

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620131152163

UDC_____

厦 门 大 学

专 业 学 位 硕 士 论 文

市 场 有 “ 记 忆 ” 吗 ?

— 基 于 “ 失 信 ” 保 代 IPO 项 目 市 场 反 应 的 实 证
发 现

Do Capital Market have “Memorizing Ability”?

-Based on the Market Reaction of "Dishonest" Sponsor

Representatives' IPO Projects

王 维 强

指 导 教 师 (校 内): 蔡 庆 丰 教 授

指 导 教 师 (校 外): 朱 奇 峰 博 士

专 业 名 称: 保 险 硕 士

论 文 提 交 日 期: 2016 年 4 月

论 文 答 辩 日 期: 2016 年 4 月

学 位 授 予 日 期: 2016 年 6 月

答 辩 委 员 会 主 席: _____

评 阅 人: _____

2016 年 6 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

2005-2009 年间我国股市经历了一波疯狂的暴涨暴跌，令众多投资者记忆犹新，而 2014 年底以来的行情却表明，市场似乎忘记了过去的记忆，股市的疯狂再度浮现；2011 年上市的万福生科，上市后多次财务造假屡遭惩罚却依然受到二级市场追捧股价连续涨停。这些现象表明我国资本市场特别是二级市场仍存在众多非理性、无“记忆”的特征，那么二级市场是否是无效且非理性的呢？一级市场以及更为专业化的机构投资者是否足够理性并促进市场效率的提高呢？本文对以上问题进行了相关研究和探讨。

鉴于 IPO 注册制的呼之欲出，保荐代表人即将面临角色和功能转换，而对这一群体的学术研究十分稀少，因此本文以历史项目存在业绩逆转的保荐代表人作为研究对象，借助 2010 年 10 月至 2012 年底之间的新股发行项目的相关数据，研究了资本市场参与者是否会对保荐代表人的“失信”记录¹存有记忆并在其新发项目中作出相应反应。结果发现，在新股发行网下询价时，机构投资者对有“失信”记录的保荐代表人所保荐的公司更加一致地持谨慎和保守态度，对该类公司报价的分歧度相对较低，因此，此类公司发行时的相对定价也较低；而二级市场方面，新股发行后的首日回报率、首日换手率以及 N 日超额累计收益率并不会受到项目公司保荐代表人“失信”记录的影响，此外机构投资者在锁定期结束后的增持或减仓行为也并不会因项目公司的保荐代表人存有“失信”记录而有所差异。这一研究结果表明，我国资本市场尚不具备完善的“记忆”机制，投资者将市场主体以往“失信”事件的记忆信息反映至资本定价中的效率还比较低，这一现状将导致市场自身的监督和约束机制不能十分有效地发挥作用，从而可能助长参与者的投机行为。

关键词：保荐代表人；机构询价；市场反应

¹ “失信”记录是指保荐代表人以往的 IPO 项目存在业绩逆转现象，具体界定及指标定义见“3.3 解释变量”详细定义，下同。

Abstract

Many investors remember the fact that the stock market of China has experienced a wave of crazy twists during the period from 2005 to 2009. Since the end of 2014 the stock market has indicated that the market seems to have forgotten memories of the past. Investors in the secondary market are not rational. For example, a listed company that had several financial fraud records still sought after by investors. These phenomena show that investors in the capital market, especially in the secondary market, are still irrational and have no “memorizing ability”. In that case, the primary market and professional institutional investors are rational enough or not? This issue will be discussed in this paper.

In this paper, the objects are projects of sponsor representatives whose historical performance of the project exists reversal (ie "dishonesty" record). The sample is IPOs from October 2010 to the end of 2012. The purpose of this study is to understand whether the participants of capital market could memorize “dishonesty” records of sponsor representatives and respond in their new IPO projects. We find that “dishonesty” information of sponsor representatives have no effect on the secondary market investors’ investment behavior. However, the primary market investors will capture this information, but the extent of the reaction is kind of limited. When institutional investors participate in the IPO inquiry offline, "dishonest" sponsor representatives of the companies appears relatively lower divergence, because the market may believe such projects probably have potential risk factors, when they make the decision, they will be more cautious and conservative, so that the IPO "three high" environment can be suppressed to some extent. And this behavior somehow improves the pricing efficiency of IPO. On the other hand, institutional investors won't be affected by the sponsor representative of "dishonesty" recorded at the end of period, because institutional investors will probably pay more attention to other factors, such as market sentiment.

Key Words: Sponsor Representatives; Institutional Bidding; Market Reaction

目录

摘要	1
Abstract.....	2
第一章 导言	1
1.1 选题背景和研究意义.....	1
1.2 研究思路和论文框架.....	2
1.3 可能的创新和未来研究方向.....	3
第二章 文献综述及制度背景	5
2.1 相关文献评述.....	5
2.1.1 市场惩戒相关文献评述.....	5
2.1.2 新股发行价格行为相关文献评述.....	6
2.2 我国 IPO 发行制度及其改革.....	10
2.2.1 2005—2009 年间新股发行定价制度.....	10
2.2.2 2009—2012 年间询价制度改革及其市场影响.....	10
2.2.3 2013 年后新股发行制度变革.....	12
第三章 变量构建及数据描述	13
3.1 样本介绍	13
3.2 因变量	14
3.3 解释变量	17
3.4 控制变量	19
第四章 实证研究及分析	23
4.1 保代“失信”行为对机构报价分歧度的影响.....	23
4.2 从相对价格角度分析有“失信”记录项目的定价效率.....	24
4.3 二级市场对保荐代表人“失信”记录的反应研究.....	25
4.4 市场“健忘”特性的消极影响.....	27
4.5 稳健性检验.....	30
4.5.1 以营业利润为依据构建“失信”变量.....	30
4.5.2 考虑保荐代表人在项目公司之前保荐过的所有项目构造“失信”变量.....	33
4.5.3 剔除 2012 年 5 月之后的样本.....	36
第五章 结论	39
附表	41
参考文献	43
致谢语	45

Contents

Chinese Abstract	1
Abstract.....	2
Chapter1 Introduction.....	1
1.1 Background and Motivation	1
1.2 Research Ideas and Framework	2
1.3 Innovation and Future Research	3
Chapter2 Background and Literature Review.....	5
2.1 Literature Review.....	5
2.1.1 Market Punishment	5
2.1.2 IPO Pricing	6
2.2 IPO System and its Reform.....	10
2.2.1 IPO System between 2005 and 2009	10
2.2.2 IPO System Reforms between 2009 and 2012.....	10
2.2.3 IPO System after 2013	12
Chapter3 Variables and data description	13
3.1 Samples	13
3.2 Dependent Variables	14
3.3 Independent Variables	17
3.4 Factor-control Variables	19
Chapter4 Empirical Models	23
4.1 Effect of "Dishonest" Behavior on Institutions' offering Divergence.....	23
4.2 Relative Pricing Analysis	24
4.3 Secondary Market Reaction.....	25
4.4 Negative Impact of "Forgetful Market".....	27
4.5 Robustness Test	30
4.5.1 "Dishonest" Variable Based on Operating Profit.....	30
4.5.2 "Dishonest" Variable Considering all Previous IPOs of Sponsor Representatives	33
4.5.3 Excluding Samples after 2012.4.28	36
Chapter5 Conclusion	39
Schedule	41
References	43
Acknowledgements	45

第一章 导言

1.1 选题背景和研究意义

在我国的国民经济与金融体系中，资本市场占据十分重要的地位，具有优化资源配置、实现资本合理定价、促进社会经济健康发展的重要作用。而资本市场是否有效，是否有完善的信息传导及自我约束机制，决定了其能否高效地实现自身功能。其中，市场参与者之间的互相监督和约束，便是资本市场自我约束机制的重要方面。具体来说，如果市场主体发生了失责亦或是失信行为，其他市场参与者都能及时发现这一信息，并对其保留记忆，即市场有一定的“记忆”能力，同时在之后的经济活动中通过价格行为等传导机制对这一市场主体进行惩戒，则市场主体发生失责或失信行为的代价便会明显提高，从而对其行为产生约束效力。

然而市场是否有记忆呢？2005-2009 年间的股市震荡给资本市场留下了深刻的印象，2005 年 6 月-2007 年 10 月间股市疯涨让整个市场情绪趋于疯狂，而随后截至 2008 年 10 月，上证综指下跌超过七成的灾难使众多投资者蒙受巨额经济损失；然而近年来，相似的历史再度出现，上证综指从 2014 年 10 月底的 2420.18 点一路疯涨到 2015 年 6 月 12 日的 5166.35 点，涨幅达 113.47%，而自此之后急转直下，在两个多月的时间内跌去近一半市值，2015 年 8 月 26 日，上证综指回落到 2927.29 点。对于历次灾难式的市场动荡，投资者自然记忆犹新，但未必能够反映到其投资和定价行为中。从微观角度来看，2011 年上市的万福生科，上市三年内多次被披露财务造假并受到处罚，而 2014 年 12 月 30 日在其复牌并披露了公司受到刑事判决处罚的公告后，其股价居然在其后 5 个交易日连续涨停。相比西方成熟市场，我国的资本市场特别是二级市场仍存在众多非理性、无“记忆”的行为，那么二级市场是否真的无效率且非理性呢？一级市场以及更为专业化的机构投资者群体是否会在其投资行为中表现出“记忆性”呢？本文对这一问题进行了相关研究和探讨。

为研究这一问题，我们选取历史 IPO 项目存在业绩逆转现象（即有“失信”记录）的保荐代表人的 IPO 项目作为研究对象。2015 年 11 月 24 日，国务院发布《国务院关于取消和调整一批行政审批项目等事项的决定》，取消了保荐代表人资格的准入类审核，这意味着随着发行体制改革的不断推进和深入，有关监管方

将加强对保荐代表人的事中和事后管理,而不会像以往一样将重点放在事前审批环节,注册制如何落地虽尚未确定,但保荐代表人的角色和功能势必面临一定的调整和转换。保荐代表人群体在过去十年间对中国资本市场,特别是 IPO 市场有着重要影响,但对这一群体的相关学术研究却十分稀少,因此选取这一群体作为切入点进行研究,具有十分现实的意义。

资本市场具有价格发现及配置资源的重要功能,市场对某一参与者“失信”信息的发现以及将这一信息传递到定价行为上的效率是其发挥资源配置功能的重要保证之一。如果市场具备完善的“记忆”功能,对有“失信”事件的主体能够进行有效的惩戒,那么市场的监督功能就能顺利实现,并督促市场参与主体规范自身行为,使市场向着良性方向出清;反之,如果资本市场不具备“记忆”及相应的惩戒机制,则会在一定程度上助长市场主体的投机行为。因此本文从研究市场对参与主体失信或失责行为是否具有记忆并对其进行惩戒这一角度出发,探讨我国资本市场是否具有完善的自我约束机制,具有重要的意义。

1.2 研究思路和论文框架

考虑到我国资本市场处于新兴阶段,投资者理性程度不足,我们在检验时分为一级市场和二级市场进行。其中一级市场会检验机构投资者在网下询价过程中的报价分歧度是否会受到保荐代表人“失信”记录(即以往项目存在业绩逆转现象)的影响,同时验证有“失信”记录的项目公司其新股发行的相对定价是否会更低。二级市场方面,我们从新股首日回报率、新股首日换手率以及上市后的后市表现几个方面来验证资本市场是否会对保荐代表人的“失信”记录作出反应。另外,我们会检验机构投资者在锁定期结束后的持仓变动是否会受到保荐代表人“失信”记录的影响,即机构投资者是否会因为该类项目的潜在风险而选择减少对其的持仓。对“失信”记录的界定,通过发行公司财务数据(如净利润等)在上市前后的变动情况定义该项目是否存在业绩“逆转”现象,若财务指标(如净利润)下降超过一定幅度,则界定负责此项目的保荐代表人具有“失信”行为,关于“失信”记录的具体定义见本文第三章“3.3 解释变量”中的详细解释。

通过研究我们发现,资本市场的确会对保荐代表人曾经的“失信”行为存有记忆,并在其新的项目中对其作出反应。但其反应程度或惩戒力度较弱。具体来说,机构投资者在新股发行参与网下询价时,会认为有“失信”记录的保荐代表人所保

荐的公司具有一定风险，都持相对谨慎和保守的态度，因此对该类项目报价分歧度会相对较低，因而该类项目新股发行时的相对定价也较低。而二级市场方面，机构投资者在新股上市后锁定期结束时对公司的增持或减仓等行为并不会受到保荐代表人的“失信”行为的影响，新股发行后的首日回报率、首日换手率以及N日超额累计收益率也不会因项目公司的保荐代表人具有“失信”记录而有所差异。

本文结构安排如下：

第一部分为导言，主要介绍选题的意义、背景，研究思路以及可能的创新和未来研究方向。

第二部分为文献综述及制度背景介绍，对相关文献进行评述并阐述我国 IPO 发行制度及其变革的沿革过程。

第三部分为变量构建及数据描述，主要介绍样本数据以及因变量、解释变量、控制变量的构建过程和描述性统计。

第四部分为实证研究及分析，介绍主要实证结果，进行相应分析，并对实证进行稳健性检验。

第五部分为结论，对文章的主要结论和现实意义进行总结阐述。

1.3 可能的创新和未来研究方向

通过对保荐代表人群体的分析，本文研究了以往项目存在业绩逆转的保荐代表人所保荐的新发 IPO 项目是否会被市场关注并在其定价行为中有所体现。本文可能的创新如下：第一，选取了一个新的角度（即市场是否会对参与主体过去发生的某些失责或失信行为作出反应）来研究资本市场效率及其约束机制是否完善，且区别于以往的事件研究法，本文选取了保荐代表人历史项目是否存在业绩逆转作为“失信”记录的界定依据。第二，本文研究了保荐代表人这一群体的一个新特征（其之前的新股发行项目是否存在业绩逆转现象）是否会被市场参与者捕捉到并作出相应的反应。第三，本文在研究机构报价行为时加入了保荐代表人“失信”记录这一变量，并检验了这一变量所携带的信息以及对机构报价时的影响，为研究发行定价相关的文章提供了一定的借鉴。

本文在写作过程中由于数据可得性等原因，存在一些今后可能继续研究及深入挖掘的方面。首先，保荐代表人的“失信”变量的构建，可以尝试考虑从非财务角度，或项目公司合法合规性等方面进行尝试，通过验证观察是否会有新的发现；

其次，对“市场记忆”这一问题的研究，可以考虑从其他群体，即非保荐代表人的群体进行研究和分析，从而在更广的视野和角度下对这个问题进行多方面的研究和发掘。

厦门大学博硕士论文摘要库

第二章 文献综述及制度背景介绍

本文以保荐代表人保荐的 IPO 项目为样本，主要研究市场对参与者的“失信”行为是否存有记忆并对其进行惩戒。因此，本章将对资本市场对参与者的“惩戒”行为的相关文献进行梳理，并根据我国新股发行市场的表现及特点，对 IPO 市场价格行为的相关文献进行总结。

2.1 相关文献评述

由于本文是以保荐代表人 IPO 项目作为研究对象，研究资本市场中一、二级市场参与者是否会对以往项目存在业绩变脸现象的保荐代表人项目进行“惩罚”，或是否会作出其他反应。因此这一部分将对资本市场对参与者的“惩戒”行为的相关文献进行介绍，并根据我国新股发行市场的表现及特点，对 IPO 市场价格行为的相关文献进行梳理和总结。

2.1.1 市场惩戒相关文献评述

本文涉及资本市场是否会对参与者或相关事件利益方失责或失信行为进行惩戒的探讨和检验，因此本部分首先对资本市场惩戒效应的相关文章进行了相应梳理。国内相关研究中，肖红军，张俊生，曾亚敏（2010）^[1]基于富士康员工自杀事件连续发生这一案例，研究了此类公众事件对当事公司以及当事公司的利益关联方的股价以及股票交易量是否会产生显著影响，即资本市场是否会就此类社会责任事件对市场主体进行惩戒。结果显示，所有中资背景的富士康利益关联方并没有受到 A 股投资者的惩戒，而为其提供贷款的外资银行，以及其外资背景的客户企业的股票价格对这一事件有显著的异常反应，说明我的资本市场由于处于发展阶段，并不成熟，其参与者并没有发挥对该类事件的惩罚作用，而发达国家的成熟资本市场则能够较为敏感地对此类事件作出反应。李培功，醋卫华，肖珉（2011）^[2]则采用 2004 至 2009 年间发生的所有汽车召回相关事件作为研究对象，验证资本市场是否会对该类事件进行惩罚，结果显示事件发生后公告日，资本市场确实会对相关企业作出显著的异常反应，但市场的辨认能力较为有限，并不能根据召回事件的具体特征和发生原因正确辨认责任方从而作出惩罚，这说明我国资本市场虽有一定的惩戒能力和约束效应，但其辨识能力和理性程度依然有限。国外的类似研究同样有很多且其研究时间更为久远，例如，Beatty R P et al（1998）^[19]研究了 SEC 对承销商的调查这一事件，对承销商所造成的间接经济影

响。其研究结果证明 SEC 对承销商的调查会间接地损害该承销商以及其以往的客户（特别是 IPO 客户）的经济利益，调查公布以后，作为调查目标的承销商的 IPO 市场份额将会显著下降，并且其历史客户的股价也会随之下降。作者认为这一效应是由于 SEC 的调查行为造成了承销商声誉的损害，从而引致的市场对其的惩罚。Nelson K K et al (2008)^[20]针对安然事件进行的相关研究发现，安然事件发生后，能源企业，以及企业位置靠近安达信事务所所在地的企业所遭受的损失占据五大会计师事务所客户损失总额的 90%。这一结果表明市场不仅会对当事企业和会计事务所进行惩罚，这一声誉影响还会波及到相关行业以及地理位置与当事事务所相近的企业。近期的研究中，Fernando C S et al (2012)^[21]研究了投资银行雷曼兄弟倒台后，市场对曾经接受过其承销、咨询、做市、分析等服务的公司产生了何种反应；研究发现股票承销客户在雷曼破产事件发生日周围约 7 天内经历 5% 的超额亏损，并且与雷曼承销关系密切、以及财务受限的新生公司亏损更加明显。

通过对上述文献的梳理我们发现，国内外对资本市场惩戒的研究多采用的是事件研究法，倾向于对某一件，或者某一类轰动性事件进行研究，这与本文所研究的“市场记忆”这一主题存在一定的差异。事件研究法主要针对事件发生当天以及相邻的一天或几天资本市场所作出的异常反应进行检验，而在这一时期，所研究事件恰好是市场所关注的热点。而“市场记忆”则更倾向于研究在某一事件发生后，市场参与者是否会对该事件所产生的影响以及事件的当事人、当事主体保有记忆，并在之后遇到相似事件或相同主体时对其作出一定程度反映。例如本文研究中，将通过对保荐代表人所负责的项目出现业绩“逆转”这一事件进行挖掘整理，并验证在一段时间之后，当该保荐代表人再次保荐项目时，市场是否会对其之前项目保有记忆，并且更进一步地在市场行为上作出反应。

2.1.2 新股发行价格行为相关文献评述

鉴于研究的市场主体为保荐代表人群体的 IPO 项目，因此下面对 IPO 的价格行为相关文献进行梳理和综述。IPO 价格行为指的是 IPO 时股票价格变化的过程。其中，发行价格到上市第一天收盘价的变化，称为“初始收益”；股票上市之后的价格后续变化，称为“后市表现”。

2005 年我国的新股发行实施询价制度后，首日高回报现象十分严重，即存

在 IPO 抑价严重。针对这一现象，国际上已有较为长期和系统的研究，但同时也存在着许多问题，众多的研究分为不同的方向和派别，所得出的结论也并不相同。第一个方向认为 IPO 发行市场并不是有效的，因此存在信息不对称的问题，并以此为基础，进行了一系列的理论研究。例如承销商理论认为，发行人与承销商之间如果有信息不对称的问题，则承销商会倾向于采用较低的发行价格补偿投资者，从而能够确保发行成功，并使自身声誉得以建立（Baron, 1982）^[22]；而赢者诅咒理论认为，不仅发行人和承销方之间存有信息不对称的问题，市场中不同投资者之间同样存在信息的不对称，因此，承销商如果要保证发行能够成功，则有必要主动压低发行价格，从而补偿市场中了解信息较少的投资者（Rock, 1986）^[23]；此外，Welch(1989)^[24]提出的信号传递理论则认为，劣质公司上市时会付出一定成本假装为优质公司，而这一行为在发行后可能被投资者辨别出来，因此优质的发行人通常会选择在 IPO 时以压低价格的形式向投资者传递信号，从而使其与劣质公司区别开来，同时增加劣质公司的伪装成本，而优质发行人 IPO 时定价较低的损失将会在其再融资时获得回报。另一个研究方向则从制度安排的角度探讨 IPO 抑价原因。例如，价格支持理论（Ruud,1993）^[25]提出，有些资本市场的制度安排准许承销商存在 IPO 后稳定股价的行为，其认为承销商可能并没有主动压低发行价，而是股票上市后若发生破发，其会采取措施托高股价，从而导致在新股发行市场所呈现出来的即为 IPO 初始收益较高，即所谓“抑价”现象。第三个方向则尝试从行为金融学角度寻找原因。Welch(1992)^[26]的信息叠加理论认为投资者之间的信息会不断扩散，市场中处于信息劣势的投资者会通过听取其他投资者信息的方式进行决策，从而导致市场中的预期或情绪会快速传播并不断叠加，这迫使发行人为保证发行成功压低价格，Amihud(2003)^[27]的研究发现新股申购中若发生超额认购，一般超额量非常巨大，少量超额现象较少，一定程度上支持了 Welch 的研究；另外，Ritter and Welch（2002）^[28]的研究则认为，若假设投资者非理性而致使 IPO 首日价格高估，则能够较为完整地解释 IPO 抑价行为以及后市表现疲软等一系列问题。此外，Jerry Cao et al(2015)^[29]最新的研究指出，IPO 询价中机构报价意见分歧较大的公司，其股票的首日回报率、换手率和波动率较高，而报价的分歧度与公司 IPO 后一年的经营表现以及三个月后股票市场表现呈负相关。而且报价时机、报价机构与发行人距离对定价均有影响。作者认为机构报价中携带

个人信息从而导致报价分歧度较高，而且伴有抑价现象，因为在配售制度从同比例配售改为随机摇号之后，上述的相关关系有所弱化，这可能是由于随机摇号配售制度实施后，机构投资者就算报价高于发行价格也不一定能够获配新股，因此其携带个人信息参与询价的激励也相应减小；而此前国内也有相关论述研究了报价分歧度这一因素，将在下文国内相关文献中进行介绍。

国内对这一阶段 IPO 抑价行为的解释，较多沿袭了国外研究的基本框架，并结合我国转轨经济下的市场特征进行了一系列针对性研究。鉴于我国资本市场正处于发展与转轨阶段，具有一定的独特性，因此很多学者围绕我国资本市场、新股发行定价的独特性等方面对 IPO 抑价现象进行了解释和研究，但结果并不尽数相同。刘煜辉，熊鹏（2005）^[3]首先提出由于制度和环境的差异，国外的相关研究并不能对我国 IPO 市场行为进行有效解释，而我国特有的“股权分置”与“政府管制”因素才是扭曲市场利益分配关系、导致 IPO 抑价的根本原因；柏骥，周孝华（2010）^[4]考虑了市场抑价和规则抑价两个因素建立模型，对 2001-2009 年间 A 股上市的企业进行实证检验，发现规则抑价部分能解释整体抑价的绝大部分，市场抑价所产生的影响较小；然而蒲军等（2010）^[5]系统考虑了股权分置、上市地点和承销商声誉几个变量对 IPO 抑价的解释，发现仅有承销商声誉是解释抑价行为较为有力的因素。新股发行制度方面，田利辉（2010）^[6]认为包括定价方式在内的金融管制扭曲了市场供求关系，而机构投资者锁定期限制带来的投资风险导致了超额抑价，因此其认为我国的超额抑价是制度性抑价产生；邵新建等（2009）^[7]的研究表明由于我国承销商缺乏配售权且 IPO 定价实质上受到行政管制，因此机构询价的价格发现功能受到限制，因此机构获配股票锁定等措施并不能有效解决超额抑价现象。此外，一部分学者还针对投资者情绪及机构和散户投资者行为进行过研究。韩立岩，伍燕然（2007）^[8]以及王栋等（2011）^[9]发现投资者情绪能够对 IPO 抑价产生影响；曹凤岐，董秀良（2006）^[10]研究认为 IPO 抑价主要来自二级市场价格虚高，这以研究结果与国外结论产生了共鸣；刘志远，郑凯等（2011）^[11]研究发现，在询价制度改革前，机构投资者在参与报价时通过合谋的方式有意报低价，进而导致了 IPO 抑价现象；郭海星，万迪昉（2011）^[12]的研究认为，很多 IPO 抑价研究中假定发行价格低于股票的真实内在价值的观点并不合理，其认为我国 IPO 抑价原因与国外承销商主动抑价不同，国内是由于二级市场

投机情绪和行为十分严重，从而导致抑价现象的产生；陈工孟，俞欣等（2011）^[13]的研究发现，风险投资企业的参与会显著影响新股发行中的抑价问题，即有风险投资参与的企业 IPO 发行抑价程度显著较高，其认为这是由于风险投资企业希望通过较低发行价的方式提早退出，实现投资收益。

2009 年询价制度改革后，IPO 首日高回报的现象逐渐消失，抑价现象得到解决，但随之而来的是新股发行中高发行价、高超募率和高市盈率的“三高”问题，这一现象甚至在 2010 年第二次询价改革推行后仍然没有得到改变。但从学术研究的角度来看，2010 年询价制度改革规定自此之后发行人及其承销商需要披露机构报价的详细情况，这一规定使学者们能够更加深入地挖掘机构报价背后的行为动机，从而催生了大量关于解释 IPO“三高”产生原因的学术文章。刘志远等（2011）^[14]研究发现询价制度改革后，机构投资者竞争程度及积极性得到提高，从而使询价过程提高了定价效率，但由于其研究的是第一次询价制度改革之后的样本，并没有机构报价的详细数据，因此没有充分的实证佐证。而俞红海，李心丹（2013）^[15]则利用 2010 年 10 月份之后披露的机构报价详细数据，经过研究发现，在询价制度改革之后，机构投资者在网下报价时存在过度竞争的现象，并且这一现象是 IPO 定价过高以及“三高”问题出现的主要原因，同时，其产生的另一个后果是新股后市表现较差，体现为股票上市后未来具有更高跌破发行价的可能性，且长期来看超额收益率也会相对较低。邵新建，薛熠等（2013）^[16]同样利用机构报价详细数据，从承销商的定价选择角度来尝试探寻 IPO“三高”形成原因，他们认为，我国 IPO 过程中承销商无自主配售权，但询价制度的改革使其具有定价的权利，而国内二级市场的投资者往往呈现过度积极的投资情绪，因此承销商有激励定较高的发行价格从而赚取更多的承销费等收入，文章的数据检验支持了这个假设，承销商实际选择的发行价格明显高于机构报价的平均水平，但另一方面，发行过高定价的行为越严重，新股上市后首日收益及后市表现势必越差，因此承销商考虑到自身声誉的问题也会限制这种抬价行为。李冬昕、李心丹等（2014）^[17]从机构报价分歧度的角度来研究了我国新股发行市场的“三高”问题，机构在询价过程中会根据自身获取信息对发行人进行估值并报价，而不同机构所获得的信息以及处理方式的差异，导致机构报价存在一定的差异性，而由于发行定价需要在机构投资者所报价格的中位数以及均值附近，而且只有报价高于发行

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts 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.