

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 牛红军 著

基于核准制的中国股市 IPO定价研究

Research on IPO Pricing in
Chinese Stock Markets Based on Examination System



经济科学出版社
Economic Science Press

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛

Frontier Academic Collection on Finance and Accounting of Beijing Technology and Business University

◎ 牛红军 著

基于核准制的中国股市 IPO定价研究

Research on IPO Pricing in
Chinese Stock Markets Based on Examination System



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

基于核准制的中国股市 IPO 定价研究 / 牛红军著.

—北京: 经济科学出版社, 2010. 8

(北京工商大学财务与会计学术前沿论丛)

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9803 - 5

I. ①基… II. ①牛… III. ①股票 - 价格 - 研究 - 中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 158465 号

责任编辑: 齐伟娜 杨 静

责任校对: 郑淑艳

版式设计: 代小卫

技术编辑: 董永亨

基于核准制的中国股市 IPO 定价研究

牛红军 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: www.esp.com.cn

电子邮件: esp@esp.com.cn

北京汉德鼎有限公司印刷

华丰装订厂装订

880 × 1230 32 开 5.875 印张 160000 字

2010 年 8 月第 1 版 2010 年 8 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9803 - 5 定价: 15.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

总 序

在人类管理实践的过程中，财务与会计学术前沿研究一直起着很重要的导向作用。财务与会计学术前沿问题是财务与会计研究的探索点和制高点，这些问题具有下列基本特征：（1）基础性。其作用在于填补某一领域的空白。（2）关键性。其作用在于对某些问题取得重大的突破。（3）深刻性。其作用在于能揭示财务与会计事件的内在规律。（4）复杂性。其作用在于能从纷繁复杂的财务与会计事件中理清思路，理出头绪，化繁为简。（5）前瞻性。其作用在于高瞻远瞩，预测未来。由于上述基本特征，我们可以说，攻克财务与会计学的难题就意味着财务与会计学的革命，意味着创新，意味着对专业发展的贡献。

北京工商大学财务与会计学术前沿论丛是一系列当代财务与会计领域里的前沿性论著，这套丛书是由北京工商大学会计学院一批中青年教授和博士在其研

究课题、博士论文或博士后研究报告的基础上修订完成的，是一套充满着求实创新与改革发展气息的论丛。他们的研究内容和所形成的每一项研究成果，都体现了财务、会计改革对我国社会主义市场经济运行的回应，也充分显示出对财务与会计学术领域迫切需要研究与解决问题的理论创新。因此，本套丛书具有十分重要的理论意义和实践价值。

本套丛书的特点：（1）学术性强。本套丛书作为北京工商大学会计学院的研究力作，不仅传承传统，更是紧盯现实，十分注重严密的逻辑推理和论证，它从财务与会计的复杂现象中抓住本质，把握规律。每本书都对经典文献进行了回顾和评论，在前人研究的基础上对财务与会计的现状和发展趋势做出了进一步的探求，进而深化和丰富了主流理论的实务。（2）注重方法论的运用。在财务与会计前沿的研究中，方法论的规范化是十分重要的。当新的理论被提出时，必须严格检验那些依照这个理论的逻辑推演产生的结论是否与所要解释的经验事实相一致。如果一致，就是不被证伪的，这个理论暂时就可以被接受；如果不一致，这个理论就必须受到修正或摒弃。（3）理论研究和政策建议相结合。国外经济理论研究的平台是发达国家已经存在的市场经济状态，其重点也在于分析均衡市场中的可能性及现实性，但对于像中国这样的发展中国家，理论研究平台与国外有很大距离，我们的市场正在形成中，人们的经济行为不能简单地用代表性行为人来给定，所以，在经济没有完全市场化的环境中，中国经济问题的研究特别要突出中国特有的政治、制度、环境等背景和特征。同时，中国正处于大变革时期，政策层面的变革将对未来中国经济产生深远的影响。因此，理论从实践中来，也必须回到实践中去，为国家的经济发展和改革提供政策支持正是本丛书之特征所在。

有抱负的青年学者们勇于探索、积极实践的精神是令人欣慰和赞赏的。他们以更宽泛的视野和更积极的态度投身于中国现实问题的研究中，其论题涉及会计、审计、财务管理、税收等多个领域，

同时，他们的研究还打破学科界限，融合管理学、经济学和金融学等多学科知识，力图实现对问题的整合性研究，这正是当代科学探索的一种新范式。北京工商大学会计学院团队将以不懈的努力为财务、会计领域的改革与创新做出贡献。

北京工商大学副校长 谢志华博士

2006年10月26日

前言

本书基于中国股票发行核准制度的实施，对我国 IPO 定价的问题进行了全面、深入的研究。价值发现功能是资本市场的三大基本功能之一，也是我国证券监管部门、投资者、中介机构和发行人在股票市场发展过程中始终关注的重要问题。2005 年询价制度实施之后，市场参与各方希望这一新的定价方式能够解决“IPO 抑价”、“一级市场囤积巨额打新资金”的问题，但从近几年的实施情况来看，其效果并不理想。为此，投资者与理论界对 IPO 定价与发行方式的改革呼声日渐高涨，以期协调一、二级市场扭曲的关系，维护中小投资者的利益。在这样的现实背景下，对 IPO 定价方式在中国股票市场的实施情况进行系统的研究并提出改进建议显得尤为重要。

从 20 世纪 90 年代建立股票交易市场之后，我国 IPO 定价制度一直处于不断完善与改进的过程之

中。在 1999 年《证券法》实施之前,我国 IPO 定价主要是政府主导的行政定价方式,之后逐渐向市场定价方式过渡。不少学者对 IPO 定价问题进行了有益的探讨和研究,并取得了一定的研究成果,但主要集中于对 IPO 抑价的解释。本书选择了一个较新的视角,即主要考察基于我国 IPO 实施核准制之后 IPO 的定价问题。核准制实施之后,我国股票定价经历了几次制度调整,初期放开市盈率,后来有限度地控制市盈率,最后实行比较流行的累计投标询价制度,制度变迁为研究 IPO 的定价提供了客观条件。另外本书认为 IPO 过程包括发行、上市及上市后的短期交易,只有这一过程顺利进行并得到市场认可,公司 IPO 才算成功。基于这一理念,本书在对 IPO 定价研究时,主要考虑发行与上市定价、IPO 抑价与后市表现三个方面的问题。具体的研究目标和问题是:

(1) 系统分析中国 IPO 定价和发行制度的改革过程,理清各阶段的改革目标与主要思路;

(2) 探寻 IPO 发行价格和二级市场的首日价格与反映公司内在价值的会计指标之间的关系;

(3) 检验 IPO 发行制度与 IPO 定价效率的关系;

(4) 研究事前不确定性引起的信息不对称性、流行性假说对解释我国 IPO 折价的适用性;

(5) 研究承销商对 IPO 上市后股价的影响。

本书的基本内容包括三大部分:第一部分(第一章、第二章和第三章)为理论综述与制度背景;第二部分(第四章、第五章和第六章)是本书主体,主要运用实证的方法对 IPO 发行和上市价格与公司会计指标的关系、IPO 抑价的赢者诅咒假说和流行性效应假说的适用性、IPO 上市后承销商稳定股市和托市行为进行了检验;第三部分(第七章)是研究结论和 IPO 发行制度改革的政策建议。

第一部分是理论综述和制度背景,第二章的理论和文献综述

分为四个方面：(1) 股票投资价值相关理论；(2) 股票首次公开发行与短期抑价研究；(3) 股票二级市场定价理论；(4) IPO 之后市价格表现与承销商稳定股市或托市行为关系的研究。第三章分析了我国 IPO 监管审核制度、IPO 定价方式与 IPO 发行方式，并进行了国际比较。理论综述和制度背景分析为实证研究奠定了理论和实践基础。

第二部分是实证研究的内容，也是本书的主体。

第四章研究了两个问题，一是 IPO 发行价与公司财务指标的关系；二是 IPO 上市首日收盘价格与公司财务指标之间的关系。本书通过主成分分析方法对代表公司内在价值的 23 个财务指标进行了旋转后主成分因子的提取，得到 6 个主成分因子，基本代表了公司财务指标特征值的 80%。为了考察不同阶段 IPO 发行价和上市价与公司财务指标关系的变化，本章将样本期间划分为三个阶段，分别为完全放开市盈率阶段、控制发行市盈率阶段和累计投标询价阶段。实证检验的结果是，IPO 发行价格与反映公司盈利能力和成长性的财务指标显著相关，能代表公司的内在价值，并且放开市盈率和询价制阶段的 IPO 价格与财务指标的相关程度更为显著；同时还发现，上市价格与代表公司内在价值的财务指标的相关程度在三个阶段都要低于发行价格与财务指标的相关性，说明影响上市价格的因素更为复杂。

第五章主要研究发行价与上市价格之间的关系，即 IPO 定价效率的问题。IPO 高抑价是缺乏效率的主要表现，主流观点认为，事前不确定性导致的信息不对称是产生高抑价的主要原因。本章研究了信息不对称对解释我国 IPO 高抑价的适用性，即对赢者诅咒理论假说进行了实证检验。在检验过程中，对 IPO 抑价的衡量，考虑了经市场回报调整和未经市场回报调整两种衡量方式，以保证结果的可靠性。研究发现，赢者诅咒假说并不能解释我国 IPO 定价效率低、抑价程度高的现象。本章同时也对股权分置改革、新会计准则执行等重要事件的影响进行了考虑。

第六章为 IPO 后市短期价格表现的研究,主要分析了承销商稳市或托市行为在中国 IPO 上市后的短期内是否存在。国外研究表明,承销商通常会在 IPO 上市后的短期内进行稳市股价或托市的操作。国内一些学者对我国承销商是否存在托市行为的研究结论并不一致,本章利用 Probit 回归分析,利用 Ruud (1993) 研究的分类方法,对我国承销商稳市或托市行为的可能性进行了实证检验,结果表明,我国不存在承销商稳市或托市的行为。

第三部分是对本书的总结。在对实证研究结论总结的基础上,提出了我国改革新股发行制度的政策建议,主要有:(1) 改进现行按资金申购的方式,考虑按账户配售或按市值配售的方案,亦可借鉴香港“一人 N 股”的做法,并引入“回拨”机制,平衡机构投资者和中小股东的利益;(2) 完善目前累计投标询价的定价方式,适当增加定价方式的种类,不同规模的企业由于受发行成本的约束可选择不同的定价方式;(3) 建议赋予主承销商超额配售选择权,以维护和稳市股价。最后,本部分归纳了研究贡献、不足和进一步研究需要注意的问题。

本书的创新主要体现在三个方面。首先,研究视角较新。本书利用公开数据,对实施核准制之后 IPO 价格与财务指标的关系、定价效率与信息不对称性、承销商托市行为进行了系统研究。对市场化的 IPO 定价方式进行系统化的研究,尤其是将定价行为视为一个完整的过程进行系统分析,在国内的研究中尚不多见,体现了本书较新的研究视角。其次,对承销商托市行为的研究方法较新。在研究承销商稳市或托市行为的实证检验中,采用了 Probit 回归分析,以测定承销商稳市或托市行为的概率,并对影响承销商行为的自变量进行回归。最后是结论的创新。与我国学者研究的结论不同,本书实证研究的结论表明,放开市盈率的定价方式优于控制市盈率的 IPO 定价方式,能更好地反映公司的内在价值,与公司会计指标的相关性更高。

本书研究的不足之处主要有三:一是在研究 IPO 定价的合理

性时，用 26 个财务指标作为公司内在价值的代理变量，未能对宏观经济因素、管理层素质与管理水平等非财务因素加以考虑。二是在对股权分置改革与 IPO 定价关系的分析中，股权分置改革之前的时间窗较股权分置改革之后长，不可控因素较多；新企业会计准则执行前后的对比也存在类似的问题。三是承销商稳市或托市行为的分组标准的选择，尽管不影响结论的正确性，但与实际情况可能不甚相符。

目 录

第一章 导言 / 1

- 第一节 研究背景与目的 / 1
- 第二节 研究内容及研究思路 / 4
- 第三节 本书的研究方法和结构安排 / 5

第二章 理论基础与文献综述 / 8

- 第一节 股票投资价值相关理论 / 8
- 第二节 公司股票首次公开发行定价与
短期抑价文献综述 / 16
- 第三节 股票二级市场定价理论及研究述评 / 22
- 第四节 股票 IPO 后短期价格表现研究文献的回顾 / 26

第三章 中国股票市场 IPO 制度背景分析 / 34

- 第一节 IPO 定价机制及我国 IPO 定价方式的发展 / 34
- 第二节 中国股票 IPO 发行方式的变迁 / 51
- 第三节 中国 IPO 监管审核制度 / 59

第四章 核准制下新股发行定价财务因素分析

实证检验 / 66

- 第一节 研究问题及其方法 / 67

- 第二节 样本的选取与数据来源 / 68
- 第三节 IPO 定价的财务影响因素与变量选择 / 68
- 第四节 实证结果及其分析 / 69
- 第五节 IPO 定价与初始报酬率关系的进一步讨论 / 82

第五章 核准制下 IPO 定价效率研究 / 86

- 第一节 样本选取与数据来源 / 86
- 第二节 研究设计 / 88
- 第三节 结果分析 / 97
- 第四节 研究结论及建议 / 110

第六章 IPO 上市后承销商稳市或托市行为

实证分析 / 112

- 第一节 研究目的与范围 / 113
- 第二节 变量的选取与模型的设定 / 114
- 第三节 结果分析 / 124
- 第四节 研究结论与建议 / 129

第七章 研究结论、局限性及展望 / 131

- 第一节 研究结论 / 131
- 第二节 IPO 发行与定价制度改革的政策建议 / 134
- 第三节 研究创新、局限性及展望 / 136

附表 / 139

参考文献 / 155

后记 / 169

图表目录

- 图 1-1 研究结构图 / 5
- 图 4-1 IPO 公司家数年度分布 / 68
- 图 4-2 IPO 发行后市盈率时间趋势图 / 79
- 图 4-3 IPO 的初始回报率时间序列分布图 / 82
- 图 5-1 IPO 初始报酬率年度分布图 / 100
-
- 表 2-1 IPO 抑价理论汇总表 / 22
- 表 3-1 主要 IPO 定价机制划分 / 34
- 表 3-2 1994~1995 年四例采用竞价方式
IPO 公司的基本情况 / 41
- 表 3-3 中国 IPO 定价方式改革变迁汇总 / 44
- 表 3-4 我国与国际主要证券市场上市前公开承销券源及承销方
式的比较 / 51
- 表 3-5 IPO 发行方式沿革表 / 58
- 表 3-6 中国 IPO 监管审核制度变迁 / 65
- 表 4-1 公司主要财务指标汇总 / 69
- 表 4-2 三阶段主成分分析结果表 / 70
- 表 4-3 主成分矩阵 (第一阶段) / 71
- 表 4-4 主成分矩阵 (第二阶段) / 72
- 表 4-5 主成分矩阵 (第三阶段) / 74
- 表 4-6 描述性统计 / 76
- 表 4-7 主成分回归结果 (第一阶段) / 78

表 4-8	主成分回归结果 (第二阶段)	/	79
表 4-9	主成分回归结果 (第三阶段)	/	81
表 4-10	分阶段初始报酬率和市盈率比较	/	83
表 4-11	上市 IPO 发行价格分年度描述性统计	/	83
表 4-12	上市首日收盘价格分年度描述性统计	/	84
表 5-1	上市公司分年度与行业的样本分布	/	87
表 5-2	样本定价方式分布	/	91
表 5-3	样本的发行方式分布	/	92
表 5-4	变量说明汇总表	/	95
表 5-5	全部样本的初始报酬率描述性统计表	/	98
表 5-6	按照证监会行业进行描述性统计分析	/	99
表 5-7	股权分置改革前后初始报酬率分组统计 (1)	/	101
表 5-8	股权分置改革前后初始报酬率分组统计 (2)	/	102
表 5-9	询价制前后初始报酬率分组统计 (1)	/	102
表 5-10	询价制前后初始报酬率分组统计 (2)	/	103
表 5-11	新会计准则执行前后初始报酬率分组统计 (1)	/	103
表 5-12	新会计准则执行前后初始报酬率分组统计 (2)	/	104
表 5-13	因变量与各自变量的 Person 与 Spearman Nonparametric 相关分析	/	105
表 5-14	IPO 初始报酬率模型 1 的回归结果	/	107
表 5-15	IPO 初始报酬率模型 2 的回归结果	/	108
表 6-1	2006 年证券公司承销业务市场 占有率排名前 20 位名单	/	116
表 6-2	会计师事务所市场占有率	/	119
表 6-3	回归模型相关变量及其含义汇总表	/	124
表 6-4	报酬率分组统计表	/	125
表 6-5	自变量的基本情况统计表	/	126
表 6-6	承销商托市行为自变量对 Pr 逐一回归的分析结果	/	127
表 6-7	所有变量进入模型的回归结果	/	128

第一章

导 言

本章首先介绍本书的研究背景和目的，然后对新股发行（IPO）的定价机制、我国目前 IPO 的运行方式进行简单介绍。最后，阐述本书的研究问题、研究思路和结构安排。

第一节 研究背景与目的

一、研究背景

我国股票市场是在转轨经济的大背景下，于 1990 年初以国有企业改革筹集资金为目的情况下建立起来的。在 20 多年的发展过程中，新股发行制度几经变化，但整体上是由行政定价向市场化定价的大方向发展。从整体上来看，大致可以分为两个阶段：一是行政定价阶段；二是逐步向市场化过渡的阶段^①。

^① 实际上，有一个阶段的股票发行主要是按面值发行（1992 年之前）。由于人们对股票和证券市场比较陌生，认购的积极性不高，所以股票发行的着眼点是股票发行出去，基本没有进行股票的定价，许多股票都是按照面值发售，价格很低，并依托于行政摊派进行。

行政定价阶段（1992～1999年）。1992年1月，国务院证券委和中国证监会的成立标志着我国集中统一的监管体系初步形成。在这一阶段，我国先后试行过抽签、全额预缴款、上网定价和上网竞价（仅4只股票试用）4种发行方式。较之于其他大多数国家，我国的定价方式带有明显的行政色彩，是由中国证监会根据“新股发行价 = 每股净收益 × 市盈率”这一固定公式进行统一定价，而且，发行市盈率和所采用的收益也是由证监会制定的。在这种定价方式下，发行公司和承销商无法根据市场的情况来确定发行价格，这使得发行公司的资产可能遭受损失。

逐步向市场化过渡的阶段（1999年至今）。1998年12月31日，《证券法》正式出台。1999年正式实施，自此以后，我国新股发行市场化定价改革的步伐明显加快，相继出现了由承销商和发行公司协商确定上市价格上网定价、向二级市场配售和向法人配售等新的定价方式。自此，证券市场的发展迈入向市场化过渡的新阶段。2004年12月11日，中国证监会颁布了《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》及配套文件《股票发行审核标准备忘录第18号——对首次公开发行股票询价对象条件和行为的监管要求》并于2005年1月1日执行。这标志着中国股票市场发行制度由定价制转向询价制，初步建立了股票首次公开发行的市场化定价机制。

从2005年4月股权分置改革正式启动，到2006年年底，中国资本市场最重要的制度变革已全面完成。股权分置改革，对于中国资本市场具有重要的意义。正如吴晓求教授等在2006年的研究报告《股权分置改革后的中国资本市场》中提到的那样，“从本质上说，股权分置改革试图从制度层面上‘再造’中国资本市场，因而它是迄今为止最重大、最复杂的结构性变革，而且对中国资本市场的发展和制度建设具有里程碑式的意义。它所具有的历史意义几乎可以与20世纪90年代初建立这个市场相提并论。”股权分置改革的完成，使中国资本市场的运行平台发生了根本性变化，从此中