

RIBEN
CHANGWAI
JIAOYI
SHICHANG

日本 场外交易市场

——20世纪90年代以来首次公开发行股票IPO的实证研究

阎大颖 著



中国商务出版社
CHINA COMMERCE AND TRADE PRESS

日本场外交易市场

——20世纪90年代以来首次公开发行股票IPO的实证研究

阎大颖 著

中国商务出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

日本场外交易市场: 20 世纪 90 年代以来首次公开发行股票 IPO 的实证研究/阎大颖著. —北京: 中国商务出版社, 2006. 2

ISBN 7-80181-497-5

I. 日... II. 阎... III. 股票—证券市场—研究—日本 IV. F833.135

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 013676 号

日本场外交易市场

——20 世纪 90 年代以来首次
公开发行股票 IPO 的实证研究

阎大颖 著

中国商务出版社出版

(北京市安定门外大街东后巷 28 号)

邮政编码: 100710

电话: 010—64269744 (编辑室)

010—64220120 (发行二部)

网址: www.cctpress.com

E-mail: cctpress@cctpress.com

新华书店北京发行所发行

北京市松源印刷有限公司印刷

850×1168 毫米 32 开本

6.25 印张 162 千字

2006 年 2 月 第 1 版

2006 年 2 月 第 1 次印刷

印数: 1000 册

ISBN 7-80181-497-5
F·870

定价: 13.00 元

版权专有 侵权必究

举报电话: (010) 64212247

序

日前，收到阎大颖博士的信，称其新作《日本场外交易市场——20世纪90年代以来首次公开发行人股票IPO的实证研究》即将付梓，并邀我为之作序。见字宛尔，欣然动笔。

大颖博士是我在香港城市大学的研究生，主攻IPO及相关研究。数年来，她虚怀若谷，从善如流，踏实为人，严谨为文。深得师友的喜爱与敬重。毕业后，亦立志投身于学术研究，勤于笔耕，颇有建树。此次《实证研究》一书，是她在香港期间研究的阶段性成果，更结合了她对中国市场的体验与探索，方法严谨，切入准确，思考深入，对国内的实证金融学研究定有所裨益。

在祝贺大颖获得博士的同时，更要祝愿她，继续做到：大处着眼，小处着手，严谨踏实，不懈努力。

毕竟：峰高无坦途！

愿以之共勉。

是为序

Dr. Jun Cai
Oct. 2005 in HongKong

前 言

股票的场外交易市场（Over the Counter Markets, OTC）也被称为“店头市场”或“柜台交易市场”，是指在证券交易所（通常称为主板市场）之外的、由证券买卖双方通过做市商交易机制，协商议价成交的证券交易场所的总称。

场外交易市场的发展最早可以追溯到 16 世纪末，从那时法国里昂和比利时安特卫普买卖股票、债券的聚会场所，到 1792 年在纽约华尔街，24 名经纪人签订的著名“梧桐树协定”，都是场外交易市场的最早形态。随着信用经济的成熟，证券品种的增加，为增加信息透明度、降低交易成本、提高市场效率，场外交易市场逐渐被正规的证券交易所所取代。然而，自 20 世纪 60 年代末，伴随着高科技和新兴产业的迅猛发展，在中小企业和创业资本急剧扩张的融资需求激励下，平行于主板市场以外的 OTC 市场（二板市场）重新焕发出勃勃生机。其中尤以美国 NASDAQ 市场为典型。成立于 1971 年的全美证券交易商协会自动报价系统（即 NASDAQ 系统），是一个支持技术创新、上市标准灵活宽松，运用计算机自动化技术，采用“统一报价、分散交易、集中管理”的方式服务于新兴中小企业小盘股票的高流动性和透明度的新型市场。正因如此，NASDAQ 市场为推进新兴行业和高科技公司的资本形成、造就美国经济的持续繁荣立下了汗马功劳。Compel、Dell、Microsoft... 这些耳熟能详的企业都是从 NASDAQ 市场崛起的 IT 新经济旗舰。

NASDAQ 的繁荣奇迹不仅将场外市场推向高级阶段，更代

表着当代国际证券交易的发展趋势。80年代后期以来，NASDAQ培育高科技产业成功的示范效应使其成为越来越多的发达和发展中国家群起学习仿效的对象。如新加坡SESDAQ市场（1987年）、韩国KOSDAQ市场（1996年）、欧洲小盘股市场（1995）、德国法兰克福交易所的“欧洲新市场”（EURO New Market）、英国AIM（Alternative Investment Market）市场（1995），及2000年前后日本、中国台湾和马来西亚由二板市场升级而成的JASDAQ、TAISDAQ和MESDAQ等。

目前，国内对海外场外交易市场最熟悉的是NASDAQ。对亚洲了解最多的则是中国香港的创业板。这主要是因国内企业多集中在这些市场上市融资。其实比较而言，20世纪90年代后期以来日本的JASDAQ的发展速度和规模也是全球OTC市场中尤为令人注目的一个。虽然该市场模仿了NASDAQ的自动化交易系统运作机制和风险资本融资平台的市场功能，但二者在发展历史和背景，市场组织形式、法律体系、资金来源和投向、上市公司产业布局等很多方面均有显著区别。由此也导致JASDAQ市场与NASDAQ、EASDAQ等美欧等场外交易市场不同的融资绩效和行情走势。特别是2000—2002年各国OTC市场因创业板股票市值的大幅下挫而遭受巨大损失。然而在此全球性OTC市场的低谷阶段，各国也差异显著，日本、德国、中国香港等二板市场抵御冲击的能力明显比NASDAQ更加脆弱。究其根源，与这些市场运行规则和制度建设方面的失误关系紧密。

我国在2004年5月已正式在深交所推出中小企业板，标志着以场外交易市场为重点的多层次证券市场体系已初具形态。吸取和借鉴国外成熟市场的经验和教训，一直是我国开拓和发展证券市场的重要思路。为此，广泛深入地研究世界各国OTC市场的发展动态，对于全方位认识场外交易市场和创业板交易的生存规律、运行机制、风险特征和构建难点都是十分紧迫和必要的。不仅如此，2003年上半年以来，全球各创业板市场指数普遍回

升,其中尤以美国 NASDAQ、香港创业板和日本 JASDAQ 的涨幅较大。在此 OTC 市场的复苏阶段,各国主要创业板已瞄准中国潜力巨大的中小企业融资需求,接踵而至加大在华的证券承销攻势。而我国不少优秀创业企业也纷纷走向境外上市。其中美国 NASDAQ、香港创业板和日本 JASDAQ 都将是未来中国内地企业海外融资的主要场所。

正是基于这一背景,作者向读者推出这本关于日本 JASDAQ 市场近十年市场总体表现和上市公司融资绩效的实证研究。这是根据本人 2001—2003 年在香港城市大学攻读博士的论文经翻译和补充创作而成。作者基于日本 JASDAQ 市场大量珍贵的股票和财务数据,运用多种分析方法,首次在国内推出对 JASDAQ 市场全面翔实的实证研究,并对这一市场的制度特征和发展前景作出了深入分析。该书不仅在一定程度上弥补了国内国际金融市场的空白,并为实证金融学提供了一个较前沿的研究范式,而且对中国建立多层次资本市场体系、完善创业板市场和发展风险投资企业也有较强的启发和参考作用。因此可以作为高校和科研人员、大专院校学生、相关政府部门和证券从业人员关于日本证券市场实务的参考资料。

作 者
2005 年 9 月

ABSTRACT

This paper implements a comprehensive research on the characteristics of the long run market and operating performance of more than JASDAQ (Japanese OTC market) firms from 1991 to 2001 after their initial public offerings. The study can be divided into five parts:

Chapter three makes brief overview of the development of JASDAQ market and description of the main features of this market, which set up the institutional background for forthcoming chapters.

Chapter four mainly examines the post-IPO performance of stock returns through varied empirical procedures. In course of univariate analysis, I discover dramatic market underperformance of the specified sample in years post issue. Either the trend over long time horizon or several cross sectional patterns are basically compatible with the IPOs in U. S and Japanese markets. By replicating three factor regressions, the results corroborates the IPOs not only suffer severer downward drift of stock returns in overall JASDAQ market, but even underperform on the three-factor risk adjustment basis.

Chapter five first documents significant and long-lasting decline in post-issue operating performance of the same IPO sample corresponding to their underperformance in stock market, either relative to its pre-issue levels, or after adjusted by industry and

mean reversion factors. As an extension to extant IPO studies, the paper proceeds to investigate underlying the reasons for concurrent underperformance with primary focuses on the hypothesis of “Windows of Opportunity” and theory of agency problem. The unveiled trends in market expectations on as well as the investment activities of the issuers compatibly verify the behavioral hypotheses of “Windows of Opportunity” and “Market timing”. As the changes of ownership structure do not significantly relate to operating performance shifts from pre- to post-issue, the alternative agency theory does not have plausible explanatory power in this study.

The last Chapter, as the derivation of the overall book, draws some policy implications for the construction of Chinese second board market and the development of venture capital.

目 录

第一章 绪 论	(1)
1.1 本书的研究动因	(1)
1.2 本书的研究创新	(3)
1.3 本书的研究思路	(4)
第二章 文献综述	(6)
2.1 IPO 相关问题的研究	(6)
2.2 IPO 长期表现的实证研究	(11)
2.2.1 国外首次公开发行后长期弱势的实证经验	(11)
2.2.2 我国新股市场收益长期弱势的实证经验	(13)
2.3 股票首次公开发行后长期表现的理论解释	(14)
2.3.1 行为金融学派的主要观点	(14)
一、行为金融学的理论溯源	(14)
二、关于新股长期弱势的解释	(15)
2.3.2 代理问题学派的主要观点	(22)
一、代理问题的理论基础	(22)
二、关于新股长期弱势的分析	(24)
2.3.3 信息经济学派的主要观点	(29)
一、乐队经理 (The Impresario) 假说	(29)
二、过度粉饰 (Window-dressing)	(30)

(2) 日本场外交易市场

2.3.4 股票首次公开发行长期弱势现象的其他解释	(31)
一、价格支持	(31)
二、检验方法误差	(31)
第三章 日本场外交易市场 (JASDAQ) 市场概述	(34)
3.1 JASDAQ 市场的发展背景和演进过程	(34)
3.1.1 日本 OTC 市场的萌芽期 (1963—80 年代中期)	(35)
3.1.2 形成期 (20 世纪 80 年代中期—90 年代中后期)	(35)
3.1.3 完善期 (20 世纪 90 年代中后期—至今)	(37)
3.2 JASDAQ 市场的现状和主要特色	(40)
3.2.1 JASDAQ 市场的发展现状	(40)
3.2.2 JASDAQ 市场的主要特色	(42)
一、组织管理	(42)
二、上市要求	(43)
三、投资资本构成	(46)
四、微观交易制度	(46)
第四章 日本 JASDAQ 市场新股发行后长期市场表现的实证研究	(57)
4.1 数据来源与样本特征	(57)
4.1.1 数据来源与样本选择	(58)
4.1.2 样本特征	(59)
4.2 研究方法及步骤	(64)
4.2.1 长期市场收益弱势表现的量化	(64)
一、长期市场收益指标	(64)
二、长期收益弱势程度的辅助指标	(68)

4.2.2 参照系的设定	(68)
一、对照组合 (Reference Portfolio)	(69)
二、配比公司 (Matching firm)	(71)
4.2.3 单因素分析	(72)
一、新股市场长期收益时序特征及分析	(72)
二、新股市场长期收益截面特征及分析	(78)
4.2.4 多元回归分析	(91)
一、回归模型的构造	(91)
二、多元回归结果及分析	(96)
4.3 本章小结	(101)

第五章 JASDAQ 公司首次公开发行后长期经营绩效的

实证研究	(103)
5.1 研究方法思路	(105)
5.1.1 公司业绩的度量	(105)
5.1.2 参照系的构建	(108)
5.1.3 统计检验方法	(109)
5.2 发行公司长期经营绩效的实证表现	(111)
5.2.1 上市公司业绩的年度变化特征	(111)
5.2.2 上市前后发行公司业绩的长期趋势	(115)
5.3 新股长期业绩弱势表现的单因素剖析	(117)
5.3.1 对代理成本理论相关假设的检验	(118)
一、提出假设	(118)
二、检验结果	(120)
5.3.2 对行为金融理论相关假说的检验	(124)
一、投资者预期偏差的验证	(126)
二、公司“择机上市”的检验	(130)
三、对高成长效应的诊断	(133)
5.3.3 关于新股长期业绩弱势表现两种假设的比较	

(4) 日本场外交易市场

检验	(136)
一、回归模型的构建	(136)
二、实证检验结果及其解析	(139)
5.4 JASDAQ 首次公开发行股票公司业绩长期弱势 现象的研究结论	(153)
第六章 结论及对中国的启示	(156)
6.1 20 世纪 90 年代 JASDAQ 新股长期表现的 实证总结	(156)
6.1.1 新股市场收益的长期弱势的研究结论	(156)
6.1.2 JASDAQ 新股公司绩效长期弱势的研究 结论	(157)
6.1.3 相关领域的研究展望	(159)
6.2 中国创业板市场的发展战略	(160)
6.2.1 日本创业板市场的得失经验	(160)
一、产业分布	(160)
二、投资主体	(161)
三、外部监管体制	(163)
四、内部治理效率	(163)
6.2.2 对我国二板市场发展前景的启示	(164)
一、我国二板市场的产业布局	(164)
二、我国二板市场的功能定位	(165)
三、二板上市公司的治理结构	(168)
四、我国二板市场的监管体制	(169)
参考文献	(172)

第一章 绪 论

1.1 本书的研究动因

股票原始公开发行 (initial public offerings, IPO) 指公司首次向社会公众公开发行普通股。20 世纪 90 年代以来, 以网络和 IT 技术为主导的高科技产业迅速崛起, 首先刺激了美国股市的繁荣, 并迅速波及其他发达国家和新兴市场国家股市的投资热潮, 其主要标志就是首次公开发行 (IPO) 数量的急剧增加。以美国为例, 在 80 年代每年 IPO 的平均融资额为 8 亿美元。而仅从 1990 年到 1994 年, 每年的平均融资额即翻了两倍多, 达到 20 亿美元左右, 从 1999 年到 2000 年, 每年提高到 65 亿美元。其他各国股市 IPO 也出现不同程度的热潮, 成为 Dot.com 经济繁荣的典型标志。

活跃的 IPO 交易也使其受到学术界空前的关注。特别是近 10 年来许多实证研究发现, 20 世纪 90 年“非理性繁荣”时期涌现的大量 IPO 表现出许多令人困惑、违背有效市场假说的异象 (Market Anomalies), 其中争论最多的就是“IPO 热市现象” (Hot Issue Market)、新股折价发行和长期弱势现象。三者往往相互关联, 且成因尚无定论, 共同成为当前实证金融领域著名的“新股之谜” (New Issuance Puzzles)。所谓新股抑价现象 (IPO under-pricing) 是首次公开发行定价低于其内在价值的现象, 表

现为在股票首次公开发行价格低于上市初始的市场价格，折价的程度通常以新股上市的初始超额收益率（包括上市当日、周至月末收盘价相对于发行价的收益率）衡量。新股长期弱势，是指公司首次公开发行新股后股票市值和经营业绩持续（1—5年不等）出现下滑的趋势。新股“热市”现象则是指股票发行市场周期性地出现大量 IPO 集中上市的现象，且热市期上市的股票往往同时具有初始折价发行和长期市场弱势表现的特征。这一学术争议激发了本书最初的写作动机。

新上市公司多为私人资本，特别是高增长潜力的科技类投资资本。因此，与成熟的大型企业不同，这些股市新锐多选择在证券交易所之外的 OTC 市场（二板市场）上市。于是，“IPO 热市效应”促使 20 世纪 90 年代全球以 NASDAQ 为典型的二板市场取得程度不同的显著发展。因此，越来越多的实证文献转向着重研究 OTC 市场中的 IPO 行为，如 Ritter (1991)、Brav & Gompers (1997, 2000) 对美国 NASDAQ, Gupta & Sapienza (1992)、Rosenstein et al. (1993) 等对欧洲 EASDAQ。正如本书在第三章所具体介绍的，90 年代以来日本最大的 OTC 市场“JASDAQ”也在新经济发展和日本金融改革（金融大爆炸）的双重推动下发展成为日本最迅速、交易最活跃的股票市场。然而由于数据贫乏，与发展规模类似的 NASDAQ（纳斯达克）和 EASDAQ 相比，对 JASDAQ 的实证研究却相对有限，特别是对 IPO 的研究几乎仍是空白。在第二章的文献综述中，作者将结合 JASDAQ 的市场运行特征和日本宏观经济金融环境，具体说明以 JASDAQ 市场为样本来检验几种有关新股弱势的代表性假说的实证和理论意义。

JASDAQ 不仅是日本规模最大、交易最活跃的 OTC 市场，也是迄今为止日本唯一的风险资本融资市场。近 10 年日本经济的持续低迷，产业结构调整缓慢，在全球以 IT 产业为先导的新经济竞争中处于劣势。究竟是何原因导致日本风险资本未能向美

国的硅谷、148号公路那样引领国内高科技产业、造就NASDAQ创业板市场传奇般的繁荣?不少研究日本90年代经济的文献通常认为是由于股票主板市场和金融中介机构在经历了20世纪80年代“金融泡沫”的冲击后长期增长乏力,无法充分发挥创业企业融资、拉动本国的产业升级的功能。然而,直接从日本风险投资的最主要的直接融资场所——JASDAQ市场为切入点的研究还尚欠充分。本文将通过实证研究上市公司的融资绩效、总结风险资本市场建设的得失,从完善OTC市场的角度探讨如何在当今新经济时代有效促进高新技术产业的蓬勃发展。

当前如何积极稳妥地发展我国的风险资本事业,构建与之相适应的创业投资体系是国内一个研究热点。从国际经验来看,为风险资本提供直接融资的三板(即创业板)市场主要在平行于主板市场外的场外交易市场运行。虽然我国和日本在经济发展程度、金融体系特征等方面存在不小的差异。但同为亚洲国家,对比近10年两国在发展新兴经济、推行金融改革方面仍有不少相似之处。因此通过研究日本利用三板市场发展风险资本的过程中表现出的得失经验,对我国今后建立有效的创业板市场依然具有重要的借鉴价值。

1.2 本书的研究创新

首先,国内外现有的关于IPO长期弱势表现的文献多集中于对股票上市后的市场收益的研究,近年来也有越来越多的学者关注首次公开发行前后公司业绩的变动,但将两方面结合起来的研究则不多见。而本文不仅对两个方面同时进行了全面系统的实证分析,更深入揭示出两方面弱势现象之间的因果关系。这一研究角度有利于更透彻理解IPO股票两种弱势表现同时存在的内在必然性。

其次,对于公司上市后市场和财务收益长期变动的影响因

素，理论解释不一而足。本书在归纳比较几种理论假说的基础上，针对日本 JASDAQ 市场的运行特征，通过比较检验最具代表性的行为金融和代理成本两类假说的有效性，分析了影响 JASDAQ 首次公开发行股票长期弱势根本原因。类似的比较研究方法也可以运用于我国股票初级市场的长期实证研究。

第三，在研究方法上，本书第四章、第五章分别运用了多种有关股票收益和公司业绩长期异常表现的实证分析方法，不仅对两方面的 IPO 弱势现象进行了充分的考察，也是这方面实证研究方法的系统归纳。由于我国实证金融的研究尚处于起步发展阶段，本书为该领域的研究提供了一个较有参考价值的研究范式。

1.3 本书的研究思路

本书将按以下研究思路展开：

第二章为文献综述。简要回顾了国内外关于 IPO 市场和财务收益长期弱势现象实证检验的主要结果。然后对现有几种代表性的理论解释进行了系统梳理，包括行为金融假说、代理成本假说、不对称信息假说以及实证计量方法等，为本研究前提假设的提出准备理论依据。

第三章为日本 JASDAQ 市场的具体介绍，包括该市场的产生背景和演进过程、发展现状和主要特色。JASDAQ 特有的市场环境将为后面实证检验的结果提供必要的内在逻辑。

第四章以 JASDAQ 市场 1991—2001 年所有首次公开发行的股票 (IPO) 为样本，全面考察其上市后 1—5 年的长期市场表现。本章旨在运用各种实证研究方法，对该市场 IPO 的长期弱势表现提供可靠的现实依据。

第五章是全书的核心部分，首先对前一章 IPO 样本公司的长期经营绩效进行实证分析。然后通过单因素和多元回归分析，