

论我国首次公开发行股票的价格行为与信息不对称^{*}

厦门大学 刘 彤 吴世农

内容提要：目前的研究已经发现在我国上海和深圳证券市场上首次公开发行的新股（A股）存在明显的短期“定价偏低”问题，初始收益率高达120%至220%，为全球之首。一般认为这是由于实行限制发行价格的制度引起的。我们认为这种解释忽视了发行市场上各方“信息不对称”的问题。本文以上海证券市场为研究对象，选取1996年1月—1998年6月96家发行新股的公司，收集有关公司发行新股上市前披露的公开信息和上市初期的有关资料，应用单因素方差分析和回归分析方法，考察影响IPO初始收益率的因素，研究公开披露信息与IPO初始收益率的相关程度，探讨形成新股发行定价偏低的机理。研究发现：根据普通投资者所能获取的信息设计的22个因素，其中9个因素对IPOs的初始收益率影响显著。但由于各因素之间信息重叠，经过逐步回归分析只保存4个因素，4个因素与初始收益率之间的调整相关判定系数仅为18.9%。这表明新股上市前后公开披露的信息所能够解释初始收益率的变化十分有限。

关键词：新股低价发行 信息不对称 中国

一、研究回顾与存在问题

近25年来，首次公开发行股票（Initial Public Offering, IPO）定价问题一直是财务经济学研究和争论的焦点，Ibbotson（1975）、Loughran和Ritter（1995）都称之为“新股发行定价之谜”（The New Issue Puzzle）。“新股发行定价之谜”的研究主要集中在以下三个方面：

（1）IPO的短期定价现象（The Short-run Underpricing Phenomenon）及其形成机理，即首次发行的股票定价偏低导致较高的初始收益率的证据和原因。实证研究表明（Ritter, 1984; Beatty and Ritter, 1986; Ibbotson et al, 1994; Rydqvist, 1997; McGuinness, 1993; Koh and Walter, 1989; HL Chen, 1992）：无论是发达的资本市场、新兴的资本市场或发展中的资本市场，都存在首次公开发行股票（IPO）短期定价偏低现象，即在上市首日价格迅速攀升，使持有首次公开发行股票的投资人能获得很高的初始收益率。然而，为什么IPO短期定价偏低呢？对此学术界有不同的解释，其中最著名的是“信息不对称论”（Rock, 1986），又称

^{*} 我们由衷感谢香港中文大学工商管理学院财务系张华教授为作者提供在中文大学进行学术交流和讨论这一研究课题的机会。同时感谢中文大学张华、齐大庆、Henry M. K. Mok、贾建民等教授的评论和修改建议。本文是国家自然科学基金资助项目《我国证券市场风险的形成、评价、监控和预测研究》课题的一部分。

“洛克模型”(Rock Model),即IPO短期定价偏低是因为投资者、公司和承销商三者占有的信息不对称造成的。Rock认为:潜在投资者之间存在着信息不对称,因此可将潜在投资者分为“有信息的投资者”(Informed Investor)和“无信息的投资者”(Uninformed Investor)。由于有信息的投资者具有信息优势,他们一般只认购定价偏低的新股,而无信息投资者认购定价偏高的新股的可能性比较高。然而,一级市场又依赖于无信息投资者的积极参与,特别是在有信息投资者的需求有限或不足的条件下。Rock指出:为了保证无信息投资者能获取市场平均收益或至少是无风险收益率,避免无信息投资者因不对称购买而丧失再投资积极性,首次公开发行股票承销人必须按一定的折扣确定新股发行价,即“折价发行”,“折价”可视为对无信息投资者认购定价偏高的新股遭受损失的一种“补偿”。Beatty和Ritter(1986)则进一步认为,首次公开发行股票短期定价偏低的程度与其上市后市场可接受的价格水平的不确定性有关,这是因为如果不确定性高,则“赢者的诅咒”就更严重,获取信息的成本也相应更高。Ritter(1984)指出这种事先的不确定(Ex Ante Uncertainty)不是“系统性风险系数”(贝塔),而是没有占据完全、充分信息的投资者所面临的“后市交易价格的不确定”。Koh和Walter(1993)及Keloharju(1993)的研究提供了支持“洛克模型”的证据,但由于数据问题而无法检验。关于首次公开发行股票短期定价偏低现象的形成机理,尽管各种相关研究层出不穷,但迄今为止尚无定论。

(2) IPO的时机性发行现象(Hot Issue Market Phenomenon)及其对市场有效性假设的挑战,即公司考虑和选择发行权益资本的时机,以较高的价格发行股票。如果公司相信本公司的股票价格高估,他们就可能决定立即发行权益资本。这样,因为他们出售的股票超过其实际价值,从而为现在的股东创造了价值。反之,如果经理们相信本公司的股票价格低估,他们就可能决定等待,希望总有一天公司股票的价格可以上升到其实际价值的水平。从理论上来说,如果市场有效,证券的定价总是准确的。由于有效市场意味着股票总是按照它的实际价值出售,因此选择股票发行时机的决策无关紧要。然而,实证研究表明公司的经理一般在价格高估的时候发行股票。换言之,他们成功地选择市场的发行机会。Loughran and Ritter(1995)的研究发现:在实施“首次公开发行”之后的5年期间,公司的年平均收益,与没有实施IPO的同类市场资本化规模的公司相比,大约低7%。此外,Loughran and Ritter还研究“多次的权益资本发行”(SEO),即公开上市的公司增发新股。他们发现,实施“多次权益资本发行”之后的5年期间,公司的年平均收益,与没有实施SEO的同类公司相比,大约低8%。此外,如果公司可以选择时机发行股票,也许他们也能够选择购买股票的时机。在这里,如果股票的价值被低估,公司可能购回其发行的股票。Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995)的研究发现:公司在回购股票之后的2年期间,股票的平均收益异常地高,这表明选择交易时机显然也是有效的。

(3) IPO的长期价格表现(Long-run Performance)及其与IPO发行定价之间的关系,即新股发行上市后较长一段时间(3至6年)股票价格的变动趋势及其与发行定价的关系。根据Miller(1997)提出的“差异期望理论”(Heterogeneous Expectation Theory),随着时间推移和信息愈来愈充分,乐观投资者和悲观投资者之间的看法趋于一致,所以市场价格下降。因此,新股发行的长期价格表现与发行时的低价现象成反比。除了Loughran等人(1994)和Kim等人(1995)的研究外,多数的实证研究(Ritter, 1991; Loughran and Ritter, 1995; Shaw,

1971; McGuinness, 1993) 发现新股发行的初始收益率为正, 大大超出同期的市场平均收益率或无风险收益率, 但 3 至 6 年后的价格偏高, 收益下降, 使得超常收益率为负值。

自我国资本市场建立以来, “购买原始股一定有利可图” 几乎成为一条规律, 说明我国首次公开发行新股存在着“短期定价偏低” 的现象。一般认为这是由于政府一直实行新股限价发行政策引起的。据统计, 1997 年我国 126 家公司首次公开发行股票, 上市当日的平均价格涨幅为 138%; 1998 年 104 家公司首次公开发行股票, 上市当日的平均价格涨幅为 121.8%。这些统计资料, 尚未经过 IPO 定价研究所需的技术调整, 即扣除市场收益率。

Mok 和 Hui (1997) 的研究发现我国深圳证券市场 1992—1995 年 104 家公司发行新股, 调整后初始收益率为 256.3% (A 股), 43.2% (B 股)。Wong 和 Xie (1999) 的研究发现 1992 年 7 月—1996 年 12 月上海证券市场 122 家发行 A 股的公司和 40 家发行 B 股的公司, 初始收益率分别高达 217.8% 和 29.8%, 虽然 18 个月累计超常收益率 (CARs) 为正值, 但没有长期价格显著偏低的现象。他们认为: “我国证券市场独特的体制缺陷可能是影响 IPOs 表现的重要因素。” Su 和 Fleisher (1999) 的研究认为 “信号假设” (Signal Hypothesis) 可以解释我国 IPO 的低价行为, 并认为我国 IPO 的初始收益率如此之高, Allen 和 Faulhaber (1989) 和 Basu 和 Li (1998) 提出的 “贿赂假设” (Bribery Hypothesis) 是一个可以解释的原因。

国外学者对我国 IPO 问题研究存在的主要问题在于: 为了扩大样本, 将不同时期的 IPO 资料放在一起研究, 忽略了新股发行制度演变对新股定价的影响, 同时导致 “最高” 的初始收益率。根据我们收集 1995 年 1 月至 1998 年 6 月在上海证券市场首次公开发行股票的 96 家公司的样本, 计算得出平均初始收益率为 132.5%, 标准差是 0.714, 最大值为 429.9%, 最小值为 -12.1%^①。由此可见, 平均初始收益率大大超过市场平均收益率、无风险资产收益率或其他投资方式的收益率。

我国新股初始收益率如此之高, 可称 “中国新股发行之谜”。如何解释我国 IPO 短期定价偏低或初始收益率如此之高呢? 本文以上海证券市场 (SHE) 为研究对象, 收集 1996 年 1 月至 1998 年 6 月在上海证券交易所首次上市发行股票的 96 家公司的有关公开信息, 采用方差分析和多元回归分析方法, 研究影响首次公开发行股票初始收益率的具体因素, 以反映新股发行和上市过程中公开披露的信息与初始收益率之间的关系, 并在此基础上进一步探讨影响 IPO 定价的因素和作用机理, 从理论上揭示我国新股定价偏低和初始收益率偏高的原因。

二、样本数据与研究方法

1. 样本选取。

本研究按照下列标准从 SHE 选取样本, 共有 130 家公司规范的 IPO 股票 (A 股) 符合本研究的选择标准: (1) 1996 年 1 月至 1998 年 6 月挂牌上市; (2) 发行量 2500 万股以上。但由于数据收集的限制, 选取其中 96 家公司为本文的研究样本。

2. 研究程序和方法。

(1) 确定影响因素。我们考虑影响 IPO 股票定价和上市后交易价格变化的四方面因素, 即

^① 本文数据资料来源: 《证券市场周刊》、《中国证券报》各期; 新华出版社出版的《'97 上市公司资料速查手册》、《'98 上市公司资料速查手册》; 部分数据从我国上市公司资讯网 www.cnlist.com 下载。

环境因素、公司财务因素、股票发行因素、其他因素。然后分别确定代表这四方面因素的 22 个具体变量，它们是：(a) 环境因素：区域、行业、发行日股市景气指数；(b) 公司财务因素：总资产、资产负债率、流动比、资产收益率、主业利润比重、每股收益、每股净资产、净资产收益率；(c) 发行情况：承销商声誉、发行方式、发行市盈率、发行股数、发行价格、高层持股比例、中签率、同期发行 IPO 数量、流通股比例；(d) 其他因素：公司历史、追随效应。

我们认为，这些因素包括首次公开发行股票的公司和承销商以发行公告的形式向社会公众披露的信息和其他相关信息，是普通投资者在发行日前所能获得的主要信息。

(2) 分组标准和单因素方差分析。根据上述确定的影响因素，确定分组界限，即对每个因素按照一定的标准对样本首次公开发行股票进行分组（见表 1），然后应用单因素方差分析方法考察各因素对首次公开发行股票初始收益率 [初始收益率 = (上市第 1 天收盘价 - 发行价) / 发行价 - (上市第 1 天收盘 A 股指数 - 发行日收盘 A 股指数) / 发行日收盘 A 股指数] 影响是否存在显著的差异的。

根据表 1 所列的 22 个因素分别作样本股票初始收益率的单因素方差分析，其中假设检验如下：

$$H_0: \text{各组股票平均初始收益率相互之间差异都等于 } 0,$$
$$H_1: \text{各组股票平均初始收益率相互之间差异并不都等于 } 0.$$

(3) 初始收益率与影响因素多元线性回归分析。在单因素方差分析结果的基础上，应用多元线性回归分析确定初始收益率与所选的影响因素之间的相关程度，以分析影响因素对首次公开发行股票初始收益率的影响程度。

表 1 IPO 初始收益率影响因素计量标准及样本分组标准

因 素		计 量 标 准	分 组 标 准			
			第 1 组	第 2 组	第 3 组	第 4 组
环 境 因 素	区 域	上市公司所在地 理区域①	经济发达地区	经济中等发达地区	经济欠发达地区	——
	行 业	分为发展行业、 老行业和其他 行业②	发展行业	老行业	其他老行业	——
	发行日股 市景气指数	发行日上证 A 股 指数（收盘）与 发行日前 1 个月 平均 A 股指数之比	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本

① 经济发达地区包括北京、天津、上海、辽宁、山东、江苏、福建、广东、海南、浙江；经济中等发达地区包括河北、广西、黑龙江、吉林、内蒙古、山西、河南、安徽、江西、湖北、湖南；经济欠发达地区包括陕西、甘肃、宁夏、新疆、四川、重庆、云南、青海、西藏、贵州。

② 发展行业主要包括高科技开发、生化、计算机、通信设备、通讯器材、电子、体育产业、制药、新材料、新产品开发等；老行业主要包括冶金、化工、造纸、化纤、纺织、机械制造、机电、煤炭生产、金属丝绳等。

公司财务因素	总资产 (万元)	上市前1年 总资产	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	资产负债率	上市前1年 资产负债率	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	流动比	上市前1年 流动比	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	资产收益率	上市前1年 资产收益率	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	主业利润 比重	上市前1年 主业利润比重	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	每股收益 (元)	上市前1年 每股收益	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	每股净资产 (元)	上市前1年 每股净资产	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	净资产收 益率	上市后1年的 净资产收益率	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
发行因素	承销商 声誉	按是否由十大券商承销 ^①	由其他券商承销	由十大券商承销	---	---
	发行方式	参见分组标准	上网发行	比例配售、 余额转存	比例配售、 余额即退	---
	发行市盈率	按公布的发行 市盈率	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	发行股数 (万股)	按公布的发行股数	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	发行价格 (元)	按公布的发行价格	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	高层持股 比例(%)	按公布的高层持 股比例	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	中签率 (%)	按公布的中签率	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	同期发行 IPO 数量	按发行日前后半个 月 IPO 发行家数	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
其他因素	流通股比例	按发行流通股占 总股本的比例	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本
	公司历史	按公司成立至 IPO 发行日时间	3 年以上	3 年以下	---	---
其他因素	追随效应	按发行日之前上市的 3 支 IPO 平均初始收益率	因素值最小的 25%样本	因素值较小的 25%样本	因素值较大的 25%样本	因素值最大的 25%样本

注：虽然实际中签率在发行日属未知信息，但中签率低是总体现象，因此可以假设投资者已知中签率低的事实，将其归入发行日为投资者已知信息。

① 十大券商指：申银万国、国泰君安、广发、南方、华夏、中信、海通、中经开、湖北。

三、实证结果与分析

1. 单因素方差分析结果。

就本研究所选定的 22 个影响因素逐一作单因素方差分析,分析结果具体参见表 2。当 $\alpha=0.1$ 时,共有 9 个因素在作单因素方差分析时可以拒绝原假设,表明样本股票按该因素分组后各组平均初始收益率差异存在,换句话说,即这些因素对首次公开发行股票初始收益率影响显著。这 9 个影响因素分别是:行业、发行日股市景气指数、总资产、每股净资产、发行股数、高层持股比例、中签率、同期 IPO 发行数量、追随效应。与之相反,其余 13 个因素,即区域、资产负债率、流动比、资产收益率、主业利润比重、每股收益、净资产收益率、承销商声誉、发行方式、发行市盈率、发行价格、流通股比例、公司历史,对首次公开发行股票初始收益率影响不显著。

2. 初始收益率与 9 个影响显著因素的线性回归分析结果。

我们将样本中 96 支首次公开发行股票初始收益率与通过单因素方差分析筛选出的 9 个影响显著的因素作多元线性回归,回归结果如下:

$$IR = 1.729 + 0.274IND_1 - 0.264IND_2 + 1.188M + 0.169FE - 0.074A + 0.307H - 0.043\ln(AS) \\ t \text{ 值 } (1.394) \quad (1.410) \quad (-1.696) \quad (1.733) \quad (0.829) \quad (-2.425) \quad (0.960) \quad (-0.400) \\ + 0.068\ln(NA) - 0.200\ln(IS) + 0.242\ln(N) \\ (0.319) \quad (-1.439) \quad (1.837) \\ (R^2 = 0.298 \quad \text{Adjusted } R^2 = 0.215 \quad F = 3.571)$$

其中:IR 为初始收益率;IND₁ 为区域哑变量;IND₂ 为产业哑变量;M 表示发行日市场景气指数;FE 表示追随效应;A 表示中签率;H 表示高层持股比例;AS 表示总资产;NA 表示每股净资产;IS 表示发行股数;N 表示同期 IPO 发行数量;ln 表示对变量取对数。

表 2 样本 IPO 初始收益率影响因素分析结果

影响因素	样本股票各组平均初始收益率情况								单因素方差分析结果	
	第 1 组		第 2 组		第 3 组		第 4 组		F 值	显著水平
	样本数	平均初始收益率	样本数	平均初始收益率	样本数	平均初始收益率	样本数	平均初始收益率		
区域	55	1.378	24	1.374	17	1.086	——	——	1.169	0.315
行业	16	1.702	32	1.093	48	1.354	——	——	4.235	0.017
发行日股市景气指数	24	1.247	24	1.044	24	1.252	24	1.759	4.928	0.003
总资产	24	1.439	24	1.553	24	1.382	24	0.928	3.863	0.012
资产负债率	24	1.410	24	1.411	24	1.353	24	1.127	0.852	0.469
流动比	24	1.290	24	1.126	24	1.484	24	1.400	1.129	0.341
资产收益率	24	1.222	24	1.210	24	1.554	24	1.316	1.206	0.312
主业利润比重	24	1.336	24	1.592	24	1.255	24	1.118	1.924	0.131
每股收益	24	1.368	24	1.166	24	1.396	24	1.372	0.532	0.661
每股净资产	24	1.072	24	1.425	24	1.580	24	1.225	2.450	0.069
净资产收益率	24	1.294	24	1.499	24	1.185	24	1.323	0.789	0.503

承销商声誉	32	1.284	64	1.346		---		---	0.159	0.691
发行方式	75	1.294	11	1.697	10	1.151	---	---	1.902	0.155
发行市盈率	24	1.447	24	1.231	24	1.287	24	1.337	0.391	0.760
发行股数	24	1.365	24	1.411	24	1.619	24	0.905	4.783	0.004
发行价格	24	1.444	24	1.439	24	1.036	24	1.381	1.835	0.146
高层持股比例	24	0.926	24	1.448	24	1.312	24	1.615	4.505	0.005
中签率	24	1.683	24	1.320	24	1.228	24	1.071	3.413	0.021
同期发行 IPO 数量	27	1.173	23	1.087	23	1.588	23	1.479	2.813	0.044
流通股比例	31	1.339	22	1.185	22	1.250	21	1.531	0.947	0.421
公司历史	78	1.288	18	1.487		---	---	---	1.138	0.289
追随效应	24	1.207	24	1.042	24	1.430	24	1.622	3.25	0.025

回归分析结果表明：(1) 回归模型 F 检验值为 3.571，对应的显著性水平为 0.001，说明首次公开发行股票初始收益率与 9 个影响因素显著相关。(2) 但是，回归模型的 t 检验表明有些变量结果对初始收益率没有显著影响，也表明某些自变量之间存在信息重叠问题，为此本研究采用逐步回归方法对变量作进一步的筛选。逐步回归结果如下：

$$IR = 3.201 + 0.518FE - 0.273\ln(IS) - 0.319IND_2 - 0.060A$$

$$t \text{ 值 } (3.512)(3.589) \quad (-2.509) \quad (-2.250) \quad (-2.077)$$

$$(R^2 = 0.223 \quad \text{Adjusted } R^2 = 0.189 \quad F = 6.469)$$

逐步回归分析的结果表明：(1) 回归模型 F 检验值为 6.469，对应的显著性水平为 0.0001，说明首次公开发行股票初始收益率与 4 个影响因素即追随效应、发行股数、行业、中签率显著相关。(2) 值得注意的是，回归模型的调整相关可决系数只有 18.9%，说明可解释误差仅占总误差的 18.9%。换言之，若使用模型预测初始收益率的准确程度低，误差高。

由上述的实证研究结果可见：(1) 方差分析的结果表明，在预先确定的代表公开披露信息的 22 个影响因素中，9 个因素对初始收益率具有显著的影响。(2) 多元回归分析所得出的模型总检验显著，调整相关可决系数为 21.5%，但某些变量的 t 检验效果不理想，因此进一步使用逐步回归分析。(3) 对初始收益率与 9 个影响因素进行多元线性逐步回归分析，结果只有 4 个影响因素对初始收益率的影响显著，调整相关可决系数为 18.9%，说明解释初始收益率变动的能力有限。这些分析结果表明投资者在新股发行前所掌握的公开披露信息与首次公开发行股票上市后的价格变化相关程度较低。我们认为，可能存在着一些与新股发行定价有关的信息，在新股公开发行前并未被一般投资者所掌握。换言之，这在一定程度上反映了我国新股发行过程中的信息不对称问题。

四、首次公开发行股票短期定价偏低形成机理探讨

以上研究发现：在我国证券市场上首次公开发行股票具有比较高的初始收益率，而初始收益率与新股上市前后的有关公开信息之间的相关程度较低。那么，为什么首次公开发行的股票具有较高的初始收益率呢？

按照洛克的理论，只要存在信息不对称的投资者，当发行有利可图的新股时，有信息的投资者必将排挤无信息的投资者；当发行无利可图的新股时，有信息的投资者必将撤离市场，因

此无信息投资者申购高价发行的新股比申购低价发行的新股的可能性大。为了确保发行成功,承销商必须吸引无信息投资者参与申购新股,为此必然要采取“折价发行新股”。在我国也确实存在信息不对称的投资者。我们同样将与新股上市有关的投资者分为二种:一是“有信息者”,主要是上市公司、承销商、机构投资者;二是“没有信息者”,主要是个体投资者和小投资者。但是,由于发行制度和市场成熟程度的差异,洛克的理论无法解释我国新股定价偏低的现实。

我们认为,在我国,虽然确实存在投资者信息不对称问题,但是由于新股的定价、上市公司的数量和发行股票数量受到政府直接或间接的控制,因此造成对新股的需求大于供给。信息不对称不可能导致承销商折价发行新股以吸引无信息投资者参与申购,但将导致有信息的投资者操纵价格而使得新股上市后交易价格偏高,从而形成比较高的初始收益率。

(1)在我国,实际上政府直接或间接地将新股发行的市盈率控制在15—18倍,并对上市公司的数量和新股发行数额实行计划管理。由于我国的投资工具少,加上二级市场市盈率一般高于20倍,结果造成需求大于供给。所以,新股发行基本上是成功的。换言之,几乎没有发行失败的新股,只有投资收益高低的差别。因为投资新股的资金越多,投资新股的收益越低,反之越高。从理论上来说,在需求大于供给的情况下,为使得供需相等,新股的定价取决于市场同类股票发行的市盈率或市场平均市盈率。但是,只要新股的市盈率低于基准市盈率,承销商一般就不必担心无信息投资者是否参与申购新股。相反的是,有信息的投资者因为无信息投资者的积极参与而倍感竞争压力。据统计,1997年进入市场申购126家新股的资金是440亿元/家,中签率平均是0.95%;1998年进入市场申购104家新股的资金是815亿元/家,中签率平均是0.65%。竞争导致中签率下降,形成了“肥水流入他人田”的无奈局面。由此可见,信息不对称对承销商行为的作用机制不同于洛克模型所描述的。

(2)投资者信息不对称在我国是个不可否认的事实。但是,由于新股定价受到政府的限定,因此信息不对称不可能造成新股上市前“定价偏低”,而是造成新股上市后初期的“交易价格偏高”,从而形成初始收益率较高。为什么呢?在我国,投资者的信息不对称最终表现为有信息的投资者在新股上市后的初期利用占有的信息“拉抬”股票的交易价格,使得他们自己能够充分地“出货”。在这种情况下,无论是在占有充分信息的投资者资金不足或充足的情况下,无信息的一级和二级市场的投资者都会“追随”,虽然他们为追随而付出了较高的代价,例如,为此只获得较低的初始收益或不得不支付信息成本。无信息投资者的追随进一步增加了对首次公开发行股票的需求,推动上市后股票的初期交易价格上升。相对新股发行价格,形成“短期定价偏低”和“初始收益率偏高”。由此可见,信息不对称对新股初始收益率的影响机制与洛克模型所描述的不同。

(3)政府制定的新股发行制度存在缺陷为占有信息的投资者提供操纵价格的机会。第一,在上市资源的分配方面,自1993年起一直采用由中央政府按行政条块下达上市指标和额度,再由各地方政府和国家部委上报的方式,带有浓厚的行政色彩。这种政策的直接后果是上市公司的额度和股票一级市场交易的供不应求。第二,在发行价定价方面,市场监管机构为保证上市计划的顺利实现,而有意控制首次公开发行股票的发行价。我国证监会严格规定^①,按照规

^① 有必要指出的是,1999年7月28日,我国证监会发布的《关于进一步完善股票发行方式的通知》中允许发行公司与主承销商通过推介活动在经证监会核准的价格区间内自主确定发行价格,但发行方案和发行价格仍需上报证监会审批。这是对发行价确定方式的一次有益变革。

定确定的发行价属于一种计划价格,其市盈率一般在 15 倍左右。据统计,1997 年首次发行股票的 126 家平均市盈率是 14.7 倍;1998 年首次发行股票的 126 家平均市盈率是 14.3 倍。政府控制新股定价的出发点是保证新股顺利发行,减少承销商和一级市场投资者的风险,而承销商为了取得发行权又通常承诺新股上市后价格能维持在较高水平,以利于今后筹资。因此,将新股定价的市盈率限定在 15 倍与二级市场上股票的市盈率普遍在 30—40 倍相比,显然有违资本市场自动定价的机制。在信息不对称的情况下,无论新股的定价是否合理,这种制度性的缺陷成为占有信息者在新股上市初期拉抬价格的天然良机,由此必然造成新股上市后具有较高的初始收益率。

综上所述,我们认为,一方面,政府直接或间接控制新股发行市盈率导致需求大于供给,使得新股上市前的发行价格偏低;另一方面,我国的新股发行过程中存在着信息不对称问题导致新股上市后初期的交易价格偏高,结果形成比较高的初始收益率。

参考文献:

1. D. Ikenberry, J. Lakonishok, and T. Vermaelen, "Market Underreaction to Open Market Share Repurchase," *Journal of Financial Economics*, October-November 1995.
2. Fama, E., "Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance," *Journal of Financial Economics* 49, 1998.
3. Francis Koh, Terry Walter, "A Direct Test of Rock's Model of the Pricing of Unseasoned Issues", *Journal of Financial Economics* 23, 1989.
4. Kie Ann Wong, Dahong Xie, "IPO Pricing in the Short and Long Run—Evidence from Shanghai Stock Exchange", *Unpublished Paper*, 1999.
5. Mok, H. M. K. and Hui, Y. V., "Ex-ante Risk and Underpricing of IPOs in Shenzhen, China," *Hong Kong Journal of Business Management* 15, 1998.
6. Mok, H. M. K. and Hui, Y. V., "Underpricing and Aftermarket Performance of IPO in Shanghai, China," *Pacific-Basin Journal of Finance* 6, 1998.
7. Kim M., and Ritter J. R., "Valuing IPOs," *Journal of Financial Economics* 53, 1999.
8. Rock, Kevin, "Why New Issues are Underpriced?" *Journal of Financial Economics* 15, 1986.
9. Ritter, J. R., "The Hot Issue Market of 1980s" *Journal of Business* 57, 1984.
10. Ritter, J. R., "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings" *Journal of Finance* 46, 1991.
11. Scha M. Tinic, "Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock", *Journal of Finance* 4, 1988.
12. Su Dongwei and Belton M. Fleisher, "An Empirical Investigation of Underpricing in Chinese IPOs", *Pacific-Basin Financial Journal* 7, 1999.
13. T. Loughran and J. R. Ritter, "The Timing and Subsequent Performance of New Issue," *Journal of Finance* 50, 1995.
14. 王晋斌:《新股申购预期超额报酬率的测度及其可能原因的解析》,《经济研究》,1997 年第 12 期。
15. 胡继之:《我国股市的演进与制度变迁》,经济科学出版社,1999。

作者单位:厦门大学管理学院

邮 编:361005