

我国创业板 IPO 抑价现象的实证研究

卢宇荣, 杨 琪

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330027)

摘要: IPO 抑价现象是证券市场中的一个普遍现象,不论是发达国家的成熟市场还是发展中国家的新兴市场,都不同程度地存在新股发行折价现象。通过研究目前学术界比较主流的 IPO 抑价理论以及国内外 IPO 抑价的实证研究成果,采用理论与实际相结合、规范研究与实证研究相结合的方法,对 2011 年我国创业板市场 IPO 抑价现象进行实证分析后发现,我国创业板抑价现象较为明显,而股票发行的首日换手率、新股发行中签率及募集资金量对抑价程度的影响较为严重。

关键词: IPO 抑价; 创业板; 募集资金规模; 换手率; 投机泡沫

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2012)06-0017-08

股票首次公开发行,即 IPO(Initial Public Offering),是指股份公司委托投资银行等中介机构,第一次公开在股票市场上向潜在的广大投资者发售股份,为项目募集权益资本。IPO 抑价现象,则是指新股在首次公开发行时定价较低,而在股票首日上市交易时价格较高,投资者认购新股能够获得超额报酬的一种现象。^[1] IPO 抑价是各国股票市场的一个普遍现象,不仅反映了股票市场的资本资产定价效率,而且体现了股票市场融资功能发挥的好坏。因此,该现象长期以来一直是 IPO 市场上备受关注的问题。

一、IPO 抑价理论基础

从 20 世纪 60 年代末起,国外学者就相继注意到首次公开发行股票存在发行价格偏低的异常现象,最早研究 IPO 抑价现象的是 Reilly 和 Hatfield(1969)、Stoll 和 Curly(1970)。之后,国外对 IPO 抑价的研究开始流行,Ibbotson(1975)首次对 IPO 抑价进行了系统研究,证实首次公开发行的股票在第一个月内的平均超常收益率为 11.4%。针对 IPO 抑价之“谜”,众多学者尝试从不同角度进行研究,至今已经发展了许多相关的理论解释。

(一) 传统经济学解释

1. 信息不对称理论

信息不对称理论是目前对 IPO 抑价发行原因研究得较为成熟的一个流派。这个流派认为,新股公开发行涉及发行公司、承销商和投资者三方的利益。这三方对于发行公司管理层的经营管理水平、筹资项目的盈利前景、一级市场对新股需求的价格和数量等信息的掌握程度均不相同,他们之间都可能存在信息不对称的问题。IPO 抑价发行是对信息不对称所造成风险的补偿。

Baron(1982)首先对发行人和承销商之间的信息不对称进行了研究,将博弈论中的委托—代理理论等来分析新股发行定价低估现象。然而 Muscarella 和 Vetsuypens(1991)的实证研究并不支持 Baron 模型,他们的研究表明,发行商自己承担 IPO 发行的抑价程度还要高于承销商承销 IPO 发行的抑价程度。

Rock(1986)提出了“赢者诅咒”假设(Winner's Curse Hypothesis)。该模型将投资者分为知情投资者

收稿日期: 2012-10-20

作者简介: 卢宇荣(1974-),河南郑州人,教授,博士后,主要研究方向:金融理论与政策;

杨 琪(1988-),江苏张家港人,硕士研究生。

(Informed investors) 和非知情投资者(Uninformed investors), 当知情投资者得知所发新股具有投资价值时, 往往会踊跃认购, 使非知情投资者被“挤出”发行市场, 无法认购到具有投资价值的新股, 出现“赢者诅咒”现象。^[2]

Allen and Faulhaber(1989)、Grinblatt and Hwang(1989)、Welch(1989) 提出了信号理论。该理论研究的是发行商同投资者之间的信息不对称问题, 并认为发行商拥有比投资者更多关于 IPO 价值的信息, 而 IPO 低价发行是发行人向市场传递公司内在价值的信号, 这种信号有利于公司在以后的增资配股时以更高的价格发行。

Benveniste 和 Spindt(1989) 提出了股票配售理论, 反映了发行商或者承销商作为一个主体与(机构)投资者之间的信息不平衡问题。该理论认为, 为使机构投资者揭示出有关上市公司的真实信息, 承销商在向机构投资者配售时采取低价发行的方式, 而且为了鼓励机构投资者报出较为真实的价格, 承销商往往向那些报出真实信息的机构投资者提供更为低廉的发售价格以及更多的配售机会。

2. 制度理论

虽然不对称信息的理论对 IPO 抑价具有一定的解释能力, 但也有学者提出, IPO 的低定价不一定是对市场主体之间信息不对称的额外补偿, 即使假设在发行上市过程中各方拥有均衡的信息, 也可能出现 IPO 抑价。Tinic(1988)^[3] 指出, 发行人(或承销商)通过 IPO 抑价, 可以减少其法律责任。Ruud(1993) 在其博士论文中首先提出了价格支持假说, 即承销商托市理论。认为主承销商并不是有意抑价发行新股, 相反他们会把发行价格确定在上市后的期望市场价值上, 对于那些上市后跌破发行价格的新股, 主承销商会采取价格支持行动, 在二级市场上人为抬高新股交易价格。

3. 所有权与控制权理论

Brennan 和 Franks(1995) 认为, 管理层通过抑价发行的方式使得投资者对股票产生过度需求, 此时投资者所能实际购买的股票就将根据申购数额按比例进行配售, 这样也就可以避免上市公司的大部分股票被少数人持有现象的发生, 而公司原来的管理层就可以通过对公司的控制来继续为自己牟利。

(二) 行为金融学解释

1. 流行效应假说(Bandwagon Effects)

流行效应是指投资者在决策是否购买某新股时, 不仅依靠自身对新股投资价值的判断, 而且还关注其他投资者是否对该新股表示出浓厚兴趣。为了使流行效应对新股发行产生正面作用, 发行人可能会有意压低价格以吸引最初的几个投资者购买, 以带动其他投资者踊跃购买。最终形成对该新股发行踊跃申购的态势。

2. 认证中介理论(Booth and Smith)

该理论提出的“认证中介理论”认为, 企业在进行 IPO 时雇佣承销商的一个重要目的, 就是通过承销商来证明其 IPO 价格是与其内部信息(Insider Information)和内在投资价值是相一致的。但承销商作为第三方认证中介也有一个“可信性”的问题, 即投资者如何相信承销商所认证的信息, 其办法就是通过承销商自身信誉的高低来显示承销商的可信度。

3. 投机泡沫假说(Speculative - bubble Hypothesis)

该假说认为, 新股上市交易价格高于发行价格是投机者的投机行为造成的。由于新股被投资者过度认购, 导致许多投资者认购失败, 一旦新股上市, 原有的投机因素会将新股上市价格推到超过其内在价值的价位。只要人人都相信股票价格将会上升, 就会推高股价, 这种购买活动将会进行下去, 最终形成了投机泡沫。^[4]

二、抑价因素分析

国内学者对于中国股市 IPO 价格低估现象的研究是从“新股的虚假繁荣”和“新股神话”现象(李险峰, 1997) 描述开始的。之后, 一些学者尝试在借鉴西方学者已有研究的基础上, 结合我国股市的实际情况, 对新股价格行为进行了更为系统和规范的研究工作。国内许多学者已经从不同的角度如公司业绩、市场状况、新股定价和市场价格等对我国的 IPO 抑价问题做出了研究。本文经过比较总结, 选取了一些成熟的指标来

研究它们对IPO抑价的影响。

(一) 上市首日换手率(TR) 与 IPO 抑价率呈正相关

上市首日换手率体现交易的活跃程度。换手率越高,对投资者的吸引力越大,则投资者期望的回报率也越高。投资者情绪假说理论认为,投资者过度乐观的情绪导致了股票在二级市场定价过高,从而产生IPO的高抑价。换手率是判断市场是否过度投机的重要指标。

(二) 中签率(LOT) 与 IPO 抑价率呈负相关

中签率是指股票募集资金量与参加认购的资金量的比率。中签率的高低暗示了IPO投资者对于发行公司未来价值的一种评判。中签率低说明认购新股的投资者多,低中签率将会增大投资风险,投资者也会要求更高的收益补偿,更易造成高抑价现象发生。Rock的“赢者诅咒”模型暗示了IPO抑价程度与投资者的分配比例,即中签率与超额抑价率呈负相关。

(三) 募集资金量(FUND) 与 IPO 抑价率呈负相关

募集资金量等于股票发行价格与发行数量的乘积,同超额收益率成反比。发行数量即流通股的数量,一般情况下,发行规模越大,股票的价格波动幅度越小,不易受到短线投机的影响;而当股票流通盘较小时,容易受到投机者的操纵,价格波动幅度较大,股票的超额收益率也就越高,所以超额收益率同流通盘的规模成反比。综合考虑价格和数量的影响,募集资金量同IPO抑价程度负相关。^[5]

(四) 发行前每股净资产(NAPS) 与 IPO 抑价率呈正相关

发行前每股净资产是指股东权益与总股数的比率,反映了每股股票所拥有的资产现值,是反映公司的发展前景和获利能力的一个重要指标。每股净资产值越大,表明公司每股股票所代表的财富越雄厚,通常创造利润的能力和抵御外来风险的能力越强。因此该股在二级市场上的炒作力度也会越大,这时新股抑价率就会很高。所以,发行前每股净资产与新股抑价率正相关。

(五) 发行市盈率(PE) 与 IPO 抑价率呈负相关

发行市盈率就是股票发行价格同股票收益率的比值,是衡量投资者预期对发行公司的投资回报的重要参考因素,代表着市场对上市公司的认可程度。一般来说,发行市盈率高,就说明股票的定价越高,发生高抑价的可能性就越小。因此,发行市盈率与新股抑价负相关。^[6]

三、IPO 抑价实证研究

(一) 模型设计

1. 样本数据

本文采用多元线性回归模型来对2011年我国创业板市场IPO抑价现象进行实证研究。选取样本范围是中国上市公司在创业板首次公开发行的并且在2011年上市交易的所有普通股。共有新股上市公司128家,其中包括了安居宝、天立环保、恒泰艾普、振东制药和新研股份这5家在2010年底发行而在2011年初才上市公司。

2. 因变量

本文采用新股上市首日的价格涨幅即超额收益率来衡量股票价值被低估的程度,其表达式为:

$$ER_{it} = (P_{it} - P_{io}) \div P_{io} \quad (1)$$

ER_{it} 为第*i*只股票上市当日的抑价率; P_{it} 为第*i*只股票上市当日的收盘价; P_{io} 为第*i*股票的发行价。

3. 自变量

根据上述有关IPO抑价的因素分析,本文选取如下指标作为自变量:

(1) 上市首日换手率(TR): 是指个股当日交易的股票量与其整个流通股的比值;

(2) 中签率(LOT): 是上市公司发行股票实际需要募集的资金量同此次一级市场上参与认购的资金总量的比率;

(3) 募集资金量(FUND): 募集资金量等于股票发行价格与发行数量的乘积;

- (4) 发行前每股净资产(NAPS) :指股东权益与总股数的比值;
- (5) 发行市盈率(PE) :是指当前每股市场价格与每股税后利润的比值。

4. 模型的构建

基于上述影响新股上市首日抑价率各种影响因素 ,建立多元线形回归模型:

$$ER = \beta_0 + \beta_1 TR + \beta_2 LOG(LOT) + \beta_3 LOG(FUND) + \beta_4 LOG(NAPS) + \beta_5 LOG(PE) + \varepsilon \quad (2)$$

式中 β 为系数 ε 为随机误差项 ,对于中签率(LOT) 、募集资金量(FUND) 、发行前每股净资产(NAPS) 、发行市盈率(PE) 都取对数形式。

(二) 实证分析

1. 统计描述

本文采用 EViews6.0 统计软件 ,计算出 2011 年我国创业板市场股票的抑价率 ,统计分析结果如图 1:

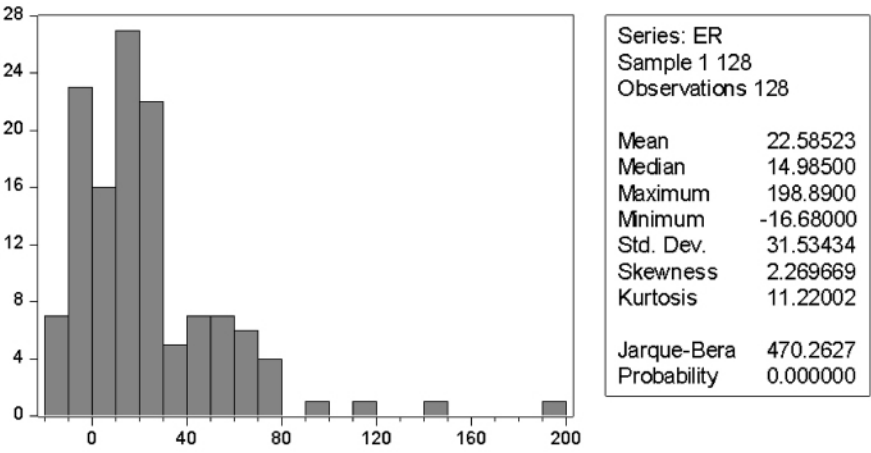


图 1 整体 IPO 抑价率统计分布

从统计结果看 ,2011 年我国创业板市场 IPO 抑价率主要分布在 - 10% —30% 之间 ,其中最小值为 - 16.68% ,最大值达到了 198.89% ,均值为 22.59% ;整体来看 ,抑价现象还是相当明显的。值得注意的是 ,其中也有近 20% 的上市公司首次发行股票的抑价率为负的情况 ,即股票定价偏高了 ,但其程度较小 ,基本在 - 10% 以内。

2. 回归结果分析

通过 Eviews6.0 对上述模型进行多元线性回归 ,回归结果如下:

表 1: LS 回归结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	Prob.
C	86.53710	52.13960	1.659719	0.0995
TR	0.691331	0.099017	6.981926	0.0000
LOG(LOT)	- 6.555172	2.857334	- 2.294157	0.0235
LOG(FUND)	- 8.032136	5.305015	- 1.514065	0.1326
LOG(NAPS)	- 5.292335	7.449865	- 0.710393	0.4788
LOG(PE)	- 4.990380	6.571498	- 0.759398	0.4491
R - squared	0.496686	Mean dependent var	22.58523	
Adjusted R - squared	0.476058	S. D. dependent var		31.53434
S. E. of regression	22.82576	Akaike info criterion		9.139397
Sum squared resid	63563.86	Schwarz criterion		9.273086
Log likelihood	- 578.9214	Hannan - Quinn criter.		9.193716
F - statistic	24.07868	Durbin - Watson stat		0.935581
Prob(F - statistic)	0.000000			

(1) 基本假定检验

异方差检验采用 White 检验。经估计出现 White 检验结果,得 $R^2 = 0.212104$,样本 $N = 128$, $NR^2 = 27.15$,由 White 检验可知,在 $\alpha = 0.05$ 下,查 χ^2 分布表,得临界值 $\chi_{20.05}^2(20) = 31.41$,比较计算的 χ^2 统计量与临界值,因为 $NR^2 = 27.15 < \chi_{20.05}^2(20) = 31.41$,所以不拒绝原假设,模型不存在异方差。

自相关性检验。采用 B-G 检验。在方程窗口中点击 View\Residual Test\Serial Correlation LM Test,并选择滞后期为 3,可得相应信息,其中 $R^2 = 0.309662$, $NR^2 = 39.6367$,临界概率 $p = 0.0000$,所以只要取显著水平 $\alpha = 0.0001$,就可以认为辅助回归模型是显著的,即存在自相关性。又因为 RESID(-1)、RESID(-2) 和 RESID(-3) 的回归系数均显著不为 0,表明多因素回归模型存在一阶、二阶和三阶自相关性。

多重共线性检验。采用相关系数检验。利用相关系数可以分析解释变量之间的两两相关情况。将所有解释变量设置成一个数组,得相关系数矩阵。解释变量之间相关系数最大值为 0.47,认为不存在严重的多重共线性。

表 2 多重共线性分析结果

	TR	PE	LOT	NAPS	FUND
TR	1.000000	-0.302134	-0.108044	0.003800	-0.384471
PE	-0.302134	1.000000	0.019612	-0.018503	0.387390
LOT	-0.108044	0.019612	1.000000	0.471151	0.291867
NAPS	0.003800	-0.018503	0.471151	1.000000	0.217303
FUND	-0.384471	0.387390	0.291867	0.217303	1.000000

(2) 模型估计方法的修正

由于模型存在自相关性,对模型估计方法必须进行修正。采用迭代估计法进行调整。根据模型的自相关性的检验结果,模型存在一阶、二阶和三阶自相关性,即:

$$\mu_t = \rho_1 \mu_{t-1} + \rho_2 \mu_{t-2} + \rho_3 \mu_{t-3} + \nu_t$$

所以,在 LS 命令中加上 AR(1)、AR(2) 和 AR(3),使用迭代估计法估计模型,得到结果如下:

$$ER = 89.54 + 0.53TR - 7.5\text{LOG}(LOT) - 11.31\text{LOG}(FUND) - 0.24\text{LOG}(NAPS) + 4.85\text{LOG}(PE) + [\text{AR}(1) = 0.645642, \text{AR}(2) = -0.156283, \text{AR}(3) = 0.130090]$$

表 3 整体自相关调整输出结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	89.53756	53.54648	1.672147	0.0972
TR	0.533505	0.089371	5.969587	0.0000
LOG(LOT)	-7.746970	3.092313	-2.505235	0.0136
LOG(FUND)	-11.31150	4.688486	-2.412612	0.0174
LOG(NAPS)	-0.242722	5.456559	-0.044483	0.9646
LOG(PE)	4.853954	7.015143	0.691925	0.4904
AR(1)	0.645642	0.092748	6.961273	0.0000
AR(2)	-0.156283	0.110448	-1.414994	0.1597

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	Prob.
AR(3)	0.130090	0.095947	1.355850	0.1778
R - squared	0.660270	Mean dependent var		22.84480
Adjusted R - squared	0.636841	S. D. dependent var		31.82473
S. E. of regression	19.17844	Akaike info criterion		8.814727
Sum squared resid	42666.27	Schwarz criterion		9.018366
Log likelihood	-541.9205	Hannan - Quinn criter.		8.897455
F - statistic	28.18098	Durbin - Watson stat		1.973085
Prob(F - statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	0.69	-0.02 -0.43i	-0.02 +0.43i	

(3) 模型的显著性假设检验

拟合优度: 由上述数据可以得到 $R^2 = 0.660270$, 修正后的可决系数 $R^2 = 0.636841$ 。虽然拟合优度不是很高, 但样本回归的目的是分析影响 IPO 抑价的因素, 故并无大碍。

F 检验: 针对 $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = 0$ 给定显著性水平 $\alpha = 0.05$ 在 F 分布表中查出自由度为 $k - 1 = 5$ 和 $n - k = 122$ 的临界值 $F_{\alpha}(5, 122) = F_{0.05}(5, 122) = 2.29$ 。由表中得到 $F = 28.18$, 由于 $F = 28.18 > 2.29$, 应拒绝原假设, 说明回归方程显著, 即各解释变量联合起来确实对 “IPO 抑价率” 有显著影响。

t 检验: 分别针对 $H_0: \beta_j = 0 (j = 0, 1, 2, 3, 4, 5)$ 给定显著性水平 $\alpha = 0.05$, 查 t 分布表得自由度为 $n - k = 122$ 临界值 $t_{\alpha/2}(n - k) = t_{0.025}(122) = 1.98$ 。由表中数据可得, 与 $\hat{\beta}_4, \hat{\beta}_5$ 对应的 t 统计量分别为 $-0.044483, 0.691925$, 其绝对值小于 $t_{\alpha/2}(n - k)$, t 检验不显著, 予以剔除; 与 $\hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3$ 对应的 t 统计量分别为 $5.969587, -2.505235, -2.412612$, 其绝对值均大于 $t_{\alpha/2}(n - k)$, 这说明分别都应当拒绝 $H_0: \beta_j = 0 (j = 1, 2, 3)$, t 检验显著, 应当保留。

(4) 新的回归模型

剔除 LOG(NAPS) 和 LOG(PE) 两个变量后, 新的回归方程为:

$$ER = \beta_0 + \beta_1 TR + \beta_2 \text{LOG}(LOT) + \beta_3 \text{LOG}(FUND) + \varepsilon \quad (3)$$

得到如下检验结果:

$$ER = 98.65 + 0.54TR - 7.69\text{LOG}(LOT) - 10.51\text{LOG}(FUND) + [\text{AR}(1) = 0.6364, \text{AR}(2) = -0.1685, \text{AR}(3) = 0.1325]$$

表 4 新的回归结果

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	Prob.
C	98.64523	50.61447	1.948953	0.0537
TR	0.543574	0.085816	6.334154	0.0000
LOG(LOT)	-7.693112	2.789238	-2.758142	0.0067
LOG(FUND)	-10.50658	4.497276	-2.336210	0.0212
AR(1)	0.636369	0.091670	6.941943	0.0000
AR(2)	-0.168496	0.107783	-1.563283	0.1207
AR(3)	0.132540	0.094177	1.407340	0.1620
R - squared	0.658787	Mean dependent var		22.84480
Adjusted R - squared	0.641437	S. D. dependent var		31.82473
S. E. of regression	19.05668	Akaike info criterion		8.787083

Variable	Coefficient	Std. Error	t - Statistic	Prob.
Sum squared resid	42852.51	Schwarz criterion		8.945468
Log likelihood	-542.1927	Hannan - Quinn criter.		8.851427
F - statistic	37.97088	Durbin - Watson stat		1.969270
Prob(F - statistic)	0.000000			
Inverted AR Roots	0.68	-0.02 - 0.44i	-0.02 + 0.44i	

从上表可以看出,所有的解释变量均通过检验,从统计上验证了股票 IPO 的超额收益率同各变量之间的数量关系。可见股票发行的首日换手率(TR) 同股票 IPO 的抑价率正相关,新股发行中签率、募集资金量同股票 IPO 的超额收益率负相关。这同前面的理论分析基本上相符合。

三、研究结论及建议

本文将上市首日的超额收益率作为衡量 IPO 抑价的测度,以 2011 年在我国创业板市场首次发行上市交易的 128 家 A 股为研究的样本,对我国创业板股市 IPO 抑价现象及其影响因素进行了实证研究,发现我国的创业板股市存在较为严重的 IPO 抑价现象,新股的首日超额收益率平均值为 23.59%,远远超过市场平均收益率,形成了一、二级市场的风险与收益的不对称。创业板市场新股抑价率的高低受股票发行首日换手率(TR)、中签率(LOT)、募集资金量(FUND) 的影响较大。而发行市盈率(PE) 和发行前每股净资产(NAPS) 对抑价率没有显著的影响。

第一,首日换手率越高,创业板 IPO 抑价程度就越高。由于换手率的高低表示交易频繁程度,因此较高的换手率说明有大量的投机者热衷于短线操作,在一级市场购买股票并在上市后抛出以获得超额收益率,从而增加了股票上市首日的流动性,推动股价上升。所以可以通过限制首日换手率来控制 IPO 抑价率。

第二,中签率越低,创业板 IPO 抑价率就越高。中签率反映了新股的供求比例,中签率越低,说明该股票的需求量越大,受到投资者追捧程度就越高。根据流行动效应假说,投资者在决策是否购买某新股时,不仅依靠自身对新股投资价值的判断,而且还关注其他投资者是否对该新股表示出浓厚兴趣,因此没有中签的投资者仍然会在新股发行首日选择高价位买进,这种从众心理推动了股价的上升,导致抑价程度加剧。因此可以通过提高中签率来降低首日发行抑价率。

第三,募集资金量越小,创业板 IPO 抑价率就越高。当股票的发行规模较小时,股市容易受到短线投机的影响,市场价格就比较容易受到操纵,股价波动幅度较大,投机者可获得较高的超额收益。这种投机泡沫现象导致了高的 IPO 抑价率,因此可以通过增大募集资金规模来减小 IPO 抑价率。

针对目前创业板市场的现状,本文在上述实证分析的基础上提出以下几点建议:

1. 完善信息披露

进一步完善信息披露机制,建立信息披露动态监管机制,提高市场的透明度,减少市场信息非均衡性。便于承销商能够较为准确地估计上市公司的内在价值,使股票的定价更加接近于其内在价值,投资者也能根据公开披露的信息对上市公司的价值做出合理的判断,从而做出理性的投资决策,减少盲目性与投机性。

2. 扩大股票发行规模

股票发行规模的扩大能够在一定程度上减小短线投机现象对股市的冲击,同时,由于中签率是指股票募集资金量与参加认购的资金量的比率,募集资金量与中签率成正比,募集资金量的增加能够提高新股的中签率,那么股票的受追捧程度相对来说就会下降,流行效应的作用减少,从而能够降低 IPO 的抑价程度。

3. 倡导理性投资观念

成熟的市场投资者是提高市场效率的关键,随着我国资本市场的快速发展,机构投资者的规模有了一定的增加,但与西方成熟的证券市场比起来还相差甚远,并且这些机构投资者的成熟度还不高,其专业化优势并没有完全体现出来。个人投资者由于缺乏专业知识更是盲目跟风,投机风气严重。因此解决我国过高的 IPO 首日回报率问题,还须从培育理性投资者的角度着手。各类投资者应努力提高自身专业水平,自觉抵制

一些不良的投机风气 理性投资 价值投资。

参考文献:

- [1] 蒋顺才, 蒋永明. 我国新股发行制度变迁与 IPO 高抑价的实证研究 [J]. 海南大学学报(人文社会科学版) 2005(3): 337 – 344.
- [2] Rock K. Why New Issues are Underpriced [J]. Journal of Financial Economics ,1986(15): 187 – 212.
- [3] Tinic S. Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock [J]. The Journal of Finance ,1988(4) .
- [4] 李树辉. 首次公开发行的长期考察 [J]. 湘潭工学院学报(社会科学版) 2001(3): 77 – 79.
- [5] 刘小群, 章焕新. 我国 IPO 抑价影响因素的实证分析 [J]. 中国证券期货 2011(9) .
- [6] 耿照源, 黄嘉蔚. 我国 IPO 抑价问题的实证研究 [J]. 统计与决策 2010(18) .

An Empirical Study on IPO Underpricing Phenomenon of China's Growth Enterprise Market

LU Yurong , YANG Qi

(Financial College Jiangxi Normal University Nanchang Jiangxi 330027 China)

Abstract: IPO underpricing phenomenon is a common phenomenon in the stock market. No matter in mature market of developed countries or emerging markets of developing countries ,this phenomenon exists to varying degrees. This paper briefly summarizes the mainstream IPO underpricing theories in current academic circles and empirical study at home and abroad. The combination of theory and practice ,normative and positive research method is used to analyze the IPO underpricing phenomenon of China's Growth Enterprise Market of 2011. The exemplified result shows that our country's underpricing phenomenon of GEM is obvious ,and the exchange rate ,success rate and fund scale have higher impact on the underpricing degree.

Key words: IPO underpricing; GEM; fund scale; exchange rate; Speculative – bubble

(责任编辑: 黎 芳)