

# 中國 A 股市場折價問題探析

學生：徐明萱

指導教授：胡德中 博士

國立高雄應用科技大學金融資訊研究所碩士班

## 摘要

近年來隨著中國股票市場的快速發展，人們對於中國股票市場投以越來越多的關注。由於 IPO（初次公開發行）具有高報酬、低風險的特性，更是人們關注的焦點。目前，中國 IPO 在新股發行過程中有明顯高度折價的情況，因此有諸多學者針對這個情況給予許多的解釋，如贏家詛咒、訊號傳遞、所有權分散假說等。但是，由於中國股票市場的特殊環境不同於其他國家，對 IPO 折價研究需結合中國股票市場實際的情況，如從定價制度著手研究。

首先，本文分析各個國家股票市場的折價情況，發現折價現象普遍存在於世界各國的股票市場，但由於股市發展程度，IPO 定價等方面存在差異，英美等先進國家的 IPO 折價率要低於發展中的國家。其次，定價制度變遷過程中 IPO 折價情況，從固定價格到相對固定本益比演變的過程中，折價有下降的趨勢，但累計投標定價效果卻不理想，而累計投標詢價制是新股市場化改革的重要階段，對降低折價有一定的作用。再者，實證分析中得到政府主導的制度安排和股權分置是影響 IPO 折價的重要原因。

**關鍵字：** IPO 折價之謎、IPO 折價、發行方式、定價制度

# The Analysis of the Underpricing of IPOs in China

Student: Ming-Hsuan Hsu

Advisor: Dr. Te-Chung Hu

Institute of Finance and Information  
National Kaohsiung University of Applied Sciences

## Abstract

In recent years, along with rapid development of China's stock market, people are concerned about China's stock market to more and more attention. Because IPO (initial public offering) with high-paying, low-risk characteristics that is why people has considerable interest. Up to now, China's IPO in the process of a new stock issue with a huge underpricing, therefore, there are many scholars for a number of explanations for this situation, such as Winner's Curse 、 Signaling Hypothesis 、 The Ownership Dispersion Explanation. Nevertheless, the special circumstance of China's stock market is different from other countries, we need to study on the size of the underpricing combination of the actual situation of China's stock market, and for example we can start to study from IPO pricing systems.

First, the paper researchs IPO underpricing level in the world. Because of development of different stock markets and different IPO pricing system, IPO underpricing level in England and America is lower than it in developing countries.

Secondly, analyze IPO underpricing level in IPO pricing systems, from fixed price to relatively fixed P/E, IPO underpricing level got lower, but the impact of reform from fixed P/E pricing to bookbuilding pricing was not obvious.

Bookbuilding inquiry pricing is getting marketization, in the process, IPO underpricing rate is getting lower, but still higher than it in other countries.

Finally, get the conclusion that what affect IPO pricing is that arranging system under the government's control and the different right in the same stock.

**Keywords:** IPO puzzle 、 IPO underpricing 、 issue 、 IPO pricing system



最後當然要感謝始終愛我和陪伴我的家人，生命中有你們的相伴支持真的  
的很棒，讓我一直沈醉在幸福國度中，享受你們給予我無止盡的愛及呵護。

徐明萱 謹誌于

國立高雄應用科技大學金融資訊所

中華民國九十九年六月



# 目 錄

摘要 .....	I
Abstract.....	II
誌 謝 .....	IV
目 錄 .....	VI
圖索引 .....	VII
表索引 .....	VIII
壹、 緒論 .....	1
一、 研究動機與目的 .....	1
二、 研究架構與流程 .....	4
貳、 IPO 發行制度的介紹 .....	6
一、 中國 IPO 審核制度之變遷.....	9
二、 中國 IPO 定價制度之演變.....	15
三、 中國 IPO 發行方式之沿革.....	16
參、 文獻回顧 .....	20
一、 國外文獻探討及研究現況.....	20
二、 中國研究現況 .....	25
三、 中國 IPO 市場之獨特性-股權分置 .....	26
肆、 資料來源與研究設計 .....	27
一、 資料來源 .....	27
二、 研究設計 .....	29
(一) 研究方法 .....	29
(二) 研究假說和理論分析 .....	30
(三) 模型設計 .....	37
伍、 實證結果與分析 .....	39
一、 敘述統計分析 .....	39
二、 多重比較法 .....	42
(一) 不同的審核制度下 .....	42
(二) 不同的發行方式下 .....	44
(三) 不同的定價制度下 .....	49
三、 迴歸分析 .....	51
陸、 結論 .....	56

## 參考文獻

### 中文

1. 鄒偉 (2007),「我國 IPO 定價制度變遷對 IPO 抑價影響研究」, 碩士論文, 中國農業大學金融學。
2. 張仕原 (2007),「中國大陸首次公開發行折價因素之探討」, 碩士論文, 國立成功大學-會計學系研究所。
3. 韓冠楠 (2008),「我國不同股票發行制度下 IPO 效能的比較研究」, 碩士論文, 南京理工大學金融學。
4. 劉娜 (2007),「新股發行制度變遷對 IPO 抑價的影響」, 碩士論文, 華東師範大學金融學。
5. 涂美齡 (2009),「承銷機制變革之分析-市場微結構觀點」, 碩士論文, 國立高雄應用科技大學-金融資訊研究所。
6. 胡德中 (2004),「IPO 承銷機制的選擇與最佳釋股決策」, 博士論文, 國立中山大學-財務管理研究所。
7. 高學哲 (2009),「中國上市公司 IPO 定價方式分析」,《經濟師》, 2009 年第 5 期, 頁 81-82。
8. 楊記軍 (2006),「IPO 定價機制與中國的現實選擇」,《經濟問題》, 2006 年第 5 期, 頁 62-63。
9. 蔣成忠 (2009),「股權分置改革前後中小企業板塊 IPO 折價現象的比較分析」,《泰州職業技術學院學報》, 第 8 卷第 6 期 2008 年 12 月。
10. 劉靜、陳璇 (2008),「基於信息不對稱理論的 IPO 抑價實證檢驗」,《雲南財經大學學報》, 2008 年第 5 期, 頁 65-72。
11. 劉春玲 (2009),「我國 A 股市場 IPO 定價影響因素實證分析」,《上海市經濟管理幹部學院學報》, 第 7 卷第 3 期 2009 年 5 月, 頁 60-64。
12. 王珍 (2008),「國內外 IPO 長期收益的研究及我國的對應策略」,《信陽師範學院學報》, 第 28 卷第 3 期 2008 年 6 月, 頁 57-60。
13. 高瑩、陳婷婷、黃小原 (2007),「遼寧上市公司 IPO 前後業績變化及影響因素的實證分析」,《東北大學學報》, 第 28 卷第 8 期 2007 年 8 月, 頁 1213-1216。
14. 施光訓、許志豪 (2009),「IPO 價格變動特性之研究」,《會計與財金研究》, 第二卷第一期, 頁 1-18。
15. 謝金靜 (2008),「我國 IPO 控價研究中的幾個認識誤區」, 西安交通大學-經濟與金融學院,《統計與決策》, 2008 年第 1 期。頁 126-128。
16. 楊西平 (2010),「完善上市公司股權分置改革的思考」,《現代商業》, 2010 卷 1B 期, 頁 32-33。
17. 李肖平 (2009),「談股權分置改革對我國股票市場的影響」,《中國農業銀行武漢培訓學院學報》, 2009 年第 1 期總第 133 期。

18. 邱麗娟，「資本結構評價：MM 資本結構理論」，《證券櫃檯》，頁 22-24。
19. 韓德宗、陳靜 (2001)，「中國 IPO 定價偏低的實證研究」，《統計研究》。
20. 張繼、周勇、張秉麟 (2003)，「IPO 折價、逆向選擇與分離均衡假說」，《預測》。
21. 蔣順才、蔣永明 (2005)，「我國新股發行制度變遷與 IPO 高抑價的實證研究」，《海南大學學報社會科學版》，頁 337-344。
22. 陳工孟、高宇 (2000)，「中國股票一級市場發行抑價的程度(上下)」，《金融研究》，頁 1-12。
23. 蔣順才 (2004)，「中國 A 股市場 IPO 抑價及長期收益率研究」，中國人民大學商學院。



## 英文

1. Anne Marie Faugeron-Crouzet (2002), "IPO Auctions: English, Dutch,...French, and Internet", *Journal of Financial Intermediation* 11, 9-36.
2. Andrew Ellul and Marco Pagano (2006), "IPO underpricing and after-market liquidity", *Review of Financial Studies*.
3. Amihud, Y., S. Hauser, and A. Kirsh (2003), "Allocations, adverse selection, and cascades in IPOs: Evidence from the Tel Aviv stock exchange.", *Journal of Financial Economics* 68, 137-158.
4. Aggarwal, R. and P. Rivoli (1990), "Fads in the initial public offering market?", *Financial Management* 19, 45-57.
5. Allen, F. and G.R. Faulhaber (1989), "Signalling by Underpricing in the IPO Market", *Journal of Financial Economics* 23, 303-323.
6. Beatty, R. P., and J. R. Ritter (1986), "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
7. Brennan, Michael J. and J. Franks (1997), "Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK", *Journal of Financial Economics* 45, 391-413.
8. Chowdhry, B., A. Sherman. (1996), "International differences in oversubscription and underpricing of IPOs", *Journal of Corporate Finance*, 359-381.
9. Chen, G. M., M. Firth, and J. B. Kim (2004), "IPO underpricing in China's new stock market", *Journal of Multinational Financial Management* 14, 283-302.
10. Datar, V. and D. Mao (1998), "Initial public offerings in China: Why is underpricing so severe", Seattle University Working paper.
11. Grinblatt, M. and C. Y. Hwang (1989), "Signaling and the pricing of new issues", *Journal of Finance* 44, 393-420.
12. Hovakimian, A (2006), "Are observed capital structures determined by equity market timing?", *Journal of Financial Quantitative Analysis*.
13. Ji-Chai Lin, Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu (2007), "IPO auctions and private information", *Journal of Banking & Finance* 31, 1483-1500.
14. Jason Draho (2001), "The Effect of Uncertainty on the Underpricing of IPOs", Department of Economics Yale University.
15. Koh, F. and T. Walter (1989), "A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues", *Journal of Financial Economics* 23, 251-272.
16. Leland H F, Pyle D H. (1997), "Information asymmetries, financial structure, and financial intermediation", *Journal of Finance*, 371-387.
17. Lee, P. J., Taylor, S.L., and Walter, T. S. (1996), "IPO underpricing explanations: Implications from investor application and allocation schedules", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 425-444.
18. Loughran, T., J. R. Ritter, and K. Rydqvist (1994), "Initial public offerings:



- international insights”, *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.
19. Levis. M. (1993), “The long-run performance of initial public offering: The UK experience 1980-1988.”, *Financial Management* 22, 28-41.
  20. Mok, H.M.K. and Y.V. Hui (1998), “Underpricing and aftermarket performance of IPO in Shanghai,China”, *Pacific-Basin Finance Journal* 6, 453-474.
  21. McGuinness, P. (1992), “An examination of the underpricing of initial public offerings in Hong Kong: 1980-90”, *Journal of Business Finance and Accounting* 19, 165-186.
  22. Milton Harris and Artur Raviv (1990), “Capital Structure and the Informational Role of Debt”, *The Journal of Finance*, Vol. 45, No.2 (Jun., 1990), 321-349.
  23. Ritter, J. R. (1991), “The long-run performance of initial public offerings”, *The Journal of Finance*, 46, 3-28.
  24. Ritter, J. R. and I. Welch (2002), “A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations”, *Journal of Finance*, 1795-1828.
  25. Reilly, F. K. (1973), “Further Evidence on Short-run Results for New Issues Investor”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 8, 83-90.
  26. Rock, K. (1986), “Why New Issues Are Underpriced”, *Journal of Financial Economics*, 187-212.
  27. Shiguang Ma (2007), “Information asymmetry and valuation uncertainty, the determination of China’s IPO allocation procedures”, *Applied Financial Economics* 17:4, 271-284.
  28. Su. D. (2004) ,“Adverse-selection versus signaling: evidence from the pricing of Chinese IPOs”, *Journal of Economics and Business* 56, 1-19.
  29. Su, D. and B. M. Fleisher (1999), “ An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs”, *Pacific-Basin Finance Journal* 7, 173-202.
  30. Ting, Y. U. and Y. K. Tse (2006), “An empirical examination of IPO underpricing in the Chinese A-share market”, *China Economic Review* 17, 363-382.
  31. Tinic, Seha M (1988), “Anatomy of initial public offerings of common stock”, *Journal of Finance* 43, 789-822.
  32. Welch, I. (1992) , “Sequential sales, learning and cascades” , *Journal of Finance* 47, 695-723.
  33. Welch, I. (1989), “Seasoned offerings, initiation costs, and the underpricing of initial public offerings”, *Journal of Finance* 44, 421-450.
  34. Yan-leung CHEUNG, ZHIwei OUYANG, Weiqiang TAN (2009), “How regulatory changes affect IPO underpricing in China”, *China Economic Review*, CHIECO-00396; No of Pages 11.