

江西财经大学会计学术文库

JIANGXI CAIJING DAXUE KUAJJI XUESHU WENKU

政府窗口指导、询价制与IPO抑价

ZHENGFU CHUANGKOU ZHIDAO XUNJIAZHI YU IPO YIJIA

邹 斌/著



经济科学出版社
Economic Science Press

江西财经大学会计学术文库

JIANGXI CAIJING DAXUE KUAJJI XUESHU WENKU

政府窗口指导、询价制与IPO抑价

ZHENGFU CHUANGKOU ZHIDAO XUNJIAZHI YU IPO YIJIA

邹 斌/著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

政府窗口指导、询价制与 IPO 抑价 / 邹斌著. —北京:
经济科学出版社, 2011. 11

(江西财经大学会计学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1244 - 3

I. ①政… II. ①邹… 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 (2011) 第 229672 号

责任编辑: 张庆杰

责任校对: 康晓川

版式设计: 代小卫

技术编辑: 王世伟

政府窗口指导、询价制与 IPO 抑价

邹斌 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](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印装

880 × 1230 32 开 6. 125 印张 170000 字

2011 年 11 月第 1 版 2011 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1244 - 3 定价: 16. 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

知识经济的诞生导致会计内、外部环境发生了巨大的变化，紧跟经济社会的发展，开展会计学科的理论研究、创新会计实务，是会计理论工作者的责任。江西财经大学会计学院坚持以教学推动科研，以科研促进教学，实现了教学与科研的互动。

作为培养国内会计人才的重要摇篮和基地，江西财经大学会计学院历史悠久，教学科研的实践，培育出了诸多会计学学者，积淀了深厚的学术底蕴。在江财会计学的发展史上，老一辈会计学家裘宗舜、成圣树等教授以睿智与勤奋耕耘出一片新天地。裘宗舜教授提出的“会计信息系统论”的论点，成为国内关于会计本质理论的重要学术流派之一；成圣树教授为我国审计史研究做出巨大贡献，他编写出版的《审计学辞典》受到广大读者好评。近年来，会计学院通过自身培养和引进高层次人才，形成了一支学历较高、结构合理的师资队伍，并涌现出一批中青年专家，这些学者在会计基本理论、诉讼会计、企业经营业绩评价、公司治理与公司融资、财务报告披露的民事责任、注册会计师民事责任、审计史等方面取得了一批在国内较有影响的科研成果。

进入21世纪后，在经济全球化、资本市场国际化以及会计准则的国际趋同的大背景下，会计的理论、研究方法都在发生着变化。如何应对知识经济时代下会计环境的变化，是我们会计理论工作者必须认真思考的问题之一，也是会计理论工作的首要任务。江

财会计学院的青年才俊，得到了严格的现代学术研究方法的训练，他们不仅掌握了本专业的知识，而且还将相关学科的知识点融入会计学，在学术研究中力求不断创新与发展，渐渐产生了新的理论闪光点 and 思想火花。为帮助青年教师快速成长，会计学院决定资助出版高水平的学术文库，该文库主要包括由学院中青年教师为第一负责人完成的国家自然科学基金和国家社会科学基金课题的研究报告，优秀博士学位论文，以及博士后出站报告。这套学术文库的选题涉及会计、审计和财务管理等前沿领域，作者在吸取国外先进理论的基础上，结合我国的国情，紧跟会计、审计、财务管理等方面的理论前沿开展研究，并在某些理论和方法上有所创新。这些研究涉及的领域主要有：（1）会计准则变迁与会计理论研究；（2）审计效率与 CPA 行业发展研究；（3）公司治理与市场效率研究；（4）代理成本与企业经营绩效等。

这套学术文库主要有如下特点：（1）立足于创新，力求研究会计学、审计学与财务管理中前沿性问题，保持研究的先进性、针对性和实践性；（2）以中国转轨市场经济制度为背景，研究中国会计改革、经济发展中的重点问题，充分展示了经济发展与会计学密不可分的关系；（3）以全球化的视角研究中国会计、审计与资本市场问题，对中国会计准则与审计准则的国际趋同进程与步伐提出自身的见解；（4）结合中国公司治理制度，对中国上市公司财务管理问题和公司治理问题进行研究，形成了具有中国特色的财务理论；（5）注重改革研究方法，坚持研究方法的科学性与先进性，在研究中具有针对性地、灵活地应用规范研究、实证研究与案例研究等方法。总而言之，学术文库力求内容全面，研究视野开阔，研究方法新颖，观点的提炼和阐述准确。

这套学术文库的作者，均具有博士学位，对于学术研究抱着极其虔诚的态度，已分别在各自的工作岗位上做出了一定的成绩，在国内主流学术期刊上发表了一批高质量的学术论文，入选学术文库

----- 总 序 -----

并出版，是对他们过去一段工作的肯定。同时，我希望，学术文库的出版又是一个新的起点，旨在认真总结过去，激励大家锐意开创未来。学术研究的创新与发展，在于那些具有崭新型知识结构和创新研究能力的中青年教师，如今，他们的教学、科研成果已显示了江西财经大学会计学院美好的未来！我乐意为之序。

张 蕊

2011 年 8 月 10 日

序

股票市场在国民经济运行中发挥着重要的资源配置作用。伴随着我国市场经济体制的建立和完善,股票市场的运行效率不仅体现在资源配置是否有效,还体现在股票市场的价格发现机制是否有效,其中 IPO^①的定价效率正是这一效率机制的体现方式之一。实证研究发现存在着 IPO 上市首日收益显著为正(新股发行抑价)现象,而我国 IPO 市场的新股发行抑价程度要显著高于其他国家资本市场的平均水平。

学者对我国的 IPO 抑价现象进行了大量的研究,但从政府窗口指导视角的研究并不多见。邹斌博士的著作《政府窗口指导、询价制与 IPO 抑价》基于国内外学者对 IPO 市场效率问题的相关研究成果,结合我国 IPO 市场的制度变迁路径,考虑政府在 IPO 发行中的窗口指导作用,采用理论分析与实证研究相结合的研究方法,对我国 IPO 市场的定价效率问题进行了系统的分析和探讨,研究工作具有重要的理论意义和应用价值。

作者结合我国 IPO 市场的制度变迁以及监管层在 IPO 发行中进行窗口指导的现实特点,在信息不对称理论的基础上,对与我国政府窗口指导行为相关的因素进行量化,并围绕我国推进 IPO 市场化定价改革进程中的 IPO 定价效率问题展开了讨论。研究表明,虽然

① IPO: Initial Public Offering——首次公开发行。

我国 IPO 市场依然存在着较高的上市首日收益率，但是随着 IPO 定价的市场化程度越来越高，政府窗口指导的政策效应正在逐步弱化，市场化因素的影响正在增强，这一结论有着积极的政策效应，有助于监管层进一步厘清制度安排与非市场因素（政府窗口指导行为等）的关系，在制定法律法规、完善市场交易规则时能够扬长避短，趋利避害；同时对投资者和监管层理解与掌握资本市场的自身规律，更好地发挥证券市场在国民经济中资源有效配置的功能等方面有着重要的现实指导意义。

作者对我国 2005 年股权分置改革基本完成之后，IPO 实行询价定价以来的 IPO 定价效率进行了研究。作者分别从机构投资者参与 IPO 询价的情况、新股询价区间的宽度、IPO 发行定价调整的宽度等三个方面，对我国询价制下 IPO 发行抑价的来源及其影响因素进行了实证检验，检验结果支持了询价制下 IPO 发行抑价的事前不确定性风险来源假说，我国的 IPO 询价体现了更为市场化的新股定价功能，实证研究的结果支持了理论分析得出的结论。

作者从 IPO 股价信息含量的新视角出发，对 IPO 抑价与 IPO 股价信息含量之间的关系进行了研究。与传统基于会计指标来度量股价信息含量的方式不同，作者将股票价格所反映的信息划分为反映公司层面的个股特制信息与反映市场层面的公开信息两类。在理论分析的基础上，作者认为 IPO 抑价与 IPO 股价中所反映的个股特制信息含量存在正相关关系，并通过实证验证了理论假说。同时，作者对实施询价制前后 IPO 股价的信息含量与 IPO 抑价之间的关系进行了比较研究，研究发现询价制下 IPO 股价反映了更多的个股特制信息含量。这一结论佐证了 IPO 询价定价机制的市场化程度更高，也为询价制下 IPO 抑价的信息搜集假说提供了直接的实证证据。

我国当前正处于经济发展转型时期，资本市场在国民经济发展中发挥的作用越来越重要。正如 2005 年我国施行 IPO 询价制、2009 年我国股市推出创业板，以及当前有关推出国际板的讨论等

等，每次资本市场的变革与发展都会出现新的现象、引发新的问题、展开新的讨论。资本市场的发展、制度的建立与健全，无论是在理论上还是在实践上都存在着许多亟待研究的问题，这些都为研究我国资本市场提供了丰富的研究素材。资本市场的运行效率问题是一个古老而年轻的问题，近来，我国 IPO 新股上市首日即跌破发行价的现象屡见不鲜，这也是与我国传统 IPO 市场抑价研究相异而出现的新现象，希望作者能够进一步跟踪我国 IPO 市场的定价效率及其相关问题的研究，努力在这一领域勇攀高峰，取得更多的研究成果。

2011 年 6 月于武汉

摘 要

首次公开发行 (Initial Public Offering, IPO) 新股的上市首日收益显著为正的现象被称为新股发行抑价 (IPO Underpricing)。国内外学者对此做了大量的研究,但是到目前为止,学术界对新股发行抑价的来源及其形成的原因并没有形成统一的认识,也没有一个理论能够完全解释这一现象。我国的证券市场成立时间较短,我国 IPO 市场上也普遍存在着新股抑价的现象,并且我国 IPO 市场的新股发行抑价程度要显著高于其他国家资本市场的平均水平。虽然国内学者对我国的 IPO 抑价现象进行了大量的研究,但是从政府窗口指导视角的研究并不多见,尤其是在 2005 年我国施行询价之后,我国的 IPO 抑价在一定程度上有所上升,这一现象与我国推进 IPO 市场化定价以降低 IPO 抑价的政策目标相悖,目前对我国实行询价定价后的 IPO 抑价的相关研究也较少。为了深入认识我国 IPO 发行抑价的现象,以及我国推进 IPO 市场化定价所伴随的制度改革与实践效果,本书以我国 IPO 市场发展的制度变迁为脉络,结合我国 IPO 市场的制度安排,期望通过对我国 IPO 发行抑价现象的实证研究得出相关结论,为认识我国 IPO 高抑价现象和提高 IPO 定价效率提供参考和借鉴。

本书所研究的问题主要有三个:一是立足于我国 IPO 市场特殊的制度安排和特点,从政府对 IPO 进行“窗口指导”视角,探索制度因素对我国 IPO 定价效率的影响;二是对我国 IPO 市场化定价

机制改革实施询价制以来的 IPO 高抑价现象进行解释；三是以我国推进新股市场化定价机制改革的进程为研究背景，探索解释我国 IPO 抑价现象的新思路和评价 IPO 定价效率问题的新视角。

本书以我国 2001 ~ 2008 年首次公开发行的上市 A 股为研究样本，采用大样本、分阶段检验和多元回归分析等研究方法，从理论和实证上对我国的 IPO 抑价问题进行了较为深入的研究，并得出如下主要结论：（1）我国政府在 IPO 发行定价中的“窗口指导”对 IPO 市场的运行效率有着直接影响，但随着 IPO 定价市场化程度的提高，政府窗口指导的效应正在被弱化，IPO 发行的市场机制正逐步增强，体现了政府监管的政策目标。（2）询价 IPO 的事后风险，询价区间和定价调整的幅度能够很好地对询价 IPO 抑价的来源进行解释，体现了询价制下 IPO 抑价的“风险—收益”对等。（3）与非询价 IPO 相比，市场化询价提高了 IPO 股价的信息含量，并且 IPO 股价的信息含量与其上市首日收益率显著正相关。本书提出以股价的信息效率作为衡量定价效率的标准，研究结果支持了询价的信息搜集理论，弥补了目前该理论缺乏实证证据的不足。

本书的研究结果对于认识我国 IPO 发行高抑价问题有着重要的理论和实践意义。首先，从政府窗口指导的角度研究我国 IPO 抑价问题更符合我国 IPO 市场的实际情况，比简单基于西方理论的验证性研究更有针对性。其次，对于厘清我国证券发行监管、市场化定价改革路径与提高 IPO 定价效率的关系提供了实证证据和参考。最后，市场化询价提高了 IPO 股价的信息含量，IPO 定价的市场机制开始发挥主要作用，进一步推进我国新股定价的市场化改革，完善 IPO 询价及其相关配套制度措施有助于我国 IPO 定价效率的提高。

目 录

第 1 章 导 论	1
1.1 问题的提出	1
1.2 研究目的和意义	7
1.3 研究框架和主要内容	10
第 2 章 相关研究综述	13
2.1 IPO 抑价研究概述	13
2.2 政府窗口指导与 IPO 抑价	34
2.3 询价制与 IPO 抑价	38
2.4 本章小结	44
第 3 章 我国 IPO 市场制度变迁与政府窗口 指导概述	47
3.1 我国 IPO 市场的制度安排	47
3.2 IPO 政府窗口指导概述	61
3.3 本章小结	75
第 4 章 核准制下政府窗口指导与 IPO 抑价的 实证研究	77
4.1 问题的提出	77

4.2	理论分析与研究假设	78
4.3	研究设计	86
4.4	实证结果与分析	92
4.5	本章小结	105
第 5 章	询价制与 IPO 抑价的实证研究	107
5.1	问题的提出	107
5.2	理论分析与研究假设	109
5.3	研究设计	111
5.4	实证结果与分析	114
5.5	本章小结	121
第 6 章	股价信息含量与 IPO 抑价的实证研究	123
6.1	问题的提出	124
6.2	理论分析与研究假设	126
6.3	研究设计	131
6.4	实证结果与分析	136
6.5	本章小结	143
第 7 章	结束语	145
7.1	研究结论	145
7.2	研究展望	147
附录	证券发行与承销管理办法	150
参考文献		163
后 记		178

第1章 导 论

1.1 问题的提出

与已上市交易的股票价格是由市场供求关系与交易行为所形成的价格决定机制不同,新股在一级市场的发行定价阶段,就要对其二级市场的价格进行评估,因而在新股未上市交易前为其合理定价具有一定的难度。如何为新股定价,采用何种方式定价以及新股定价是否准确所反映出来的新股定价效率的高低,不仅关系着发行公司与投资者的切身利益,也反映了证券市场的运行效率。因此,由新股的发行价格与新股上市后二级市场价格偏差所反映的新股定价效率问题也成为有关新股发行相关研究中最重要的问题之一。

赖利和哈特菲尔德 (Reilly and Hatfield, 1969), 斯托尔和柯利 (Stoll and Curly, 1970) 以及赖利 (Reilly, 1977) 等学者最早发现 IPO 上市的新股普遍存在着正的上市首日收益,并且新股上市首日收益率远远高于同期的基准收益率水平。按照传统的价值理论,如果新股被合理定价,那么在新股上市开始交易后,股票的价格应该围绕其价值上下波动,即使市场供求关系的变化会对股价产生影响,但股价无论是上涨还是下跌都不应该偏离其实际价值太远,但是新股上市首日收益率却呈现出显著为正的特点,则说明 IPO 定价是系统性地偏低,他们的开创性研究吸引了随后学者对 IPO 定价效率问题的广泛关注。

自伊博森 (Ibbotson, 1975) 将新股上市首日率显著为正的现象首次表述为新股抑价 (IPO Underpricing) 以来, 新股抑价激发了众多学者浓厚的兴趣。学者们在不同的市场上对这一现象产生的原因进行了大量的理论研究, 并给出了众多的实证检验证据。

表 1-1 中对世界各主要资本市场上的 IPO 新股上市首日收益率的情况进行了汇总。从中可以看到发达成熟资本市场 (如美国、英国、加拿大等) 的新股上市首日收益率水平要远远低于新兴资本市场 (如中国、印度等), 而我国 A 股 IPO 上市首日收益率平均而言达到了 164.5%, 位居全球之首。

表 1-1 世界各主要资本市场的新股上市首日收益率

国家或地区	样本数 (家)	样本区间 (年)	上市首日收益率 (%)	国家或地区	样本数 (家)	样本区间 (年)	上市首日收益率 (%)
阿根廷	20	1991 ~ 1994	4.40	日本	2 628	1970 ~ 2008	40.10
澳大利亚	1 103	1976 ~ 2006	19.80	韩国	1 490	1980 ~ 2008	55.20
奥地利	96	1971 ~ 2006	6.50	马来西亚	350	1980 ~ 2006	69.60
比利时	114	1984 ~ 2006	13.50	墨西哥	88	1987 ~ 1994	15.90
巴西	180	1979 ~ 2006	48.70	荷兰	181	1982 ~ 2006	10.20
保加利亚	9	2004 ~ 2007	36.50	新西兰	214	1979 ~ 2006	20.30
加拿大	635	1971 ~ 2006	7.10	尼日利亚	114	1989 ~ 2006	12.70
智利	65	1982 ~ 2006	8.40	挪威	153	1984 ~ 2006	9.60
中国	1 394	1990 ~ 2005	164.50	菲律宾	123	1987 ~ 2006	21.20
塞浦路斯	51	1999 ~ 2002	23.70	葡萄牙	28	1992 ~ 2006	11.60
丹麦	145	1984 ~ 2006	8.10	俄国	40	1999 ~ 2006	4.20
芬兰	162	1971 ~ 2006	17.20	新加坡	519	1973 ~ 2008	27.40
法国	686	1983 ~ 2006	10.70	南非	118	1980 ~ 1991	32.70

续表

国家或地区	样本数 (家)	样本区间 (年)	上市首日 收益率 (%)	国家或地区	样本数 (家)	样本区间 (年)	上市首日 收益率 (%)
德国	700	1978 ~ 2008	25.30	西班牙	128	1986 ~ 2006	10.90
中国香港	1 008	1980 ~ 2006	15.90	瑞典	406	1980 ~ 2006	27.30
印度	2 811	1990 ~ 2007	92.70	瑞士	159	1983 ~ 2008	28.00
印度尼西亚	339	1989 ~ 2008	21.50	中国台湾	1 312	1980 ~ 2006	37.20
爱尔兰	31	1999 ~ 2006	23.70	土耳其	315	1990 ~ 2008	10.60
以色列	348	1990 ~ 2006	13.80	英国	4 198	1959 ~ 2008	16.30
意大利	268	1985 ~ 2008	16.40	美国	12 028	1960 ~ 2008	16.90

资料来源: Tim Loughran, Jay R. Ritter, Kristian Rydqvist. 1994. Initial Public offerings: International Insights. *Pacific-Basin Finance Journal* 3 (1): 139 ~ 140. 2009年7月27日, [Http: //bear. cba. ufl. edu/ritter/Int. pdf](http://bear.cba.ufl.edu/ritter/Int.pdf)。

表1-2对已有研究中有关我国IPO上市首日收益的情况进行了汇总。从表1-2中可以看到在证券市场建立初期,我国IPO上市首日收益非常高,1987~1995年的IPO平均上市首日收益更是达到了惊人的948.6%,差不多是新股发行价格的11倍(Su and Fleisher, 1999)。研究数据表明我国的IPO上市首日收益都在100%以上,不仅远远高于表中成熟资本市场的水平,也要高于同为新兴市场(如印度、马来西亚等)的水平。

表1-2 我国IPO上市首日收益率的研究数据汇总

来 源	样本容量(家)	样本区间(年)	上市首日收益率(%)
莫克和辉(1998)	87	1990 ~ 1993	289
苏和弗雷彻(1999)	101	1987 ~ 1995	949
陈工孟、高宁(2000)	480	1992 ~ 1996	335

续表

来 源	样本容量 (家)	样本区间 (年)	上市首日收益率 (%)
李博、吴世农 (2000)	529	1996 ~ 1999	129.8
韩德宗、陈静 (2001)	379	1997 ~ 1999	135.35
宋逢明、梁洪昀 (2001)	95	1999	113.84
白仲光、张维 (2003)	307	1998 ~ 2000	137.5
李翔、阴永晟 (2004)	743	1997 ~ 2004	132.43
程、王和魏 (2004)	570	1993 ~ 1998	177.8
陈、弗思和金姆 (2004)	701	1992 ~ 1997	145
朱南、卓贤 (2004)	160	2001 ~ 2003	125.18
奇和帕吉特 (2005)	668	1996 ~ 2000	129.16
刘煜辉、熊鹏 (2005)	908	1995 ~ 2003	129
蒋顺才、蒋永明、胡琦 (2006)	1 230	1991 ~ 2005	145.87
江洪波 (2007)	1 024	1994 ~ 2004	120.88

资料来源：根据相关的文献整理而成。

表 1-3 对我国历年来的 IPO 上市首日收益率情况进行了年度统计。从中可以看到 1990 ~ 1992 年，新股上市首日收益率达到 700% 以上，这主要是受到此间绝大多数新股是以面值发行的影响，因此，这一阶段的新股上市首日收益率与随后发行的新股上市首日收益率的可比性不强。1992 ~ 2000 年，我国的 IPO 上市首日的收盘价格相对于发行价格平均都有至少一倍以上的涨幅，新股上市首日收益率维持在一个相对稳定的水平。而在 2001 ~ 2004 年，我国 IPO 的上市首日收益率随之呈现出明显的走低趋势，这一方面是由于新股发行实行了核准制，提高了相对于审批制下的新股供给，另一方面也受到因这一时期市场处于长期低迷的熊市，二级市场走势欠佳的影响。在 2005 年年初短暂的新股发行后，监管层便因股改的需要而暂停了新股的发行。2006 年以后，随着牛市行情的到来，