

IPO

A Study on the Regulation Changes and
Its Impact on Chinese IPO Process

中国IPO发行定价制度变迁 及其影响研究

刘剑蕾 ◎ 著

 中国金融出版社

中国 IPO 发行定价制度变迁 及其影响研究

A Study on the Regulation Changes and
Its Impact on Chinese IPO Process

刘剑蕾 著



中国金融出版社

责任编辑：陈 翎 刘红卫

责任校对：张志文

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国 IPO 发行定价制度变迁及其影响研究 (Zhongguo IPO Faxing Dingjia Zhidu Bianqian Jiqi Yingxiang Yanjiu) / 刘剑蕾著. —北京: 中国金融出版社, 2017. 10

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9225 - 3

I. ①中… II. ①刘… III. ①上市公司—股票上市—研究—中国
IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 239209 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 9.75

字数 177 千

版次 2017 年 10 月第 1 版

印次 2017 年 10 月第 1 次印刷

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 9225 - 3

如出现印装错误本社负责调换 联系电话(010)63263947

目 录

1 导论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 审批制下的配额制	2
1.1.2 核准制下的通道制	4
1.1.3 保荐制下的询价制	6
1.2 研究意义	8
2 文献综述	10
2.1 IPO 选择	10
2.2 IPO 市场时机	11
2.3 IPO 抑价	11
2.3.1 “赢者诅咒”假说	12
2.3.2 事前不确定性假设	12
2.3.3 信号假说	13
2.3.4 诉讼风险假说	13
2.4 IPO 长期弱势表现	14
2.4.1 代理成本假说	14
2.4.2 机会窗口假说	15
2.4.3 盈余管理假说	15
2.5 IPO 盈余管理	15

2.6 IPO 禁售期	16
3 研究目的和内容	17
3.1 研究目的	17
3.2 研究动机	18
3.3 研究内容	20
3.4 研究成果和贡献	21
4 法律保护与 IPO 抑价	23
4.1 引言	23
4.2 研究背景	26
4.3 文献综述	29
4.4 样本和变量的选择	31
4.4.1 样本选择	31
4.4.2 IPO 抑价的衡量	34
4.4.3 控制变量	35
4.5 实证分析	38
4.5.1 单变量分析	38
4.5.2 回归分析	41
4.5.3 稳健性分析	45
4.6 结论	51
5 地方经济发展与 IPO 抑价	53
5.1 引言	53
5.2 研究背景	55
5.3 理论假设	57
5.4 样本和变量的选择	58
5.4.1 样本选择	58
5.4.2 抑价的衡量方法	60
5.4.3 其他变量的衡量方法	62
5.5 实证分析	65
5.5.1 回归结果	65
5.5.2 稳健性分析	69
5.6 结论	73
6 IPO 发行制度变迁与盈余管理	74
6.1 引言	74
6.2 研究背景	77
6.2.1 IPO 发行制度的变迁	77

6.2.2 政府管控	78
6.2.3 银行贷款的优先获取权	78
6.2.4 区域差异	79
6.3 假设、变量和样本选取	79
6.3.1 假设和变量	79
6.3.2 盈余管理变量	82
6.3.3 样本选取	83
6.4 研究结果	85
6.4.1 单变量分析	85
6.4.2 回归结果	88
6.5 稳健性分析	98
6.6 结论	99
7 政治关联性与 IPO 长期股价表现	101
7.1 引言	101
7.2 研究背景	102
7.3 实证方法	104
7.4 样本选取过程及数据	106
7.4.1 样本选取过程	106
7.4.2 样本公司的长期股价表现	108
7.5 实证结果	111
7.5.1 单变量分析	111
7.5.2 回归分析	114
7.5.3 稳健性分析	121
7.6 结论	126
8 研究结论与启示	127
8.1 研究结论	127
8.2 研究启示	129
附录	134
附录 1 省份法律框架指数	134
附录 2 法律框架指数和子部分得分	135
参考文献	137
后记	150

1 导论

首次公开发行募股（IPO）是指企业通过证券交易所首次公开向投资者发行股票，以期募集用于企业发展资金的过程。IPO 作为公司生命周期当中至关重要的事件，通常被认为是企业创始人通过稀释手中的股份而获得资本收益的第一次机会。上市不仅为企业的发展提供了额外的融资来源，吸引投资者，增强流通性，同时还能提高企业的知名度、声誉以及员工认同感。更重要的是可以通过上市程序完善企业制度，提高公司治理水平，强化经营管理。

1.1 研究背景

在过去的几十年里，我国进行了一系列的经济改革，使中国从计划经济体制转为以市场为导向的经济体制。作为经济改革的一个关键方面，我国政府在 1990 年成立了上海证券交易所（SHSE）和深圳证券交易所（SZSE），推动国有企业改革。国有企业改革是中国经济改革的重要组成部分。1992 年 10 月，国务院证券管理委员会（以下简称国务院证券委）和中国证监会成立，标志着中国资本市场开始逐步纳入全国统一监管框架，全国性市场由此形成并初步发展。国务院证券委、中国证监会成立后，股票发行试点走向全国。新股发行制度直接体现股票市场的基本功能——资源配置，因此，新股发行制度产生的原因和制度变迁也与融资制度具有紧密的联系。一个国家采用何种新股发行制度，是由其法律基础、证券市场发展的成熟程度以及文化传统等多重因素决定的。在我国资本市场发展的过程

中，决定或影响新股发行行为的一系列要素，包括对拟发行企业的选择机制、发行方式、发行法律、发行定价机制和发行监管机制等都发生了重大改革和变迁。

1.1.1 审批制下的配额制

1990 年至 2000 年，中国资本市场处于建立和发展初期，各方对资本市场的规则、市场参与者的权利和义务的认识不全面，为防止因股票发行引起投资过热，监管机构采取了额度指标管理的审批制度，称为配额制，即将额度指标下达至省级政府或行业主管部门，由其在指标限度内推荐企业，再由中国证监会审批企业发行股票。配额制于 2000 年被正式废除。

审批制下唯一的制度供给主体是政府和准政府机构，包括地方政府、中央政府和证券交易所。政府在当时的发行市场上身兼三职，首先是规则的制定者，规则制定的目的是为了体现政府主导证券发行市场的意志，使股票发行符合国家的产业政策和政府的筹资意愿；其次是规则的监督者，政府通过成立证券监督管理委员会和证券交易所来实现对股票发行市场的管理和监督，保证“三公”原则的执行，避免出现混乱无序的局面；最后是规则的执行者，股票发行市场发展初期的中介机构功能不健全，分工不明确，例如涉及企业改制等方面的工作由政府部门出面办理，这种应该由中介机构承担的职能由政府承担的现象比比皆是，所以造成政府成了自己制定规则的执行者。

审批制时期的国有企业无法与政府协商制定新股发行制度。多数情况下，国有企业必须被动接受政府的制度安排。审批制时期的中介机构所扮演的“参与者”角色，决定了在这一时期的新股发行中，以券商为代表的中介机构把追求利益为自身行为的出发点，从而引发股票发行工作中出现大量不规范行为。

国务院证券委根据国民经济发展需要及资本市场实际情况，先确定当年的发行总额度，然后根据各个省级行政区域、行业地位进一步分配总额度。1993 年、1994 年、1996 年和 1997 年四年的发行额度分别是 50 亿元、55 亿元、150 亿元和 300 亿元人民币^①。

在配额制下，股票发行上市的程序如下所述，经过批准的股份制试点企业，经中国证监会认可的资产评估机构和会计师事务所进行资产评估和财务审核后，向企业所在地的省级或计划单列市人民政府提出公开发行上市股票的申请，地方企业由省级或计划单列市人民政府在国家下达给该地的规模内审批；中央企业由其主管部门商企业所在地的省级或计划单列市人民政府在国家下达给该部门的规

^① 数据来源：《中国资本市场发展报告（2008）》。

模内审批。被批准的发行申请送中国证监会进行资格复审后，由上海、深圳证券交易所发行上市委员会审核批准，报中国证监会备案（同时抄报国务院证券委），十五日内无异议即可发行。此外，如果地方政府推荐的上市公司在 IPO 后的表现更好，该机制还会给地方政府分配更多的股票发行额度。

1.1.1.1 发行方式

为了充分体现公开、公平、公正的原则，自 1993 年开始相继采用了无限量发售申请表、与银行储蓄存款挂钩、“上网定价”等方式向公众公开发行股票。其中无限量发售申请表、与银行储蓄存款挂钩方式包含专项存单和全额存款两种方式。专项存单方式指投资者在银行购买面值固定的专项存单，凭存单号码抽签，中签者可购新股。全额存款方式指投资者根据申购股票的总价值在银行办理全额存款单，按照存单号码参加抽签，中签者的存款直接转为认股款，未中签者的存款转为定期储蓄。“上网定价”方式是指投资者根据申购新股的数量在其保证金账户存入足额资金，证券交易所系统对有效申购进行连续配号，主承销商根据股票发行量和有效申购量计算中签率，并组织摇号抽签，中签者可购入新股。

1.1.1.2 发行定价

在交易所市场形成以前，大部分股票按照面值发行，定价没有制度可循。交易所市场形成以后，由于当时发行人、投资者和中介机构等市场参与者尚不成熟，也由于机构投资者的缺失，基本上根据每股税后利润和相对固定的市盈率来确定发行价格。新股发行价格等于每股税后利润（EPS）乘以发行市盈率（P/E）。

1.1.1.3 中介机构

随着全国性市场的形成和扩大，证券中介机构也随之增加。1992 年 10 月，依托中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行，华夏、南方、国泰三家全国性证券公司成立。此后，证券公司数量急剧增加，这些证券公司股东的背景基本上都是银行、地方政府和有关部委，其业务包括证券承销、经纪、自营和实业投资等。此外，信托投资公司也都兼营证券业务，商业银行也参与国债的承销和自营。到 1998 年底，全国有证券公司 90 家，证券营业部 2412 家。其他从事证券业务的服务机构也不断发展，其中从事证券业务的会计师事务所 107 家，律师事务所 286 家，资产评估机构 116 家^①。

1.1.1.4 对外开放

在 20 世纪 90 年代初外汇短缺和外汇管制的背景下，为了吸引国际资本，中国于 1991 年底推出人民币特种股票（以下简称 B 股）试点，又称境内上市外资

^① 数据来源：《中国资本市场发展报告（2008）》。

股，以人民币标明面值，以美元或港元认购和交易，投资者为境外法人或自然人。截至 1998 年底，B 股共筹资 616.3 亿元人民币，在一定程度上解决了企业的生产资金短缺问题，促进了 B 股公司按照国际惯例运作，也促进了中国资本市场在会计和法律制度以及交易结算等方面的改进和提高。但是，随着 H 股、N 股、红筹股等境外上市步伐的加快，B 股市场的功能大大减弱，无论市场总体规模还是单只股票流通规模，均不能与 H 股、红筹股相比。

1.1.1.5 法律基础

《证券法》于 1998 年 12 月颁布、于 1999 年 7 月实施，以法律形式确认了资本市场的地位。随着 1998 年《证券法》的颁布，相关法规体系和会计规则日益完善，上市公司数量快速增长，交易所交易和登记结算体系效率得到提高，二级市场交易日趋活跃，中国资本市场得到较快发展。《证券法》是中国第一部调整证券发行与交易行为的法律，标志着资本市场走向更高程度的规范发展，也对资本市场的法规体系建设产生了深远的影响。2005 年 11 月，修订后的《证券法》颁布。

1.1.2 核准制下的通道制

2001 年 3 月，新股发行正式实施核准制，确立了以强制性信息披露为核心的事前问责、依法披露和事后追究的责任机制，并初步建立起证券发行监管的法规体系，提高了发行审核工作的程序化和标准化程度。核准制下的制度供给主体范围发生了改变，政府和准政府机构不再是制度唯一的提供者，以券商为代表的中介机构被政府在核准制度安排下提供了“特许权”。根据 1999 年实施的《证券法》，券商被赋予了“确定股票发行规模、发行方式、发行价格”的权力，注册会计师在《股份公司会计制度》和十个会计具体准则公布后实现了运用会计准则对企业经营者经营活动的监督权力，证监发〔2001〕37 号文也规定了律师在法律意见书中必须就股票发行有关的法律问题明确发表结论性意见。由此可见，中介机构在核准制下已经成为发行制度新的提供者。制度供给主体范围的扩大，为新股发行市场发展创造了更为有利的制度环境。

同时，股票发行定价制度由行政主导转变为市场主导。在这个阶段，中国围绕完善社会主义市场经济体制和全面建设小康社会进行持续改革。随着经济体制改革的深入，国有和非国有股份公司不断进入资本市场，2001 年 12 月，中国加入世界贸易组织，中国经济走向全面开放，金融改革不断深化，资本市场的深度和广度日益拓展。

1.1.2.1 发行方式

通道限制，是指由监管部门确定各家综合类证券公司所拥有的发股通道数量，

证券公司按照发行 1 家再上报 1 家的程序来推荐发股公司的制度。该制度旨在通过行政手段限制证券公司同时推荐的发行人的数量，实现对准上市公司数量乃至扩容节奏的控制。在这一制度下，中国证监会将 IPO 承销数量分配给每家证券公司。与配额制的地方政府官员一样，如果一家证券公司承销上市公司在 IPO 后的表现良好，那么该证券公司就会获得更多的股票发行渠道。2004 年 2 月保荐制度正式实施后，中国证监会作出保荐制与通道制并行的过渡性安排。2005 年 1 月，通道制正式废止。

1.1.2.2 发行定价

在通道制下，最常用的定价方法仍然是网上固定价格定价方式。发行价仍是由每股税后收益乘以一个指定的市盈率所决定的。该定价方式沿用至 2004 年。在此期间，中国证监会对市盈率的限制有所变化。1999 年之前，市盈率的倍数为 15 倍，但 1999 年 1 月增加到 50 倍，2002 年又降至 20 倍。

1.1.2.3 法律与监管基础

尽管自 2001 年起，发行审核程序不断透明，但资本市场也自此步入了持续四年的调整阶段。这是因为资本市场发展过程中积累的遗留问题、制度性缺陷和结构性矛盾开始逐步显现：股权分置问题；上市公司改制不彻底，治理结构不完善；证券公司实力较弱，运作不规范；机构投资者规模小，类型少；市场产品结构不合理，缺乏适合大型资金投资的优质蓝筹股、固定收益类产品和金融衍生产品；交易制度单一，缺乏适合于机构投资者避险的交易制度等。这些早期制度设计的局限性，逐步演变成市场进一步发展的障碍。在这个阶段中股票指数大幅下挫，2001 年 6 月 14 日，上证综合指数创历史最高 2245.44 点，2005 年 6 月 6 日，上证综合指数跌破 1000 点，最低 998.23 点；新股发行和上市公司再融资难度加大、周期变长；证券公司遇到了严重的经营困难，到 2005 年，全行业连续四年总体亏损。

为了积极推进资本市场改革开放和稳定发展，国务院于 2004 年 1 月发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，此后，中国资本市场进行了一系列的改革，完善各项基础性制度，主要包括实施股权分置改革、提高上市公司质量、对证券公司综合治理、大力发展机构投资者、改革发行制度等。经过这些改革，投资者信心得到恢复，资本市场出现转折性变化。

2004 年，中国证监会改变跨区域监管体制，实行按行政区域设监管局。同时，开始加强监管局的监管职责，实施“属地监管、职责明确、责任到人、相互配合”的辖区监管责任制，并初步建立了与地方政府协作的综合监管体系。与审批制时期相比较，核准制时期的政府在新股发行市场中的职能也发生了变化。审批制时

期政府集规则制定者、监管者和执行者于一身，在核准制时期前两者的职能得到加强，后者的职能交给了中介机构和企业。职能的变化使政府的“隐性担保者”角色逐渐弱化。

1.1.2.4 机构投资者迅速扩张

核准制下我国股票投资者的结构发生了重大改变，主要表现为个人投资者数量扩张逐渐减缓，以证券投资基金为代表的机构投资者迅速扩张。从1997年底到2003年10月，我国基金只数从78只^①发展到103只^②；基金总募集规模从76亿元增长为1633.24亿元。我国机构投资者是政府为推进资本市场的改革开放和稳定发展培育出的新的制度需求主体。虽然机构投资者与个人投资者都是我国证券市场制度创新的主要参与者和推动者，但是机构投资者与个人投资者在核准制下的最大区别是，前者要扮演股票市场（包括一级市场和二级市场）稳定者的角色，后者则不需要对证券市场的稳定负责。个人投资者在核准制下更多偏向参与者的角色。

1.1.3 保荐制下的询价制

2004年2月，《证券发行上市保荐制度暂行办法》实施，通道限制正式过渡到保荐制度。新股发行引入保荐制，是完善和发展核准制的重要形式，可以看作是我国新股发行制度变迁中的一个量变过程，它并没有改变核准制的本质和根本内容。但是，保荐制度的实施，一方面表现为对现行核准制度的配套改革；另一方面则是为简化发行核准程序、放松发行管制以至最终实现注册制准备了有利条件。同时，建立了保荐机构和保荐代表人问责机制。证券发行的市场约束机制得到强化，新股发行监管资源配置效率得到优化。

证券监管的最终目标是提高发行及上市公司信息披露质量和诚信水平，从而保证证券市场交易公平并且富有效率。在审批制下的信息不对称问题，在保荐制实施前核准制的制度实施不力问题都造成证券监管的最终目标难以实现。引入保荐制，一方面，在最大程度上减少了信息不对称问题；另一方面，保荐责任与权利的匹配又能够基本解决中介机构与外部投资者之间的诚信问题，从而真正形成制度对各制度变迁主体的约束与激励机制。因此，保荐制下的证券监管机构（政府代表）可以运用两种基本监管措施：一是对发行和上市公司的信息披露和诚信水平进行直接监管，从而直接提高公司信息披露的质量和诚信水平；二是对证券中介机构的执业和诚信水平进行监管，再通过证券中介机构执业和诚信水平的提

① 数据来源：耿志民．中国机构投资者研究[M]．北京：中国人民大学出版社，2002：12.

② 数据来源：《中国证券报》2003年10月27日。

高，来间接提高上市公司信息披露的质量和诚信水平。监管部门通过具体行动对上市公司的直接监管和对中介机构的监管之间进行合理的目标和责任分解，在这两者之间合理分配监管资源。既然保荐制本质是通过引入保荐机构、保荐代表人在发行环节充当“第一看门人”的角色，来形成它们对于上市公司和其他专业中介机构的强制性外部督导和核查机制。那么监管机构的直接监管压力必然得以减轻，最终实现证券市场监管效率的提高，中介机构执业水平的提高，以及发行、上市公司质量的提高。

保荐制提高了制度供给主体的供给能力，新股市场价格必然能够体现股票的真实价值。与保荐制配套进行的新股询价制是在前期放开发行市盈率基础上的定价方式改革，发行公司、保荐机构、投资者围绕发行定价的三方博弈在明确各方权利、责任边界和既定规则下进行，股票定价开始按照市场化模式来决定。

1.1.3.1 发行定价

随着机构投资者定价能力的不断增强，中国证监会于2004年底出台了《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，对股票发行价格取消核准，实行询价制。询价机制是发达国家发行新股时所采用的一种最常见的方式。在这种机制下，证券价格是由发行人和主承销商根据一定时期内询价对象就该公司股票价格的反馈所共同决定的。询价对象包括符合中国证监会规定条件的基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者和合格境外机构投资者（QFII），以及其他经中国证监会认可的机构投资者。该发行机制被视为一种透明且灵活的IPO定价方法，能减少发行人与投资者之间的信息不对称问题。询价制度的实施，强化了市场对发行人的约束，使得发行定价机制逐步市场化。在市场化定价机制下，发行人和承销商在IPO过程中拥有了更多的自由裁量权，因此，发行过程与IPO定价将会受到各种企业特征和环境的影响。

1.1.3.2 法律基础

2006年9月发布的《证券发行与承销管理办法》进一步重点规范了首次公开发行股票询价、定价以及股票配售等环节，完善了询价制度，加强了对发行人、证券公司、证券服务机构和投资者参与证券发行行为的监管。同年末，《股票发行审核委员会暂行办法》实施，取消了发行审核委员会委员身份保密的规定，将表决方式改为记名制，建立了发审委委员的问责机制和监督机制，使核准制下市场参与者各负其责、各担风险的原则得到落实，实现了发行制度市场化改革目标的第一步。

2006年，《上市公司证券发行管理办法》《首次公开发行股票并上市管理办法》《证券发行与承销管理办法》及相应配套规则先后推出，形成了全流通模式

下的新股发行体制，包括引入上市公司市价增发机制和配股发行失败机制^①；严格保荐责任，取消了辅导期限一年的强制要求；推进融资方式和工具创新，推出了可分离交易的可转换公司债券；实施新股询价、向战略投资者定向配售、境内境外市场同步发行上市、超额配售选择权试点^②、非公开发行业和股本权证等制度安排。这一系列制度安排进一步强化了市场约束，提高了发行效率。

股票发行体制改革的实践表明，资本市场的制度安排逐步从“政府主导型”向“市场主导型”方向转变，增强市场约束机制提高市场运作的透明度，将定价过程更多地交由市场参与主体决定。这样，不仅能够增强定价的准确性，使市场的发展得以顺利推进，也能使市场参与主体在获得各自利益的同时承担相应的责任和风险，并有利于证券经营机构在市场化的环境下增强风险防范能力，提高核心竞争力。我国 IPO 市场的重大制度变迁对于 IPO 议题的研究产生了深远的影响。

1.2 研究意义

在计划经济时期，资源主要通过行政手段配置，经济整体运行效率低下。随着中国经济逐步走向市场化，资本市场逐渐成为中国经济资源市场化配置的重要平台。上市公司日益成为中国经济体系的重要组成部分。规模大、盈利能力强的企业日益成为资本市场的骨干力量；同时上市公司的行业布局日趋丰富，产业结构由以传统工商业为主转向以制造业、电信、电子、能源、石化、金融、交通等基础和支柱产业为主的新格局，资本市场对国民经济的支持作用逐步显现。

深入研究 IPO 过程中制度变迁所产生的影响，不仅能促进 IPO 企业的价格发现和价值重估，还能引领企业制度的变革。

在资本市场上，企业的价值主要由其未来盈利能力而非净资产决定。未来盈利能力越强，预期产生的现金流越大，企业的价值就越高，由此确立的企业价值往往数倍甚至数十倍于企业的净资产。此外，企业通过资本市场可以在各方参与者尤其是机构投资者的不断博弈中形成相对公允的价格。过去十几年中，中国资本市场的发展使得大量中国企业得到了价格发现和价值重估，许多上市公司特别是上市国有企业的市场价值远远超出原先评估体系下的价值。

① 配股发行失败机制下，控股股东不履行认配股份的承诺，或者代销期限届满，原股东认购股票的数量未达到拟配售数量 70%，发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还已经认购的股东。

② 超额配售选择权制度，俗称“绿鞋”机制，是指发行人授予主承销商的一项选择权，获此授权的主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额 15% 的股份，即主承销商按不超过包销数额 115% 的股份向投资者发售。在当次包销部分的股票上市之日起 30 日内，主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票，或者要求发行人增发股票，分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。

中国资本市场在自身建设和发展过程中，促进了国有企业的股份制改革。多数国有上市公司走在了股份制试点的前列，起到了先导和示范作用，推动了现代企业制度在中国的建立。资本市场还推动企业建立了公司治理机制，使公司治理从被忽视到被高度重视、从无章可循到日趋完善。上市公司普遍建立了股东大会、董事会和监事会的框架，股东大会作用日益加强，中小股东参与股东大会的积极性逐步提高，维权意识不断提升；董事会运作的独立性和有效性不断增强，议事机制不断完善；监事会的监督作用也逐步发挥。同时，股权激励机制的引入，使管理层与股东间的利益更加趋于一致，有助于上市公司健全激励约束机制。此外，独立董事制度的引入，信息披露制度的逐步完善，强化了市场对上市公司的外部监督机制。

国有企业通过改制上市逐步建立起规范化的现代企业制度。资本市场为国有资产资本化提供了平台和窗口，随着资本运作理念逐渐被接受，国有资产管理开始从以企业监管为主向以资本运营为主的方向转变，同时，国有企业中逐步建立了风险管理机制和企业综合评价指标体系，特别是股权分置改革完成之后，股价表现和每股收益变化将逐步成为衡量国有资产运营水平的主要指标之一。

因此，资本市场，特别是 IPO 一级发行市场的发展对我国经济和企业的发展产生了深远的影响。IPO 市场的资源配置功能推动了企业的做大做强，为企业拓宽了外部融资渠道，同时促进了国有企业和国有资产管理模式的改变。我国企业还可以通过资本市场这个平台更为有效地获得国际资本的认可，进一步提高了对国际资本的吸引力，促进了中国经济与世界经济的融合。

2 文献综述

大多数的先前研究试图通过阐述以下四个问题来研究分析 IPO：公司为什么会选择上市？公司为什么会给予投资者相当可观的初始回报率？公司在上市之后的长期表现如何？IPO 公司是否会利用盈余管理来获得更大的融资规模？本章将就上述问题的研究成果进行总结。

2.1 IPO 选择

关于 IPO 选择理论的第一次正式出现是由 Zingales (1995) 提出的。他认为，当企业面临着潜在收购者时，更有可能选择公开发行人股票。这是因为相比于来自外部投资者的压力，目标企业更容易受到来自潜在收购者迫使目标企业做出定价让步的压力。然而，目标企业的管理层会意识到这一点。他们会利用上市途径帮助潜在收购者获得高于直接出售资产的价值。

此外，由于在 IPO 过程中所有权会被分散，因此会对 IPO 企业产生影响，包括积极和消极方面的影响 (Chemmanur 和 Fulghieri, 1999)。在上市之前，风险投资家（如天使投资人）持有的是单一投资组合，因此不愿意比持有多元化投资组合的公开市场中的投资者支付更高的价格。那么，上市成为风险投资家追求更高价格的不错选择。作为知情人，风险投资家可以通过企业的内部信息获取更高的收益以弥补上市过程中所产生的相应的固定成本，而这些成本对于外部投资者来说是十分昂贵的。由此可见，在企业生命周期的最初阶段，企业愿意维持其私有

身份,但当企业规模发展到足够大的时候,它很可能会选择上市之路。

2.2 IPO 市场时机

信息不对称理论假定如果公司知道目前的公司股价处于被低估的位置,那么他们将推迟发行股票 (Ritter, 1984; Lucas 和 McDonald, 1990)。公司选择走 IPO 之路的决策似乎主要是由市场时机因素驱动 (Baker 和 Wurgler, 2000)。鉴于发行者知道发行淡季市场 (Cold Market) 会使该公司的股票价值被低估,因此他们会将上市时机的选择推迟到发行旺季市场 (Hot Market) 的出现,以期获得更高的发行价格。这是因为市场会向发行人所提供的有价值的发行信息,被称为“信息溢出效应” (Subrahmanyam 和 Titman, 1999; Schultz, 2003)。如果在某一特定时间内由于信息溢出效应产生了高于初始预期的 IPO 发行价格,那么在随后的一段时间内 IPO 的发行数量会出现大幅增加。Lowry 和 Schwert (2002) 发现 IPO 发行规模对近期与同质发行的结果高度敏感。

Ibbotson 和 Jaffe (1975)、Ritter (1984) 认为,高频率的 IPO 发行状态可能会伴随 IPO 高抑价的出现。近期 IPO 的初始回报水平与当前 IPO 发行量之间存在着显著正相关关系,这是因为当市场对企业的估值高于预期时,承销商会鼓励更多的企业选择上市。Bradley 和 Jordan (2002) 的研究中包含了发行旺季市场条件的影响,其结果显示超过 35% 的初始回报可以通过上市日所发布的公共信息进行预测。虽然高额的初始回报可以利用发行旺季市场条件来进行解释,但学者们仍旧抱有疑问:为什么 IPO 公司要用可观的初始回报作为投资者的补偿?

2.3 IPO 抑价

根据先前研究的定义, IPO 抑价是指公司在首日公开交易日所产生的正向的且在统计意义上显著的初始回报率。对于 IPO 抑价的研究源于美国市场,有大量的参考文献证实美国 IPO 企业确实存在着抑价现象 (Reilly 和 Hatfield, 1969; McDonald 和 Fisher, 1972; Logue, 1973; Ibbotson 1975; Ibbotson 和 Jaffe, 1975; Ritter, 1984; Ritter, 1991)。Ritter (1991) 通过研究从 1975 年到 1984 年上市的 1526 家美国 IPO 公司,得出美国上市公司的平均抑价率为 14.3%。Loughran 等 (1994) 的研究将分析对象扩大到了 25 个国家的 IPO 样本,通过对更复杂数据的全面分析,该研究发现 IPO 抑价现象普遍存在于各国的 IPO 市场当中。随着 IPO 抑价研究的不断深入,有许多学者开始研究亚洲国家,这当中包括对韩国 (Kim 等, 1993); 日本 (Pettway 和 Kaneko, 1996; Cai 和 Wei, 1997); 中国香港 (McGuinness, 1992); 中国 (Mok 和 Hui, 1998; Su 和 Fleisher, 1999); 马来西亚 (Hwang 和