

# A股市场新股上市首日溢价影响因素分析

刘伟(教授) 王晓琨

(重庆大学经济与工商管理学院 重庆 400030)

**【摘要】**本文选取A股市场的254家公司为样本对新股上市首日溢价的影响因素进行了研究,结果表明:A股首日溢价主要与市净率、净资产收益率、发行价格、发行数量、大盘指数、中签率和换手率7个因素有关,其中市净率和净资产收益率指标跟溢价率呈现出反常的相关性,这说明我国证券市场存在着大量的非理性投资者,对新股的投机现象比较严重。

**【关键词】**新股首日溢价 市净率 净资产收益率 发行价格

IPO市场中的卖空限制和非理性噪音交易者通常使新股上市首日的收盘价格高于其内在价值,由此产生溢价现象。早期对新股首日溢价现象的解释主要是由于一级市场抑价,即信息不对称的存在,发行人或者承销商将新股的发行价格定得低于其内在价值,以对投资者面临的风险和投资者提供的信息进行补偿。然而,一级市场抑价不能解释20世纪末网络泡沫期间美国市场上高达89%的首日超额收益率。可见,探讨新股首日溢价的影响因素将成为各界研究的焦点。

## 一、研究概况

国外学者Loughran和Ritter对信息不对称理论与新股

为33.33%,只有9.8%的样本公司这一比例超过50%,这反映出公司设立独立董事的目的仅仅是满足政策要求,而自身需求还不高。

从模型二的检验结果来看,独立董事报酬的回归系数为正,其值为1.060,在10%置信度水平上显著。这说明现阶段我国独立董事的薪酬水平偏低,平均为48977元/年,年报酬在50000元以下的占22.4%。在现有的薪酬水平区间内,随着独立董事薪酬的增加,独立董事对内部控制信息的监督会更加严格,内部控制信息质量水平也就越高。

从模型三的检验结果来看,假设三可以得到验证。解释变量和主要控制变量在10%置信度水平上显著正相关。独立董事参与董事会会议次数越多,活跃程度越高,对内部控制信息的监控越频繁,独立董事勤勉尽责的程度就越高,那么公司的内部控制信息披露可能更充分、公允,内部控制信息质量水平就越高。

在控制变量中,三个模型都表明企业规模(SIZE)和每股收益(EPS)与上市公司内部控制信息质量正相关,盈利能力越强,资产规模越大的上市公司,其内部控制信息披露质量越高。内部控制信息质量与市净率负相关,但不显著。

## 五、结论与讨论

本文以2010年深市A股上市公司的截面数据为样本,从独立董事的独立性、活跃程度、报酬等三个方面进行分析

首日溢价的关系进行了研究,结果表明,信息不对称理论难以解释网络泡沫期间美国市场上高达89%的新股首日超额收益率。Boehme、Danielsen和Sorescu以相对卖空头寸(卖空头寸/流通在外的股份数)和卖空费用来衡量卖空限制的程度,以交易量、股票收益的波动性和预测的离散程度来衡量投资者的意见分歧程度。他们研究发现,当同时控制这两个因素时,公司投资组合的收益比标准的四因素可比公司的低,当只有一个条件存在时,不会出现显著的溢价。Baker和Wurgler以美国1961~2002年的数据为样本研究了投资者情绪波动与新股首日溢价率之间的关系,所采用的方法类似于事件研

与检验。研究结果表明:独立董事的活跃程度越高,获取的报酬越高,公司的内部控制信息质量水平也越高,而独立董事的独立性则没有对内部控制信息质量产生正面作用。

针对这一现状,笔者建议:一方面适当增加董事会中独立董事的数量和比例,以强化独立董事的独立性,为内部控制制度的建立及执行提供良好的外在监督机制;另一方面应完善相关法规,约束独立董事每年有效参加上市公司董事会与审计委员会会议的次数和应起的作用,最大限度地发挥独立董事在内部控制制度建设中的监管职能。

受数据获取难度和时间等因素影响,本文的研究还存在一些不足,今后在独立董事特征方面还可以拓宽到职业与专业背景、任期、年龄等方面,同时可以结合我国特有的外部制度环境因素进行更深入的探究。

**【注】**本文受“浙江省人文社会科学基金重点研究基地——标准化与知识产权”资助。

## 主要参考文献

1. 乔旭东.上市公司年度报告自愿披露行为的实证研究.当代经济科学,2003;3
2. 方红星,孙璐,金韵韵.公司特征、外部审计与内部控制信息的自愿披露.会计研究,2009;10
3. 张兆国,张旺峰,杨清香.目标导向下的内部控制评价体系构建及实证检验.南开管理评论,2011;1

究法,结果表明,投资者的情绪对股票溢价有重要影响。Oehler、Rummer 和 Smith 的研究也表明,新股首日高溢价率主要由投资者情绪波动和需求过旺所引起,特别是在网络泡沫期间。

由于我国证券市场起步较晚,发展还不成熟,在资源配置方面存在缺陷,因此新股溢价的影响因素与国外不尽相同。针对我国证券市场的特点,宋逢明与梁洪响(2001)指出影响新股首日溢价率的主要因素来自于二级市场。韩德宗和陈静(2001)对上交所和深交所在1997年1月至1999年12月间发行的股票进行了研究,并检验了新股上市首日溢价的信号假设、事前不确定性假设、市场气氛假设,指出国内的新股发行制度是造成新股首日溢价的一个重要原因。朱南和卓贤(2004)检验了价格管制的效应,研究表明国内新股发行市盈率的管制不是影响首日超额收益的主要原因。詹雯雯(2008)认为一级市场定价已趋于合理,高溢价主要来源于投资者的暴富心理、过度自信以及羊群效应。

国内学者对证券市场的研究大部分时间是2004年以前。由于我国证券市场经历了市场化的制度变革,在新股定价方面经历了多次变化,因此限于当时的发行体制,这些研究得出的结果与我国现状可能存在一定偏差,而且这些研究多是从理论上进行的阐述,没有指出各影响因素与溢价的具体关系,可操作性和对公司的借鉴性都不是很强。为此,本文拟对新股首日溢价的影响因素进行综合分析,并用相关的常用指标来表示这些因素,以探讨各指标与新股溢价之间的关系,为企业决策提供参考。

## 二、模型设计

1. IPO 首日溢价影响因素初步分析。影响新股溢价的因素有很多,大致可以分为以下几类:①市场环境。市场环境主要是指市场指数和市场人气,其中前者可用大盘指数(INDEX)表示,后者可用股票首日换手率(HSL)表示。②公司经营状况。公司经营状况是投资者投资的基础,是重要的影响因素,公司经营状况可以用净资产收益率(ROE)和每股净资产(NCPS)来表示。③供求状况。供求状况显示出市场对新股的需求情况,可以用中签率(LOT)来表示。另外,如果市场上一段时期内发行新股的公司过多,市场上的大量资金将被分流,进而对股票的溢价率产生影响,因此还要考虑月度发行新股数量(MINUM)。④发行定价。发行定价的高低影响投资者的购买热情,尤其是我国大量的中小股民,他们的投资知识比较匮乏,股票价格是其进行投资的主要参考数据,因此发行定价对溢价率会产生重要影响,可用股票发行价格(P)、市盈率(PE)和市净率(BM)来表示。⑤发行数量。股票的发行数量可以在一定程度上代表公司的规模,通常来说发行数量少的公司股票价格波动较大,反之则较少,发行数量用公司发行股数(NUM)来表示。除上面几个因素外,溢价率还跟投资者情绪有很大关系,但由于本文主要是研究非情绪指标与溢价率的关系,因此暂不考虑这方面的因素。由此本文初步得出了十个重要的影响溢价率的因素,即 INDEX、HSL、ROE、NCPS、LOT、MINUM、P、PE、BM。

2. 模型建立。对新股溢价的分析,国际上采用较多的有因素分析法、多元线性回归分析法和 Rock 模型分析法,这三种方法各有优劣,在不同的情况下解释程度也不相同。由于新股溢价的影响因素很多,任何一种模型也难以完全解释新股溢价的原因,因此选择模型的关键要看模型的拟合度以及对溢价率的解释程度。经过验证,笔者发现多元线性回归模型对溢价率的解释程度良好,模型如下所示:

$$IR = (P_1 - P_0) / P_0 \times 100\% = C + \beta_1 \text{INDEX} + \beta_2 \text{HSL} + \beta_3 \text{ROE} + \beta_4 \text{NCPS} + \beta_5 \text{LOT} + \beta_6 \text{MINUM} + \beta_7 \text{P} + \beta_8 \text{PE} + \beta_9 \text{BM} + \beta_{10} \text{NUM} + \varepsilon$$

其中: $P_1$ 表示上市首日收盘价; $P_0$ 表示发行价; $C$ 表示常数项; $\beta_i$ 表示影响系数; $\varepsilon$ 表示随机误差。

3. 样本选择。我国 A 股市场主要由主板、中小板和创业板组成,从理论上说应该同时选择三个市场的公司为样本,但是研究发现,中小板和创业板的波动性非常大,尤其是在上市首日,波动幅度能达到 400%,这已经不能用正常的指标来解释,造成这种现象的原因主要是中小板和创业板公司规模较小、不确定性大,投资者投机性很强造成的。

可见,把中小板和创业板考虑进来会对指标的研究造成很大的影响,研究结果的准确度也会降低。鉴于此,本文仅选择在上交所和深交所主板市场上市的公司为样本来研究溢价的主要影响因素。另外,考虑到新股发行制度的变迁,选择样本的上市时间为我国 IPO 市场化改革开始后 2002 年 1 月 1 日至 2010 年 12 月 31 日之间,剔除 ST 股和 PT 股等异常股,最后选取 254 个样本,其中上交所 251 个样本,深交所 3 个样本。样本数据来自国泰安研究服务中心和 RESSET 金融研究数据库。

## 三、实证分析

1. 描述性统计。本文主要采用 SPSS 软件进行分析,将样本数据导入模型,回归结果如表 1 所示:

表 1 描述性统计量

	数量	极小值	极大值	均值	标准差
IR	254	-0.052 4	4.282 5	0.872 307	0.654 817 1
INDEX	254	1 130.84	5 715.89	1 921.404 255	936.893 242 1
HSL	254	0.169 5	4.64	0.560 714	0.297 313 6
ROE	254	0.021 2	1.016	0.212 154	0.148 400 9
NCPS	254	0.28	8.39	2.147 148 9	1.003 683 85
LOT	254	0.000 3	29.98	0.130 789	1.955 478 8
MINUM	254	1	12	6.24	3.321
P	254	2.18	36.99	7.961 021	5.078 247 2
PE	254	6.78	98.67	21.626 809	11.305 091 9
BM	254	0.616 1	62.03	10.954 877	7.109 759 2
NUM	254	0.40	130	9.807 371	20.048 593

注:①深交所和上交所的指数标准不同,本文将深交所的样本按照发行时间统一换成了上交所的指数。②发行数量一栏由于数据较大,文章在不影响结果的情况下对数据作了部分处理,单位为亿股。

从表1可以看出,新股首日溢价率的均值为87.23%,这在国际上是一个比较高的溢价率,说明我国二级市场的炒作现象比较明显。

另外,由于在IPO公司中,只有极少数公司上市首日会出现亏损,而绝大多数公司股票上市首日盈利,最高的收益可达到4倍多,最低只是亏损5.24%,获利的概率和幅度都远高于亏损,因此多数投资者会希望投资新股。

2. 逐步回归,筛选出主要影响因素。在多元回归模型中,只有通过置信度检验的变量才能留在模型中,而且,由于变量之间可能存在相互依存关系,单个变量的前后期数据也可能存在共线性问题,因此需要对模型进行多重共线性检验回归检验结果如表2所示:

表2 逐步回归结果

	非标准化系数		标准系数	t	Sig.	共线性统计量	
	B	标准误差	系数			容差	VIF
(常量)	-3.186	0.763		-4.178	0.000		
BM	0.029	0.005	0.320	5.802	0.000	0.634	1.576
ROE	-1.077	0.224	-0.244	-4.803	0.000	0.747	1.339
P	-0.034	0.007	-0.267	-4.730	0.000	0.605	1.653
NUM	-0.193	0.030	-0.443	-6.402	0.000	0.404	2.478
INDEX	0.905	0.141	0.482	6.420	0.000	0.342	2.921
LOT	-0.313	0.039	-0.934	-8.030	0.000	0.143	7.006
HSL	1.899	0.255	0.862	7.438	0.000	0.144	6.963

由表2可知,常数项和BM、ROE、P、NUM、INDEX、LOT、HSL变量的系数都在1%置信度水平上显著,而且这7个变量的容限度都大于0.1,方差膨胀因子均远小于10,因此模型在多重共线性方面符合精度要求,模型通过检验。

表3 逐步回归检验表

模型	R	R <sup>2</sup>	调整R <sup>2</sup>	标准估计的误差
1	0.412	0.169	0.135	0.611 925 0
2	0.605	0.366	0.340	0.555 169 4
3	0.668	0.446	0.423	0.528 758 0
4	0.708	0.501	0.481	0.515 213 1
5	0.769	0.591	0.574	0.496 532 2
6	0.792	0.627	0.612	0.489 677 5
7	0.859	0.738	0.727	0.440 055 2

由表3可知,R<sup>2</sup>为0.738,调整R<sup>2</sup>为0.727,说明这7个变量对IPO首日溢价有72.7%的解释力,模型拟合度良好,由此便得出了新股溢价的7个主要影响因素。

3. 分析。逐步回归结果表明,影响新股首日溢价的因素主要有市净率、净资产收益率、发行价格、发行股数、大盘指数、中签率和换手率,下面根据表2中各因素与新股溢价率的关系进行分析:

(1)市净率与新股首日溢价正相关。通常市净率低的股票具有估值优势,即被低估,所以具有更好的投资价值,但结果表明,二级市场的投资者很少会关注公司的内在价值,这说明

我国资本市场中存在大量的非理性投资者,对新股存在过度追逐的现象。

(2)净资产收益率与新股首日溢价负相关。投资者在购买新股的时候并没有真正关注公司的基本面,而是基于投机的目的进行交易,这也导致一些经营状况较好的企业股价较低,经营状况较差的企业却有比较高的股价。

(3)发行价格与新股首日溢价负相关。发行价格较高,投资者面临的风险也较大,因此购买的意愿也会降低。尤其是我国存在大量的中小股民,他们的投资知识比较匮乏,股票价格是其主要参考依据,从而使得发行价格较高的股票购买的人较少,溢价率较低。

(4)发行股数与新股首日溢价负相关。“小盘股效应”确实在我国证券市场存在,由于小盘股发行数量少,供给有限,因此其更容易得到投资者的青睐,再加上投资者对于小规模公司未来发展的预期差异较大,投资者的投机心理也较强。

(5)大盘指数与新股首日溢价正相关。大盘指数高,股市状况好,投资者对新股的信心就较强,溢价率也会较高,这也说明了股市中投资者的行为受周围环境的影响比较大,存在正向反馈交易者。

(6)中签率与新股首日溢价负相关。中签率在一定程度上反映出新股的供求状况,中签率较少的股票说明市场对股票的需求量较大,基于新股溢价的预期,会有大批投资者在二级市场上购买新股,由此推动了股价上涨。

(7)换手率与新股首日溢价正相关。换手率高意味着新股交易活跃,人们购买股票的意愿强烈,这也验证了异质预期假设,即在新股上市时,当市场上的投资者发生意见分歧并且存在卖空限制的时候,股价主要由乐观投资者决定。

四、结论

本文针对我国A股市场新股上市首日溢价现象,对溢价的影响因素进行了研究,结论如下:①我国A股市场新股上市首日的溢价率在国际上处于比较高的位置;②通过对溢价影响因素的研究,发现西方学者提出的狂热投资者假说、正向反馈交易者假说和异质预期假说在我国证券市场仍然成立;③市净率和溢价率正相关,而净资产收益率和溢价率负相关,这说明我国证券市场存在大量的非理性投资者,表明我国证券市场尚不完善,需要进一步改进。

主要参考文献

1. Benveniste, Paul Spindt. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues. Journal of Financial Economics, 1989;24
2. 宋逢明,梁洪昀.发行市盈率放开后的A股市场初始回报研究.金融研究,2001;2
3. 韩德宗,陈静.中国IPO定价偏低的实证研究.统计研究,2001;4
4. 朱南,卓贤.对我国股票首次公开发行抑价的实证分析.财经科学,2004;2
5. Loug hran Ritter. Why Has IPO Under Pricing Changed Over Time?. Financial Management,2002;10