

EMPIRICAL RESEARCH ON
CHINESE INITIAL PUBLIC OFFERING MARKET

中国股市IPO收益率 实证研究

俞颖 著



陕西人民出版社

中国股市 IPO 收益率实证研究

**Empirical Research on Chinese Initial
Public Offering Market**

俞 颖 著

陕西人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国股市 IPO 收益率实证研究 / 俞颖著. —西安: 陕西人民出版社, 2006

ISBN 7-224-07812-3

I. 中... II. 俞... III. 股票—证券投资—效益分析—研究—中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 131589 号

中国股市 IPO 收益率实证研究

作 者 俞 颖

出版发行 陕西人民出版社(西安市北大街 147 号 邮编:710003)

印 刷 陕西新世纪印刷厂

开 本 850mm × 1168mm 32 开 7.125 印张

字 数 170 千字

版 次 2006 年 10 月第 1 版 2006 年 10 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 7-224-07812-3/F · 1004

定 价 15.00 元



作者简介

俞颖，女，1977年生，西北大学经济管理学院金融系讲师，经济学博士，兼陕西省证券研究会副秘书长。研究方向为资本市场理论与实证。1995年就读于西北大学经济管理学院投资经济专业，分别于1999、2002、2005年获经济学学士、硕士及博士学位。曾于2004至2005年赴荷兰特文特大学金融系进修，从事IPO收益率的研究。在《经济管理》等核心期刊发表论文十余篇，参编著作两部，主持及参与各类课题多项。

序 一

俞颖博士撰写的《中国股市 IPO 收益率实证研究》(以下简称《实证研究》)一书的出版是证券理论界与实践部门的一件好事,值得庆贺。通读《实证研究》一书,认为有以下几个特征有必要介绍给各位读者:

首先,学术价值与理论意义。股市 IPO 收益率问题具有重要的研究价值。在理论研究方面,西方学者以信息效率和行为金融两大理论为主线,从分析微观主体的行为模式出发,认为信息不对称和市场主体的行为偏差是造成 IPO 异常收益率的重要原因,在此基础上提出了一系列解释 IPO 初始定价偏低和长期走势欠佳的假说。我国学者对于 IPO 收益率的研究主要集中于检验西方假说的适用性,在理论分析方面则显得不足,《实证研究》一书对比研究了中外 IPO 市场的差异,并对造成这种差异的成因进行了深入分析,探讨了我国 IPO 异常收益率的形成机理,具有一定的学术价值和理论意义。

其次,现实意义。IPO 市场的定价效率可以从一个侧面反应股票发行制度的效率。中国的股票发行市场正处于制度转型期,已经完成了从行政化的审批制向半市场化的核准制、保荐制的转变,发行制度改革最终目标是实现市场化的注册制。《实证研究》对国内外及我国不同发行制度背景下的 IPO 收益率进行了比较研究,提出了通过改善新股发行制度降低 IPO 异常收益率的具体措施,对于完善我国股票发行制度改革具有一定的指导意义。

第三,可读性。全书首先界定了 IPO 收益率的度量方法,概述了西方学者在信息效率和行为金融理论的基础上建立的一系列解释新股异常收益率现象的假说及我国学者对这些假说的检验,然

后分析了我国 IPO 异常收益率的特征及成因,最后在实证研究的基础上,探索我国 IPO 异常收益率的形成机理并提出了相应对策。分析中应用了信息效率理论、行为金融理论等较为前沿的经济理论,运用了博弈分析、计量分析等现代金融学分析工具,研究思路清晰,方法得当,表述流畅,可读性强。

我相信《实证研究》一书的出版将会引起证券业同行的关注和读者的兴趣。

陕西省证券研究会顾问
西北大学经济管理学院院长
白永秀 教授
2006 年 7 月 20 日

序 二

俞颖是以优异成绩连读西北大学经济学专业的学士、硕士和博士学位的。由于中国改革开放中股票市场的异军突起和有价值证券的特殊魅力,近 20 年来,除了作为市场晴雨表深刻地影响了中国经济社会生活外,也以其深切的利害关系牵连众多的国人及家庭。俞颖从入学道,就遇到这个时代课题,也便以学生的热忱和专业的责任心拥揽住这个课题,坚持不辍遂有建树:学士论文即分析中国证券市场构建问题,硕士论文便探讨中国股票发行制度问题,博士论文更着力研究首次公开发行新股(IPO)问题,从博及约,由浅入深,在不懈的探索中,提炼出一个厚重的研究课题,构筑了一个严整的理论框架。执著专一,锲而不舍,这原本是理论研究的最基本要素。

《中国股市 IPO 收益率实证研究》就是在作者博士论文基础上扩充修改而成的。这篇论著以新股 IPO 收益率为研究对象,用实证研究的方法对影响 IPO 收益率的因素进行了全面的剖析,并就如何消除我国 IPO 异常收益率提出了政策建议。值得一提的是,作者撰写博士论文期间曾赴荷兰特文特大学金融系进修,对中外 IPO 市场进行了深入的比较研究。立足世界同类研究的前沿,拥有丰富翔实的理论和实践资料,精心结构科学严谨的逻辑体系,努力追求叙事说理的准确和流畅,既是作者的主观愿望,也是该著的几点特色。

国内外关于 IPO 的研究成果可谓汗牛充栋,但该著决不乏创新之处:首先,以行为金融和信息效率两大理论为主线,对西方解释 IPO 长、短期收益率的各种假说进行了系统归纳;其次,深入对比了中外 IPO 市场在市场主体行为和市场制度方面的差异,分析

了这种差异对 IPO 抑价的影响;第三,剖析了我国 IPO 长、短期收益率的内在联系。另外,全书的实证研究较为全面、系统,提出的政策建议也具有一定的可操作性。

作为作者的博士研究生导师,我对本书的出版深感欣慰,希望本书能给证券业同行及其他读者以启发和借鉴,同时也希望得到批评和指正。

陕西省商务厅副厅长
西北大学经济管理学院
贾明德 教授
2006 年 8 月 30 日

内 容 简 介

首次公开发行新股(Initial Public Offering,简称IPO)的异常收益率现象一直是国内外关注的热点问题,该现象主要包括初始抑价和长期弱势。西方学者对这一问题的研究主要集中于市场主体的行为分析,对制度因素却考虑很少。然而笔者同其他国内学者一样,认为制度变迁是分析我国IPO异常收益率现象的基本前提,在不同发行制度背景下,市场主体必然表现出不同的行为模式。因此,本书在汲取西方学者运用信息效率和行为金融理论分析IPO异常收益率现象的基础上,采用实证分析方法系统研究了近十年来我国IPO异常收益率的表现、特征、内在联系及成因,并就如何降低IPO异常收益率提出了相应的建议。

全书共分为七章,第一章为导论,第七章为结论,第二章阐述了IPO长、短期收益率的计算方法及异常收益率——初始抑价和长期弱势的界定,从信息效率和行为金融两个角度系统归纳了国外有关IPO异常收益率的各种假说,包括解释初始抑价的逆向选择假说、信号传递假说、投资银行买方独家垄断假说、投机—泡沫假说及解释长期弱势的意见分歧说、主持人假说、机会窗口假说、历史会计信息过度包装假说、盈利预测的“过度乐观”假说及信号假说等。第三、四章研究IPO初始抑价。第三章分析了影响IPO抑价的系统及非系统因素:系统因素包括发行定价制度、信息披露制度及发行审核制度;非系统因素包括发行人、投资者及主承销商等市场主体的行为模式,并结合这些因素对比了中外IPO抑价及我国不同发行制度下IPO抑价差异的成因。第四章先对西方IPO抑价假说在我国的适用性进行了实证检验,归纳了影响我国IPO

抑价的非系统因素,实证结果表明逆向选择假说、投机—泡沫假说及市场气氛假说在我国有较好的解释力,信号假说及主承销商声誉假说的解释力较弱。然后结合我国发行制度变迁,找出了影响我国 IPO 初始抑价的主要因素,即我国 IPO 抑价主要由市场主体间的信息不对称程度及投机行为引起,股票发行制度的变革对降低新股抑价起到了一定的作用。第五章分析我国 IPO 长期收益率,首先通过统计描述证明了我国 IPO 个股长期走势弱于大盘,即存在新股长期弱势现象,其次通过实证分析探讨新股长期弱势的成因,指出新股的长期弱势与其发行时价值的不确定、投资者对新股的过度乐观和上市公司的盈余管理行为有关。最后进行了扩展性分析,证明新股的长期股价低于上市首收盘价,但高于发行价,进一步说明我国新股的初始定价较不准确,发行价低于内在价值,而上市价却高于内在价值。第六章就如何降低新股异常收益率提出了政策建议。首先总结了我国新股异常收益率的形成机制,即市场主体间的信息不对称和投资者对新股的过度乐观导致了新股价值的不确定性和过度的投机行为,使新股发行价低估,上市价高估,形成了较高的初始回报,在新股上市较长时间后,关于其内在价值的各种因素逐渐明朗,投资者也逐渐恢复了投资的理性,这时如果 IPO 公司没有较好的业绩做支撑,市场就会调整其对新股过高的初始评价,引起股价的回落。降低新股异常收益率需要改革股票发行制度、规范市场主体行为,具体而言,要进一步完善信息披露制度、发行定价制度、发行审核制度,培育理性的投资者并规范券商行为。

本书的主要结论是:第一,我国首次公开发行的 A 股存在较为严重的初始抑价和长期弱势现象,这一现象随着股票发行制度的改革而有所改善,但并未根本消除。第二,新股价值的不确定性和过度的投机行为是造成我国新股初始抑价的重要原因;新股上市后价值因素的逐渐明朗及投资者对其过度投机行为的修正使长

期走势和初始走势相背离,如果没有较强的业绩支撑,就会出现长期弱势现象,并且初始抑价度越大,长期走势就越差。第三,尽管存在明显的弱势特征,新股上市后三年内的股价仍在其发行价之上,说明新股的发行抑价是长期存在的。第四,新股的发行制度是一把双刃剑,合理的发行制度可能通过抑制 IPO 市场的投机和降低信息不对称程度来降低异常收益率,反之也会使异常收益率更为严重。从实证结果来看,我国的发行制度改革在降低异常收益率方面是有效的。

本书有以下创新之处:一是系统地归纳了西方 IPO 长、短期收益率理论;二是深入对比了中外 IPO 市场及我国 IPO 市场在不同制度下抑价水平的差异及其成因;三是证实了我国新股存在长期弱势现象并分析了其影响因素。四是阐述了新股长短期收益率的联系性,在此基础上总结了我国 IPO 异常收益率的形成机制。

Abstract

The abnormal return for Initial Public Offering (IPO) is a long-term hot issue which is debated by researchers both in China and abroad, this issue mainly includes the initial underpricing and the long-term poor performance. In the foreign literatures, the researchers only focused on the behavior analysis for market participants while the impact of issuing system is often neglected. However, the author, who has the same opinion with other Chinese researchers, thinks that the change of the issuing system is the pre-condition for the research on IPO abnormal return. The market participants should have different behaviors under different systems. Therefore, after absorbing the succeed experience of foreign researchers, who applied the information efficiency theory and behavior finance theory to the impact of market participants behavior on IPO abnormal return under the condition of information asymmetry, this paper systematically studies the performance, characteristics, reasons and internal relationship of IPO abnormal return, and proposes some suggestions on how to reduce the IPO abnormal return.

This study includes seven chapters. Chapter one is the introduction and chapter seven is the main conclusion. Chapter two defines the IPO underpricing and long-term poor performance and describes the computation method for the short and long term IPO return. It generalizes all kinds of hypothesis on IPO abnormal return in foreign literatures. Chapter three and four focus on IPO underpricing. Chapter

three analyzes the systematical and non-systematical factors: the systematical factors include pricing system, information disclosure system and checking system. The non-systematical factors include the behavior of three kinds of market participants: issuers, investors and underwriters. These reasons resulted in the difference for IPO underpricing is compared in different ways: between Chinese market and foreign market, among different systems. In chapter four the author tests the hypothesis for IPO underpricing in the foreign literatures and generalizes the specific non-systematical factors for Chinese market. Taking the issuing system change into account, we find the final main factors for Chinese IPO underpricing. The conclusion resulted from empirical research shows a positive relationship between the IPO underpricing and both of market information asymmetry and market speculation. The issuing system reform enhanced the significance of each variable, but didn't reduce the initial underpricing rate obviously. Chapter five analyzes the long term IPO return. The statistic description for IPO shows that the individual stock after IPO performs is worse than the index, which means the long-term poor performance exists. The reasons for this phenomenon are also discussed in this part. Moreover, some evidences are given that the IPO underpricing and public appreciation continuously exists in the market in the long run after going public, the main reasons are still the information asymmetry and speculation on new stock. Based on the above analyze, in chapter six the author gives some suggestions on how to eliminate the abnormal return. Firstly, concluded the producing process of abnormal return. The serious speculation and information asymmetry in the IPO market contribute to the high initial return, which is not based on the intrinsic value of an IPO company. So it's a temporary high return and will be adjust-

ted in the long run. If the IPOs do not have a good performance to support the aftermarket price, their long term return will go down compared with the high initial return. The issuing system can enlarge or reduce the IPO abnormal return through affecting the information asymmetry and speculation. Then the author gives some suggestions on how to reduce the abnormal IPO return, which is based on the optimum of issuing system and the regulation on participator behavior.

The main conclusions for this study are: firstly, both the initial underpricing and long term underperformance still seriously existed in Chinese IPO market, although this situation has been slightly improved by the issuing system reform. Secondly, the value uncertainty of the new share and speculation are the basic reasons for IPO underpricing in China. If there is no support coming from good operating performance, the long term underperformance will take place following the clarification of the intrinsic value after IPO and the modification of over speculation. Therefore the long term return betraying short term return, and the higher the IPO underpricing, the worse the long term return. Thirdly, although the underperformance is obvious, the phenomenon that the price for the new share in the first three years is still higher than its offering price shows that IPO underpricing exists in a long run. Fourthly, the new issuing system is a double bladed sword, suitable system will decrease the abnormal return by preventing speculation in IPO market and reducing the information asymmetry and other way around. According to the result of our empirical research, the new issuing system in China is effective for controlling abnormal return.

The new findings for this study include four aspects: systematically generalizing the foreign theories on the long term and short term IPO return; comprehensively comparing the differences both between Chi-

nese IPO market and western IPO market and among Chinese IPO market under different issuing systems, the reasons for producing these differences are also explained. Besides, the main factor that leading to long term underperformance is identified in this study and the relation between the long term and short term return is explained. Based on the above findings, this study generalizes the mechanism for IPO abnormal return in China and give some suggestion on how to enhance the efficiency of the IPO market.

目 录

1 导论	1
1.1 研究主题及研究背景	1
1.1.1 IPO 初始抑价现象	1
1.1.2 IPO 长期弱势现象	3
1.2 基本理论和研究方法	5
1.2.1 基本理论	5
1.2.2 研究方法	6
1.3 分析框架、研究思路及主要内容	7
1.3.1 分析框架及研究思路	7
1.3.2 全文主要内容	8
2 IPO 收益率的计算方法及文献综述	11
2.1 IPO 收益率的计算	11
2.1.1 初始收益率的计算	11
2.1.2 长期收益率的计算	12
2.2 西方解释 IPO 异常收益率现象的理论基础	14
2.2.1 信息效率理论与 IPO 异常收益率	14
2.2.2 行为金融理论与 IPO 异常收益率	17
2.3 西方 IPO 异常收益率假说综述	19
2.3.1 西方解释 IPO 初始抑价现象的假说综述	19
2.3.2 西方解释 IPO 长期弱势现象的假说综述	27
2.4 我国学者对西方假说的实证检验	29
2.4.1 对初始收益率的实证研究	29
2.4.2 对长期收益率的实证研究	33

2.4.3 我国学者实证研究结果评述	34
3 IPO 初始抑价成因的对比分析	36
3.1 影响 IPO 初始抑价的系统及非系统因素	36
3.2 中外系统因素差异对 IPO 抑价的影响	37
3.2.1 股票发行定价制度差异	38
3.2.2 信息披露制度差异	50
3.2.3 股票发行审核制度差异	54
3.2.4 其他制度差异	60
3.3 非系统因素差异对 IPO 抑价的影响	61
3.3.1 主承销商行为差异	61
3.3.2 上市公司行为差异	64
3.3.3 投资者行为差异	69
4 我国 IPO 初始抑价的实证分析	72
4.1 我国 IPO 发行抑价的分组统计	72
4.1.1 我国 IPO 市场的年度对比	72
4.1.2 我国 IPO 初始抑价水平的分组统计	76
4.2 对西方 IPO 抑价假说的实证检验	86
4.2.1 实证研究方法设计	86
4.2.2 逆向选择假说	89
4.2.3 主承销商声誉假说	93
4.2.4 股息支付假说	103
4.2.5 增发信号假说	106
4.2.6 原始股东持股比例假说	109
4.2.7 市场气氛及投机—泡沫假说	118
4.2.8 西方 IPO 抑价假说检验结果评述	119
4.3 不同发行制度下我国 IPO 抑价的对比分析	121
4.3.1 我国股票发行制度的变迁	121
4.3.2 不同发行制度下我国 IPO 抑价的实证分析	124