



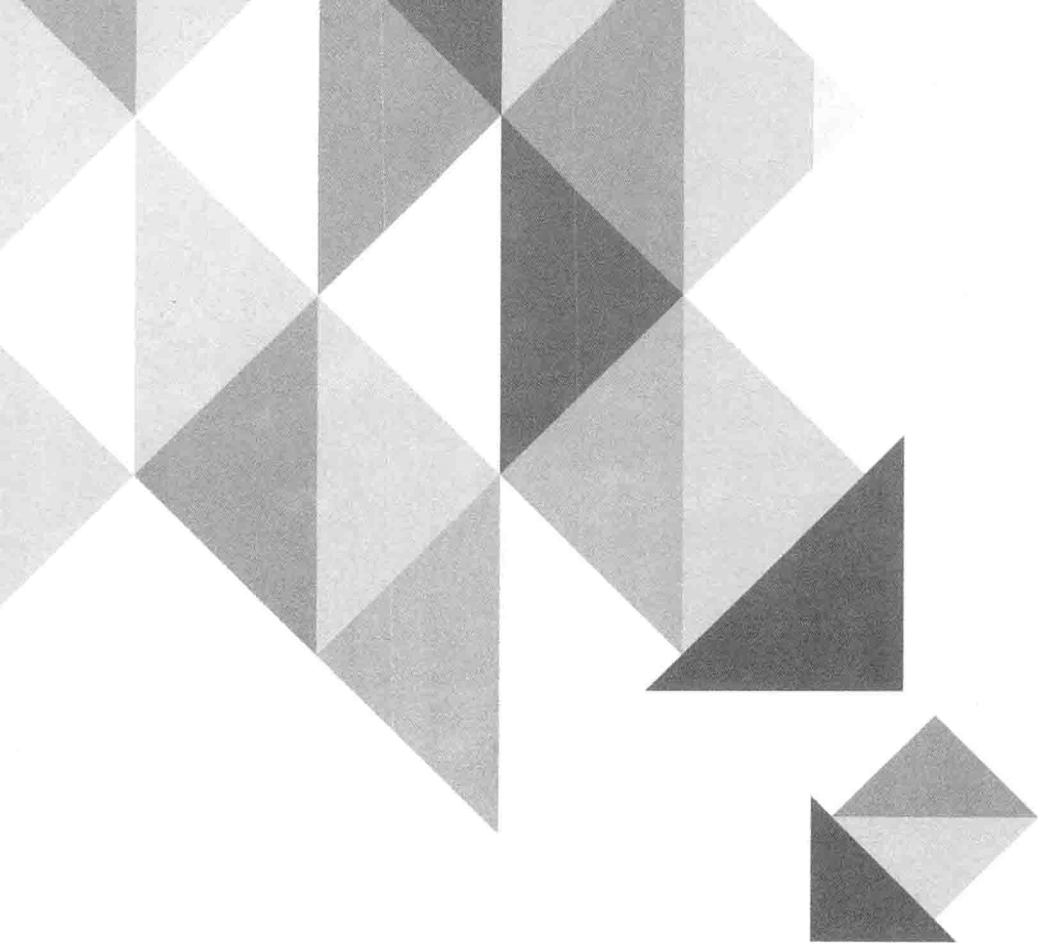
中国创业板市场 IPO的资本配置效率研究

Research on IPO Capital Allocation Efficiency in the ChiNext

岳 琴 ◎ 著



经济科学出版社
Economic Science Press



中国创业板市场 IPO的资本配置效率研究

Research on IPO Capital Allocation Efficiency in the ChiNext

岳 琴 ○ 著



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

中国创业板市场 IPO 的资本配置效率研究 / 岳琴著.
—北京: 经济科学出版社, 2014. 10
ISBN 978 - 7 - 5141 - 5099 - 5

I. ①中… II. ①岳… III. ①创业板市场 - 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 (2014) 第 243415 号

责任编辑: 段 钢

责任校对: 杨 海

责任印制: 邱 天

中国创业板市场 IPO 的资本配置效率研究

岳 琴 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: 010 - 88191217 发行部电话: 010 - 88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

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

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http: //jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

北京万友印刷有限公司印装

710 × 1000 16 开 10 印张 210000 字

2014 年 10 月第 1 版 2014 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 5099 - 5 定价: 39.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010 - 88191502)

(版权所有 翻印必究)

前 言

随着我国创业板股票市场的建立，我国多层次资本市场体系的逐步形成，建立创业板的必要性探讨已经成为过去的事情。对其关注点演变为：多层次资本市场的架构的进一步完善；多层次资本市场体系和创业板的运行和配置效率的提高。现有的研究侧重于前者，而对资本配置效率的研究明显被忽略，本书研究的关注点即选择对我国创业板资本配置效率的问题进行探讨。

本书严格遵循经典的实证框架，按照理论分析支撑实证检验、实证检验佐证理论分析结论的双重关系展开研究。全书研究思路为：第1章阐述研究背景，提出研究问题。第2章相关研究文献梳理和第3章中国创业板市场 IPO 特征，共同构成了全书理论分析部分，为后续的研究提供理论依据。第4章中国“创业板 IPO 资本配置效率实证分析”，评价我国创业板股票市场的资本配置效率。第5章研究创业板股票市场资本配置的起点——定价及定价效率。第6章对创业板股票市场 IPO 中投资者与资本配置效率的研究，检验机构投资者在资本配置中的导向作用。第7章对创业板 IPO 上市公司与资本配置进行研究。第8章是本书研究的结论及提高我国创业板市场 IPO 资本配置效率的应对策略。文章围绕在投资、融资、资本配置与创业板 IPO 这一核心问题上，各章节的理论分析与实证检验是层

层递进。其中，核心部分是第4章至第7章，分别探讨创业板IPO的投资、融资和资本配置效率的关系。

通过以上简述主要得出以下结论：

(1) 证券市场资本配置是指通过证券市场的融资机制，促进资金合理流向发展前景好的行业或企业。本书按照资本逐利性原则，研究了中国创业板股票市场IPO的资本配置效率，分析创业板IPO融资与不同收益水平的行业产生的资本配置效率，指出我国创业板股票市场的资本配置效率相对较低。

(2) 资本市场的定价效率对其资本配置功能的发挥具有决定性作用，书中利用多元线性回归分析了影响我国创业板股票市场定价效率的因素，分析结果表明显著影响超额抑价率的因素是首日换手率和中签率，通过投资者“从众”效应假说和投机—泡沫假说来解释我国创业板股票市场的IPO首日超额抑价率现象。

(3) 按照创业板资金供应链关系，先从融资过程中的资本配置进行分析。通过分析创业板股票市场上投资者结构，指出我国创业板股票市场上以广大个人投资者为主；实证分析机构投资者与资本配置效率的关系，证明机构投资者对把握优质的上市公司起到了正向作用，但是弹性系数仍远小于1。

(4) 按照创业板资金供应链关系，再从融资后的资本再配置进行分析。本书利用统计数据分析了创业板上市公司的融资效果，相对其他资本市场，IPO上市后显著提高了收入、毛利润率，但净利润率却没有得到显著提高。利用DEA方法综合评价了创业板股票市场的股权融资效率，发现存在着资金投入和产出的不均衡现象。书中在分析创业板机构投资者持股与资本再配置效率的关系时，从低效率融资是否得到抑制角度研究资本再配置效率的提高。通过实证检验机构投资者持股对上

上市公司低效率融资不具有制约作用，不能通过制约上市公司低效率融资从而达到提高资本再配置效率。

本书的创新之处主要体现在以下两方面：一是系统地用实证方法研究了中国创业板股票市场 IPO 资本配置效率，从资金供应链角度分析创业板 IPO 的资本配置效率。先分析创业板市场是否具备将投资者的资金合理导向收益率高的行业的能力；再按照资金供应链角度分析融资过程中的定价效率、抑价的影响因素、机构投资者与资本配置的关系；然后分析融资后的资本配置效率，先分析上市公司在创业板 IPO 融资中的效果，以及创业板上市公司股权融资效率的影响因素，再分析创业板上市公司在融资后的资本再配置效率，将创业板股票市场资本配置作用分成两个部分：融资资本配置效率和融资后资本再配置效率。二是系统地用实证方法研究了中国创业板股票市场 IPO 的资本配置效率，提出 IPO 资本配置效率模型、机构投资者与资本再配置效率模型。

本书还存在一些有待进一步探讨的不足之处。由于创业板股票市场成立才三年，实证分析时面板数据不易获得，将时间序列数据引入度量 IPO 资本配置效率的理论研究模型，这是未来研究值得重点深化的方向之一。

作者

2014 年 6 月

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景和动机	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究动机	5
1.2 研究问题	6
1.3 研究方法	7
1.4 研究的创新之处	7
1.5 研究框架	8
1.5.1 研究思路	8
1.5.2 研究内容	9
第 2 章 文献综述	11
2.1 概念界定	11
2.1.1 创业板的含义	11
2.1.2 IPO 的含义	11
2.1.3 创业板 IPO 资金供应链	12
2.2 研究综述——资本配置效率	13
2.2.1 国外资本配置效率的研究	14
2.2.2 国内资本配置效率的研究	16
2.3 研究综述——投资者与资本配置	18
2.3.1 IPO 抑价研究综述	20
2.3.2 机构投资者与资本配置研究综述	23
2.4 研究综述——上市公司与资本配置	26

第 3 章 中国创业板市场 IPO 的发展及特征	30
3.1 中国创业板市场发展现状	30
3.2 创业板市场的上市条件对比	38
3.2.1 创业板与中小板的上市条件	38
3.2.2 与境外主要创业板的上市条件比较	40
第 4 章 中国创业板市场 IPO 的资本配置效率实证分析	49
4.1 创业板市场 IPO 的资本配置效率测算及模型构建	50
4.1.1 股票市场的资本配置效率测算	50
4.1.2 创业板股票市场 IPO 资本配置效率模型构建	52
4.2 创业板上市公司的行业分类	54
4.3 实证分析	60
第 5 章 中国创业板股票市场 IPO 的定价效率及影响因素分析	66
5.1 IPO 定价效率	67
5.1.1 资本市场定价效率	67
5.1.2 IPO 定价效率	67
5.2 中国创业板市场 IPO 定价机制及定价效率	70
5.2.1 中国创业板市场 IPO 定价机制	70
5.2.2 中国创业板市场与主板抑价率比较	72
5.3 中国创业板市场 IPO 定价效率影响因素的实证分析	73
5.3.1 样本选择与变量定义	73
5.3.2 实证研究	76
5.3.3 结论及建议	79
第 6 章 中国创业板市场投资者与资本配置效率	82
6.1 创业板投资者结构分析	83

6.2 创业板投资者群体特征	85
6.3 创业板投资者打新收益率与持有投资收益率	87
6.3.1 打新收益率	87
6.3.2 IPO 首日涨幅和换手率	88
6.3.3 创业板投资者持有投资收益	89
6.4 创业板机构投资者与资本配置效率	91
第 7 章 中国创业板上市公司与资本配置效率	99
7.1 创业板上市公司融资效果	100
7.1.1 创业板上市公司融资数量和规模	100
7.1.2 创业板上市公司 IPO 前后业绩变化	101
7.1.3 创业板上市公司 IPO 后的固定资产投资	103
7.2 创业板上市公司股权融资效率分析	106
7.3 机构投资者与资本再配置效率	111
7.3.1 研究设计	111
7.3.2 样本的选择与分析	113
7.3.3 实证模型测度	113
7.3.4 实证结果与分析	119
7.3.5 结论及启示	121
第 8 章 研究结论与对策建议	125
8.1 研究结论	125
8.2 建议与对策	129
8.3 研究局限及未来研究方向	133
译名对照表	134
附录	136
参考文献	140
后记	154

第1章 绪 论

1.1 研究背景和动机

1.1.1 研究背景

按照国际惯例，一个成熟的资本市场体系应至少有三个层次：主板市场、创业板市场（二板市场）和场外交易市场（OTC 市场），见图 1-1。其中，创业板市场，是多层次资本市场体系的重要组成部分。相对于成熟大型的主板市场，创业板市场专注于规模较小、盈利能力相对不足的高科技中小企业，尤其是具有高成长性和自主创新能力的高科技中小企业，为高科技中小企业提供融资渠道和拓展资本运作平台。不同国家的创业板市场，其上市资源、上市标准、监管手段、交易方式、信息披露等有着不同的要求，但一般都低于主板市场。由于上市门槛较低，中小企业融资更快、更方便。创业板股票市场更关注公司的发展前景和增长潜力，而不是注重企业现有的经营状况，所以说创业板股票市场是一个更具有前瞻性的市场。

目前，全球已形成超过四十多个创业板市场，境外创业板市场发展运行状况参差不齐，有发展较成功的创业板市场，也有能够维持运营和稳步发展的创业板市场，但也有运作不成功发生关闭的创业板市场。各国对创业板市场的称呼不一，如成长板（the Growth Enterprise Market）、新市场（the New Market）、证券交易商报价系统（the Securities Dealer Quotation System）等。具体来说，如美国全国证券交易商自动报价市场

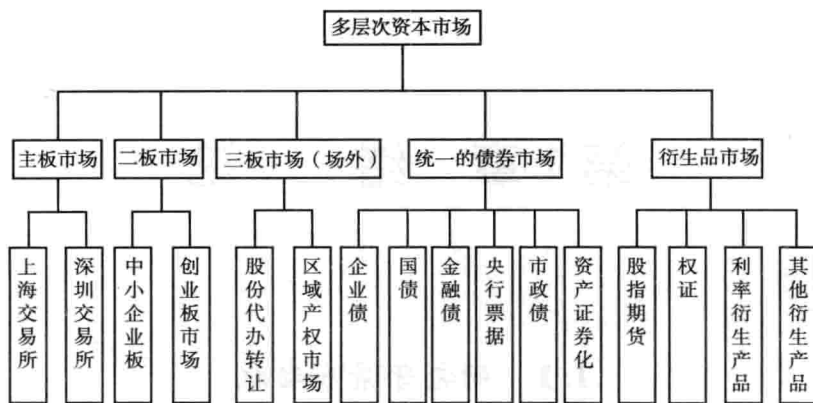


图 1-1 多层次资本市场框架

（纳斯达克）、英国另类投资市场 AIM（Alternative Investment Market）、法国新兴证券市场（Nouveau Market）等。在全球第二板市场中，以美国纳斯达克最为成功，美国高科技产业的蓬勃发展为其提供了良好的上市资源；同时纳斯达克带给高科技中小企业制度上的创新和经营管理上的不断完善，这些都是我们最需要的他山之石。

创业板市场作为我国金融市场中新出现的一种融资方式，其主要目的是作为主板市场的有效补给，支持中小企业，尤其是高成长性的公司，为自主创新企业提供融资平台，为风险资本和创投企业建立正常的退出机制，建设多层次的资本市场体系。

2009 年 10 月 23 日，酝酿已久的中国创业板市场正式开板，中国资本市场一扇向中小企业直接融资的大门悄然敞开。首批 28 家企业率先搭上了中国创业板市场的首班车，较高的发行市盈率以及发行溢价比所带来的巨大的财富效应，再也按捺不住一批批中小企业的创业者们冲关中国资本市场的冲动，中国资本市场随着创业板的开启再一次掀起了中小企业直接融资的热潮。

我国创业板市场促进中小企业经济增长效应初步显现。

1. 相对中小板股票市场和香港创业板股票市场，我国创业板股票市场 IPO 融资规模和发展速度较快

截至 2013 年 3 月 9 日，已经在创业板市场上交易的上市公司达到 355 家，平均市盈率为 36.74，流通市值 4398.33 亿元，总市值达到 10181.53 亿元，年均上市公司数量为 118 家。其上市速度不仅超过我国香港的创业板市场（从 1999 年 11 月至今，香港创业板市场上市公司数量为 149 家），而且超过了我国的中小板市场。从 2004 年 6 月至今，中小板市场上市公司数量为 701 家，年均上市数量为 78 家。

虽然创业板市场运行 3 年来发展迅速，但始终保持稳步发展的节奏。2009 年，创业板上市公司共计 36 家。2010 年，创业板上市公司共计 162 家。2011 年，创业板上市公司共计 291 家。截至 2012 年 10 月 25 日，创业板上市公司达 355 家，占深交所上市公司总数的 23%，创业板市值增长至 8433.16 亿元，占深交所总市值的 12%。

2. 创业板市场成为 VC/PE 退出的主战场

3 年的时间里，249 家 VC/PE 机构通过创业板共实现 463 笔退出，平均账面投资回报倍数为 9.15 倍，创业板市场已成为 VC/PE 退出的主战场。

3. 我国创业板市场的财富效应初步显现

创业板股票市场的规模逐渐增大，虽然市场波动比较大，但创业板股市的财富效应开始显现。当股市处于牛市，特别是股票价格大幅上涨，使投资者持有股票市场价值升值，从而产生驱动投资者投资效应，再次促进发展相关的服务、消费业，为拉动中国的内需和促进经济增长起到了一定的作用。创业板市场产生的财富效应将激励更多的创业企业家的创业激情，同时也在刷新一个又一个的财富纪录。

4. 创业板市场发行市盈率逐步降低

创业板开启以来，新股平均发行市盈率分别为 70 倍（2010 年）、

53 倍（2011 年）和 34 倍（2012 年），明显呈降低趋势，且发行市盈率与二级市场市盈率逐步接近。创业板公司中近七成公司股价破发，其复权股价依然运行在发行价之下的创业板公司有 226 家，占比为 63.66%。

创业板市场自开启以来就面临着金融危机的影响，如经济增长放缓，同时欧洲债务危机和国内经济环境也使中国的实体经济面临更大的困难，创业板公司的发展不能例外。在过去 3 年里，创业板公司业绩表现低于投资者预期，但创业板市场整体收入增长率仍领先中国股票市场。扣除金融业的影响，2012 年上半年的深市主板、中小板和创业板相应净利润下降，降幅分别为 24.06%、9.76% 和 2.34%。可见，创业板的跌幅相对较小。

创业板市场发展也出现了一些令我们担忧的现象。

1. 创业板上市公司的行业分布不够合理

已经在创业板上市的 355 家公司中，制造业 227 家，占全部 63.94%；而属于高新技术范畴的只有 77 家，占总数的 21.69%；对创业板 IPO 上市公司的评判、监管等，沿用了中小板市场审核的思路，对于创新性、高科技性等创新特点，创业板市场表现不够突出。

2. 创业板投资者“羊群效应”显著

深交所研究显示，2011 年，创业板投资者的平均交易频率为 8.2 次/月，交易频率比 2010 年（7.4 次/月）更频繁。同时，创业板投资者平均每人持有的投资产品数为 6.4 种，明显高于 2010 年（4.1 种）。在深交所三个板块中，创业板个人投资者的市值占比和交易占比最高，分别达到 66% 和 90%。2011 年创业板个人投资者亏损额度也是三个板块中最高的。

随着我国多层次资本市场体系的逐步建立，创业板市场发挥了一定的作用，显现出一定的财富效应，IPO 市盈率也在逐步下降。创业板监管体系也在逐步成立，建立以适当性为内容的投资者保护制度，向投资者充分提示投资风险。对投资者的风险认识和风险承受能力建立制度规

范。2012年5月1日,实施《创业板上市规则(2012年修订)》,创业板退市制度也正式出台,创业板IPO管理办法体系正在逐步完善。

1.1.2 研究动机

随着我国创业板股票市场的建立,我国多层次资本市场体系的逐步形成,建立创业板的必要性探讨已经成为过去的事情。对其关注点演变为:多层次资本市场的架构的进一步完善;多层次资本市场体系和创业板的运行和配置效率的提高。现有的研究侧重于前者,而对资本配置效率的研究明显被忽略,本书研究的关注点即选择对我国创业板资本配置效率的问题进行探讨。

创业板作为多层次资本市场的中坚力量,创业板股票市场的资本配置效率研究主要包括三个方面的内容:(1)基于资本配置效率对上市公司和投资者的相互联系研究;(2)投资者与资本配置效率;(3)上市公司与资本配置效率研究。研究上市公司的融资效率、投资者与创业板股票市场的资本配置与再配置效率,就显得尤为重要。

2009年10月30日,深圳创业板正式挂牌交易,自正式启动以来,发挥了良好的作用,但其在发展中也存在许多问题。本书通过研究创业板IPO的资本配置效率,深入了解创业板IPO的投融资效率及创业板利益相关者的利益实现程度,建立创业板投融资利益相关者的利益均衡机制,以期实现创业板企业IPO过程中的中小企业、投资者和监管方等利益相关者的共同发展,以此保证资本市场的健康发展。

创业板IPO应具有投资、融资、资本配置的基本功能,如果一个股票市场不发行股票,不通过IPO或者别的渠道,它的筹资功能作为股票市场就失去了功能。从国家投资来讲,推出了4万亿元投资,基本以政府主导。通常情况来看,政府主导的资金往往对民间投资有挤出效应,这时候推出创业板IPO能有效地解决这样的问题,能更加吸收民间的投资,改变直接投资、间接投资比例。创业板IPO是否能有效地进行资本配置,是评价创业板IPO面临的主要问题。

1.2 研究问题

1. 综合评价创业板 IPO 的资本配置效率

在实证分析创业板 IPO 资本配置效率后的基础上,判定创业板市场是否能促进资金合理流向发展前景好的行业或企业,指出影响创业板市场 IPO 资本配置效率的影响因素,探讨促使创业板市场的融资、投资和资本配置得到发挥的保障措施。

2. 融资过程的资本配置效率研究

融资过程中从投资者角度探讨投资者、投资收益与资本配置效率的关系。创业板的 IPO 定价有效是保证创业板市场具有高效资本配置效率的前提。传统 IPO 理论通常使用 IPO 抑价率来衡量定价效率,影响创业板抑价率的因素除了定价过低外,还有可能是二级市场过度狂热推高收盘价。因此通过我国创业板定价效率的研究,可以确定出影响因素是来自一级市场还是二级市场。

通过分析创业板的机构投资者与个人投资者的结构比例关系,分析创业板市场上机构投资者对资本配置效率的影响,改善投资者关系,提高投资者投资效应。

3. 融资后的资本再配置效率研究

通过创业板市场 IPO,上市公司是否达到低成本融资、提高了资产流动性和盈利能力的目的;分析创业板上市公司股权融资效率的影响因素。通过机构投资者、融资效率、资本再配置效率实证研究,探讨机构投资者、高管减持、公司治理与资本配置效率的关系。

1.3 研究方法

本书在研究过程中,大量参考、阅读国内外公开发表的文献以及工作论文。在此基础上,充分将理论分析与实证检验相结合,得出较为客观准确的研究结论。具体研究方法包括描述性分析法、回归分析法和DEA分析法等。

本书的研究方法采用了理论分析与实证相互验证的办法,以资金供应链传导机制的理论分析为基础,以变量间的相互作用关系构建实证模型,进行对比和实证分析。首先在理论上对股票市场资本配置效率、定价效率、融资效率、投融资与资本配置效率之间的关系进行梳理与构建,结合国际创业板市场发展,讨论了我国创业板融资与投资之间的关系,提出提高创业板股票市场IPO资本配置效率其投资者必须与实体经济融资相适应的论点。

为了更好地探讨创业板IPO的资本配置效率,采用总分总的逻辑顺序。首先统计描述及分析创业板市场的资本配置效率状况,创业板市场是否具备将投资者的资金合理导向收益率高的行业的能力,用多元线性回归方法分析评价创业板融资资本的配置效率和创业板投资资本的配置效率。然后在微观层面上分析创业板投资者的投资效果表现,用多元线性回归方法分析IPO定价效率的影响因素,分析机构投资者对资本配置的影响。再在微观层面分析创业板上市公司的融资效果,先统计描述融资效果,再用DEA方法实证分析创业板股权融资效率。最后在创业板市场层面分析机构投资者、高管减持与融资效率的关系,为我国创业板股票市场和资本市场可持续发展提供政策依据。

1.4 研究的创新之处

本书的创新之处:一是系统地用实证方法研究了中国创业板股票市

场 IPO 资本配置效率,从资金供应链角度分析创业板 IPO 的资本配置效率。先分析创业板市场是否具备将投资者的资金合理导向收益率高的行业的能力;再按照资金供应链角度分析融资过程中的定价效率、抑价的影响因素、机构投资者与资本配置的关系;然后分析融资后的资本配置效率,先分析上市公司在创业板 IPO 融资中的效果,以及创业板上市公司股权融资效率的影响因素,再分析创业板上市公司在融资后的资本再配置效率,将创业板股票市场资本配置作用分成两个部分:融资资本配置效率和融资后资本再配置效率。二是系统地用实证方法研究了中国创业板股票市场 IPO 的资本配置效率,提出 IPO 资本配置效率模型、机构投资者与资本再配置效率模型。具体表现在以下两个方面:

一是研究角度的创新。从现有的研究文献来看,资本市场或股票市场的资本配置效率的研究成果,可以说是非常丰富的。但从研究的角度来看,现有文献主要站在资本市场或股票市场的角度,分别研究投资功能、融资功能和资本配置功能之间的关系,本书则从资金供应链角度探讨投资、融资和资本配置功能之间的关系,系统分析创业板市场的投融资效率。

二是研究内容创新。创业板作为中国资本市场的新生儿,它“三高六新”的特点决定了其 IPO 的特殊性,也就开启了 IPO 研究的新领域:无论是从申请过程到制度建立,还是从定价方法到抑价研究,或是从风险投资到超募监管,国内外专家都进行了深入的研究,但对创业板的 IPO 资本配置效率的研究较少。本书从资金供应链角度,从投融资关系链研究不同视角的资本配置效率。

1.5 研究框架

1.5.1 研究思路

本书严格遵循经典的实证论文框架,按照理论分析支撑实证检验、实证检验佐证理论分析结论的双重关系展开研究。本书研究思路可以归结为:研究背景阐述—相关研究文献梳理—创业板 IPO 资本配置效率实