

IPO 首日超额收益的影响因素研究

曹瑞卫¹, 苏越²

(1. 冀中能源峰峰集团有限公司, 河北 峰峰 056000; 2. 河北工程大学 经管学院, 河北 邯郸 056038)

[摘要] IPO (Initial Public Offerings) 上市后市场的异常表现, 尤其是 IPO 上市首日的超额收益一直是研究的热点问题。围绕可能影响 IPO 上市首日超额收益的因素, 研究这些因素对上市首日的异象是否有影响, 有怎样的影响以及产生的影响大小等问题, 并比较市场板块间的相应影响因素有何异同, 进而就我国证券市场的发展提出个人建议。

[关键词] IPO; 上市首日超额收益; 因素; 实证研究

doi: 10.3969/j.issn.1673-9477.2016.02.010

[中图分类号] F830.91

[文献标识码] A

[文章编号] 1673-9477(2016)02-028-03

一、文献综述

(一) 国外文献综述

1. 针对 IPO 首日超额收益现象的发现

Reilly 和 Hatfield(1969), 以美国股票市场上 1963 年至 1965 年间上市的 53 家上市公司的 IPO 为样本进行分析, 发现这些 IPO 的平均首日超额收益远远超过同一时期的市场收益率。McDonald and Fisher(1972), 以美国 1969 年间的 142 家上市公司的 IPO 为样本进行研究, 结果表明这些 IPO 同样存在首日回报率异常的现象。

2. 针对 IPO 首日超额收益现象的解释

(1) 一级市场抑价

Ritter(1984) 从风险与收益关系的角度, 提出 IPO 抑价是对投资者所面临的风险的补偿^①。Rock(1986) 从投资者与发行人信息不对称的角度, 得出结论: 发行人通过压低发行价来吸引信息不充分的投资者。Booth 和 Chua(1996) 从股权分散的角度, 提出发行人有意压低发行价格是为了吸引小股东, 使公司形成分散的股权结构, 增加公司股票的流动性和保持对该公司的控制。

(2) 二级市场溢价

DeLong、Shleifer、Summers 和 Waldmann (1989) 通过 DSSW 模型将市场上的投资者分为两类——噪声交易者和理性投资者。噪音交易者对新股的过度反应推高了首日收盘价^②。Ritter(1991) 使用买入持有异常收益方法对美国市场上 1975 至 1984 年间 1526 个 IPO 样本进行了研究, 表明新股上市首日收益率受到投资者情绪的影响。Chan 和 Fong(2004) 认为投资人情绪对其交易行为的影响具有暂时性, 长期 IPO 股票价格将回归其内在价值。

(二) 国内文献综述

韩立岩和伍燕然(2007) 运用不完全理性投资者的情绪全面解释国内市场 IPO 之谜, 论证了投资者情绪是资产定价的重要因素^③。黄方亮(2008) 从价

格发现角度对 IPO 机制进行研究, 构建了中国股票 IPO 目标模式和路径选择, 指出制度因素是关系到中国股票市场健康发展的重要因素^④。易志高和茅宁(2009) 在改进 BW 指数构造方法的基础上, 构建了一个适合测量中国股票市场投资者情绪的综合指数(CICSI), 并初步检验了 CICSI 的有效性^⑤。

综合上述学者们的研究可以看出, IPO 异象备受学者关注, 而且已经取得了显著的成绩。但是对于影响 IPO 异象的因素的解释, 仍然不存在一个确切的结论, 对于模型的变量设计也不是很全面, 对于不同市场板块也没有进行比较分析。因此, 作者将在前面学者研究的基础上做一些改进与完善工作。

二、研究设计

(一) 样本选取

我国 A 股市场主要由主板、中小板和创业板组成, 本文同时选择这三个板块的公司为样本, 为尽量排除制度的影响, 选取新《证券法》^⑥实施以后的数据, 即 2006 年 1 月 1 日至 2012 年 12 月 31 日的的数据, 剔除具有缺省值的个案, 最后得到主板、中小板和创业板三个样本, 样本容量分别为 114、421 和 344。样本数据来自巨灵金融服务平台。

(二) 研究假设

假设一: 发行价格与 IPO 股票上市首日的超额收益负相关。

发行价格越低, 一方面其很可能存在较大的抑价, 后市股价上涨的可能性较大; 另一方面, 廉价股票对中小投资者的吸引力越大, 从而促进需求, 也有利于股票价格的上升。

假设二: 发行数量与 IPO 股票上市首日的超额收益负相关。

股票发行数量越少, 说明公司的股本较小, 从而反应公司的有足够的成长空间, 股价上升的潜力也较大。反之, 股价上升的潜力相对较小。另一方面, 发行数量少, 从供给需求的角度讲, 容易造成

[投稿日期] 2016-04-25

[作者简介] 曹瑞卫 (1969-), 男, 河北阜城人, 会计师, 硕士, 研究方向: 经济管理。

供过于求的局面，会拉动股价的上涨。

假设三：发行费用与 IPO 股票上市首日的超额收益负相关。

费用越低，从发行溢价中扣除的收入越少，则股价上升的空间越大，同时承销商面临的风险也越大，使承销商倾向于压低发行价，进而有利于股价的上涨。

三、结果分析

（一）影响因素的相关回归分析

首先对主板、中小板和创业板的数据分别进行相关分析，研究变量间是否存在密切相关，然后进行回归分析。为了检测和解决多重共线性^⑦的问题，采用逐步回归^⑧的方法。

在主板市场中，影响 IPO 首日收益率（ROR）的因素有发行价格（P）、中签率（WR）、上市首日换手率（TR）、上市首日指数收益率（IRR）和流通股本占比（CA）。其中与上市首日换手率（TR）和上市首日指数收益率（IRR）正相关，与发行价格（P）、中签率（WR）和流通股本占比（CA）负相关。与发行数量（N）、发行费用（C）、市盈率（PE）和募集资金规模（M）无显著性关系。

在中小板中和创业板中，IPO 首日收益率（ROR）都与发行价格（P）、发行费用（C）、中签率（WR）、上市首日换手率（TR）、上市首日指数收益率（IRR）和首发募集资金规模（M）显著相关，其中与上市首日换手率（TR）和上市首日指数收益率（IRR）正相关，与发行价格（P）、发行费用（C）、中签率（WR）和首发募集资金规模（M）负相关。与发行数量（N）、市盈率（PE）和流通股本占比（CA）没有显著性关系。

（二）对实证分析的进一步讨论

实证结果对各假设的验证结果如下：

假设一“发行价格与 IPO 股票上市首日的超额收益负相关”成立，这在三个市场板块中都得到了验证。从一级市场抑价角度分析，发行价格越低，越有可能存在抑价，而且抑价程度越大。而在二级市场市场化的交易模式中，有利于促进其回归真实价值，所以就很可能在上市首日获得超额收益。从供求角度考虑，价格与需求成反比，而且价格越低，对中小投资者的购入门槛越低，从而能够吸引更多的投资者，易于造成上市后供不应求的局面，使得上市后股价迅速上涨，形成超额收益。

假设二“发行数量与 IPO 股票上市首日的超额收益负相关”和假设四“市盈率与 IPO 股票上市首日的超额收益负相关”在三个市场中都不成立，发行数量和市盈率都不能影响 IPO 上市首日的超额收益。

假设三“发行费用与 IPO 股票上市首日的超额

收益负相关”在中小板和创业板市场板块中都成立，而在主板市场上不成立。在中小板和创业板中，承销商所要承销的对象都是中小企业，其综合实力相对不是很强，所以要承担的风险要大一些，风险在一定程度上可以用承销费用来补偿。而承销费用是发行费用最主要的组成部分，发行费用越低，说明承销商的收入越少，面临的风险越大，从而使承销商倾向于压低发行价，而抑价发行的结果就是二级市场股价的迅速上涨，从而在形成上市后的超额收益。而在主板市场中，上市企业实力一般都比较强，承销商面临的风险也相对较小，所以承销费用的高低几乎不会构成影响抑价，进而超额收益的因素。

四、研究结论

通过本文的初步研究，得出的结论是：第一，我国 A 股市场新股上市首日的溢价率较高，其中在创业板和中小板市场尤其显著；第二，通过对溢价影响因素的研究，发现三个市场的 IPO 上市首日超额收益都与发行价格和中签率负相关，与上市首日换手率和上市首日市场回报率正相关；在主板市场中的影响因素还包括流通股本占比，而在创业板和中小板中的影响因素完全一样，还包括发行费用和首发募集资金规模，而且这两个因素都与首日收益率负相关。第三，我国证券市场尚不规范，需要不断的完善。

注释：

- ① Jay R. Ritter. The ‘Hot Issue’ Market of 1980. *Journal of Business*, 1984: 215-240.
- ② J. Bradford De Long, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann. Noise Trader Risk in Financial Markets. *The Journal of Economic Theory*, 1989(8): 703-738
- ③ 韩立岩，伍燕然. 投资者情绪与 IPO 之谜——抑价或者溢价. *管理世界*, 2007(3).
- ④ 黄方亮. 价格发现与股票 IPO 机制研究. 上海：上海三联书店，2008-08：64-77.
- ⑤ 易志高，茅宁. 中国股市投资者情绪测量研究：CLCSI 的构建. *金融研究*, 2009(11).
- ⑥ 新证券法在证券发行的上市保荐制度、预披露制度、公开发行为等方面都做了相应的修改，详见：法制网. 新旧法条对比解读证券法修订案. http://www.legaldaily.com.cn/misc/2005-11/01/content_213164.htm.
- ⑦ 多重共线性，指线性回归模型中的解释变量之间由于存在精确相关关系或高度相关关系而使模型估计失真或难以估计准确。
- ⑧ 逐步回归，指在建立多元回归方程的过程中，按偏相关系数的大小次序将自变量逐个引入方程，对引入方程中的每

个自变量偏相关系数进行统计检验,效应显著的自变量留在回归方程内,循此继续遴选下一个自变量。如果效应不显著,停止引入新自变量。由于新自变量的引入,原已引入方程中的自变量由于变量之间的相互作用其效应有可能变得不显著者,经统计检验确认后要随时从方程中剔除,只保留效应显著的自变量。直至不再引入和剔除自变量为止,从而得到最优的回归方程。

参考文献:

- [1]张中华. 投资学[M]. 北京: 高等教育出版社, 2009:52-69.
[2]童艳, 刘煜辉. 中国 IPO 定价效率与发行定价机制研究[M]. 中国金融出版社, 2010:181-205.

- [3]周孝华. 发行机制、投资者行为、后市流动性与 IPO 价格[M]. 北京: 中国财政经济出版社, 2009:289-311
[4]赫然. 创业板新股上市首日畸高溢价的影响因素研究[J]. 财会通讯, 2011(1): 84-16.
[5]刘伟, 王晓琨. A 股市场新股上市首日溢价影响因素分析[J]. 财会月刊, 2011(12):14-16.
[6]蒋元. 中国发展创业板市场的国际经验借鉴与风险防范[D]. 硕士学位论文. 对外经济贸易大学, 2010.
[7]贺浩亮. 基于投资者情绪视角的 IPO 投资绩效研究[D]. 硕士学位论文. 南京大学, 2011.

[责任编辑 陶爱新]

On the influencing factors for the excess earnings on the first day of IPO

CAO Rui-wei¹, SU Yue²

(1. Jizhong Energy Fengfeng Group Limited Company, Fengfeng 056000, China; 2. College of Economics and Management, Hebei University of Engineering, Handan 056038, China)

Abstract: The abnormal behave of IPO, and especially the excess earnings on the first day of IPO is always a hot research issue. Concerning this issue, researchers study from two aspects: “first-market underpricing” and “second-market overvaluation”. There are imperfections in both, the former one contradicts with IPO’s long-term performance, and the latter lacks theoretical basis. So there is room for further research. This paper, centering on the potential influencing factors for the excess earnings on the first day of IPO, discusses whether theses factors have influences on IPO’s abnormal behave the first day; and how and to what extent the influence is; and the differences between theses factors. It further analyzes the influencing factors, and gives suggestion for the development of securities market in our country.

Key words: IPO; the excess earnings on the first day of IPO; factors; empirical study

(上接第 27 页)

参考文献:

- [1]郭彩云, 刘志强, 王秋红. 三方视角下企业自主创新科技政策实施问题及对策[J]. 河北工程大学学报(社会科学版), 2012, 29(2):18-21.
[2]李柏洲, 徐涵蕾. 区域创新系统中的创新政策差异化研究[J]. 科学与科学技术管理, 2007(3):50-54.

- [3]李寒蕾. 基于比较分析的企业技术创新政策研究[J]. 生产力研究, 2011(1):187-203.
[4]王丛虎. 论我国政府采购促进自主创新[J]. 科学学研究, 2006(6):967-970.
[5]白丁. 创造有利于自主创新主体释放能量的人才政策环境研究[J]. 经济论坛, 2006(3):100-102.

[责任编辑 陶爱新]

Research on the policy support system of independent innovation in Hebei Province

WANG Hong-tao¹, PAN Wei-wei², CHEN Wen³

(1. Logistics Management Department, Hebei University of Engineering, Handan 056038, China; 2. College of Economics and Management, Hebei University of Engineering, Handan 056038, China; 3. General Hospital of Tianjin Medical University, Tianjin 300052, China)

Abstract: The independent innovation ability is the core competitiveness of the country, which determines the level of a country's scientific and technological undertakings. Local government plays an important role in the construction of local innovation system, so it is an important part of the local government. The existing problems in the independent innovation capability of Hebei Province play a restricted role in the development of the economy and the advance of the competitiveness. Therefore, encouraging and guiding the independent innovation policy have become the primary problem of our province to speed up the ability of independent innovation.

Key words: independent innovation; independent innovation policy; policy supporting system