

Literature Review on Factors Influencing IPO Pricing Efficiency

Sidan Chen

College of Accounting, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming, Yunnan, 650000, China

Abstract

Since the establishment of China's stock market, IPO underpricing is still a common financial phenomenon. Institutional changes are the influencing factors for IPO underpricing, and the phenomenon of underpriced issuance of new shares is common in China's capital market. The paper summarizes the institutional reasons that lead to high IPO underpricing, as well as the impact of investor behavior and venture capital institutions on IPO underpricing in China; Organized and analyzed the evolution of the IPO system; Discussed the impact of pricing efficiency in the primary and secondary markets on high IPO underpricing, and analyzed the impact of venture capital firm behavior on IPO underpricing through the "herd behavior theory" and "name-by-name hypothesis". The "name-by-name hypothesis" means that companies that have just entered the market will choose venture capital companies that have just been established for a short time, and these two companies will make decisions that are conducive to the company's listing in order to establish their own brands and quickly occupy the market, even at the expense of raising their stock prices.

Keywords

institutional change; IPO underpricing rate; influencing factors

IPO 定价效率的影响因素文献综述

陈思丹

云南财经大学会计学院, 中国·云南昆明 650000

摘要

从中国股市成立以来, IPO抑价问题依然是一种普遍的金融现象。制度变迁是IPO抑价的影响因素, 且在中国资本市场新股抑价发行现象普遍存在。论文归纳了导致IPO高抑价有关制度性的原因, 以及投资者行为和风险投资机构对中国IPO抑价的影响; 对IPO制度的演进进行了梳理与分析; 讨论了一级市场和二级市场定价效率对IPO高抑价的影响, 通过“从众行为理论”“逐名假说”来分析风险投资机构行为对IPO抑价的影响。“逐名假说”的意思是, 刚进入市场的公司, 都会选择刚成立没多久的风投公司, 而这两家公司为了树立自己的品牌和迅速占领市场, 都会做出有利于公司上市的决定, 甚至不惜抬高股价。

关键词

制度变迁; IPO抑价率; 影响因素

1 引言

新股发行价格受内部因素的影响(机构投资者报价行为、承销商定价行为、承销商信誉等)以及外部因素的影响(制度因素、公司治理因素、风险投资公司的参与)^[1]。中国证券发行价格的有效性直接影响到中国证券市场的整体运作效率, 也影响到中国证券市场的整体效率。

2 IPO 抑价

IPO 抑价是指第一天收盘价往往高于发行价, 而 IPO 首日的收益率则会超过市场平均收益。很多学者为研究这个现象不断地努力, 并提出了多种假说。Rock (1986)^[2]提

出了“赢者诅咒”假设, 他认为为吸引不知情人士参与, 新股必须以较低的价格来补偿因反向选择而导致的亏损。Beatty 和 Ritter (1986)^[3]以“事先不确定”是一种度量信息不对称的方法, 他们认为, 第一天的收益水平与事先的不确定有直接正向的关系。同时, 论文还采用了公司存在年限、留存收益等变量对“赢者诅咒”进行了描述, 并对其进行了验证, 并对其进行了验证。Ritter (1984)^[4]提出“市场气氛假说”认为, 在市场上涨期间价格风险较大, 市场的先验不确定性增大, 对投资者来说意味着更难对企业进行估价, 承销商和发起人为了吸引投资者参与 IPO 发行, 因此会设置相对于其他时期更高的折价。Booth 等人 (1986)^[5]和 Carter、Richard (1990)^[6]首次提出了“投资银行声誉假说”, 他们认为在首次公开发行过程中, 由于承销商集合了发行者与投资者的资讯优势, 因此在 IPO 定价过程中扮演

【作者简介】陈思丹(2001-), 女, 中国四川什邡人, 在读硕士, 从事公司治理研究。

了重要角色,他们认为,投行的知名度可以为IPO市场带来公司的风险预警,高信誉的投资银行承销的企业抑价率一般会很小。此外,也存在着基于投资者与承销商的信息不对称。Benveniste和Spindt(1989)^[7]认为,通过问询,承销商可以从知情投资者(一般是机构投资者)获取有关IPO价格和要求的私人信息,一级市场的发行抑价是对知情的投资者的一种补偿。Loughran、Ritter(2002)^[8]和Welch(1992)^[9]然后,根据行为金融的相关理论,分别从发行者和投资者的行为偏离角度对IPO抑价进行了分析。在实际中,新股的减价发行是一种常见的现象,而这一问题在中国的证券市场上尤其严重,而中国的新股发行又处于一种尝试的阶段^[10-11]。因此,研究中国IPO低抑价问题,不能仅仅套用西方IPO理论,而必须结合中国IPO市场的政策背景。

3 中国 IPO 制度的演变历程

论文从IPO审核、发行定价、发行配售、信息披露、法律责任等几个方面进行了探讨,梳理和剖析中国IPO制度的演变。1993年,全国统一的股票发行审批制度,经历了行政主导型、行政主导型向市场主导型转变的核准制两个阶段,直到现在的注册制改革,新股发行价格制度也在不断地改变,由最初的行政定价逐步转向市场化定价。1993年中国发行了审核制度,由政府指定的发行限额(总额),并将其划拨到当地或各部门,由当地政府推荐上市公司。证监会对公司提交的资料进行了审查。审查的内容主要有上市条件、申报材料。从1996年开始,中国首次对IPO进行了首次修订,将推荐上市公司的方式从额度管理改为指标管理,由地方和部委在规定的限额和指标下推荐IPO公司。

从2001年开始,中国的证券发行体制出现了二次演化,即上市公司通过了批准制。上市公司由审批制向批准制转变,IPO制度发生了巨大的变革,市场功能逐步发挥,中介机构的角色和作用也在不断加强。在2000年通过的新的批准过程中,政府还要求发行公司在被建议前,必须对其进行一年的咨询。证券监督管理委员会对承销机构提交的资料进行了初步审核,合格后提交给发审委进行审核,最终获得中国证监会批准的IPO公司才能上市。2005年,中国开启核准制下的保荐阶段,根据该制度,保荐机构和保荐机构是中国证券监督管理委员会规定的特殊情况,以及对公司和个人的要求。在审查期间,保荐公司也要按照要求对上市公司进行辅导。在辅导结束后向中国证监会提交材料,经中国证监会审查后作出决定。IPO定价将采用问询制,获批上市公司及保荐机构须向符合中国证监会要求的询价对象进行初步询价,确定其发行价格区间,然后通过累计竞价询最终定价为最终定价,对于询价对象的数目有严格的规定。

从2014年在各个层面进行了改革与调整,中国目前的询价体系是以美国累积式报价为基础的,而累积式报价是Benveniste和Spindt(1989)^[7]首次提出的。并具有了一些注册制改革的特征,逐步降低中国证监会在审计程序中的价

值判断,逐步简化和废除上市公司的上市条件,加强信息披露和改进上市公司的质量。通过对审计准则的梳理与发布,使审计工作更加公开、透明。在询价机制的基础上,放开了部分限制,扩大了询价对象,使更多的机构和个人投资者能够参与到询价中来。在询价阶段,监管更加严格,更加多元化。且法律责任范围进一步扩大。在中国IPO制度演进的进程中,市场化程度逐步提高、投资者角色日益强化、信息披露逐步强化、问责力度加大。

4 制度因素对 IPO 定价效率的影响

关于中国证券发行体制的选择,有以市场为主的与以政府为主的两种,目前学界对此争论颇多吴锡皓和张弛(2022)^[12]。赞成采纳市场导向的学者们指出,中国IPO抑制利率居高不下的体制因素是由政府调控推动的。中国证监会决定谁上市以及如何确定发行价格,这些管制扭曲了市场机制,可能助长了IPO的巨额抑价Cheung(2009)^[13]和Chan等(2004)^[14]对比了A股和B股的平均抑价率且B股的IPO的抑价不能用制度特征来解释,中国特有的管制环境使得信息不对称性进一步恶化,从而使IPO定价的抑价水平提高。Tian(2011)^[15]通过沪深公司的实证分析,发现政府管制对证券发行定价的有效性的影响,发现政府对股票的限制与对股票价格的管制是造成其抑制的重要因素。刘煜晖等(2005)^[16]认为中国股市的股权分置与国家规制的制度安排是造成IPO抑制的重要因素,它尝试利用股权分置等制度性的特性对中国上市公司IPO抑价现象进行实证分析,但目前还没有建立起完整的理论框架,田利辉(2010)^[17]在基于这一结论,论文提出了新股的供给论,指出在中国尚未完全成熟的股票市场中,股票的价格主要取决于供给量和投资者的需要。从本质上说,中国过去的新股发行抑价是政府对市场进行干预的一种制度抑制^[18-20]。李冬昕等(2014)^[21]认为询价机构报价差异大、意见分歧严重,一级市场IPO定价过高问题就越突出。陈盛双等(2007)^[22]认为,仅凭价格机制进行的市场化改革,还不足以抑制IPO的溢价,而要降低政府的行政控制则是其核心。段丽娜等(2018)^[23]从中国股票市场发展的一个重大信号来看,这次发行上市不仅没有降低市场的平均溢价率,反而对其产生了一定的推动作用,使得发行价格的有效性并未达到监管机构的期望。

5 风险投资机构行为对 IPO 抑价的影响

许多公司会选择创业风险资本(或称为风险投资公司)来帮助公司提高自身的价值IPO、MBO和M&A是三种主要的退出方式,IPO可以为风投公司提供最多的投资收益(提高公司的知名度和信誉)。综上所述,风投公司与发行者所关心的焦点在于其所扶持的公司的市场认同,而这一认同可以通过发行者的IPO抑价来体现。“逐名假说”是以上观点的有力佐证。“逐名假说”的意思是,刚进入市场的公司,都会选择刚成立没多久风投公司,而这两家公司为了树立

自己的品牌和迅速占领市场,都会做出有利于公司上市的决定,甚至不惜抬高股价^[24-27]。

但是,现有的一些文献并不能完全支持以上的结论。李和瓦哈尔的研究增加了对配对的限制,使巴里与梅金森的发现发生了逆转。而在国内环境下,学者将目标锁定在中小板上市公司,发现无风险投资背景的上市公司的IPO溢价率较高^[28]。

6 文献评述

要激活资本市场的活力,就需要对其内部的影响进行深入的理论研究。坚持以理论指导实践,坚持理论修正^[29],完善上市公司信息披露和监管体系^[30],以促进中国上市公司注册制度的完善^[31]。论文认为,通过对上市公司定价机制的优化,可以有效地推动上市公司的成长。因此,今后的研究需要进一步厘清IPO抑价的边界条件,并将其与中国的实际情况相结合,从而得出更有指导意义的结论。当前,中国急需审时度势,脚踏实地,把握好注册制度改革大好时机,系统地完善中国资本市场“市场化”的正规化进程和全面建设的思想,从而更好地推进中国资本市场的转型与发展。

参考文献

- [1] 冯琳. IPO定价影响因素文献综述[J]. 合作经济与科技, 2022(1): 66-67.
- [2] Rock, Kevin. Why New Issues are Underpriced[J]. Journal of Financial Economics, 1986(15):187-212.
- [3] Beatty, Randolph P, Jay R Ritter. Investment Banking, Reputation and The underpricing of Initial Public Offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1986(15):213-232.
- [4] Ritter, Jay R. The “Hot Issue” Market of 1980[J]. Journal of Business, 1984(57):215-240.
- [5] Booth, James R, Richard Smith. Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis[J]. Journal of Financial Economics, 1986(15):261-281.
- [6] Carter, Richard, Steven Manaster. Initial Public Offerings and Underwriter Reputation[J]. Journal of Finance, 1990(45):1045-1067.
- [7] Benveniste L M, Paul Spindt. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues[J]. Journal of Financial Economics, 1989(24):343-361.
- [8] Loughran, Tim, Jay Ritter. Why don't Issuers Get Upset about Leaving Money on the Table in IPOs?[J]. Review of Financial Studies, 2002(15):413-443.
- [9] Welch I. Sequential Sales, Learning, and Cascades[J]. Journal of Finance, 1992(47):695-732.
- [10] 高敬忠,王媛媛. 中国IPO制度的变迁及改革启示[J]. 财会月刊, 2018(23):161-166.
- [11] Chalmers K, Haman J, Qu W. China's Securities Reforms and IPO Wealth Loss[J]. Journal of Contemporary Accounting & Economics, 2014(3):161-175.
- [12] 吴锡皓,张弛. 注册制改革对资本市场定价效率的影响研究——基于IPO抑价率的视角[J/OL]. <http://kns.cnki.net/kcms/detail/12.1288.F.20220615.1548.005.html>.
- [13] Cheung Y L, Ouyang Z, Tan W. How Regulatory Changes Affect IPO Underpricing in China[J]. China Economic Review, 2009,20(4):692-702.
- [14] Chan K, Wang J, Wei K C J. Underpricing and Long-term Performance of IPOs in China[J]. Journal of Corporate Finance, 2004,10(3):409-430.
- [15] Tian L. Regulatory Underpricing: Determinants of Chinese Extreme IPO Returns[J]. Journal of Empirical Finance, 2011,18(1):78-90.
- [16] 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.
- [17] 田利辉. 金融管制、投资风险和新股发行的超额抑价[J]. 金融研究, 2010(4):85-100.
- [18] 蒋顺才,蒋永明,胡琦. 不同发行制度下中国新股首日收益率研究[J]. 管理世界, 2006(7):132-138.
- [19] 初可佳,张昊宇. 中国IPO发行制度演变对新股定价效率的影响——基于定价管制视角[J]. 金融经济研究, 2019,34(1):83-93.
- [20] 俞红海,刘焯,李心丹. 询价制度改革与中国股市IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J]. 金融研究, 2013(10):167-180.
- [21] 李冬昕,李心丹,俞红海,等. 询价机构报价中的意见分歧与IPO定价机制研究[J]. 经济研究, 2014,49(7):151-164.
- [22] 陈盛双,孙全纬. 基于固定市盈率制度下的IPO发行体制的效率研究[J]. 经济研究导刊, 2007(8):80-82.
- [23] 段丽娜,张小成,袁桥桥. 超募制度提高了IPO定价效率了吗[J]. 宏观经济研究, 2018(5):62-71+148.
- [24] Chen K C W, H Yuan. Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-Based Regulation of Right Issues[J]. The Accounting Review, 2004,79(3):645-665.
- [25] 张宗新,滕俊樑. 注册制询价改革能否提高IPO定价效率?——基于科创板试点注册制改革的研究视角[J]. 上海金融, 2020(8): 24-30.
- [26] 张宗新,吴钊颖. 科创板基础性制度改革能否提升市场定价效率?[J]. 证券市场导报, 2021(4):33-46.
- [27] 董秀良,刘佳宁,满媛媛. 注册制下科创板首发定价合理性及高回报成因研究[J]. 上海财经大学学报, 2020,22(6):65-78.
- [28] 李敏才,刘峰. 社会资本、产权性质与上市资格——来自中小板IPO的实证证据[J]. 管理世界, 2012(11):110-123.
- [29] 卢昌崇,陈仕华. 断裂联重构:连锁董事及其组织功能[J]. 管理世界, 2009(5):152-165.
- [30] 彭正银,廖天野. 连锁董事治理效应的实证分析——基于内在机理视角的探讨[J]. 南开管理评论, 2008(1):99-105.
- [31] 邱静,范钦钦. 注册制下IPO抑价影响因素及治理:综述与展望[J]. 重庆社会科学, 2022(3):70-86.