

国有股权、IPO 抑价与长期收益率

王成方¹, 宋夏云^{1,2}

(1. 浙江财经大学 会计学院, 浙江 杭州 310018; 2. 南京大学 商学院, 江苏 南京 210093)

摘 要: 国有股权对 IPO 抑价和长期收益率具有重要的影响。然而, 已有研究关于国有股权对 IPO 抑价和长期收益率的影响并没有取得一致的结论。运用 1990—2011 年的中国 A 股 IPO 公司数据, 使用首日超额收益率和首日收益率来衡量 IPO 抑价, 运用买入并持有的两年期超常收益率和两年期累计超额回报来衡量 IPO 长期收益率, 构建国有股权对 IPO 抑价和 IPO 长期收益率的影响的 Cluster 和 Bootstrap 回归模型进行分析。研究结果表明, 国有股权比例越高, IPO 抑价率越高; 国有股权比例越高, IPO 长期收益率越低。这一分析有助于认识国有股权对 IPO 抑价和长期收益率的影响, 也有助于认识国有企业私有化过程中的政府行为及其影响, 可以为国有企业改革提供一定的借鉴作用。

关键词: 国有股权; 国有企业; IPO 市场; IPO 抑价; IPO 长期收益率

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-0448(2015)01-0072-06

DOI:10.13764/j.cnki.ncds.2015.01.012

一 引言

公司 IPO 后的长短期市场表现是 IPO 研究的重要问题。IPO 抑价是政府对国有企业私有化改革进行干预的必然结果^[1]。信息不对称等经典假说不足以解释国有企业的 IPO 抑价现象, 政府在 IPO 过程中的其他非经济目标是造成国有企业抑价发行的重要原因^[2]。但是, 我国国有企业的 IPO 抑价率远远高于世界其他国家, 原因何在? 政府控制企业经济可能是造成我国国有企业 IPO 高度抑价的重要原因。国有股权是我国上市公司的一个重要特征。对于具有国有股权公司来说, 我国政府同时拥有发行者和监管者的身份, 然而, 政府在私有化过程中具有强烈动机进行 IPO 抑价发行; 另外, 发行公司的经理人和承销商都与政府有着千丝万缕的关系, 他们为了追求私利也都有动机进行 IPO 抑价发行, 因此, 国家持股公司更容易 IPO 抑价发行。鉴于此, 本文试图实证检验国有股权对 IPO 抑价的影响, 以期为我国 IPO 高抑价的根本原因。另外, 国有股权给公司

带来的诸多不利影响必然会影响上市后的市场表现, 并且 IPO 后股票长期收益率也可能将受到首日抑价的抑制。我国独特的制度背景为研究国有股权对 IPO 抑价和长期收益率的影响问题提供了一个天然的实验室, 本文的研究结论能够为国有企业私有化改革提供一定的借鉴作用。

虽然, 现有文献对国有股权与 IPO 抑价之间的关系进行了较多研究, 但尚未取得比较一致的结论^[3-5]。并且, 目前鲜有文献关注国有股权对 IPO 长期收益率的影响, 也还没有取得一致的结论^[6-7]。

本文运用 1990—2011 年的中国 A 股 IPO 公司数据, 研究了国有股权对 IPO 抑价的影响, 并且进一步研究这种影响是否还会对国有股权与 IPO 长期收益率之间的关系产生影响。Cluster 和 Bootstrap 回归结果均显示, 国有股权比例与 IPO 抑价率正相关, 国有股权比例与 IPO 长期收益率负相关。研究表明, 公司的国有股权比例越高, IPO 抑价率越高, IPO 长期收益率越低。

本文的贡献主要有以下四个方面: (1) 国有股

收稿日期: 2014-12-25

基金项目: 中国博士后科学基金第 54 批面上资助项目“我国地方政府性债务风险的审计预警机制研究”(2013M541649); 宁波市软科学项目“政治关联、多元化战略与企业绩效——基于宁波地区上市公司的实证研究”(2013A10006); 宁波大学研究生教育改革项目“《财务报表分析》课程的创新教学模式研究——基于 MBA 教育视角的分析”。

作者简介: 王成方(1983-), 男, 浙江瑞安人, 管理学博士, 讲师, 从事会计与财务研究; 宋夏云(1969-), 男, 江西奉新人, 管理学博士, 副教授, 从事审计、内部控制与风险管理研究。

权影响 IPO 抑价的方向和原因至今没有统一的实证证据,也缺乏深入的解释,本文推进了目前亟待发展的国有股权对 IPO 抑价影响问题的研究,也提供了具有中国独特性的经验证据;(2) 本文研究发现我国上市公司 IPO 长期收益率整体上为负,与已有大多数研究结论一致^[1],提供了来自新兴市场的经验证据,因此,丰富了上市后市场业绩方面的研究;(3) 本文也深化了我们关于国有股权与 IPO 长期收益率之间关系的认识^[2]; (4) 本文有助于认识国有企业私有化过程中的政府行为及其影响,同时为进一步探索 IPO 抑价的形成机理,以及研究在不同国有股权比例下企业资产定价效率问题,提供了更为坚实的基础。

二 理论分析与研究假设

公开发行股票是政府对国有企业私有化的最好方式,而且他们通常采用高度政治化的发行条款以实现政治目的^[3],许多学者也都强调私有化带有政治目的^[4-10]。然而,在 IPO 私有化过程中,股票抑价发行是政府实现政治目的的主要手段。其表现形式主要有以下两个方面: 第一,国有企业相当比例的 IPO 抑价是政府用来克服私有化过程中的政治障碍^[11]; 第二,为了诱使投资者认购股票,政府会降低发行价格,从而导致首发高度抑价^[12]。

从 20 世纪 80 年代开始,我国政府通过公开发行股票对国有企业进行部分私有化。然而,不像那些私有化后政府放弃了对企业的控制权,我国政府在私有化后对企业还是保持着有效的控制权,政府实际上仍然拥有大量的股份。但是,政府的目标是社会利益最大化而非股东价值最大化。国有股权的存在为政府干预企业提供了途径,而政治干预则损害了企业价值^[13]。由于我国法律对私有财产权利保护较弱,相比民营企业来说,国有企业的财富更容易受到政府的侵害,而且,这种攫取风险可能在一级市场上的较长锁定期内会更大,因此,一级市场投资者不会接受较高的发行价,要求上市后市场给予补偿^[14]。

国有企业的实际控制人是政府,政府通过委派高管等人事安排来保障其控制权的实现,并且企业高管也会被任命到政府机构,政府官员与企业高管之间相互的人事调动为政府干预企业创造了条件。在 IPO 私有化过程中,与政府具有关系的高管可能不是追求发行收入最大化,而是追求其他政治或经济目的,其原因主要有以下三个方面: 首先,与政府

具有关系的高管通过股票抑价发行建立国内政治支持,折价发行能够促进股票在国内公民的广泛分布,同时也促进了国内资本市场的流动性发展。然后,公司职工对私有化的顺利进行具有非常重要的作用,因此,与政府具有关系的高管制定分配规则将抑价股票直接分给公司职工,消除职工对私有化的阻碍。最后,与政府具有关系的高管可能通过抑价发行并且将股票分配给政治同盟来追求自身利益。以上政治目的表明与政府具有关系的高管相比,民营企业更有动机抑价发行股票。而且,在我国普遍存在不管政府官员还是国有企业高管,他们的行政级别都由政府来考评,因此,某些政府官员为了职业晋升可能会将其控制下的企业资产转移给某些特定利益群体^[15]。

然而,对于民营企业来说,它们和政府之间不存在直接的控制与被控制关系,因而政府不可能强制干预它们制定 IPO 政策。并且,民营企业上市的主要目标就是融资规模最大,提高发行价格,降低抑价发行程度,是 IPO 上市的主要动机。因此,相对于国有企业来说,民营企业股票抑价发行的程度更小^[11-12,2]。运用 1977—1997 年期间包含中国在内的 59 个国家 630 家国有企业私有化数据,发现政府为了实现政治和经济政策目的对国有企业进行抑价发行。国有股权意味着政府与企业已经存在着联系,并且国有股权比例越高,政府与企业的联系也越紧密。因此,国有股权比例越高的公司,由于受到了更多的政府干预,因而股票抑价发行的程度也更高。根据以上分析,可以提出假设 1:

假设 1: 国有股权比例越高, IPO 抑价率就越高。

倘若国有股权比例越高, IPO 抑价发行程度也更高,即与发行价格相比,股票收盘价格在上市首日越能得到上涨,那么 IPO 后股票长期收益率可能将受到首日折价的抑制^[16],发现 IPO 抑价率与 IPO 长期收益率呈负相关关系。因此,本文认为国有股权比例越高, IPO 长期收益率可能会越低。

同时,大量研究发现国有股权会损害公司价值^[17]。以刊登在 1983 年 8 月 22 日《财富》杂志上除美国外的世界 500 强制造业和矿业公司为样本,发现民营企业的业绩比国有企业和混合所有制企业都好,他们认为政府所有制对企业效益是有害的^[18]。运用中国 1990—1997 年的国有股权私有化公司为样本,发现相对于国有控股公司来说,向公众出售 50% 以上股份的公司其盈利能力、就业状况以及销售效率均显著要好^[19]。以中国上市公司为样

本,研究了国有股权对公司业绩的影响,均发现国有股权与公司业绩负相关。陈小悦和徐晓东以 1997 年至 2000—1997 年以前上市的 508 家上市公司为样本,研究发现非国家股股东作为公司的第一大股东时,公司盈利能力更强、企业价值更高、公司治理的效力更高^[6]。夏立军和方轶强^[7]选择 2003 年到 2005 年的上市公司作为研究样本,发现政府控制会对公司价值产生消极影响。此外,刘小玄和李利英发现国有股权对公司效率具有明显的负作用^[8]。IPO 长期收益率必然受到公司价值和公司效率的影响,公司价值和公司效率越低的公司,其 IPO 长期收益率也越低。基于上述分析,提出本文的假设 2:

假设 2: 国有股权比例越高, IPO 长期收益率就越低。

三 检验模型

本文采用以下 Cluster 回归模型,来检验假设 1:

$$\text{Adjre} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GS} + \alpha_2 \text{Approval} + \alpha_3 \text{VOL} + \alpha_4 \text{Lag} + \alpha_5 \text{UWR} + \alpha_6 \text{Lnfin} + \alpha_7 \text{LEV} + \alpha_8 \text{Age} + \alpha_9 \text{ROA} + \alpha_{10} \text{Growth} + \alpha_{11} \text{TOP1} + \alpha_{12} \text{Issue} + \alpha_{13} \text{Turnover} + \varepsilon \quad (1)$$

其中, Adjret 为经过市场回报调整的首日回报率变量。同时,我们借鉴已有的研究^[9],将模型(1)中的因变量改为未经市场调整的首日收益率(Return)。另外,也运用“系鞋带法”(Bootstrap) 来进行回归检验^[5]。GS 是 IPO 后国有股权比例变量,它用国有股股数除以总股数来表示。根据假设 1, 国有股权比例与 IPO 抑价率正相关,从而预计 GS 的回归系数显著为正。

此外,模型(1)还控制了其他 IPO 抑价的影响因素。Approval 表示股票发行管制,假如公司在“核准制”下首次公开募股,则 Approval = 1, 反之 Approval = 0。VOL 是反映 IPO 公司未来现金流风险的变量,采用在 IPO 后 6 至 260 个交易日期间,公司个股日回报率对市场回报率进行回归,回归残差用标准差处理后得到。Lag 表示发行上市等待期,对(1 + 发行日至首发上市日之间的间隔天数)取自然对数而得到。UWR 表示承销商声誉,它用各承销商的市场份额来度量^[10],如果承销商声誉排在前十位,则 UWR = 1, 否则 UWR = 0。Lnfin 表示发行规模,其衡量方式为对实际募集资金取自然对数。LEV 表示债务风险,其衡量方式为上市前一年末总负债除以上市前一年末总资产。Age 表示公司年龄,对公司成立至上市之间的间隔年数取自然对数而得

到。ROA 为资产收益率,其衡量方式为上市前一年末净利润除以上市前一年末总资产。Growth 表示公司成长性,其衡量方式为上市前一年的销售收入增长率。TOP1 表示第一大股东持股比例。Issue 表示发行比例,其衡量方式为本次发行股数除以发行后总股数。Turnover 是上市首日换手率变量。另外,本文还进一步控制了年度效应和行业效应。

本文采用以下 Cluster 回归模型,来检验假设 2:

$$\text{BHAR 或 CAR} = \beta_0 + \beta_1 \text{GS} + \beta_2 \text{Adjret} + \beta_3 \text{Approval} + \beta_4 \text{VOL} + \beta_5 \text{Lag} + \beta_6 \text{UWR} + \beta_7 \text{Lnfin} + \beta_8 \text{LEV} + \beta_9 \text{Age} + \beta_{10} \text{ROA} + \beta_{11} \text{Growth} + \beta_{12} \text{TOP1} + \beta_{13} \text{Issue} + \beta_{14} \text{Turnover} + \lambda \quad (2)$$

其中, BHAR 和 CAR 分别为买入并持有的两年期超常收益率和两年期累计超额回报,本文采用公司上市后第 6 个交易日到第 510 个交易日作为两年期的区间^[9]。GS 的估计系数表示国有股权与 IPO 长期收益率之间的关系,如果估计系数为负,表明国有股权与 IPO 长期收益率负相关;根据假设 2, 国有股权比例与 IPO 长期收益率负相关,因此,预计 GS 的估计系数显著为负。模型(2)中的其他变量定义与模型(1)保持一致,也对年度效应和行业效应进行了控制。

四 样本与描述统计

本文的样本范围为中国 A 股非金融类 IPO 公司,样本区间为 1990—2011 年。同时,还对样本作了如下处理:(1)剔除了变量数据缺失的样本;(2)在 1% 分位数和 99% 分位数上对所有连续变量进行了 Winsorize 处理。最后,本文得到了 1 452 个样本。本文的数据主要来源于国泰君安数据库,若国泰君安数据库中缺失本文所需要的数据,则去色诺芬数据库和招股说明书中找寻。

表 1 为全样本的描述统计。买入并持有的两年期超常收益率(BHAR) 的平均值(中位数)为 0.074 (-0.031), 而最小值(最大值)为 -1.843(2.785), 说明我国上市公司买入并持有的两年期超常收益率整体为负,并且不同公司之间的差异较大。IPO 抑价率(Adjret) 的平均值(中位数)为 1.256 (1.087), 而最小值(最大值)为 -0.093(4.389), 表明我国 IPO 抑价程度较高,但也有少量公司首日破发。国有股权比例(GS) 的平均值(中位数)为 0.397 (0.48), 而最小值(最大值)为 0 和 0.84, 表明我国上市公司的较多股份掌握在国家手中,并且不同公司在国有股权方面也存在较大的差异。

表 1 描述统计

	平均值	中位数	标准差	最小值	25%	75%	最大值
BHAR	0.074	-0.031	0.674	-1.843	-0.269	0.296	2.785
Adjret	1.256	1.087	0.872	-0.093	0.668	1.639	4.389
GS	0.397	0.480	0.284	0.000	0.032	0.644	0.840
Approval	0.364	0.000	0.481	0.000	0.000	1.000	1.000
VOL	2.169	2.134	0.667	0.976	1.694	2.646	3.929
Lag	3.228	3.045	0.624	2.303	2.773	3.555	5.187
UWR	0.688	1.000	0.464	0.000	0.000	1.000	1.000
Lnfin	19.534	19.464	0.946	17.728	18.973	19.938	23.440
LEV	0.560	0.584	0.143	0.142	0.477	0.662	0.942
Age	1.083	1.099	0.782	0.000	0.000	1.609	2.773
ROA	0.100	0.088	0.057	0.010	0.061	0.125	0.325
Growth	0.278	0.180	0.471	-0.482	0.048	0.385	2.938
TOP1	0.548	0.527	0.237	0.093	0.365	0.705	1.000
Issue	0.293	0.281	0.079	0.058	0.250	0.345	0.481
Turnover	0.602	0.620	0.163	0.100	0.510	0.710	0.920

五 回归结果

表 2 报告了模型 (1) 的检验结果,被解释变量分别为首日起超额收益率 (Adjret) 和首日回报率 (Re-

turn)。回归结果均显示,GS 的回归系数为 0.32,在 1% 水平上显著为正,说明国有股权比例越高,IPO 抑价率越高,该回归结果验证了假设 1。

表 2 回归结果

	Adjret(Cluster)		Return(Cluster)		Adjret(Bootstrap)	
	估计系数	t 值	估计系数	t 值	估计系数	z 值
截距项	7.168	10.520***	7.275	10.660***	7.168	9.790***
GS	0.320	3.890***	0.299	3.660***	0.320	4.750***
Approval	-0.440	-2.030**	-0.481	-2.170**	-0.440	-1.970**
VOL	0.029	0.530	-0.006	-0.110	0.029	0.570
Lag	-0.146	-2.250**	-0.166	-2.560**	-0.146	-2.290**
UWR	-0.010	-0.280	-0.010	-0.280	-0.010	-0.310
Lnfin	-0.348	-12.340***	-0.349	-12.420***	-0.348	-11.800***
LEV	0.009	0.050	0.017	0.100	0.009	0.050
Age	-0.008	-0.250	-0.010	-0.320	-0.008	-0.260
ROA	0.010	0.020	0.082	0.190	0.010	0.020
Growth	0.109	2.340**	0.114	2.420**	0.109	2.440**
TOP1	-0.266	-2.320***	-0.242	-2.130***	-0.266	-2.320**
Issue	0.481	1.800*	0.387	1.430	0.481	1.750*
Turnover	1.624	10.380***	1.747	11.530***	1.624	9.790***
年度效应	已控制		已控制		已控制	
行业效应	已控制		已控制		已控制	
R ²	0.467		0.471		0.467	
F 值	29.610***		29.690***			
Wald Chi ²					11 932.740***	
样本量	1 452		1 452		1 452	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著;回归系数的标准误差经 Cluster 或 Bootstrap 调整。

表 3 报告了模型 (2) 的回归结果,其中,被解释变量分别为买入并持有的两年期超常收益率

(BHAR) 和两年期累计超额回报 (CAR)。关于 BHAR 的回归结果中,GS 的回归系数在 5% 水平上

显著为负,说明国有股权比例越高,买入并持有的 IPO 两年期超常收益率越低,该结果验证了假设 2。关于 CAR 的回归结果中,GS 的回归系数在 5% 水平

上显著为负,表明国有股权比例越高,IPO 两年期累计超额回报越低,结果也同样验证了假设 2。

表 3 回归结果

	BHAR		CAR	
	估计系数	t 值	估计系数	t 值
截距项	2.450	4.010 ***	2.457	5.380 ***
GS	-0.136	-2.030 **	-0.101	-2.180 **
Adjret	-0.169	-7.030 ***	-0.158	-8.930 ***
Approval	0.040	0.300	0.039	0.320
VOL	0.288	5.700 ***	0.270	8.410 ***
Lag	0.007	0.180	-0.011	-0.420
UWR	0.059	1.550	0.058	2.340 **
Lnfin	-0.126	-5.290 ***	-0.126	-6.660 ***
LEV	-0.027	-0.180	-0.018	-0.170
Age	-0.029	-0.990	-0.032	-1.680 *
ROA	-0.129	-0.350	-0.066	-0.250
Growth	0.055	1.360	0.040	1.540
TOP1	-0.135	-1.380	-0.049	-0.760
Issue	0.219	0.890	-0.019	-0.110
Turnover	-0.056	-0.350	-0.014	-0.140
年度效应	已控制	已控制		
行业效应	已控制	已控制		
R ²	0.236		0.293	
F 值	9.750 ***		13.570 ***	
Wald Chi ²				
样本量	1 303		1 303	

注:***、**、* 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平上显著;回归系数的标准误差经 Cluster 调整。

另外,本文还从以下几个方面进行稳健性检验以提高结论的可靠性:(1)在计算公司未来现金流风险(VOL)、首日起超额回报率(Adjret)、两年期买入并持有的超常收益率(BHAR)以及两年期累计超额回报(CAR)的过程中,本文也使用沪深两市 A 股总市值加权平均指数作为市场回报;(2)将内部职工持股比例和留存比例也作为模型(1)的控制变量^[9]。上述稳健性检验结果均不会改变本文的研究结论。

六 研究结论

IPO 抑价是金融经济学中长期存在的一个难题,因此受到了学者的广泛关注,IPO 长期收益率也是 IPO 研究的核心问题。我国独特的制度背景及国有股权比例较高为研究 IPO 抑价和长期收益率问题提供了一个天然的实验室。然而,已有研究关于国有股权对 IPO 抑价和长期收益率的影响并没有取得一致的结论。本文运用 1990—2011 年的中国 A 股

IPO 公司数据,研究了国有股权对 IPO 抑价和长期收益率的影响。Cluster 和 Bootstrap 回归结果均显示,国有股权比例与 IPO 抑价率正相关,国有股权比例与 IPO 长期收益率负相关。研究表明,公司的国有股权比例越高,IPO 抑价率越高,IPO 长期收益率越低。本文的研究结论将有助于增进我们对我国 IPO 市场高度抑价原因和发展趋势的理解,同时也深化了国有股权对 IPO 抑价和长期收益率的影响方面的研究。

参考文献:

- [1] Megginson W, Netter J. From State to Market: A Survey of Empirical Studies on Privatization [J]. Journal of Economic Literature, 2001, 39(2): 321—389.
- [2] Jones S L, Megginson W L, Nash R C, et al. Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53(2): 217—253.
- [3] Chen G, Firth M, Kim J B. IPO Underpricing in China's

- New Stock Markets [J]. Journal of Multinational Financial Management, 2004, 14(3): 283 – 302.
- [4] Cheung Y, Ouyang Z, Tan W. How Regulatory Changes Affect IPO Underpricing in China [J]. China Economic Review, 2009, 20(4): 692 – 702.
- [5] Tian L. Regulatory underpricing: Determinants of Chinese Extreme IPO Returns [J]. Journal of Empirical Finance, 2011, 18(1): 78 – 90.
- [6] Boardman A E, Laurin C. Factors Affecting the Stock Price Performance of Share Issue Privatizations [J]. Applied Economics, 2000, 32(11): 1451 – 1464.
- [7] Chi J, Padgett C. The Performance and Long – run Characteristics of the Chinese IPO Market [J]. Pacific Economic Review, 2005, 10(4): 451 – 469.
- [8] Boycko M, Shleifer A, Vishny R. A Theory of Privatization [J]. Economic Journal, 1996, 106(435): 309 – 319.
- [9] Villalonga B. Privatization and Efficiency: Differentiating Ownership Effects from Political, Organizational, and Dynamic Effects [J]. Journal of Economic Behavior and Organization, 2000, 42(1): 43 – 74.
- [10] Biais B, Perotti E. Machiavellian Privatization [J]. The American Economic Review, 2002, 92(1): 240 – 258.
- [11] Shleifer A, Vishny R. Politicians and Firms [J]. Quarterly Journal of Economics, 1994, 109(4): 995 – 1024.
- [12] Chen Z, Choi J J, Jiang C. Private Benefits in IPOs: Evidence From State – owned Firms [J]. Working Paper, Temple University, 2007.
- [13] Boardman A E, Vining A R. Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State – owned Enterprises [J]. Journal of Law and Economics, 1989, 32(1): 1 – 33.
- [14] Wei Z, Varela O, D' Souza J, Hassan M K. The Financial and Operating Performance of China's Newly Privatized Firms [J]. Financial Management, 2003, 32(2): 107 – 126.
- [15] Sun Q, Tong W H S. China Share Issue Privatization: the Extent of Its Success [J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70(2): 183 – 222.
- [16] 陈小悦, 徐晓东. 股权结构、企业绩效与投资者利益的保护 [J]. 经济研究, 2001(11): 3 – 11.
- [17] 夏立军, 方轶强. 政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据 [J]. 经济研究, 2005(5): 40 – 51.
- [18] 刘小玄, 李利英. 企业产权变革的效率分析 [J]. 中国社会科学, 2005(2): 5 – 17.
- [19] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post – IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84(2): 330 – 357.
- [20] Megginson W, Weiss K. Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings [J]. Journal of Finance, 1991, 46(3): 879 – 904.

State Ownership IPO Underpricing and Long – run Performance

WANG Cheng – fang¹, SONG Xia – yun^{1,2}

(1. School of Accounting, Zhejiang University of Finance and Economics, Hangzhou 310018, China;

2. School of Business, Nanjing University, Nanjing 210093, China)

Abstract: State ownership has important influence on IPO underpricing and long – run performance. Extant literature examined how state ownership affected IPO underpricing and long – run performance, but it hasn't got a conclusion that is widely accepted. This paper uses 1990 to 2011 of China's A – share IPO company data, meanwhile, it uses first – day excess returns and first – day returns to measure IPO underpricing, and uses the buy and holds A two – year supernormal returns and two – year cumulative excess return to measure IPO long – run performance, and then builds the Cluster and Bootstrap regression model to study the effects of state ownership on IPO underpricing and long – run performance. It shows that IPO underpricing increases with state ownership and IPO long – run performance decreases with state ownership. This analysis helps us to know more about the effects of state ownership on IPO underpricing and long – run performance, and understand the government behavior and its influence in the process of state – owned enterprise privatization; it can provide certain reference for the reform of state – owned enterprises.

Key words: state ownership; state – owned enterprises; IPO market; IPO underpricing; long – run IPO performance

(责任编辑 刘雪斌)