

基于所有权分散理论的 IPO 抑价现象实证分析

陈 莉

(安徽大学 商学院, 合肥 230601)

摘要: IPO 抑价一直都是金融界研究的焦点问题。但至今 IPO 抑价现象的成因仍未形成统一的认识。本文选取了 2009 年 1 月 1 日到 2010 年 3 月 19 日期间在深圳成功的 IPO 的 35 家公司中的 119 只股票进行了分析。结果发现: 所有权越分散, 抑价率就越低, 二者呈负相关。

关键词: IPO; 抑价; 所有权分散

中图分类号: F713.35 **文献标志码:** A **文章编号:** 1671-1807(2012)01-0105-03

一直以来, IPO 抑价都是金融界研究的热点问题, 它是指首次公开发行的股票上市后的市场交易价格远高于发行价格, 发行市场与交易市场出现了巨额的价差, 导致首次公开发行存在较高的超额收益率。世界各国都不同程度地存在新股发行抑价现象, 而我国新股抑价程度堪称世界之最, 这一现象被称为“IPO 抑价现象”。学术界对此也是众说纷纭, 但至今还没有形成统一的认识。此外, IPO 抑价率还是衡量新股发行定价是否合理的重要指标之一。由此可见, 对 IPO 抑价现象的研究具有非常重要的意义。

1 文献综述

迄今为止, 已经有很多国内外的学者分别从多种不同的角度对 IPO 抑价现象做了大量的研究。国外的研究有 James R. Booth 和 Lena Chua 基于发行人广泛的所有权分散和流动的二级市场需求决定了抑价均衡水平对 IPO 抑价进行了解释^[1]。Richard M. Robinson, Mary Ann Robinson 和 Chien-Chih Peng 提出并实证分析了 IPO 管理权保留的代理理论模型。模型表明管理权保留的 IPO 抑价应该是圆形隆起的曲线^[2]。Peggy M. Lee 和 Sunil Wahal 研究了在 IPO 中的风险资本支持的作用, 发现有风险资本支持的 IPO 比没有风险资本支持的 IPO 的首日回报率更高^[3]。国内的研究有周运兰通过中小板和创业板市场的 IPO 抑价率等相关指标的统计性描述和比较分析, 以及各自抑价影响因素的实证研究与比较分析^[4]。王林波, 陈倩, 薛亚楠选取创业板首推上市的 28 家企业和 2004 年 1 月 1 日至 2009 年 12 月 5 号期间所有在主板上市的公司 A 股, 先对其抑价水平是

否存在差异进行均值检验, 然后建立多元回归模型进一步分析差异产生的影响因素^[5]。邱冬阳, 孟卫东选取 2006—2008 年深圳中小板市场 IPO 公司为样本, 应用对比分析和多元回归分析法实证研究了承销商声誉及其对应的 IPO 抑价之间的关系^[6]。石劲借助西方的一些理论和方法, 结合中国实际, 从法律体系和制度特色的角度出发, 更加规范地对 IPO 抑价现象开展实证研究, 并构建了具有中国特色的新股抑价理论模型^[7]。周孝华, 唐文秀通过建立模型来分析事前不确定性对股票价格的影响, 把影响事前不确定性的因素作为解释变量, 选择我国 2006—2007 年 9 月 IPO 上市的 156 只 A 股股票进行抑价与事前不确定性的回归分析^[8]。从以上的文献综述可以看出, 我国的 IPO 抑价现象很突出。本文主要是基于所有权分散的角度对我国 IPO 抑价现象进行研究。

2 基于所有权分散理论的 IPO 抑价现象实证分析

2.1 样本及数据来源

本文选取的样本来于 2009 年 1 月 1 日到 2010 年 3 月 19 日期间在沪深两市成功的 IPO 的公司。由于财务数据和资料的不足, 最终经过剔除, 选取了在深圳成功的 IPO 的 35 家公司中的 119 只股票进行分析。

2.2 相关性假设

本文主要是研究 IPO 的抑价跟所有权分散之间的关系, 因而选取了配售中签率、发行规模的自然对数和承销商声誉值作为研究的自变量因素, 其余的指标不再赘述。假设 IPO 抑价率和配售中签率正相

收稿日期: 2011-10-11

作者简介: 陈莉(1986—), 女, 安徽宿州人, 安徽大学商学院硕士研究生, 研究方向: 技术经济及管理。

关,与发行规模的自然对数正相关,与承销商声誉值负相关。

2.3 描述性统计

2.3.1 主承销商声誉的量化

根据中国证券业协会公布 2009 年度的 106 家证券公司会员证券经纪、承销业务的排名情况,本文将

前 10 名券商定义为高等级声誉券商,11—20 名券商定义为中等级声誉券商,其余的为低等级声誉券商,并分别将高等级声誉券商赋值为 3,中等级声誉券商赋值为 2,低等级声誉券商赋值为 1。

2.3.2 根据所得样本数据可得到 2009 年至今不同声誉等级承销商所承销的 IPO 抑价情况(见表 1)

表 1 不同声誉等级承销商承销的 IPO 抑价情况

承销商 声誉等级	样本数	IPO 抑价率				
		均值	中值	标准差	最大值	最小值
低	56	40.48	37.32	33.93	131.06	−6.42
中	21	40.29	23.83	42.61	172.02	−5.09
高	42	62.92	43.56	57.26	274.69	−7.05

从 2009 年至今的承销情况来看,我国高声誉承销商所承销的 IPO 抑价率均值为 62.92%,比中等和低等声誉的承销商要高一些。而中等和低等声誉的承销商的 IPO 抑价均值比较接近。出现这种情况可能是受选取数据的限制。因为对于当前我国的股票市场来说,承销商声誉与 IPO 抑价之间基本上是呈负相关的。尤其是高声誉的承销商,其抑价水平的影响很明显。

2.4 实证模型的建立

2.4.1 回归方程构建

本文按照前述的变量指标,设立回归模型,通过最新的样本数据,来检验 IPO 抑价与所有权分散之间的关系,并且检验前面的假设。建立方程如下:

$$Unpr_i = \frac{P_1 - P_2}{P_2} - \frac{i_1 - i_0}{i_0} \textcircled{1}$$

$$Unpr_i = \alpha_0 + \alpha_1 Spr_i + \alpha_2 Ln(Qum_i) + \alpha_3 RP_i + \varepsilon$$

其中,P₁ 为上市首日收盘价,P₂ 为发行价,i₁ 为上市当日收盘指数,i₀ 为前一日收盘指数。注:此处股指指的是深成指。Unpri 为 IPO 公司 i 的抑价率,ri 为 IPO 公司 i 的配售中签率,Ln(Qumi)为 IPO 公司 i 的发行规模的自然对数,RPi 为 IPO 公司 i 的承销商声誉值(高、中、低等级声誉承销商的值分别为 3、2、1)。

2.4.2 样本数据处理及回归分析

表 2 样本数据的统计分析

变量	Unpr (%)	Spr (%)	Ln(Qum) (万股)	RP
均值	48.367 9	0.017 7	8.078 6	1.949 6
中值	38.846 7	0.010 2	8.006 4	2.000 0
最大值	274.688 5	0.185 9	9.210 3	3.000 0
最小值	−7.048 0	0.003 5	7.207 9	1.000 0
标准差	45.828 5	0.025 0	0.465 0	0.871 9

注:①该公式是引用之前学者的研究结果。

从表 2 中可以看出我国股票发行的一些特征:抑价水平非常高,最大值高达 274.69%;配售中签率极低,均值仅有 0.0102%,说明 IPO 公司有效配售率低。

通过使用 Eviews6.0 对样本数据进行回归分析,得出回归分析结果,如表 3 所示。

表 3 回归分析结果

因变量:Unpr		回归方法:OLS		样本容量:119	
变量	系数	标准差	T 统计量	概率	
α_0	162.840 7	73.496 5	2.215 6	0.028 7	
Spr(α_1)	-335.109 2	175.223 0	-1.912 5	0.058 3	
Ln(Qum)(α_2)	-15.581 7	9.285 6	-1.678 0	0.096 1	
RP(α_3)	8.887 9	4.726 9	1.880 3	0.062 6	
回归方程的拟合度和整体显著性 $R^2=0.1145$,调整后的 $R^2=0.0914$,F 统计量=4.9575					

从表 3 中可以看出回归结果还是很显著的。回归结果还显示:α₁<0,IPO 配售中签率跟抑价率呈负相关,与假设相反。反映了我国 IPO 股票的认购中签率普遍较低,从而使得投资者对新股认购的需求过剩,导致 IPO 长期抑价。中签率越高的 IPO 公司,意味着信息占优的投资者没有参与申购,将被市场识别为低内在价值公司,表现为较低的上市价格。新股中签率的高低在很大程度上取决于发行规模的大小,大盘股的中签率较高,而小盘股的中签率极低。α₂<0,IPO 发行规模跟抑价率呈负相关,与假设相反。发行规模越小,导致股票供不应求,申购的人越多,IPO 抑价现象就越严重。α₃>0,IPO 承销商声誉跟抑价率呈正相关,与假设相反。我国股票市场化程度日益加深,声誉高的承销商在降低发行市场信息不对称方面的作用更大了,因而其承销的 IPO 抑价水平应该越

低。出现上述情况,可能跟数据的选取有关。总体来看,所有权越分散,抑价率就越低,二者呈负相关。

参考文献

[1] JAMES R. BOOTH, LENA CHUA. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing[J]. Journal of Financial Economics, 1996, 41:291—310.
[2] RICHARD M ROBINSON, MARY ANN ROBINSON, CHIEN-CHIH PENG. Underpricing and IPO ownership retention [J]. Journal of Economics and Finance, 2004, 28:132—146.
[3]PEGGY M LEE,SUNIL WAHAL. Grandstanding, certifica-

tion and the underpricing of venture capital backed IPOs [J]. Journal of Financial Economics, 2004,73:375—407.
[4]周运兰. 创业板与中小板市场 IPO 抑价及其影响因素[J]. 商业研究,2010(7):142—145.
[5]王林波,陈倩,薛亚楠. 创业板与主板 IPO 抑价水平比较研究[J]. 中南财经政法大学研究生学报,2010(2):69—74.
[6]邱冬阳,孟卫东. 承销商声誉与 IPO 抑价[J]. 现代管理科学, 2010(5):36—39.
[7]石劲. IPO 抑价现象:理论假说与证据综述[J]. 当代财经, 2009(5):122—128.
[8]周孝华,唐文秀. IPO 抑价与事前不确定性的关系研究[J]. 现代管理科学,2008(7):15—17.

IPO Underpricing Empirical Analysis Based on Ownership Dispersion

CHEN Li

(Business College, Anhui University, Hefei 230601, China)

Abstract: IPO underpricing has been the focus of financial research. But the causes of the IPO underpricing phenomenon haven't formed a unified understanding. The paper selected the 35 stocks of 119 companies to analyze which were successful IPO from 2009 January 1st to March 2010 and 19th in Shenzhen. The results showed that: the more the ownership dispersed, the lower the underpricing, the two were negatively correlated.
Key words: IPO; underpricing; ownership dispersion

(上接第 96 页)

[2]汤湘希. 商誉与企业核心竞争力关系研究—组合无形资产与合力无形资产的对话[G]. 北京:中国财政经济出版社,2004: 84—88.
[3]朱国泓,周波. 商誉:现代财务会计的“黑匣子”[M]//无形资产理论与实务问题研究. 武汉:湖北科学技术出版社,2002: 77—79.

[4]企业会计准则[S]. 北京:经济科学出版社,2006:84—86.
[5]中国社会科学知识产权中心,中国知识产权培训中心. 商标法修订中的若干问题[M]. 北京:知识产权出版社,2011.
[6]郑成思. 知识产权法[S]. 北京:法律出版社,2003.
[7]王雪虹. 论商誉侵权行为的损害事实及其立法不足[G]//德衡论文集. 2007:201—216.

The Research in Relation to Trade Mark and Business Reputation under New Accounting Standards

DING Gang

(Sanming Vocational & Technical College, Sanming Fujian 365000, China)

Abstract: Trade mark and business reputation as important resources in companies have been two easily confused concepts. The confusion not only covers the source of business to obtain excess returns, but also leads to market perception of corporate value and the accounting records are often distorted. After the introduction of new accounting standards, business reputation has been separated from the intangible assets and established independent economic status in the balance sheet, the situation has been improved. However, compare with the tangible assets evaluation, people's awareness of intangible assets has yet to be deepened, and assessment methods should be improved. In this paper, according to the analysis on the basic meaning of trade mark and business reputation, these two important intangible resources in companies, make a clear view of difference and connection between these two concepts that have characteristics of both the similarities, there are phenomena and the nature, content and other contact with the extension. At the same time, both in the initial definition of the nature of content, research background and theoretical basis, the highlight of the value, legal protection and compensation measures these four aspects, there is a clear difference.
Key words: trade mark; business reputation; intangible assets; highlight of the value