股越多, IPO 抑价程度越低,但在统计上不显著。在控股股东类型方面,国有企业与 IPO 破发呈负相关关系,国有企业相比于非国有企业更不可能破发,且在 1%的显著性水平上具有统计意义,这验证了假设 2。在与之配对的抑价回归模型中,国有企业与 IPO 抑价在 5%的统计水平上显著正相关,说明国有企业存在明显的抑价动机,这也验证了假设 2。在控股股东类型方面,模型 1 和

模型 2 的回归结果正负互相呼应和佐证,这充分验证了假设 2,支持和体现了国有企业管理层通过 IPO 抑价确保公司顺利上市,以获取政治声誉和寻求未来政治升迁的动机。

从股权结构的另外两个变量来看,第一大股东持股比例(TOPSHARE)以及是否有风险投资或私募资金参与(VCPEDUM)对 IPO 破发不存在显著的相关关系。在对照性的 IPO 抑价多元线性回归中,这两者同样不存在显著关系,说明两者在 IPO 价格形成过程中所起的作用或对外部投资者传递的信息含量有限。在 Logistic 回归模型中,其他自变量如承销商声誉(UNDERWRITER)、上市前市场行情(MARKET)、公司成长性(GROWTH)、投资者情绪

(TURNOVER)、制造业行业特征(INDCODE)与 IPO 破发呈显著的负相关关系,说明承销商声誉越好、上市前市场行情越佳、公司成长性越强、投资者积极乐观程度越高或者公司属于制造业,则公司上市破发的可能性就越小;公司负债水平(LEV)与 IPO 破发显著正相关,说明负债水平高的公司前景堪忧,投资者的投资意愿降低,并有可能采取价格自我保护措施。显然,这些变量的实证回归结果符合正常的投资者价值判断和经济预期,不但具有统计上的显著意义,而且也具有经济上的显著意义。在多元线性回归模型中,公司负债水平(LEV)与 IPO 抑价负相关。公司的负债水平之所以与 IPO 抑价呈负相关关系,可能与管理层企图通过提高发行价获取更多的募集资金来满足公司未来发展或者管理层私利有关,也可能与投资者对上市公司前景担忧而降低了投资意愿或采取了价格自我保护措施有关。上市前的市场行情(MARKET)、投资者情绪(TURNOVER)与 IPO 抑价正相关,说明市场表现好、投资情绪乐观会使投资者更积极地参与公司 IPO,甚至炒高 IPO 的市场价格。在多元线性回归中,这些变量的回归结果同样符合正

常的投资者价值判断和经济预期,也在某种程度上从反面验证了 Logistic 回归中的实证结果。

#### 六、稳健性检验

为了进一步检验研究结论的稳健性,本文通过改变时间窗口,将 IPO 破发的判断标准由首日的收盘价变为上市后 5 日的收盘价是否低于发行价,对高于和低于发行价的分别赋值为 0 和 1,从而改变了破发公司的样本结构和数量。在此情形下, IPO 破发公司总数由原来的 103 家增加到 135 家,其中,国有性质的上市公司由原来的 8 家增加到 10 家,仅增加了 2 家;非国有上市公司由原来的 95 家增加到 125 家,增加了 30 家。同时,我们将抑价程度的时间窗口标准也改为上市 5 个交易日后,衡量标准由原来的  $UNDERPRICE=(P_1-P_0)/P_0-(I_1-I_0)/I_0$  改为  $UNDERPRICE=(P_1-P_0)/P_0$ ,并利用原来的回归模型重新进行 Logistic 回归和多元线性回归,得到了同样的结果,即股权结构解释变量管理层持股比例(MAN-ASHARE)和控股股东类型(TYPE)在 5%的统计水平上显著,说明本文的研究是稳健的。具体的回归结果见表 6。

表 6 稳健性检验的回归结果

自变量及模型参数	Logistic 回归		多元线性回归	
	是否破发(IPOFAIL-DAY5)		抑价程度(UNDERPRICE-DAY5)	
	系数(Z 值)	显著性水平	系数(t 值)	显著性水平
TOPSHARE	-0.156(-0.14)	0.887	-0.036(-0.47)	0.640
MANASHARE	-1.122 <sup>**</sup> (-2.28)	0.023	-0.049(-1.38)	0.166
TYPE	-1.353 <sup>**</sup> (-2.32)	0.020	0.092 <sup>**</sup> (2.39)	0.017
VCPEDUM	-0.513(-1.61)	0.108	0.010(0.42)	0.672
UNDERWRITER	0.235(0.77)	0.441	-0.015(-0.66)	0.512
LNAGE	-0.052(-0.24)	0.812	-0.002(-0.11)	0.914
LNASSET	-0.042(-1.03)	0.303	0.002(0.47)	0.635
LEV	2.551 <sup>**</sup> (2.23)	0.026	-0.186 <sup>**</sup> (-2.37)	0.018
GROWTH	-0.087(-0.20)	0.841	-0.001(-0.02)	0.987
ROA	4.120(1.61)	0.107	-0.219(-1.12)	0.262
MARKET	-9.245 <sup>***</sup> (-4.29)	0.000	1.211 <sup>***</sup> (8.28)	0.000
TURNOVER	-9.432 <sup>***</sup> (-10.91)	0.000	0.884 <sup>***</sup> (14.77)	0.000
RISK	282.540 <sup>***</sup> (4.01)	0.000	-8.224 <sup>**</sup> (-1.95)	0.052
INDCODE	0.370(0.96)	0.339	-0.002(-0.09)	0.928
YEAR2010	16.243(0.02)	0.981	-0.234 <sup>***</sup> (-6.47)	0.000
YEAR2011	19.078(0.03)	0.978	-0.502 <sup>***</sup> (-10.54)	0.000
Constant	-17.989(-0.03)	0.979	0.328 <sup>***</sup> (2.91)	0.004
Number of obs	718		718	
Log likelihood	-159.658			
LR chi2(16)	374.76			
Prob > chi2	0.0000			
Pseudo R2	0.540			
F(16, 701)			37.69	
Prob > F			0.000	
R-squared			0.463	
Adj R-squared			0.450	

注:同表 5。

## 七、研究结论及展望

通过对股权结构进行实证分析,我们发现,在反映公司内在价值的股权结构因素中,管理层持股比例与 IPO 抑价不存在显著关系,而与 IPO 破发呈负相关关系,说明持股比例越高, IPO 破发的概率就越小,这验证了假说 1,支持和体现了管理层持股的“利益联盟假说”和“利益趋同效应”。在控股股东类型方面,国有企业分别与 IPO 抑价和破发呈现正、负相关的关系,相比于非国有企业而言,其 IPO 的抑价程度更高、IPO 破发的概率更小,从而验证了假说 2,支持了本文理论分析中提出的国有企业管理层存在通过 IPO 抑价降低 IPO 破发的概率,以获得政治声

誉和寻求未来升迁机会的动机。这一实证研究结果也进一步验证了本文理论分析中提出的股权结构能够在一定程度上体现 IPO 价格形成过程中参与方的议价动机和能力,尤其是管理层持股比例和控股股东类型的结论。

IPO 破发是多方力量博弈和各种因素相互影响的结果,它不但受股权结构因素的影响,而且受新股发行制度、市场行情和投资者情绪等因素的影响。这些问题有待于今后的深入研究,通过改进研究方法,找到新的解释变量,完善研究设计,从不同的角度进一步探究 IPO 破发的其他重要原因,并提出相应的政策建议。

## [参考文献]

- [1] Alexander Ljungqvist, William Wilhelm Jr. IPO Pricing in the Dot-Com Bubble[J]. Journal of Finance, 2003, 58: 723-752.
- [2] Aggarwal R P, Rivoli F. Fads in the Initial Public Offering Market[J]. Financial Management, 1990, 19: 45-57.
- [3] Allen F, Faulhaber G R. Signaling by Underpricing in the IPO Market[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23: 303-324.
- [4] Andrew Ellul, Marco Pagano. IPO Underpricing and After-Market Liquidity [J]. Review of Financial Studies, Oxford University Press for Society for Financial Studies, 2006, 19: 381-421.
- [5] Arash Alavi, Peter Kien Pham, Toan My Pham. Pre-IPO Ownership Structure and Its Impact on the IPO Process [J]. Journal of Banking & Finance, 2008, 32: 2361-2375.
- [6] Barry C B, Muscarella C J, Peavy III J W, Vetsuypens M R. The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going Public Process[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27: 447-471.
- [7] Benveniste L M, Spindt P A. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues [J]. Journal of Financial Economics, 1989, 24: 343-362.
- [8] Booth J R, Chua L. Ownership Dispersion, Costly Information, and IPO Underpricing [J]. Journal of Financial Economics, 1996, 45: 291-310.
- [9] Carter R, Dark F, Singh A. Underwriter Reputation, Initial Returns and the Long-Run Performance of IPO Stocks [J]. Journal of Finance, 1998, 53: 285-311.
- [10] Carter R, Manaster S. Initial Public Offering and Underwriter Reputation[J]. Journal of Finance, 1990, 45: 1045-1067.
- [11] Chahine Salim, Igor Filatotchev, Mike Wright. Venture Capitalists, Business Angels, and Performance of Entrepreneurial IPOs in the UK and France[J]. Journal of Business Finance and Accounting, 2007, 34: 505-528.
- [12] Chemmanur T J, Fulghieri P. Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation[J]. The Journal of Finance, 1994, 49: 57-79.
- [13] Chen Jian, Strange Roger. The Effect of Ownership Structure on the Underpricing of Initial Public Offering: Evidence from Chinese Stock Markets[R]. The Management Centre Research Papers, Kings College London, 2004.
- [14] Chitru S, Fernando S, Srinivasan Krishnamurthy, Paul A Spindt. Are Share Price Levels Informative? Evidence from the Ownership, Pricing, Turnover and Performance of IPO Firms[J]. Journal of Financial Markets, 2004, 7: 377-403.
- [15] Claessens S, Djankov S, Fan J, Lang H P. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings[J]. Journal of Finance, 2002, 57: 2741-2742.
- [16] Su D, Fleisher B M. An Empirical Investigation of Underpricing in China[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 1999, 2: 173-202.
- [17] Su Dongwei. Adverse-Selection versus Signaling: Evidence from the Pricing of Chinese IPOs [J]. Journal of Economics and Business, 2004, 56: 1-19.
- [18] Su Dongwei. Leverage, Insider Ownership, and the Underpricing of IPOs in China[J]. Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 2004, 14: 37-54.
- [19] Fan J P H, Wong T J, Zhang T Y. The Emerging of Corporate Pyramids in China [R]. Working Paper, Chinese University of Hong Kong, 2005.
- [20] Gomes A. Going Public without Governance[J]. Journal of Finance, 2000, 55: 615-646.
- [21] Grinblatt M, Hwang C. Signaling and the Pricing of New Issues[J]. Journal of Finance, 1989, 44: 393-420.

- [22] Grossman S J ,Hart O.Takeover Bids ,the Free-Rider Problem and the Theory of the Corporation [J].The Bell Journal of Economics ,1980 ,11(1) :42-64.
- [23] Jensen M C ,Meckling W H.Theory of the Firm Managerial Behavior ,Agency Cost and Ownership Structure [J].Journal of Financial Economics ,1976(3) :305-360.
- [24] Simon Johnson ,La Porta Rafael ,Lopez-de-Silanes Florencio ,Shleifer Andrei. Tunneling [J].American Economic Review , 2000 ,90(2) :22-27.
- [25] Kahle K M ,Walkling R A.The Impact of Industry Classifications on Financial Research[J].Journal of Financial and Quantitative Analysis ,1996 ,31 :309-336.
- [26] Karpoff J M.The Relation between Price Changes and Trading Volume :A Survey [J].Journal of Financial and Quantitative Analysis ,1987 ,22 :109-126.
- [27] La Porta R ,Lopez-de-Silanes F ,Shleifer A.Corporate Ownership around the World[J].Journal of Finance ,1999 ,54 :471-517.
- [28] Taranto M.Employee Stock Options and the Underpricing of Initial Public Offerings[R].Working Paper ,2003.
- [29] Maug E.Large Shareholders as Monitors :Is There a Trade-Off between Liquidity and Control [J].Journal of Finance ,1998 ,53 : 65-98.
- [30] Mello A S ,Parsons J E.Going Public and the Ownership Structure of the Firm [J].Journal of Financial Economics ,1998 ,49 : 79-109.
- [31] Megginson W L ,Weiss K A.Venture Capitalist Certification Initial Public Offerings[J].Journal of Finance ,1991 ,46 :879-903.
- [32] Mikkelson W ,Partch M ,Shah K.Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public [J].Journal of Financial Economics ,1997 ,44 :281-307.
- [33] Pagano M ,Panetta F ,Zingales L.Why Do Companies Go Public :An Empirical Analysis[J].Journal of Finance ,1998 ,53 :27-64.
- [34] Peter K Pham ,Petko S ,Kalev ,Adam B Steen. Underpricing , Stock Allocation , Ownership Structure and Post-Listing Liquidity of Newly Listed Firms[J].Journal of Banking & Finance ,2003 ,27 :919-947.
- [35] Ritter J.The Long-Run Performance of Initial Public Offerings[J].Journal of Finance ,1991 ,43 :789-822.
- [36] Rund J S.Underwriters Support and the IPO Under-Pricing Puzzle[J].Journal of Financial Economics ,1993 ,34 :135-151.
- [37] Rydqvist K.IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation[J].Journal of Banking and Finance ,1997 ,21 :95-313.
- [38] Stoughton N M ,Zechner J.IPO-Mechanisms ,Monitoring and Ownership Structure[J].Journal of Financial Economics ,1998 ,49 : 55-77.
- [39] Tinic.Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock[J].Journal of Finance ,1988 ,9 :207-226.
- [40] Welch I.Seasoned Offerings ,Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings [J].Journal of Finance ,1989 ,44 : 421-449.
- [41] Venkatesh S ,Neupane S.Does Ownership Structure Effect IPO Underpricing : Evidence from Thai IPOs [R].School of Management Review ,Asian Institute of Technology ,Bangkok ,Thailand ,2005.
- [42] 陈工孟 ,高 宁.中国股票一级市场发行抑价的程度和原因[J].金融研究 ,2000(8) :1-12.
- [43] 段慧磊.我国股票市场 IPO 抑价成因研究[D].广州 :暨南大学 ,2006.
- [44] 刘煜辉 ,熊 鹏.股权分置、政府管制和中国 IPO 抑价[J].经济研究 ,2005(5) :85-95.
- [45] 朱 凯 ,田尚清 ,杨中益.公司治理 IPO 抑价——来自中国股票市场的经验证据[J].中国会计评论 ,2006(12) :291-306.

[责任编辑:高 巍]