

---

# 核准制下IPO抑价率及长期异常收益率影响因素研究

深圳证券交易所博士后工作站 邹健

## 一、IPO 抑价率影响因素研究

### (一) IPO抑价率概念、测度及国内外研究现状

#### 1. IPO抑价率概念、测度

IPO 抑价 (IPO underpricing) 是指新股发行定价存在低估现象,即新股发行定价低于新股的市场价值,表现为新股发行价明显低于新股上市首日收盘价,上市首日即能获得显著的超额回报。

IPO 抑价率 (IPO underpricing rate) 反映新股发行定价被低估的程度,可以用新股上市首日收益率来衡量,即:

$$R = \frac{P - P_e}{P_e}$$

其中,  $P$  是新股上市首日的成交均价或收盘价,  $P_e$  为新股发行价格。

IPO 抑价率是衡量新股发行定价是否合理的重要指标。如果 IPO 抑价率小于 0,即新股上市首日就跌破发行价,说明新股定价过高;如果 IPO 抑价率显著大于 0,即上市首日就获得显著的超额收益率,这说明新股定价存在低估现象。

#### 2. 国外有关IPO抑价率的研究现状

关于 IPO 抑价率问题的研究在国外是一个热门领域,这方面的文献很多,概括起来主要包括两个方面:一是对 IPO 抑价率现象的研究;二是对 IPO 抑价现象解释的研究。

##### (1) 对 IPO 抑价率现象的研究

理论上讲,在一个有效市场中,信息的非对称程度较低,而发行价格也是按照市场需求情况确定的,新股上市首日价格不应该长期显著地高于发行价格。然而国外的研究和实践均表明,IPO 抑价是普遍长期存在的现象。大量的研究还发现:成熟市场的发行抑价程度低于新兴市场的新股抑价程度,这表明成熟市场的新股发行定价更接近市场价格。

##### (2) 对 IPO 抑价现象解释的研究

IPO 抑价现象不仅是学术界,而且更是实务界关心的问题。国外学者的研究成果体现在以下几个方面。

---

定价方式对 IPO 抑价率产生显著影响。国外学者研究发现，发行定价方式与抑价率具有较强的相关性。不同的定价方式导致抑价率具有显著差异，具体地说：固定价格定价方式的抑价率显著高于累计投标法的抑价率，但前者的成本远小于后者；拍卖定价方式下的 IPO 抑价率要远低于固定价格定价和累计投标法的抑价率。

发行规模对 IPO 抑价率影响的研究。一般来说，企业首次公开发行的股份只占其全部股份的一部分。从国外的统计结果来看，流通股所占的比例越低，IPO 抑价率的程度就越高。国外学者对这种现象的解释是：流通股比例越低，那么非流通股被内部人持有的比例可能越高，从而内部人利益和企业利益一致性的程度越高，这使得内部人更加努力去经营好企业。因此，外部投资者更愿意为此付出较高的代价。

推而广之，在企业总股本不变的情况下，发行规模大的企业的抑价率应该比发行规模小的企业的抑价率低。这种推断得到了相当多学者的支持。

承销商对 IPO 抑价率影响的研究。承销商对 IPO 抑价率的影响主要体现在两个方面：对承销商来说，追求 IPO 成功和提高其知名度往往比赚取利润更重要，因此承销商有意抑价发行一些比较好的股票来吸引更多的投资者，导致抑价率较高。对投资者来说，他们更愿意买入声望较高的承销商所承销的股票，因为他们认为声望较高的承销商为了维持其声誉，会对所承销的股票进行更加严格的风险控制，这导致所承销股票的事前风险较低。因而，投资者愿意以较高的发行价格买入股票，导致抑价率较低。但也有部分学者对美国 20 世纪 90 年代的数据研究后发现，声望较高的投资银行承销的 IPO 的抑价率却更高。

再融资需求对 IPO 抑价率的影响研究。公司新股发行成功后经过一段时间的运作，其经营规模的不断扩大，会产生再次融资的需求。为了对后续的再融资做准备，承销商可能会有意识地在首次发行时调低价格，向投资者传递这样的信息：投资者将从购买本公司的股票中获利，从而吸引投资者在以后也积极购买。

广告宣传和市场时机的选择对 IPO 抑价率的影响。国外学者发现，对股票的大力宣传往往能够增加 IPO 成功机会。在美国互联网泡沫期间，投资银行和新闻媒体对互联网新兴企业的炒作，是这些企业能以高价发行，并在二级市场上屡创新高的重要原因。而市场环境、市场人气等市场因素的变化是影响 IPO 抑价率的另一重要因素。当市场环境好的时候，IPO 的抑价率高于市场环境差情况下的 IPO 抑价率。另外，宏观经济因素也显著影响着 IPO 抑价率。

### 3. 国内有关 IPO 抑价率的研究现状

由于我国证券市场成立时间较短，国内对 IPO 抑价问题的研究没有国外深入。冯魏、吕一凡（2000）对我国证券市场成立以来新股定价方式的演变以及 IPO 抑价率影响因素进行了实证

---

分析研究。海通证券的高道德等(1998)建立了新股发行定价模型,该模型经过较广泛的检验并在实际中得到了一定程度的运用。其他券商研究机构的人士对 IPO 抑价问题也进行了研究,另外,海外一些学者也对中国的 IPO 抑价现象进行了研究。

国内外对 IPO 抑价率的研究基本上都是运用参数化的计量经济模型。该模型对各影响因素之间的相互关系、这些因素如何影响 IPO 抑价率等以清晰的解析形式表达出来,使读者对各因素如何影响 IPO 抑价率能一目了然,研究者对 IPO 抑价率影响的分析也直观深刻。但利用参数化计量经济模型研究 IPO 抑价率所得到的结果往往依赖于该模型的假定,不同的模型可能得到不同的结果,如果模型使用不当甚至得到错误的结果。而理论上,对所用的模型是否正确还没有一个统一的进行精确检验的方法。事实上,国内外许多对 IPO 抑价率的研究,使用的是线性模型,而各因素对 IPO 抑价率的关系可能是非线性的,在这种情况下,简单的线性模型不一定能捕捉到这种非线性关系,因而不能准确地分析各影响因素对 IPO 抑价率的影响。

## **(二) 核准制下 IPO 抑价率影响因素研究**

### **1. 数据描述和研究方法**

(1) 数据描述。我们所用的是 1999 年 1 月-2002 年 6 月的 IPO 数据和行情数据。IPO 数据共 340 只,其中 1999 年 84 只,2000 年 135 只,2001 年 61 只,2002 年 60 只。这些数据来源于万递资讯和证监会网站。

(2) 变量选取。为了研究哪些因素对 IPO 抑价率产生影响以及如何产生影响,首先要列出可能对 IPO 产生影响的因素,然后再建立适当的模型对其进行识别和分析。根据前面的文献回顾和理论上的分析,我们选取以下三类可能影响我国 IPO 抑价率的变量:(1) 发行公司股权结构和治理结构方面的变量:国家股比例、国有法人股比例、流通股比例、战略投资者持股比例、高管人员持股比例、职工股比例、立即可流通比例、海外上市或 B 股流通市值比例;(2) 公司财务状况变量:上市前一年的流动比率、速动比率、应收账款周转率、存货周转率、无形资产占总资产比率、无形资产占净资产比率、资产负债率、固定资产占总资产比率、净资产、营业收入、研发经费、经营现金流量、毛利率、管理费用、财务费用、营业费用、投资收益、税后利润;(3) 市场状况和环境变量:发行价格、发行股数、承销商的排名、发行时机、超额认购倍数、申购资金、中签率、发行与上市时间间隔。

所谓发行时机就是指新股发行所相对的市场环境,即处在市场循环中的哪一阶段,例如,若新股是在牛市上升行情中发行的,那么 IPO 一般比较成功,其抑价率比较高。

对“发行时机”<sup>1</sup>这一变量如何刻画？首先，我们运用时间序列中的趋势-周期-季节分解技术对沪市和深市指数进行分解，找出指数变化的周期，发现在剔除市场指数的趋势后，其变化中蕴涵着四个周期，按照周期长度依次记作第一长周期、第二长周期、第三长周期、第四长周期（见表1）。然后，用IPO日期在这些周期中的位置（如在周期的上升波段中还是下降波段中）来表示“发行时机”。第一长周期长度平均为4年，与宏观经济的运行周期基本一致。

表1. 沪市和深市指数周期因素（按周期时间长短排列）

	上证A股综合指数 周期（交易日）	上证180指数 周期（交易日）	深圳成份指数 周期（交易日）	深圳A股综合指 数周期（交易日）
第一长周期	997	924	859	1109
第二长周期	552	557	431	728
第三长周期	246	353	258	284
第四长周期	91	131	67	91

（3）研究方法。本文采用改进的RNN人工神经网络技术来识别这些因素和IPO抑价率之间的关系。把可能影响IPO抑价率的因素的历史数据作为人工神经网络的输入，通过使IPO抑价率的一步预测误差最小化来训练和学习这些因素和IPO抑价率、长期异常收益率之间的非线性关系。在此基础上，形成“经验”，然后把要处理的数据输入得到结果。这在一定程度上避免了因模型设定问题而带来的误差。但该技术由于没有对各因素之间的关系作出明确的表示，使得IPO抑价率与其影响因素之间的关系的理解并不直观，但作者认为，相对于因模型设定不准确而带来的系统性误差，这一点缺陷完全可以接受。

本文所使用的人工神经网络的工作原理是：根据历史数据和其内部状态变量的演化来预测下一步的IPO抑价率，然后通过比较各变量对IPO抑价率预测的影响程度来选取对IPO抑价率有影响的变量。

## 2. 1999-2002年沪深两市IPO抑价率总体情况

（1）与国外其他市场相比，沪深两市IPO抑价率明显偏高。

表2列出了深沪股市在1999-2002年间各年度的IPO抑价率的平均值和标准差。表3列出了

<sup>1</sup> 引入该变量是为了分析在市场不同发展阶段发行的股票的IPO抑价率是否有差异，以此来了解发行时机的把握是否很重要。

国外一些学者得到的 IPO 抑价率。从表 2 和表 3 可看出，沪深两市 IPO 抑价率明显偏高。

表 2. 深沪 1999-2002 年间的 IPO 抑价率

时间	深市		沪市	
	抑价率均值	抑价率标准差	抑价率均值	抑价率标准差
1999	109.14%	0.7228	112.70%	0.7167
2000	160.23%	0.8124	150.95%	0.8138
2001	——	——	142.01%	1.3219
2002	——	——	122.64%	1.6374

表 3. 国外一些学者得到的 IPO 抑价率

国家（地区）	发行样本数量	时间区间	平均抑价率
美国	10626	1960-1992	15.3%
法国	187	1983-1992	8.7%

(2) 沪深两市 IPO 抑价率序列形态复杂。

图 1 是沪市从 1999 年 1 月-2002 年 12 月每月 IPO 的频度分布，从中可看出，IPO 在各月度间分布不均匀，存在大量股票集中在较短一段时间内发行的现象。

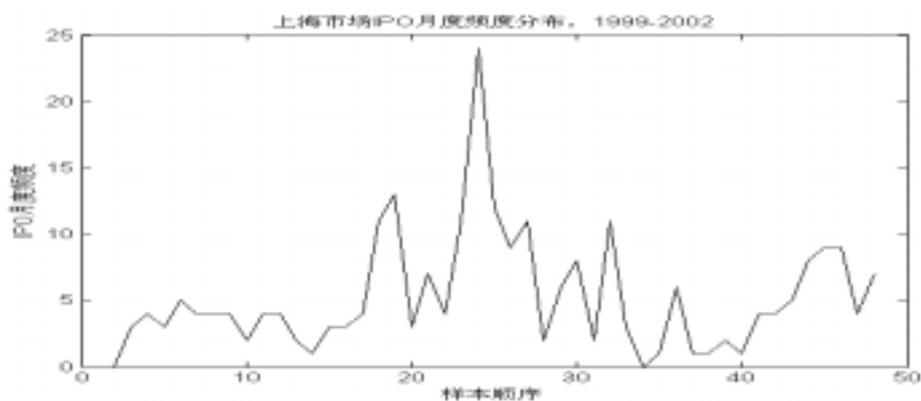
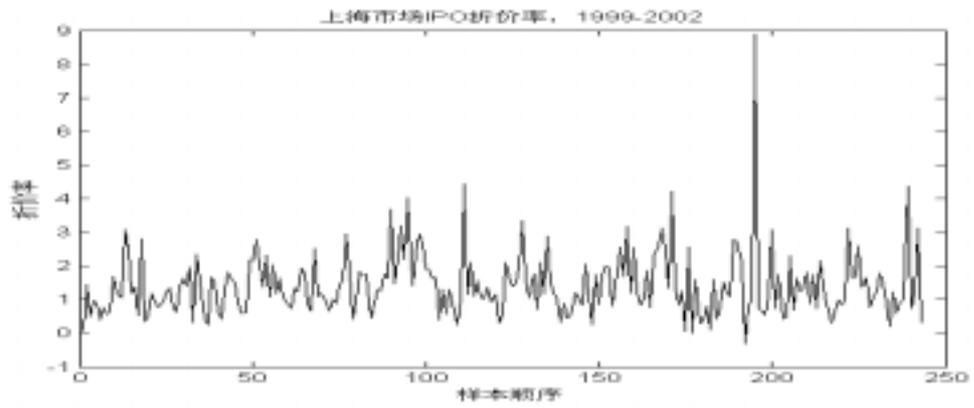


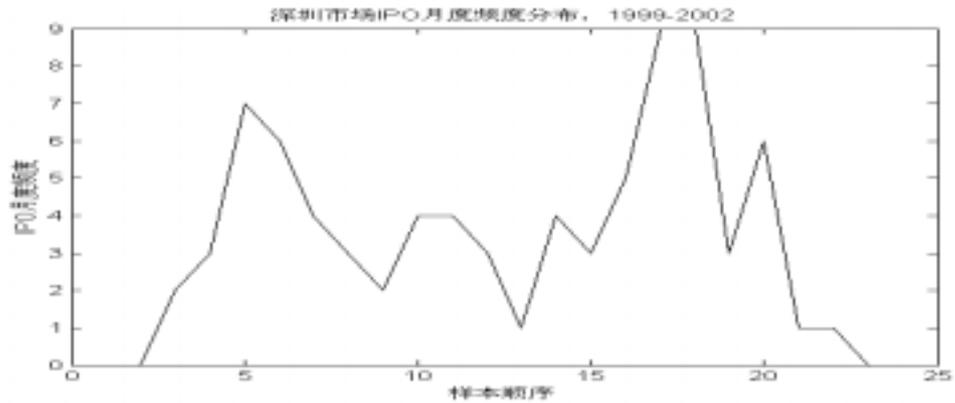
图 1. 沪市 1999-2002 IPO 月度频度分布

图 2 是 IPO 抑价率按上市时间先后顺序排列所得到的图形（对同一天上市的，按发行时间先后排列），该图形显示 IPO 抑价率的形态比较复杂。

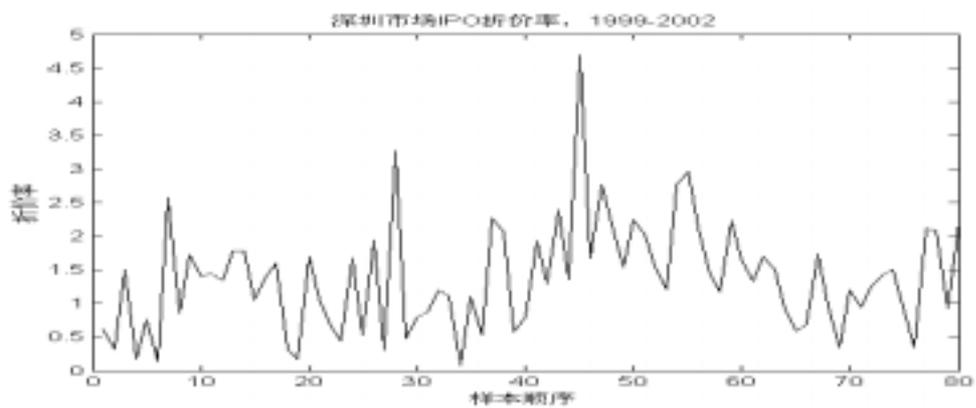


**图 2. 沪市 1999-2002 IPO 抑价率**

图 3 是深市从 1999 年到 2000 年每月 IPO 抑价率的频度分布（由于深市 2000 年以后就没有新股发行，故样本点较少）。图 4 是 IPO 抑价率按上市时间先后排列所得到的图形。



**图 3. 深市 1999-2000 IPO 月度频率分布**



**图 4. 深市 1999-2000 IPO 抑价率**

从以上各图形可看出：沪深两市 IPO 抑价率序列比较复杂，一般的传统研究方法可能难以提取信息，本文采用了新的研究方法。

---

### 3. 结果分析——IPO抑价率各影响因素分析

#### (1) 检验结果

本报告所用的改正 RNN 神经网络模型能一步预测深市 1999-2000 年 48.69% 的 IPO 抑价率和沪市 1999-2002 年 38.93% 的 IPO 抑价率(即根据发行顺序和相关数据预测下一只股票的 IPO 抑价率)。

首先对深市 IPO 抑价率分析的残差进行 VR 检验。当  $q$  取为 20 时,得到  $J = -0.029$ 。当  $q$  取为 2 时,得到  $J = -0.076$ 。在 99% 的置信水平下,不能拒绝残差是随机游走的假设。在对沪市的检验中,当  $q$  取为 20 时,得到  $J = -0.020$ 。当  $q$  取为 2 时,得到  $J = -0.058$ 。在 99% 的置信水平下,同样不能拒绝残差是随机游走的假设。

以上检验表明,IPO 抑价率中的随机成分较大,理论上与企业价值有关的因素只能提取 IPO 抑价率不超过 50% 的信息。这也表明,IPO 受市场中的非稳定性的非理性因素的影响比较大。

本模型的残差通过了随机性检验,这表明尽管可能还有别的模型可以进一步提高预测精度,但是提高的程度是有限的。因为无论什么模型都不可能对随机性数据精确预测。从这个意义上看,如果仅仅从定价模型的改进方面着手,可能对解决一级市场中非稳定性的非理性因素对 IPO 影响过大的意义不很显著。

## (2) 影响深沪两市 IPO 抑价率的前十大因素

我们选取了对深市和沪市 IPO 抑价率有显著影响的重要因素。表 4 列出了影响度最大的前 10 个因素。

表 4. 深市和沪市影响 IPO 抑价率前 10 位重要因素（按重要程度递减排列）

深市前 10 位重要因素	沪市前 10 位重要因素
发行定价方式	发行定价方式
发行价格	海外发行或者 B 股的份额
第一长周期中的相对时机	立即可流通比例
发行和上市之间的时间间隔长度	申购资金
承销商排名	职工股比例
立即可流通比例	承销商排名
职工股比例	最短周期中的相对时机
每股净利润	发行价格
发行规模	超额认购倍数
最短周期中的相对时机	第一长周期中的相对时机

两个市场有一些共同的因素影响着 IPO 抑价率，比如定价方式、发行价格、承销商排名、发行时机、职工股比例、立即可流通比例等。发行时机的把握起到重要的作用，在这两个市场中，各自有两个与发行时机有关的变量入选。

在深市，对 IPO 抑价率影响居首位的是发行定价方式。但代表发行时机和长期行为的因素（如第一长周期中的相对时机的排名）以及公司业绩的因素（如每股净利润）排名靠前，对深市 IPO 抑价率影响程度比沪市大。

沪市中，申购资金、与流通比例有关的变量（立即可流通比例、海外和 B 股比例、职工股比例）以及与市场需求有关的超额认购倍数成为主要的变量。而每股净利润却没有进入前 10 名。发行时机因素也扮演着重要的角色。

对比文献中关于 IPO 抑价率的理论解释，本文发现，深市比沪市更符合一些理论的解释。比如，关于发行规模、承销商排名的影响，深市的分析结果与国外理论及实证结果比较吻合，而沪市的分析结果与这些理论不太吻合。

## (3) IPO 抑价率影响因素分析

以下就以上发现的对 IPO 抑价率有重要影响的因素进行分析。

---

发行定价方式。在深市实际采用的三种发行定价方式中，上网/配售的抑价率最高，二级/上网和纯上网的 IPO 抑价率差不多。理论上我们已经证明，基于固定价格的发行机制不存在均衡。以上三种定价方式均是以固定价格为基础的定价方式，因此，很难从本质上消除 IPO 发行中的非理性因素的影响。

发行价格。整体看来，发行价格处于 8-13 元区间的股票的抑价率最高。

IPO 时机选择。发行时机对 IPO 抑价率有重要影响，从结果来看，若股票在代表市场循环周期的四个周期后期首次公开发行，那么其 IPO 的抑价率比较高（如以最短的周期为例，在 0.9 个周期处 IPO 的股票有最高的抑价率）。其可能解释是：市场处于其循环后期发行意味着新一轮循环的到来，投资者对新的循环往往有较高期待，而在市场循环后期发行的股票一般在新一轮循环的初期上市，因此，其抑价率较高。

承销商排名。尽管承销商排名的影响很复杂，但在排名靠前的 10 名承销商中，IPO 抑价率随排名下降有明显下降的趋势。这表明市场对于排名靠后的券商不信任。深市下降趋势比沪市更明显。

立即可流通比例、含战略投资者持股的流通比例。对 IPO 抑价率而言，立即流通比例在 25% 左右时 IPO 抑价率最高，而含战略投资者持股的流通比例在 30% 左右时 IPO 抑价率最高。

法人持股比例、国家股比例、职工股比例、海外发行或者 B 股比例。法人对 IPO 抑价率的影响是，法人持股比例在 15% 时，IPO 抑价率达到了最高。这表明在目前的发行定价方式下，15% 的法人持股比例是比较受到市场肯定的；国家股比例对 IPO 抑价率的影响不确定；职工股比例对 IPO 抑价率的影响是一个抛物线，职工股比例在 10% 左右时 IPO 抑价率达到最高点；海外发行或者 B 股比例在 20% 以下时，IPO 抑价率有随该比例提高而下降的趋势。在 20% 以上，则有随比例提高而上升的趋势。

IPO 前后一年的每股净利润。当 IPO 前一年每股净利润在 0-0.25 元之间时，IPO 抑价率有随 IPO 前一年每股净利润增加而下降的趋势，而在 0.25 元以上有一个上升的趋势。这暗示，如果股票 IPO 前后一年的每股纯利润在 0.25 元以下，将被市场看成不具备持续增长潜力。

发行规模、总股本。随着发行规模的增加，IPO 抑价率有下降的趋势。这与一些文献中的发现相吻合。总股本在 1.2 亿股左右的股票的抑价率最高，其他规模的股票对 IPO 抑价率的影响很不确定。

超额认购倍数、申购资金、中签率对 IPO 抑价率的影响很不确定。而发行与上市时间间隔与 IPO 抑价率之间也没有确定的关系。

---

## 二、IPO 长期异常收益率影响因素研究

### (一) IPO长期异常收益率的度量及国内外研究现状

#### 1. 国内外IPO长期异常收益率的研究现状

IPO 长期异常收益率主要反映 IPO 股票相对于其基准收益的长期表现，如果 IPO 长期异常收益率越高，那么该股票的长期表现越好。IPO 长期异常收益率一般用该股票的长期收益率与其基准收益率的差来度量，并由此产生多种不同的方法。国外关于 IPO 长期异常收益率的研究主要包括：(1) 对 IPO 长期异常收益率的度量方法的研究；(2) 对 IPO 长期异常收益率不佳进行解释的研究。

(1) 对 IPO 长期异常收益率的度量方法的研究。国外学者发现：股票样本选取、IPO 长期异常收益率的度量和比较的时间长度等都会影响对 IPO 股票长期异常收益率的评价。因此，度量方法的确定和比较是国外学者研究的一项重要内容。就度量方法而言主要有以下几种：累积平均调整后收益率法 (CAR)；“购进并持有”异常收益 (BHAR) 法；日历时间异常收益法；Fama-French 三因素模型法。在以上几种方法中，BHAR 法和 Fama-French 三因素模型法用得比较多，但作者看来，以上几种方法都有缺陷。BHAR 法的缺陷在于度量指标的分布的统计检验不稳定，基准收益率的构造容易导致误差累积。而使用 Fama-French 三因素模型会受到循环论证的指责。

(2) 对 IPO 长期异常收益率不佳进行解释的研究。对 IPO 股票的长期表现是否普遍相对不佳，目前还没有一致的实证结果。跨国研究表明，IPO 的长期表现是否相对较低在国际间有显著的不同。这可能和测量长期异常收益率的方法都有缺陷有关，也和不同国家对于企业上市的制度设计有关。因此，提出来得到广泛接受的理论也不多。以下是四种常见的理论：

所谓的 fad theory，即投资者容易受到招股说明书中对发行前一年的收入和盈利情况的误导。由于采取的会计规则对收入、利润的认定容易被承销商操纵，因此，随着时间的推移，投资者将发现这些企业的真实情况，那些对 IPO 股票具有过分乐观看法的投资者将发现自己的错误，然后价格将回归到其基本价值。根据这个理论，承销商为了制造股票虚假的过度需求，故意折价发行股票。这样如果折价率越高，那么日后价格纠正的程度就越高，长期异常收益率就越低。

投资者意见分歧假说。根据这个假说，对那些事前不确定性越高的企业，投资者的意见分歧越大，越乐观的投资者越愿意购买该股票。那么随着时间的推移和信息的累计，这个意见分歧会减少，那么该企业的股票价格就会自我纠正，具体表现在价格下降上。由于企业的发行规模是事前不确定性的一个代理变量，因此，根据这个假说，越小的、经营历史越短的企业，其事前不

---

确定性越高，其发行折价率越高，长期的表现越差。

还有研究者认为，IPO 股票长期异常收益率不佳的一个解释是所谓的“机会窗”(windows of opportunity)现象。即由于承销商倾向于在牛市中发行股票，导致投资者容易受误导，高估这些股票的价值。

代理问题也是一种解释。该理论认为，发行股票以后，管理层持有的股权被稀释，那么由于代理问题，企业的绩效也相应地会下降，从而导致投资者向下调整其价值评估。

但是这些理论解释都没有得到充分的实证研究支持。这个方面仍然是金融研究的重点和热点。

## 2. IPO长期异常收益率的度量

以上介绍的三种方法均有缺陷，本报告用各股票价格的平均增长率与大盘指数(采用综合指数)平均增长率的差来度量：

$$R = \sqrt[T]{\frac{P_T}{P_0}} - \sqrt[T]{\frac{P_{MT}}{P_{M0}}}$$

其中， $P_T, P_0, P_{MT}, P_{M0}$  分别表示  $T$  时期和上市首日的 IPO 股票的价格和大盘指数<sup>2</sup>。

相对于以上介绍的三种方法，该指标具有一定的稳健性。

### (二) 数据描述和研究方法

从国外文献来看，由于发行方式对 IPO 长期异常收益率具有重要影响，本文只对 1999、2000 和 2001 三年 IPO 股票的长期异常收益率作研究。研究分为两个部分。一是研究 IPO 后第一年的异常收益率，二是研究这些股票从 IPO 后到 2002 年 12 月 10 日的异常收益率。研究所用的数据和方法同前。

在研究 IPO 长期异常收益率的影响因素时，考虑的因素除包括研究 IPO 抑价率所涉及的因素外，还增加了 IPO 抑价率这一变量。

### (三) IPO长期异常收益率的影响因素研究结果和分析

#### 1. 深沪IPO长期异常收益率总体情况

---

<sup>2</sup> 本文对股票价格和大盘指数进行了趋势——周期——季度分解，并用分解得到的趋势项来代替原来的价格和大盘指数。

(1) IPO 后第一年的异常收益率。 1999 年深市 IPO 在其后一年内的股价平均增长率远低于综合指数，也不如同期沪市 IPO 股票的股价平均增长率。深市 2000 年的 IPO 在随后一年内的股价平均增长率接近于沪市 A 股指数的平均增长率，比同期沪市 IPO 股票的股价平均增长率高，而落后于深市综合指数的增长率。对沪市 1999-2001 年的 IPO 股票，其在上市后第一年的异常收益率（相对于 A 股指数）越来越低。IPO 后第一年的异常收益率的均值为负，其绝对值在 2000 年比 1999 年增长了一倍多，2001 年则是 1999 年的 3 倍多。这表明这段时间上市的企业成长性令人担忧。

(2) IPO 后到 2002 年 12 月 10 日的异常收益率。 无论是一年期还是多年期，深市 IPO 股票的股价平均增长率都更接近于沪市 A 股指数的平均增长率，落后于深市 A 股综合指数的平均增长率。深市 1999 年 IPO 股票三年期平均增长率和沪市几乎相同。但 2000 年深市的 IPO 股票的两年期平均增长率就明显低于同期沪市 IPO 股票的平均增长率。这反映这段时间内深市上市企业的持续增长能力相对较弱。相对于沪市 A 股指数，沪市 1999、2000 年的 IPO 股票到 2002 年 12 月 10 日平均长期异常收益率均为负，其值分别为-0.0001679%、-0.0001399%，即 IPO 股票的股价平均增长率不如沪市 A 股指数。

## 2. 影响 IPO 后异常收益率的十大因素

我们提取了深沪两市影响 IPO 后异常收益率的前十大因素。按重要性递减排列，见表 5。

表 5. 深沪两市影响 IPO 后异常收益率前 10 位重要因素（按重要程度递减）

深市前 10 位重要因素	沪市前 10 位重要因素
发行价格	发行价格
承销商排名	第二长周期中的时机
IPO 后一年每股净利润	含战略投资者股份的可流通比例
IPO 之前一年每股净利润	IPO 抑价率
立即可流通比例	超额认购倍数
法人股比例	第四长周期中的时机
总股本	IPO 后第一年每股净利润
超额认购倍数	国家股比例
国家股比例	申购资金
第三长周期中的时机	IPO 之前一年每股净利润

---

本报告采用的模型能一步预测沪市 81.37%、深市 83.3%的 IPO 长期异常收益率。残差都通过了随机游走检验，这表明使用该模型对 IPO 长期异常收益率的影响因素进行识别和分析是适合的。

### 3. 深市IPO后长期异常收益率影响因素分析

发行价格。整体看来，随着发行价格的升高，长期异常收益率有明显下降的趋势。

承销商排名。承销商排名对长期异常收益率有显著影响，这表明，在深圳股票市场，承销商发掘企业长期成长性的作用还是比较明显的。但在上海股票市场，承销商排名对长期异常收益率没有显著影响。

IPO 前后一年的每股净利润。当 IPO 后第一年的每股净利润在 0-0.25 元之间时，异常收益率具有随每股净利润上升而下降的趋势，大于 0.25 元时则有随每股净利润上升而上升的趋势。在 0.25 元区间的上升趋势和国外的理论假设比较接近。但在 0-0.25 元之间的下降趋势是国外理论假设所不能解释的，也不能完全由企业的投资价值来解释。这可能受到曾经盛行的 ST 股票价格猛涨的现象的影响。IPO 前一年每股净利润对长期异常收益率的影响也具有类似的效应。

立即可流通比例、含战略投资者持股的流通比例。立即流通比例与长期异常收益率没有确定的关系。随着含战略投资者持股的流通比例的提高，长期异常收益率有下降的趋势。这表明，通过战略投资者配售来提高发行企业长期成长能力的政策并没有得到预期的效果。

法人持股比例、国家股比例、职工股比例、海外发行或者 B 股比例。法人持股比例对长期异常收益率的影响大致可以分为两个区间：0-48%、50%-80%。在前一个区间，当法人持股比例在 15%时，异常收益率达到最高，而比例小于 15%时为上升趋势，在大于 15%为下降趋势；国家股比例在 35%以下时，长期异常收益率随国家股持股比例上升而下降，当国家股比例在 35%以上时，长期异常收益率有上升趋势，但波动很大，不能得出“提高国家股比例有助于提高长期异常收益率”的结论。因此，国家股对长期异常收益率的影响是不确定的；随着职工股比例的提高，长期异常收益率有明显下降的趋势。这表明，市场很担心职工股流通对价格的影响；海外发行或者 B 股比例在 10%左右时，长期异常收益率达到最高。然后随着这个比例的提高而下降。

---

发行规模、总股本。结果表明，发行规模在 2.8-3.2 亿股左右的股票的长期异常收益率明显较高。在这个区间外，发行规模对长期异常收益率影响不大。总股本对长期异常收益率的影响也不确定。

IPO 时机选择。市场时机选择对测量的 IPO 长期异常收益率有影响。在代表市场周期的四个周期中第三长周期的 0.8 个周期（其他周期中的相对时机不变的情况下）处上市的股票的 IPO 长期异常收益率最高。而在其他周期的相对时机相同的情况下，在最短周期的 0.6 个周期处上市的 IPO 长期异常收益率最高。

由于周期因素，用来分析的时间长度可能也会产生影响。可见在测度长期异常收益率时，周期因素和分析时间区间的选取（包括起始时间选取）的影响是不能忽略的。

超额认购倍数、申购资金、中签率。整体来看，这三个指标对长期异常收益率的影响也不确定。因此这三个指标对于企业价值估计的帮助不大，可能只反映了 IPO 市场的非理性或者炒作的程度。

发行方式。在深市实际采用的三种发行方式中，上网/配售下的长期异常收益率最高，其次为二级/上网方式。纯上网的长期异常收益率最低。理论上认为，发行方式对股票的分配有着重大影响。这种分配会影响治理结构、一定时期内股票的交易情况，这对股票价格和价值都有影响，从而影响长期异常收益率。但发行方式对长期异常收益率的影响没有进入前十位表明，这三种方式在筛选股价具有长期成长性的企业方面没有显著差异。

IPO 抑价率。IPO 抑价率对长期异常收益率的影响不一致，不存在国外假设的那种情况：IPO 抑价率越高，长期异常收益率越低。

另外，发行与上市时间间隔与长期异常收益率之间没有关系。

### 三、有关的政策含义

1. 通过本报告的研究发现，理论上与企业价值有关的因素分别只能解释深、沪股市 IPO 抑价率的 38%和 48%，其余部分都是不能够用这些因素解释的随机成分。这表明了在我国股市中，与企业价值有关的因素虽然是影响 IPO 的重要因素，但不能够解释的因素对 IPO 的影响则更大，这与成熟市场的情况显著不同。这种畸形现象将严重影响证券市场资源配置的效率。监管者应该采取各种措施尽快改变这种现状，这些措施包括：培育成熟的市场参与者以提高市场参与者的理性程度；建立多层次的证券市场并增加投资品种以满足不同投资者的需求，从而解决有效供给不足的问题；提高上市公司的整体质量以增加整个市场的可投资性；在进行发行制度改革过程中，

---

有关政策的制定应该从长远角度考虑，并尽量保持一致性。

2. 进一步加强承销商在证券发行中的责任。无论是理论研究还是国外成熟市场的实证研究均表明，承销商的声誉在证券发行过程中发挥着重要作用（尤其在降低投资者和发行者之间的信息非对称方面）。然而我们的研究表明，总体来说，承销商在这方面的作用有待于进一步发挥。现有发行制度设计的缺陷（如通道制一定程度上降低了承销商之间的竞争，也降低了声誉好的承销商的积极性）、较长期审批制和指标制的发行制度导致承销商在核准制和通道制下缺乏经验等都是造成这一结果的重要原因。由于承销商在证券发行中所发挥作用的缺乏将直接影响证券市场的效率，尤其是加大发行者与投资者之间的信息非对称。证监会近期推出的发行保荐人制度对加强了承销商在证券发行中所承担的责任，使资本市场的供给输入有了质量保证，这是一个很大的进步。

3. 进一步深化发行定价制度改革。我们发现，相对于行政定价方式来说，核准制下股票首次发行的抑价程度得到了较大程度的降低，但仍然严重偏高。这与目前发行定价的市场化程度虽有所提高但远没有实现真正的市场化有关。新股发行制度的最终出路在于完全市场化，让市场决定新股的发行价，消除人为定价和限制发行所带来的无风险利润。