

摘 要

IPO (Initial Public Offerings), 指股票首次公开发行, 即发行公司向非指定的广大投资者首次公开销售公司股份的行为。研究表明, 在各国证券市场上, IPO 抑价现象是普遍存在的。

2004 年 6 月 25 日上午, 深圳证券交易所成为中国资本市场上最受瞩目的焦点, 随着首批 8 家公司上市的锣声敲响, 市场等待多年的中小企业板终于正式启动。中小企业板的启动为中国中小企业的上市融资提供了渠道, 也为投资者提供了新的投资机会。由于运行政策及上市公司自身的特点不同, 中小企业板与主板市场的 IPO 公司股票在价格变动及长期走势上都有不同特点。因此, 在 IPO 抑价理论的指导下, 研究引起中小企业板 IPO 抑价的因素和导致抑价的原因, 可以针对性地提出降低 IPO 抑价程度的建议, 为中小企业板的健康发展提供政策参考。

论文首先回顾了国内外学者对 IPO 抑价现象的研究结果, 阐述了我国中小企业板的特点和现状。在理论研究的基础上, 结合我国主板市场 IPO 产生抑价的因素和中小板自身的特点, 分析出中小板市场与主板市场不同的抑价原因。

论文还对中小企业板的“初始收益率”进行了实证研究, 通过 t 值检验证实我国中小企业板存在 IPO 抑价现象。根据主板市场已有的研究结果, 从发行到上市的时间间隔、发行后总股数、公司 IPO 前已存在的年限、流通股的比率、上市首日换手率几个因素对中小企业板的抑价现象进行分析, 经过分析和实证研究发现上市首日换手率是影响中小企业板抑价的主要因素。

首次公开发行股票长期弱势是与股票首次公开发行相关的主要实证现象之一。为全面了解中小企业板新股上市后的价格变化情况, 论文对这一市场上新股中长期走势也作了实证分析, 发现在国外市场普遍存在的新股长期弱势现象在我国中小企业板并不存在。

关键词: IPO 抑价, 中小企业板, 收益率, 长期弱势

Abstract

IPOs(Initial Public Offerings) is a behavior that a company sells its stocks(common stocks) publicly to investors on the stock market for the first time. Analysis indicates that IPO underpricing is a common phenomenon all over the stock market of various countries.

On the morning of June 25th,2004, shenzhen stock exchange became the focus of chinese capital market, along with the listing of the first eight companies, The Small and Medium Enterprise(SMES) Board finally startup after waiting for a long time by the market.Its active provides financing channels for SMES, and gives many new investment opportunities to investors. Due to the difference of operation policies and listed companies'characteristics, the price fluctuation and long run performance of IPOs have disparate features on the SMES Board and mainboard. So, on the guidance of IPO underpricing theories, researching for the affecting factors and reasons of IPO underpricing, which can help us make some target suggestions for ruding the degree of IPO underpricing, and offer some policy reference to the healthy development of SMES Board.

At first, the article retrospected findings of domestic and foreign researchers about IPO underpricing, elaborated peculiarities and current situation of SMES Board. On the base of theoretical research, collecting with underpricing factors on mainboard and own characteristic on SMES Board, The paper analyzed the different underpricing reasons of the two Boards.

The article also made an empirical study on SMES Board IPO initial profit margin, through the t-value test, we verified that there are IPO underpricing phenomenon on SMES Board. According to the exsisted results on mainboard, we use variables such as time interval from issuing to listing、 total shares after listing、 firm's age before IPO、 proportion of current shares, first day trading ratio and etc to analyze IPO underpricing phenomenon on SMES Board. After researching and empirical study, we found the excessively high turnover on the initial-day is the most key factor which affects IPO underpricing on SMES Board.

Long run underperformance is one of the most important empirical phenomenon related to IPO. For learning the price change on SMES Board in an all-round way, the paper made an empirical study on Long run underperformance of IPO too, found that it doesn't exist on our SMES Board although it has been a widespread question abroad.

Keywords: IPO underpricing; Small and Medium Enterprise(SMES) Board
Return; Long run underperformance

西南交通大学

学位论文版权使用授权书

本学位论文作者完全了解学校有关保留、使用学位论文的规定，同意学校保留并向国家有关部门或机构送交论文的复印件和电子版，允许论文被查阅和借阅。本人授权西南交通大学可以将本论文的全部或部分内容编入有关数据库进行检索，可以采用影印、缩印或扫描等复印手段保存和汇编本学位论文。

本学位论文属于

1. 保密□，在 年解密后适用本授权书；
2. 不保密☒，使用本授权书。

（请在以上方框内打“√”）

学位论文作者签名：李金花

指导老师签名：李磊

日期：2008年6月5日

日期：2008年6月5日

西南交通大学学位论文创新性声明

本人郑重声明：所呈交的学位论文，是在导师指导下独立进行研究工作所得的成果。除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含任何其他个人或集体已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明。本人完全意识到本声明的法律结果由本人承担。

本学位论文的主要创新点如下：

1. 本课题在总结国内外 IPO 抑价研究的基础上, 逐步分析出我国中小板市场 IPO 抑价的原因。并继续对中小企业板 IPO 长期走势进行研究, 对这一市场上新股上市后价格变化情况有了全面系统的了解, 到目前为止, 还没有文献对我国中小板新股发行后价格变化情况做系统的研究。
2. 将中小企业板的 IPO 抑价研究与主板市场进行对比, 找出两者的不同之处, 分析出影响我国中小企业板抑价的特殊因素, 使得对中小企业板抑价的研究更具有针对性。
3. 在研究过程中采用理论与实证相结合的方法, 使中小企业板在发行抑价方面的经验和制度评价上更具有说服力, 丰富深圳中小企业板运作策略的研究体系。并将所研究结果运用于对实际投资活动的建议。

第 1 章 绪论

股票首次公开发行 (Initial Public Offering, IPO), 也称新股发行, 通常指股份公司股票由私人持有 (Privately -held) 转向公众持有 (Publicly -held), 以产生股票的流动市场。成功的 IPO 对公司而言, 不仅可以为公司筹措资金以扩大经营规模, 投资具有盈利前景的项目, 而且有助于公司改善资本结构和公司治理结构, 为公司持续发展奠定坚实的基础。

1.1 研究背景

随着新知识经济的到来, 世界各国 (地区) 二板市场纷纷推出和迅速发展, 由于有利于促进高科技新产业的发展, 有利于完善证券市场的市场体系, 二板市场已经成为了一些国家 (地区) 资本市场不可或缺的组成部分。但是, 正处于经济转型期的我国证券市场体系, 还是一个新兴的、不成熟的市场体系, 过快设立二板市场会对现有的证券市场造成一定的负面影响。在管理层的研究决定下, 首先创立中小企业板, 通过推进中小企业板块的制度创新, 然后逐步放宽创业型企业发行上市在股本总额和持续盈利记录等方面的限制, 在条件成熟时, 将中小企业板块从现有市场中剥离, 正式建立创业板市场。

2004年5月27日, 中国证监会正式同意深交所设立中小企业板块, 6月25日, 中小企业板块开市交易, 为市场提供了更多更好的投资机会。作为专门服务于成长性中小企业的板块, 对完善市场结构、丰富市场品种、带来新的投资概念和机会、形成新的板块联动效应、进一步激活现有市场、增强股市吸引力, 都将产生十分重要的作用。它立足价值于投资, 将使投资者分享高成长企业的发展硕果。

在我国, 主板市场历经了十几年的发展过程, 中小企业板是在主板市场的基础上发展起来的。中小企业板块运行所遵循的法律、法规和部门规章与主板相同。但同时, 它还要另行遵从中小企业板块上市和交易的特别规定。中小企业板的设立, 给市场提供了更多的投资机会, 但由于上市公司规模较小, 存在着一定的风险, 使中小企业板的投机性更强。因此, 尽可能全面地了解这一市场上的新股定价及上市后的价格变化, 以及它与主板市场在这些方面的异同点, 对研究中小企业板市场的运行机制; 改进证券管理部门对新股发行与交易的监

管；让海内外投资者正确认识这一市场；合理地在这一市场上选择投资对象与投资时机都是非常重要的。到目前为止，尚无文献对深圳中小企业板的发行抑价现象进行系统的研究。

在上述背景下，本文从国内外对IPO抑价现象的研究理论出发，结合深圳中小企业板的实际情况与主板市场的发行抑价的研究结果，着重分析深圳中小企业板的特有因素是否影响及如何影响其一级市场的发行抑价，以期全面了解这一市场的新股定价和上市后的价格变化情况，从而能为风险投资者降低投资风险、选择投资机会，促进二板市场IPO定价的合理性。

1.2 研究意义和目标

由于中小企业板公司大都属于一些高科技、高成长性的新兴企业，经营时间较短，监管者和投资者对其信息了解不如主板市场那样充分，这就更需要把握住中小企业板股票上市后价格变化的动因和趋势。本文针对深圳中小企业板发行抑价现象进行研究，以分析主板市场和中小企业板IPO产生抑价原因的异同为出发点，在借鉴海内外相关理论研究的基础上，结合深圳中小企业板的特征，探索中小企业板发行抑价现象的形成机制和影响因素，期望通过了解这一市场上的新股定价和上市后的价格变化情况，改进相关环节和措施，促进中小企业板朝理性健康的方向发展。

新股定价及其上市后的价格变化关系着发行人、承销商、投资者及其政策制定部门等诸多利益团体的利益。研究新股上市后的价格行为模式，对于了解新股上市后的价格变化因素，影响新股定价的因素，以及新股定价是否合理都有积极的意义。通过研究分析，论文希望达到以下几个目标：

第一，全面系统地探讨深圳中小企业板发行抑价现象中存在的政策、制度、操作等方面的问题，促进中小企业板的良好运转和顺利发展

第二，在研究过程中采用实证分析方法，使中小企业板在发行抑价方面的经验和制度评价上更具有说服力，丰富深圳中小企业板的运作策略的研究体系。

第三，通过对深圳中小企业板发行抑价的深入研究，对比主板市场关于发行抑价已有的研究结果，分析影响中小企业板发行抑价的特殊因素及其影响程度；同时结合中小企业板新股中长期表现的实证研究，为投资者提供好的投资建议。

1.3 研究方法和内容结构

1.3.1 研究方法

本论文将针对深圳中小企业板的市場特征,综合运用定性分析和定量分析的方法对中小企业板的发行抑价现象进行系统的研究,这对于中小企业板自身的发展和创业板的建设都有深刻的现实意义。本课题所采用的研究方法具体而言包括:

(1)定性分析法:本课题从相关理论文献中分析、找寻我国 IPO 抑价的原因、主板市场与中小板市场抑价原因的异同点、中小板市场抑价的影响因素,尝试建立几者之间的关系,从而对我国中小板的 IPO 现象进行一个定性分析。

(2)对比分析法:注重于相关文献的比较分析,特别是国内外文献的研究比较。并将中小企业板抑价研究结果与主板对比,找出影响中小板抑价的特殊因素。

(3)定量分析法:建立模型,在 SPSS 统计软件中用 t 值检验来验证中小企业板存在较为严重的抑价现象,并通过累计收益和财富相对数等来观察中小企业板 IPO 公司的长期表现。

1.3.2 论文结构

在论文的机构安排上,共分为六章

第一章, 绪论,介绍本文的研究背景、研究意义、研究方法及内容结构。

第二章, 文献综述,对相关的国内外文献进行综述与评述。

第三章, 分析我国中小企业板市场的现状与特点。阐述我国中小企业板市场的设立背景,具有的特征,它的市场走势及其影响因素。

第四章, 介绍我国中小企业板市场新股发行有什么样的要求,采取的发行方式,怎样制定新股的发行价格。

第五章, 从几个方面着重对中小企业板市场新股发行抑价和长期走势进行研究,分别从理论研究和实证研究的角度分析中小企业板市场新股发行抑价的原因, IPOs 的长期表现。并与主板市场已有的关于新股抑价原因的研究结果进行比较,找出影响中小企业板市场新股抑价的特殊因素。

第六章，总结和启示。在前几章对中小企业板市场进行全面分析和系统研究的基础上，总结出中小企业板市场新股抑价的原因，提出建立中小企业板新股发行合理的运行机制及关于风险投资的建议。

1.3.3 研究路线

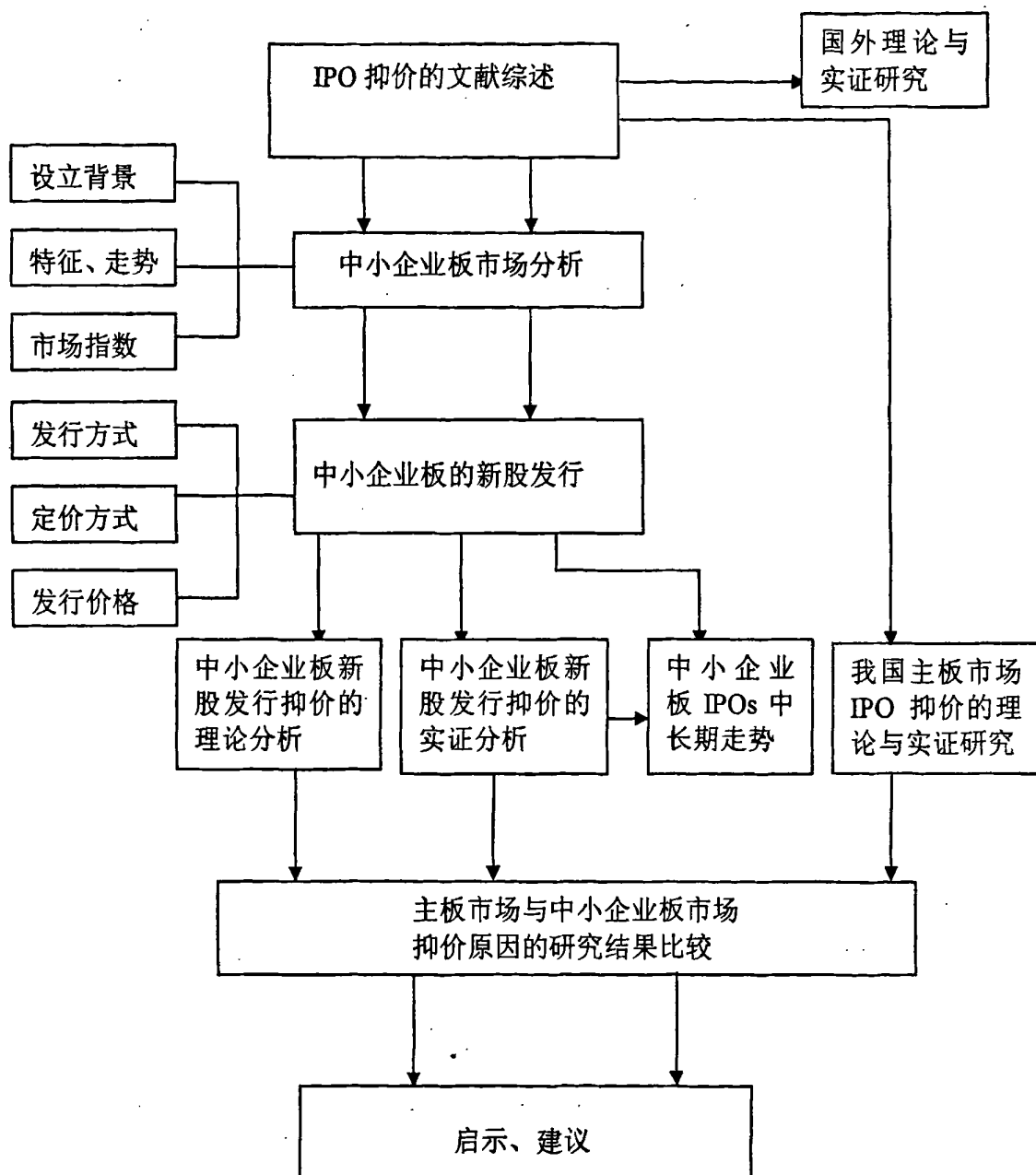


图 1-1 研究路线

第 2 章 文献回顾与评述

所谓新股发行抑价是指新股发行价格通常显著低于其上市首日或初期收盘价格的现象。即新股发行(IPOs, Initial Public Offerings)的发行价低于其二级市场的短期均衡价,导致新股存在超额初始收益率的现象。事实上新股发行抑价是全球证券市场的一个普遍现象。表2-1列示了世界各国股市的平均初始回报率,可以看出无论在欧洲、亚洲、美洲;无论在发展中国家还是发达国家,它们的新股平均初始收益率都大于零,而且平均上发展中国家的抑价水平要高于发达国家。

表 2-1 世界各国的平均初始收益率

国 家	来 源	样本数量	样本期间	平均初始收益率
澳大利亚	Lee, Taylor& Walter;Woo	381	1976-1995	12.1%
新西兰	Vos& Cheung ; Camp & Munro	201	1979-1999	23.0%
日 本	Fukuda;Dawson. & Hiraki	1689	1970-2001	28.4%
以色列	Kandel, Sarig& Wohl; Amihud	285	1990-1994	12.1%
奥地利	Aussenegg	83	1984-2002	6.3%
比利时	Rogiers, Manigar & Ooghe	86	1984-1999	14.6%
英国	Dimson; Levis; Ljungqvist	3122	1959-2001	17.4%
丹麦	Jakobsen	117	1984-1998	5.4%
法国	Husson	571	1983-2000	11.6%
荷兰	Eijgenhuijsen & Buijs;	143	1982-1999	10.2%

德国	Ljungqvist	407	1978-1999	27.7%
葡萄牙	Almeida & Duque	21	1992-1998	10.6%
意大利	Arosio, Giudici & Paleari	181	1985-2001	21.7%
美国	Ibbotson, Sindelar & Ritter	14840	1960-2001	18.4%
加拿大	Jog & Riding; Jog & Srivastava	500	1971-1999	6.3%
新加坡	Lee, Taylor & Walter; Dawson	441	1973-2001	29.5%
韩国	Dhatt, Kim & Lim	447	1980-1996	74.3%
印度	Krishnamurti & Kumar	98	1992-1993	35.3%
印度尼西亚	Hanafi; Ljungqvist	237	1989-2001	19.7%
马来西亚	Isa; Isa & Yong	401	1980-1998	104.1%
希腊	Kazantzis & Thomas; Nounis	338	1987-2002	19.0%
智利	Aggarwal, Leal & Hernandez	55	1982-1997	8.8%
巴西	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1979-1990	78.5%
墨西哥	Aggarwal, Leal & Hernandez	37	1987-1990	33.0%
中国	韩德宗和陈静	379	1997-1999	135.35%

资料来源: 参考网页 <http://bear.cbauf1.edu/ritter/intern1.htm>

和韩德宗和陈静(2001) 中国IPO定价偏低的实证研究[J]. 统计研究

Ritter(1998) 对比了全球30个主要证券市场的IPOs初始收益率发现, 全

全球不同证券市场都存在价值低估现象,只不过低估程度不同而已。其中,成熟市场(美国、英国、德国)的低估程度较低(15%左右甚至更少),新兴市场(中国、马来西亚、巴西、韩国)的低估程度较为严重^[2]。Loughran, Ritter and Rydqvist(2003)对截止2003年的33个国家和地区(包括中国台湾和香港)的比较研究,初始收益率由5%到260%不等,不同国家的初始收益率差别较大^[3]。

根据有效市场假说(EMH),投资者应该能够根据证券市场的信息进行套利交易,从而纠正市场偏差,因此投资者的长期收益应当与市场的平均回报相当。然而,新股抑价与有效市场假说(EMH)之间存在着矛盾:从理论上讲,若一级市场新股价格的制定是依据二级市场需求情况来确定的,则不应存在抑价问题,因为按照一般均衡的原理,发行市场不可能长期处于失衡状态;然而实践证明新股抑价确实是普遍长期存在的现象^[4]。自1973年Logue在《金融和数量分析杂志》上以“谜”来称谓IPO抑价问题之后,大量学者开始了对这一领域的广泛研究。各国学者从不同的理论和实证角度对这一现象加以解释,但到目前为止新股抑价仍然是困扰金融学界的难题。

2.1 IPO 抑价的文献回顾

新股发行抑价的主要根源在于投资者、发行人和投资银行间信息的不对称。它是投资银行、上市公司针对信息不对称为保证股票成功发行而进行的财务与营销博弈的结果。许多学者在过去几十年间进行的大量研究,从理论上给出了许多的解释,如基于不同投资者间信息不对称而提出的“中签者的诅咒”模型(Rock, 1986)、基于内部人和外部投资者信息不对称而提出的“信号传递”模型(Grinblatt and Huan, 1989 等)、基于上市公司和投资银行间信息不对称而提出的“投资银行的垄断”模型(Baron and Holmstrom, 1980; Baron, 1982)等。在提出这些理论解释的同时,许多学者也开始从实证分析的角度对新股发行抑价的原因进行分析,其中典型的有Ibbotson(1975)、Ritter(1987)、Rund(1993)、Ibbotson, Regeer and Ritter(1994)等的实证研究。这些研究均在不同程度上发现了IPO抑价的存在性,但是对IPO抑价原因没有找到统一的解释。

2.1.1 国外关于 IPO 抑价的研究

一: 国外学者对IPO抑价的理论研究

1. 信息不对称(Asymmetric Information) 假说

Baron (1982)、Biais, Bossaerts, and Rochet (2002)年提出,从发行者的角度出发,认为在发行者和投资者之间存在着信息不对称,因此新股发行抑价是对在信息上处于不利地位的投资者的补偿。一般来讲,相对于已上市公司来讲,公众对将发股的公司资讯所知较少;发行抑价是为了抵消新股发行时由于潜在投资者和公司内部人员的信息不均衡带来的风险^[5]。

2. 胜利者诅咒(Winner's Curse) 假说

Rock (1986)在信息不对称假说的基础上,从投资者的角度出发,将投资者分为信息占有者(Informed)和非信息占有者(Uninformed),并认为在两类投资者之间存在信息不对称,抑价是对非信息占有者的补偿。通常缺乏信息投资者面对定价偏低的股票时仅能获得部分份额,而面对定价偏高的股票时却获得全部份额,即所谓的赢者诅咒(Winner's Curse)。正是由于存在赢者诅咒,如果得不到补偿,缺乏信息投资者将会退出一级市场,而富有信息投资者所占比重通常较少,因而不可能消化所有发行的新股,所以留住缺乏信息投资者是必须的。正是为了吸引缺乏信息投资者,以保留其在一级市场,发行人、承销商不得不采取低价发行,以便向这类投资者提供一些收益补偿,以此鼓励他们在一二级市场投资。很显然,定价偏低是对缺乏信息投资者的一种补偿以防止他们离开一级市场的一种手段、策略^[6]。

3. 信号传递模型(Signaling Models) 假说

虽然发行公司在新股发行前会通过各种途径(如招股说明书等)披露有关公司价值的信息,但是这些信息并不能准确而有效地反映出发行公司价值,也就使得投资者无法准确区分发行公司的质量。为了克服这种信息不对称,发行人会通过各种信号传送工具将其有关公司价值的信息传递给市场潜在的投资者^[5]。

Allen 和 Faulhaber (1989)、Grinblatt 和 Hwang (1989)、Welch (1989)、hemmanur (1993)等人提出,当发行者相对于投资者拥有超额信息时,IPO 低估是一种独立均衡表现:素质较好的公司会以较低的价格发行新股,通过持有部分股份并低估初始发行股份传递其质量信号,以吸引投资者;素质较差的发行者则会抛售全部股份且不会低估,总体说来公司平均低估度为零^[7]。

根据信号模型,再次配售新股(Seasoned Equity Offering, SEO)是公司补偿其低估成本的一种方式,除了低估以外还有其他因素(例如市场时机)可以用于确定SEO情况(Jegadeesh 等,1993)。Welch (1989)还认为,如果公司计划在不久的将来以送股、配股或其他方式增发股票,就会以较低的价格发行新股,

从而导致较高的发行抑价或上市增值^[4]。

4. 信息瀑布流 (Welch (1992)) 假说

由于IPO发行在时间上是连续的,后进入市场的潜在投资者会从早期投资者的购买决策中学习经验,从而乐观地忽略了自己的私有消息,并模仿早期投资者的购买行为。如果早期的很少几个投资者认为定价过高,他们能影响后面所有投资者的投资决策,从而很快地使该次新股发行陷于失败。相反,如果早期很少的几个投资者认为该股定价偏低,值得购买,则会引起该股的无限需求,这种显现称之为“瀑布效应”,也被称之为IPO市场的羊群效应^[8]。Amihud、Hauser 和Kirsh (2001) 的研究表明,IPO 市场上IPO 要么是申购不足,要么是大大超额申购,而几乎很少是适度少量超额申购,这支持了Welch 的“从众假说”^[9]。

5. 股权分散假说

Booth 和 Chua (1996) 认为,新股上市后要保持一定的流动性才有助于其价格发现,而流动性需要通过大量投资者交易该股票才能实现。发行人有意压低新股发行价格就是为了造成新股的超额需求,从而使公司拥有大量的小股东,这种分散的股权将大大加强公司的流动性,同时也能使自己持有足够的所有权份额。这不仅可以减低公司外部对公司管理层所造成的压力,而且可以防止公司控制权旁落,从而保持对该公司的控制权^[10]。还有一种观点认为,承销商是新股定价的主导者,为了减少承销失败的机会和相应的损失,承销商会有意压低新股发行价格^[11]

6. 投机- 泡沫假说

这一假说认为,很多新发行股票的供给远远小于需求,结果只有通过配额机制发售股票,在一级市场上未获得或未获得足够股票的投资者便会在二级市场上进行购买。只要人人都相信股票价格将会上升,这种购买活动将会进行下去,最终形成了投机泡沫。过高的超额报酬率是投机者投机欲望造成的。由于IPO被投资者过度认购,许多投机者以招股价认购IPO不易成功。一旦IPO挂牌上市,投机因素会将IPO价格推到超过其内在价值的价位^[12]。Aggarwal and Rivboli (1990) 从资本市场的效率入手,认为新股上市交易初期市场反应无效,其正的初始回报是由投机者的投机行为造成的。由于投机者投机欲望强烈,在新股被过度认购的情况下,一级市场上被压制的投机需求会在新股上市后将股价推高,从而产生初始回报。这个理论实际上隐含着一个假定:如果新股初始收益来源于投资者的过度投机,那么在投资者投机情绪冷却和泡沫破灭后,正

的初始收益会导致后来的负收益率。Rivboli(1990) 和Ritter (1991) 研究了新股上市后的长期表现, 发现新股确实存在“长期弱势现象”^[14]。

二: 国外学者对IPO抑价的实证研究:

Habib and Ljungqvist(2001)认为股东持股结构和销售行为能够影响控制抑价程度的动机, 利用美国1991—1995年的IPO数据, 指出每一美元的折价减少了另外一美元的市场营销支出, 认为IPO折价是一种市场支出成本的替代^[9]。Alexander Ljungqvist(2003)为在网络泡沫时期的IPO抑价与公司特征、交易特征、股权结构和内部人销售行为有关, 特别是与发行前内部人持股数和销售行为有关, 他们与发行抑价分别成负相关和正相关。同时, Loughran and Ritter(2004)的研究结果表明: 2000年美国股票市场上IPO的平均首日超额收益由1999年为73%回落为58%, 而网络股在1999-2000年却达到89%, 信息不对称不足以完全解释网络泡沫时期如此高的IPO首日超额收益^[15]。Dev Prasad, George S. Vozikis(2006)通过研究1968-1996马来西亚208家公司IPO情况发现, 政府对IPO的政策干预是影响发行抑价的一个主要原因, 发行与上市之间的时间间隔会大大提高价格变化的风险, 较高的抑价率是为了弥补这种风险。

2.1.2 国内关于 IPO 抑价的研究

一: 国内学者对IPO抑价的理论探讨:

我国证券市场与成熟市场和其他新兴市场相比, IPOs的抑价现象非常严重。学者们在国外理论研究的基础上, 提出了一些针对我国IPO市场特点的对新股抑价原因的解释。较为普遍的有: 发行监管和风险补偿因素、股权分置因素、上市公司虚假包装等因素。

张人骥等从中国股市自身特点出发, 研究了新股发行价格过程, 认为其首日开盘价反映了公司的价格信息, 理性投资者已比较准确评估上市公司价值, 非例行活动引起的股价波动正在逐步减少^[16]。

夏新平(2000)针对IPO低估这一现象, 首次提出了IPO市场效率这一概念, 从体制方面对抑价进行探讨, 建议在发行市场上引入效率机制, 使发行市场价格更趋合理、科学、使企业筹资活动更具有经济性。

二: 国内学者对IPO抑价的实证研究:

陈工孟和高宁(2000)采用1991年-1996年中国股市数据对抑价现象进行了研究, 发现A股的抑价率远高于B股, A股市场上发行与上市之间的跨度越长, 则抑价率越高。他们对A股的高抑价率做出如下解释: 一是如果投资者认

为该公司风险大, 公司就会抑价发行新股, 此处风险是用发行与上市之间的时间长短来衡量的; 二是如果发股公司计划上市不久后增发股票, 则会在一级市场以较低价格发行新股。他们还认为, 信息不对称并非发行抑价的主要因素。

韩杨(2001)认为, 中国证券市场上券商是新股发行过程中最关键的参与者, 主导着发行价格的形成, 他通过一个损失函数进行比较静态的分析, 认为抑价幅度随着发行盘的增大、需求不确定的增大、需求弹性的降低、过高(低) 估价的期望成本的增大(降低) 而增大。徐文燕和武康平(2001)通过建立中国股市的收益率偏度模型进行了研究, 认为承销商对新股的托市是造成抑价的一个重要原因。

章早立等(2002)发现, 股票发行规模对于新股发行定价具有反向修正作用; 市场波动因素对于新股发行定价没有助涨助跌的影响; 市场的热点差异使得某些行业的上市公司新股定价明显偏高; 承销商实力对于新股发行的抑价水平没有明显的影响。

段进东和陈海明(2004)从信息效率的角度出发, 采用因子分析法, 发现公司规模越大, 发行抑价程度越高; 公司业绩越好, 新股发行抑价越低。总体上, 我国新股发行信息效率仍较为有限。

孙庆(2005)选取1990-2003年12月31日所有上市公司A 股作为研究对象, 发现从90年代一直到2003年末, 我国新股上市始终存在着较高的抑价率, 在剔除误差样本后, 平均抑价率达到190%。

2.2 文献评述

对于IPO 抑价, 国外学者倾向于从“一级市场新股发行价过低”寻找原因。国外理论有两个前提条件, 首先的一个前提是二级市场应是有效的, 二级市场价格能反映市场信息。然而, 目前国内学者的实证研究表明, 还没有充分的证据显示中国的二级市场是有效的。第二个条件是一级市场股票供给相对饱和, 发行公司或承销商为避免发行失败, 会降低发行价格以吸引投资者, 但新股在中国是稀缺资源, 绝大部分的IPO 没有发行失败的危险, 为避免发行失败而人为降低发行价格的动机不足。由此可见, 这两个前提符合发达国家股市的实际情况, 但与中国股市的现状不符。因此, 我们不能直接应用国外理论解释中国IPO 抑价的现象。

国内学者对我国股市 IPO 折价现象的研究主要集中在两个方面, 一方面

是检验国外学者提出的研究假说模型在中国股市的适用性；另一方面是利用计量经济学的方法，研究影响中国股市 IPO 折价的具体因素解释新股发行抑价的理论很多，但新股发行抑价同发行市场的制度因素有关，而这些相关因素又难以找到合理的代理变量将他们一一区分开来，所以往往是同一现象可以用不同的理论解释。深圳中小企业板市场是一个新兴的市场，研究它的新股发行抑价现象既需要有成熟理论的指导，又要根据这一市场自身的特征，寻找出它不同与其他市场影响新股发行抑价的因素，以使这一市场关于新股发行抑价的理论与应采取的策略更加完善。

第 3 章 目前我国中小企业板市场现状与特点

3.1 我国中小企业板市场的设立背景

长期以来为了解决高新科技型企业和高成长型中小企业的发展问题以及建立风险投资的退出机制,国内对于建立一个类似于创业板这样的二板市场的必要性并没有多大的异议。

中国的创业板之梦始于 2000 年的深圳,设想在深交所直接建立中国的创业板市场。但是随着新经济泡沫的破灭,许多国家的创业板市场股价大幅下跌、成交严重萎缩、后续上市资源匮乏,甚至不断爆出公司丑闻,面对创业板的巨大风险,我国政府对创业板的设立持谨慎态度,创业板也因此搁浅。直到 2004 年初,在《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中明确提出了分步推进创业板市场建设,由此诞生了中小企业板块。其核心的特点就是企业股本较小,同时突出了上市企业的成长性和科技含量。

中小企业板的设立是为未来的创业板打下基础,在中小企业板市场的选址中,深圳能在众多候选城市中脱颖而出,业内人士并不吃惊。如胡继之所说这是由多种因素综合决定的,有其客观基础。从外部环境看,深圳是中国现代化、市场化程度最高的城市,也是中国最大的移民城市,金融业也最为发达。深圳高新技术企业多、产值大、人才汇聚,相对而言,其承受创业板市场的风险的能力也是最强的。从内部条件看,深交所已具备了创业板市场运做的良好的基础条件。作为最早发展起我国市场经济体系及两大证交所所在地之一的城市,以往的证券交易经验在这里面至关重要。深交所张颖先生曾说,创业板不应该设在一个没有经验的地方,而深圳无论是在观念上,还是在技术上、人才的培养与储备上,都具有其他城市所不可比拟的优势^[24]。

中小企业板市场的设立是中国证券市场发展史上最具有历史意义的事件之一。为适应经济发展的需要而建立一个有层次多级别的市场体系,是我国证券市场未来发展的重要目标。我国中小企业板市场的设立,就是要在合理布局的基础上,建立以现有的上海、深圳证券交易所为主体,中小企业板市场为补充的全国集中统一的多层次的市场体系,为有发展前景、有科技创新能力的新兴企业尤其是中小企业筹资融资提供服务。从世界各国(地区)二板市场的发展

来看,它们适应了对高科技、新技术的研究开发进行风险投资的需要,成为专门为新兴公司和中小企业提供筹资融资渠道的新型资本场所,通过 Internet 进行信息互通、证券交易和行情揭示,为风险投资提供有效的退出通道,是各国(各地区)主板市场有益而必要的补充。

3.2 我国中小企业板市场的特征

深圳中小企业板块的运作采取非独立的附属市场模式,也称一所两板平行制。中小企业板块在相对独立中拥有作为一个全新的市场的模拟运行环境,在一定程度上带动全社会创业的激情,在更大范围中发挥资本市场的资源配置功能,通过不断创新,推动多层次资本市场的制度建设。我国中小企业板市场的主要目的是为高科技领域中运做良好、发展前景广阔、成长性较强的新兴中小型企业提供融资场所。它应考虑满足不同投资者的需要,拥有自己的独特定位。

我国中小企业板市场的定位为:

1. 为具有高科技含量和高成长潜力的企业提供有效的融资渠道。促进科技与生产的结合和促进科技成果产业化,即推动了中国新经济发展的市场地位,又减少了由于中小企业板市场的出台对主板市场的冲击。

2. 为风险投资提供最佳退出渠道。如果风险投资机构能够将所持高科技企业的股权在中小企业板市场上实现成功套现,其高额回报所带来的示范效应就会吸引更多的社会资金特别是广大民间资本参与到风险投资中去,从而为广高科技企业的创立发展提供更为充分的资金土壤。

3. 与主板市场相互补充,建立多层次的市场结构。中小企业板市场与现有的主板市场有着不同定位,各具特色,发展中小企业板市场并非要抑制现有主板市场的发展,相反,要在避免对现有市场造成冲击的同时,更好的带动、促进其发展。从短期来看,对于主板市场而言,中小企业板市场的建立意味着后续资金的绝对或相对减少,会使主板市场资金产生一定的分流,但中小企业板市场上市公司规模小,市场容量不会很大,只要控制好上市节奏,这种分流不会很明显。从长期看,主板有自身的优势和特点,业绩稳定的上市公司对许多投资者仍具有相当的吸引力。只有中小企业板市场、主板市场相互依存、相互

补充，才能形成一个合理的资本市场结构，满足不同档次、不同类型的上市需求，从而推动中国资本市场的健康发展。

4. 为证券市场制度创新服务。中小企业板的设立过程很大程度上是一种制度创新的过程。由于 90 年代初中国沪深主板市场设立时，证券市场还是一种实验品，因此在证券市场建设方面留下了许多问题：如国有股法人股不能流通、AB 股分立等。加上主板市场的设立的目的很大程度上是为国企脱困服务，在制度创新方面会有很多制约因素，因此证券市场制度创新的任务就落到中小企业板市场的身上。中小企业板市场可以在发行制度、交易制度、监管制度和法人治理制度等方面进行创新，例如股份全流通、股票期权激励机制、市场风险披露机制等等。这类的制度创新不仅对中小企业板市场的发展大有裨益，从长远看对解决主板市场的遗留问题也是很有好处的。

由于中小高科技企业经营规模偏小，营运时间较短，市场前景不稳定，银行不敢为其贷款，而主板市场进入门槛过高，在构建中小企业板市场时，除要降低门槛外，还要考虑具体国情。我国中小企业板市场与主板相比将遵照“两个不变、四个独立”原则来定位。所谓“两个不变”是指“遵循现有法律环境不变、发行上市标准不变”。所谓“四个独立”是指与目前的深圳主板市场保持距离，即“独立运行、独立代码、独立披露信息、独立设立指数”。这表明，中小企业板块将既是主板的一部分，又具有相当独立性和特殊性。总之，中小企业板块在交易规则、交易制度有所不同，并且实行了比主板市场更为严格的监管制度。具体来说有以下几方面特征：

(1) 交易体系改进

中小企业板块交易制度与主板市场交易制度相比，有了以下方面的改进。

见表 3-1：

表 3-1: 中小企业板与主板的交易规则比较

	主 板	中小企业板
连续竞价 时间	9:30-11:30 13:00-15:00	9:30-11:30 13:00-14:57
收盘集合 竞价时间	无	14:57-15:00
开盘集合 竞价方式	封 闭 式	开 放 式（即时揭示开盘参考价格、匹配量和未匹配量）
收盘价产生方式	最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均(含最后一笔交易)	通过收盘前最后三分钟集合竞价的方式产生
公布交易 公开信息	涨跌幅比例超过 7%(含 7%)的证券的前 5 只证券	日收盘价涨跌幅偏离值达到 $\pm 7\%$ 的各前三只股票；日价格振幅达到 15%的前三只股票；日换手率达到 20%的前三只股票
交易公开 信息公布	成交金额最大的 5 家会员营业部或席位的名称及成交金额	公布成交金额最大 5 家会员营业部或席位的名称及其买入、卖出金额

资料来源：深圳证券交易所

(2) 投资者目标定位不同

中小企业板与主板区别除了交易制度的修订，更重要的是其总股本较小，统计显示，目前主板市场中约 95%的上市公司总股本超过 4 亿。对主板市场的历史数据整理分析，小盘股的波动性和风险系数均高于指数，这意味着投资于中小企业板块就必须能够承担其更大的波动性。因此引入“风险偏好”的概念，投资者应对个人的投资偏好有所定位。

(3) 中小企业板块以其相对独立性与将来的创业板市场衔接

从制度安排上看，中小企业板以运行独立、监察独立、代码独立和指数独立与主板市场相区别，并为有针对性的加强监管和制度创新留下空间，以便在条件成熟时整体剥离为独立的创业板市场。

运行独立是指中小企业板块的交易由独立于主板市场交易系统的第二交易系统承担；监察独立是指深圳证券交易所将建立独立的监察系统实施对中小企业板块的实时监控，该系统将针对中小企业板块的交易特点和风险特征设置独立的监控指标和报警阈值；代码独立是指将中小企业板块股票作为一个整体，使用与主板市场不同的股票编码；指数独立是指中小企业板块在上市股票达到一定数量后，发布该板块独立的指数^[25]。

(4) . 实施有针对性地监管与风险防范，逐步推进制度创新

针对中小企业的风险特点，中小企业板块采取有别于主板市场的、有针对性的监管措施，维护正常的市场秩序。一是针对中小企业板块的风险特征，在交易和监察制度上作出有别于主板市场的特别安排，改进开盘集合竞价制度和收盘价的确定方式，完善交易信息公开制度，在监控中引入涨跌幅、振幅及换手率的偏离值等指标，完善交易异常波动停牌制度等，同时根据市场发展需要，持续推进交易和监察制度的改革创新。二是完善中小企业板块上市公司监管制度，推行募集资金使用定期审计制度、年度报告说明会制度、定期报告披露上市公司股东持股分布制度和上市公司及中介机构诚信管理系统等措施^[26]。

3.3 我国中小企业板市场走势及其影响因素

04年5月中小板开立后，第一年总体来看情况不错，当年上市38家，总筹资额100亿元，各企业平均融资2.5亿元，这对中小企业来说已经不错了。这38家有24家是经过认定的高新技术企业，也就是中小企业板块起到了重点支持高新技术企业的的作用。到 05年5月，中小企业板块已形成了一定的规模，已有上市公司50家，投资120亿，市值435亿元，33家高科技企业中有22家国家火炬计划项目，许多上市公司在行业细分领域中处于领先地位。05年半年报中，中小企业板上市公司业绩好于主板，平均每股收益0.19元，而深圳主板平均每股收益0.10元，上交所平均每股收益0.15元。06年的中期业绩报告中，53家中小板公司平均实现主营业务收入52460.75万元，净利润2414.03万元，每股收益0.18元，净资产收益率5.29%，总体业绩情况好于上年同期。

中小企业板公司表现的良好成长性有几个方面的原因，一是募集资金项目进展顺利，提升了产品技术水平，扩大了生产规模，从而增加了经济效益。二是这些企业具有的自主创新能力、研发能力，不断推出新产品，优化了产业结构。三是严格的内部管理，降低了成本，减少了费用支出。四是全流通的板

块为它们创造了更好的环境。

但是,中小板具有盘小、资金容量有限、大资金不方便运作的特点,而“新八股”的上市高定价更是直接导致了日后的暴跌。随后的大股东上市即分钱以及江苏琼花丑闻又使市场对中小板的诚信普遍产生怀疑。“新八股”的前车之鉴使得随后上市的中小板新股定位日趋合理。

在全流通问题没有解决前,所有在主板市场上存在的问题仍然还在中小企业板上延续。而且,随着中小企业板准入门槛的降低,再加上新的询价制度的冲击,中小板已经很难超脱于主板市场独自行走。不过,中小企业板在深圳的启动,还是给中国1000万家中小企业带来了融资的希望。毕竟,中小企业板块在短短两个月就迅速融资100亿元,平均每家的发行规模高达2.4亿元,这在世界范围内都可称为奇迹。

2006 年中期报告和业绩快报显示,中小板公司表现出良好的成长性,2006 年中期主营业务收入和净利润分别比上年同期增长 31.98%和 13.5%。在 55 家中小板公司中,有 34 家公司中期净利润同比增长,其中,苏宁电器、宁波华翔、华兰生物等 7 家公司净利润增长幅度超过 50%。由于原材料价格上涨、人民币升值等方面的原因,也有部分中小板公司出现了中期业绩下滑甚至亏损的情况。

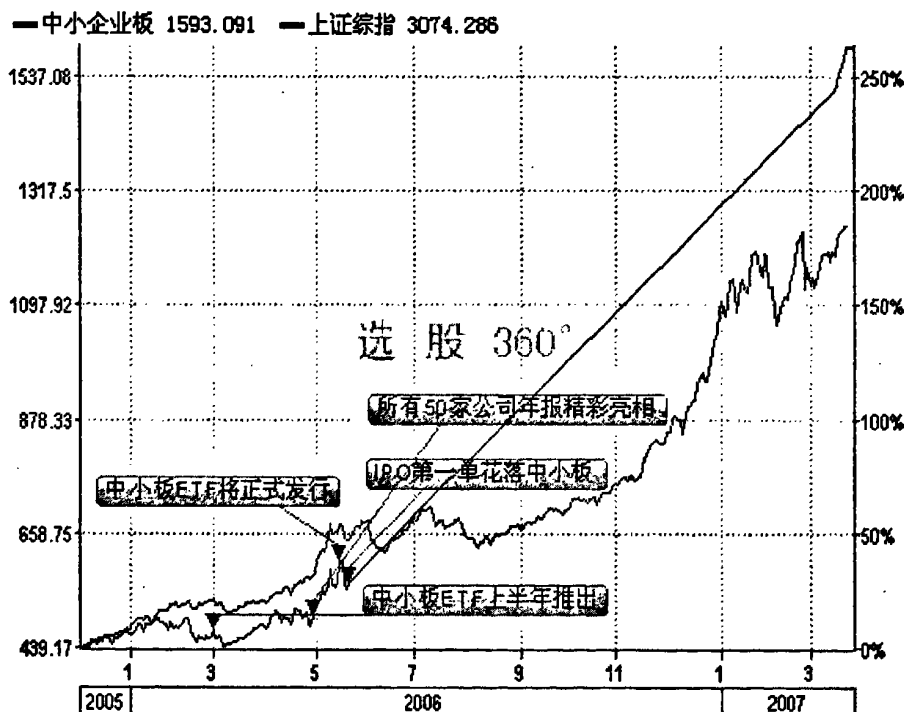
从长期来看,中小企业板块的走势难以脱离主板市场。由于联动的关系,主板市场的动向将是影响中小板走势的主要因素之一。无论美国、日本还是中国香港,创业板市场跟随主板市场的走势在长期来看是常态,只是上世纪 90 年代后期,Nasdaq 在 IT 技术革命的引领下,开始脱离主板市场,走出单独行情,但是随之而来的还是向主板回归;从日本以及中国香港创业板市场走势来看,创业板基本上长期低迷,处于主板的附属地位^[27]。

3.4 深圳中小企业板指数

中小企业板指数是以中小企业板正常交易的股票为样本股的综合指数,首批样本股包括已在中小企业板上市的全部 50 只股票。该指数以自由流通股数为权重,采取派氏加权法计算。基日为中小企业板第 50 家上市公司的上市日,即 2005 年 6 月 7 日,基日点位为 1000 点。深交所 11 月 29 日发布公告,决定于 2005 年 12 月 1 日起正式编制和发布中小企业板指数,鉴于中小企业板公司已经全部完成股权分置改革,从指数发布之日起,中小企业板股票简称取消 G 股标志,恢复股权分置改革前的简称。

作为第一个全流通板块的指数,中小企业板指数将在全新的市场环境下运行,一方面有利于更加全面、客观地反映全流通条件下中小企业板的总体价格变动和走势,从而为投资者的投资操作提供更有价值的参照指标;另一方面可以提高市场透明度和运行效率,形成全流通市场新的定价机制和新的中小企业价值中枢,对于后股权分置时代的 market 走势具有风向标的作用。

对照图(3-1)中小板指走势图和上证指数可以看出,中小板前期走势相对落后于大盘。其原因主要在其中绝大多数个股并非人民币升值背景下的资产概念股,没有得到市场主流资金的眷顾。再加上,在股改主题下中小板的成长性已得到了市场较为充分的挖掘,也抑制了新增资金对中小板的追捧激情。后期中小企业板的走势要明显强于主板市场,比较独立于主板市场,表明其投资价值得到相当一部分投资者的较高认同。



图(3-1) 深圳中小板指数走势图 (2005.1.1-2007.3.31)

资料来源: <http://www.xg360.com.cn>

深圳中小企业板指数从2005年12月1日开始发布以来,开始向市场提供反映中小企业板股票价格总体走势的参照指标,因此备受各方瞩目。中小企业

板指数受几方面因素影响:

1. 个股比重及它们的走势

中小企业板指数中,各样本股在指数中的比重就是其自由流通市值占市场的比重。根据 05 年 11 月 30 日的收盘价计算,中小企业板的自由流通市值约为 188 亿,当时指数比重排名前 10 的股票在指数中的权重高达 37.52%,其中苏宁电器的比重高达 10.29%,可谓中小企业板的航空母舰,它们的走势对指数的影响很大。

2. 中小企业板股改的影响

2005 年 6 月 19 日中小板参与股改,到 11 月 21 日中小板 50 家上市公司全部完成股改,同期指数呈上升趋势,说明市场对于中小企业股改的认可,另一方面也反映了中小板企业对股改具有较大的适应能力和承受能力。金元证券研究员冉兰认为,在中小板市场全面完成股改之后,中小板公司的整体吸引力进一步增强^[27]。此外,《中小企业板投资者权益保护指引》的发布,增强投资者对中小板公司的投资信心。

3. 年报业绩的表现和场外资金的介入

05 年年报全线飘红以及 96%的高派现率是中小板当时行情的主要动力,对于一季报业绩的良好预期也支撑板块后市的运行。机构资金的深度介入为板块的持续活跃奠定了坚实的基础,机构资金介入程度最深的个股往往都能够稳定走强。因此在后市中小板指即使出现小幅的调整也基本在可控范围。

总的来说,中小板指数是反映中小企业板的总体价格变动和走势,指数波动体现中小板股的价值回归。

第 4 章 我国中小企业板市场的新股发行与定价

IPO定价的相关研究始终是现代金融理论与实践研究的热点。发行价格的高低将直接关系到发行人、承销商和投资者的切身利益：发行价格过高，如果价格超出投资者的承受范围，就可能导致发行失败，发行人和承销商的利益就将受到损失；而发行价格过低，固然可以保证发行的成功，但是发行人的利益会受到损害，承销商的利益也将相应招致损失。因此，如何确定合理的发行方式和发行价格显得十分重要。发行方式和发行价格的确定也会影响到新股发行上市后的价格变动情况。

4.1 我国中小企业板市场的新股发行要求、发行方式

我国中小企业板块运作遵循“两个不变”，即现行法律法规不变、发行上市标准不变，中小企业板块的发行上市程序与主板市场也完全一致。企业只有符合主板市场的发行上市条件并经中国证监会股票发行审核委员会审核通过，才有机会在中小企业板块上市。把符合主板市场发行上市条件的企业中规模较小的企业集中到中小企业板，形成将来创业板市场的初始资源，在条件成熟之后适当降低发行上市的标准，主要是为了吸引更多符合条件的中小企业上市，并为有针对性地加强监管和制度创新留下空间，以便在条件成熟时进行整体剥离，成为独立的创业板市场。

发行方式是指公开发行股票的发行人或承销人依据证券法规合理地确定有效认股人和有效认股数量的方式。深圳中小企业板新股发行全部采取向二级市场配售的方式。之所以如此，是为了防止中小企业板开设后，出于对新发股票的盈利预期，大量资金从现有证券市场撤出，进而对大盘形成冲击。向二级市场投资者配售新股，是指在新股发行时，将一定比例的新股由上网公开发行改为向二级市场投资者配售，投资者根据其持有上市流通证券的市值和折算的申购限量，自愿申购新股。在计算市值时，由于中小企业板块是主板市场内的一个板块，其市值也计算在主板的市值之中。换句话说，中小企业板块股票的市值可以参与主板的市值配售，主板股票的市值也可以参与中小企业板块的市值配售。

4.2 我国中小企业板市场新股发行的定价方式

中小企业板市场建设要解决的主要问题之一是确定科学、合理的股票发行定价方式。股票的发行定价直接关系到中小板市场能否实现其资产的良好流动性以及相关市场的协调发展,关系到未来中小企业板市场能否顺利建设、很好地发挥资源优化配置作用。从某种意义上说,中小企业板市场和其他金融市场一样,都是为投资者和融资者提供服务,保持股票的流动性和稳定性是其生存和发展的关键,股票发行定价方式选择也必须考虑这个特点

根据《股票发行定价分析报告指引(试行)》(证监发[1999]8号),定价分析报告应对影响发行价格的因素进行全面、客观地分析,详细说明商定股票发行价格的依据和方法。影响发行定价的因素包括所处行业的状况、企业的市场地位、盈利能力、发展前景、同行业或可比公司的股价水平、二级市场景气程度等。从发行定价的过程看,企业先要对股票的内在价值进行评估,在此基础上确定股票发行价格的大致范围。

股票估值方法主要有两大类,一是根据企业未来的盈利来估计,如未来现金流量折现法;二是参考类似公司的股票价格定位,如市盈率法、净资产倍数法、EBITDA倍数法、收入倍数法等。通过估值得出股票价格的大致范围后,企业和保荐机构一般要走访机构投资者,进行预路演,调查机构投资者对预定股票价格的可接受程度,了解机构投资者的投资兴趣和特别关注的问题,为最后的发行定价作为准备。

目前,中小企业板存在着高估值的弱点,中小企业板的平均市盈率高达30倍以上,以06年半年报13.5%的净利润增长速度,显然是难以化解高估值的压力。不过,中小企业板的分化是严重的,苏宁电器、华兰生物、宁波华翔等个股的增长率曾超过50%,那么,30倍的动态市盈率并未明显高估。也就是说,高速成长的中小企业板个股是可以化解高估值压力的,有望成为未来市场的潜力股。

在完成各项准备工作后,在我国证券市场上,通常采用以下三种方式来确定股票发行价格。

(1) 协商定价。企业和保荐机构根据股票估值和预路演的情况,协商确定发行价格,报中国证监会核准。为了刺激投资者的认购热情,确保股票上市后的市场表现,树立股票良好的市场形象,股票发行价格相比其二级市场价格定位要下降一定幅度。

(2) 向法人投资者询价定价。在向法人投资者网下配售和对一般投资者上网

发行的方式下,企业和保荐机构事先根据股票估值和预路演的结果,确定股票发行价格的上限和下限,向法人投资者询价,根据法人投资者的预约申购情况确定最终的发行价格,并以该价格向法人投资者配售和对一般投资者上网定价发行。

(3) 向所有投资者累计投标定价。在累计投标询价发行方式下,企业和保荐机构根据股票估值和预路演的结果,确定发行价格区间,投资者在该区间内,按照不同的发行价格申报认购数量,根据所有投资者在同一价格水平之上的认购数量累计计算,得出一系列不同价格水平上的总申购量。最后,企业和保荐机构根据总申购量超过发行量的一定倍数,来确定发行价格。

上述三类方式中,后两种发行方式利用了市场的价格发现功能,所确定的发行价格通常高于协商定价确定的发行价格。

深交所2006年9月发布的《补充通知》在《证券发行与承销管理办法》的基础上进一步明确了中小板公司可以采取两种不同的询价方式发行股票,即通过初步询价后直接确定发行价格,或者通过初步询价确定询价区间后,再进行累计投标询价以确定发行价格。对于通过初步询价确定发行价格的股票,网下配售和网上发行按照定价发行方式进行。对于通过网下累计投标询价确定发行价格的股票,其网上申购方式与沪市发行新股申购方式相同。

业内人士认为,为中小板公司提供两个可供选择的询价方式,是非常灵活和便利的。通过初步询价直接确定发行价格的做法适应了中小企业的估值特点,中小板公司往往是细分行业的龙头企业,难以找到可比公司进行比较,估值难以进行,在此种情况下保荐机构、发行人往往更了解企业自身的价值;同时,简化询价流程,省去累计投标询价环节,还可以大量减少累计投标询价期间的相关工作,降低公司发行成本。选择适宜的发行机制是市场发展的需要,一是可以保证定价的合理性;二是可以保证利益分配的均衡性;三是可以保证信息的真实性,尽量避免信息不对称。

我国中小企业板市场建立以“价值估价为基础、以路演推介为手段、以市场化发行作保证”的股票发行定价方式是科学、有效和更加贴近市场的方式。

4.3 我国中小企业板市场的新股发行价格

股票的面值,是股份公司在所发行的股票上标明的票面金额,我国《公司法》规定:在我国上海和深圳证券交易所流通的股票,其面值都统一为壹元,

即每股一元。在首次发行股票时，将股票的面值作为发行定价的一个依据。

上市公司从公司自身利益以及确保股票上市成功等角度出发，对上市的股票不按面值发行，而制订一个较为合理的价格来发行，这个价格就称为股票的发行价。一般来说，股票的发行价都将会高于面值。股票的发行价格也指公司在一级市场向投资者出售股票的价格，股票的发行价与股票的每股净值、资产质量、公司发展前景、市场对公司的预期等因素有关。当股票进入二级市场流通后，股票的价格就与股票的面值相分离了，彼此之间并没有什么直接的联系，股民爱将它炒多高，它就会有多高，如前些年上海股市有些股票的价格曾达到 80 多元，但其面值也就仅为一元。

截止到 2006 年 10 月，共有 76 家公司在中小企业板上市，它们的发行价大致可分为三个区间：（1）小于 10 元；（2）10 至 20 元之间；（3）20 元以上。其中：有 54 家处于第一区间，占样本总数 71.1%；20 家处于第二区间，占样本总数 26.3%；在第三区间的只有獐子岛（002069）和青岛软控（002073）两家，发行价分别为 25.00 元和 26.00 元，占样本数 2.6%。不同价格区间的公司数量分布图如图 4-1 所示：

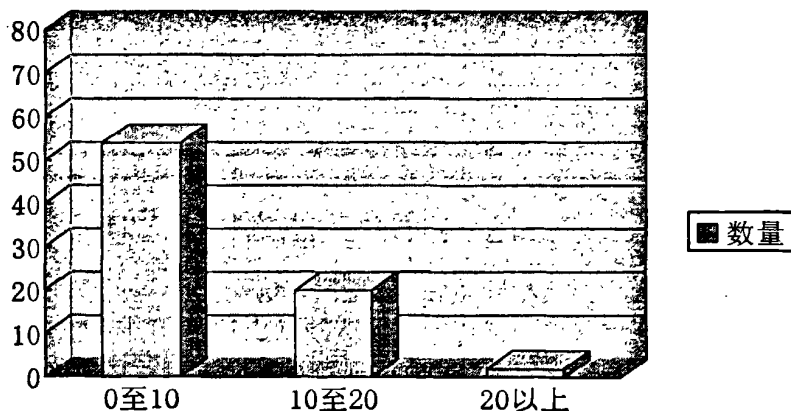


图 4-1 发行价格区间的公司数量分布

在一级市场发行定价市场化（询价发行方式）的条件下，股票的发行价与市场因素、企业自身及相关政策等因素密切相关。

1. 市场供求关系。在场外资金供大于求的情况下，发行价格会随行就市，适当提高。在供求失衡的情况下，发行价格会相对低点。在中小板启动初期，由于投机思维的作怪，中小板的个股定位往往都超出合理定位。深圳市场毕竟等候多年才获得重发新股的机会，加上舆论的渲染，势必引起热钱追逐、游资

肆机炒作，首批上市的中小企业股票将受到追捧，发行价偏高也会被一些风险投资者所接受。

2. 企业投资项目的发展前景。如果前景被投资者看好，未来现金流兑现的比例较大，则价格即使偏高也能为市场投资者所接受。青岛软控（002073）26.00 元的发行价已超过獐子岛（002069），创出全流通下新股发行价格的新高。青岛软控（002073）作为国内惟一专业从事信息化改造传统轮胎橡胶行业的软件企业，已成为行业内知名品牌，利润总额环比增长幅度达到 13.93%，目前国内专业服务于轮胎橡胶行业的上规模软件企业只有该公司一家。

3. 证券市场状况和同行业已上市公司二级市场的价格状况。05 年很多个股都创出了上市以来的新低，市场的持续弱势体现出清晰的系统风险，中小板品种难以独善其身。另外，由于投机因素，中小板市场启动初期，个股定位较高，因此股

价的下跌反映了价值的合理回归过程，在这样的市场环境下，05 年中小板 IPO 的发行价普遍不高。

4. 与股市相关的政策变动，股改、询价方式的变动以及汇率改革。“新老划断”后中小企业板首家 IPO 的中工国际（002051）于 6 月 19 日在深交所挂牌上市，由于是间隔一年多后上市的第一只新股，它的二级市场股价定位和对中小板的影响成为市场焦点，其上市拉动了中小板块，随后，同洲电子（002052）以 16.00 元的发行价上市，体现了股改对中小板的正面影响。

影响证券发行价格的因素不仅仅是这些，但上述因素是应当关注的重点。股票的发行定价将遵循市场规律。不仅是发行人、承销商对新股发行价格的确定应考虑市场因素，投资者在选择申购新股时也要考虑市场因素。

第 5 章 中小企业板市场新股发行抑价和长期表现的研究

20世纪80年代以来,经济学家们对新股发行抑价的不同侧面进行了系统的理论研究和实证研究。成熟市场和发展中市场的众多数据都表明,新股发行抑价现象是普遍存在的,发行抑价是发行人、主承销商和投资者三方在不同目标函数及约束条件下行为博弈的均衡结果。那么,在各国股票市场中普遍存在的IPO抑价现象,在我国新兴的中小企业板市场是否也存在,是否也受同样因素的影响?这是本文所要研究的问题。

首次公开发行股票长期弱势是与股票首次公开发行相关的主要实证现象之一。新股长期弱势现象,是指首次公开发行的股票在上市后的一段时间里给其持有者带来的收益率比其他同类型的非首次公开发行股票的低。国外研究表明新股上市后普遍存在长期弱势表现。表 5-1 给出了各国(地区)首次公开发行股票的长期弱势运行情况,从表中可以看出只有瑞典和韩国有所例外。

5.1 我国主板市场新股发行抑价的相关研究

国内学者的对主板市场IPO抑价的研究涵盖“新股发行”与“新股上市”两个方向。部分学者认为政府对新股发行市盈率的限制是造成IPO抑价的主要原因。同时,也有学者指出新股上市首日收盘价高于其真实价值也是IPO抑价的原因。王美今、张松^[20]认为中国新股包装上市的情况比较严重,夸大其辞的宣传误导了二级市场投资者对新股的价格期望。另外,“相对短缺、不成熟、监管不力的证券市场,不法的机构投资者的‘造市’行为,不理性的广大股民等因素造成二级市场股价受到严重的人为操纵”,也使新股在二级市场上首日收盘价过高,从而造成中国IPO严重抑价(汪金龙,2002)。

很多国内学者之所以从新股发行中寻找中国IPO抑价的原因,是基于以下两方面的考虑:一方面,在中国股市发展的大部分时间里,新股发行市盈率都被严格地限制在一定的范围内(只在1999年下半年到2001年上半年实行过不受发行市盈率限制的发行方式);另一方面,新股在中国一直是稀缺资源,投资

表 5-1 部分国家和地区股票首次公开发行的长期弱势表现

国家(地区)	研究者	样本数量	研究期间	长期表现
澳大利亚	Lee 等 (1994)	266	1976-1989	-51.0%
巴西	Aggarwal 等	62	1980-1990	-47.0%
加拿大	Shaw (1971)	105	1956-1963	-32.3%
智利	Aggarwal 等 (1993)	28	1982-1990	-23.7%
芬兰	Keloharju (1993)	79	1984-1989	-21.1%
德国	Ljungqvist (1996)	145	1970-1990	-12.1%
香港	McGuinness (1993)	72	1980-1990	-18.3%
日本	Cai 和 Wei (1996)	172	1971-1990	-27.0%
韩国	Kim 等 (1995)	99	1985-1998	91.6%
新加坡	Hi 和 Mahmood (1993)	45	1976-1984	-9.2%
瑞典	Loughran 等 (1994)	162	1980-1990	1.2%
瑞士	Ku 和 Aggarwal (1994)	34	1983-1989	-6.1%
英国	Levi 等 (1993)	712	1980-1988	-8.1%
美国	Loughran 等 (1995)	4753	1970-1990	-30.0%

资料来源：鲁雪静(2006).《A 股 IPOs 长期表现及其影响因素的实证研究》

者对新股的需求远大于供给。因此，他们认为，新股发行价不能反映新股发行市场供不应求的供需关系而显得偏低，进而造成中国 IPO 严重抑价。

但朱南、卓贤^[31]按发行方式对 2001 年 1 月至 2003 年 6 月末沪市发行的 160 支新股进行分类，分别计算其发行市盈率与超额报酬率，发现市场化发行方式下 IPO 抑价的程度比非市场化发行方式下更严重。这一结果与市盈率受限制影响发行抑价的推论相悖。

5.1.1 新股抑价现象形成的原因

结合本文第二章的文献回顾及我国主板市场 IPO 抑价的相关研究可以看出,发行抑价形成的原因是多方面的。对其原因的解释,总结起来,可分为以下几种:

1. 发行抑价可以用来减轻“赢者诅咒”。在一项 IPO 中,投资者对信息的掌握程度是有差别的。拥有较多关于股票质量信息的投资者被称为优势信息投资者(informed),反之为劣势信息投资者(uninformed),Rock (1986)认为优势信息投资者更能够分辨出股票价格是偏高还是偏低,通常会把拥有的资产尽量用于申购抑价发行的股票;而劣势信息的投资者由于掌握的信息有限,并不能认清股票的价值,申购新股时面临较大的不确定性,既可能申购发行价低于股票价值的,也可能申购发行价高于股票价值的。如果以相同的资产申购新股,劣势信息投资者在抑价发行股票上的中签率将低于高价发行股票的中签率,这样,抑价发行的股票总是被优势信息投资者申购,而高价发行的股票总是被劣势信息投资者申购,即对于抑价发行的股票,存在优势信息投资者挤出劣势信息投资者的现象,Rock 称这种现象为“胜者之咒”,面临“胜者之咒”的劣势信息投资者可能会因此而退出发行市场。但是优势信息投资者毕竟只占一小部分,新股的成功发行需要大量投资者的参与,而劣势信息投资者只有在保证获得风险补偿的情况下才会参与新股的认购,所以发行者为了发行成功,就采取抑价发行的措施,将抑价作为对劣势信息投资者可能申购到高价发行股票的风险补偿,以此吸引劣势信息投资者的参与^[32]。

2. 发行抑价能够减少代理成本,减少市场成本支出。由于承销商相对发行者来讲对资本市场了解更多,在新股发行方面积累了丰富的经验,并拥有更多资本市场和发行定价等与市场需求有关的私人信息,因此发行者会将新股的定价与发行交给承销商,以利用承销商的优势信息。但是在承销商与发行者之间的委托—代理关系中存在着利益冲突。承销商希望新股顺利发行,以提高声誉并获取收入。发行人则希望以最高的价格发行新股以尽可能多地筹集资金。但是基于对市场需求和价格水平并不了解,无法很好的监督承销商的压价行为,因此发行者与承销商在制定价格的博弈过程中产生了发行的抑价^[33]。

3. 发行抑价是逆向选择条件下向投资者传递信息。在新股的发售过程中,发行者最了解公司的情况,而投资者可能并不了解公司质量的高低,所以发行者和投资者之间存在着信息不对称,导致新股发行市场上产生“柠檬”问题。低

质量公司的股票 (Lemons) 会乘机混在市场上, 如果投资者不能分辨哪些是高质量公司的股票, 哪些是低质量公司的股票, 就容易产生逆向选择, 即投资者只愿意接受低质量公司股票的市场价格, 而高质量公司的股票无法实现与其价值相当的价格, 他们将退出发行市场, 这样新股发行市场上将充斥着低质量公司的股票。因此高质量公司采取抑价策略吸引投资者, 让投资者了解其质量^[34]。

4. 发行抑价有益于公司未来的新股增发计划。Welch (1989), Franklin Allen & Faulhaber (1989), Mark Grinblatt & Chuan Yang Hwang (1989) 认为公司新股发行成功后经过一段时间的运作, 由于经营规模的不断扩大, 会产生再次融资的需要。上市公司可以向老股东发行认股权 (配股) 或向社会公众增发新股。由于是二次发行, 投资者会参考该公司首次发行的情况。如果首次发行时定价过高, 股票上市后升幅或甚至跌破发行价, 投资者就会对该公司的二次发行定价产生疑虑, 不利于发行人的后续融资。因此, 发行人可能会有意识在首次发行时调低价格, 使投资者获得比较满意的回报 (Leave a good taste), 为后续融资做准备^[35]。

5. 新股抑价可以分散所有权, 增加流动性。Brennan & Franks (1995) 认为新股抑价发行是为了分散所有权。他认为上市公司偏向于分散投资者的所有权, 以保证上市后仍拥有对公司的控制权, 因为所有权分散一方面可以降低新股东监管公司管理的积极性, 另一方面股权分散会使新股在上市之后交易活跃, 使股票上市后价格较高, 从而增加流动性 (Booth & Chua, 1996, 增加流动性假说)。所以公司倾向于采取一种机制来分散所有权, 而抑价可以分散投资者的所有权, 因为抑价发行会导致超额申购, 在新股发售机制下, 超额申购通过抽签的方法来解决, 这样就可以极大的分散所有权, 而且董事可以从大额申购申请中辨认投资者是否有收购意图, 从而确保一个所有权更为分散的股权结构^[36]。

7. 抑价可以鼓励公众申购股票, 支持政府民营化政策。在一些国家, 政府为了推动民营化政策, 通常将原来的国有大型垄断企业改组为股份制公司, 并通过公开招股让渡一部分股份给私人投资者。政府为了改善国营公司的所有权结构, 倾力于将出让的股份分配给大众。为了鼓励公众申购这类股票, 政府会有意压低发行价格。英国、马来西亚等国的私有化进程都采取这种方式。如马来西亚在 1984-1995 年间, 私有化项目的平均发行抑价为 103.5%, 而一般新股的平均发行抑价为 52.5%^[37]。

综上所述, 产生发行抑价现象的原因十分复杂, 一个方向的解释认为抑价是出于承销商和发行者的考虑, 因此抑价掺入了不少人为的因素, 而有的解释

认为是市场的力量推动形成,属于承销商和发行者不可控的因素,如发行人、承销商和投资者之间的信息不对称问题等。我们必须综合考虑所处股票市场的各种实际情况,才能对它的发行抑价现象做一个合理正确的解释。

5.1.2 我国 IPO 抑价问题的制度背景分析

在我国,政府作为一个主体,在证券市场上有两个身份,一个是作为社会的管理者和和证券市场的监管者,制定各种法律法规,规划着证券市场的发展方向;另一个是作为国有企业产权的代表,以股东的身份参与发行公司的经营和管理。这就造成了这样一种可能,那就是政府在追求发行收入最大化之外,还会考虑到其他的政治目标和经济目标,具体表现在面对不同的环境制定各种临时的法律和法规,用以干预和影响股票的定价。

我国政府在证券市场发展的早期就严格限定了发行的市盈率,以保证股票的成功发行。一级市场作为国有企业融资的主要渠道,成本最低,效果最好。政府考虑的不是企业融资的最大化,因为无论能融多少对于国有企业来说都是免费得到的(除一些发行费用不计),它追求的主要一级市场的繁荣和股票发行的顺利。为了造成一级市场的繁荣,政府就必须考虑如何去吸引大量投资者进入一级市场,为新发行的股票买单。在这种环境下,政府自然考虑到了在一级市场和二级市场之间形成一个收益率差价,以降低投资者在一级市场的风险。具体的形式表现为监管部门规定了发行的市盈率不得高于 20 倍,而当时二级市场上股价的市盈率却远远的高于 40 倍以上,这就人为的为一级市场投资者制造了一个安全盈利空间。它的结果必然是一级市场申购资金不断涌入,任何一只股票都能成功地发行出去,获得相对于银行借款来说几乎没有成本的资金。

我国早期的配额制度下,部分发行公司把 IPO 股份低价配售给(或者是赠送)给那些与企业有密切关系的官员。作为交换,某些官员在发行额度的分配方案上对该公司进行“照顾”,或者在公司质量问题上进行包装和庇护。在接受这种形式上相对“安全”的贿赂之后,发行商有义务避免官员们在股票流通市场上受到损失,这就需要有意的调低股票的发行价格。主观上避免了官员们的损失,客观上造成了抑价现象。

刘煜辉、熊鹏(2005)认为中国市场“股权分置”和“政府管制”的制度安排是导致极高的 IPO 抑价的根本原因。股权分置的体制下,由于流通股比例的限制,导致 IPO 的发行数量大多数情况下总是供不应求,异常高的 IPO 抑价产生的赚钱效应,形成了认购风潮(positive cascade),对于侥幸买到新股

的投资者来说如同中彩一般。该背景下不存在真正意义上的IPO 估值过程, 故此也就没有普遍的发行价被故意调低的动机。股权分置下正常市场利益机制扭曲, 上市公司和投资人行为异化, 从而形成了二级市场严重泡沫, 而政府高度管制的新股供给机制使得一、二级市场割裂、套利机制失效, 一则在相当程度支撑了虚高的股价, 二则保证了新股上市后能不断制造出与发行价的异常价差。

5.2 中小企业板市场新股发行抑价的研究

5.2.1 我国中小企业板市场新股抑价的理论分析

由于资源的短缺、投资者的非理性等诸多因素综合影响, 中小企业板股票二级市场价格易受到人为操纵, 造成股价过高。另外, 韩德宗, 陈静 (2001) 认为由于股权分置的存在, 我国资本市场不具有十分有效的价格发现功能, 使得整个市场投机氛围较浓, 抑价与市场中存在大量投机行为有关。

出现这些现象的主要原因有: ①恢复新股发行对市场形成一定的冲击。深圳证券交易所2000年创业板市场的组织体系基本建立, 停发新股; 直至2004年6月25日“新八股”开始发行。这意味着市场进入一个扩容阶段, 对市场形成了一定的冲击。②流通股本小, 投资者易炒高股价。③各主承销商包销了大量余额, 抬高了股价。因此, 李建超, 周焯华 (2005) 认为可以用投机- 泡沫假说

(Speculative Bubble Hypothesis) 来解释我国中小企业板IPO相对严重的抑价现象。

5.2.2 中小板市场的新股发行抑价的实证研究

本文以深圳中小企业板所选样本“初始回报率”为研究对象进行统计分析, 来衡量该市场IPO抑价的幅度, 并对样本相关变量进行回归分析, 找出影响深圳中小企业板抑价的特有因素。

一: 数据来源与处理

本文所采用的数据来源于深圳国泰安信息技术有限公司设计开发的CSMAR数据库 (中国股票市场研究数据库) 和证券之星、雅虎财经等网站。深圳中小企业板自2004年6月25日开市至2006年10月25日共有76家公司上市, 由于

一些公司上市时间短数据不全或无法计算出一年期以上的累积收益,故本文选取2004年6月25至2006年6月30日上市的公司做样本,符合条件的样本容量为53家。基本资料包括:每只股票的发行价、上市首日收盘价、发行股数、流通股比率、IPO前公司存在年限、上市首日换手率、股票上市首日收盘指数(深证成分A指)、股票发行日收盘指数(深证成分A指)等数据。

本文在对发行抑价进行分析时采用了考虑市场指数和不考虑市场指数两种办法,由于深圳中小企业板指数2005年12月1日才正式编制,时间较短,故在用市场指数作为计算口径时,选用深圳市场成份股A股指数。

二: 研究方法设计

IPO发行抑价研究涉及到的变量为IPO首日收益率IR,即发行抑价程度的衡量一般用上市公司首次发行股票上市当日的初始收益率来衡量。因为上市第一天的收盘价可以看作是股市上信息消化和由信息消化而带来的股票买卖的最终结果,所以由发行价格 P_{i1} 和上市首日的收盘价 P_{i0} 来定义初始收益率 Ret_0 。 Ret_0 越大表示这支股票的初始收益率越高,也就是抑价程度越严重。为了消除大盘风险对个股的影响,本文使用发行日和上市首日深交所成分股A股指数对 Ret_0 进行调整,调整后的初始收益率为首日平均超额收益率 $Adjret_0$ 。抑价率的计算公式如下:

$$(1) \quad Ret_0 = 1/n \sum_{i=1}^n (P_{i0} / P_{i1} - 1)$$

$$(2) \quad Adjret_0 = 1/n \sum_{i=1}^n (P_{i0} / P_{i1} - P_{i,m0} / P_{i,m1})$$

该模型采用Kalok Chan, Junbo Wang, K.C. John Wei (2004)关于首日平均收益率和首日平均超额收益率的模型。

式(1)中和式(2)中:

Ret_0 IPOs上市交易首日(第0天)平均回报率(发行抑价率);

P_{i0} 股票i上市首日的收盘价;

P_{i1} 股票i的发行价;

Adjret_i IPOs 经市场调整（包括股利）的首日平均回报；

$P_{i,m0}$ 新发行股票 i 上市交易首日相对于深圳成份股 A 股市场指数的收盘价指数。

$P_{i,m1}$ 新发行股票 i 发行日相对于深圳成份股 A 股市场指数的收盘价指数。

(1) 式中的计算方法未考虑相应的市场指数收益情况，(2) 式中我们对指数进行了计算，指数选择深圳成份股 A 股指数。

三：统计分析与实证

1. 新股发行抑价和超额发行抑价的统计性描述

根据上述介绍的发行抑价率和超额发行抑价率的两种计算公式，利用样本股票有关数据，计算出深圳中小企业板 IPOs 上市交易首日的平均回报率和 IPOs 上市首日经市场调整的平均收益，也即上市首日的发行抑价率和超额发行抑价率。

①首日发行抑价率的直方图如下：

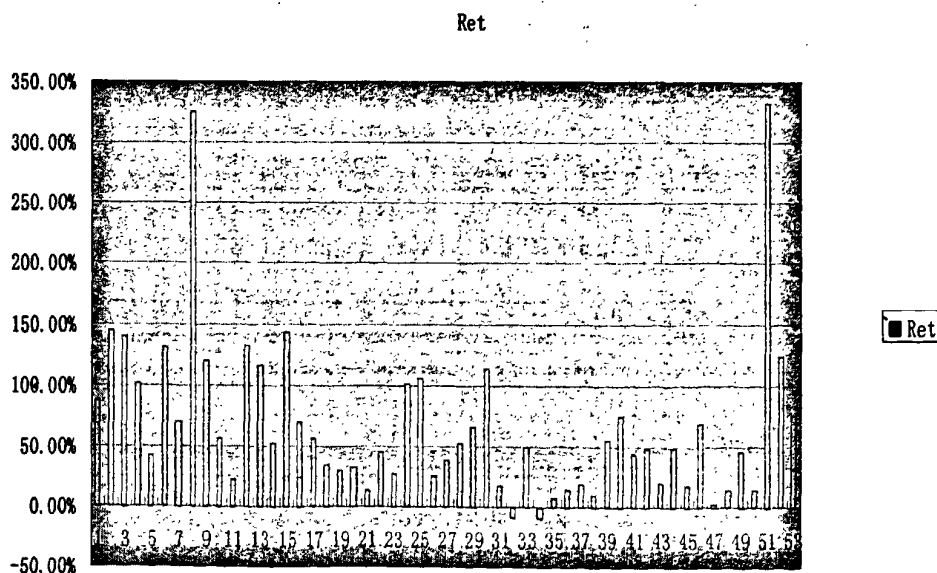


图 5-1 首日发行抑价率分公司直方图

②对初始收益率进行统计性描述，其统计特征如表 5-2：

表 5-2 样本初始收益率的统计特征

	样本均值	中位数	最大值	最小值	标准差	方差	样本数
Ret ₀	0.6731	0.500	3.3203	-0.0900	0.664	0.4409	53
Adjret ₀	0.6957	0.529	3.3604	-0.0912	0.666	0.4438	53

从上表可以看出：样本所研究的 53 支中小板股票 IPO 初始收益率的均值（未调整的和调整后的）分别为 67.31%和 69.57%；最大值对应的 IPO 是 2006 年 6 月 19 日上市的中工国际；最小值对应的 IPO 是 2004 年 8 月 26 日上市的美欣达。

从样本初始收益率的柱形图和统计特征可以直观地看出深圳中小企业板存在 IPO 抑价现象，我们进一步用统计软件进行 t 值检验，以更加科学和更加准确地显示出深圳股市中小板的 IPO 折价现象。用 SPSS 统计软件所得检验结果如表 5-3 所示：

表 5-3 深圳中小企业板市场 2004-2006 年 IPO 抑价率 t 值检验

年份	Ret ₀	t 值	Adjret ₀	t 值	样本数
2004	0.6802***	6.722	0.6970***	6.803	38
2005	0.3772***	5.598	0.4284***	6.511	12
2006	1.7673	2.242	1.7479	2.137	3
Avg	0.6731***	7.310	0.6957***	7.530	53

* 显著性在 10%，** 显著性在 5%，*** 显著性在 1%

由上表可以看出 t 值很大，基本上都是在 1%的显著性水平，因此可以得出：中小企业板确实存在 IPO 抑价现象。在此基础之上，我们再对样本公司 IPO 的相关变量进行后续分析。

2. 相关变量的假设与说明

在本文的研究中, 结合 IPO 抑价的相关理论及主板市场已有的研究结果, 拟采用以下相关变量作为解释变量来考察它们对中小企业板 IPO 抑价的影响, 并作出以下假设和说明:

(1): 发行距上市的天数 ($Lday$)

发行与上市之间的时间间隔与抑价之间存在正相关。在一些国家, 新股 IPO 定价与该新股实际上市时间往往存在一定的时间间隔, 而在这一时间间隔内, 二级市场的走势是新股定价时无法预料的, 即存在在该时间间隔内, 股市存在大幅度下跌从而导致新股上市后股价随大势下跌, 甚至跌破发行价的可能。因此为了防止内似风险的发生, 承销商在新股定价时可能会有意使新股发行价格偏低, 即为上述原因可能导致的新股上市价格下跌预留一定的空间。我国新股发行价格的确定与上市之间也存在一定的时间间隔。如果新股定价是以当时二级市场的情况作为参考依据, 但在定价之后到上市这一段时间内股市大幅下挫, 会使新股的上市价格随大势下跌, 而且时间间隔越长, 未来股市状况的不确定性就越大, 抑价率也就越高。因此将该变量作为代表这种不确定性的因素。以该因素来验证“上市时间间隔假说”。不同的公司, 不同的发行时间, 时间间隔也不同, 在我国上市时间间隔过长, 可能意味着证券监管机构对其上市条件认同度较低。由于在发行股票的时候, 投资者并不清楚股票的上市日, 投资者把过去市场的平均时间间隔作为该股票的上市时间间隔。因此, 如果实际时间间隔超过了预期, 则新股首日涨幅将降低, 反之, 则升高。

(2): 发行股票的数量 ($Lnum$)

发行股票的数量与发行抑价率负相关。新股发行规模大的公司大多本身规模较大, 大公司一般受投资群体的关注较高, 而且通常来讲, 大公司受到政府和监管机构的监管也更为严格, 这样对普通投资者来说面临的信息不对称和风险性相对较小。大量证据表明个人公司的需求曲线并非完全具有弹性, 当股份发行越多时, 在上市交易首日投资者并不需要急切地购买股份, 初始回报就越低。也即发行规模大的公司来说, 较大的发行规模使股票总供给量增加的同时促进了股市的广度和深度的增大, 市场配置资源的功能增强, 随之而来的抑价率会逐渐降低。

而且, 一般情况下, 股票流通盘较小时, 信息不对称更为严重, 相对而言较易受到投资者的操纵, 其投机性往往比发行规模大的公司大, 股票价格波动的幅度也较大, 从而发行抑价率也较高。中小投资者通常认为发行规模小的公

司盘子小以后增资扩股或收购合并的机会比较大,从而助长了购买该类股票的投机欲望,结果导致发行规模较小的公司股票上市后吸引了众多投资者形成了旺盛的购买需求使该类股票的抑价程度变高。Welch(1993)和Shaw(1994)等用发行规模的大小来代替信息的不对称程度,认为越大的发行规模具有越小的不确定性和越低的风险。

(3) 流通股占总股本的比例 (Percent)

流通股占总股本的比例与发行抑价率负相关。股改前,我国上市公司股份一般分为国有股、法人股和社会公众股,前两者不能流动,在我国一级市场中,公司股、法人股占到了发行总股本的60%以上,而流通股所占比例不到40%,而且不同公司间差别巨大。由于国有股、法人股不能上市流通,其持有者对股票价格极大化也并非十分关注。因此,流通股所占比例越小,公司管理层遵从股东财富最大化原则的动力越小,所以要以较高的发行抑价吸引投资者。流通股比率低,即个人持股比例小,普通投资者难以通过股东大会来行使自己的权利,在信息的获取和占有上也处于不利的地位,这就加大了发行企业和投资者之间的信息不对称,为了吸引投资者认购,一般会通过抑价发行。而且由于流通股比例低的公司存在日后国有股、法人股流通的可能性,对股价造成不利影响。国有股、法人股过高,会被认为有官僚化和运营的无效率,从而很少有投资者愿意付高的价格。因此流通股比重对首日上市表现和新股发行抑价可能有影响。以该因素来验证“流动性需要假说”。在目前全流通趋向的市场环境下流通股比例越高,IPO定价就越接近于公司的真实价值,新股抑价程度就越低,因而流通股比例应与IPO抑价程度负相关。

(4) 公司IPO前已存在的年限 (Age)

公司成立日和股票发行日的时间间隔与发行抑价率负相关。成立时间较长的公司信息不均衡程度较低,公司管理层也较有经验,因此,证券发行市场上成立时间较长的公司股票购买风险较低,较低的发行抑价程度也可以吸引到投资者。

(5) 上市首日换手率 (Exch)

新股首日换手率与发行抑价率成正比。我们对IPO抑价影响因素的实证分析中,大都考虑信息不对称和风险的大小,试图从一级市场方面探寻造成新股发行抑价的原因。但是发行抑价可能并非完全来自于一级市场的新股发行定价过低,也可能是二级市场的过度投机哄抬上市首日价格的结果。而换手率是判断股票二级市场是否存在过度投机的一个重要指标。股票上市第一天是市场信息

消化的过程, 换手率的高低说明投资者是热衷于短线操作以获取价格差异, 还是中意于价值投资。过高的换手率反映出股票申购者大部分是短期利益获得者, 而较低的换手率则反映出投资者更关注公司的成长性。

3. 实证分析过程与结果

表5-4列示了中小企业板发行抑价几个相关解释变量的统计特征:

表5-4 解释变量的统计性描述

变量	Day	Num	Age	Percent	Exchange
2004 均值	16.25	87667262.32	3.82	0.31	0.59
中值	15	81615000	3.5	0.28	0.60
2005 均值	16.58	114896666.7	5.5	0.32	0.54
中值	15	106500000	4	0.32	0.52
2006 均值	14.33	154250367.7	3.67	0.29	0.81
中值	14	185851103	4	0.25	0.76
Avg. 均值	16.23	94733340.96	4.19	0.31	0.59
中值	15	88000000	4	0.29	0.59

Day : 发行到上市的时间间隔; Num: 发行后总股本; Age: 公司IPO前已存在的年限; Percent: 流通股的比率; Exchange: 上市首日换手率

我们对这些变量继续进行回归分析得出下表的回归结果:

表5-5 (1) 2004-2006年中小板IPOs 发行抑价率的回归结果

	Adjusted R ²	F	Sig	DW
Ret ₀	0.556	14.024	0.000	1.949
Adjret ₀	0.558	14.122	0.000	1.970

从表5-5(1)中的数据可以看出: 模型调整的判定系数R²为0.556和0.558, 调整方差比较大, 说明解释变量对被解释变量的解释能力较强; DW检验值为1.949和1.970, 与2非常接近, 说明残差无一阶正相关; F在14左右, Sig.=0.000; F统计量的值很大, P值显著, 说明解释变量对因变量的总体拟和程度很好。

表5-5 (2) 2004-2006年中小板IPOs 发行抑价率的回归结果

	Intercept	Day	Num	Percent	Age	Exchange
深圳中小企业板 IPOs 抑价的回归结果(N=53)						
Coeff	-1.799*	0.007	0.000	-0.618	0.006	4.064***
t 值	(-2.795)	(0.279)	(0.816)	(-0.526)	(0.177)	(8.104)

* 显著性在 10%，** 显著性在 5%，*** 显著性在 1%

模型的实证结果显示：

1) 发行到上市的时间间隔与发行抑价程度成正向相关关系，与假设一致，但是并不显著。间隔时间越长，投资者越无法预计市场未来变化趋势，所面临的投资风险越大，对风险的补偿要求也就越大，促进了抑价的提高。非统计显著可能是因为市场化改革过程中，新股上市的时间间隔大为缩短，尤其在中小企企业板，新股发行审核效率明显提高，“打包发行”消除了“排队过会”现象，企业上市准备时间大大缩减，时间间隔平均值比主板要低，一般为 15 天左右。

2) 发行后股本总数回归系数为零，说明在中小企业板股票首次公开发行后股本总额与抑价没有多大关系。中小板的股票股本规模普遍较小，没有实际意义上的大盘股，所以可能对于市场的炒作资金而言，操作上区别不大。

3) 流通股的比率与发行抑价负相关，说明流通股比率越高，抑价程度越低，与假设一致。流通股比例越高，说明公众持股数较多，受到的关注也会越多，对信息披露的要求也越高，监管越有力。另外，根据中小板投机性较强的特点，流通股比例高可以部分缓解“饥饿投资者”在二级市场上的抢购行为，使抑价程度降低。结论在统计上不显著，主要因为大多数流通股占发行总股本比重集中在 20%到 30%之间，总体不高，造成统计上并不显著。

4) 公司成立到上市时间与抑价率正相关，成立时间越长反而抑价率越高，与假设相反，但回归系数只有 0.006，影响很弱。中小板上市的公司大多是成立不久的新型创业企业，成立时间普遍较短，这一点与主板市场上良莠不齐的上市企业有很大区别。作为新兴公司聚集的板块，中小企业板突出的是创新性，成长性，所以推断在中小企业板投资者更关注的应该是公司未来的增长潜力。

5) 首日换手率对抑价率的解释作用最大，具有明显的正相关。首日换手率越高，抑价现象也就越明显。由首日换手率和初始收益率的正相关关系可知，

二级市场的投资者对新股有乐观的预期,并通过巨额成交量将短期价格拉高,这是导致高的初始收益率的真正原因而非真正的价值低估。另外,新股供给小于需求,市场上存在“大量的饥饿投资者”,愿意在二级市场上高价购买以持有股票。这样,一级市场的供需失衡,二级市场机构投资者的恶意炒作和散户的跟风式投资,为一级市场的无风险收益提供了保障,又反过来加剧了一级市场的供需不平衡和二级市场的抢购,造成中小企业板市场中较高的投机-泡沫现象,高的首日换手率正是体现了这些情况。

综上所述,首日换手率是中小企业板 IPO 抑价的主要因素。中小企业板大都是些高科技、高成长性企业,容易受到投资者的关注与追捧,加上机构投资者的恶意炒作和散户的效仿式投资,使中小板市场的投机氛围加重。因此,投机-泡沫假说可以用来解释我国中小企业板 IPO 抑价问题。由于中小企业板自身的特点, IPO 公司发行到上市的时间间隔,流通股的比率这些显著影响主板市场抑价程度的变量对中小板 IPOs 的初始收益率并无显著影响。

5.3 中小企业板 IPOs 中长期走势

5.3.1 IPO 长期绩效表现的文献回顾:

一: IPO 长期绩效表现的主要理论:

1. 狂热投资者假说 (Fads)

该假说认为一级市场的投资者行为具有一定的非理性特征,首次公开发行市场中常常存在着狂热的投资者。西方一项对普通投资者的调查发现,只有 26% 的被调查者进行过一些有关发行价格与公司基本面的相关分析,这些对上市公司过度乐观的投资者由于报出了较高的购买价格而使得首次公开发行的股票价格过高。这一假说还认为 IPO 股票发行价与二级市场中的交易价之所以存在较大幅度的价差,不是因为定价过低,而主要是因为这些狂热投资者出价过高。根据该假说的结论,那些具有最高 IPO 收益的上市公司在随后的时间里将给投资者带来最低的长期收益。从长期来看,有一些证据显示出这一假说的可信性,但在进行首次公开发行后最初的几个月内,股票弱势的现象并不会发生^[40]。

2. 过度包装假说(Overpackaging)

该假说认为大多数公司都在有意通过过度包装,以使投资者对上市公司产生一种过度乐观的估计。一般来讲,公司在进行首次公开发行前其成长性都较好,公司的每股收益也较高,在公开发行后公司业绩一般都会出现相对下滑的趋势。许多研究表明,上市前公司往往采取各种手段进行包装,从而向监管部门及投资者展现其最好的一面。即尽可能地在短期内减少支出和增加收益,以提高短期内公司的盈利水平。从支出方面来看,公司在上市前的一段时间内通常会延迟各项支出,如研发投入,员工培训等,因为这些支出的短期回报几乎没有。从增加收益方面来看,公司在上市前的一段时间内可能会采用降低商品价格等手段以使销售收入迅速增加。一旦公司上市,则这种在短期内呈现的迅猛发展势头就不复存在。公司的业绩也就会大不如前,而这些最终都将反映在未来股票价格的变动上^[41]。

3. 机会之窗假说(Windows of Opportunity)

该假说认为,投资者在某一段时间内会特别热衷于首次公开发行的股票。因此,投资者在此时段内会对首次公开发行股票的内在此价值高估。在股票市场上,这一行为的具体表现是申购新股的资金量会呈现出周期性放大的特征。而这种首次公开发行的周期与一般的商业周期之间并不具有相关性,该假说认为在首次公开发行高峰期内上市的公司股票更容易被高估。研究表明,在上市高峰期的股票确实存在着在未来获得最低长期收益的可能性。这一假说可被视为前述有关观点的一种变形,即投资者对于公司上市后的表现只是阶段性地表现出过度的乐观,而并非是永远的乐观^[40]。

二: IPO 长期绩效表现的实证研究:

关于新股发行长期报酬的研究较早见于 Stoll 和 Curley(1970),他们的研究发现 205 只小型新股短期内存在超额收益,但长期绩效不佳。Ibbotson (1975) 在研究美国 20 世纪 60 年代 IPO 股票上市后的表现时发现,新股上市后 48 个月的收益率低于正常水平。Ritter(2004)对美国 1970-2002 年间上市的 7151 家公司进行了研究,他们发现 IPO 股票在发行 5 年后,比同等规模的非 IPO 公司的收益率平均每年低 4.2%,比同类型的非 IPO 股票的长期收益率平均每年低 2.8%^[72]。

Kalok Chan, Junbo Wang, K.C. John Wei (2004)对 1993-1998 年发行的 IPO 的短期和长期绩效表现进行了研究,发现在 1993-1998 年间,对于长

期绩效,上市的 A 股市场的 IPO 长期表现弱于与 IPO 市场价值相配对的证券组合,也弱于与 IPO 账面市值相配对的证券组合,但相对于这两种基准证券组合的弱势表现并不显著。而 B 股市场的 IPO 的长期绩效表现要强于这两个基准的证券组合^[73]。

刘力、李文德(2001)以1991—1996年间上市的398只新股为样本,进行三年期价格研究发现:我国股市存在着长期的过度反应现象,而且是大范围全面存在。长期收益同筹集金额、发行方式、BM比、行业等组合并不存在明显关系,因此至少在三年内,新股意味着超额收益,新股是个利好。廖理、张伟强(2004)通过对1997—1999新股三年期表现的研究发现,无论采取等权平均法还是市值加权平均法,新股的三年期回报要高于同期市场回报。

李蕴玮,宋军,吴冲锋(2002)采用流通市值加权法计算新股上市后三年的累计调整收益率,他们发现就整体来看,新股存在着长期业绩不佳的特征。杜俊涛,周孝华,杨秀苔(2003)利用Fama-French三因素模型对1996年在上交所上市的71只新股的长期表现进行了研究,认为我国存在长期弱势现象,但弱势程度在逐渐减弱。接着从不同角度对样本进行分类,结果说明没有任何一种分类会出现强于大盘的情况。

三: IPO 长期绩效表现的文献评述

国外新股在两三年内普遍存在长期弱势表现,早期国外关于 IPO 长期弱势表现的理论解释认为由于信息不对称导致市场对 IPO 股票过于乐观,从而导致投资者对于早期愿意高估股票的价值,随着时间的推移,投资者在今后的几年调整他们的“错误”预期,使股价回归到合理的价格上。

我国股票市场有着明显不同于西方市场的特点:一是A、B股市场的分割。二是国家股、法人股和个人股的划分。三是A股发行与上市间隔期长,最长超过三年,平均也有近一年时间。四是上市企业高级管理层拥有的股份很少(与西方相比差异明显)。因此,由于我国的特殊背景,在西方市场上得到验证的理论不能照搬到中国市场,使得我国新股长期表现的一个研究焦点集中在是否存在长期弱势上,学者们经过不同的研究也得出了不同的结果。

5.3.2 中小板 IPO 中长期走势的实证分析

一: 研究方法

在已有的关于IPO上市后中长期走势的研究中,学者们主要利用三种方法来计算长期收益率,即累计相对平均收益率(Cumulative Average Return, CAR)、买入并持有期收益率(Buy and Hold Average Return, BHAR)和财富相对指数(Wealth Relative)。本文选用BHAR和Wealth Relative来衡量长期收益率。

1. 买入并持有期收益率(BHAR)

买入并持有期收益率是以再投资假设为前提计算的在一定时间内持有某一股票的复合收益率。

$$BHAR_{it} = \prod_{i=1}^T (1 + Rit) - 1$$

其中: T为持股期; R_{it} 为i股票在t月的收益率,每月以21个交易日来计算。

2. 财富相对数(Wealth Relative)

Ritter(1991)年首次用财富相对数来考察新股长期收益,之后该指标成为通行的研究指标之一。本文选用新股总体收益率的财富系相对数。

$$\text{新股总体收益率的财富系数} = \frac{1 + \text{新股} T \text{时间段总收益平均}}{1 + \text{参考体系} T \text{时间段总收益平均}}$$

其中:新股T时间段总收益率是新股上市后T时间段末的收盘价相对于新股上市首日收盘价的涨幅。参照体系的收益率取同时期计算,本文新股的参照体系选择深成分股A股指数。

二: 样本选择及数据来源

由于中小板从2004年6月才成立,时间较短,为了满足时间窗口的宽度要求,本文只选择了2004年6月至2006年6月上市的53支股票来计算BHAR和Wealth Relative。但在计算六个月、一年期,两年期的收益率以衡量IPO股票的长期表现时,考虑到05年及06年发行的股票上市交易时间较短,无法计算出目标时间段的收益率,则只选用04年的38家样本。

研究数据来源于天相软件的日股价数据、发行数据,财务数据等。每一只股票跟踪期为两年。

三: 实证分析过程及结果

1. BHAR和Wealth Relative的计算结果

表 5-6 列示了 BHAR 和 Wealth Relative 的计算结果

表 5-6 中小企业板 IPOs 的长期表现

Month	N	BHAR	Wealth relative
1	53	-0.0694	0.9374
2	53	-0.1149	0.9120
3	53	-0.0443	0.9485
4	53	-0.0659	0.9535
5	50	-0.0709	0.9699
6	50	-0.1075	0.9549
7	50	-0.1122	0.9215
8	50	-0.1193	0.9210
9	50	-0.1433	0.9007
10	50	-0.1617	0.9216
11	50	-0.0565	0.9959
12	50	0.0187	1.0549
13	50	0.0998	1.0918
14	50	0.1112	1.1403
15	50	0.1389	1.1754
16	50	0.1461	1.1617
17	43	0.0072	1.0669
18	40	0.0333	1.0444
19	39	0.0388	1.0157
20	40	0.1574	1.0805
21	38	0.3726	1.1360
22	38	0.4757	1.2121
23	38	0.5045	1.2269
24	38	0.4630	1.2063
25	34	0.4688	1.2135
26	26	0.4364	1.1208
27	10	0.0523	0.7926

BHAR 和 Wealth Relative 的变化趋势图如下:

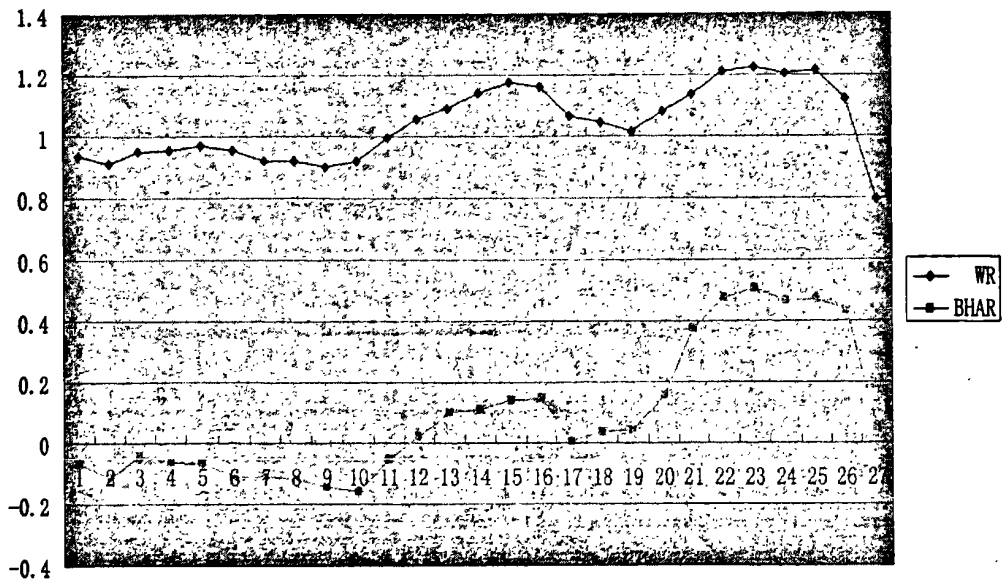


图 5-2 中小企板 IPOs 的长期表现折线图

当 BHAR 大于 1 时, 说明新股或新股组合的收益要高于市场组合的收益, 相反则表明绩效不佳。结果显示: 中小企板 IPOs 并非长期的表现不佳, 在第 1-11 个月时, 股票组的收益明显弱于市场组合收益; 第 12-20 个月时, 略强于市场组合收益; 而第 20-26 个月时则明显强于市场组合收益。由结果也可看出中小板 IPOs 长期收益率存在一定的波动性, 说明中小企板市场具有一定的风险性。

2. IPOs 发行后 6 个月、1 年期、2 年期的收益率

2004 年上市的 53 家公司的 6 个月、1 年期、2 年期的收益率如表 5-7:

表 5-7 中小企企业板 IPOs 发行后两年间的回报率

	发行后 6 个月		发行后 1 年		发行后 2 年	
	收益	t 值	收益	t 值	收益	t 值
IPO 公司(%)	-10.54*	-2.717	1.95	0.196	45.80*	2.861
市场指数 (%)	-4.72***	-6.695	-1.46	-0.388	22.91***	16.57
差异	-5.82	-1.549	3.41	0.409	22.89	1.427
样本数	50		50		38	

* 显著性在 10%, ** 显著性在 5%, *** 显著性在 1%

该表反映了 IPOs 和它们的参照系首个交易日后持有期的平均收益率, 由表中可以看出, 中小板公司在 IPO 后 6 个月期间内平均收益率为负值, 在发行后 1 年期, 两年期的平均收益率为正, 并逐渐上升, 表现出逐渐强于市场指数的长期绩效。IPOs 和市场指数的差异度并不显著, 说明中小企企业板并非长期表现不佳。

3. IPOs 发行前后 P/E 和 B/M

另一种检验 IPOs 抑价和长期绩效表现的方法是比较随着时间推移新发行公司 P/E 和 B/M 值。P/E 用的是目标期最近的收盘价和上年的每股收益, B/M 用的是上年的账面价和目标期公司的市场价。表 5-8 计算出样本公司 IPO 前后的 P/E 和 B/M。

表 5-8 IPOs 发行前后 P/E 和 B/M

	IPOs 市场 (N=38)	
	P/E	B/M
发行前	16.91	0.16
上市日	28.39	0.11
上市 1 年后	23.35	0.45
上市 2 年后	64.01	0.39

由表可以看出:中小企业板 IPO 存在较为明显的抑价现象,在发行前 IPOs 平均的 P/E 值为 16.91,交易一开始,IPO 价格迅速调整,上市第一日平均的 P/E 值为 28.39。上市一年后 P/E 值有略微地下降,而两年后又大幅上升,说明中小板 IPOs 长期绩效表现不错。B/M 的比值结果具有相似性。

4. IPOs 发行前后营运能力表现

考察 IPOs 的长期表现就需要观察 IPO 公司公开发行后的运营表现。表 5-9 列示了 IPOs 发行前后营运能力表现的变化,变量包括资产回报率(Operating Return on Assets, ROA)、总资产经营现金流量回报率(Operating Cash Flows on Total Assets, CFOA)、销售增长率(Sale-G)和资产增长率(Asset Turnover, ATO)。其中:

衡量企业管理层有效运用企业所有资产获得利润的能力:

$$ROA = \text{净收入} / \text{总资产}$$

衡量经营绩效的指标:

$$CFOA = \text{年经营现金净流量} / \text{年总资产均值}$$

$$\text{Sale-G} = (\text{本年销售收入净额} - \text{上年销售收入净额}) / \text{上年销售收入净额}$$

衡量企业资产利用效率的指标:

$$ATO = \text{销售收入} / \text{平均资产总额}$$

表 5-9 IPOs 发行前后营运能力表现的变化

营运能力的测度	相对与 IPO 的年份		
	从-1 至 0	从-1 至 1	从-1 至 2
Panel A. ROA			
均值变化 (%)	-5.045***	-5.688***	-6.347***
经市场调整的均值变化 (%)	0.000	-0.209	-0.738
样本观察数	50	50	38
Panel B. CFOA			
均值变化 (%)	-0.075***	-0.074***	-0.077***
经市场调整的均值变化 (%)	0.000	0.003	0.002
样本观察数	53	50	38
Panel C. Sale-G			
均值变化 (%)	-0.050	-0.081	-0.165***
经市场调整的均值变化 (%)	-0.000	-0.008	-0.023
样本观察数	53	50	38
Panel D. ATO			
均值变化 (%)	-0.362***	-0.535***	-0.697***
经市场调整的均值变化 (%)	-0.000	-0.008	-0.023
样本观察数	53	50	38

* 显著性在 10%, ** 显著性在 5%, *** 显著性在 1%

表中相对于 IPO 年的年份为 2003-2006 年, 即-1 为 IPO 前一年, 0 为 IPO

当年,以此类推。结论显示:发行后 ROA、CFOA 和 ATO 明显下降,经过市场调整后其变化不是很明显。由此可知,公司在 ROA、CFOA 和 ATO 等方面较低的运营业绩与公司绩效表现的下降之间并无关系。这一结果与公司管理层试图在上市前操纵财务报表,进行过度包装,而对发行前业绩夸大,发行后业绩进行保守陈述的假设一致。验证了长期绩效理论的过度包装假说(Over-packaging)。

5. 运营业绩与股票收益之间的关系

表 5-10 列示了发行后运营业绩对股票收益影响的回归分析结果。自变量为经过市场调整的运营业绩的变化。应变量为 IPO 后第 1, 2 年股票的累计非正常收益,即 IPOs 后 1, 2 年经市场调整的累计收益,本文用深成分股 A 股指数进行调整。

(1) 股票 n 在第 t 月的调整收益率 ar_{nt} (Adjusted Returns) 为:

$$ar_{nt} = r_{nt} - r_{mt}$$

其中: r_{nt} 股票 n 在第 t 月的股票价格收益率,本文采用考虑现金红利再投资的日收盘价的可比价格进行计算

r_{mt} 考虑现金红利的等权平均市场回报率

(2) 股票 n 从第 1 月到第 s 月的累计调整收益率 $CHAR_s$ 为

$$CHAR_s = \sum_{t=1}^s ar_{nt}$$

本文分别计算我国中小企业板市场 2004 年 6 月-2005 年 6 月上市的 50 家新股第 1 至第 12 个月(即第一年)的累计调整收益率 $CHAR_{12}$; 2004 年 6 月至 2004 年 9 月上市的 38 家新股第 1 至第 24 个月(即第二年)的累计调整收益率 $CHAR_{24}$, 以研究 IPO 上市后的相对于市场的整体走势。

表 5-10 IPOs 发行后股票收益的回归分析

Variable	Intercept	ΔROA	$\Delta CFOA$	$\Delta S-G$	ΔATO	R^2
Panel A. 1 年累积非正常收益的回归结果 (N=50)						
系数	-0.015	0.033		0.372**	-0.448*	0.196
t 值	(-0.256)	(1.346)		(2.005)	(-1.800)	
系数	-0.023		-0.733	0.542***	-0.361*	0.190
t 值	(-0.402)		(-1.191)	(3.198)	(-1.460)	
Panel B. 1 年累积非正常收益的回归结果 (N=38)						
系数	0.188**	0.066*		-0.217	-0.467	0.135
t 值	(0.265)	(1.649)		(-0.873)	(-1.310)	
系数	0.130*		1.869*	-0.297	-0.540*	0.151
t 值	(1.492)		(1.849)	(-1.206)	(-1.496)	

由表中回归结果可以看出,第1年非正常收益与 ΔROA , $\Delta S-G$ 正相关,第2年的非正常收益与 ΔROA , $\Delta CFOA$ 正相关。因此,尽管管理层在IPOs前试图操纵财务报表,营运能力变化的信息在调整股票价格方面仍很重要。这些结论与中国市场上股票收益完全受投机因素驱使的假设相矛盾,说明在投机气氛浓厚的我国中小企业板仍然存在一丝理性的光芒。在长期内,股票价格表现部分反映了公司的运营能力。

通过对我国中小企业板新股中长期表现的实证研究可以发现,我国中小企业板公司IPO后并非长期表现不佳,在新股时期明显弱于市场指数;次新股时期略强一些;普通股时期显著大幅强于市场指数。中小企业板新股的中长期表现与管理层在IPOs前的上市包装行为有关,运营业绩与公司绩效表现并无关系,但会部分反映在股票价格上。

5.4 中小企业板与主板市场 IPO 抑价和长期表现的比较

我国的中小企业板还不是真正意义上的创业板,中小企业板上市发行的各种要求与主板市场差别不大。但作为一个新兴市场,它与主板市场有不同的投资理念和投资主体,在具体的制度上也有不同之处。所以主板市场与中小企业板市场抑价情况和长期表现必然存在异同,通过两者间的比较,我们从中小企业板自身的特点出发,分析其产生不同之处的原因。

由文章对主板市场已有的文献和研究结果的描述,结合本文对中小企业板的研究,两个市场的抑价情况及长期表现异同之处的具体体现如下:

1. 在 IPO 抑价上,两个市场首次公开发行的股票都有明显抑价,且抑价率都比发达国家成熟市场的相应数据要高很多,但两者抑价程度不同。本文计算出我国中小企业板 2004-2006 年 53 家股票 IPO 平均超额报酬率为 69.60%,比韩德宗和陈静(2001)所计算的主板市场 1997-1999 年的相应数据(135.35%)要低一些。

两个市场的抑价都受上市首日换手率影响,中小板受换手率影响尤为明显。本文对中小板的实证研究发现,首日换手率是中小企业板 IPO 抑价最显著的解释变量。而主板市场则更多受流通股比例,发行和上市时间间隔及股本规模的影响。如 Kalok Chan, Junbo Wang, K. C. John Wei (2004)对 1993-1998 年发行的 IPOs 抑价进行研究发现在 1993-1998 年间,沪市 A 股首日折价率为 178%。对于 A 股市场来说,首日折价率分别与发行与上市的时间间隔正相关,与来源于 IPO 发行省份的投资者数量正相关,而与 IPO 股票发行的数量负相关^[73]。

2. 在长期表现上,国内外学者对我国主板市场是否存在长期弱势现象还存在争议。每个学者所使用的方法不统一,所研究的时间段不同,得出的结论也各不相同,所以无法确定地描述主板市场 IPOs 的长期走势情况。本文研究得出我国中小企业板 IPOs 股票的长期走势存在一定的波动幅度,但整体是上升趋势,从新股发行第二年起,股票组合的收益就开始略强于市场组合收益,在第 20-26 个月时则明显强于市场组合收益,之后又有下降的趋势。这与国外研究的新股普遍存在长期弱势现象不相一致。

3. 中小板的 IPOs 的抑价与长期表现与主板 B 股市场有更多的相似性,根据有关对主板 B 股市场的研究结果如 Kalok Chan, Junbo Wang, K. C. John Wei (2004), 余毅 (2005) 等可以看出,对中小企业板抑价无显著影响的相关变量

同样也无法解释 B 股市场的抑价情况。在长期绩效上, B 股市场长期收益率也呈现一个波动性但逐渐向上的趋势, 与中小企业板长期走势相似。

5.5 两个市场产生不同处的原因分析

1. 两个市场的公司特点不同

中小板企业大都是些新兴的创业型企业, 成立和上市时间都比较短, 与主板实力较强、历史较长的公司相比, 公司 IPO 前存在的年限、发行到上市的时间间隔, 发行后股本规模这些主板市场新股发行的重要信息在中小企业板却并不是受关注的焦点。中小企业板公司的特征更多的在于它的高成长、高收益和高风险, 中小企业个股对投资者的吸引力就在于它的成长性。而主板市场以其风险性较小而成特色, 它对应于中小企业板市场的优势在于传统产业长期积累的财务业绩、管理素质、资产规模、净有形资产比例等方面, 这是主板市场及其上市公司的投资魅力。所以两者在产生 IPO 抑价的原因如发行规模, 公司 IPO 前已有的年限等方面有所不同。

2. 投资者特点不同

中小企业板块上市个股全部为流通股本规模相对较小的公司, 相对于目前市场的资金面而言总量非常小。规模偏小决定了中小企业板个股也具有主板成立之初投机性强的特点, 为投资者准备了极大的发挥空间。

中小企业板上便于炒作的小盘股或有炒作题材的新兴行业股上市首日的换手率很高, 过高的换手率说明投资者中有大量的寻利者 (Flipper)。大量投资者倾向于在一级市场购买股票后, 在其上市后将股票抛出, 以获取超额收益率。中国股市的传统是逢新必炒, 中小板开板时间不长, 过度投机使得许多中小板股票的初始收益率高得比较离谱, 反过来又加剧了投资者对中小板新股的追捧与抢购。所以投资者的投机行为是中小企业板抑价的重要因素, 这一点反映在上市首日过高的换手率上。

主板市场发展时间较长, 主板市场的投资者可选择的面广, 热点转换迅速, 持续性差, 供求失衡现象也不象中小企业板那样显著, 所以板块炒作比较困难。中小企业板的推出, 尤其是小盘科技股和小盘潜力股不断涌现, 主板市场上市公司“壳资源”贬值, 也相应减少了投资者在主板市场的投机性, 投资者更关注公司历史业绩、流通股比例, 成立年限等这些反映公司运营效率方面的因素。

3. 监管手段不同

中小企业板市场与主板市场最大的区别之一就在于对上市公司的要求不同。在主板市场上,企业在取得发行上市资格前必须有良好的盈利记录,有一定的经营规模等诸多基本要求。而中小企业板市场对拟发行上市的企业要求相当宽松,没有盈利要求,没有太严格的经营体制上的诸多要求,那怕是刚刚处于创业阶段的企业也可以依法发行上市。因此,中小企业板市场上的风险相当大,相对于主板市场而言,在中小企业板市场的组织和监管中更重视对市场风险的控制和规避。

中小企业板实行了比主板市场更为严格的监管制度,监管部门通常不对公司上市进行审批,而是要求上市公司和交易所必须及时准确地向社会公众披露所有必须公布的信息,让投资者在充分知情的情况下作出选择。除此之外,监管部门还通过“保荐人”制度来帮助投资者选择高素质企业。

这些监管措施提高了中小企业板上市公司的透明度,使信息传导机制更加健全,也提高了中小企业板市场的有效性,从而使投资者更好的掌握公司信息及发展状况,让价格更真实的反映公司价值。更为严格有效的监管手段使中小企业板的 IPO 抑价程度较主板市场要低,影响抑价的因素也更多的体现在二级市场的交易状况中。主板市场则更重视在新股发行前对公司风险的防范,抑价也更多受发行前相关因素的影响。

4. 交易制度的不同

与主板市场交易制度相比,中小企业板股票的开盘集合竞价以开放式集合竞价的方式进行,主板市场是封闭式集合竞价。前者在集合竞价过程中,即时显示买卖盘信息和指示性集合竞价价格;后者在集合竞价过程中不披露任何信息,仅仅在集合竞价过程结束后披露价格和成交情况。

周锋(2004)通过比较深沪样本在新股上市首日的市场表现,得出开放式集合竞价较封闭式集合竞价在新股上市首日,无论从投资者参与意愿还是从市场效率方面,都具有绝对优势。中小企业板的开盘集合竞价提高了集合竞价的透明度,防止了开盘价格的人为操纵,有利于减少连续竞价的价格波动。主板市场的封闭式集合竞价则降低了价格的发现效率,在封闭式集合竞价的开盘模式下,由于投资者没有足够的信息,只能等到开盘后,通过连续竞价,使价格回归到合理价位,这就造成市场价格的大幅波动。所以交易制度上的不同使两个市场新股上市首日的抑价程度也有所不同。

5. 介入资金面的不同

二级市场上,中小企业板由于具有小盘的特点,对市场众多的中小规模资

金、带有风险性和投机性色彩的资金有一定的吸引力。根据管理层建立多层次资本市场的思路,大规模的中长线投资资金的主战场可能会定位于以沪市为主的主板市场,而相对中小规模的中短线资金的主战场可能会定位于中小企业板市场。

中小企业板开板初期由于市场品种少,流通盘小,比较适宜机动性资金的阶段性运作。目前中小企业板的资金主要是一些游资组成,游资通过上市前几日的高定价完成高换手,快速吸足筹码。通过拉涨停式的激进操作,吸引跟风资金的积极介入,并完成高位兑现的目的,此时,投机的机会高与投资的机会。中小企业板和主板市场不同资金面的介入造成了新股上市首日抑价程度的不同,也使上市首日换手率成为影响中小企业板抑价的主要因素。

第 6 章 结论和建议

研究深圳中小企业板 IPO 发行抑价和长期表现的目的是为了总结中小企业板 IPO 产生抑价的原因,探索中小企业板新股上市后价格变化的一般规律;为投资者提供投资建议;促进中小企业板朝健康合理的方向发展。

6.1 本课题的基本结论

从对中小企业板 IPO 抑价的理论和实证研究可以看出,我国中小企业板新股发行抑价不是由于 IPO 定价偏低,而是二级市场投机炒作引起,投机-泡沫假说可以比较合理地解释我国中小企业板 IPO 抑价现象。同时中小板作为主板市场的一部分,也保留了主板的一些痼疾,影响主板发行抑价的一些原因同样也会影响中小企业板。总结本文的实证研究可以得出以下结论:

1. 中小企业板新股上市的首日换手率是影响中小板 IPO 抑价的主要因素,上市公司新股发行到上市的时间间隔、流通股比率,发行后总股本等因素对中小板 IPO 抑价无显著影响。

2. 中小板 IPO 公司并非长期表现不佳,在经历了最初的价值回归过程后,长期收益率逐渐上升,持有期一年后收益率开始为正,并高于同期市场组合的收益。

3. 中小板 IPO 抑价原因与主板市场有所不同,两个市场的抑价都受换手率影响,中小板受换手率影响尤为明显。而主板市场则更多受流通股比例,发行和上市间时间间隔及股本规模的影响。

6.2 本课题的创新

1. 本课题在总结国内外 IPO 抑价研究的基础上,逐步分析出我国中小板市场 IPO 抑价的原因。并继续对中小企业板 IPO 长期走势进行研究,对这一市场上新股上市后价格变化情况有了全面系统的了解,到目前为止,还没有文献对我国中小板新股发行后价格变化情况做系统的研究。

2. 将中小企业板的 IPO 抑价研究与主板市场进行对比,找出两者的不同之处,

分析出影响我国中小企业板抑价的特殊因素,使得对中小企业板抑价的研究更具有针对性。

3. 在研究过程中采用理论与实证相结合的方法,使中小企业板在发行抑价方面的经验和制度评价上更具有说服力,丰富深圳中小企业板运作策略的研究体系。并将所研究结果运用于对实际投资活动的建议。

6.3 建议

一: 市场规范化的建议

中小企业板作为多层次资本市场的起步,到目前为止还只是主板的一个部分,除了有不同的定位和分工以外,与主板市场没有明显区别。因此,它也延续了主板市场的一些制度缺陷,主板市场存在的一些问题在中小企业板依然存在,这些问题不解决,不利于资本市场的持续、稳定、健康的发展。要实现资本市场的健康稳定的发展,就要积极推进中小企业板块制度创新,建立起切实有效的高风险防范机制。

1、降低市场准入标准

虽然中小企业板块已经推出,但《公司法》规定,申请上市的股份有限公司的股本总额不得少于5000万元,最近3年持续盈利。所以,能够挤入这个市场的还是规模相对较大的企业,真正意义上的中小企业仍然难以借助这个市场融资。为此,根据中小企业融资需求和市场的承受能力,应该着手进行市场准入制度改革,逐步放宽创业型企业发行上市在股本总额和持续盈利记录等方面的限制,让更多的中小企业得以通过资本市场融资。

2、完善中小企业的公司治理

可以采取制衡的手段,将第一大股东持股比例降低到20%~25%以下,并建立终极所有人制度,来解决民营家族企业一股独大的问题。这样,有利于发挥外部投资者和市场对于公司治理的监督和监管功能,有利于进一步完善中小企业公司治理,从而促进中小企业长期健康发展。

3、建立更严格的信息披露制度

制度要对信息披露的频度、标准、范围有特别规定。鉴于中小企业的经营状况变化快,上市公司的信息披露频度可每季度一次,企业运作过程中的重大事件,要随时披露;严格规定企业的损益指标绝对额达到的标准,企业运作过

程中涉及到技术方面的重大事件也应随时予以披露。

二：对投资者的建议

中小企业板市场上市公司有着专业性强、技术含量高,不确定性大等特点,要在中小企业板市场进行投资,投资者就需要具备一定的专业知识和分析能力,不然就会面临很大的投资风险。基于中小企业板市场高收益高风险特征,无论是机构投资者还是个人投资者,在入市前都应该制定可行的投资策略,防范和化解风险。

1. 确定投资品种价值评估模型:

对于中小板的投资,争论最多的是估值。不论是基金,还是其它投资者,都觉得中小板的成长性难予判断。国际通行的PE/G方法,对衡量中小板股票估值具参考意义, PE/G是预期市盈率,也就是市价除以今年预期每股收益。表明了投资者为获得股份公司年末每一元的税后利润现在所要付出的成本代价。由于投资者投资于证券市场是对公司未来发展状况的预期,因此,实践中PE/G有更重要的实际分析意义。采用相对指标PE/G代替PE进行估值可以使估值结果能较好地反映公司的成长性,也就是说,公司年利润增长率是多少,市盈率就可以给多高。根据公司的价值来选择一些具有高成长潜力且未被市场认识到的股票,使投资者分享成长企业的发展硕果。

2. 确定投资比例:

与主板市场相比,中小企业板市场的投资风险将更大,而预期收益也相对较高。因此,投资者应综合考虑自身的风险承受能力以及两个市场的规模对比,分配在两个市场间投资的基本比例;在一定时期内,由于资金的跨市场流动,有可能使两个市场彼此消长的效应,可以考虑适当调整投资比例。

3. 坚持长期投资理念:

由于中小企业板上市公司的发展前景仍存在变数,投资成功的企业,将可能带来高的投资收益。而长期投资收益,是中小企业板市场最大的盈利机会。从长期绩效表现来看,中小板IPOs公司在发行后6个月内是其市场价格向内在价值的回归过程,平均收益率为负值,此时不宜进行投资。而在发行1年后中小板

的平均收益率要略强于市场组合收益并呈现上升趋势。这时可以进行投资并持有观望。当然，长期投资必须建立在很高的专业水平和判断能力的基础上。

4. 选择投资品种

上市首日抑价水平和换手率较低的新股具有较高的投资价值，而抑价水平和换手率较高的新股投资价值较低。从行为金融理论的角度来看：这说明新股上市的“高抑价”和“高换手”是由于机构投资者对公司未来经营状况的不乐观和散户投资者对公司未来经营状况的过度乐观引起的，而“低抑价”和“低换手”是由于机构投资者对公司未来经营状况的相对乐观和散户投资者对公司未来经营状况的过度悲观引起的，随着交易的不断延伸，公司有关信息的不断披露，市场对这两种极端的行为都进行了修正，表现在高抑价和高换手股票的长期弱势，而低抑价和低换手股票的长期强势。

5. 选择组合投资策略

组合投资是对长期投资的补充，通过分散投资，可以兼顾风险与收益，提高长期投资成功率。按照国外的经验，只要投资组合中有一家企业最终获得成功，则整个投资组合就具有长期投资价值。确定投资组合时，应考虑到不同行业的特点，就当前状况及未来发展空间等问题进行研判，有侧重点地进行分配。当前，电信板块、计算机软硬件（含网络设备制造）板块、网络板块、生物工程板块和高校概念板块等五类板块应是未来中小企业板市场投资组合的重点品种。

考虑到收入水平、资金来源、专业知识，特别是风险承受能力等方面的实际情况，有些个人投资者可能很难实施以上投资策略，尤其是确定投资组合、股价定位模型等。因此，个人投资者通过专业机构投资者（如证券投资基金）间接投资于中小企业板市场，既能有效控制风险，又可以享受中小企业板所带来的投资收益，不失为一项明智的选择。

6.4 本课题的局限与后续研究

一：课题的局限

1. 由于我国中小企业板历史较短，文章在样本的选择上存在很大的限制。
-

考察期选择的越长，可以为研究提供越准确的结论，但却会造成样本数量的减少，因为近期上市的股票上市交易的时间短于观察期，而考察长期绩效需要观察其两到三年的市场表现，可选择的样本量较少，会影响到研究结果的代表性。

2. 由于学者们对我国主板市场IPO是否存在长期弱势现象存有争议，对其原因的解釋也各不相同，故论文无法比较两者在长期表现上的异同点，影响了论文对两个市场IPOs后整体价格变化情况所做对比研究的完整性。

二： 后续研究

1. 在长期绩效表现上，将时间窗口拓宽，进一步观察中小企业板的长期市场走势，以使实证结果更具有说服力。

2. 对同时期主板市场新股长期绩效进一步做实证研究，将它和中小企业板进行对比，找出新股在长期表现上的异同点

3. 在中小企业板与B股市场的相似性原因探析上要做进一步的研究。可从两个市场投资者特征，市场特点等方面着手。

致 谢

在论文完成之际，我首先要感谢我的导师朱宏泉教授的悉心指导：从论文的选题、思路结构安排、数据搜集处理、直到论文的细节修改，最后的定稿都倾注了老师的大量心血。在我的学业和人生成长生涯中，导师深厚的学术底蕴和严谨的治学作风将使我终生受益，在此致以我最诚挚的谢意！

同时，也要感谢曾给我教诲、关怀的各位老师和在各方面给予我帮助的同学，朋友们！

感谢我的父母和家人，他们在我求学的每个阶段都给予了我极大的关爱和支持，他们的鼓励是我前进的动力，真诚地谢谢他们！

感谢西南交大！

参考文献

1. 韩德宗和陈静. 中国IPO定价偏低的实证研究. 统计研究, 2001(4), 29-35.
2. 王春峰, 姚锦. 中国股票发行市场价值低估现象实证. 天津大学学报. 2002(4), 316-321.
3. 宋鸽. 我国IPO超额收益现象研究. 华东师范大学. 2006(5), 8-9.
4. 江洲. 我国新股抑价现象及其影响因素探析. 湖南商学院学报. 2004(2), 43-45.
5. 陈海明, 李东, 陶生明. 国外新股短期发行抑价现象及其理论综述. 南京航空航天大学学报. 2004(6), 24-27.
6. 陈柳钦, 曾庆久. 中国股市 IPO 抑价实证研究. 贵州财经学院报. 2003(4), 20-24.
7. 蒲剑悦, 韩杨. 新股发行抑价的两种模型检验. 财务管理. 2002(4), 45-54.
8. 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国的 IPO 抑价. 经济研究. 2005(5), 85-95.
9. 王华, 张程睿. 不对称信息理论对“IPO 折价之谜”的解析. 财经问题研究. 2004(11), 40-43.
10. 周德才, 徐在亮. IPO 抑价理论综述、评价及在中国的应用. 中国物价. 2005(3), 24-27.
11. 谢赤, 康萃娟. IPO 承销商托市行为及其研究方法. 长沙理工大学学报. 2005(6), 51-55.
12. 李博, 吴世龙. 中国股市新股发行 (IPOs) 初始收益率研究. 金融与财务, 2000(5), 31-36.
13. 卓贤. 中国 IPO 抑价与发行方式的研究. 会计之友. 2003(11), 15-16.
14. 赵铁成, 韩夷. 新股抑价理论综述及在我国的适用性. 财经科学. 2006(6), 110-111.
15. 汪宜霞. 中国 IPO 首日超额收益: 基于抑价和溢价的解释. 华中科技大学. 2005. 10.
16. 张人骢, 朱平方. 上海证券市场过度反映的实证研究. 经济研究, 1998(5), 58-64.

17. 夏新平, 陈历北. 谈我国 IPO 市场引入机制的必要性和重要性. 技术经济与管理研究. 2000(3), 51-53.
 18. 陈工孟, 高宁. 中国股票一级市场发行抑价的程度与原因. 金融学. 2000(8), 1-12.
 19. 韩杨. 新规则下的新股发行抑价券商决策模型. 南开经济研究. 2001 (4) 56-58.
 20. 徐文燕, 武康平. 对中国股市新股发行抑价的再思考. 山西财经大学学报. 2001. (12) 71-75.
 21. 章早立, 何沛俐. 我国 A 股市场 IPO 定价影响因素分析. 广发证券研究. 2005(5).
 22. 段进东, 陈海明. 我国新股发行定价的信息效率研究. 金融研究. 2004(2), 87-94.
 23. 孙庆. 我国上市公司首次公开发行抑价实证研究. 华夏证券股份有限公司. 北京. 100010
 24. 李维雄, 宋东林. 中国创业板. 长春出版社, 2001. 1
 25. 李光荣, 黄育华. 中国二板市场. 中国金融出版社. 2000. 10
 26. 陈峥嵘. 中小企业板的风险防范与控制. 中国创业投资与高科技. 2004(7)
 27. 王世渝等. 中国的纳斯达克. 世界图书出版社 2000. 9
 28. 鲁雪静. A 股 IPOs 长期表现及其影响因素的实证研究. 浙江大学. 2006
 29. 王美今, 张松. 中国新股弱势问题研究. 经济研究. 2000(9), 49-56.
 30. 汪金龙. 我国新股发行初始收益率研究. 安徽大学学报. 2002(3), 73-77.
 31. 朱南, 卓贤. 对我国股票首次公开发行抑价的实证研究. 财经科学 2004(2), 32-36.
 32. 毛立军, 李一智. 我国 IPO 定价、抑价及长期表现分析. 武汉大学学报. 2004(3), 375-380.
 33. 于栋. 股票 IPO 理论研究新进展. 哈尔滨工业大学学报. 2003(12), 73-77.
 34. 王跃堂. 不完全披露假说与信息披露的监管. 南京大学学报. 2004(4), 73-76.
 35. 李梦军, 陆静. 上市公司增发新股信息与股票价格波动的实证研究. 财经理论与实践. 2001(4), 52-55.
 36. 谢升峰, 李家艳. IPO 定价、分配与托市理论. 中南财经政法大学学报. 2003(6), 32-37.
 37. 谢百三. 关于中国民营上市公司低绩效问题的深层思考. 2003(1), 32-36.
-

-
38. 李建超, 周焯华. 中小企业板 IPO 抑价现象实证研究. 软科学. 2005(5), 34-38.
 39. 金丽. 中国股票市场 IPOs 超额初始报酬率实证研究. 广东财经职业学院学报. 2005(1), 46-50.
 40. 桑榕. 国外股票 IPO 的三种实证现象及其理论解释. 证券市场导报. 2002(5)
 41. 陈永生, 江永众. 过度包装假说——对新股长期弱势现象的解释. 天府新论. 2006(3), 57-64.
 42. 刘力, 李文德. 中国股票市场股票首次发行长期绩效研究. 经济科学. 2001(6), 33-44.
 43. 廖理、张伟强. 逐渐规范市场上的 A 股新股长期强势表现研究. 管理世界. 2004(7), 120-126.
 44. 李蕴玮, 宋军, 吴冲锋. 考虑市值权重的 IPO 长期业绩研究. 当代经济学. 2002(6), 12-15.
 45. 杜俊涛, 周孝华, 杨秀苔. 中国证券市场 IPOs 长期表现的实证研究. 中国软科学. 2003(11), 46-51.
 46. 余毅. 我国股票市场 IPO 抑价现象研究. 武汉大学. 2005. 5
 47. 杨丹. 新股发行定价. 西南财大出版社. 2004. 12
 48. 周观君. 中国 A 股市场新股抑价现象的实证研究. 管理科学. 2005(4), 65-70.
 49. 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国的 IPO 抑价. 经济研究. 2005(5), 85-95.
 50. 朱建明. 我国 IPO 高抑价原因探析. 特区经济. 2006(1), 309-310.
 51. 陈海明, 李东. 我国新股发行与上市时间间隔假说实证研究. 当代财经. 2003(12), 42-44.
 52. 曹凤歧, 董秀良. 我国 IPO 定价合理性的实证分析. 财经研究. 2006(6), 4-14.
 53. 林远宁. 我国股票首次发行定价方式的制度变迁. 商业时代. 2004(21), 36-37.
 54. 李广存, 陈海明. 我国新股短期发行抑价的原因、影响和对策. 商业研究. 2004(16), 118-121.
 55. 崔振, 张琦. 中国股票市场 IPO 抑价问题探析. 广西商业高等专科学校学报. 2005(4), 32-34.
 56. 赵威, 王春峰. 中国特色 IPO 抑价的本质研究——发行制度. 中国地质大学学报. 2006(7), 32-36.
-

-
57. 安瑛晖, 张举刚. 中小企业板市场股票发行定价方式选择研究. 当代经济管理. 2005(2), 79-82.
 58. 常文俊, 罗春林. IPO 抑价理论综述. 中国物价. 2005(3), 24-27.
 59. 张宗新. 完善发行市场化机制, 推动 IPO 抑价率水平理性回归. 上海证券报. 2006. 8
 60. 吴林祥. 二板市场交易制度选择研究. 上海证券报. 2005. 2
 61. 于春敏. 中小板两种询价方式 IPO. 每日经济新闻. 2006. 9
 62. 邹愚. 呼吁启动创业板 IPO 试点. 21 世纪经济报道. 2006. 4
 63. 张媛媛. 深交所加强新股上市首日风险监控. 证券时报. 2006. 9
 64. 范富春. 以制度创新助推中小企业板块. www.98798.com. 证券标准评级网. 2004. 5
 65. 王年华. 基金会否积极介入中小企业板. www.chinafund.cn. 中国基金网. 2004. 6
 66. 彭松. 中小板指数创新高. 证券时报. 2006. 1
 67. 秦洪. 新增资产为中小注活力. 北京晨报. 2006. 8
 68. 曹远钢. 看好中小企业板的投资价值. 银河证券. 2006. 6
 69. 张九辉. 深圳中小企业板块投资策略. 北京证券研究. 2004. 9
 70. 田嘉, 占卫华. 投资银行的声誉与 IPO 定价偏低关系的实证研究. 中国社会科学院研究生院学报, 2000. 4.
 71. 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国 IPO 抑价. 经济研究. 2005. 5.
 72. Alexander Ijungqvist, William J. Wilhelm, JR. IPO pricing in the Dot-com Bubble. Journal of Finance. VOL. LVIII, NO2. 2003. 4
 73. Dev Prasad, George s. Vozikis, and Mohamed Ariff. Government public policy, Regulatory intervention, and their impact on IPO underpricing: The case of Malaysian IPOs. Journal of small business management 2006 44(1) 81-99
 74. Riitter. Investment banking and securities issuance I. Handbook of the Economics of Finance, 254-289
 75. Kalok Chan, Junbo Wang, K.C. John Wei. Underpricing and Long-term performance of IPOs in China. Journal of Corporate Finance 10(2004) 409-430
 76. Ann E. Sherman. Global Trends in IPO Methods: Book Building vs.
-

- Auctions. JEL 2002.3
77. Qian Sun^a, Wilson H.S, Tong^b. China share issue privatization: the extent of its success. *Journal of Financial Economics* 70(2003) 183-222.
 78. Aharony, J., Lee, J., Wong, T.J. Financial packaging of IPO firms in China. *Journal of Accounting Research* 38, 2000, 103 - 126.
 79. Allen, F., Faulhaber, G. Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics* . 1989(23) 303 - 323.
 80. Banz, R. The relationship between return and market value of common stocks. *Journal of Financial Economics* 1981(9) 3 - 18.
 81. Barber, B., Lyon, J. Detecting long-run abnormal stock returns: the empirical power and specification of test statistics. *Journal of Financial Economics* , 1997. 43, 341 - 372.
 82. Baron, D. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues. *Journal of Finance* , 1982(37), 955 - 976.
 83. Chan, L., Hamao, Y., Lakonishok, J. Fundamentals and stock returns in Japan. *Journal of Finance* . 1991(46), 1739 - 1764.
 84. Chemmanur, T. The pricing of initial public offerings: a dynamic model with information production. *Journal of Finance* . 1993(48) , 285 - 304.
 85. Conrad, J., Kaul, G. Long-term overreaction or biased in computed returns? *Journal of Finance* . 1993(48), 39 - 63.
 86. Daniel, K., Titman, S. Evidence on the characteristics of cross-sectional variance in common stock returns. *Journal of Finance* . 1997(52), 1681 - 1714.
 87. Daniel, K., Titman, S., Wei, K.C.. Explaining the cross-section of stock returns in Japan: factors or characteristics? *Journal of Finance*. 2001(56), 743 - 766.
 88. Davis, J. The cross-section of realized stock returns: the pre-COMPUSTAT evidence. *Journal of Finance* . 1994(50), 1579 - 1593.
 89. Davis, J., Fama, E., French, K. Characteristics, covariance, and average returns: 1929 to 1997. *Journal of Finance*.
-

2000(50)1579 - 1593.

90. Fama, E., French, K. The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*. 1992(47), 427 - 465.
 91. Fama, E., French, K. Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics* .1993(43), 3 - 56.
 92. Grinblatt, M., Hwang, C. Signaling and the pricing of unseasoned new issue. *Journal of Finance*. 1989(44), 393 - 420.
 93. Jain, B., Kini, O. The post-issue operating performance of IPO firms. *Journal of Finance* .1994(49), 1699 - 1726.
 94. Kothari, S., Warner, J. Measuring long-horizon security price performance. *Journal of Financial Economics* . 1997(43), 301 - 339.
 95. Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R. Contrarian investment, extrapolation, and risk. *Journal of Finance*. 1994(49), 1541 - 1578.
 96. Levis, M. The long-run performance of initial public offerings: the U.K. experience. *Financial Management*. 1993(22), 28 - 41.
 97. Loughran, T., Ritter, J. The new issues puzzle. *Journal of Finance* . 1995(50), 23 - 51.
 98. Loughran, T., Ritter, J., Rydqvist, K. Initial public offerings: international insights. *Pacific-Basin Finance Journal* . 1994(2), 165 - 199.
-

攻读硕士学位期间发表的论文

《我国中小企业板 IPO 抑价问题探析》发表于全国贸易经济类核心期刊《商场现代化》2007 年 3 月号（下旬刊）

附录 1

影响中小板新股发行抑价相关变量数据

股票简称	年限	时间间隔	发行价	总股数	流通比率	上市首日换手率	Ret	Adjret
新和成	5	23	13.41	114020000	0.263112	67.61%	86.65%	96.02%
江苏琼花	3	22	7.32	91700000	0.327154	75.23%	143.99%	151.77%
伟星股份	4	21	7.37	74783400	0.280811	70.84%	139.89%	147.43%
华邦制药	3	18	9.6	88000000	0.25	65.36%	100.73%	106.83%
德豪润达	3	18	18.2	101000000	0.257426	63.32%	42.42%	48.52%
精工科技	4	16	7.72	80000000	0.375	72.35%	130.70%	134.33%
华兰生物	4	15	15.74	67000000	0.328358	65.40%	69.63%	73.56%
大族激光	3	14	9.2	107016000	0.252299	76.76%	324.89%	328.55%
天奇股份	4	15	6.89	57554902	0.434368	71.33%	119.74%	120.51%
传化股份	3	14	9.91	80000000	0.25	57.76%	55.40%	58.03%
盾安环境	3	19	11.42	71181865	0.393359	43.60%	22.07%	23.03%
凯恩股份	6	18	7.03	108216300	0.277223	74.28%	132.43%	130.85%
中航精机	4	17	6.12	50000000	0.4	63.60%	115.36%	112.77%
永新股份	3	17	8.63	93400000	0.250535	51.29%	51.68%	50.18%
霞客环保	4	16	6.62	50320000	0.397456	73.15%	143.05%	142.58%
威尔科技	4	15	7.5	55083000	0.453861	54.21%	69.07%	67.66%
东信和平	3	19	10.43	90800000	0.27533	58.59%	56.28%	56.48%
华星化工	6	18	8.55	65000000	0.307692	55.73%	34.50%	33.53%
鑫富股份	4	15	12.57	52500000	0.285714	53.05%	29.28%	27.51%
京新药业	3	16	10.05	67700000	0.25997	48.39%	31.74%	29.80%
中捷股份	3	15	9.93	86000000	0.302326	46.56%	13.19%	10.76%
科华生物	6	16	11.12	68750000	0.261818	51.22%	44.69%	43.38%
海特高新	4	15	11.88	78391484	0.306156	51.38%	27.61%	26.76%
苏宁电器	3	14	16.33	93160000	0.268356	81.28%	100.24%	98.43%
航天电器	3	17	7	80000000	0.32125	62.73%	105.14%	106.24%

山东威达	6	15	8.68	90000000	0.333333	46.55%	24.19%	23.88%
七喜股份	3	15	10.56	111975969	0.258984	54.40%	38.54%	41.89%
思源电气	4	15	16.45	53000000	0.25283	60.49%	52.22%	56.99%
七匹狼	3	15	7.45	85000000	0.294118	63.40%	65.77%	68.10%
达安基因	3	17	7.3	83600000	0.263158	64.44%	113.29%	114.93%
巨轮股份	3	14	7.34	141000000	0.269504	44.29%	17.30%	17.88%
苏泊尔	4	14	12.21	135400000	0.251108	23.17%	-8.27%	-9.12%
丽江旅游	3	15	6.9	99323048	0.251704	67.25%	50.00%	52.90%
美欣达	6	15	12	67600000	0.319527	27.11%	-9.00%	-6.88%
华帝股份	3	15	8	78650000	0.317864	52.92%	6.75%	9.66%
宜科科技	6	15	6.42	83230000	0.360447	57.10%	14.33%	16.49%
久联发展	2	15	6.66	110000000	0.363636	60.20%	19.07%	21.89%
双鹭药业	4	15	12	69000000	0.275362	67.46%	10.08%	14.55%
黔源电力	12	13	5.97	140260000	0.356481	60.95%	54.77%	52.45%
南京港	4	14	7.42	153670000	0.250537	51.56%	74.12%	80.18%
登海种业	5	13	16.7	88000000	0.25	53.01%	43.17%	42.09%
飞亚股份	5	15	3.8	100000000	0.4	49.75%	48.95%	53.48%
兔宝宝	4	21	4.98	122000000	0.344262	51.13%	20.28%	26.49%
江苏三友	4	23	3.55	125000000	0.36	56.71%	48.17%	56.40%
广州国光	12	24	10.8	100000000	0.3	42.08%	17.78%	27.72%
轴研科技	4	15	6.39	65000000	0.384615	62.56%	68.70%	74.89%
成霖股份	4	15	8.6	201330000	0.253315	47.29%	2.79%	6.54%
宁波华翔	4	15	5.75	95000000	0.315789	54.71%	13.74%	22.93%
晶源电子	4	17	4.78	75500000	0.331126	63.03%	46.44%	52.54%
三花股份	4	14	7.39	113000000	0.265487	51.46%	13.67%	18.37%
中工国际	4	14	7.4	190000000	0.252632	94%	332.03%	336.04%
同洲电子	4	15	16	86900000	0.253165	75.68%	122.69%	117.98%
云南盐化	3	14	7.3	185851103	0.376646	74.60%	75.48%	70.36%

附录 2

中小企业板公司 IPO 前后营运能力表现的数据（仅列出部分）

简称	上市日期	ROA (-1)	ROA (0)	ROA (1)	ROA (2)
新和成	2004-06-25	6.59	4.67	3.08	1.6
江苏琼花	2004-06-25	8.92	4.2	3.66	1.8
伟星股份	2004-06-25	8.85	6.51	6.88	6.23
华邦制药	2004-06-25	17.69	9.91	10.99	7.69
德豪润达	2004-06-25	7.48	2.19	0.37	0.47
精工科技	2004-06-25	9.25	3.78	1.96	0.98
华兰生物	2004-06-25	10.18	6.42	7.51	8.33
大族激光	2004-06-25	15.83	7.92	8.17	6.6
天奇股份	2004-06-29	7.84	4.52	5.17	3.35
传化股份	2004-06-29	18.11	11.41	13.43	8.25
盾安环境	2004-07-05	11.85	3.66	3.28	0.95
凯恩股份	2004-07-05	11.87	7.97	3.28	0.88
中航精机	2004-07-05	8.73	3.13	3.29	4.16
永新股份	2004-07-08	16.79	9.1	8.98	8.36
霞客环保	2004-07-08	6.56	4.63	4.48	4.3
威尔科技	2004-07-08	11.93	4.09	2.06	0.52
东信和平	2004-07-13	9.54	6.18	2.15	2.85
华星化工	2004-07-13	12.35	5.37	4.25	3.52
鑫富药业	2004-07-13	13	9.06	3.96	1.54
京新药业	2004-07-15	9.82	5.54	3.24	1.71
中捷股份	2004-07-15	7.17	3.73	4.61	3.82
科华生物	2004-07-21	14.81	9.62	12.35	15.39
海特高新	2004-07-21	11.45	7.22	7.12	4.5
苏宁电器	2004-07-21	13.1	8.83	8.1	8.14
航天电器	2004-07-26	16.27	11.65	21.82	18
山东威达	2004-07-27	9.91	5.78	6.06	5.53
七喜控股	2004-08-04	12.35	6.32	6.44	4.27
思源电气	2004-08-05	21.38	7.68	10.26	11.88
七匹狼	2004-08-06	12.9	8.38	8.79	5.58
达安基因	2004-08-09	13.09	8.05	8.86	6.13
巨轮股份	2004-08-16	12.03	9.02	7.41	5.73
苏泊尔	2004-08-17	13.31	4.65	5.13	6.09
丽江旅游	2004-08-25	11.73	10.26	11.08	11.19
美欣达	2004-08-26	7.26	5.22	3.62	2.98
华帝股份	2004-09-01	11.91	5.08	5.2	3.25
宜科科技	2004-09-03	13.02	4.85	5.15	12.51
久联发展	2004-09-08	9.22	5.07	5.27	3.48
双鹭药业	2004-09-09	20.55	8.21	8.33	10.9

简称	上市日期	CFOA(-1)	CFOA(0)	CFOA(1)	CFOA(2)
新和成	2004-06-25	0.129727	0.092945	-0.02159916	0.037792
江苏琼花	2004-06-25	0.12936	0.05337	0.056482003	-0.04861
伟星股份	2004-06-25	0.107436	0.134877	0.159158216	0.063754
华邦制药	2004-06-25	0.261928	0.199783	0.091131241	0.106365
德豪润达	2004-06-25	0.131577	0.020809	0.035060472	0.016027
精工科技	2004-06-25	0.015023	0.005423	0.038468254	-0.03944
华兰生物	2004-06-25	0.011341	0.043281	0.146189836	0.173394
大族激光	2004-06-25	0.093261	-0.0636	-0.04033093	0.008108
天奇股份	2004-06-29	-0.02712	0.052742	0.072152836	-0.00582
传化股份	2004-06-29	0.143974	0.041201	-0.0497686	0.138356
盾安环境	2004-07-05	0.122529	0.015601	0.070917789	0.055652
凯恩股份	2004-07-05	0.160971	0.107138	0.016441669	0.04059
中航精机	2004-07-05	0.057134	0.06325	0.064637212	0.024339
永新股份	2004-07-08	0.207345	0.131504	0.09186632	0.122667
霞客环保	2004-07-08	0.008179	0.002844	0.011679782	0.122237
威尔科技	2004-07-08	0.057879	0.074369	-0.0939821	-0.07334
东信和平	2004-07-13	0.104629	0.000693	0.27046359	-0.02707
华星化工	2004-07-13	0.230499	-0.022	0.074639843	0.111571
鑫富药业	2004-07-13	0.076464	0.120441	0.055099014	0.05934
京新药业	2004-07-15	0.20933	0.017765	0.119568946	-0.00216
中捷股份	2004-07-15	0.190272	0.084235	-0.11643869	0.040721
科华生物	2004-07-21	0.302383	0.141973	0.163948169	0.185258
海特高新	2004-07-21	0.173552	0.114901	0.046091065	0.041118
苏宁电器	2004-07-21	0.137589	0.086077	0.04678827	0.022877
航天电器	2004-07-26	0.207419	0.161269	0.209069976	0.146867
山东威达	2004-07-27	0.170812	0.029783	0.027950245	0.016131
七喜控股	2004-08-04	0.12101	-0.0513	-0.04649451	0.055569
思源电气	2004-08-05	0.20965	0.069427	0.148178011	0.111287
七匹狼	2004-08-06	0.351917	0.064313	0.15856068	0.003751
达安基因	2004-08-09	0.149316	0.06338	0.091167663	0.096597
巨轮股份	2004-08-16	0.12754	0.122377	0.105902119	0.143072
苏泊尔	2004-08-17	0.0922	0.117172	0.086470922	0.180851
丽江旅游	2004-08-25	0.164781	0.310915	0.170840862	0.217225
美欣达	2004-08-26	0.053563	0.195548	-0.00463356	0.058122
华帝股份	2004-09-01	0.241533	0.12841	0.099820932	0.142063
宜科科技	2004-09-03	0.126733	0.102678	0.048726401	0.028691
久联发展	2004-09-08	0.226655	0.1272	0.088558849	0.06972
双鹭药业	2004-09-09	0.239954	0.115432	0.119339084	0.132684