

S WOGUO SHOUCI GONGKAI FAXING
SHICHANG JIANGUAN ZHIDU YANJIU
BIANQIAN XIAOLV CHUANGXIN

浙江省哲学社会科学重点研究基地——浙江
财经学院政府管制与公共政策研究中心 研究成果
浙江省高校人文社会科学重点研究基地——产业经济学

我国首次公开发行人 市场监管制度研究

——变迁·效率·创新

胡旭阳◎著

 经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

SHI GUO SHOU CI GONG KAI FAXING
SHI CHANG JIANG GUAN ZHI DU YAN JIU
BIAN QIAN XIAO LV CHUANG XIN

研究成果

我国首次公开发行人 市场监管制度研究

——变迁·效率·创新

胡旭阳◎著

经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

我国首次公开发行人市场监管制度研究:变迁·效率·
创新/胡旭阳著. —北京:经济管理出版社, 2008. 10
ISBN 978-7-5096-0381-9

I. 我… II. 胡… III. 出版发行—监督管理—管理
体制—研究—中国 IV. G239.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 142675 号

出版发行:经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话:(010)51915602 邮编:100038

印刷:北京交通印务实业公司

经销:新华书店

组稿编辑:张 艳

责任编辑:张 艳

技术编辑:杨国强

责任校对:超凡

720mm × 1000mm/16

16.5 印张 261 千字

2008 年 11 月第 1 版

2008 年 11 月第 1 次印刷

定价:39.00 元

书号:ISBN 978-7-5096-0381-9/F·371

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书,如有印装错误,由本社读者服务部

负责调换。联系地址:北京阜外月坛北小街2号

电话:(010) 68022974 邮编:100836

目 录

第一章 首次公开发行市场概述	1
第一节 首次公开发行市场的含义及特征	1
一、首次公开发行的含义	1
二、首次公开发行市场及其特征	1
第二节 首次公开发行市场的经济功能	4
一、首次公开发行市场与企业公开上市	5
二、首次公开发行市场、风险投资与技术创新	6
三、小结	10
第三节 首次公开发行市场的运作	11
一、选择主承销商和组建承销团	11
二、向政府监管部门注册或申请发行	13
三、刊登招股说明书和路演	13
四、新股发行定价与配售	14
五、新股发行结束后的后续服务	16
第四节 我国首次公开发行市场运作流程	18
一、企业改制和上市辅导阶段	19
二、发行申请和监管部门核准阶段	20
三、发行上市阶段	21
第二章 首次公开发行市场监管制度的经济学分析	23
第一节 首次公开发行市场监管概述	23
一、首次公开发行市场监管的含义和监管模式	23
二、首次公开发行市场监管的注册制与核准制	25

三、美国证券发行监管的历史变革及启示·····	27
第二节 首次公开发行市场监管制度及经济学分析·····	31
一、强制信息披露制度·····	31
二、首次公开发行市场的准入权配置与政府管制·····	40
三、首次公开发行市场运作流程监管·····	44
第三节 转轨条件下首次公开发行市场初始监管制度与变迁的 经济学分析·····	45
一、转轨过程中证券市场初始监管制度选择的经济学分析·····	46
二、转轨条件下首次公开发行市场监管制度变迁的理论分析框架 ·····	52

第三章 首次公开发行市场效率的经济学分析····· 59

第一节 新股抑价与首次公开发行市场效率·····	60
一、首次公开发行市场新股抑价的含义及特征·····	60
二、首次公开发行市场的市场势力与新股抑价·····	66
三、首次公开发行市场的信息不对称与新股抑价·····	70
四、投资者的非理性行为与新股抑价·····	74
五、新股抑价、首次公开发行市场的效率与政府监管·····	78
第二节 信息利用与首次公开发行市场效率·····	81
一、有效市场假说与证券市场的信息效率·····	81
二、首次公开发行市场信息利用与市场效率·····	83
三、小结·····	88
第三节 中介机构声誉机制与首次公开发行市场的效率·····	89
一、资本市场中介机构的作用·····	90
二、中介机构的选择与首次公开发行市场发行人价值信号的传递 ·····	91
三、中介机构声誉的作用与首次公开发行市场的效率·····	92

第四章 我国首次公开发行市场监管制度变迁	95
第一节 我国首次公开发行市场准入监管制度变迁	95
一、审核制与首次公开发行市场准入的额度管理	96
二、首次公开发行市场准入额度管理的利弊分析	100
三、核准制与首次公开发行市场准入的实质条件监管	104
第二节 新股发行定价方式监管制度变迁	116
一、政府干预定价阶段的监管制度变迁	117
二、半市场化定价阶段的监管制度变迁	118
三、市场化阶段（询价机制阶段）的监管制度变迁	119
第三节 新股发行配售监管与新股配售机制变迁	120
一、无限量认购证	121
二、与银行储蓄存款挂钩发行方式	122
三、上网发行配售	123
四、向特定投资者配售	124
第四节 我国首次公开发行市场监管制度变迁评析	126
一、首次公开发行市场监管制度改革总体评价	126
二、首次公开发行市场准入的实质审查利弊分析	128
第五章 我国首次公开发行市场监管制度变迁效果分析	
——基于效率与公平视角	133
第一节 基于新股抑价的我国首次公开发行市场效率总体评价	133
一、新股抑价的时序变化与我国首次公开发行市场的动态效率	134
二、基于新股抑价的首次公开发行市场效率国际比较	139
三、小结	141
第二节 基于新股抑价的首次公开发行市场监管制度改革效果分析	
.....	141
一、引言	141

二、核准制变革对首次公开发行市场效率影响的实证分析	143
三、结论	150
第三节 基于中介机构声誉视角的首次公开发行市场监管制度改革	
效果分析	151
一、核准制前中介机构声誉在我国首次公开发行市场中的作用及其成因	151
二、中介机构的声誉与 IPO 定价效率：理论假说	153
三、理论假说检验	154
四、结论	166
第四节 核准制改革与首次公开发行市场信息利用效率	167
一、国内新股定价和配售制度改革效果研究的文件回顾	167
二、累计投标询价与信息的利用效率	169
三、信息利用效率的实证分析	171
第五节 基于公平原则的首次公开发行市场监管制度改革效果考察	
.....	172
一、平等的参与机会与首次公开发行市场的准入管制制度变迁：理论分析	173
二、民营企业家的政治身份与首次公开发行市场的准入：万向案例	175
三、民营企业家政治身份与首次公开发行市场的进入：计量分析	176
四、小结	183
第六节 首次公开发行市场监管制度改革效果总体评价	184
一、我国首次公开发行市场监管制度改革的成效	184
二、我国首次公开发行市场监管制度改革的不足	185
三、关于我国首次公开发行市场监管进一步改革的设想	185

第六章 政府角色重塑与我国首次公开发行市场监管制度创新

.....	191
第一节 我国首次公开发行市场的政府多角色参与	192
一、国有企业改制与政府成为首次公开发行市场的利益相关者 ..	193
二、首次公开发行市场的准入与股票二级市场的调控	195
三、首次公开发行市场准入与政府宏观调控工具	196
四、首次公开发行市场政府多重角色的形成原因	199
第二节 政府多重角色对首次公开发行市场监管制度改革的制约 ..	201
一、政府的参与对首次公开发行市场监管职能的影响	202
二、首次公开发行市场准入作为调控和干预工具的影响	204
三、小结	206
第三节 政府角色重塑与我国首次公开发行市场监管制度改革	206
一、淡化参与者和干预者角色，突出市场监管者角色	207
二、政府角色重塑下的首次公开发行市场监管制度创新	210
第七章 制度环境与我国首次公开发行市场监管制度创新	215
第一节 股权分置改革与首次公开发行市场监管制度创新	216
一、股权分置与首次公开发行市场效率	216
二、股权分置改革对首次公开发行市场效率影响的实证分析	218
三、股权分置改革对首次公开发行市场效率影响的进一步分析 ..	222
第二节 参与者的法律责任与我国首次公开发行市场监管制度创新	222
一、参与者的法律责任与首次公开发行市场监管制度创新	223
二、首次公开发行市场参与者法律责任制度构建	226
三、法律责任制度实施体系的完善	229
第三节 多层次资本市场建设与我国首次公开发行市场监管制度	231
创新	231

一、多层次资本市场的理论分析	231
二、我国多层次资本市场体系所存在的问题	234
三、首次公开发行市场监管制度创新与多层次资本市场建设	237
第四节 总结	239
英文参考文献	241
中文参考文献	251

第一章 首次公开发行股票市场概述

第一节 首次公开发行股票市场的含义及特征

一、首次公开发行的含义

首次公开发行是指公司第一次向社会公开出售股份以募集资金，然后在证券交易所挂牌上市交易的过程，其英文表述为 Initial Public Offering，简称 IPO。首次公开发行具有以下三个特点：

第一，顾名思义，首次公开发行是发行人第一次公开向社会不特定对象发行股份，这区别于发行人在股票发行上市后进行包括配股、增发股份在内的股权再融资（Seasoned Equity Offering，简称 SEO）。

第二，首次公开发行特指股票发行。证券发行包括股票发行和债券发行，首次公开发行一般特指股票发行，而不涉及债券发行。

第三，首次公开发行是公募发行。证券发行可以分为私募发行和公募发行两种，前者是指发行人向少数特定的投资者私下发行证券，而后者是指发行人向众多不特定的投资者公开发行证券，公募发行的证券往往在证券交易所挂牌上市交易。

二、首次公开发行股票市场及其特征

与发行人首次公开出售股份募集资金相对应的市场被称为首次公开发行股票市场，它一般包括三类参与者：发行人（issuer）、投资者和以承销商（underwriter）与会计师事务所为主的中介机构。发行人通过首次公开发行股票市场

出售股份募集资金，投资者通过首次公开发行市场认购股票开辟投资渠道，而中介机构通过为发行人和投资者提供中介服务获得中介收入。一般而言，首次公开发行市场具有以下特征：

第一，作为股票市场的重要组成部分，首次公开发行市场是一个无形市场。股票市场包括股票发行市场（一级市场）和股票交易市场（二级市场）。不同于以证券交易所为主要载体的证券交易市场，证券发行市场是一个无形的市场，不存在固定场所，作为证券发行市场的主要组成部分，首次公开发行市场也是一个无形的市场。发行人在首次公开发行完成之后，一般通过向证券交易所申请挂牌上市，进入证券二级市场交易。图 1.1 简单地说明了首次公开发行市场与股票交易市场、股票发行市场之间的关系。

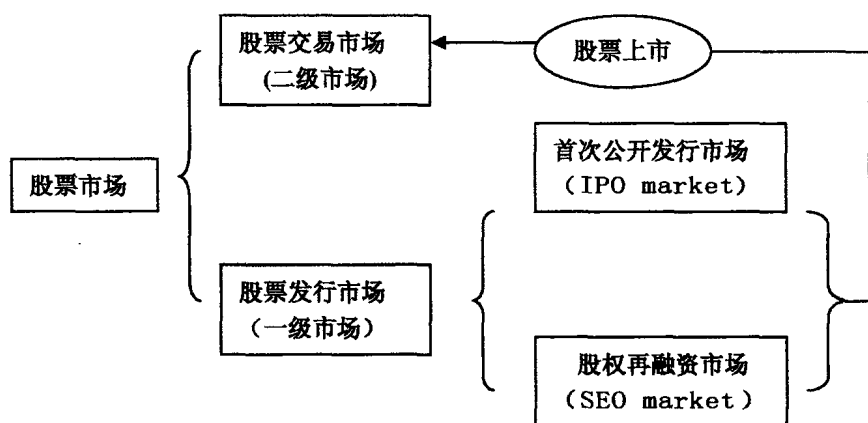


图 1.1 股票市场的结构示意图

第二，首次公开发行市场是股票市场的基石和“源头”。证券发行市场是证券交易市场的基础，而首次公开发行市场作为证券发行市场的主要组成部分，更是证券市场基础的基础。古诗云“问渠哪得清如许，为有源头活水来”，可以说这句话生动地刻画了首次公开发行市场在证券市场中的作用和地位。通过首次公开发行市场这个源头，“新鲜血液”源源不断地被输送到证券市场，支持股票市场上上市公司的更新换代，进而促进证券市场的健康发展。

第三,首次公开发行市场是实现证券市场功能的重要载体。证券市场最基本的功能包括筹集资本和优化资源配置,而证券市场筹集资本的功能在很大程度上是通过首次公开发行市场来实现的。

第四,首次公开发行市场的波动性。首次公开发行市场的另一显著特征就是呈现出比股票二级市场更大的波动性,IPO 市场的波动性主要表现在新股抑价 (underpricing)^① 水平的波动和进行 IPO 公司数量的波动。Ritter (2002) 对此做了形象的描述,“当二级市场价格下跌 20% 时, IPO 市场似乎并不是发行价下调 20%, 而是 IPO 的发行将趋向于零”。^②

根据首次公开发行市场的波动特性,很多人将首次公开发行市场划分成“狂热的 IPO 市场”(hot issue market)和“冷清的 IPO 市场”(cold issue market)。某些时期 IPO 市场的抑价程度特别高,进行 IPO 的公司数量特别多,投资者认购积极,大量集中于某个行业的小公司公开发行股票;相反,在某些时期, IPO 市场的抑价程度特别低,进行 IPO 的公司数量特别少,并且主要是大公司,投资者认购不积极。前者被称为“狂热的 IPO 市场”,后者被称为“冷清的 IPO 市场”。

图 1.2 是 1960 ~ 2001 年美国首次公开发行市场每月新股平均抑价程度和每月进行 IPO 公司的数量。图 1.2 表明,美国首次公开发行市场不论是新股抑价程度,还是各月进行首次公开发行的公司数,都不是一成不变的,而是呈现出很大的波动性,“冷”、“热”不均的特征非常显著。在新股抑价的波动方面,某些月份的 IPO 平均抑价程度非常高,而有些月份的 IPO 平均抑价程度非常低,甚至消失。在 1960 ~ 2001 年的 42 年间,出现了四次新股平均抑价程度非常高的时期,分别为 1960 ~ 1961 年、1967 ~ 1968 年、1980 ~ 1982 年以及 1999 ~ 2000 年。相反,1962 年、1970 ~ 1971 年、1974 ~ 1976 年、1988 ~ 1989 年这四个时期新股平均抑价程度则非常低。在数量方面,不但进行 IPO 的公司数差异巨大,而且各个时期进行 IPO 的公司呈现聚集 (clustering) 的特征。也就是说,在某些时期进行首次公开发行的公司数量非常多,

① 新股抑价 (underpricing) 是首次公开发行市场中最普遍的现象,它特指发行人的发行价低于新股在二级市场上市以后的交易价格。

② “Investment banking and securities issuance”, Chapter 9 of North - holland Handbook of the Economics of Finance edited by George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, 2002.

而另外一些时期首次公开发行市场则比较冷清，很少有公司通过首次公开发行市场融资。

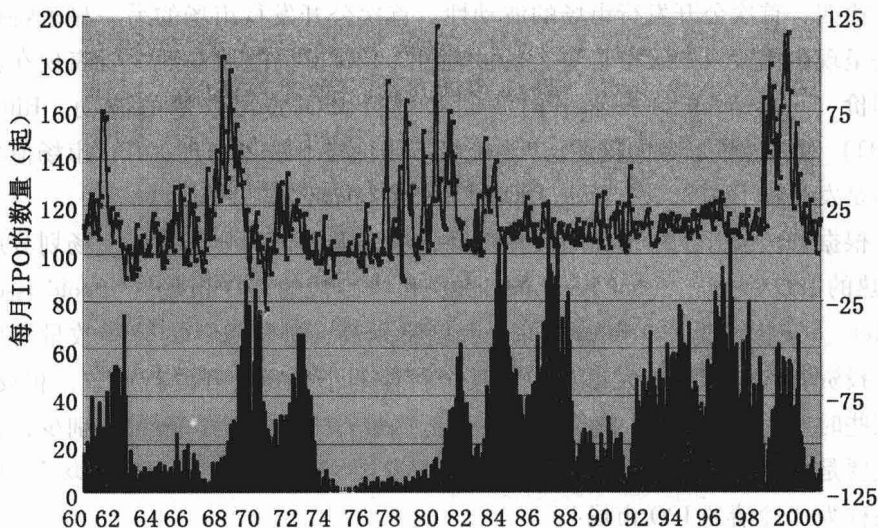


图 1.2 美国首次公开发行市场的波动性

注：图 1.2 是根据 Ibbotson、Sindlar 和 Ritter (1994) 的美国首次公开发行市场月度数据绘制而成的，该数据可以在 Jay Ritter 的个人网站 <http://bear.ufl.edu/ritter/ipoall.htm> 获得。图 1.2 中的右纵轴表示新股抑价程度 (%)，左纵轴表示 IPO 公司的数量。

第二节 首次公开发行市场的经济功能

作为证券市场的主要组成部分，首次公开发行市场最基本、最直接的功能就是募集资本，而首次公开发行市场的经济功能并不仅仅局限于募集资金功能上，它还拥有许多其他重要的经济功能。从企业公开上市 (going public) 角度来看，首次公开发行市场与企业公开上市密切相关，企业公开上市直接影响企业的股权结构和公司治理结构，进而影响企业的经济绩效；从技术创新角度看，首次公开发行市场为风险投资提供了退出机制，进而有助于促进

社会技术创新；从宏观经济增长角度来看，首次公开发行市场通过促进创业资本市场体系的完善和技术进步，进而促进经济增长。

一、首次公开发行市场与企业公开上市

企业公开上市是企业从私人持有（privately - held）转变为公众持有（publicly - held）公司的过程，首次公开发行是私人持有公司转变为公众持有公司的重要途径。首次公开发行是企业公开上市的前奏，而公开上市则往往是企业首次公开发行的自然延续。一个发达、完善的首次公开发行市场显然有助于企业公开上市，实现从私人持有到公众持有的转变。

更为重要的是，从私人持有转变为公众持有的公开上市能为企业带来众多的好处（Pagano、Panetta 和 Zingales，1998），有助于企业的长期发展。

1. 公开上市与融资便利

债务融资和股权融资是企业最主要的资本来源。由于逆向选择和道德风险的原因，对于那些成立不久、资产负债率比较高的企业，银行往往不愿意贷款，进而限制了企业的债务融资规模。在私人持有的情况下，由于股东人数少，股权融资规模因股东财富水平而受到制约。在这种情况下，通过首次公开发行市场发行股票并上市可以为企业募集到更多的社会公众资本，尤其对于那些拥有众多投资机会和具有成长前景的企业更是如此。

此外，Pagano、Panetta 和 Zingales（1998）认为，企业公开上市可以增加企业与银行贷款时的讨价还价能力，从而进一步便利企业融资。原因在于企业与银行谈判时，证券市场再融资成为企业退出谈判的可置信威胁，进而提高了企业对银行贷款利率的砍价能力。

2. 公开上市与公司治理机制的完善

企业公开上市不仅可以为公司带来融资上的便利，更为主要的是，企业公开上市可以促进公司治理结构的完善，提升企业价值。

部分企业在未公开上市之前是家族企业，家族企业创始人拥有企业所有权和控制权，企业具有古典资本主义企业的特征：资本家和企业家合二为一。这类企业的优点就是避免了委托人与代理人之间的代理成本，但是这类企业的缺点是公司治理家族化，控制权和所有权均为家族所控制。随着企业创始人步入退休年龄和接班人的选择成为企业发展的关键问题时，家族化公司治

理往往导致企业陷入“代际锁定”状态，而且由于企业家能力往往是不能遗传和继承的，家族继任者往往并不具备企业创始人的企业家能力，这种家族企业的“代际锁定”就会降低家族企业价值（Amit 和 Villalonga, 2006; Perez - Gonzalez, 2006; Bennedsen、Nielsen、Perez - Gonzalez 和 Wolfenzon, 2007）。

家族企业通过公开上市转变为公众持有公司，可以完善公司治理机制（Burkart、Panunzi 和 Shleifer, 2003）：第一，成为上市公司可以通过职业经理人替代不合格的家族继承人，避免家族企业接任者没有企业家能力而对企业造成损失；第二，公开上市意味着企业受到政府监管机构的监管以及更多投资者的监督，进而降低管理层的自利行为，提升企业价值，对持有上市公司主要股权的家族有利；第三，公开上市为创业家族提供了便利的退出渠道。

3. 公开上市与“广告效应”

在进行首次公开发行后，发行人往往选择在证券交易所挂牌上市交易，这将为公司带来“广告效应”。通过在证券交易所挂牌交易，众多的投资者将会知晓该企业，从而达到了与企业在产品市场投放广告相似的效果，并且证券交易所的知名度越高，这种“广告效应”越大。Demers 和 Lewellen（2003）还发现新股上市后的抑价程度越高，“广告效应”越显著。

公开上市除了能够便利企业融资、完善公司治理结构和产生“广告效应”之外，还能分散原有股东的投资风险、增加其持有股份流动性等作用。

二、首次公开发行市场、风险投资与技术创新

1. 风险投资与技术创新

风险投资（Venture Capital），也称创业投资，根据美国风险投资协会（National Venture Capital Association）的定义，它是由职业金融家投入到新兴的、迅速成长并有巨大竞争潜力的企业（特别是中小型企业）中的一种股权资本或权益相关资本。

经济增长理论强调了技术进步对长期经济增长的重要性（Romer, 1990），而企业的研发（R&D）投资则是推动科技创新和技术进步的关键动力之一。然而 R&D 投资面临技术不确定性所带来的巨大投资风险，一般投资者难以承受上述风险，在这种情况下，风险投资资本的介入对于 R&D 投资和

由此产生的技术创新有着重要的影响。表 1.1 是 1965 ~ 1992 年美国制造业的风险投资占 R&D 总投资的比重。

表 1.1 美国风险投资占美国制造业 R&D 投资的比重^① 单位：百万美元

年 份	行业 R&D 投资总额	风险投资额	风险投资的比重 (%)
1965	25313	13	0.05
1966	27573	2	0.01
1967	29515	24	0.08
1968	31387	37	0.12
1969	33244	149	0.45
1970	32883	126	0.38
1971	32360	224	0.68
1972	33593	209	0.62
1973	36169	235	0.65
1974	37323	81	0.022
1975	35935	118	0.33
1976	38056	83	0.22
1977	39605	138	0.35
1978	42373	255	0.60
1979	45318	301	0.66
1980	48700	635	1.30
1981	52012	1146	2.20
1982	55033	1388	2.52
1983	58066	2391	4.12
1984	63441	2347	3.70
1985	66860	1951	2.92
1986	68476	2211	3.23
1987	67700	2191	3.24

① 数据来源于 Kortum, S. & J. Lerner. Assessing the Contribution of Venture Capital to Innovation [J]. Rand Journal of Economics, 2000, 31.

续表

年 份	行业 R&D 投资总额	风险投资额	风险投资的比重 (%)
1988	69008	2076	3.01
1989	70456	1995	2.83
1990	69714	1675	2.4
1991	69516	1026	1.48
1992	70825	1571	2.22

由表 1.1 的数据可知,从 1965 ~ 1992 年,美国制造业的 R&D 投资从 253.13 亿美元增加到 1992 年的 708.25 亿美元,增长幅度为 179%。而同期美国风险投资在制造业的投资总额从 1300 万美元上升到 1992 年的 15.71 亿美元,所占比重也从 0.05% 上升到 2.22%,增长了 43 倍。

根据以上数据, Kortum 和 Lerner (2000) 分析了美国制造业的风险投资占 R&D 支出比重与专利增长数量之间的关系,进而对美国风险投资与技术创新之间的关系作了一个实证研究,他们发现在 1983 ~ 1992 年风险投资对 R&D 投入的增加可以解释 8% 的美国制造业的技术创新,而到 1998 年,美国的 14% 技术创新活动是由风险投资支持的。

由此可见,风险投资对促进企业 R&D 投资和技术创新具有重要影响,发展风险投资业对推动技术进步和技术创新进而促进经济增长有重要意义。

2. 首次公开发行市场与风险投资的退出机制

风险投资承担巨大风险的目的在于获取更高的回报,但风险投资家并不注重企业或技术的本身,这只是其获得回报的途径,也不指望通过企业分红取得投资回报,而是希望所投资的企业增值后能够迅速将投资变现退出,以进行新一轮的投资,因而是否存在便利的退出机制是影响风险投资的关键因素。风险投资的退出机制包括管理层收购、股权转让、公开上市、清算等。

在众多退出机制中,首次公开发行市场公开上市是对风险投资家最有利的退出方式之一,通过首次公开发行市场的股票发行上市,资本市场能够将企业未来的价值一次性补偿给风险投资家,从而极大地便利了风险投资家赢利的变现。