

我国 IPO 高抑价与发售机制研究

金融学

张明睿

劳平

摘 要

首次公开发行 (Initial Public Offering) 的高抑价问题在各国的资本市场都普遍存在, 并且各国学者在统计研究、实证检验的基础上都发现 IPO 的高抑价问题在新兴资本市场中的表现比在发达国家、成熟资本市场中要严重。用量化的标准衡量, 成熟资本市场的 IPO 抑价率普遍表现在百分之十几和百分之几十之间, 新兴的证券市场抑价程度一般会达到百分只七八十, 甚至百分之一百左右。而我国 A 股的 IPO 抑价率以频繁出现百分之一百以上甚至百分之几百的现象成为全球 IPO 抑价率最高的国家。

各国学者对引起 IPO 高抑价形成原因的研究形成了不同的理论, 至今没有一个统一的、各国都适用的观点, 这一方面是因为导致 IPO 高抑价现象的成因比较复杂多样, 另一方面各国的证券市场发展程度、实际情况又常常相距甚远。虽然对 IPO 高抑价的成因意见不一, 然而各国学者都一致认同过高的 IPO 抑价率降低了资源配置的效率, 造成一级市场与二级市场的过度分离, 形成了社会资源的浪费。

本文拟从 IPO 发售机制 (Mechanism for Pricing and Distributing IPO) 的角度分析探索形成我国 IPO 过度高抑价的原因, 并分析发售机制在其中的作用与我国现行的发售机制是否存在不足的地方, 最后试图为我国接下来完善资本市场体系、改进新股发行制度提出有意义的政策建议。

本文首先罗列了全球证券市场上普遍使用的几种 IPO 发售机制, 并对它们进行了比较、分析与总结; 然后再结合我国从证券市场建立之初以来新股发行制度

的历史变迁，进行归纳总结；并在各种理论解释的基础上，建立了 IPO 抑价率与其可能的成因之间的回归模型，实证分析了影响我国 IPO 抑价率的可能因素；最后提出了自己对完善我国 IPO 发售机制及逐步解决 IPO 高抑价问题的看法和政策性建议。

关键词：首次公开发行，IPO 抑价率，发售机制，累计投标询价制

A study of Chinese IPO high underpricing
And the mechanism for pricing and distributing IPO

Finance

Zhang Mingrui

Lao Ping

ABSTRACT

IPO underpricing is a universal problem that obsesses lots of capital markets all over the world, many scholars use statistics and empirical method found out the fact that the rate of IPO underpricing in the mature capital market is smaller than that in the emerging nation. The rate in the mature capital market is always about 10% ~ 40%, the number will reach 70% ~ 80% or up to 100% in the emerging nation. But, the rate of IPO underpricing in our country is higher than any other countries, it frequently higher than one hundred percent, and sometimes several hundred percent.

Although many scholars from different countries make up different theories to explain the reason of IPO underpricing, there is no one uniform theory that suit for every countries. Because one side the reasons that cause IPO underpricing are complex, the other side the backgrounds of different country's capital market are totally different. Most scholars believe that unreasonable IPO underpricing disturb the efficiency of the allocation of resources, cause the separation of primary market and secondary market, lead to the waste of social resources.

This paper suppose to analyses the reason of our country's IPO underpricing through the Mechanism for Pricing and Distributing IPO, find out the weakness of our IPO mechanism. At last, the author raises some advices and suggestion about perfect the system of capital market and policy of IPO to our government.

First, this paper listed out several most popular mechanism of IPO all over the world's capital market, compare them, and make a summary. Then, the paper analyzed

the history of our country's IPO mechanism and establish the regression model under the basis of A shares data. In the end, according the analysis of theory and demonstration, the author raises some advices and suggestion about perfect the system of capital market and policy of IPO to our government.

Key Words: IPO (Initial Public Offering), The rate of IPO underpricing, Mechanism for Pricing and Distributing IPO, Book-building

原创性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是本人在导师的指导下，独立进行研究工作所取得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的作品成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中以明确方式标明。本人完全意识到本声明的法律结果由本人承担。

学位论文作者签名：张明睿

日期：2008年5月21日

学位论文使用授权声明

本人完全了解中山大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留学位论文并向国家主管部门或其指定机构送交论文的电子版和纸质版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆、院系资料室被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，可以采用复印、缩印或其他方法保存学位论文。

学位论文作者签名：张明睿

日期：2008年5月21日

导师签名：李平

日期：2008年5月28日

引言

一、研究背景与研究目的

IPO (Initial Public Offering), 即股票的首次公开发行, 是指一个股份制公司公开对公众发行该公司股票的过程, 是企业在资本市场融资的重要手段之一。近几十年来, 金融研究学者们对于 IPO 的有关研究主要发现了三个怪现象, 并称之为“不解之谜”或异象 (Anomalies): 1) IPO 股票短期内收益率或初始收益率偏高 (High Initial Returns of IPOs), 指 IPO 股票上市的首日交易价格或短期间内二级市场的交易价格一般要大于其发行价格这种现象, 即 IPO 抑价之谜; 2) IPO 股票的长期收益率或长期报酬低于市场组合的收益率, 一般情况下, 表现为 IPO 股票上市后中、长期间内 (例如 3 年、5 年) 的收益率低于市场指数的收益率, 即 IPO 长期弱势之谜 (Long Run Underperformance of IPOs); 3) IPO 股票的发行往往集中在某一段时间内, 换言之, 在这个火热的发行期间内, 许多企业纷纷上市, 即 IPO 火热发行之谜 (Hot Issues)。事实上, 三个异象中学者们关注最多的又是 IPO 的高抑价问题 (IPO Underpricing)。

国外学者从上个世纪六七十年代开始关注 IPO 的抑价问题, 大量的研究表明 IPO 抑价问题无论是在发达国家的成熟资本市场, 还是在发展中国家的新兴市场都是一个较为普遍的现象。只是在抑价程度上有所不同, 英美的发达证券市场一般在百分之十几和百分之几十之间, 而一些新兴的证券市场如韩国、巴西和马来西亚、中国台湾等地的抑价程度会达到百分只七八十。我国的情况又比较特殊, 历年来新股发行的抑价程度远远高于其他国家, 经常可以达到百分之两百甚至百分之三百左右, 显现出极其异常的现象。一直以来, 我国证券市场打新股的现象十分活跃, 甚至形成大大小小颇具中国特色的所谓“新股合作基金”或“新股信托”, 近年来银行也大举推出所谓的“打新股”系列理财产品。这些大量涌入一级市场的打新股资金往往并非真正看好所发行股票公司的价值而投资于它, 而是准备好在股票上市交易不久后就大量抛售, 赚取溢价。有人概括我国的 IPOs

市场为“高名义回报、低实际收益、低风险约束、巨额资金冻结、高换手率”。

表 0-1 部分国家和地区股票首次公开发行首日的平均收益

国家	学者	样本数	样本期间	首日收益率
Australia	Lee, Taylor&Walter;Woo	381	1976-1995	12.1%
Austria	Aussenegg	76	1984-1999	6.5%
Belgium	Rogiers, Manigart&Ooghe;Manigart	86	1984-1999	14.6%
Brazil	Aggarwal, Leal&Hernandez	62	1979-1990	78.5%
Canada	Jog&Riding;Jog&Srivastava;	500	1971-1999	6.3%
Chile	Aggarwal, Leal&Hernandez	55	1982-1997	8.8%
China	Datar&Mao;Gu and Qin(A shares)	432	1990-2000	256.9%
Denmark	Jakobsen&Sorensen	117	1984-1998	5.4%
Finland	Keloharju;Westerholm	99	1984-1997	10.1%
France	Husson&Jacquillat;Leleux&Muzyka	448	1983-1998	9.5%
Germany	Ljungqvist	407	1978-1999	27.7%
Greece	Kazantzis&Thomas	129	1987-1994	51.7%
HongKong	McGuinness;Zhao&Wu	334	1980-1996	15.9%
India	Krishnamurti&Kumar	98	1992-1993	35.3%
Indonesia	Hanafi	106	1989-1994	15.1%
Israel	Kandel, Sarig&Wohl	28	1993-1994	4.5%
Italy	Arosio, Giudici&Paleari	164	1985-2000	23.9%
Japan	Fukuda;Dawson&Hiraki;Hebner	1542	1970-2000	26.4%
Korea	Dhatt, Kim&Lim;Ihm;Choi&Heo	477	1980-1996	74.3%
Malaysia	Isa;Isa&Yong	401	1980-1998	104.1%
Mexico	Aggarwal, Leal&Hernandez	37	1987-1990	33.0%
Holland	Wessels;Eijgenhuijsen;Ljungqvist	143	1982-1999	10.2%
New Zealand	Vos&Cheung;Camp&Munro	201	1979-1999	23.0%
Nigeria	Ikoku	63	1989-1993	19.1%

Norway	Emilsen, Pedersen&Saettern	68	1984-1996	12.5%
Philippine	Sullivan&Unite	104	1987-1997	22.7%
Poland	Aussenegg	149	1991-1998	35.6%
Portugal	Almeida&Duque	21	1992-1998	10.6%
Singapore	Lee, Taylor&Walter	128	1973-1992	31.4%
S. Africa	Page&Reyneke	118	1980-1991	32.7%
Spain	Ansotegui&Fabregat	99	1986-1998	10.7%
Sweden	Rydqvist	251	1980-1994	34.1%
Switzerland	Kunz&Aggarwal	42	1983-1989	35.8%
Taiwan	Lin&Sheu;Liaw, Liu&Wei	293	1986-1998	31.1%
Thailand	Wethyavivorn&Koo-smith;Lonkani	292	1987-1997	46.7%
Turkey	Kiyamaz	138	1990-1996	13.6%
England	Dimson;Levis;Ljungqvist	3042	1959-2000	17.5%
America	Ibbotson, Sindelar&Ritter	14760	1960-2000	18.4%

注：以上所有的 IPOs 平均首日超额收益率都是以 IPOs 的个数简单平均计算的。同时如果一国(地区)从发行到上市之间时差较长，则首日收益率的计算还进行了市场调整。

资料来源：Ritter, Jay R., 2002, *Investment Banking and Securities Issuance*, North-Holland
Handbook of the Economics of Finance edited by G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz.

过高的初始超额收益率直接显示出我国 IPO 股票市场效率的低下，严重的影响着股票市场资源配置的效率，造成的不良后果是打新股的巨额资金长期驻留于一级市场寻求无风险超额回报，不仅加剧了股票市场的投机气氛，而且实际上形成了社会资源的一种浪费，影响了我国股市的长远健康的发展。而且对上市企业而言，降低了企业 IPO 的融资量，损害了我国新兴资本市场的融资功能。

要更好的发展我国的股票市场，做强做大资本市场，改善企业直接融资环境，建立健康合理有效的投资环境，则新股发行不正常的抑价问题就必须认真面对。本文拟从理论分析、实证检验和经验总结相结合的角度出发，以发达国家成熟股票市场的相关经验做借鉴，结合我国股票市场的发展状况和基本国情，为我国股票 IPO 发售机制的改革提供有益的建议，最终促进我国证券市场的健康发展。

二、 研究对象

影响IPO股票市场发行效率的因素方方面面，造成IPO高抑价问题的原因也必定是多种多样的，如一级市场的供求关系，牛市、熊市行情好坏的差异，股票发行制度中审批制度、承销制度、定价制度都综合影响着IPO股票发行的过程。这其中股票的发行制度又是非常重要的一个影响因素。

然而，股票的发行制度包涵的内容纷繁复杂，几乎所有与股票发行有关的管制的形式和各种法律、法规、规则都可以归在股票发行的大概念之下。例如，发行人主体资格的确认与限制、中介机构的资格认定与监管、发行审查与批准办法、发行的具体条件和程序、发行方式、定价方式、定价方法、信息披露的制度规定等等都属于股票发行制度的内容体系。所以不可能选择整个发行制度作为研究的切入点，本文选择的重点或者说研究对象主要在于新股的发行前定价和之后分配出售给投资者的整个过程和机制，概括为IPO股票发行的“发售机制”(mechanism for pricing and distributing IPO)。

选择发售机制作为研究对象，主要有以下几点考虑：

第一，股票市场的一项重要功能就是价格发现功能，这主要依靠发售机制中的定价过程得以实现，同时股票市场又是一个规范型的市场，股票发行的过程需要相关的制度、政策加以约束。从而，机制在这一过程中就显得尤为重要，特别是在新兴发展国家，资本市场并不成熟，一个良好、合适的发售机制对股票发行市场的健康发展意义重大，在学术研究上也是同样道理。

第二，在股票发行过程中，信息的传递是一个重要过程，而不同的发售机制下，股票发行价格对于市场需求信息的反映程度大不相同，比如固定价格发行制下发行价格就对市场需求的变化完全没有弹性，而在拍卖机制和累计投标询价机制下，在确定价格之前都要收集市场需求以及定价的相关信息。因素从影响股票市场资源配置的效率角度出发，选择发售机制作为研究对象也应该是研究新股发行制度很好的一个切入点。

第三，近年来，西方文献中涌现了大量有关IPO发售机制与初始发行高抑价

水平的实证研究,用不同样本和方法检验了不同国家股票市场的一些相类似的规律。Loughran, Ritter 和 Rytqvist 以及 Chowdhry 和 Sherman 以及其他一些研究成果表明,在不同发售机制下,新股的平均首日收益率表现出一定的差异。Ritter 在2002年综合了这些研究成果。

表 0-2 法国、日本和台湾地区不同发售机制下新股的平均首日回报率差异

发售机制	样本区间	IPO数量	平均首日回报率
France			
固定价格	1992-1998	24	8.9%
拍卖	1992-1998	99	9.7%
累计投标询价	1992-1998	135	16.9%
Janpan			
固定价格	1970-1988	441	32.5%
拍卖	1989-1997	733	14.1%
累计投标询价	1997-2000	368	43.7%
Taiwan			
固定价格	1986-1995	241	34.6%
拍卖	1995-1998	52	7.8%

资料来源: Ritter, Jay R., 2002, *Investment Banking and Securities Issuance*, North-Holland
Handbook of the Economics of Finance edited by G. Constantinides, M. Harris, and R. Stulz.

总之,对 IPO 发售机制的研究不仅对认清 IPO 高抑价问题有很大帮助,而且对于我国股票市场改革发行定价方式、提高股票发行市场效率和完善证券市场的各种功能都是十分有意义的。本文的研究对象就确定于此。

三、国内外相关文献综述

虽然 IPO 抑价问题在全球都比较普遍,但学术界对此方面的研究起步也相对较晚。应该说从上个世纪六十年代开始,西方学者才开始慢慢注意到证券市场上存在的这种异常的现象——股票市场 IPO 的价格常常出现被低估的现象,具体表现为多数新股在上市首日便会有一个巨大的涨幅,即其在二级市场的上市首日交

易价格要远远高于一级市场的首次公开发行价格，由此产生出新股上市首日远高于其他时候的超额收益。其后各国专家学者研究考察后得到的一致结论认为：IPO 抑价现象是各国证券市场普遍存在的现象，其中发展中国家、新兴的证券市场比发达国家、成熟市场的 IPO 抑价现象严重得多。

1973 年 Logue 在《金融和数量分析杂志》上发表有关 IPO 抑价问题的研究，并以“谜 (puzzle)”来描述这一问题，应该算是首次正式的将 IPO 抑价问题作为学术研究的一个方向。之后，西方经济学家和金融学家纷纷从不同角度对 IPO 抑价问题投入大量的研究精力，研究成果也颇为丰盛。

二十世纪八十年代，随着信息经济学的发展，对 IPO 抑价问题的研究主要从这一角度出发，产生了许多分析、解释 IPO 抑价现象原因的理论，其中较有代表性的理论有：①“赢家的诅咒假说”(Winner's Curse Hypothesis)：该假说认为股票发行方、承销方和投资方三者对发行股票的公司存在着严重的信息不对称问题，掌握较多信息的一方，具备信息优势的一方被称做是“赢家”，“赢家”可以在 IPO 中获得更多的收益；②“信号假说”(Signal Hypothesis)将信息传递理论应用于股票市场，把新股定价偏低视为发行公司传递内在价值的“信号”，由于通过折价发行新股，好公司使得投资者更为看好公司未来的股利分配，公司认为是值得的，而质量较差的公司清楚他们自己的预期收益和随后的市场价值，他们知道新股折价发行的损失不能得到补偿，因而也就不能以折价作为市场信号；③“承销商垄断假说”或“投资银行垄断假说”(Investment Bank Monopoly Hypothesis)认为投资银行即发行承销商利用所掌握的市场信息资源的垄断优势而对发行价格折价，这样可以使得其所承销的股票更容易的销售出去，减少投资银行在承销和包销股票时的风险。

到了上世纪九十年代，越来越多的学者从二级市场的非有效性、行为金融学的角度，以及制度经济学、产权经济学、博弈论等出发点对 IPO 高抑价的问题进行了研究，如“投资者狂热情绪或投机泡沫假说”(Fads or Speculative Bubbles Hypothesis), Aggarwal & Hivoli (1990)和 Shiller (1990)最早提出人们在 IPO 市场上观察到的超额收益率可能是由于 IPO 发行后市场中存在的狂热和投资泡沫所致，该理论假定市场是无效的且存在着噪声交易，那么新股的交易价格将

和其内在价值相偏离,在新股上市交易时,由于投资者对新股前景的过度乐观和追捧,市场对其价格会产生错误估计;“价格支持假说”(Price-Support Hypothesis)的理论认为 IPO 的高超额收益率可能来源于承销商的价格支持行为,或是承销商对股价的一种托市行为,该假说认为承销商为提高新股上市后的价格,以普通交易者身份进入二级市场故意抬高价格。这样做既可以防止投资者因为上市后股票价格低于发行价而产生的毁约行为,又可以保证承销商声誉。

行为金融学试图从进行金融活动时人的心理变化、影响做决策的因素中寻找到解释产生 IPO 高抑价现象的原因。Loughran & Ritter 在 2002 年开始用行为金融学中的“前景理论”(Prospect Theory)来解释 IPO 的抑价问题,他们发现这些发行公司原来的股东已经看到了个人的巨大增长比预期的要多,这使得他们对高额折价并不太在意,他们还认为承销商意识到发行者对支付的直接成本(如承销费用)比间接成本(折价)更敏感,而承销商可以通过控制 IPO 分配的权力来实现利润转移,使得承销商更愿意进行折价来提高 IPO 的成功概率;“从众假说”或“马车效应假说”(Bandwagon Hypothesis)是指投资者做出投资决策时会很明显的受到其他投资者投资决策的影响,简单的说就是看到别人许多人购买某种股票时,也会跟着购买这种股票,后来的学者和舆论也用“羊群效用”(The Effect of Sheep Flock)描述了这一股票投资者的特点。

制度方面或所有权控制权方面分别出现了“规避法律诉讼假说”(Lawsuit Avoidance Hypothesis):其从法律的角度认为承销商、会计师和发行人承担了很大的法律风险,在规避法律诉讼的驱动下愿意使股票折价发行;“股权分散假说”(Ownership Dispersion Hypothesis)认为发行股票是为了吸引更多的投资者购买公司股票,使公司的所有权更加分散,从而增强股票流动性,减轻公司外部对公司管理层的压力。

对于 IPO 的不同发售机制对于 IPO 抑价问题的影响在早些时候并不受到国内外学者的重视,而就在近年来,西方文献中涌现了大量有关 IPO 发售机制与抑价水平的理论与实证研究,用不同样本和方法检验了上述理论模型的预测。

首先,最早有 Loughran、Ritter 和 Rydqvist(1994),Chowdhry 和 Sherman(1996)以及其他一些研究者的研究表明,在不同的 IPO 发售机制下,新

股的平均首日收益率表现出一定的差异。其中最具代表性的就是 Ritter(2002)对这些研究成果的综合表述,并反映在了本文的表 0-2 中。

另外一些研究则采用比较静态分析方法研究发售机制的变化带来的影响。如 Pettway 和 Takashi(1996)考察了 IPO 定价制度的改变能否降低初始收益率水平,发现解除价格限制、引入拍卖机制大大降低了初始收益率水平,并建议抑价水平较高的发展中的资本市场应该考虑引入拍卖机制来减少初始收益率。

众多学者对不同的 IPO 发售机制对 IPO 抑价问题的影响做了比较,并得出结论。Benveniste 和 Busaba(1997)首先比较了累计投标询价法和固定价格法,分析结论之一认为累计投标询价法下必要的抑价程度可能比固定价格法低一些。Kutsuna 和 Smith(2001)以日本的证券市场数据为基础,考察了日本新股发行从拍卖机制转向累计投标机制对于抑价程度的影响,发现累计投标机制使得声誉卓绝的大公司减少了发行成本,日本从拍卖机制向累计投标机制的转变对于大型和小型发行者来说似乎能够提升价值,而对居于前两者之间的发行者而言则是无差异的。Kaneko 和 Pettway(2003)也比较了累计投标机制和拍卖机制,其实证分析发现,用累计投标法发行的初始收益率远远高于拍卖法下的收益率,特别是在热销市场中。使用累计投标法的 IPO 公司相对于拍卖法而言“把更多的钱留在桌子上”(left more money on the table)。

Benveniste 和 Spindt(1989)、Sherman(2000)等通过正式的模型,在 IPO 发售机制和 IPO 抑价(undepricing)程度之间建立了联系,他们推导出一个类似的结论:因为累计投标询价法给予承销商分配股票的权力,承销商就能够与一部分投资者形成一种长期关系,并以此降低平均抑价程度;相反,拍卖法下由于承销商没有分配股票的权力,预期的抑价程度可能比累计投标询价法下高。

我国关于 IPO 发售机制与 IPO 抑价问题的研究开始较晚,真正从发售机制角度对 IPO 抑价问题进行研究的学者不算太多,研究成果也相对有限。近些年来主要有桑榕(2001)、陈蓉(2002)和徐晨涵(2004)等人的相关研究。桑榕仔细研究了各国首次公开发行股票的发售机制,并充分比较了几种主要发售机制的特征特点、优点缺点,试图从国外发达成熟证券市场发售机制的演进、改革中为我国 IPO 发售机制的优化找到可用以借鉴的经验。陈蓉的观点认为讨论我国新股

发行制度变迁的问题应当将制度分析与实证研究结合起来,用理论分析来指导实证研究的进行,得出的研究结论主要侧重于进行根本性的制度改革,强调管理层应加快市场化的改革进程,认为正确的政策导向才是我国一级市场乃至整个资本市场改革与发展的根源之所在。徐晨涵则运用拍卖理论和机制设计理论建立了理论模型,描述了最优 IPO 机制所应具备的特征。徐在介绍我国 IPO 发售机制历史变迁的基础上,对现行主要发售机制进行了一些比较,结合 IPO 发售机制的国际趋势、国外有关 IPO 机制的理论和实证研究成果,并联系我国的具体国情对我国 IPO 发售机制的改革提出了自己的建议。董秀良、高飞(2002)在《股票发行定价制度及其对市场效率的影响》中主要以理论分析的方式论述了股票发行定价制度的缺陷是引致我国股票市场资源配置低效率一个重要的因素。这种制度缺陷通过对市场运行效率的作用,使得原本低效率运行的市场缺陷被再度放大,并进一步降低了市场对资源的配置效率。

以上几位学者的研究都主要集中在理论研究的层面上,用理论分析的方法分析了不同发售机制的差别,常常把两种或多种的发售机制拿出来做比较分析;还有一个重要特点就是引入了全球的视野,研究总结了国外发达国家成熟证券市场的发售机制种类、变革。我国的改革开放,经济建设,特别是金融证券领域开始都比较晚,充分借鉴美国等发达国家的成熟发展思路、发展模式,再结合我国自身的国情,能够为我们缩短许多盲目摸索的时间,利于我国经济的发展。

用实证的方法研究论证我国 IPO 高抑价问题的文献主要有:徐林刚、李志生和王宗军(2002)共同发表的《对股票发行核准制市场效率的实证分析》中主要应用了实证的方法对我国股票一级市场上发行制度改变后上市公司对这一制度改变的市场反应,论证了证券市场上的这一制度变迁的绩效行为,认为我国股票市场的发行方式的变迁提高了市场效率。郁华君(2005)则在《我国 IPO 询价制度实施效果研究》中运用均值检验与逐步回归等实证分析工具,重点针对我国 2005 年开始实施的询价制度的实施效果进行了检验与研究,指出目前我国的 IPO 询价制度并未使 IPO 效率获得大幅提升, IPO 的首日与首周平均收益率仍处于较高水平,而询价过程缺乏信息激励与甄别是影响询价制度实施效果的主要因素, IPO 发行改革的方向是正确的,但询价制度仍需要进一步完善。何树红、毛娟芳、乐

晓梅(2006)在《IPO 发售机制对定价效率影响的实证研究》中以从 1999 年 7 月 1 日至 2005 年 5 月 20 日,在上海、深圳证券交易所上市的 394 家 A 股公司为样本,从公司内在价值因素、发行因素、市场环境因素设计解释变量,用计量经济学模型对我国新股的首日超额收益进行实证分析,并建立多元回归模型进行检验,归纳了影响新股首日超额收益的主要因素。

在以上几篇关于 IPO 发售机制的实证分析文献中,都主要偏重于实证的模型建立与数据检验,理论分析稍显不足;其次,在涉及询价制度时,因为我国从 2005 年 1 月才开始正式实施询价制的 IPO 发售机制,中间又因为股权分置改革停止过一年的新股发行,所以前几年的实证分析文献中,询价制下的数据样本数量十分有限,有文献甚至只有十几只询价制下发行的新股样本,实证结果的说服力显然不够。

综上所述,本文试图结合国内两类文献(早期的理论分析为主与近期实证分析居多的研究)的优势,在理论分析、全球视野的基础上,选取相关的解释变量建立 IPO 抑价率与其可能的影响因素之间的实证分析模型,并且在数据选取方面延长到 2007 年底,这样询价制下的数据样本将比较充足,对分析结论应该更有说服力。

第一章 全球主要 IPO 发售机制概述

国际上通行的对 IPO 发售机制的划分主要依据两个方面，一是在定价前是否已经获取并充分利用投资者对新股的需求信息；二是在出现超额认购时，承销商是否拥有分配股份的权利。根据这两项标准，可以划分为四种主要发售机制，其中“固定价格允许配售”与“固定价格公开发售”又经常被统一在固定价格法中，从而划分为固定价格法（Fixed Price）、拍卖法(Auction)和累计投标询价法(Book-building)三种。

表 1-1 国际通行的 IPO 发售机制划分

		定价前是否已获取投资者的需求信息	
		Yes	No
承销商是否拥有分配股份的权利	Yes	累计投标询价法	固定价格允许配售
	No	拍卖法	固定价格公开发售

资料来源：Jay R Ritter, “Initial public offerings”, Contemporary Finance Digest, Vol. 2, No. 1, (Spring 1998)

上述四种方式是世界各国普遍存在的主要 IPO 发售机制，在具体应用时，各国的证券监管机构又常常根据本国证券市场的实际情况，采取其中一种或几种方式来完成新股的发行工作。

下面以对这几种基本方式和混合方式进行简单的分析比较。

1.1 固定价格法（Fixed Price）

正如表 3 中对 IPO 发售机制的划分标准那样，在固定价格法体制下，承销商和发行人在定价发行前未充分获取相关的投资者需求信息与市场信息，事先根据一定的标准确定好发行价格，然后依此价格发售股票。

根据定价之后 IPO 的分配情况,固定价格法可以进一步分为允许配售和英式公开发售(Offer for sale, UK)两种。允许配售是指承销商拥有分配(至少是部分的)股份的权利,如美国的尽力推销方法(Best efforts);不给予承销商拥有分配股份的权利是大多数欧洲、亚洲等国曾经或者正在使用的方法。

优点: 1) 发行方法简单,操作难度不高,整个发行过程流程简易,对承销商的要求不高。2) 发售成本低,其避免了累计投标询价法中高昂的路演(Road show)成本,对于发行量较小的 IPO 是一种节约成本的有效机制(Ljungqvist, Jenkinson 和 Wilhelm, 2000)。3) 适合市场容量较小、个人投资者比重较大的国家或发行量比较小的项目,因此许多新兴市场在发展初期均采用固定价格发行方式。如台湾、马来西亚、新加坡、香港(1995 年之前)、澳大利亚、泰国等;或发行量较小的股票,如美国采用代销方式(Best effort)承销的小盘股。

缺点: 1) 由于发行价格在投资者需求信息与市场信息收集之前就已经确定,且承销商无法给予投资者发掘相关信息的激励,发行人、承销商和投资者之间的信息不对称问题得不到很好的解决,定价准确与否在很大程度上依靠承销商的业务能力和主观判断。2) 从承销商确定价格、投资者申购到新股真正上市交易之间,往往有两周到两个月的时间差,如果这段时间过长,则增加了有关市场需求的信息泄漏(Information leakage)的可能性,其结果既可能导致极高的超额认购倍数(投资者认为发行价格过低),也可能增加发行失败的可能性(投资者认为发行价格过高)(Chowdhry、Sherman, 1996)。3) 普遍认为,固定价格发售方法在效率上逊于其他方法,其导致的抑价程度比较高,难以保证新股发行获得最理想的定价。

1.2 拍卖法 (Auction)

拍卖法是市场化程度比较高的一种发售机制,它和固定价格法不同的是在定价前已经不同程度的获取了投资者的需求信息与市场信息。在拍卖机制中,价格的确定是在收集信息之后进行的,同时股份的分配也根据事先规定的规则在现有的投标基础上进行,这就使得承销商和发行人的影响力在三种发售机制中是最小

的。

拍卖法又分为统一价格拍卖 (Uniform price auction)、差别价格拍卖 (Discriminatory price auction) 和“肮脏”拍卖 (Dirty Auction)。统一价格拍卖和差别价格拍卖都要求所有投资者在规定时间内申报申购价格和数量, 申购结束后, 主承销商对所有有效申购按价格从高到低进行累计, 累计申购量达到新股发行量的价格就是有效价位, 在其上的所有申报都中标。唯一不同的是, 在统一价格拍卖中, 这一有效价位就是新股发行价格, 所有中标申购都是按该价格成交。而在差别价格拍卖中, 这一价位则是最低价格, 各中标者的购买价格就是自己的出价。在“肮脏”拍卖中, 发行人在拍卖的时候有时会选择一个严格上低于出清价格的价格, 由此产生一个人造的抑价。

优点: 1) 市场化程度与透明度最高的发售机制, 更显公平公正。2) 定价过程发生在获取了投资者需求与市场信息之后, 一定程度上解决了信息不对称的问题。3) IPO 的有关实证研究表明, 拍卖法下 IPO 抑价水平一般低于累计投标询价法。^①

缺点: 1) 与累计投标询价法相比, 承销商没有分配股份的权利性, 从而使竞价方式在为发行人选择理想股东结构方面的功能不如累计投标方式; 2) 在统一价格拍卖下, 容易产生“搭便车”的现象, 为了确保能在市场出清价上买到股票, 人们倾向于出一个高价, 保证中标; 在差别定价拍卖下, 则容易产生“胜者的诅咒” (Winner's curse) 问题 (Rock, 1986), 所谓胜者的诅咒是指: 某个竞标人要获胜, 他的出价必须高于其他竞标人的出价, 这意味着获胜的竞标人可能出价过高。一般来说, 拍卖中竞标人的数量越多, 各竞标人的意见分歧越大或者标的价值的不确定性越高, 胜者的诅咒问题就越严重。

1.3 累计投标询价法 (Book-building)

累计投标询价法 (Book building) 又被称为簿记方法, 使用该方法最典型的是美国。美式累计投标法下, IPO 的主承销商在初步确定新股发行价格区间后, 进一步通过发行公司所召开的路演 (Road Show) 推介会, 征集投资者的需求量

^① Beierlein (2000), Kaneko 和 Pettway (2001) 以及 Derrien 和 Womack (2000) 的相关研究都发现拍卖法的抑价水平较低。

和需求价格等信息，建立簿记，在此基础上对发行价格进行修正，最后确定发行价格，并且在发行过程中，承销商还拥有分配股份的权利。

优点：1) 通过路演活动，使信息充分公开，降低了发行人和投资者之间、承销商和投资者之间、机构投资者和中小投资者之间的信息不对称程度。2) 通过簿记市场需求信息，更好的发掘市场对 IPO 股票的真实需求情况。3) 累计投标询价法的定价时间往往在正式发售之前的很短一个时间内，将时间差尽量缩短，降低了承销风险。4) 有助于大型招股活动的进行，比较适合机构投资者比例较高的市场，目前美英等发达市场均使用该方法。

缺点：1) 一般路演等程序导致发售费用比其他方法要高出许多。2) 累计投标询价法下，因为承销商拥有分配股份的权利，获得 IPO 的大多数是机构投资者，且往往是承销商的老主顾，这不仅增加了腐败、幕后交易的风险，而且有可能导致对中小投资者的不公平。

尽管路演、预定单和簿记机制是累计投标询价法中吸引眼球的特征，但是事实上，承销商拥有的自由分配股份的权力才是簿记方法的本质所在（Sherman, 2002）。在拍卖或者公开发售机制下，承销商也可以同样自由地进行路演和咨询投资者意向。只有在累计投标询价法，由于拥有根据信息进行分配的权力，承销商才能给予投资者足够的激励去真实地报告他们所获得的信息，从而才使得簿记及其作用的发挥成为可能。

1.4 IPO 发售机制的国际发展趋势

“向累计投标询价（美式簿记）方式的不断融合”和当今 IPO 发售机制发展的主要国际趋势。随着各国对 IPO 发售机制的不断理论与实践摸索，20 世纪九十年代以来，IPO 机制方面最重要的趋势和特点就是累计投标询价法地位的不断上升。在 80 年代以前，累计投标询价法主要在北美一些国家使用，到了 90 年代末期，它已经成为欧洲、亚洲和拉丁美洲所使用的主要方法，至少对于大的发行项目来说是如此。目前以累计投标询价法作为新股发行主要方法或者日益欢迎这种方法的国家和地区主要包括美国、加拿大、英国、德国、法国、意大利、奥地利、匈牙利、葡萄牙、西班牙、瑞士和北欧的芬兰、荷兰、挪威、瑞典，亚

洲的日本、香港、韩国、菲律宾、澳洲的澳大利亚、新西兰，以及南美洲的阿根廷、巴西、智利和秘鲁等国，几乎占据了世界主要的经济发达国家和新兴市场国家。同时，在具体方法上，大多数国家的簿记发售方法出现了日益向美式簿记方法融合的现象，路演、簿记和对机构投资者及老主顾的倾斜在国际市场上越来越常见。

在之前非常常见的固定价格公开发售方法开始变得不是那么普及，尤其是在发行量较大的项目和较大、较活跃的市场中，簿记方法正在取而代之。但是在较小的主要面对个人投资者的国家，这种方法仍然很受欢迎。从国家来看，亚洲、南美、非洲和欧洲的部分国家仍然在使用这一方法。

对拍卖方法的使用也出现了一些矛盾的地方。尽管拍卖机制在许多金融工具的发行中应用十分广泛，其中主要是政府债券，但在 IPOs 当中它们却并不多见，主要在欧洲的英、法、意、葡、瑞典和亚洲的日本、新加坡和台湾等国家(地区)曾经使用过；而且在簿记方法引入前后，大部分国家都自愿放弃了拍卖方法，如日本。然而，近年来在一些国家，拍卖方法似乎又有上升的趋势，多种拍卖的改进机制被用在 IPOs 发售的过程中，并被认为是最优的发售机制。

还有一个很有意义的现象是许多国家或地区开始针对各自自身的特点实行一些混合发售的方法，比如有拍卖与公开发售混合机制、拍卖与累计投标询价混合机制，目前最普遍的还是累计投标询价和公开发售的混合，香港是使用这种方法的典型，香港联交所 94 年 11 月发布的《关于招股机制的联合政策声明》标志着其大型 IPO 基本开始采用累计投标和公开认购混合招标的发售机制。在这种混合机制中，累计投标询价往往被用来定价，并向机构投资者和海外投资者分配股票，而公开发售则用于当地的小投资者，他们往往不参与定价过程。

在全球的 IPO 发售机制都向累计投标询价法融合的趋势中，美式累计投标询价法的推广究竟是来源于该机制的效率和优越性，还是仅仅由于美国资本市场的强大和美国投资银行的重要地位？累计投标询价方法和拍卖方法究竟孰优孰劣？这些问题至今仍争论不休。支持者认为累计投标询价法更好的利用了市场信息，比起其他可选的方法来更有效率，因为其更可望实现 IPO 的准确定价，降低 IPO 抑价水平，同时承销商更有可能与投资者建立长期稳定的业务关系。反对者则认为，在美式累计投标询价法中，承销商拥有分配股份的权力，却不一定按

照发行公司的利益最大化原则行事。承销商可能比较容易与机构投资者建立相关关系而导致向其倾斜，个人投资者则没有过多的权利，处于弱势地位，IPO 实际上是一个由主承销商操纵的“黑箱”。

总体而言，一般认为固定价格公开发售方法确实在信息收集和价格发现方面逊于另外两种方法，但是在累计投标询价方法和拍卖方法究竟孰优孰劣这一问题上目前仍存在争议。不过，各国(地区) IPO 发售机制向美式累计投标询价方法的融合基本已经成为一个不争的事实，一国(地区)的证券市场要实现向全球的扩展，必须适应和接受美式累计投标询价方法，这一点已经是毋庸置疑的了。当然，拍卖方法毕竟是市场化程度和透明度最高的一种发售机制，在未来也可能有进一步发展的空间。

第二章 我国 IPO 发售机制的历史变迁

我国 IPO 的发行方式从证券市场开始发行股票以来一直处于一个不断改革完善的过程当中，就是在目前，也还没有探索出一套成熟的、最有效的、最适合我国国情的 IPO 发售机制出来。

本章对我国在改革进程中曾经出现过的 IPO 发售机制与其特点，按照时间的顺序，结合相关资料做了如下归纳总结。

2.1 预约单或抽签表方式（1994 年以前）

上个世纪九十年代初期，对于刚刚建立起来的中国证券市场，无论是金融机构、股票发行公司，还有机构投资者或个人投资者都对股票发行定价基本上没什么概念。那时候的公司发行价格大部分按照面值发行，定价方式也没有什么制度可遵循，公司股票的发行数量和发行价格基本上由证监会来确定，市盈率相对固定，一般控制在 13 倍左右。

发行方式出现过限量公开认购和无限量发行认购证两种。限量公开认购是 1991-1992 年采用的一种发行方式，它是指在规定的时间内，排队每人限量购买新股认购申请表，然后通过抽签确定获准购股的申请表代码，每张中签表可规定的发行价购买规定数量的股票。无限量发行认购证是根据实际发售总量和股票的发行数量计算出中签率，再通过抽签决定中签号，每份中签认购证可以购买一定数量的新股。

评价：证券市场早期的行政定价限量公开认购或无限量发行认购证方式可以说是一些行政手段极强，市场程度低下，缺陷极大的发行方式。暴露出来的问题也十分明显，如深圳“8.10 事件”所引发的社会问题等。但对于当时我国证券市场的情况，显然不能对刚刚上路的中国资本市场改革报过高的期望，股票发行的定价、发售只能靠一步一步的摸索来不断完善。

2.2 固定价格公开发售（1994 年-1999 年）

1994 年以后，国内证券市场出现了一波新股发行的高潮，所探索过的发行方式也比较多样，有“全额预缴款、比例配售、余额即退”，“全额预缴款、比例配售、余额转存”，与储蓄存款挂钩和上网定价等多种形式。在这段时间里，股票发行方式不断创新，但整体上而言定价方式还基本上都属于行政定价，新股发行市盈率也都基本上被限定在 13-16 倍之间。

“全额预缴款、比例配售、余额即退或余额转存”是指投资者在规定的申购时间内，将全部申购款存入主承销商在收款银行设立的专项账户中，申购结束后转存银行专户被冻结，在对到帐资金进行验资和有效申购后，根据股票发行量和申购总量计算配售比例，进行股票配售，余款返还给投资者。这几种发行方式与无限量发行认购证相比大大减少了社会资源的浪费，降低了一级市场的成本，并且可以吸筹社会闲资，吸引新股民入市，但储蓄存款分散化，许多人高价转售中签表，投机性很强。

到了 1996 年，中国证监会发布《关于股票发行与认购方式的暂行规定》（证监发字[1996]423 号文），对新股发行与认购明确规定三种方式，即“上网定价”方式、“与储蓄存款挂钩”方式、“全额预缴款方式”。

与其他发行方式相比，上网定价发行方式是最完善的一种，1996 年以来被越来越多的公司所采纳，并且在 1997 年底到 2000 年成为绝大多数新股发行的方式。上网定价发行的主要程序简单表示如下图。

承销商和发行人通过招股说明书和发行公告，利用证券交易网络所向投资者发出招股信息。其中限定了每个账户的申购限额，并规定了股票发行价格。



投资人在规定的时间内通过证券交易所的交易系统申报认股承诺(每 1000 股配一个号，每个账户连续配号)，并在证券公司的资金账户中存入足额资金，该项资金在认购期间不得支取。

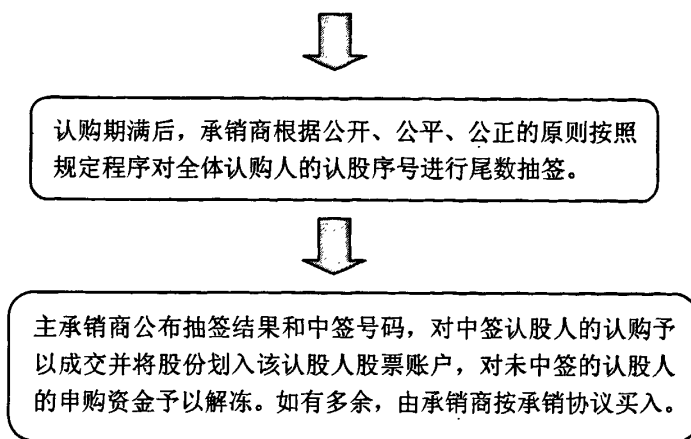


图 2-1 上网定价发行的主要程序

同其他的方式相比，上网定价表现出了效率高、成本低、安全快捷等优点，避免了资金体外流动，但由于仍采取行政定价的手段，新股申购几乎稳赚不赔，吸引了众多的大资金参与其中，而大部分申购资金，上市即抛，很少回流二级市场，造成了二级市场的严重失血。

2.3 上网定价与配售结合，上网竞价方式（1999 年-2002 年）

1999 年 7 月 28 日，中国证监会发布《关于进一步完善股票发行方式的通知》（证监发字[1999]94 号文），允许股本在 4 亿元以上的公司采取向法人配售和对公众上网发行相结合的方式发行新股，并同意新股定价方面发行公司和主承销商可制定一个发行价格区间并由证监会核准，如果最终发行价超出了这个区间则需要证监会再次核准。这是几年来新股发行方式出现的第一次重大改革。

从此新股发行市场化改革迈出重要的一步：在上网定价方式基础上，衍生出同时向基金配售、向法人配售和向二级市场配售等多种方法，新股发行市盈率逐渐放宽，市场化定价得以逐步体现。我国 IPO 市场出现了对一般投资者上网发行和向法人配售相结合的方式。承销商开始采用路演和向机构投资者询价等方式来确定发行价格，并拥有了对一般投资者上网发行和对机构投资者配售相结合的发行方式及战略投资者的概念。2000 年 4 月，对法人配售的比例不再受到总股本

和规模比例的限制，促使更多机构投资者加入到新股配售行列中来，有效缓解了当时市场扩容压力。

向二级市场配售，是指新股发行时，将一定比例的新股由上网公开发行改为向二级市场投资者配售，投资者根据其持有上市流通证券的市值和折算的申购限量，自愿申购新股。2000年2月13日，中国证监会发布《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的通知》（证监发字[2000]15号文），主要内容是将向基金配售后的新股，在以50%上网定价发行的同时，50%向二级市场投资者配售。投资者每持有上市流通证券市值10,000元限申购新股1000股，申购新股的数量为1000股的整数倍，投资者持有上市流通证券市值不足10,000元的部分，不赋予申购权；每一股票账户最高申购量不得超过发行公司公开发行总量的千分之一；每一股票账户只能申购一次，重复的申购视为无效。

这一方法的实行，初步体现了决策层对我国IPO高初始收益率所带来的一二级市场非均衡的一种解决思路。它以一种介于市场和行政之间的方式来对滞留在IPO市场寻求无风险高收益的新股资金进行调节，事实上是对IPO高初始收益的一种重新分配，其目的是改善二级市场资金格局和保护二级市场投资者，但是对IPO高初始收益率本身并没有起到实质性的影响。而且由于对二级市场配售的比例有限，削弱了这一制度的实施效果。

在这一时期，我国还尝试过网上网下累计询价和上网竞价方式等方式，上网竞价的主要步骤是在预先确定一个发行底价的基础上，投资者再以不低于发行底价的价格申报，最终按照价格优先、时间优先的原则成交，所有有效申报购买从高价位向低价位累计，直到累计额达到发行量为止，此时的价位为实际的唯一发行价格。

我国的上网竞价方式可以看作是一种不完全或是变形的统一价格拍卖过程，拍卖法一直被认为是市场化程度最高的一种方法，它充分发挥了证券市场的价格发现功能，发行价格能够充分、合理地反映企业价值，一、二级市场间的价格差额将转化为发行者的筹资收入，从而引导资金流向具有盈利能力的企业，实现社会资源的优化配置。应该说，该方式克服了股票发行中政府行为化、发行周期长、

环节多、成本高等弊端，有利于一、二级市场的接轨和维护投资者的利益，是一种比较好的发行方式，但由于在实际操作时是形式上竞价、实质上定价，竞价易被操纵、损害主承销商的利益，因此这一方式没能够很好的推广开来。

2.4 全部向二级市场配售（2002 下半年-2004 年）

2002 年 5 月 21 日，中国证监会发布了《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的补充通知》，决定恢复和完善向二级市场配售新股方式。这次的向二级市场配售与之前不同的地方在于这次的配售份额达到了 100%，即只有二级市场投资者才能成为 IPO 发行时的一级市场投资者，管理层调节资金配置，扶持二级市场的意图十分明显。同时，定价方式仍然使用了市盈率受到实质性限制的固定价格机制。

无论是原来的上网定价与向二级市场投资者配售新股相结合的发行办法还是 100%向二级市场投资者配售，投资者都不需要预缴申购款，大大降低了新股申购成本，提高了资金利用率，使得广大二级市场投资者能够低成本地参与分享新股初始高回报率。而且二级市场申购新股的额度大小与持仓市值挂钩，从而，谁对二级市场贡献大，谁就可以获得较多的新股溢价收益。但是，这样造成的一个结果，特别是将全部配售额转向二级市场后，新股市值配售就没有能够调动机构投资者积极性的，造成了对机构投资者的漠视。

2.5 询价制（2005 年至今）

2004 年 12 月 7 日，中国证监会发布《关于 IPOs 股票试行询价制度若干问题的通知》（证监发字[2004]162 号文）及配套文件《股票发行审核标准备忘录第 18 号—对 IPOs 股票询价对象条件和行为的监管要求》。规定从 2005 年 1 月 1 日起，首次公开发行股票的公司及其保荐机构应通过向询价机构询价的方式确定股票发行价格。这标志着中国的 IPO 定价机制进入询价制阶段，也是我国 IPO 发行市场化改革的重大举措，也标志着我国 IPO 发售机制的与国际的接轨。

询价制的实行主要借鉴了海外成熟市场的经验，并体现出我国决策部门大力

发展机构投资者的发展思路，由于机构投资者拥有专门的研究分析人员，并且有较强的风险防范和风险承担能力，有条件对发行人股票给出反映其内在投资价值的报价。规定初步确定的询价对象主要有符合中国证监会规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者和合格境外机构投资者(QFII)，以及其他经中国证监会认可的机构投资者。

询价的步骤分为初步询价和累计投标询价方式两个阶段。初步询价应向不少于 20 家询价对象初询确定发行价格区间（公开发股数在 4 亿股，含 4 亿股以上的，参与初步询价的询价对象应不少于 50 家），在确定发行价格区间后，发行人及其保荐机构采用向询价机构累计投标询价的方式确定发行价格，累计投标询价完成后，其余股票以相同价格向社会公众公开发行。在股票配售方面，对公开发行数量在 4 亿股以下的，发行人及其保荐机构应向参与累计投标询价的询价对象配售股票不超过本次发行总量的 20%；公开发行数量在 4 亿股以上(含 4 亿股)的，配售数量应不超过本次发行总量的 50%。询价对象应承诺将参与累计投标询价获配的股票锁定 3 个月以上，锁定期自向社会公众投资者公开发行的股票上市之日起计算。

2006 年 9 月 17 日，中国证监会发布《证券发行与承销管理办法》（证监发字[2006]37 号文），对以前的《关于 IPOs 股票试行询价制度若干问题的通知》以及试行了一段时间的询价制机制进行了补充与完善。调整的内容主要有以下几点：(1) 对在深交所中小板上市的公司，可以通过初步询价直接定价，在主板市场上市的公司必须经过初步询价和累计投标询价两个阶段定价，不再强制所有公司都要经过两个询价阶段。(2) 对网下累计投标与网上申购分步进行的机制进行调整，规定网下申购与网上申购同步进行。(3) 规定所有询价对象均可自主选择是否参与初步询价，主承销商不得拒绝询价对象参与初步询价；只有参与初步询价的询价对象才能参与网下申购。(4) 规定首次公开发行股票的公司发行规模在 4 亿股以上的，可以向战略投资者配售股票，可以采用“超额配售选择权(绿鞋)”机制。

第三章 我国 IPO 高抑价原因的理论分析

本章首先引入了 IPO 抑价的衡量标准——IPO 抑价率，然后对我国的 IPO 高抑价现象和特点做了简单的描绘与阐述，接着从三个层面（宏观、中观和微观）分析总结了可能导致我国 IPO 高抑价现象的原因，为下一章的实证分析提供了理论基础支撑并帮助实证模型的建立确定了相关解释变量。

3.1 IPO 市场效率

在分析 IPO 高抑价问题之前，首先应该引入的一个概念便是 IPO 的市场效率，这是国内外学者普遍采用的用于衡量 IPO 抑价程度的一个概念，其次，作为量化参数的 IPO 抑价率主要采用的是新股超额收益率来衡量。

IPO 市场效率，又称 IPO 效率，也可以称为一级市场效率、发行市场效率等。在现有的文献中，对于 IPO 效率、一级市场效率或发行市场效率这一概念尚无明确和一致的定义。

在笔者搜集到的文献资料中，笔者发现，夏新平与陈历北是国内首次提出并定义 IPO 市场效率这一概念的学者。“为了深刻揭示 IPO 定价偏低的原因，我们提出 IPO 市场效率的概念。IPO 市场效率是指新股发行过程中新股从定价、发售、流通对信息反应的有效性，包括新股发行价格的确定、新股发行方式的选择、与新股发行相关信息的产生、确证以及传播等方面的有效性。^②”

一般地，国内外学者们使用最多的是沿用有效市场理论的分析框架来探讨 IPO 市场的效率问题，并以“新股超额收益”作为主要的研究对象。通常又将“IPO 抑价率”（IPO Underpricing Rate）这一反映新股发行定价被低估的程度的指标用于衡量 IPO 的市场效率，抑价率越高，IPO 发行定价被低估的程度越大，导致资源配置的失衡就越严重。

^② 夏新平、陈历北，《谈我国 IPO 市场引入效率机制的重要性和必要性》，技术经济与管理研究，2000 年第 3 期

具体，IPO 抑价率可以用新股上市首日收益率来衡量，即：

$$R = (P_1 - P_0) / P_0$$

其中 P_1 为 IPO 股票上市首日的收盘价； P_0 为 IPO 股票的发行价格

如果 IPO 抑价率小于 0（即 $R < 0$ ），意味着新股上市首日跌破发行价，说明新股定价过高；如果 IPO 抑价率显著大于 0，即上市首日就获得显著的超额收益率，则说明新股定价存在低估现象。

近年来许多学者又认为，使用市场调整过的 IPO 抑价率来衡量 IPO 股票的抑价程度要比未经市场调整过的 IPO 抑价率更加的客观。所谓市场调整过的 IPO 抑价率是指排除大盘涨跌因素后 IPO 股票的抑价程度，一般用 IPO 股票在发行与上市这段时间间隔里大盘指数的涨跌幅度来衡量。公式如下：

$$\begin{aligned} R_a &= R - R_m \\ &= (P_1 - P_0) / P_0 - (\text{Index}_1 - \text{Index}_0) / \text{Index}_0 \end{aligned}$$

其中 R_m 为 IPO 股票在发行与上市这段时间间隔里大盘指数的涨跌幅度； Index_1 为 IPO 股票上市首日大盘的收盘指数； Index_0 为 IPO 股票发行日大盘的收盘指数。

3.2 我国 IPO 高抑价现象阐述

我国的新股发行高抑价问题可以说是长期存在的，从统计数据来看，在 1992 年、1993 年甚至达到新股平均首日收益率在 300%附近的情况，而排除了我国证券早些年间的特殊年份，在最近十年来的数据也都显示出高抑价普遍存在这一特征。

下面的表与图选取了在 1997 年至 2007 年间发行的新股数据，统计出我国近年来新股发行的抑价情况，

表 3-1 我国 A 股市场近十年新股发行平均抑价率情况

发行年份	样本数	未经市场调整的平均抑价率	经市场调整的平均抑价率
1997 年	181	147.87%	149.65%
1998 年	97	134.88%	136.52%
1999 年	89	114.36%	110.23%
2000 年	132	160.54%	158.89%
2001 年	64	140.96%	142.93%
2002 年	69	125.63%	126.28%
2003 年	66	71.84%	71.73%
2004 年	98	70.18%	73.61%
2005 年	14	47.53%	42.15%
2006 年	70	85.29%	80.36%
2007 年	118	195.31%	188.37%

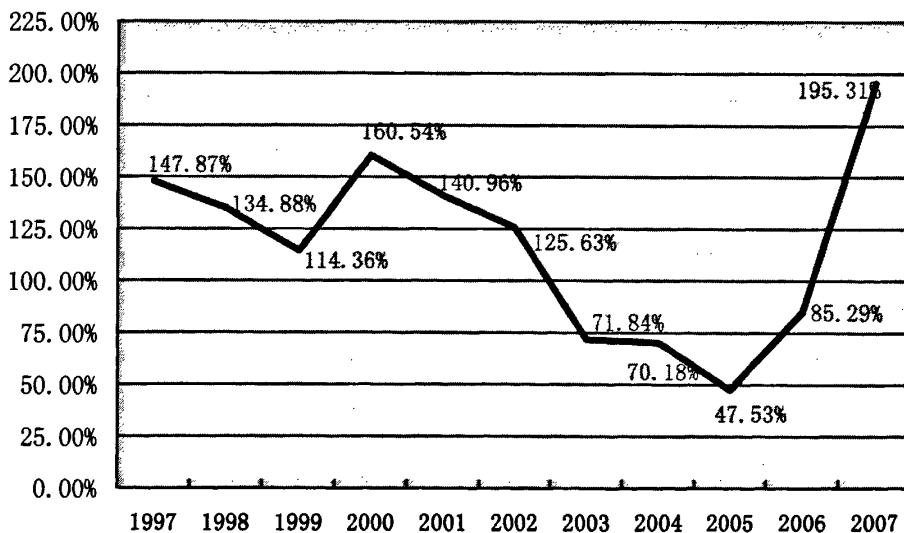


图 3-1 我国 A 股市场近十年新股发行平均抑价率情况

以上的图表显示出在过去十年中我国 A 股市场新股发行的平均抑价率情况，可以看出下面几个特点：(1) 我国新股发行的高抑价现象长期存在，多年的数据

都在 100% 以上。虽然 2005 年的新股平均抑价率降至 47.53%，但 2005 年下半年至 2006 年下半年 A 股因股权分置改革而暂停了新股的发行工作，故 2005 年的样本少、数据说服力不足；(2) 平均抑价率的高低起伏与证券市场行情的好坏具有较高的关联性，牛市中的抑价率要明显高于熊市。

3.3 我国 IPO 高抑价现象的原因分析

较早期的国内文献中对 IPO 高抑价的研究主要以用国外理论或模型来解释检验我国的情况为主，但因为当时我国的证券市场正处于发展初期，制度安排、市场环境 with 国外相关理论模型产生时所处在的情况都具有比较大的差距，因此研究的结论适用性必然存在着较大的局限性。而且国内学者的研究成果普遍都认为国外学者所提出的理论模型，很难解释我国股市的 IPO 高抑价现象。无论是“Rock 模型”，还是某些信号传递模型，均不足以解释我国股市 IPO 高抑价的现象，但同时也提出这些理论在研究我国情况时具有一定的帮助。

笔者拟从以下三个层面对我国 IPO 的高抑价现象产生原因进行理论分析：

3.3.1 宏观因素

对影响我国 IPO 抑价率的宏观因素，分别有不同的学者提出过以下几个可能的因素：(1) GDP 增速。GDP 增速反映了我国宏观经济的发展速度，有学者认为，经济向好，进而带动入市资金便会增多，对证券投资的需求增大可能导致 IPO 的抑价程度放大。(2) 市场的成熟程度。市场越成熟，市场效率越高，价格发现机制也就越完善，新股的 IPO 抑价程度可能相对较小。(3) 发售机制。不同的发售机制给股票发行的信息传递，多方博弈都带来不同的影响，发售机制的市场化程度也常常影响着 IPO 的发行效率。

笔者认为，对于 GDP 增速而言，我国的股市在过去十几年中应该说远未起到“经济的晴雨表”的作用，进入股市的资金也和宏观经济的变化没有太大的关系，长期以来，我国的居民储蓄还是以银行存款为主。从下面的图与表可以看出，GDP

增速的变化与 IPO 抑价率之间的相关性并不大。

表 3-2 GDP 增速与 IPO 抑价率

发行年份	样本数	平均抑价率 (%)	GDP 增速 (%)
1997 年	181	147.87%	9.3
1998 年	97	134.88%	7.8
1999 年	89	114.36%	7.6
2000 年	132	160.54%	8.4
2001 年	64	140.96%	8.3
2002 年	69	125.63%	9.1
2003 年	66	71.84%	10
2004 年	98	70.18%	10.1
2005 年	14	47.53%	9.9
2006 年	70	85.29%	10.7
2007 年	118	195.31%	11.4

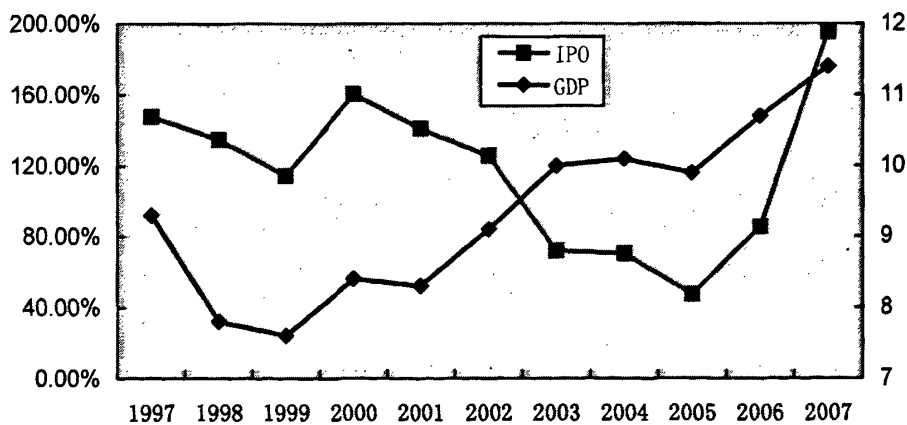


图 3-2 GDP 增速与 IPO 抑价率

市场的成熟程度对 IPO 抑价率有一定的影响这一点笔者也十分认同，国外学者对全球证券市场的 IPO 抑价情况所做的统计分析，并且得出的新兴市场的 IPO

抑价率要普遍高于成熟证券市场的抑价率的结论应该说是这一观点的有力支持。

发售机制对 IPO 抑价的影响正是本文研究的重点,应该说我国 IPO 发售机制在不断改革,历经数次重大变革,都是在朝着一个提高 IPO 市场效率,逐步市场化发展的过程。结合我国证券市场的发展历史来看,我国证券市场在上世纪九十年代初起步发展,当时正好处于计划经济向市场经济转轨的重要时期。很长一段时间,政府对于资本市场的定位是为国有企业改革改制提供服务,证券市场被赋予了为国有企业转换经营机制、提高经济效益、摆脱困境等经济和政治任务。因此,新股是否在最优价格上发行,新股发行的过程是否有兼顾到公平与效率的权衡,都不是监管当局当时所考虑的首要因素,真正重点考虑的是能否成功的发出去。在这种情况下,监管部门为保证发行成功,在新股定价时倾向于压低发行价。并通过严格控制股票发行的市盈率来实现,规定 20 倍以内,而对应当时的二级市场,很多股票的市盈率都高于 40 多倍,这样就人为的造就了一个无风险的一级市场,它的结果必然是一级市场申购资金的不断涌入,任何一只股票都能成功地发行出去,获得一级股票的投资者获得一个无风险的收益。

后来的很长一段时间都是采取固定价格的方式,比如固定价格公开发售、上网定价、定价与配售结合的方式等等,并且在 2001 年前一直采用严格的审批制度发行股票,用行政方式决定股票的供给,试图通过宏观调控的手段引导证券市场的发展。随着我国证券市场的市场化程度逐步提高,后来尝试的上网竞价方式(可看作拍卖法)和 2005 年后实施的询价制度,以及由审批制发行股票向核准制的过度,市盈率的逐步放宽都在一定程度上影响着我国 IPO 的市场效率。

3.3.2 中观因素

影响我国 IPO 高抑价的中观因素主要有:(1) 股票市场过度的投机气氛。一级市场中对新股的过分炒作,不看公司价值,寻求短期获利的投机心态。(2) 我国股票数量长期以来供不应求的现状。供求的失衡会导致大量的资金涌入少数的几个投资标的,从而推高其均衡价格。(3) 承销商的声誉。

我国证券市场中的投机气氛可以说一直都是比较浓重的，股票市场的投资者也具有典型的非理性特征。由于我国股票投资获利模式的单一，投资者只能希望通过股票交易获得差价，因此普遍希望股票价格能够逐步攀升，投资者并不关心股票发行价格低估还是高估，仅仅关注股价能不能够逐步攀升，乐于追逐市场热点，具有明显的噪声交易者的特性以及普遍的追涨杀跌的心态。特别是在牛市中赚钱效应的推动下，不注重价值投资，寻求短期获利，快进快出的行为占据着市场的主导。加上我国股票的一级市场长期处于一种无风险套利的状态，使得大量涌入新股发行市场的资金在申购成功之后上市首日便抛出实现套现，这种投机气氛可能导致 IPO 股票的高抑价现象。一般认为，新股发行上市首日换手率对市场的投机气氛是一个很好的衡量。

因为我国的新股发行从一开始并没有按照市场化的原则进行，对发行股票的数量没有按照市场的实际需求进行，行政管制的色彩浓重，所以在供求平衡中长期处于一直失衡的状态。加上我国资本市场不够发达，投资渠道和投资品种的匮乏造成了投资者除了把钱投向房地产投向股市就只能存在银行，特别在最近几年牛市激发了国内居民投资的热情，储蓄大搬家的背景下有大量的资金待入股市，进一步加深了股市中供不应求的矛盾。从经济学的角度分析，供不应求必然会导致均衡价格的最终上涨，大量在资本市场上逐利的资金汇聚到少数的几个投资目标上，必然形成市场对其的追捧，在新股发行的一级市场中，过分的追捧则可能产生过高的抑价率。当对新股需求超过其供给时，就要通过按出资比例进行抽签的方式来决定股票的分配。所以说，中签率可以作为衡量股票发行市场行情是否火爆，股票供求关系的一个判断。

国外有理论认为，承销商的声誉在某种程度上对 IPO 的抑价具有一定的影响，承销商是否有故意压低发行价格以保证顺利发行，或者拥有股票配售权的承销商是否与大型机构投资者存在相互勾结等行为，都可能影响 IPO 的抑价率。

而我国的情况与国外成熟资本市场差距还是比较大的，承销商在新股发行过程中的重要性远没有美国等成熟资本市场上的承销商高。证券行业内各大投行的

业务能力区分度也不是太大，IPO 市场基本上都被几家老牌的券商所垄断。优质的大盘股承销一般都不会旁落于前几大券商之外，根据资料统计，2007 年的 IPO 市场，在所有承销商中，前十家券商承销的项目共募集了 4211.94 亿元，占据了 94.23% 的市场份额，其中仅中金公司一家就以 1328.6 亿元的承销金额占据了 29.72% 的市场份额，中信证券、瑞银证券分别以 718.6 亿和 624.2 亿的承销额占据了 16.08% 和 13.96% 的市场份额。^⑨

所以笔者认为，承销商的声誉在对我国 IPO 高抑价问题的解释上不应作为一个解释的原因。

3.3.3 微观因素

对微观层面的影响因素主要集中在：（1）发行公司的质量。（2）发行价格。（3）以及发行规模的大小，公司发行过程中的信息披露程度、公司透明度，发行公司所处行业等都可能对 IPO 的抑价程度造成影响。

一些学者认为公司的内在价值，如公司盈利能力、未来的股利政策、发展战略等对抑价程度有影响，笔者也赞同未来发展前景好，被更多的投资者认可的公司必然会受到市场的追捧，从而在发行上市时产生一定的抑价。但本文认为考虑到一些反映公司内在价值的信息譬如一些常用的指标如每股净资产、资产负债率等实际上在我国的 IPO 定价中基本上不会在涉及，而且在询价制度下，公司的内在价值将被反映在最终的询价结果也即发行价上。因此，本文用发行价代替公司具体财务指标对抑价程度的影响来衡量。

另外，选用发行价进行衡量还有一层考虑，即在信息对称的前提下，越是质量好的公司，对自己上市后未来增发增资越有信心，并且有理论认为质量好的公司有通过低价发行向市场发出信号的动机，向投资者表明自己的信心，从而抑价发行。而质量差的公司可能存在利用上市作为“圈钱”手段的目的。所以，质量好的发行公司会倾向抑价发行新股。

^⑨ 数据来源于证监会网站统计，<http://www.csrc.gov.cn>

对发行规模对 IPO 抑价的影响主要不是在讨论发行公司的行为上,而是基于市场对小盘股的炒作上。在我国,小盘股历来受到热烈的追捧,因为小盘股的股本小,申购所需资金量少,对机构而言是其操盘控制的好对象,对散户投资者而言,也让他们觉得中签的机会比较大。相关数据也显示,我国在中小板上市的新股普遍表现出受市场热捧,从而产生较高的 IPO 抑价率的情况。本文在后面的实证分析中也选取了这个变量进行分析。

综上所述,通过三个层面的理论分析,笔者认为以下几个变量可能是导致我国 IPO 高抑价现象的一些原因:宏观层面的发售机制;中观层面的过度的投机气氛和股票数量供不应求的状况,(在实证模型中分别用了上市首日换手率和申购中签率来衡量);微观层面的发行公司质量,发行价格和发行规模(实证中将发行公司质量也简化用发行价格衡量)。在下一章的实证分析中,将通过建立多元线性模型对它们进行进一步的实证检验。

第四章 影响我国 IPO 高抑价因素的实证检验

4.1 数据选取

首先，因 1996 年之前的中国证券市场处于建立初期，IPO 发行股票的政策性质浓重，行政手段占据主导，由此造成的问题也比较多，对实证分析的干扰程度较大，故本文将数据选取的范围主要定在 1997 年至 2007 年这一时段。

其次，虽然我国证券市场从上世纪九十年代建立到现在所经历的时间不长，但所尝试和使用过的 IPO 发售机制却不少，导致部分方法可用于实证分析的数据不算太多，本文主要选取了以下几种使用时间较长的 IPO 发售机制下的样本数据进行实证检验。(1) 1999 年至 2001 年底使用“上网定价方式”发售的股票数据；(2) 2002 年下半年至 2004 年一级市场主要采用的“完全向二级市场配售方式”发行的股票数据；(3) 股权分置改革基本完成之后 2006 年下半年至 2007 年采用“网下询价，上网定价方式”发行的股票数据。^④

最后，排除了这一期间通过“自办发行、历史遗留问题上市及比例换股”等方式发行的股票和一些数据不全的样本，共得到 535 个有效样本。

按照上述方法，选取的数据样本如下：

表 4-1 按发行方式分组的 IPO 抑价率统计

发行方式	样本数	未经调整的平均抑价率	经市场调整的平均抑价率	标准差	最大值	最小值
上网定价	141	146.45%	146.65%	87.56%	476.77%	0.74%
完全向二级市场配售	206	83.93%	84.88%	63.10%	428.25%	-9.00%
网下询价， 上网定价	188	154.35%	150.81%	108.51%	538.12%	0

^④ 分类标准参考 WIND.NET 的新股首发 (IPO) 数据统计分类标准

4.2 变量选取

本文选取了以下几个变量作为实证研究模型的变量：

(1) 因变量：经市场调整的新股发行抑价率， R_a

$$R_a = (P_1 - P_0) / P_0 - (Index_1 - Index_0) / Index_0 \quad (4-1)$$

(2) 自变量 1：发行规模或首发募集资金， $size$, S

一般说来，发行的小盘股由于盘子小，募集的资金量小，容易被大资金用来投机炒作，而不是因为公司的基本面良好而给予更高的抑价。下表把所选取的样本数据按发行规模的大小分为了五个层次，统计了每个层次下的新股抑价率分布情况。

表 4-2 按发行规模分组的 IPO 抑价率统计

发行规模	样本数	均值	标准差	最大值	最小值
$S < 2.5$ 亿元	155	167.10%	110.07%	538.12%	6.75%
2.5 亿元 $< S < 5$ 亿元	242	118.50%	80.89%	500.90%	-9%
5 亿元 $< S < 10$ 亿元	76	106.75%	76.04%	363.74%	6.25%
10 亿元 $< S < 100$ 亿元	45	72.43%	77.13%	428%	0
$S > 100$ 亿元	17	65.64%	38.12%	163.23%	5.13%

很明显可以看到，新股发行的抑价率随着所发行股票发行规模的增大而降低，标准差也随之降低。新股发行规模大的公司大多本身规模也比较大，它们受投资者的关注较高，同时在信息披露、政府和监管机构的监管方面也更加透明，这样所产生的信息不对称性相对要小。相对于大盘股而言，投资者对小盘股的信息不对称情况要更为严重，其小盘股的股价容易被个别投资者所操纵。

(3) 自变量 2：上市首日换手率， $turnover$, T

换手率被认为是判断股票市场是否存在过度投机的重要指标。换手率过高，说明市场的大部分投资者热衷于短期行为，存在过度的投机心理。如果上市首日

存在过高的换手率，则说明一级市场的投资者主要以谋取短期利益为主，大部分中签者也并非看好上市公司的前景，只是想短期内从二级市场上获取高额利润。一般认为：上市首日换手率越高，股票市场投机气氛越浓厚，新股上市当天出现高抑价的可能性就越大。

表 4-3 按上市首日换手率分组的 IPO 抑价率统计

上市首日换手率	样本数	均值	标准差	最大值	最小值
T <40%	19	25.83%	28.52%	87.35%	-9%
40% < T <50%	81	52.73%	34.76%	207.08%	6.25%
50% < T <60%	146	95.98%	54.06%	380.81%	6.75%
60% < T <70%	161	146.96%	80.77%	478.82%	10.08%
70% < T <80%	106	191.62%	114.51%	538.12%	29.81%
T >80%	22	191.29%	122.70%	472.52%	37.01%

从表中可以看出，上市首日换手率与平均的 IPO 抑价率存在着明显的正相关性，如果说在换手率小于 40% 的分组中因为样本数太少而不够说服力的话，那换手率从 40% 至 50%、50% 至 60% 的分组到 60% 至 70%、70% 至 80% 的分组变化则十分明显。

(4) 自变量 3: 中签率, probability, P

中签率通常是被用来描述股票市场的供求关系的一个指标，当对新股需求超过其供给时，就要通过按出资比例进行抽签的方式来决定股票的分配。一般认为，中签率越低说明认购股票的人数越多，资金量越大，股票发行的行情越火爆，新股发行的抑价程度可能越高；中签率高则说明认购该股的投资者较少，股票发行比较冷清，新股抑价程度较低。

表 4-4 按中签率分组的 IPO 抑价率统计

中签率	样本数	均值	标准差	最大值	最小值
P <0.05%	96	109.71%	88.22%	496.07%	-9%

0.05% < P < 0.1%	130	110.45%	90.03%	500.90%	-8.27%
0.1% < P < 0.2%	96	172.03%	118.04%	538.12%	6.25%
0.2% < P < 0.5%	127	148.06%	80.36%	405.21%	0.16%
0.5% < P < 1.0%	53	85.16%	44.42%	206.29%	13.57%
P > 1.0%	33	67.66%	56.03%	185.56%	0

表中所反映的变化并没有明显的显示出中签率与 IPO 抑价率的反向关系,而是呈现出先升后降的一种趋势。在过高和过低的中签率时,平均的 IPO 抑价率比中间的低。

(5) 自变量 4: 发行价格, P_0

有研究认为发行价格也会与 IPO 的抑价率有关联关系,新股的发行价格越低,投资者认为股票上市后跌破发行价的可能性就越小,因而持有该股票的风险就越小,从而推断股票的发行价格越低,会产生更积极的认购,可能会导致更高的抑价率。

表 4-5 按发行价格分组的 IPO 抑价率统计

发行价格	样本数	均值	标准差	最大值	最小值
$P_0 \leq 5$	66	131.54%	97.64%	428.25%	0
$5 < P_0 \leq 7$	142	115.75%	92.57%	538.12%	-5.24%
$7 < P_0 \leq 9$	119	130.34%	54.06%	380.81%	6.75%
$9 < P_0 \leq 11$	89	125.35%	77.56%	472.52%	13.19%
$11 < P_0 \leq 15$	71	141.36%	111.77%	428%	-9%
$P_0 > 15$	46	105.90%	78.81%	363.74%	13.25%

从表中分布的情况来看,似乎新股发行的抑价率与发行价格之间没有太大的关联程度,这与其他一些研究的结论略有分歧,其中原因可能与选取数据与样本分类区间有关。本文在考察不同样本分组的统计情况时,尽量使每一分组的样本数保持比较均匀,而有些研究的分组则会出现不同分组样本数量相差几十倍的现

象，笔者认为不太科学。发行价格究竟与新股发行抑价率存不存在关联关系，在后面的实证分析中还会继续考察。

(6) 自变量 5: 发行方式, method, M

对本文所选取的“上网定价方式”、“完全向二级市场配售方式”和“网下询价, 上网定价方式”三种发行方式设置虚拟变量。

表 4-6 发行方式虚拟变量赋值表

	M1	M2
上网定价	0	0
完全向二级市场配售	1	0
网下询价, 上网定价	0	1

(7) 未选取自变量原因分析

对于前文提到的宏观经济景气度、承销商信誉和首发的市盈率等，本文没有作为实证模型的自变量而选入，主要是结合了我国证券市场的一些基本国情而考虑的。

对于通常所说的“股市是宏观经济的晴雨表”，笔者认为尚不够成熟的中国证券市场目前“晴雨表”的特征并不明显，宏观经济的良好运行往往并没有很好的体现在公司企业的股价上来，做过相关实证分析的学者也普遍认为，GDP 的增速与 IPO 抑价率之间并没有很好的相关性。

在美国等成熟证券市场，承销商在股票发行的过程中扮演了非常重要的角色，信誉好、研究能力强、投行人员出色的承销商往往是股票成功发行的有力保证，并且信誉好的承销商也往往与投资者长期建立良好的关系，这也是股票成功发行重要的因素。而承销商的信誉在我国股票发行的过程中却并没有受到大多数投资者的重视，并且因为我国的新股发行受到行政管制的程度也较深，承销商往往不是股票发行中很重要的一个因素。

在我国，新股发行的市盈率经历了完全限定——限定范围——逐步放开的过程，发行市盈率变成证券监管部门的一种计划管理模式，带有明显的行政色彩，

不太适合作为实证分析的自变量放在模型中考察。

4.3 实证检验及检验结果分析

通过上述分析，得出回归分析的多元线性模型：

$$Ra = b_0 + b_1S + b_2T + b_3P + b_4P_0 + b_5M1 + b_6 M2 \quad (4-2)$$

其中：S —— 发行规模（首发募集资金）

T —— 上市首日换手率

P —— 中签率

P₀ —— 发行价格

M1 = 1 时 —— 完全向二级市场配售的方式

M2 = 1 时 —— 网下询价，上网定价的方式

利用计量分析软件 Eviews 5.0，最小二乘法，产生结果如下：

Dependent Variable: RA
 Method: Least Squares
 Date: 02/28/08 Time: 11:07
 Sample: 1 535
 Included observations: 535

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-68.25079	29.05091	-2.349351	0.0192
S	0.000779	0.000647	1.204023	0.2291
T	3.445021	0.369545	9.322340	0.0000
P	-30.96091	7.822064	-3.958151	0.0001
P0	-0.372657	0.727084	-0.512536	0.6085
M1	20.80765	9.070871	2.293898	0.0222
M2	-27.30523	10.35495	-2.636926	0.0086
R-squared	0.332152	Mean dependent var	124.3280	
Adjusted R-squared	0.324563	S.D. dependent var	92.77021	
S.E. of regression	76.24319	Akaike info criterion	11.51873	
Sum squared resid	3069277.	Schwarz criterion	11.57476	
Log likelihood	-3074.261	F-statistic	43.76647	
Durbin-Watson stat	1.005452	Prob(F-statistic)	0.000000	

图 4-1 实证检验结果(一)

从回归的结果看，所取得的 F 值为 43.76647，在 $\alpha = 0.000$ 的水平下可以拒绝“ $H_0: b_1 = b_2 = b_3 = b_4 = b_5 = b_6 = 0$ ”的假设，说明回归方程效果显著，即 IPO 抑价率和回归方程中至少一个解释变量存在显著线性关系。

其次， $R^2 = 0.33$ ，回归方程拟合的程度还算可以。虽然 R^2 的水平偏低，但笔者发现文献中同类模型的 R^2 普遍都存在比较低的现象，主要集中在 0.2~0.5 之间，少有达到 0.5 以上的结果。

从回归的结果来看，上市首日换手率和 IPO 抑价率的关系可以说相关性是最高的，t 统计值高达 9.32，这个结果与笔者之前分析的保持一致。就像前面在选取变量的时候所说，我国新股发行上市首日换手率是一种对打新股盲目炒作，跟风的狂热体现，换手率可以说是量化了这种狂热。上市首日换手率是用来衡量新股上市首日交易频繁程度的指标，如果某股票发行规模为 1000 万股，上市当天的换手率高达 100%，说明这只股票在各投资者之间交易的数量为 1000 万股，充分体现了市场对该股票交易的活跃程度。因此，中国新股发行的高溢价现象在很大程度上可以说是投资者盲目跟风的结果。市场行为的非理性因素会使二级市场股票价位过高，从而产生高抑价。事实证明，“投资者情绪理论”可以对我国 IPO 高抑价的现象进行很好的解释。

中签率与 IPO 抑价率之间也具有比较明显的线性关系，中签率的系数为负，说明体现了中签率越高，IPO 抑价率越低的一种负相关关系，t 检验值为 -3.96，非常具有显著性。中签率越低，说明该股票受到追捧的程度越高，此时，大量的资金囤积在一级市场，在新股上市后，那些未申购到该股票的投资者会继续申购该股票，大量投资者对该股票的追捧促使该股在上市当天即呈现较大的涨幅，表现为上市首日该股的收盘价较高，进而导致该股抑价率的上升。这一结果和 Rock 的“赢者诅咒”模型的推论是一致的。

发行价格在回归结果中最不显著，这与在前文中按发行价格分组的 IPO 抑价率统计表中的结果一致。有研究学者认为，新股发行的价格越低，在今后的市场表现方面跌破发行价的可能性就越低，升值空间较大。所以发行价格较低的股票更容易受到市场投资者的青睐，从而导致较高的 IPO 抑价率。而从本文的实证检验结果来看，并不支持这一观点。

作为虚拟变量引进模型的 IPO 发售机制，从结果来看显著性都还不错，M1 在 5%的水平下显著，M2 的显著性则更好。表明发售机制对 IPO 的抑价率变化还是具有一定的影响力，而笔者认为，IPO 发售机制在对 IPO 抑价率产生影响的过程中，更多的不是体现在制度本身，而是由此制度产生的对其他一些变量的影响，如何更好的改进 IPO 的发售机制，提高 IPO 的发行效率，还是对解决我国 IPO 过高的抑价率问题具有重大作用的。

4.4 其他检验

上述检验结果中有一个解释变量与笔者在理论分析以及之前统计分析得出的结论出入较大，即发行规模与 IPO 抑价率之间的关系问题上，回归的结果不支持笔者之前的判断，1.2 的 t 值可以说是很不显著的。

结合表 4-2 的特点，笔者尝试了以下模型：

$$Ra = b_0 + b_1 \ln(S) + b_2 T + b_3 P + b_4 P_0 + b_5 M1 + b_6 M2 \quad (4-3)$$

得出结果如下：

Dependent Variable: RA
 Method: Least Squares
 Date: 04/05/08 Time: 15:20
 Sample: 1 535
 Included observations: 535

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	10.92621	34.64794	0.315349	0.7526
LNS	-16.41988	4.167420	-3.940058	0.0001
T	3.086366	0.370500	8.330262	0.0000
P	-13.05288	7.946547	-1.642585	0.1011
P0	0.448376	0.722782	0.620347	0.5353
M1	48.00119	9.920978	4.838352	0.0000
M2	34.90041	10.28032	3.394876	0.0007
R-squared	0.349446	Mean dependent var	124.3280	
Adjusted R-squared	0.342053	S.D. dependent var	92.77021	
S.E. of regression	75.24957	Akaike info criterion	11.49250	
Sum squared resid	2989799.	Schwarz criterion	11.54852	
Log likelihood	-3067.242	F-statistic	47.26922	
Durbin-Watson stat	0.979279	Prob(F-statistic)	0.000000	

图 4-2 实证检验结果(二)

可以看到在新模型下，作为 LNS 的变量显著性获得显著的提高，系数-16.4，t 值-3.94 等都很好的反映了其与被解释变量的相关关系，同时模型的 R2 也有所提高，并且对其他解释变量的显著性都没有太多的影响。这说明用原有的模型结果判断 IPO 公司的发行规模对 IPO 的抑价率并没有太大影响的结论是不成立的，用指数关系（即新模型中的 LNS）能更好的衡量 IPO 公司发行规模与 IPO 抑价率之间的负相关关系，这也与之前的理论分析结果一致。

本文还按照申万一级行业分类方法将样本数据进行了不同行业之间的比较与考察，试图了解公司所处行业对新股发行抑价率的影响。

表 4-7 按行业分组的 IPO 抑价率统计

所属行业	样本数	占样本比例	平均抑价率	标准差
采掘业	18	3.36%	93.54%	60.81%
餐饮旅游	8	1.5%	183.89%	100.7%
电子元器件	23	4.3%	147.27%	66.82%
房地产	13	2.43%	178.49%	106.87%
纺织服装	25	4.67%	91.95%	107.69%
共用事业	15	2.8%	119.27%	50.20%
黑色金属	16	2.99%	54.82%	41.96%
化工	55	10.28%	135.61%	100.91%
机械设备	57	10.65%	143.34%	102.54%
家用电器	9	1.68%	115.20%	135.56%
建筑建材	39	7.29%	101.88%	66.10%
交通运输	24	4.49%	78.78%	54.51%
交运设备	24	4.49%	79.30%	75.52%
金融服务	15	2.8%	76.53%	47.64%
农林牧渔	19	3.55%	144.37%	75.96%
轻工制造	25	4.67%	109.71%	91.43%
商业贸易	9	1.68%	118.78%	72.75%

食品饮料	12	2.24%	109.32%	46.09%
信息服务	26	4.86%	142.99%	97.53%
信息设备	17	3.18%	157.23%	119.74%
医药生物	50	9.35%	119.83%	71.67%
有色金属	30	5.61%	155.96%	101.28%
综合	3	0.56%	220.85%	147.06%

从上表的结果来看，平均抑价率在 100% 以内的行业有采掘业、纺织服装、黑色金属、交通运输、交运设备与金融服务，其中又以黑色金属、交通运输、交运设备和金融服务行业中得抑价率表现的最好，这可能跟这些行业主要是国家大型基础建设项目有关，而金融服务行业中的银行、保险则是国家控制监管比较严格的行业。

另外，平均抑价率在 150% 左右及超过 150% 的行业主要有：餐饮旅游、电子元器件、房地产、机械设备、农林牧渔、信息服务、信息设备与有色金属（综合行业因样本数太少而不予考虑），其中又以餐饮旅游、房地产和信息服务与设备行业抑价率较为严重。

总体而言，可以看出，本文所选取的样本中 IPO 企业的行业分布比较均匀，绝大部分行业间的 IPO 抑价现象可以说并没有显示出明显的分化，IPO 抑价现象普遍存在于各个行业中，少数一些行业表现出一些特征差异。

4.5 本文实证分析的创新之处

(1) 询价制下充足的样本数量

虽然从 2004 年 12 月 7 日，中国证监会发布《关于 IPOs 股票试行询价制度若干问题的通知》之后，我国的新股发行制度就开始实施询价制的发行方式，但因为从 2005 年开始进行的股权分置改革中暂停了新股的发行，直到 2006 年下半年才开始恢复正常，所以前期的很多对我国新股发售机制的研究文献中所能获取的询价制样本都不够充足。这势必对研究结果产生重要的影响。如吕光磊（2006）在《我国股票首次公开发行定价发售机制研究》一文中在考察引入询价制度以来

IPO 效率的实证研究中仅选取了 15 个询价制度下发行的股票样本。类似的，很多学者的实证研究中都存在这个问题。

而本文选取了自 2006 年完成股权分置改革新股发行恢复常态之后到 2007 年底 A 股市场通过询价方式发行的股票样本共 188 个，可以说在样本数量上具备了一定的说服力。

(2) 自上而下的理论分析框架指导实证的变量选取

在第三章的理论分析部分，本文采取了从宏观、中观到微观的分析思路，全面分析了可能导致我国 IPO 高抑价现象的影响因素，这不仅可以使我们对我国 IPO 高抑价现象有一个更加全面的认识和思考，还为本文接下来的实证分析选取解释变量提供了有力的理论支撑和参考依据。

(3) 发行规模的与 IPO 抑价率之间的关系

本文在对上市公司发行规模与 IPO 抑价率之间的分析中，无论是理论分析还是粗略的统计描述，都显示出两者应该存在某种关联程度，而在最初的模型设计中却发现变量很不显著，当用 LNS 代替 S 作为解释变量时（后面的模型），发现显著性明显提高。而在前期的一些研究文献中，对发行规模对 IPO 抑价的影响实证分析结果不一，既有肯定的观点，也有否定的结论，但他们在模型设计时都只是用了简单的线性关系，没有考虑其他。从本文的分析结果来看，LNS 能更好的反映发行规模与 IPO 抑价率之间的关系。

结论与建议

本文通过以上的理论与实证分析，可以得出以下几点结论，希望能对以后的研究工作有所帮助。

从实证分析结果可以看出上市首日换手率和 IPO 抑价率的关系紧密，“投资者情绪理论”对我国 IPO 高抑价的现象具有很好的解释力。中签率与 IPO 抑价率之间也具有比较明显的线性关系，这一结果和 Rock 的“赢者诅咒”模型的推论是一致的。发行价格在回归结果中最不显著，对于部分研究学者认为，新股发行的价格越低，在今后的市场表现方面跌破发行价的可能性就越低，升值空间较大。所以发行价格较低的股票更容易受到市场投资者的青睐，从而导致较高的 IPO 抑价率，本文并不支持这一观点。发售机制对 IPO 的抑价率变化具有一定的影响力，而且 IPO 发售机制在对 IPO 抑价率产生影响的过程中，更多的不是体现在制度本身，而是由此制度产生的对其他一些变量的影响上。

另外，在发行规模上，指数关系（即新模型中的 LNS）能更好的衡量 IPO 公司发行规模与 IPO 抑价率之间的负相关关系。在行业差异上，绝大部分行业间的 IPO 抑价现象可以说并没有显示出明显的分化，IPO 抑价现象普遍存在于各个行业中，少数一些行业表现出一些特征差异。

在本文的最后，笔者结合实践，对现有的发售机制所存在的一些问题进行了实践性的分析，并提出了相应的政策性建议。

一、现行发售机制存在的问题

(1) 非完全的累计投标询价制

与国际通行的累计投标询价制比较起来，有学者把我国现行的询价制称为“非完全的累计投标询价制”。非完全主要体现在通过累计投标方式进行发售股

票的数量上和承销商的股票分配权上。

根据《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，我国的询价制度分两个环节进行，首先以初步询价方式确定证券发行价格区间，随后以累计投标询价方式确定最终发行价格。与国外相比，我国的询价制度首先累计投标方式进行发售的股票总数是受到限制的（公开发行业量 4 亿股以下的不超过 20%；4 亿股以上的不超过 50%）；其次，承销商并没有完全的股票分配权，累计投标配售中，出价高于发行价格的所有投资者都会得到完全相同的配售机会（同比例配售）。

完全的累计订单询价机制，是利用询价制度扩大发行定价的信息收集广度与深度，通过询价掌握投资者的需求信息，并通过承销商的股票分配进行信息激励与信息甄别，具体过程则表现为承销商将更多股票分配给那些提供更多有用信息或更真实信息的投资者。Sherman 在 2002 年的文献中就提出“尽管路演、预定单和簿记机制是累计投标询价法中吸引眼球的特征，但是事实上，承销商拥有的自由分配股份的权力才是簿记方法的本质所在。”而我国现行使用的询价制仅仅是一种非完全的累计投标询价制度，只利用了询价机制扩大 IPO 定价的信息收集功能，没有利用承销商的股票分配进行信息激励与甄别，因此对 IPO 效率的促进作用存在限制。

(2) 马太效应，资金为王

马太效应 (Matthew Effect)，简单来说就是指好的愈好，坏的愈坏，多的愈多，少的愈少的一种现象。很多社会与经济现象都体现出一种强者恒强，弱者恒弱的马太效应。

我国现行的发售机制是以资金量的大小作为配售新股的最主要原则，谁拥有的资金越多，打到新股的机率就越高。而机构投资者可以同时参与网下配售与网上现金申购，由于个人投资者只能参与网上申购，相对机构投资者来说，其中签的比例就低了不少，而对于不同的个人之间，拥有大量资金的“富人”自然占有优势，造成本来就收入分配不均的状况更趋严重。

正是因为新股发行过程中以资金量作为配售的主要依据，助长了大资金的

“打新股”热情，从2006年到2007年频频大量出现的银行、券商“新股理财产品”显示出二级市场不理性的火爆情况，更是缔造了中国A股“新股不败”的神话。大量资金被吸引到认购新股的行列之中，加上新股发行在安排上并不过多考虑时间因素，节奏时快时慢，结果导致巨额资金在银行、股票二级市场与一级市场之间无序流动，众多大盘股申购前股指多出现异动下跌，而打新资金解冻后股指又回暖上涨，就是这种资金流动的例证。

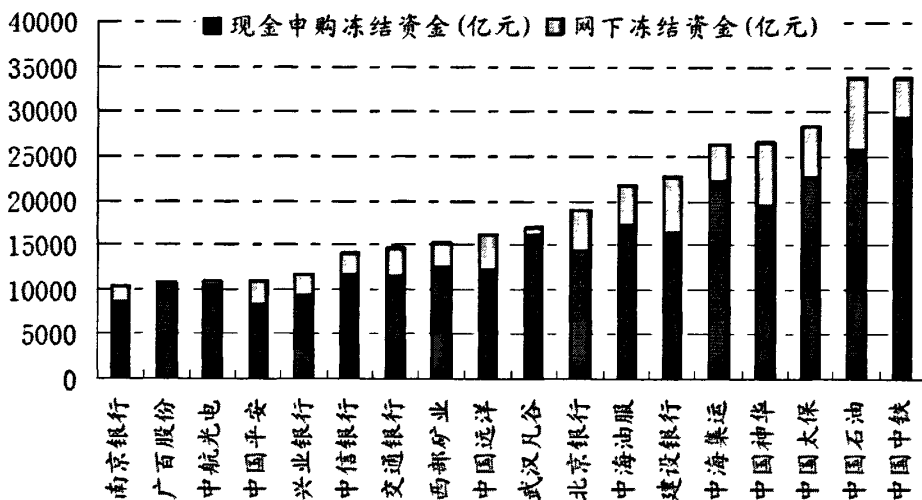


图 5-1 2007 年新股申购资金迭创新高

(3) 制度上向机构投资者的倾斜

本来以资金量的大小作为配售新股的最主要原则，机构者在资金量上就具有巨大的优势，而在询价过程中我们现在的询价对象又只是指定的若干机构投资者，他们既可以参与网下认购，又可以凭借其资金优势参与网上申购。这种制度安排的询价，不仅使只能参加网上申购的中小投资者处于不利地位，而且询出来的价格也很难避免系统性的偏差。因为对于参与询价的机构来说，他们的询价估值越是保守，就越能保证他们在网上认购中凭借资金优势获得中签的股票在上市后首日的盈利空间。由于大额中签者获得了大量的筹码，为上市首日恶性炒作提供了可能。

二、政策建议

(1) 逐步完善询价制配套机制

虽然前面提到我国现行的询价制是一种不完全的累计投标询价制，但笔者认为也没有必要因为现在询价制在实施过程中遇到了比较大的问题就向国际成熟市场的通行办法无限靠近。每个国家的发售机制及配套措施都应结合自身的特点，决不能生搬硬套，真正的问题在于，如何、在怎样的程度上去借鉴国外成熟市场通行的、已经市场证明行之有效的做法。

在 2006 年 9 月最新发布的《证券发行与承销管理办法》中，我国已经在发行大盘股时引入了国际上通行的向战略投资者配售股票的发行方式，并要求持股锁定 12 个月以上，这不仅有利于吸引长期增量资金进入证券市场，而且有利于改善投资者结构，同时有利于缓解市场资金压力、稳定投资者预期，对大盘股实现平稳发行上市有重要作用。同时，为稳定大盘股上市后的股价走势，防止股价大起大落，保护投资者利益，引进了国际上通行的“绿鞋机制”（Green Shoe），授予主承销商在发行后一段时间内稳定股价的合法手段。实践证明在实施过程取得的效果还是不错的。笔者建议可以总结引入绿鞋机制的经验，继续尝试引进其他一些询价制的配套措施，比如“裸鞋机制”（Naked Shoe），“惩罚性的支持方式”（Penalty Price Support）等制度。裸鞋机制与绿鞋机制不同的地方在于超额发行与发行人无关，承销商的股票仅仅来源于二级市场。惩罚性的支持方式针对的是一级市场持股大户的抛售行为，出售股票给这些大户的分销商将受到经济惩罚。这些机制都有利于稳定价格，减少 IPO 发行的风险，可以作为辅助机制，不断完善我国的询价制，帮助推动我国 IPO 发售机制的市场化进程。

(2) 加强对询价机构的约束

在我国现行的发售机制下，初次询价时，机构投资者的报价是承销商制定发行价格区间的主要依据，在向市场配售时，机构投资者又是配售对象，所以机构

投资者的素质在对新股发行的效率影响起着至关重要的作用。

在现有的询价制下，一般而言网下的中签率会比较高，询价机构由此可以获得比中小投资者更多的利益。本来机构投资者在询价阶段承担了价格发现的重要职能，给予相应的权利无可厚非，但目前我国的事情更多的是机构投资者往往受利益驱使没有认真对待询价，积极性较低，或者报价比较随意。这样，权利与责任不对等，影响了询价机制的价格发现功能。还有部分询价机构有故意扰乱发行价格的嫌疑，通过在初步询价阶段压低价格，而在累计投标时以高价参与申购；有时却初步询价出价很高，但在累计投标询价时却不参与申购，这种情况可能是询价机构配合发行人高价发行的要求，故意将价格区间拉高。上述行为都在一定程度上抑制了询价机制的价格发现功能。

笔者认为要解决机构投资者在初步询价过程中的种种问题，可以考虑引入对询价对象的考核机制，深化对询价对象的规范。比如对于屡次给出最低价格的询价对象，在股票上市后表现出较高的抑价率，显示出对其的明显低估，可考虑暂停其询价资格，对于连续或累计暂停询价资格超过一定次数的机构，可考虑取消其询价资格，以提高询价质量。

另外，可以根据机构投资者在初次询价与配售中的表现及后市行为，例如是否经常参与初次询价，报价与配售时的申购表现是否一致等，建立一套机构投资者评价体系，对机构投资者在新股发行中的表现予以考核。对表现优秀的机构投资者，主承销商提高对其配发新股的比例，以此激励机构投资者不断改善报价的真实性和后市表现，对恶意压低报价或实际申报不足等进行惩罚。

(3) 建立完善资本市场结构与体系

仔细分析累计投标询价机制，不难发现，要使这一机制充分发挥其效率，其实暗含的一个假设条件就是证券市场及其参与者的有效性与充分理性，在越成熟、充分竞争、信息传递顺畅的证券市场，累计投标询价机制越是能发挥出其应有的功能，这也许也正是我国在应用询价制时不能得心应手的潜在原因。

有学者在分析到我国资本市场的结构对新股发行效率与 IPO 高抑价问题的影响中就曾提到过 A 股市场没有做空机制的现状，在国内，因为只能单边做多，

而没有做空机制，所以赚钱获得收益只能靠股价的上升推高。其次，虽然股权分置改革之后，市场结构已经得到很大程度上改善，但是，大小非解禁还在进行中，市场上流通股数量仍旧不多。伴随着 2006、2007 年我国证券市场的大扩容，大型蓝筹股的相继回归，不仅为 A 股市场增加了股票的供给，而且注入了无限的活力，但股票市场上整体上来说还是供给小于需求。投资者投资渠道不多，相对投资需求来讲，市场上可供选择的股票还是比较少。

根据信息经济学观点，“IPO 抑价之谜”最根本的原因在于证券市场的信息非均衡。一个国家或地区的市场发育程度越低，市场透明度越差，不同投资者之间的信息差异也就越明显，IPO 的抑价率也就越高。从新股发行者角度而言，上市公司和承销商有必要加强与广大机构投资者的信息沟通，强化新股发行的推介工作，减少上市公司和投资者之间的信息非均衡程度，从而提高新股 IPO 定价过程中的公司相关信息的渗透能力，提升信息传递效率，减少市场信息不对称性，提高新股发行定价效率。

相信在我国资本市场体系不断完善、结构体制不断优化的进程下，我国证券市场上包括 IPO 高抑价，投资风气不好等问题都能得到逐步的解决。

参考文献

[1] Ritter, Jay R. Initial Public Offerings. Contemporary Finance Digest. 1998

[2] Sherman, AnnE. IPOs and Long Term Relationships: An Advantage of Book Building. Review of Financial Studies. 2000

[3] Ritter, Jay R. Investment Banking and Securities Issuance. Economics of Finance. 2002

[4] Reena Aggarwal, Allocation of Initial Public Offerings and Flipping Activity. Journal of Financial Economics. 2003

[5] Benveniste, Lawrence M, paul A, Spindt. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. Journal of Financial Economics. 1989

[6] Cornelli, Frabcesca, David Goldreid, Book Building and Strategic allocation. Journal of Finance. 2001

[7] Loughram, Tim, Jay R. Ritter. Initial Public Offerings: International Insights. Pacific-Basin Finance Journal. 1994

[8] Aggarwal. Allocation of initial Public offerings and flipping activity. Journal of Financial Economies. 2000:111-135

[9] Amihud, Yakov, Shmuel Hauser and Amir Kirsh. Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv Stock Exchange. Journal of Financial Economies 68. 2003:137-158

[10] Bakshi, Gurdip, and Zhiwu Chen. Stock valuation in dynamic economies. University of Maryland working Paper. 2001

[11] Bauman, W.Scott and Robert E.Miller. Investor expectations and the performance of value stocks versus growth stocks. Journal of Portfolio Management23, 1997:57-68

[12] Boehmer, Ekkehart, and P.Raymond Fische. Equilibrium rationing in initial public offerings of equity. unpublished University of Miami

working paper, 2001

[13] Field, L. C., and G. Hanka. The expiration of IPO share lock-ups. *Journal of Finance* 56. 2001:471-500

[14] 曹跃进. 我国股票市场新股发行机制与效率的实证研究. 硕士学位论文. 同济大学经济学. 2007, 1

[15] 桑榕. 各国首次公开发行股票的发售机制比较及借鉴. *国际金融研究*. 2001, 10

[16] 周侃. 新股发行定价的信息经济学解释. *外国经济与管理*. 2001

[17] 吕光磊. 我国股票首次公开发行定价发售机制研究. 博士学位论文. 同济大学管理学. 2006, 8

[18] 桑榕. 国外股票 IPO 的三种实证现象及其理论解释. *证券市场导报*. 2002, 5

[19] 胡旭阳. 我国新股发行制度准市场化改革效果的实证分析. *财经论丛*. 2005, 5

[20] 陈蓉. IPO 发售机制的国际融合和中国考察. *证券市场导报*. 2002

[21] 张弘, 王红兵. 国内 A 股上市公司 I 印效应实证研究. 深交所第六届会员单位与基金公司优秀研究成果. 2004

[22] 徐晨涵. IPO 发售机制研究. 中国优秀博硕士学位论文全文数据库. 2004

[23] 龙超. 证券市场监管的经济学分析. 经济科学出版社. 2003

[24] 张育军. 中国证券市场发展的制度分析. 经济科学出版社. 1998

[25] 沈志军. 对我国 IPO 机制的博弈分析. *金融与经济*. 2004, 5

[26] 林涌、王力. 新股发行及定价方式市场化. *财贸经济*. 2003, 5

[27] 俞颖. 核准制 IPO 初始收益率实证研究. *金融问题研究*. 2004

[28] 何问陶、黄莹. 我国新股发行定价市场化改革与各投资主体行为的博弈分析. *审计与经济研究*. 2005

[29] 徐文燕、武康平. 承销商托市对新股初始回报的影响——对上海 A 股市场的实证研究. *当代经济科学*. 2002, 1

[30] 邓召明. 我国股票发行定价效率实证研究. *南开经济研究*. 2001, 6

后 记

本人一直比较关注我国的证券市场发展，随着近几年来国家不断改革深化，我国的证券市场焕发了令人激动的生气，受社会关注的程度越来越高，参与到证券市场的投资者也越来越多。然而，在高速发展下的“新兴加转轨”的我国证券市场，存在的问题还是比较多的，这也引发了众多的学者将关注的重点放在这里。就一级市场而言，在我国的国情下，笔者认为发行制度是影响我国新股发行效率的重要因素之一，所以从发售机制的角度探索我国 IPO 高抑价的问题，进行原因分析还是非常有价值的。

在论文的写作过程中，本人也深深体会到 IPO 高抑价问题的复杂性与 IPO 发售机制内容的丰富性。显然这一篇简短的硕士论文根本无法将两个博大精深的内容概括完全，但从前期的搜集资料，到后来的列出提纲，论文进行，反复修改，对本人的学术研究能力，逻辑思维能力都起到的很大的帮助作用。同时，也认识到了自己很多不足和欠缺的地方，比如数据的分析处理能力，理论与实证方法的结合运用等，在未来都将成为本人继续努力的方向。

最后，本文如果在分析思路，研究框架，或者建议内容中对以后的学者能够起到一定的帮助借鉴作用，本人将倍感欣慰。

致 谢

时光匆匆,两年的研究生生活转眼就要过去了,在这短暂的两年学习生活中,首先要感谢的就是我的导师劳平老师。劳老师在我本次毕业论文的选题、构思、定稿等方面给予了我许多精心的指导,在我将完成硕士论文的时候,要向劳老师致以最诚挚的谢意!

同时,还要感谢的老师有在研一期间岭南学院所有的授课老师,是他们帮助我打下了比较扎实的研究功底,才能最终使我的毕业论文得以顺利完成。

最后,感谢我的家人和朋友们,给我无微不至的关怀,在我学习中给予我支持,鼓励和帮助,让我在研究生阶段能坚持不懈地努力。

感谢我的同学们,为我的学习和论文写作提供了不少有价值的资料,每一次的激烈讨论之后都使我受益匪浅,还有那大量宝贵的意见使我在完成此次毕业论文的过程中学到了更多东西。

张明睿

2008年3月9日于康乐园