

邱冬阳 / 著

FAXING ZHONGJIE SHENGYU、IPO YIJIA JI ZHIHOU XIAOYING

发行中介声誉、IPO抑价及滞后效应

——基于中小板市场的实证研究

 復旦大學 出版社

本书得到国家社科基金项目“马尔科夫链抽样方法的金融市场随机波动的联动性及预警机制研究”
(项目编号: 10BJL020) 的资助

邱冬阳 / 著

本书得到重庆市第二批高等学校优秀人才
资助计划项目的资助

FAXING ZHONGJIE SHENGYU、IPO YIJI A JI ZHIHOU XIAOYING

发行中介声誉、IPO抑价及滞后效应

——基于中小板市场的实证研究

复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

发行中介声誉、IPO 抑价及滞后效应——基于中小板市场的实证研究/
邱冬阳著. —上海:复旦大学出版社,2011.7
ISBN 978-7-309-08227-2

I. 发… II. 邱… III. 股票市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 121252 号

发行中介声誉、IPO 抑价及滞后效应——基于中小板市场的实证研究
邱冬阳 著
责任编辑/宋朝阳

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编:200433
网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>
门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853
外埠邮购:86-21-65109143
常熟市华顺印刷有限公司

开本 890×1240 1/32 印张 5.75 字数 152 千
2011 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-08227-2/F·1713

定价:18.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究

内 容 提 要

本书对我国新股发行市场上的IPO高抑价现象进行了实证研究，以实证结论来回答发行中介声誉对抑价的解释作用有多大，如何影响IPO的抑价程度，以及IPO在二级市场上是否存在滞后效应等问题。

本书的主要结论包括：IPO抑价不仅仅是一级市场定价效率的体现，同时也是二级市场定价效率的体现。在一级市场发行中介机构对区别IPO公司质量高低没有效果的现实情况下，二级市场的“炒新”投资者基于上期IPO抑价率的预期对IPO首日超额收益率具有决定作用。在二级市场本身的股价水平偏高时，IPO上市首日的抑价程度更高。因此，要使IPO首日超额收益合理化，不能仅仅依靠一级市场发行政策的频繁变更，有效的二级市场和完善的一级市场同等重要。IPO的市场化可以使发行人同样承担股票价格变化所带来的风险，可以平衡市场参与者的利益机制，从而合理降低IPO首日超额收益。

本书既有理论价值又有实用价值，可读性很强，适用于高校经济管理、金融类师生使用，也可作为实务工作者的参考读物。

前 言

IPO 过程中存在首日抑价、IPO 长期表现欠佳、火爆的发行市场等三大异常现象。半个世纪以来,国外学者对这一现象进行了大量研究,并提出了多种理论和假说,其中,主要有基于有效市场假设的一级市场 IPO 定价不合理和基于市场无效假设的二级市场过度反应两种解释,但学者们的实证研究结论都不完全支持某一种解释。因此,IPO 抑价问题一直是金融学的热点之一,并极大地激发了金融理论界和实务界的兴趣,越来越多的学者投入到对其理论和实证研究之中。

我国股票市场是新兴经济市场,新股发行市场上同样存在 IPO 抑价现象,但与成熟股票市场不同的是,新股抑价幅度很高且长期居高不下。“新股不败神话”带来的后果:一是大量的资金非正常囤积在一级市场导致市场资源配置低效;二是如何分配 IPO 新股及其背后的巨额无风险利润。事实上,IPO 抑价也是一直困扰市场监管者的一个实际课题,频繁的发行制度变迁足以说明这一点。遗憾的是,IPO 首日抑价并没有随着发行制度的改革而显示出相应的明显的降低趋势,因此,有必要更深入研究我国 IPO 抑价的内在规律。国内研究同行们从 IPO 抑价与承销商声誉、发行制度改革、投资者理性等角度对此展开了大量的研究,但得出的研究结论不统一。

有鉴于此,本书将对我国新股发行市场上的 IPO 高抑价现象进行实证研究,以实证结论来回答发行中介声誉对抑价的解释作用有多大,如何影响 IPO 的抑价程度,IPO 在二级市场上是否存在滞后效应等问题。

本文首先根据信号理论,选取股权分置改革后的中小板市场

IPO 公司为研究对象,通过单独排名、联合排名、费用比率等方式来度量承销商、会计师事务所声誉和内部控制信息披露质量,实证研究了发行中介声誉与 IPO 首日抑价、中期超额收益率之间的关系,得到的结论是发行中介对 IPO 抑价没有显著的影响,对定价效率没有明显的促进作用。

其次,通过随机前沿方法对 IPO 抑价进行分解与实证,旨在分析一级市场和二级市场对 IPO 抑价有多大程度的解释作用,进而把 IPO 抑价问题的研究角度延伸到二级市场。

再者,基于行为金融学的研究背景,针对二级市场上有限理性的投资者参与 IPO 交易的特征之一是参考上期 IPO 抑价程度,其呈现出序列相关性,因而采用 GARCH 模型来描述二级市场中 IPO 抑价的滞后效应。得出的结论是,二级市场存在滞后效应,拟合效果最优的 GARCH(1,2)模型表明,第 t 期上市公司 IPO 抑价水平的波动性与第 $t-1$ 期上市公司 IPO 抑价水平的波动性之间存在显著的正相关关系,与第 $t-2$ 期则出现了显著的负相关,并且 IPO 抑价率波动之间也高相关。基于此,本文提出了合理引导 IPO 投资者等政策建议。

本书的主要创新之处在于:

第一,从投资者有限理性实际出发,基于上期 IPO 的抑价水平是 IPO 首日交易投资者的决策因素之一,进而构造了不同时点上 IPO 首日抑价率的非连续时间序列,在方法上就采用数理金融分析的 GARCH 族模型,得出了 IPO 首日抑价存在滞后影响的实证结论。这样的做法相对于将 IPO 二级市场研究完全集中于投资者情绪度量及其对 IPO 抑价影响的已有文献而言,行为金融与数理金融分析方法的有机结合,是一种有益的尝试。

第二,选取了 IPO 公司的内部控制信息及其披露情况作为切入点。已有的内部控制研究多是从风险管理、合规审计等角度出发,很少有从 IPO 视角展开分析的。而内部控制信息及其披露作为 IPO 发行中介的会计师事务所声誉的载体之一,其表现形式有别于 IPO 财务报告出具的四个层次的审计意见而更具有灵活性,其能对 IPO 抑价的有一定的解释作用,研究结论也印证了内部控制信息及其披露与 IPO 抑价作为切入点的价值。

第三,采取把承销商声誉与会计师事务所声誉合并处理构成发行中介声誉,同时以 IPO 公司的总发行费用占总筹资额的比率作为补充指标,以一组信号来判别发行中介声誉与 IPO 抑价,相对于现有大量的单独以承销商声誉、会计师事务所声誉对 IPO 抑价的研究而言,这样处理更贴近 IPO 发行中介机构的实际业务,但需要进一步的深入研究。

本书是在博士论文的基础上修改而成的。在写作过程中得到了许多老师和朋友的指导和帮助,尤其是重庆大学的孟卫东教授,尽管公务繁忙,依然对我在学术研究上给予悉心指导,在日常生活上给予关心支持;还要感谢熊维勤、陈林、黄波、陈学梅、江成山、陆静、熊德章、赵世海、罗东秋等朋友给予我们的无私帮助;最后,要感谢我们的家人,没有他们在背后默默的支持和奉献我们很难觅得机会潜心做学问。由于我们理论水平与能力有限,成书仓促,书中纰漏之处亦恐难免,望读者不吝赐教。

著者

2011 年 5 月于重庆

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 问题提出	1
1.2 研究意义	6
1.3 研究思路与结构安排	7
1.4 特色及创新	10
第 2 章 国内外相关研究综述	12
2.1 发行市场对 IPO 抑价综述	12
2.1.1 发行人和投资者之间的信息不对称	13
2.1.2 投资者之间的信息不对称	15
2.1.3 承销商和投资者之间的信息不对称	16
2.2 二级市场对 IPO 抑价的解释	16
2.2.1 意见分歧假说	17
2.2.2 狂热投资者假说	20
2.2.3 正向反馈交易者假说	23
2.2.4 信息瀑布流假说	25
2.3 中国 IPO 研究综述	27
2.3.1 我国 IPO 首日抑价的研究	27
2.3.2 我国 IPO 长期表现的研究	30
2.4 本章小结	31
第 3 章 承销商声誉与 IPO 抑价	34
3.1 引言	34
3.2 研究设计与数据	38
3.2.1 研究假设	38

2 ■ 发行中介声誉、IPO 抑价及滞后效应 ■

3.2.2	变量选取	38
3.2.3	样本数据收集	43
3.3	首日抑价的实证分析	44
3.3.1	对比统计分析	44
3.3.2	回归分析	46
3.4	承销商声誉与中期回报	49
3.4.1	中期回报界定	49
3.4.2	中期回报率的统计检验	50
3.4.3	承销商声誉与中期回报	54
3.5	实证结论与政策建议	56
3.5.1	实证结论	56
3.5.2	政策建议	58
第4章	会计师事务所声誉与 IPO 抑价	60
4.1	引言	60
4.2	研究设计	63
4.2.1	会计师事务所声誉评价	63
4.2.2	样本选择与数据来源	64
4.2.3	描述统计	65
4.3	会计师事务所选择因素分析	68
4.3.1	研究假设	68
4.3.2	变量定义	70
4.3.3	Logistic 检验	71
4.3.4	OLS 检验	74
4.4	会计师事务所声誉与 IPO 抑价	76
4.4.1	控制变量的引入	76
4.4.2	排名与 IPO 抑价实证	77
4.4.3	费用与 IPO 抑价实证	81
4.5	实证结论与政策建议	83
4.5.1	实证结论	83
4.5.2	政策建议	85

第 5 章 内控信息披露与 IPO 抑价	86
5.1 引言	86
5.2 研究设计与数据	89
5.2.1 理论框架	89
5.2.2 研究假设	90
5.2.3 变量选取	90
5.2.4 样本数据收集	92
5.3 实证过程与结果	93
5.3.1 描述统计	93
5.3.2 相关性检验及分析	97
5.3.3 多元回归分析	99
5.4 实证结论与政策建议	102
5.4.1 实证结论	102
5.4.2 政策建议	102
第 6 章 IPO 抑价的分解	104
6.1 引言	104
6.2 随机前沿方法简介	107
6.3 样本选择、数据来源和变量定义	109
6.4 实证结果及分析	113
6.5 本章小结	118
第 7 章 IPO 抑价的滞后效应	119
7.1 研究背景	119
7.1.1 对 IPO 的行为金融分析	119
7.1.2 IPO 与投资者非理性	120
7.1.3 IPO 抑价的滞后效应	123
7.2 理论分析	124
7.2.1 IPO 抑价率自相关	124
7.2.2 IPO 抑价率的波动性	126
7.3 研究设计	127
7.3.1 序列的选取与构造	127
7.3.2 样本选取	128

4 ■ 发行中介声誉、IPO 抑价及滞后效应 ■

7.4 首日抑价率的 GARCH 模型实证	130
7.4.1 统计特征	131
7.4.2 稳定性检验	132
7.4.3 建立自回归	134
7.4.4 ARCH 效应检验	135
7.4.5 建立 GARCH 模型	137
7.5 GARCH 模型的比较分析	142
7.5.1 不同序列 GARCH 的比较分析	142
7.5.2 GARCH 模型间的比较分析	143
7.6 实证结论及政策建议	148
7.6.1 实证结论	148
7.6.2 政策建议	150
第 8 章 结论	153
8.1 本书的主要结论	153
8.2 研究展望	155
参考文献	157

第1章 绪 论

1.1 问题提出

IPO(Initial Public Offering),即新股首次公开发行,是指那些拥有前景看好的投资项目的公司,在投资银行等中介机构的帮助下,第一次公开在股票市场向潜在的投资者发售股份,为开展项目募集所需要资金的行为。研究表明,在IPO过程中存在首日超额收益(Abnormal Return, AR)、IPO长期表现欠佳、IPO火爆的发行市场等三大异常现象。对于IPO上市后首日收盘价高于发行价的现象,我们称之为IPO抑价(IPO Under-pricing)。事实上,自Ibbotson(1975)首次对IPO抑价进行系统研究以来,国外学者对此“金融异象”已进行了大量深入研究并提出了多种理论和假说,然而迄今为止,尚没有哪一种理论能得到大家一致的认同。因而,IPO抑价在不同的理论和假说下不同的学者用有细微差别的术语如IPO折价、IPO溢价、IPO首日超额收益、IPO超额回报来描述,本书在行文不予区分,均表示IPO抑价。

早期对IPO首日抑价现象的理论研究主要集中于一级市场抑价,即发行价格低于股票内在价值,从而产生了首日抑价。该解释的前提是二级市场是充分有效的,IPO首日抑价是一级市场中参与各方(发行人、承销商和投资者)在信息存在不对称情况下进行博弈的均衡结果,发行人或者承销商将发行价格定得低于股票的内在价值,以对投资者面临的投资风险或者其提供的私有信息进行补偿。

大量的实证研究结论证明了一级市场对IPO抑价的解释,其中,

Tim Loughran, Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist (2003) 对全世界主要的新兴和成熟市场 IPO 首日抑价率在不同时期的表现进行归纳总结, 结果见表 1.1, 全球 IPO 总平均抑价为 32.21%。随后的实证研究对一级市场抑价的解释力度提出了挑战 (Loughran and Ritter, 2004)。因为学者们对 IPO 与长期回报进行的实证研究表明 IPO 的长期回报率比市场指数低 (Ritter, 1991), IPO 短期超额收益和长期表现欠佳的并存似乎是资本市场的一个悖论: 如果短期内市场是有效的, 则 IPO 长期表现应该与可比公司无异。这样的悖论需要新的理论来解释, 一个可能合理的解释是 IPO 的短期超额收益是市场有效性暂时“失灵”的结果, 过于乐观的投资者在短期内存在过度反应, 使股票价格暂时偏离了其内在价值, 在长期内, 价格逐渐回落到真实水平, 则 IPO 投资者在长期内的收益为负。因此, Ritter 和 Welch 早在 2002 年就提出建议, 将研究的重点转移至行为金融理论会引起这一研究领域的更大进步。

表 1.1 各国(地区)IPO 首日超额收益率

国家(地区)	数据来源	样本量	时间段	平均超额收益
澳大利亚	Lee, Taylor & Walter; Woo	381	1976—1995	12.10%
奥地利	Aussenegg	83	1984—2002	6.30%
比利时	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart	86	1984—1999	14.60%
巴西	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979—1990	78.50%
加拿大	Jog & Riding; Jog & Srivastava Kryzanowski & Rakita	500	1971—1999	6.30%
智利	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana	55	1982—1997	8.80%
中国大陆	Datar & Mao; Gu and Qin (A shares)	432	1990—2000	256.90%
丹麦	Jakobsen & Sorensen	117	1984—1998	5.40%
芬兰	Keloharju; Westerholm	99	1984—1997	10.10%

续表

国家(地区)	数据来源	样本量	时间段	平均超额收益
法国	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine	571	1983—2000	11.60%
德国	Ljungqvist	407	1978—1999	27.70%
希腊	Kazantzis & Thomas; Nounis	338	1987—2002	49.00%
中国香港	McGuinness; Zhao & Wu; Ljungqvist & Yu	857	1980—2001	17.30%
印度	Krishnamurti & Kumar	98	1992—1993	35.30%
印度尼西亚	Hanafi; Ljungqvist & Yu	237	1989—2001	19.70%
以色列	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser	285	1990—1994	12.10%
意大利	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi	181	1985—2001	21.70%
日本	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway	1 689	1970—2001	28.40%
韩国	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo	477	1980—1996	74.30%
马来西亚	Isa; Isa & Yong	401	1980—1998	104.10%
墨西哥	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987—1990	33.00%
荷兰	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm	143	1982—1999	10.20%
新西兰	Vos & Cheung; Camp & Munro	201	1979—1999	23.00%
尼日利亚	Ikoku	63	1989—1993	19.10%
挪威	Emilsen, Pedersen & Sættern	68	1984—1996	12.50%
菲律宾	Sullivan & Unite	104	1987—1997	22.70%
波兰	Jelic & Briston	140	1991—1998	27.40%
葡萄牙	Almeida & Duque	21	1992—1998	10.60%
新加坡	Lee, Taylor & Walter; Dawson	441	1973—2001	29.60%
南非	Page & Reyneke	118	1980—1991	32.70%
西班牙	Ansotegui & Fabregat	99	1986—1998	10.70%

续表

国家(地区)	数据来源	样本量	时间段	平均超额收益
瑞典	Rydqvist; Schuster	332	1980—1998	30.50%
瑞士	Drobetz, Kammermann & Walchli	120	1983—2000	34.90%
中国台湾	Lin & Sheu; Liaw, Liu & Wei	293	1986—1998	31.10%
泰国	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat	292	1987—1997	46.70%
土耳其	Kiyamaz	163	1990—1996	13.10%
英国	Dimson; Levis; Ljungqvist	3 122	1959—2001	17.40%
美国	Ibbotson, Sindelar & Ritter	14 840	1960—2001	18.40%
总平均		—	—	32.21%

数据来源:Tim Loughran, Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist (2003), 总平均由作者简单计算而得。

行为金融的引入极大地丰富了 IPO 的相关理论研究,也提出了关于首日抑价的市场无效性解释,即二级市场原因解释:有限理性的噪声交易者使 IPO 上市首日收盘价格高于其内在价值,从而产生了首日超额收益。在长期内,随着价格逐渐回落到真实水平,以上市首日交易价格购得新股的投资者的收益为负。这两者的结合能够较好地解释 IPO 首日超额收益和长期表现欠佳的并存。

因此,从信息不对称等传统理论和行为金融理论综合看, IPO 存在首日高收益的原因无非是两个:一是新股发行价过低,即从理性的角度解释的抑价;二是新股上市首日过度反应,即从非理性的角度解释的抑价(个别文献称前者为抑价、后者为溢价)。

自从中国股票市场在 1990 年正式建立以来, IPO 股票的高抑价问题就一直存在,且与大多数国家相比,新股抑价幅度非常之大,且长期居高不下,相关统计数据见表 1.2。事实上,1990—2008 年 1 662 个 A 股 IPO 中,上市首日收盘价低于发行价的仅有 35 例,其中 24 例集中在 1993 年,这种所谓的“新股不败”神话使得 IPO 新股成为一种近乎无风险的暴利资产。如此之高的 IPO 首日超额收益水平带来的后果是:第一,形成了所谓的新股申购专业户,银行等金融机构推出

专门的“打新”理财产品,进而促使大量的资金非正常囤积在一级市场,导致证券市场资源配置功能的低效率;第二,如何分配 IPO 新股及其背后的巨额无风险利润,即所谓的“留在桌面上的钱”(Loughran and Ritter,2002)。

事实上,这也是一直困扰证券市场监管者的一个实际课题,频繁的发行制度变迁足以说明这一点。根据中国证监会颁布的市场管理法规,1990—2008年,中国 IPO 采用过的发行方式高达44种。纵观发行制度变迁历史,可以看出,第一,遵循“公正、公平、公开”的原则,减少交易成本和提高发行效率是改革发行方式的主要原则。面对远高于 IPO 发行数量的市场超额认购需求,监管者要求采用的主要是抽签决定的方式,这虽然客观上有利于拥有大量申购资金的机构投资者,但它至少在形式和程序上做到了公平。第二,每一次发行制度的改革重点都在发行中介机构,包括承销商、会计师事务所、律师事务所、机构投资者、询价基金等,力图通过制度建设,逐步建立“IPO 公司—发行中介—投资者”之间的完全准确的对称信息,进而提高证券发行市场效率。

表 1.2 中国 IPO 发行情况统计

上市年份	上市家数	平均抑价率(%)	筹资额(亿元)	上市年份	上市家数	平均抑价率(%)	筹资额(亿元)
1990	8	323.46	5.38	2000	137	150.82	851.61
1991	6	406.23	3.93	2001	80	156.94	628.09
1992	39	413.54	30.93	2002	71	148.62	516.43
1993	124	509.84	196.63	2003	67	72.03	472.42
1994	110	165.46	157.24	2004	100	70.14	378.28
1995	24	609.4	23.93	2005	15	45.12	57.63
1996	203	306.22	226.25	2006	56	92.81	179.13
1997	206	272.54	617.76	2007	96	211.96	373.08
1998	106	319.87	404.02	2008	71	123.26	299.67
1999	98	114.26	505.82	合计	1617	237.50	5 928.23

资料来源:根据深圳国泰安公司研究数据库中的相关数据整理。2006年、2007年、2008年是中小板数据。

表 1.2 显示的实际情况是,随着发行制度的改革和我国证券市场逐步完善,IPO 首日抑价并没有显示出相应的明显降低趋势。因此,有必要更深入研究我国 IPO 抑价的内在规律。的确,国内研究同行们从 IPO 抑价的理论解释、实证研究、发行制度改革、投资者理性等角度对此展开了大量的研究(见第 2 章研究综述),实证方面主要集中于从发行市场的某一因素与 IPO 抑价的研究上,但得出的研究结论不统一,有必要开展更深入的研究。其中,发行中介声誉机制是否建立是衡量各国股票发行市场效率的一个标志,我国发行中介声誉是否能降低 IPO 的高抑价呢?尤其是在我国股权分置改革后,IPO 主要集中在中小板市场,2006—2008 年共发行上市的公司有 264 家,中小板有 223 家,占发行总量的 84.47%,发行中介声誉与中小板 IPO 抑价又呈现出哪些差异化的特征和可能的解释呢?对这些问题的回答将为 IPO 市场的建立和逐步完善提供有益的建议。

1.2 研究意义

本书拟通过研究解决以下问题:发行市场中发行中介声誉对抑价的解释作用有多大?发行承销商、会计师事务所和发行公司的行为特征如何影响 IPO 在一级市场的抑价程度?IPO 在二级市场上是否存在前后传递的滞后效应?非理性投资者是否通过滞后效应来影响 IPO 抑价?

具体而言,对上述问题的研究具有如下意义:

首先,从理论意义而言,行为金融与信号理论的结合、发行与交易市场的区分以及二级市场滞后效应的引入,为全面解释我国 IPO 首日超额收益提供新的视角,有助于丰富我国 IPO 领域的相关研究,为全球范围内 IPO 现象的研究,尤其是新兴经济体国家的 IPO 抑价提供新的理论解释和实证证据。