



新股投机行为与 IPO 抑价

姜 婷¹,周孝华²,董耀武²

(1. 重庆师范大学 经济与管理学院,重庆 400030;2. 重庆大学 经济与工商管理学院,重庆市 400044)

摘要:文章选取 2006 年到 2011 年中国 A 股首次公开发行上市的公司数据为样本,建立多元回归模型,研究了新股投机行为对 IPO 抑价率的影响。研究表明,新股投机行为与 IPO 抑价之间具有显著的正相关关系。一级市场资金、新股上市首日换手率、新股上市首日股价波动程度等代表新股投机行为的指标均对 IPO 抑价有显著的正向影响。

关键词: IPO; 抑价; 新股投机

中图分类号: F830.91

文献标志码: A

文章编号: 1008-5831(2013)06-0072-06

一、研究背景

自 Ibbotson^[1]以来, IPO 抑价成为金融研究领域的重要内容。 IPO 抑价现象存在于全球所有的资本市场中^[2], 中国 A 股市场的 IPO 抑价率也是学者们一直热衷研究的问题。为什么 IPO 过程中存在抑价, 哪些因素影响了公司 IPO 抑价, 迄今还没有一致认可的理论解释。

国外诸多文献讨论和研究了 IPO 抑价现象, 提出了多种分析模型与理论解释, 如委托代理理论 Baron 和 Holmström^[3], 赢者诅咒论 Rock^[4], 商誉理论 Booth 和 Smith^[5], 避免诉讼假说 Tinic^[6], 信号传递理论 Allen 与 Faulhaber^[7], 股权分散论 Booth 与 Chua^[8], 承销商托市理论 Ruud^[9], 投资者情绪理论 Miller^[10], Ljungqvist、Nanda and Singh^[11], 等等。

国内关于股票市场 IPO 抑价现象的研究主要集中在两方面的实证研究: 一是检验西方的抑价理论是否能够用于解释中国的新股抑价现象^[12-14]; 二是结合中国特有的制度环境, 寻找 IPO 抑价的影响因素^[15-18]。西方主流的 IPO 抑价理论都是建立在二级市场有效的假设之上, 然而, 目前还没有充分的证据显示中国的二级市场是有效的, 因此西方理论得不到中国 IPO 实证检验的支持也不足为怪。中国证券市场发行制度经历了一次又一次的变革, IPO 的高抑价却依然存在, 这也说明制度变革对高抑价的影响也有限, 可能是由于制度变革未针对抑价的主要成因而收效甚微。那么, 中国 A 股抑价的主要成因在哪呢?

本文认为, 产生中国 IPO 高抑价现象的一个主要原因在于投资者对新股的疯狂投机行为。在证券市场成立之初, 由于发行管制、市场运作不规范等诸多原因, 新股供给远小于需求, 形成初期的高抑价现象。这使得预期新股定价会

收稿日期: 2012-06-11

基金项目: 国家自然科学基金项目“公允价值, 行为异化与经济后果”(70972055)

作者简介: 姜婷(1983 -), 女, 湖北鄂州人, 重庆师范大学经济与管理学院讲师, 博士, 主要从事金融市场与证券投资研究; 周孝华(1965 -), 男, 湖南武冈人, 重庆大学经济与工商管理学院教授, 博士研究生导师, 博士, 主要从事金融工程与证券投资研究。

被低估,由此对新股情有独钟。大量投资者参与一级市场申购,未获得 IPO 股票的进入二级市场投机,推高 IPO 二级市场交易价格。这些投资者参与新股交易的目的是看好新上市公司前景的价值投资,而是要赚取股票差价的投机行为。这种投机行为如果过度就会严重影响资源配置效率,不利于金融领域的长久发展。本文选取一系列衡量新股投机行为的指标,建立计量经济学模型来研究中国 A 股询价制下的新股投机行为与 IPO 抑价之间的关系,并提出抑制新股投机行为以改善 IPO 抑价的建议。

二、研究设计

(一) 变量选取

1. IPO 抑价

抑价率通常用股票上市交易首日的收盘价与发行价格之间的差异来衡量,具体的计算公式如下:

$$undprc = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

其中: $undprc$ 代表 IPO 抑价率; P_1 代表首日收盘价格; P_0 代表发行价格。

2. 描述新股投机行为的变量

本文选择以下三个指标描述新股投机行为。

第一,一级市场资金。由于中国大量申购资金囤积在一级发行市场,专门从事证券发行申购投资活动,一级市场资金能在一定程度上反映近期的新股投机氛围,因此我们选择一级市场资金衡量新股投机行为。

我们选择新股发行当周网下冻结资金总额作为一级市场资金的代理变量。询价制实施后,发行人及其主承销商网下配售股票与网上发行同时进行。但网下冻结资金相对网上冻结资金而言比较小,采用网上冻结资金来衡量对一级市场资金的低估程度不会太大。另外,一些股票的发行时间相隔很近,由于冻结期的存在,同一笔资金不能对它们实现兼顾,只能有所取舍,因此单只新股的申购资金不足以反映一级市场的资金总量。以周为单位,考察其间的申购资金之和更接近于真实情况,因为一般情况下资金的冻结期为 4 个交易日,多数还要遇到周末,加上这两日,从申购开始到资金解冻大致是一周左右。

第二,上市首日换手率。上市首日换手率可以反映股票上市交易的活跃程度。中国现行的股票市场实行 T+1 的交易制度,即首日买进的股票最早可于第二个交易日卖出。在这种制度下, IPO 上市首日的交易量是由在 IPO 发行时获得新股分配的投资者抛售,而另一部分投资者买入形成的。上市首日换手率即是首次公开发行总量中新股在上市首日被获配投资者抛售出去的比例。首日换手率越高,新

股投机的成分就越多。我们把上市首日换手率作为反映新股短期投机行为的重要指标。

第三,上市首日股价波动程度。上市首日股票价格的波动程度可能从侧面反映新股的投机行为。首日股价波动越大,投机行为越明显。我们采用上市首日最高价与最低价的差与上市首日最低价的比来衡量上市首日股价波动程度。

3. 影响新股抑价的其他因素

除了新股投机行为以外, IPO 抑价还受其他诸多因素的影响。为了正确刻画 IPO 抑价和新股投机行为之间的关系,我们选取如下控制变量。

第一,净资产收益率。净资产收益率能够反映公司的盈利能力,净资产收益率越高,表示公司未来能够为投资者创造越多的超额收益,体现企业的质量越好。根据信号传递假说,净资产收益率高的公司其发行抑价越高,本文用净资产收益率来验证“信号传递”假说。本文选择发行前一年的扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率作为控制变量之一。

第二,公司规模 (Firm_size)。IPO 股票的需求曲线是向下倾斜的, IPO 股票发行数量越大,投资者的预期市场价格越低,在相同的发行价格下, IPO 抑价率越低。因此预期 IPO 发行数量与 IPO 抑价率之间存在负向关系。本文选择上市公司发行前一年总资产的自然对数为控制变量之二。

第三,发行市盈率。一般来说,较高的发行市盈率,对投资者而言,意味着对该发行公司获利能力增长有较高的预期,投资者对一该公司的发展前景更看好,愿意出较高的价格购买该公司的股票,就说明发行价格越高,其首日回报率就越低。预期发行市盈率与 IPO 抑价率负相关。本文选择上市公司发行后全面摊薄市盈率作为控制变量之三。

第四,市场走势 (Market relation)。反映新股发行时的二级市场行情,预期在市场不被看好的熊市阶段,抑价率相对较低,在牛市阶段抑价率相对较高,在调整阶段抑价率居中。按照 2006 年下半年到 2011 年上半年的股票市场行情,我们把股市行情划分牛市、熊市和平衡市三个阶段。其中,2006 年 6 月到 2007 年 10 月,2009 年 1 月到 2009 年 11 月为牛市阶段;2007 年 11 月到 2008 年 12 月为熊市阶段;2009 年 12 月到 2011 年 6 月为平衡市阶段。

(二) 研究假设

投资者对新股的热情以及由此引发的短期投机行为会对新股上市初期的表现产生影响,进而加剧 IPO 抑价,而一级市场资金、新股网上发行中签率、

上市首日换手率和上市首日股价波动程度都能用来衡量新股的投机行为。

一级市场资金越多,“打新股”的热情就越高,新股投机氛围就越浓;新股发行上市的首日,换手率越高,发行时获配投资者的抛售比例就越高,也即参与投机的投资者比越高;首日股价波动越大,投机行为越明显。因此,为验证股投机行为与 IPO 抑价之间的关系,我们提出以下三个假设。

假设 1:新股发行时,一级市场资金越多,IPO 抑价率就越高。

假设 2:新股上市首日换手率越高,IPO 抑价率就越大。

假设 3:新股上市首日股价波动程度越大,抑价率就越高。

(三)模型设计

在上述变量选择及研究假设的基础上,我们选择的实证检验模型如下。

模型 1:

$$UP = \beta_0 + \beta_1 IMC + \beta_3 TOR + \beta_4 PF + \varepsilon \quad (1)$$

模型 2:

$$UP = \beta_0 + \beta_1 IMC + \beta_3 TOR + \beta_4 PF + \beta_5 ROE + \beta_6 SIZE + \beta_7 PE + \beta_8 MF1 + \beta_9 MF2 + \varepsilon \quad (2)$$

相关变量的具体定义如表 1 所示。

表 1 变量选取与变量内涵

类型	变量性质	变量名	指标或其含义
被解释变量	IPO 抑价	IPO 抑价率(UP)	新股上市首日收盘价超出发行价的比例
解释变量	新股投机行为	一级市场资金(IMC)	新股发行当周网上冻结资金总额的自然对数
		上市首日换手率(TOR)	发行公司上市首日交易换手率
		上市首日股价波动程度(PF)	(上市首日最高价 - 上市首日最低价) / 上市首日最低价
控制变量	影响新股抑价的其他因素	净资产收益率(ROE)	公司发行前一年的净资产收益率
		发行规模(SIZE)	发行前一年的总资产的自然对数
		发行市盈率(PE)	发行后全面摊薄市盈率
		市场因素(MF)	股票发行时的二级市场行情: 牛市,熊市,或平衡市 $MF1 = \begin{cases} 1, & \text{在牛市阶段发行的股票} \\ 0, & \text{在其他阶段发行的股票} \end{cases}$ $MF2 = \begin{cases} 1, & \text{在熊市阶段发行的股票} \\ 0, & \text{在其他阶段发行的股票} \end{cases}$

三、实证研究

(一)样本选择与数据收集

为了使研究不受新股发行制度变迁的影响,本文选择询价制下发行的新股作为研究样本。中国股票市场在实施股权分置改革期间暂停了新股发行,于 2006 年 6 月再次重新启动了 IPO,因此,本文选择 2006 年 6 月到 2011 年 6 月沪深两市上市的新股 IPO 公司为研究对象。剔除吸收合并方式和换购股票方式上市的新股,共收集到样本 883 家。采用的数据主要来源于国泰安数据库,上市公司首次公开发行股票招股说明书以及中财网数据引擎。

(二)主要变量的描述性统计与分析

我们首先对所选主要变量进行描述性统计分析。

第一,IPO 抑价描述性统计。研究样本分年度统计的 IPO 抑价如表 2 所示。样本总数为 883 个,其中,2010 年样本最多,为 345 个。样本平均抑价率为 70.1%,其中,2007 年 IPO 平均抑价率高达 195.3%,近两年抑价率有所下降,2011 年上半年平均抑价率为 13.2%。2009 年,上市首日收盘价跌破新股发行价的情形开始出现,2011 年出现最低 IPO 抑价率 -23.2%。

表 2 IPO 抑价率分年度统计

变量	上市公司数量	最大值	最小值	均值	标准差
2006 年上半年	70	3.457	0	0.853	0.580
2007 全年	118	5.381	0.322	1.953	1.113
2008 全年	76	4.035	0.077	1.158	0.898
2009 全年	111	2.097	0.023	0.713	0.427
2010 全年	345	2.753	-0.099	0.406	0.415
2011 上半年	163	1.989	-0.232	0.132	0.277
合计	883	5.381	-0.232	0.701	0.829

第二,主要变量描述性统计。主要变量的描述性统计结果如表 3 所示。其中一级市场资金(IMC)取以亿元为单位的数据并进行自然对数转换,发行规模(SIZE)取以万元为单位的数据进行自然对数转换,其他变量的数据均为原始数据。一级市场资金(IMC)的均值为 8.802,说明有大量资金囤积在一级市场申购新股。上市首日换手率(TOR)均值为 0.706,说明可流通股中上市首日就有一大半被抛售出去。上市首日股价波动程度(PF)均值为 0.171,最小值与最大值分别为 2.226 和 0.019,说明新股上市首日交易比较活跃,日内波动较大,且不同股票首日交易表现差距也较大。发行市盈率(PE)均值为 47.475,最大值与最小值分别为 150.820 和 6.670,也说明新股发行市盈率较以前控制市盈率下的 20~30 倍的发行市盈率较高,且不同股票发行市盈率差异较大。净资产收益率(ROE)和发行规模(SIZE)均值分别为 0.279 和 11.130。

表 3 主要变量描述性统计结果

变量	最大值	最小值	均值	标准差
IMC	10.683	6.759	8.802	0.785
TOR	0.960	0.120	0.706	0.006
PF	2.226	0.019	0.171	0.190
ROE	1.275	0.0053	0.279	0.125
SIZE	20.605	8.832	11.130	1.534
PE	150.82	6.670	47.475	21.766
MF1	1	0	0.198	0.399
MF2	1	0	0.102	0.303

(三) 回归分析

运用专业的计量经济软件 Eviews5.0 进行分析和反复试算,并通过方程的异方差、多重共线性检验,得到回归结果如表 4 所示。

表 4 新股投机行为与 IPO 抑价的回归结果

解释变量	模型 1			模型 2		
	系数估计	T 值	P 值	系数估计	T 值	P 值
截距	-3.571	-12.98	0.000	-2.195	-7.010	0.000
IMC	0.399	13.427	0.000	0.367	12.577	0.000
TOR	0.719	5.595	0.000	0.535	4.847	0.000
PF	1.471	11.424	0.000	1.340	12.576	0.000
ROE				-0.505	-3.153	0.002
SIZE				-0.061	-4.116	0.000
PE				-0.006	-5.146	0.000
MF1				0.761	12.629	0.000
MF2				0.131	1.506	0.132
adj. R ²		0.304			0.528	
F		129.194			124.159	

模型一使用 IPO 抑价对四个描述新股投机行为的变量进行多元回归,一级市场资金、新股上市首日换手率和新股上市首日股价波动程度回归系数均为正数,且均在 1% 水平下显著。一级市场资金回归系数说明一级市场的资金越多, IPO 抑价就越高。中国大量申购资金囤积在一级发行市场,专门从事证券发行申购投资活动。一级市场囤积的资金越多,新股投机氛围就越浓, IPO 抑价就越高。新股上市首日换手率回归系数说明新股短期投机抛售比例越大, IPO 抑价也就越高。新股上市首日股价波动程度回归系数说明新股上市首日股价波动越大, IPO 抑价也就越高。这就分别验证了假设 1、假设 2 和假设 3。

模型二在模型一的基础上增加了一系列控制变量,公司净资产收益率、公司规模、发行市盈率和市场因素指标。模型二中加入控制变量后一级市场资金、新股上市首日换手率和新股上市首日股价波动程度的回归系数与模型一比较具有稳定性,且均在 1% 水平下显著,再次验证了本文提出的三个假设。

模型二中,公司规模和发行市盈率的变量系数均为负数,且在 1% 水平下显著,表明他们均与 IPO 抑价具有负相关关系,与预期相符。公司净资产收益率的变量系数为负数,且在 1% 水平下显著,说明净资产收益率越高,公司质量越好, IPO 抑价反而越低。而预期系数为负,说明“信号传递假说”在本文所研究的样本期内不能解释 IPO 抑价,从其他方面寻找抑价成因成为必然,这也再次验证了本文检验新股投机行为与抑价率关系的必要性。市场走势指标变量,牛市指标变量系数为 0.769,在 1% 水平下显著,表明牛市阶段发行的新股 IPO 抑价率高于其他阶段发行的新股抑价;熊市指标变量系数不显著,显示出熊市阶段发行的新股抑价率与其他阶段发行的新股抑价没有明显区别。

两个模型均通过了 F 检验,模型五和模型六的拟合优度分别为 0.303 和 0.530,均超过了百分之三十,这保证了本文的结果具有足够的说服力,且说明新股投机行为是中国 A 股 IPO 抑价的重要形成原因之一。

四、结论与建议

(一) 结论

其一,新股投机行为是形成中国 A 股 IPO 抑价的主要原因之一。2006 年到 2011 年中国 A 股发行上市新股的实证研究表明,一级市场资金、新股上市首日换手率、新股上市首日股价波动程度等代表新股投机行为的指标与 IPO 抑价之间有显著的正相关

关系。这说明大量资金囤积在一级市场进行新股申购,且大部分在申购到新股后立刻抛售的新股投机行为与 IPO 抑价有着很直接的关系。

其二,发行规模,发行市盈率等指标对 IPO 抑价有一定的解释作用,均与 IPO 抑价负相关。净资产收益率也与 IPO 抑价负相关,“信号传递假说”不能解释中国 A 股 IPO 抑价。牛市阶段发行的新股 IPO 抑价率较高,而熊市阶段发行的新股 IPO 抑价率没有偏低的倾向。由此可见,中国 A 股 IPO 抑价现象有多种原因,有众多、复杂、综合的因素影响 IPO 抑价,新股投机行为是其中之一,但是由于长期大量资金囤积在一级市场造成了严重影响,相关监管机构应该采取有力措施控制新股过度投机。

(二) 对抑制新股过度投机的建议

第一,新股上市首日增设涨跌停板限制。现行交易制度容许新股首日上市的价格可以不受限制地涨跌,而第二天开始则按 10% 实行涨跌停板。这样的制度是一种扭曲的市场化机制。对于上市首日股价的狂涨或暴跌,日后的交易缺乏相应的制衡机制。在美国等海外成熟市场,对上市首日及日后交易都无涨跌停板限制。新股上市首日若狂涨或暴跌就很可能遇到日后交易大跌大涨的严厉矫正,因此,炒作者有后顾之忧、不敢过度妄为。建议参考海外市场的新股发行抑价率的情况,限定新股上市首日的涨跌幅,如 20%。

第二,在发行日和上市日之间设一定期限的搁置期,以此增加以一级市场风险,抑制过度投机。这样不仅提高噪声交易的资金成本和机会成本,改变对新股收益的预期,使市场逐渐趋于均衡,还有利于上市公司信息的充分披露,使投资者了解公司的经营状况,鼓励长期理性投资。

第三,规范机构投资者行为,对中小投资者进行投资教育。降低股票市场上的信息成本,使中小交易者回归到理性投资上来,而不是集中于一些噪声等虚假信息来进行交易。

参考文献:

- [1] IBBOTSON R G. Price performance of common stock new issues [J]. *Journal of Financial Economics*. 1975, 2: 235 - 272.
- [2] LOUGHRAN T, RITTER J R. The new issue puzzle [J]. *Journal of Finance*, 1995, 50: 23 - 51.
- [3] BARON D P, HOLMSTRÖM B. The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem [J]. *The Journal of Finance*,

- 1980,25,5: 1115 - 1138.
- [4] ROCK K. Why new issues are underpriced [J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15: 187 - 212.
- [5] BOOTH J R, SMITH R. Capital raising, underwriting and the certification hypothesis [J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15: 261 - 281.
- [6] TINIC S M. Anatomy of initial public offerings of common stock [J]. *Journal of Finance* 1988, 43: 789 - 822.
- [7] ALLEN F, FAULHABER G R. Signaling by underpricing in the IPO market [J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 23: 303 - 323.
- [8] BOOTH J R, CHUA L. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing [J]. *Journal of Financial Economics*, 1996(41): 291 - 310.
- [9] RUUD J S. Underwriter support and the IPO underpricing puzzle [J]. *Journal of Financial Economics*, 1993, 34: 135 - 151.
- [10] MILLER E. Risk, uncertainty and divergence of opinion [J]. *Journal of Finance*, 1977, 32(4): 1151 - 1168.
- [11] LJUNGQVIST A, NANDA V, SINGH R. Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing [J]. *Journal of Business*, 2006, 79(4): 1667 - 1702.
- [12] 朱南, 卓贤. 对我国股票首次公开发行抑价的实证分析 [J]. *财经科学*, 2004(2): 32 - 36.
- [13] 韩立岩, 伍燕然. 投资者情绪与 IPOs 之谜——抑价或者溢价 [J]. *管理世界*, 2007(3): 51 - 61.
- [14] 郭泌, 赵震宇. 承销商声誉对 IPO 公司定价、初始和长期回报影响实证研究 [J]. *管理世界*, 2006(3): 122 - 128.
- [15] 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.
- [16] 刘钰善, 刘海龙. 新股询价发行中的价格区间与配售策略 [J]. *管理工程学报*, 2009(1): 116 - 120.
- [17] 熊维勤, 孟卫东, 周孝华. 持股锁定期、信息动量与 IPO 抑价 [J]. *中国管理科学*, 2007, 15(1): 121 - 129.
- [18] 熊维勤. 锁定制度与机构投资行为 [J]. *重庆大学学报: 社会科学版*, 2009, 15(3): 27 - 33.

Speculative Behavior in New Share and IPO Underpricing

JIANG Ting¹, ZHOU Xiaohua², DONG Yaowu²

(1. School of Economics and Management, Chongqing Normal University, Chongqing 400030, P. R. China;

2. School of Economics and Business Administration, Chongqing University, Chongqing 400044, P. R. China)

Abstract: This paper selects IPO data from 2006 to 2011 in China A share market, and studies the relation between speculative behavior in new share and IPO underpricing using a multiple regression model. The empirical results indicate that speculative behavior in new share and IPO underpricing is significantly positive correlation. The indicators that reflect speculative behavior in new share have a significant positive effect on IPO underpricing. The indicators include initial market capital, turnover rate on the first day of IPO, and stock price fluctuation degree on the first day of IPO.

Key words: initial public offerings; underpricing; new share speculation

(责任编辑 傅旭东)