

⑥

45-52

中国证券一级市场分析<sup>①</sup>

王军波, 邓述慧

(中国科学院系统科学研究所, 管理、决策与信息系统开放研究实验室, 北京 100080)

F 832.5

**摘要:**根据现代证券市场理论,利用 VARMA 模型研究了中国证券一级市场最近三年的发展及相关证券市场变量对证券一级市场的影响,发现当前我国的证券一级市场存在着超额报酬率,在研究分析的基础上给出我国证券一级市场存在超额报酬率的可能的解释及相应的政策建议。

**关键词:**证券一级市场;超额报酬率;认购中签率;发行量;发行价  
**分类号:**F831 **文献标识码:**A **文章编号:**1007-9807(2000)01-0045-08

证券市场, 市场分析, 中国, 股票发行

## 0 引言

证券一级市场即国外通称的 IPO 市场, IPO 是 Initial Public Offerings 的缩写, 即首次公开发行的股票, 或原始发行的股票(原始股)。证券一级市场是指原始股发行市场, 它是证券市场的重要组成部分, 是股份制企业与广大投资者之间资金融通的桥梁。市场有效性假说认为, 新上市的股票不应该存在超额报酬率, 因为众多的逐利行为会使超额利润消失, 但众多的对各国的证券一级市场的实证研究<sup>[1-4]</sup>大都支持“新上市股票具有超额报酬率”的说法。Ibbotson<sup>[1]</sup>因不明其理而以“谜”称之。在此之后, 众多学者尝试从不同的角度来解释这一现象。Baron<sup>[3]</sup>从市场投资者对新发行股票的需求量的不确定性以及发行人与认购者之间信息不对称而采取低发行价策略的角度, 对新上市股票的超额报酬率进行解释。Afflect-Grave<sup>[6]</sup>则认为市场监管体制的不同导致证券一级市场的不同超额报酬率。Booth-Chua<sup>[7]</sup>从新发行股票的股权高度分散的角度对此现象进行了研究。Ritter<sup>[8]</sup>探讨了股市兴旺与否对新股超额报酬率的影响。Rock<sup>[9]</sup>从 Grossman“悖论”入手, 认为

投资者之间存在信息不对称, 即存在有信息群与无信息群, 证券一级市场上出现了所谓的“中签者的诅咒”的现象, 所以新股发行价格必须低于正常价格以确保无信息投资者去购买股票, 即认为“没有低价发行, 较少具有信息的投资者将不进入新股市场, 并且许多新股发行就会失败”, 并以此推出申购新股存在超额报酬率。Allen<sup>[10-12]</sup>等人认为证券一级市场新股的低价发行以及低价发行的幅度是发行上市公司内在价值的一种体现。当然关于证券一级市场的超额报酬率还有其他许多的理论, 如 Timic 的补偿理论、Lee 等人的发行与上市时间间隔风险补偿理论等<sup>[11-20]</sup>。

中国证券市场以 1990 年 12 月上海证券交易所与 1991 年 4 月深圳证券交易所营业为标志, 在短短不到 10 年的时间里得到了迅速的发展, 在推动我国经济结构转型、拓宽融资渠道和促进经济发展方面发挥着越来越重要的作用。证券市场已成为国民经济发展的“晴雨表”, 为国家和中央银行的金融政策的实施提供了重要的依据。证券市场的一级市场和二级市场是证券市场中既相互依赖又相互影响的两个部分, 只有同时拥有高效而标准的一级市场和二级市场的证券市场才是一个

① 收稿日期: 1998-11-16; 修订日期: 1999-08-16。  
基金项目: 国家自然科学基金资助项目(79790130)。  
作者简介: 王军波, 中国科学院系统科学研究所博士生。

高效而标准的市场.但在目前,我国对证券一级市场的研究还很少,王晋斌、清风、许健刚<sup>[21-24]</sup>等对中国证券一级市场的超额报酬和风险进行了研究,发现中国证券市场也存在着“新上市股票具有超额报酬率”的现象,并给出了一定的解释.

## 1 中国证券一级市场简介

在当今中国证券市场体系中,新股的发行上市实行的是额度控制.在此过程中,中国证监会是其中最为重要的监管机构,它负责起草年度新股发行计划和新股发行额度,经证券委和国务院批准后,把新股发行计划和发行额度下发到各地方政府,各地方政府获得宝贵的发行额度后,即组织当地企业进行筛选、改制、申请等,最后报经中国证监会批准即可向社会公开发行人新股票.

在短短 10 年的时间里,中国的证券一级市场经历了几个发展阶段:(1)在上海、深圳证券交易所刚刚成立的 1991 和 1992 年,由于证券尚没有得到广大投资者的认同,企业改制尚没能在全国范围内推广施行,两年中,只有很少几只股票共约 15 亿股 A 股新股在深沪两交易市场发行上市交易;(2)1993 年,中央政府决定加快社会主义市

经济和现代企业的建设,证券市场作为企业改制的主要渠道,得到了迅速增长,证券一级市场也发展迅速.1993 年—1994 年 7 月,深沪两证券交易市场共发行新股 A 股 53.56 亿股,B 股 23.19 亿股;(3)为了控制经济过热现象,抑制过高的通货膨胀率,1994 年,中央政府施行“收缩银根、适度从紧”的经济政策,上海证券市场综合指数从 1536 点跌至 333.29 点,证券一级市场也由高峰跌入低谷.为了保证证券市场资金分配,保持证券市场的稳定和发展,中国证监会决定从 1994 年 7 月 30 日暂停新股发行上市,从 1994 年 8 月到 1995 年 11 月,整个证券市场只发行上市了 5.32 亿 A 股,10.90 亿股 B 股,中国证券一级市场走过了一个低迷的时期.(4)进入 1996 年,随着央行两次调低利率和经济的顺利平稳过渡,证券市场逐渐回暖,证券一级市场也随后走出低谷,新股发行速度逐步加快,新股上市额度逐年增加,1996 年新股上市额度为 150 亿,1997 年新股上市额度为 300 亿,中国证券一级市场进入了一个飞速发展的阶段.表 1 至表 3 是 1996 年 1 月—1998 年 8 月 16 日,中国证券一级市场新股发行(不包括历史遗留问题)情况:

表 1 1996 年新股发行情况

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
新股数量	6	3	6	5	15	24	16	18	20	17	18	16

表 2 1997 年新股发行情况

月份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
新股数量	20	7	6	24	26	40	24	6	9	9	8	5

表 3 1998 年新股发行情况

月份	1	2	3	4	5	6	7	8
新股数量	8	5	4	9	11	17	3	2

## 2 样本资料、实证处理技术

为了进行动态发展分析,采用 1996 年 1 月到 1998 年 8 月 16 日在上海和深圳发行上市的股票,其中按年份把这些上市的股票分为三部分:140 只(1996 年)、184(1997 年)和 60 只(1998 年),当然所有这些股票中不包括历史遗留问题股

票的上市.在这些上市股票的相关变量中,主要考虑与研究相关的各股票发行价格、发行数量、认购中签率、股票发行当年的公司净资产收益率、股票上市后第一天的收盘价、股票上市当月大盘平均收益率、股票发行日期与上市日期等多维数据.由于资料数据的原因,1997 年有的数据项无法收集到,本文所采用数据来源于中国证监会月报和《胜龙》股票系统中各上市公司的信息和上海、深圳市

场的情况。

在探讨新上市股票的超额报酬率时,理论上必须先知道均衡价格,但均衡价格是无法准确知道的。Downes 和 Heikel 曾提出了估算新上市股票价值的回归式,但在实际分析中,大多国外学者采取新股票上市第一个交易日的收盘价为观测期的均衡价格。在本文中采用新股票上市第一个交易日的收盘价为观测期的均衡价格。在计算超额报酬率方面有两种方法:一是计算上市第一天的超额报酬率,二是计算上市后一段时间累计的超额报酬率。在本文中采用第一种方法,是由于在考虑了中签率之后,与中签率联系紧密的变量是发行价格、发行量及未中签者最快能在市场上买到股票的价格与日期,同时用上市第一天价格来计算可以减少系统的干扰误差。

在传统的计量经济学的实证研究中常常有一个前提,那就是,所选的关于各个变量的序列必须是稳定的,这样才能保证在模型选择和检验时一些统计量,如衡量模型拟合数据程度的拟合度,检验变量显著性的 t-统计量等具有其标准的分布,根据这些统计量的统计推断才能有据可行和有效可靠。在本文中,首先对所采用的数据进行了 ADF 和 Phillips-perron 平稳性检验,所有这些检验表明所采用的数据为平稳序列,在此平稳性下,

$$E = 183.53 - 1.7 * 10^{-3}V - 1.32R - 10.38P + 0.93AR(1) - 0.68MA(1) - \varepsilon$$

(第 1 行括号里的数字是标准误差,第 2 行括号里的数字是 t-统计量)

该方程的一些相关检验结果如下:

$R^2=0.392$	$DW=1.86$	$F=16.98$
$LM(2)=1.274(0.283)$	$LM(4)=1.51(0.21)$	$LM(8)=1.25(0.27)$
$ARCH(1)=0.0788(0.78)$	$ARCH(2)=1.25(0.29)$	$ARCH(3)=1.03(0.38)$
$RESET(2)=5.59(0.005)$	$RESET(3)=6.54(0)$	$RESET(4)=6.89(0)$
$WH(\text{no cross terms})=0.20(0.98)$	$WH(\text{with cross terms})=0.44(0.91)$	

(括号里的数字是接受相应零假设的概率)

所有的统计检验都是相当不错的,方程是稳定的。从该方程中可以看出:新股申购超额收益率和股票的发行数量、认购中签率以及股票发行价格等变量显著相关,与其他变量的相关性并不显著。由该回归方程可以看出:新股申购超额收益率与新股发行数量、认购中签率以及股票发行价格成反比关系。依据供求规则可知,股票发行数量越

采用事件分析的方法,通过 OLS 回归方法和 ARIMA 模型对上述数据进行分析。

### 3 实证结果及其分析

在建立实证模型中,选用和新发行股票超额收益有关的如下变量进行分析:股票发行价格  $P$ 、股票发行数量  $V$ 、认购中签率  $R$ 、股票发行当年公司净资产收益率  $D$ 、新股申购超额报酬率( $E = (\text{上市第一天收盘价} - \text{发行价格}) / \text{发行价格} * 100\%$ )、股票上市当月大盘平均收益率  $A$ 、股票发行与上市之间的间隔时间  $T$ 。通过 ADF 和 Phillips-perron 平稳性检验可知,上述数据均为平稳序列,所以,可以采用 OLS 方法和 ARIMA 模型对上述数据进行分析。

通过计算得出 1996—1998 年证券一级市场新股申购平均超额报酬率分别为 102.25%、147.64% 和 142.70%,这表明在中国,证券一级市场上存在着新股申购超额报酬率现象,且新股申购超额报酬率呈上升的趋势。

为了得到尽量简洁的模型,采用 Hendry 的从一般到特殊的模型变量选择方法,去掉检验不显著的变量,最后得到三年中各年的回归方程:

1996 年回归方程为:

多,则其超额报酬率越低;理论上认购中签率越低,表明市场投资者对新股的需求就越大,就其均衡点而言,新股申购超额收益率与认购中签率成相反关系,这也完全符合供求规则;而发行价格的高低则影响着对新股的需求量,所以新股发行价格和新股申购超额收益率成相反关系,这也反映了供求关系的作用。由方程中可以得出,新股申购

超额收益率和该上市公司当年的净资产收益率、该股票上市当月的大盘平均收益情况以及股票发行到上市的时间间隔长度等变量均无关。由以上的分析可知,1996年,由于央行的两次降低利率,大量闲置资金流入证券市场,受此影响,证券一级

市场的新股申购超额报酬率不受上市公司本身的业绩情况和整个市场大盘情况的影响,而完全是一种由供求关系决定的市场,表明1996年的证券一级市场是一种非理性的投机性市场。

1997年回归方程为:

$$E = 248.86 - 4.5 * 10^{-3}V - 17.12P + 2.45D - 2.92A + 0.73AR(1) - 0.42MA(1)$$

(第1行括号里的数字是标准误差,第2行括号里的数字是t-统计量)

$$\begin{array}{lll} R^2=0.36 & DW=1.93 & F=16.22 \\ LM(2)=1.07(0.34) & LM(4)=0.82(0.51) & LM(8)=0.631(0.75) \\ ARCH(1)=0.033(0.86) & ARCH(2)=0.052(0.95) & ARCH(3)=0.21(0.89) \\ RESET(2)=21.93(0) & RESET(3)=14.68(0) & RESET(4)=11(0) \\ WH(no\ cross\ terms)=1.73(0.096) & WH(with\ cross\ terms)=2.09(0.014) \end{array}$$

(括号里的数字是接受相应零假设的概率)

从该方程中可以看出:在1997年,新股申购超额收益率除受新股发行数量和发行价格等反映市场供求关系的变量的影响之外,发行股票当年的公司净资产收益率以及新股发行上市当期的大盘平均收益率等变量对新股申购超额报酬率也有显著影响。由该回归方程可以看出:新发行股票的公司当年的净资产收益率越高,新股发行上市当期大盘平均收益率越高,则新股申购超额报酬率也就越高,这表明市场投资者越来越看重发行股票的公司的盈利情况以及新股上市时期大盘的表现。这表明,随着1996年央行两次降低利率,大量闲置资金流入证券市场,证券市场上出现了大量泡沫,央行和证监会为了规范市场,在1996年12月16日发表了人民日报社特约评论员文章,同时公布1996年发行上市额度为100亿,随后又追加1996年发行上市额度50亿,1997年发行上市额度300亿。并在4月份把证券市场交易税由3%

提高至5%。央行和证券委的所有这些政策一方面加大了证券市场的供给量,另一方面也限制了市场对新股的需求量。所以,1997年除新股发行数量、新股发行价格等反映市场供求情况的变量对证券一级市场的新股申购超额报酬率有显著影响之外,在1996年对新股申购超额报酬率没有显著影响的发行股票的上市公司当年的净资产收益率、同期大盘平均收益情况等变量,在1997年成为对新股申购超额报酬率有显著影响的变量。由此可以看出,1997年证券一级市场上,供求关系仍是一个影响新股申购超额报酬率的重要因素,但投资者在申购新股的时候越来越注重上市公司的经营情况和证券二级市场的表现,这表明投资者在申购新发行上市的股票时开始考虑自己的投资能否获得预期的收益。这说明1997年中国的证券一级市场在逐渐走向理性和成熟。

1998年回归方程为:

$$E = 165.68 - 6.16 * 10^{-3}V - 9.19R + 1.3D + \varepsilon$$

(第1行括号里的数字是标准误差,第2行括号里的数字是t-统计量)

$$\begin{array}{lll} R^2=0.41 & DW=2.04 & F=12.15 \\ LM(2)=0.06(0.94) & LM(4)=0.26(0.90) & LM(8)=0.75(0.65) \\ ARCH(1)=0.24(0.63) & ARCH(2)=0.57(0.56) & ARCH(3)=0.50(0.68) \\ RESET(2)=12.38(0) & RESET(3)=8.69(0) & RESET(4)=6.48(0) \\ WH(no\ cross\ terms)=0.980(0.45) & WH(with\ cross\ terms)=0.67(0.73) \end{array}$$

(括号里的数字是接受相应零假设的概率)

所有的统计检验都是相当不错的,方程是稳定的.从该方程中可以看出:新股申购超额收益率和股票的发行数量、认购中签率以及股票发行公司当年的净资产收益率等变量显著相关,与其他变量的相关性并不显著.由该回归方程可以看出:新股申购超额收益率和新股发行数量、认购中签率等变量成反比关系,而与股票发行公司当年的净资产收益率成正比关系.依据供求规则可知,股票发行数量越多,则其超额报酬率越低;理论上认购中签率越低,表明市场投资者对新股的需求就越大,就其均衡点而言,两者成相反关系,这完全符合供求规则;而若投资者是理性投资者,则其在申购新股时,首先考虑的是该公司的经营情况及是否能得到预期的收益.所以若公司的经营情况越好,净资产收益率越高,则投资者的投资欲望也就越强,所以其超额报酬率也就越高.由方程中可以得出,新股申购超额收益率与该股票上市当月的大盘平均收益情况无关,与股票发行到上市的时间间隔长度无关,与股票的发行价格也无关.由以上的分析可知,1998年,由于央行连续两次降低利率,同时证券市场的证券交易费用也由5%下调至4%,受此政策调整的影响,大量闲置资金再次流入证券市场,对新股的需求量大幅上升.而同时,为了保持低迷的证券二级市场的稳定,证监会减慢了新股票的上市速度.受此影响,证券一级市场再次出现了新股供需的失衡,新股申购超额报酬率再次受到供求关系的影响.而同时,股票上市公司的当年净资产收益率对证券一级市场新股申购超额收益率也有显著的影响.这说明1998年中国的证券一级市场一方面有新股供需失衡的现象,但整个市场投资者相较1996年的市场投资者,是理性而成熟的,中国的证券一级市场在逐步走向成熟.

#### 4 中国证券一级市场存在新股申购超额报酬率的原因分析

中国证券一级市场存在新股申购超额报酬率既源于中国证券一级市场本身的构造缺陷,即它继承了计划经济的基本内核;上市额度计划分配,股票按计划价格发行等缺陷,同时又是由于中国

的证券市场处于刚起步阶段,市场规模较小等原因所致.

(1)上市额度计划分配.正常的股票市场中,上市是按照明文公布的标准和程序下的自愿申请制度.企业只要符合标准,经过审查合格,都可以上市.公司上市后,既要公众负责,受到公众的监督,承担比非上市公司多得多的披露信息的义务和回报股东投资的责任,还要面临业绩不佳被兼并的危险.因此,上市是否有利、是否选择上市以及何时上市交易等原则上是市场行为.而在我国由于证券市场刚刚起步,还处于实验阶段,投资者的投资和风险意识还很不成熟,对证券的投资价值的分辨能力还很薄弱,为了保护投资者的利益,避免出现“一哄而上、一放就乱、一乱就收、一收就死”的恶性循环,促使证券市场的健康发展,中国采用上市公司审核制,证券管理机构有权批准和安排公司的上市申请,从宏观上控制证券发行、上市节奏,同时还对公开发行股票的公司的申请上市从资本、获利能力、股本结构等方面都做出具体规定.基本条件符合以后,需聘请资产评估机构、注册会计师事务所、律师事务所等核对接、评估资产、提出法律意向书等,对上市证券进行严格把关.所有这一切导致上市的供给和市场容量绝对不平衡.跑上市指标成了各级政府最重要也是最困难的任务之一.这里既有权利部门的计划偏好,也有在既定结构下求大于供的无奈.因此,获准上市就等于给了一个合法的无偿筹资圈钱的权力,而且不存在没有行政决定就在经济上停牌破产的可能.因此,上市公司的额度本身就具有价值非浅的“含金量”.这导致市场需求远大于市场的供给,也就不难解释为什么中国新股认购中签率是如此之低了,而新股申购的超额报酬率是如此之高了.

(2)计划价格发行.在一个正常的证券市场中,新上市公司的股票价格是由基于对其内在价值判断的供求关系决定的.对于一个新上市公司来说,总是希望其股票上市发行价格越高越好,上市价格越高,就表明原有财产卖出了好价钱,就能筹集更多的资金,从而有利于上市公司今后的发展.同样,对于准备购买上市公司股票的新股东来说,总是希望发行价越低越好.供需之间的平衡一般是由承销股票发行的证券公司与上市公司讨价

还价来达成,上市公司愿意在出最好价格又最有信誉的证券商中,挑选一家作为自己的上市代理公司.如果最后市场上的股票发行价格高于双方商定的发行价格,证券商就可以得到一笔可观的发行费.反之,当股票按双方商定的价格卖不出去的时候,证券商就要蒙受损失.在这里,股票发行上市公司、承销股票发行的证券公司和所有以发行价认购股票的人同样承担上市价格不确定的风险,可能赚也可能赔,收益与风险是对应的.

而在当前中国证券一级市场的一个最奇怪的

表4 一、二级市场市盈率比较

市场	月 份					
	1月	2月	3月	4月	5月	6月
沪深两市新股	16.65	15.27	15.64	14.35	14.10	14.95
沪市新股	17.16	15.00	15.00	14.45	14.32	14.77
沪市二级市场	38.47	42.41	44.54	49.67	51.86	51.49

资料来源:《中国证券报》1997年7月18日、22日、28日

由于用计划低价发行新股,一、二级市场过大的差价导致股票认购市场即证券一级市场的无风险暴利,吸引各种社会资金以合法与非合法的途径蜂拥而至,导致认购市场上的供求失衡,扰乱了正常的经济活动和金融秩序,助长了投机之风.1995、1996年在证券市场上,每当有新股发行上市,证券指数就会出现大幅下跌的现象,这说明大量的资金从证券二级市场转移到证券一级市场中.同时,由于计划价严重低于市场供求平衡价,使得企业上市发行的大部分好处落入国内外资金富足的认购者手中.国内A股新股上市当天换手率一般高达70%以上,上市若干天换手率均超过100%的事实说明,绝大多数认购者都不是长期投资者,而是以牟取短期暴利为目的的投机者.这给上市公司的成长和股票市场的稳定发展带来很大的隐患.

(3) 证券市场处于发展阶段,市场规模容量小,成熟的国际证券市场上,证券品种多样化,股票、认股权证、国债、各种指数期货和期权、其他各种债券等数目种类繁多,市场容量巨大,投资者选择面宽.例如:日本在1993年,仅东京股票市场就有1800余家上市公司,市价总值达2500亿美元.美国在1995年,纽约证券交易所就有3200余家上市公司,NASDAQ有近6000种证券供投资者交易.中国证券市场经过十余年的发展,作为证券

现象,就是新上市公司发行股票的价格,不是按照基于对其内在价值预测的市场价格,而是按照主管部门制定的远低于市价的价格发行(如A股规定其发行价格的市盈率不得超过15倍).而现今中国证券市场二级市场的平均市盈率为40~70倍之间,所以新发行上市的股票实际上是以仅相当于市场价格的几分之一的极低价格出售.表4是1997年1—6月(截止1997年6月20日)沪深两市二级市场股票市盈率和同期在沪深两市上市的新股的平均市盈率.

市场的三大支柱的股票、基金、债券已各具规模.其中股票市场的上市公司数量、流通股本及市价总值等均有了很大的发展.截止1998年6月30日,沪深两市股票发行总数已达890只,总股本2113.49亿股,流通股本652.78亿股,流通发行总市值6163.3亿元,市价总值21412.13亿元.虽然股票市场得到了极大的发展,但其在国民生产中所占的比重仍然很低,整个证券市场的市价总值与流通市值占国民生产总值(以1997年为基数)的比重分别为30%和8%左右,而同期银行存款达到8万多亿元,随着央行为了刺激经济的发展而调低存贷款利率,居民和各社会主体投资意识的成熟,银行的大量存款将陆续流入证券市场进行直接投资.在这种情况下,现有的证券市场规模就显得无法满足投资者的投资意愿,导致证券市场上出现求远大于供的局面,使得证券一级市场上出现大幅的新股申购超额报酬率.

## 5 政策建议

由以上的分析可知,我国的证券一级市场存在着上市额度计划分配、计划价格发行以及市场规模过小等不规范和不理想的地方.为了解决证券一级市场上的投机严重,申购新股具有超额无

风险报酬率等现象,规避和防范金融风险,应采取新的政策来控制规范证券市场:

(1)废止计划额度分配,采用国际上通用的备案制审查,制定出明确的高标准又容易验证的上市资格标准,实行上市资格审查。由希望发行上市的公司根据股票市场的变化自行决定股票发行数量和发行时机。证券管理部门和证券交易所只对申请上市的公司进行形式审核,对发行公司本身的经营不加干涉。这样的好处是保持政府和证券交易所的中立性,法律责任完全由发行企业和承销商自行承担,并使投资者能够充分认识“自愿投资、自主决策、自担风险、自负后果”这一股票市场的基本特征,使我国股票市场由“看不见的手”自行调节。股票发行随行就市,使公司是否发行股票,发行多少,上市时间等行为成为一种真正的市场行为,而不再是一种行政行为。

(2)废止计划价格,施行竞价发行的方式发行新股票。在当前规则很不健全的证券市场体系下,为了保证公司的顺利转轨和发行上市,证券监管机构人为地规定了发行价格的较低市盈率,以此来赢得社会闲散资金和证券二级市场资金的支持,从而利于发行工作的顺利完成,但我们也应看到这种发行价格不可避免地导致市场投机行为和新股认购超额报酬率的产生,导致资金大量涌入证券一级市场,使证券二级市场陷入长期资金匮乏的境地,而二级市场的长期低迷将不可避免地影响一级市场上证券的顺利发行,使证券市场进入一种恶性循环,从而不利于证券市场的长期发展。解决这个问题的方法同解决计划额度分配的方法一样,就是采用国际通用的注册制,证券管理部门和证券交易所只对申请上市的公司进行形式审核,不再强制规定新上市公司的上市价格市盈率,股票发行随行就市,由发行上市的公司和证券承销商根据股票市场的情况协商决定股票发行价格,使股票发行价格成为一种市场行为,而不再是一种行政行为。

### 参考文献:

- [1] Ibbotson R. Price performance of common stock new issues[J]. *Journal of Financial Economics*, 1975, 2: 235~272
- [2] Ibbotson R G, Ritter J R. Initial public offerings[M]. in R. A. Jarrow, V. Maksimovic and W. T. Ziemba eds, *Handbooks of Operations Research and Management Science: Finance*. North-Holland, 1995, 993~1016
- [3] Levis M. The long-run performance of initial public offerings: The UK experience 1980-1988[J]. *Financial Man-*

(3)扩大股票上市规模,促进国家股和法人股等非流通股上市流通。在中国股票市场上市的同—公司的股份,被划分为流通股和非流通股,在流通股中,又分为A股、B股、H股等,在非流通股中,又包含国有股和法人股,其中非流通股份占总股份的大约70%,流通股份只占总股份的30%左右。1996年以来,随着央行的几次调低利率,大量资金流入证券市场,而证券供给数量较少,市场规模太小,导致大量资金滞留于证券一级市场中。证券一级市场资金与证券供给的比例关系失衡,必然产生部分泡沫现象,并对场外资金产生一定的示范作用,诱发新的资金进入证券一级市场。所以,在当前证券一级市场上,一方面是对股票的巨大需求和供给的严重不足;另一方面是存在大量的不能上市流通的国家股和法人股,大量的企业需要增资减债,需要通过改革、改组、改造原有体制,建立新的机制。因此,可以充分利用证券一级市场淤积的和继续增加的货币资金,加大新股的发行力度,把符合国家产业和产品或者区域发展政策的原国有大中型企业,通过股份制改造发行新股而推向证券市场,增加对企业的投入,实现“居民存款资金—证券市场投资资金—购买企业证券—企业实现筹资—生产流通领域资金”的良性循环。允许一年或者三年以上的国家股、法人股转配的个人股适时上市流通,最终促进国家股和法人股等非流通股上市流通,这是确保证券市场扩大资产存量的最有效途径,更是增大市场规模,盘活现有企业存量资产并促使其建立经营新机制的最有效办法,也是解决中国证券市场规模及其结构的关键。

总之,中国证券一级市场三年的实证研究表明,当前中国的证券一级市场存在着“新股申购超额报酬率”现象,中国证券一级市场存在着一定的问题,但从三年的比较实证研究可以看出,证券一级市场在逐渐走向理性和成熟。

- agement, 1993, 22: 28~41
- [4] Ljungqvist A L. Pricing initial public offerings: further evidence from Germany[J]. *European Economic Review*, 1997, 41: 1309~1320
- [5] Baron D. A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues[J]. *Journal of Finance* 2, 1982, 2: 955~976
- [6] Affleck-Graves J, Miller R E. Regulatory and procedural effects on the underpricing of initial public offerings[J]. *Journal of Financial Research*, 1989, 12: 193~202
- [7] Booth J R, Chua L. Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing[J]. *Journal of Financial Economics*, 1996, 41: 291~310
- [8] Ritter J R. The costs of going public[J]. *Journal of Financial Economics*, 1987, 19: 269~281
- [9] Rock K. Why new issues are underpriced[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15: 187~212
- [10] Allen F, Faulhaber G. Signalling by underpricing in the IPO market[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 23: 303~323
- [11] Grinblatt M, Hwang A C. Signalling and the pricing of new issues[J]. *Journal of Finance*, 1989, 44: 393~420
- [12] Welch I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings[J]. *Journal of Finance*, 1989, 44: 421~449
- [13] Beatty R P, Ritter J R. Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15: 213~232
- [14] Ibbotson R G, Sindelar J, Ritter J R. The market's problems with the pricing of initial public offerings[J]. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, 1: 37~45
- [15] Lee P J, Taylor S L, Walter T S. Australian IPO pricing in the short and long run[J]. *Journal of Banking & Finance*, 1996, 20: 1189~1210
- [16] Hanley K W, Kumar A A, Seguin P J. Price stabilization in the market for new issues[J]. *Journal of Financial Economics*, 1993, 34: 177~197
- [17] Ritter J R. The hot issue market of 1980[J]. *Journal of Business*, 1984, 57: 215~240
- [18] Loughran T, Ritter J R, Rydqvist K. Initial public offerings: international insights[J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1994, 2: 165~199
- [19] Ruud J S. Underwriter price support and the IPO underpricing puzzle[J]. *Journal of Financial Economics*, 1993, 34: 135~151
- [20] Tinic S M. Anatomy of initial public offerings of common stock[J]. *Journal of Finance*, 1988, 43: 789~822
- [21] Xu Jiangang. Anatomy of underpricing of initial public offerings in China[C]. Paper of the 3rd Academic Meetings of China-Hong Kong Stock Market Research, 1996
- [22] Xu Jiangang, Tang Guoxing. Chinese Initial Public Offerings[C]. Paper of the ICM'98 in Shanghai.
- [23] 清风. 中国股市风险的根源在于一级市场[J]. *经济研究*, 1998, 2
- [24] 王晋斌. 新股申购预期超额报酬率的测度及其可能的解释[J]. *经济研究*, 1997, 12

## Some analysis about Chinese's IPO market

WANG Jun-bo, DENG Shu-hui

Institute of Systems Science, Academia Sinica, Beijing 100080, MADIS

**Abstract:** Based on the modern securities market theory, this paper analyze the development of the IPO market of China. We do some analysis of the influence of the correlation variables of the securities market on the IPO market's return by using VARMA model. Based on the analysis, we found that there exist underpricing appearance in the past three years in China IPO market. At last, we give some explanatory for the underpricing of the IPO market and several policy suggestions.

**Keywords:** IPO market; underpricing; issue volume; issue price