

中国新股折价现象研究评述

沈 哲,蔡丛露,黄 霖

(厦门大学 管理学院,福建 厦门 361005)

摘 要:新股折价现象指的是新股上市首日的收盘价格普遍高于新股发行价格,这一现象一直是学者和政策制定者关注的焦点问题。如果新股在上市后的短期均衡价格反映了所有信息,那么新股上市首日收益率意味着新股发行价格显著低于其内在价值。国内外对中国新股折价现象的研究包括理论研究和实证研究,理论研究的分类主要按照发行公司、承销商和投资者之间的两两关系,实证研究分类的主要依据是信息不对称、行为因素和制度因素。文献分析表明,信息不对称和行为因素是影响中国新股折价的主要原因。

关键词:新股折价;中国新股;信息不对称;行为因素

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**0438-0460(2014)01-0149-08

一、引言

首次公开发行(Initial Public Offerings,简称新股或者 IPOs)是资本市场关注的热点,新股上市首日收益率异常现象长期困扰着学者和政策制定者。新股折价现象指的是新股上市首日的收盘价格普遍高于新股发行价格。如果新股在上市后的短期均衡价格反映了所有信息,那么新股上市首日收益率意味着新股发行价格显著低于其内在价值。新股折价现象不仅出现在欧美发达国家的成熟市场,在发展中国家的新兴市场也普遍得到了确认,中国新股首日收益率更是达到了 100% 以上,远高于美国或者英国等发达市场的平均水平,因此对中国新股异常现象的研究尤其受国内外学者的关注。新股定价问题的研究不仅对揭开新股发行的两大谜题本身具有重要的理论意义,而且对上市公司新股发行价格的制订,对我国正在进行的国有企业改制上市都具有重要的现实意义。

本文回顾国内外对中国新股折价现象的理论和实证研究。理论研究的分类主要按照发行公司、承销商和投资者之间的三种两两关系,而实证研究分类的主要依据是信息不对称、行为因素和制度因素。中国的制度安排在很大程度上削弱了承销商在新股发行过程中的价格发现作用,因此实证研究大部分是基于发行公司和投资者之间的关系来理解新股折价现象。本文认为信息不对称和行为因素是影响中国新股折价的主要因素,一方面是因为相对于非常中国特色的制度因素,信息

收稿日期:2013-09-23

基金项目:国家自然科学基金青年项目“我国上市公司盈余管理与新股(价格)异常现象的理论与实证研究”(71102057);教育部留学回国人员科研启动基金

作者简介:沈哲,男,福建厦门人,厦门大学管理学院助理教授,经济学博士;蔡丛露,女,福建厦门人,建设银行厦门市分行工作人员,经济学博士;黄霖,女,四川重庆人,西南财经大学经济与管理研究院副教授、博士生导师,经济学博士。

不对称和行为因素是更为一般化的,另一方面是因为虽然制度因素可以解释不同制度下上市的新股在首日收益率方面的差异,但是它对相同制度背景下各种新股在首日收益率方面的差异没有多少解释力,对同一制度下所有新股的影响都是大体相同的。

二、新股折价的理论解释

许多研究尝试着从各种不同的角度去解释为什么要折价发行新股,也有不少研究对这些理论解释进行分类。比如,Ritter 和 Welch(2002)把现有文献分为基于不对称信息的理论,基于对称信息的理论、以及集中在股票分配的理论三大类,而 Ljungqvist(2007)则把现有文献概括为四个大类:信息不对称模型、制度因素、所有权和控制权、行为解释。本文采用发行公司、承销商,以及投资者之间的相互关系来梳理现有的理论文献。

(1) 发行公司和投资者

发行公司和投资者之间的关系或许是三种两两关系中最受关注的。当两者之间存在信息不对称的时候,发行公司折价发行新股可以避免 Rock(1986)提出的“胜利者的诅咒”问题可能带来的不利结果,形成“信息瀑布”效应所需要的初始申购需求(Welch 1992),向投资者传递可靠的信号(Allen & Faulhaber,1989; Grinblatt & Hwang,1989; Welch,1989)。除了以新股折价的方式缓解信息不对称,发行公司还可以选择声誉高的承销商(Beatty & Ritter,1986; Chemmanur & Fulghieri,1994; Carter & Manaster,1990)或者审计师事务所(Beatty,1989; Michaely & Shaw,1995)等中介机构。

不考虑信息不对称问题的时候,新股折价可以理解为发行公司为了特定目的而以一定折扣销售公司股票,这些目的和税收、代理成本、流动性、营销活动等。Rydqvist(1997)从税收角度来解释这一现象,认为公司可以利用公司所得税和个人资本利得税的差异,以一定折扣销售公司资产给员工的形式来代替直接支付薪酬,达到减少税收支出的目的。折价发行新股就是其中一种可能的选择。Brennan 和 Franks(1997)、Stoughton 和 Zechner(1998)从代理成本角度提出了两种截然相反的理解,前者认为新股折价可以吸引更多投资者参与,避免因存在大股东所带来的监督,从而达到巩固控制权和代理成本的目的,后者认为新股折价可以用来鼓励更多的监督,达到减少代理成本的目的。Ellul 和 Pagano(2006)从预期流动性风险的角度解释新股折价,认为投资者担心上市后的流动性问题,所以对于预期上市后流动性不好或者难以预测的新股,折价水平会比较高。新股折价还可以起到营销作用,吸引投资者兴趣(Chemmanur,1993),影响资本市场的新股销售(Habib & Ljungqvist,2001)或者产品市场的销售活动(Demers & Lewellen,2003),Chemmanur 和 Yan(2009)则发现,产品市场的营销反过来也会影响新股折价水平,两者是一种替代的关系。

(2) 承销商和投资者

承销商和投资者之间的关系也是理解新股折价的一个重要环节。当两者之间存在信息不对称的时候,新股折价可以看做是信息劣势的承销商为了获取有价值的私人信息,向信息优势的(机构)投资者支付的均衡价格,向承销商揭示拥有的私人信息同时也是询价制下投资者的最优选择(Benveniste & Spindt,1989; Benveniste & Wilhelm,1990; Spatt & Srivastava,1991)。之后的许多研究在 Benveniste 和 Spindt(1989)的基础上进行了一定程度的扩展,比如 Sherman 和 Titman(2002)考虑了获得信息是有成本的情况,放松了 Benveniste 和 Spindt(1989)原有分析框架中对信息无成本的假设。他们提出了一个承销商最大化上市过程产生的信息量模型,表明作为补偿投资者获得有成本信息的新股折价水平会随着信息成本的增加而增加。

当承销商和投资者之间没有信息不对称问题的时候,新股折价可以理解为承销商考虑了未来的不确定因素而没有把私人信息或者公开信息完全反映到发行价格中。这种不确定因素可能来自

定价过高带来的潜在诉讼风险(Tinic, 1988; Hughes & Thakor, 1992), 也可以是投资者热情的出现, 比如 Derrien(2005)、Ljungqvist 等(2006) 和 Cook 等(2006)。除此以外, 新股折价还可能和承销行业的某些惯用做法有关, 比如承销商在新股上市后提供的价格支持、承销商要求投资者以更多交易佣金勾兑新股配额、承销商要求以发行价格得到新股的投资者必须在二级市场买入更多该公司股票(俗称“Laddering”)、承销商把热销新股分配给潜在客户公司的高管以影响这些公司选择承销商和新股定价的决策(俗称“Spinning”)、卖方分析师倾向给出对其承销客户有利的推荐。Ruud(1993)、Cliff 和 Denis(2004)、Reuter(2006)、Hao(2007)、Liu 和 Ritter(2010)、Liu 和 Ritter(2011) 等分别把这些行业实践和新股折价现象联系在一起。

(3) 发行公司和承销商

一些研究从发行公司和承销商的委托代理关系来理解新股折价现象, 新股折价通常被理解为处于信息劣势的发行公司为了从处于信息优势的承销商获取有价值的私人信息所支付的均衡价格。Baron(1979) 假设两者在签订承销合同的时候不存在信息不对称, 研究了新股的定价、发行公司不能观察承销商在发售活动中的努力导致的激励问题、承销商为了减少自己发售努力而折价发行新股的动机。Baron 和 Holmström(1980) 虽然也采用了相同的信息对称假设, 但是他们认识到了承销商在注册期间可以通过正式销售前的各种活动更准确地了解市场对新股的需求。当承销商拥有发行公司所没有的私人信息时, 发行公司必须设计一种合同使得承销商对发行价格的确定和发售努力符合发行公司的利益。他们的分析表明, 当承销商是风险厌恶的时候, 最优合同是使得发行公司和承销商分别承担一部分风险。为了使得风险厌恶的承销商在发售新股的时候更投入, 发行公司必须让承销商承担更大部分的风险。尽管授权承销商进行定价是比较好的选择, 但是发行公司还是会因为信息和发售努力的无法观测而蒙受损失。Baron(1982) 放松了之前采用的信息对称假设, 考虑了承销商在签订契约时候就比发信公司更了解市场需求的情形。

Loughran 和 Ritter(2002) 采用前景理论提出了另外一种新股折价的解释。发行公司的决策者之所以默许大幅度的新股折价, 是因为他们财富的增长大大超出了原先的预期, 综合损失和收益以后的结果并不会使这些决策者对新股折价感到不满。

三、新股折价的实证研究: 来自中国的证据

许多国内外学者对中国折价现象进行了实证研究, 这些研究确认了三个基本事实: 第一, 中国新股在上市首日的收盘价格高于发行价格, 具有统计意义上的显著性; 第二, 相对于新股发行价格计算的新股折价幅度很大, 但是随着时间的推移逐渐减弱, 而且由于制度方面的改进还将继续减弱(Ritter 2011); 第三, 各个时期影响新股折价幅度的因素不尽相同, 发行公司特征、承销商特征、投资者特征甚至是外部环境的改变似乎都在一定程度上影响着新股首日收益率。根据实证研究是否把新股折价和信息不对称、行为因素或者制度因素相联系, 本文对现有的实证研究进行总结。实证研究的总结没有沿用理论研究的分类, 这很大程度上是因为中国承销商在功能上和国外同行存在显著的差别。即便是在采用询价制的中国新股, 承销商也没有任何分配新股的自主权, 作为询价对象的机构投资者因而没有任何动机把私人信息揭示给承销商。

(1) 信息不对称

许多研究对信息不对称是否影响中国新股折价进行了有益的探索, 有些研究检验了现有理论并且得到一致的结果, 比如 Su 和 Fleisher(1999)、徐浩萍等(2009) 等, 有些则得到了不一致的结果并且归因于中国特有的制度安排, 比如刘煜辉和熊鹏(2005)、蒋顺才等(2006) 等, 还有一些研究则没有具体检验某个理论, 而是直接从中国特殊的制度安排来理解中国新股折价现象, 比如早期的

Mok 和 Hui(1998)、陈工孟和高宁(2000)。

Su 和 Fleisher(1999)研究了 1987 年至 1995 年发行的中国新股,他们检验的是基于发行公司和投资者信息不对称的信号理论并且得到了和预期一致的结果。但是之后的研究并不完全支持信息不对称解释。比如,杜莘等(2001)采用截至 1998 年 5 月的新股为研究样本却发现基于信息不对称的“分离均衡”在中国并不成立,新股发行的时间、价格、规模等才是影响初始收益率的主要因素。刘煜辉和熊鹏(2005)同样认为文献中关于新股折价的种种动机在中国缺乏立论的基础,中国市场的“股权分置”和“政府管制”的制度安排才是导致极高的新股抑价的根本原因。蒋顺才等(2006)分析了 1991 年至 2005 年发行的 1230 个新股样本,结果表明“事前不确定性假说”和“投资银行声誉假说”难以得到中国 A 股 IPO 市场的证据支持,而制度变迁是影响我国 A 股 IPO 首日收益率的主要因素。

尽管中国的制度安排可能不完全符合信息不对称理论的基本假设,但还是有一些研究可以较少地受到这方面的质疑,尤其是新股的询价制正式实施以后。比如,徐浩萍等(2009)研究了国有企业的新股折价现象,发现政府私有化意愿比较弱的国有企业新股折价比较高,国有企业新股折价和第一大股东的持股比例以及公司股权的控制链长度相关,而且政府私有化意愿比较弱的国有企业长期表现比较好。王兵等(2009)采用 2005 年至 2008 年的询价新股为样本进一步检验了审计师声誉对新股定价的影响,发现虽然审计师声誉与公司询价水平的关系不显著,但是审计师声誉可以显著降低新股折价,这一关系在民营企业中表现得更为突出。他们认为审计师声誉已经逐步影响了新股定价,这是新股定价市场化改革所带来的变化,因为这种关系不存在于李常青和林文荣(2004)研究的非询价新股样本中。张学勇和廖理(2011)研究了不同风险资本背景对公司 IPO 后市场表现的影响,他们发现外资风险资本支持的新股折价幅度显著低于非外资风险资本支持的新股,认为这和外资风险投资更加谨慎的投资策略、对公司治理的改善是一致的。张学勇和廖理(2011)采用的样本是 2000 年至 2008 年获得风险资本支持并且成功在中国大陆、香港或者美国上市的中国新股,没有包含同期非风险资本支持的中国新股。陈工孟等(2011)采用 2004 年至 2007 年在境内和境外交易所直接上市的中资背景公司,他们的样本既包括风险资本支持的新股,也包含了非风险资本支持的新股。他们发现有风险资本参与的新股折价显著高于没有风险资本参与的新股折价,认为这一结果可以用声誉效应假说来理解,即风险投资机构以新股折价的方式退出投资项目,以此来建立自己的声誉,吸引更多的资金流入。覃家琦等(2012)研究了双重上市与公司 IPO 行为之间的关系,双重上市的公司由于信息披露更为充分,A 股发行过程中的信息不对称问题将没有那么明显。但是他们却发现 A+H 双重上市非但没有给公司带来 IPO 溢价,反而导致更高的 IPO 抑价。胡丹和冯巧根(2013)研究了信息环境和审计质量对新股折价的影响,发现新股折价率会随着上市前审计质量的提高而增加,认为这一结果符合审计的信号作用。

直接从中国特殊的制度安排来理解新股折价现象的研究包括 Mok 和 Hui(1998)、陈工孟和高宁(2000)、李博和吴世农(2000)、韩德宗和陈静(2001)、Chan 等(2004),等等。Mok 和 Hui(1998)研究了 1990 年到 1993 年发行的中国新股,他们的研究表明影响 1993 年之前发行的新股首日高收益率的因素是国家持股比例、发行和上市交易的时间间隔,以及发行前的风险因素。陈工孟和高宁(2000)采用的样本是 1991 年至 1996 年上市的新股,他们发现影响新股首日收益率的因素是从发行到上市交易的时间间隔以及近期的配股计划,这两个中国市场特有的因素只对 A 股新股折价现象有解释力,对 B 股没有任何解释力。李博和吴世农(2000)采用 1996 年至 1999 年发行的研究样本则显示发行时间、发行地点和中签率对首日收益率的影响不显著,影响显著的因素是发行方式、发行规模和首日换手率,其中发行方式的不同导致了从发行到上市交易时间间隔的不同。韩德宗和陈静(2001)采用 1997 年至 1999 年发行的新股作为样本,他们的结果表明新股上市首日收益率受

市场情况和筹资规模的影响,其他因素如市盈率的影响不显著。Chan等(2004)检验的是1993年至1998年发行的新股,他们发现样本新股的首日收益率与三个代表特定风险因素的公司特征有关,即发行与上市交易的时间间隔、发行公司所在省份的投资者数量和发行规模。

(2) 行为因素

或许是意识到国外基于发行价格的新股折价理论不能完全解释中国新股折价现象,有些研究开始把注意力转移到了基于二级市场价格的行为理论,这些研究包括江洪波(2007)、韩立岩和伍燕然(2007)、Gao(2010)、刘煜辉和沈可挺(2011)、邹高峰等(2012)、沈哲(2013)、黄俊和陈信元(2013)等。江洪波(2007)分析了1991年至2005年发行上市的新股,发现决定新股初始收益率差异的不是发行价格,而是二级市场的火爆程度、投资者的乐观情绪以及他们对二级市场的投机行为。韩立岩和伍燕然(2007)试图用不完全理性投资者的情绪来解释新股折价现象,他们认为理性解释的前提条件在中国并不成立,市场不是有效的,发行市场不是完全竞争的,新股市盈率的行政管制也不能解释新股折价现象。结合其他反应投资者情绪指标,他们间接地表明新股首日收益率是情绪指标,投资者情绪才是解释新股折价现象的主要原因。

为了更直接地检验新股折价理论,Gao(2010)采用可比公司的市场价值把新股首日收益率分解为两部分:一部分是发信公司相对于市场价值故意折价的部分,另外一部分是投资者过度估值的部分。他采用故意折价的部分直接检验了信息不对称理论,但没有发现一致的证据。值得注意的是他发现投资者过度估值部分和三个行为理论有关的变量有联系,即市场情绪、个人投资者的超额认购倍数、交易量。刘煜辉和沈可挺(2011)采用随机前沿分析法验证IPO抑价是否造成中国新股上市首日收益率的主要影响因素,他们发现IPO抑价仅能解释新股上市首日收益率的12.7%,意味着一级市场并不是中国新股折价现象的主要原因,这一发现与之前的研究(江洪波,2007;韩立岩、伍燕然,2007)以及之后的研究(邹高峰等,2012;沈哲,2013;黄俊和陈信元,2013)都是一致的。邹高峰等(2012)采用随机边界方法研究了不同发行方式下的定价行为和新股折价的构成及其影响因素,发现新股抑价更主要受二级市场的投资者情绪和市场状况因素的影响。二级市场投资者情绪的出现似乎受到一级市场的投资参与度(沈哲,2013;Shen et al.,2013b)、新股发行前的媒体报道(黄俊、陈信元,2013)采用的媒体报道、发行公司的盈余管理行为(Shen et al.,2013a)等因素的影响。

(3) 制度因素

最近还有一些研究从定价制度、发行制度和金融制度来解释中国新股折价,比如朱红军和钱友文(2010)采用1992年至2008年的新股,从发行制度的角度检验了基于管制经济学的“租金分配观”,即新股发行制度的变化通过准入限制影响了租金分配的变化,进而影响了新股折价的变化。田利辉(2010)和Tian(2011)也是从制度角度来解释中国新股折价现象。文章通过构建新股发行的供求理论,实证检验了发行超额抑价的影响因素,认为中国新股折价是因为金融管制和投资风险造成的,是政府干预的结果,因此从根本上说是制度性抑价。于富生和王成方(2012)从政府定价管制视角研究了国有股权和新股折价之间的关系。他们发现国有股权比例和新股折价正相关,而且这个正相关关系随着政府定价管制程度的提高而显著减弱,甚至转向负相关。

四、结束语

中国新股折价的原因是什么?首先,回答这个问题需要评价各种理论解释的重要性。理论文献的回顾表明,虽然作为市场参与者的发行公司、承销商和投资者之间的相互关系都有可能解释新股折价现象,但是这些理论解释的重要性不完全相同的。Ritter(2011)评价了部分新股折价解释,

他把基于发行公司和投资者关系的信号理论归为“silly academic theories”,认为 Allen 和 Faulhaber (1989)、Grinblatt 和 Hwang(1989)、Welch(1989)的研究结论不能作为理解新股折价的主要原因,只能作为一种理论上的可能,因为折价是极其昂贵的成本,发行公司只会在没有其他选择的极端情况下才会采用这样昂贵的信号来传递信息。其次,回答这个问题需要考虑中国新股发行的制度。制度安排不仅有助于我们排除一些在中国不适用的理论解释,还可以帮助我们对现有的实证研究做更进一步的思考和探索。比如,由于承销商无论在询价制实行前还是之后都没有起到价格发现的作用,中国新股折价的解释似乎只可能围绕着发行公司和投资者之间的关系,那些和承销商有关的理论在中国这一特定环境就显得没有那么重要。尽管有许多实证研究目前更倾向于运用制度因素来解释中国新股折价,但这并不表明制度背后不存在更具有一般性的经济学解释。相对于制度因素,信息不对称和行为因素不仅可以解释不同制度带来的新股折价程度的变化,还可以解释在同一制度下不同新股折价程度的变化。

参考文献:

- 陈工孟、高宁,2000《中国股票一级市场发行抑价的程度和原因》,《金融研究》第8期。
- 陈工孟、俞欣、寇祥河,2011《风险投资参与对中资企业首次公开发行折价的影响:不同证券市场的比较》,《经济研究》第5期。
- 杜莘、梁洪昀、宋逢明,2001《中国A股市场初始回报率研究》,《管理科学学报》第4期。
- 韩德宗、陈静,2001《中国IPO定价偏低的实证研究》,《统计研究》第3期。
- 韩立岩、伍燕然,2007《投资者情绪和IPOs之谜——抑价或者溢价》,《管理世界》第3期。
- 胡丹、冯巧根,2013《信息环境、审计质量与IPO抑价》,《会计研究》第2期。
- 黄俊、陈信元,2013《媒体报道与IPO抑价——来自创业板的经验证据》,《管理科学学报》第2期。
- 江洪波,2007《基于非有效市场的A股IPO价格行为分析》,《金融研究》第8期。
- 蒋顺才、蒋永明、胡琦,2006《不同发行制度下我国新股首日收益率研究》,《管理世界》第7期。
- 李博、吴世农,2000《中国股市新股发行(IPOs)的初始收益率研究》,《南开管理评论》第5期。
- 李常青、林文荣,2004《会计师事务所声誉与IPO抑价关系的实证研究》,《厦门大学学报(哲社版)》第5期。
- 刘煜辉、沈可挺,2011《是一级市场抑价,还是二级市场溢价——关于中国新股高抑价的一种检验和一个解释》,《金融研究》第11期。
- 刘煜辉、熊鹏,2005《股权分置、政府管制和中国IPO抑价》,《经济研究》第5期。
- 覃家琦、邵新建、赵映雪,2012《双重上市、IPO抑价和大规模融资行为——来自中国公司IPO的证据》,《金融研究》第3期。
- 沈哲,2013《中国新股异常现象的行为解释》,《统计研究》第5期。
- 田利辉,2010《金融管制、投资风险和新股发行的超额抑价》,《金融研究》第4期。
- 王兵、辛清泉、杨德明,2009《审计师声誉影响股票定价吗?——来自IPO定价市场化的证据》,《会计研究》第11期。
- 徐浩萍、陈欣、陈超,2009《国有企业IPO发行折价:基于政策信号理论的解释》,《金融研究》第10期。
- 于富生、王成方,2012《国有股权与IPO抑价——政府定价管制视角》,《金融研究》第9期。
- 张学勇、廖理,2011《风险投资背景与公司IPO:市场表现与内在机理》,《经济研究》第6期。
- 邹高峰、张维、徐晓婉,2012《中国IPO抑价的构成及影响因素研究》,《管理科学学报》第4期。
- 朱红军、钱友文,2010《中国IPO高抑价之谜:定价效率观还是租金分配观》,《管理世界》第6期。
- Allen, F., G. Faulhaber, 1989, "Signaling by underpricing in the IPO market", *Journal of Financial Economics*, 23(2).
- Baron, D., 1979, "The incentive problem and the design of investment banking contracts", *Journal of Banking and Finance*, 3(2).
- Baron, D., 1982, "A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues", *Journal of Finance*, 37(4).

- Baron,D. ,B. Holmström,1980, “The investment banking contract for new issues under asymmetric information: Delegation and the incentive problem”,*Journal of Finance*,35(5) .
- Beatty,R. ,1989, “Auditor reputation and the pricing of initial public offerings”,*Accounting Review*,64(4) .
- Beatty,R. ,J. Ritter,1986, “Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings”,*Journal of Financial Economics*,15(1-2) .
- Benveniste,L. ,P. Spindt,1989, “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”,*Journal of Financial Economics*,24(2) .
- Benveniste,L. ,W. Wilhelm,1990, “A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments”,*Journal of Financial Economics*,28(1-2) .
- Brennan,M. ,J. Franks,1997, “Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK”,*Journal of Financial Economics*,45(3) .
- Carter,R. ,S. Manaster,1990, “Initial public offerings and underwriter reputation”,*Journal of Finance*,45(4) .
- Chan,K. ,J. Wang,K. Wei,2004, “Underpricing and long-term performance of IPOs in China”. *Journal of Corporate Finance*,10(3) .
- Chemmanur,T. ,1993, “The pricing of initial public offerings: a dynamic model with information production”,*Journal of Finance*,48(1) .
- Chemmanur,T. ,P. Fulghieri,1994, “Investment bank reputation, information production, and financial intermediation”,*Journal of Finance*,49(1) .
- Chemmanur,T. ,A. Yan,2009, “Product market advertising and new equity issues”,*Journal of Financial Economics*,92(1) .
- Cliff,M. ,D. Denis,2004, “Do IPO firms purchase analyst coverage with underpricing?” *Journal of Finance*,59(6) .
- Cook,D. ,R. Kieschnick,R. Van Ness,2006, “On the marketing of IPOs”,*Journal of Financial Economics*,82(1) .
- Demers,E. ,K. Lewellen,2003, “The marketing role of IPOs: evidence from internet stocks”,*Journal of Financial Economics*,68(3) .
- Derrien,F. ,2005, “IPO pricing in “hot” market conditions: who leaves money on the table?” *Journal of Finance*,60(1) .
- Ellul,A. ,M. Pagano,2006, “IPO underpricing and aftermarket liquidity”,*Review of Financial Studies*,19(2) .
- Gao,Y. ,2010, “What comprises IPO initial returns: evidence from the Chinese market”,*Pacific-Basin Finance Journal*,18(1) .
- Grinblatt,M. ,C. Y. Hwang,1989, “Signaling and the pricing of new issues”,*Journal of Finance*,44(2) .
- Habib,M. ,A. Ljungqvist,2001, “Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence”,*Review of Financial Studies*,14(2) .
- Hao,Q. ,2007, “Laddering in initial public offerings”,*Journal of Financial Economics*,85(1) .
- Hughes,P. J. ,A. V. Thakor,1992, “Litigation risk, intermediation, and the underpricing of initial public offerings”,*Review of Financial Studies*,5(4) .
- Liu,X. ,J. Ritter,2010, “The economic consequences of IPO spinning”,*Review of Financial Studies*,23(5) .
- Liu,X. ,J. Ritter,2011, “Local underwriter oligopolies and IPO underpricing”,*Journal of Financial Economics*,102(3) .
- Loughran,T. ,J. Ritter,2002, “Why don’t issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?” *Review of Financial Studies*,15(2) .
- Ljungqvist,A. ,2007, “Chapter 7 IPO underpricing”,*Handbook of Corporate Finance—Empirical Corporate Finance*, Volume 1, B. Espen Eckbo (ed.) ,Elsevier/North Holland.
- Ljungqvist,A. ,V. Nanda,R. Singh,2006, “Hot markets, investor sentiment, and IPO pricing”,*Journal of Business*,79(4) .
- Michael,R. ,W. Shaw,1995 “Does the choice of auditor convey quality in an initial public offering”,*Financial Management*,24(4) .
- Mock,H. ,Y. Hui,1998, “Underpricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China”,*Pacific-Basin Finance Journal*,6(5) .

- Reuter,J. 2006, "Are IPO allocations for sale? Evidence from mutual funds", *Journal of Finance*,61(5) .
- Ritter,J. ,2011, "Equilibrium in the IPO market", *Annual Review of Finance and Economics*,3.
- Ritter,J. ,I. Welch,2002, "A review of IPO activity,pricing and allocations", *Journal of Finance*,57(4) .
- Rock,K. ,1986, "Why new issues are underpriced", *Journal of Financial Economics*,15(1-2) .
- Ruud,J. ,1993, "Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle", *Journal of Financial Economics*,34(2) .
- Rydqvist,K. ,1997, "IPO underpricing as tax-efficient compensation", *Journal of Banking and Finance*,21(3) .
- Shen,Z. ,J. Coakley,N. Instefjord,2013a, "Earnings management and IPO anomalies in China", *Review of Quantitative Finance and Accounting* forthcoming.
- Shen,Z. ,J. Coakley,N. Instefjord,2013b, "Investor participation and underpricing in lottery-allocated Chinese IPOs", *Pacific-Basin Finance Journal*,25.
- Sherman,A. ,S. Titman,2002, "Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information", *Journal of Financial Economics*,65(1) .
- Spatt,C. ,S. Srivastava,1991, "Preplay communication,participation restrictions,and efficiency in initial public offerings", *Review of Financial Studies*,4(4) .
- Stoughton,N. ,J. Zechner,1998, "IPO mechanisms,monitoring and ownership structure", *Journal of Financial Economics*,49(1) .
- Su,D. ,M. Fleisher,1999, "An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs", *Pacific-Basin Finance Journal*,7(2) .
- Tian,L. ,2011, "Regulatory underpricing: determinants of Chinese extreme IPO returns", *Journal of Empirical Finance*,18(1) .
- Tinic,S. M. ,1988, "Anatomy of initial public offerings of common stock", *Journal of Finance*,43(4) .
- Welch,I. ,1989, "Seasoned offerings,imitation costs,and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Finance*,44(2) .
- Welch,I. ,1992, "Sequential sales,learning and cascades", *Journal of Finance*,47(2) .

责任编辑: 叶颖玫

A Critical Review of IPO Underpricing Phenomenon in China

SHEN Zhe, CAI Cong-lu, HUANG Lin

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, Fujian)

Abstract: The phenomenon of the first-day closing price of an IPO being higher than its offer price, known as IPO underpricing, has been the focus of attention among researchers and policy makers. If the short-term equilibrium price reflects all available information, the first-day initial return indicates that new issues are priced significantly lower than their intrinsic value. Research at home and abroad on the underpricing phenomenon of Chinese IPOs consists of theoretical and empirical studies. Theoretical explanations are classified by the interactions between issuers, underwriters and investors, while empirical studies are grouped under the headings of information asymmetry, behavioral explanations, and institutional factors. Our literature review shows that information asymmetry and behavioral issues are primary causes for the underpricing phenomenon in China.

Key Words: IPO underpricing, Chinese IPOs, information asymmetry, behavioral issues