

学校编码: 10384

分类号 _____ 密级 _____

学号: 20051302695

UDC _____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

基于时间序列的 A 股“热销市场”现象的研究

A Study of “Hot Issue Market” in Chinese Stock Market
based on Time Series

甘勇生

指导教师姓名: 江曙霞教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期: 2008 年 3 月

论文答辩时间: 2008 年 5 月

学位授予日期: 2008 年 5 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人:

2008 年 5

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

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（ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：

日期： 年 月 日

导师签名：

日期： 年 月 日

摘 要

首次公开发行市场（IPO）即一级市场是联系上市公司与投资者的重要纽带，是企业为求发展而进行融资的重要渠道，是二级市场存在和发展的基础。因此，对一级市场的研究就具有重要的现实意义。作为 IPO 研究领域三大谜团之一的“热销市场”现象，也是近年来西方学术界研究的热点问题。国外对于“热销市场”现象的研究主要是集中于考察股市 IPO 发行收益率和 IPO 发行量之间的相关关系，一般来讲，即期的首次公开发行的较高收益常常会导致随后一段时期的股票 IPO 数量的提高，很多的实证研究表明这种相关性非常之高。但是，由于中国股市成立的时间跟西方发达国家相比实在是太短，并且在发行制度上也相对的不完善，所以目前国内对 IPO“热销市场”现象的研究还是比较少的，对于我国 IPO 市场是否存在“热销市场”现象仍有争论。

本文在回顾国内外对于“热销市场”现象研究成果的基础上，采用自回归分布滞后（ADL）模型对我国 A 股市场的 IPO 数量和收益率进行实证分析。鉴于发行制度在我国首次公开发行市场的重要作用，我们采取两个样本期间，分别为：1996 年 1 月至 2001 年 3 月；2001 年 4 月至 2008 年 3 月。这也是本文的创新之处。实证结果显示：我国的股票市场在 2001 年 3 月之前并不存在“热销市场”现象，而在 2001 年 3 月后就存在明显的“热销市场”现象。我们还从我国股市特有的制度背景及特点对实证结果进行综合分析。

关键词：首次公开发行；热销市场；ADL 模型

ABSTRACTS

The Initial Public Offering(IPO) market establishes the key relationship among enterprises and their investors, As an important financing method for enterprises, IPO market builds the foundation for the secondary market. So it is of great importance to make the research to initial public offering market. As one of the three topics in IPO market, the “hot issue market” has been studied in the western country. Most of the researches of the “hot issue market” check the relationship between the number of IPO and the return of IPO. Generally speaking, the increasing number of IPO just appears after the higher return of IPO which was verified by many empirical researches. However, the stock market in china has been there for a shorter time than its counterpart in developed countries and the system is not consummate, there are fewer researches of this topic and there is not consistent opinion about the fact that whether the “hot issue market” exist in our country.

Our paper use the ADL model to analyse the number of IPO and the return of IPO based on the researches that economists had done. Considering the importance of system in our country, we divide the whole sample into two sub-samples: Jan-1996 to Mar-2001 and Apr-2001 to Sep-2004. The result is: the “hot issue market” is not significant when we do the research in our first sample and is significant in our second sample. At last, we make analysis to the result based on our country’s special system.

Key Words: Initial Public Offering; Hot Issue Market; ADL Model.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目录

第 1 章 引言	1
第 1 节 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	3
第 1 节 研究的方法和结构	4
1.2.1 研究方法.....	4
1.2.2 研究结构.....	4
第 2 章 国内外“热销市场”现象的理论分析	6
第 1 节 文献综述	6
2.1.1 国外“热销市场”现象的文献综述.....	6
2.1.2 国内“热销市场”现象的文献综述.....	8
第 2 节 “热销市场”现象定义及其理论解释	10
2.2.1 “热销市场”现象定义.....	10
2.2.2 “热销市场”现象理论解释.....	11
第 3 章 我国 A 股“热销市场”现象的实证分析	13
第 1 节 中国新股发行制度综述	13
3.1.1 中国新股发行监管制度变迁.....	13
3.1.2 中国新股发行定价制度变迁.....	15
3.1.3 中国新股发行方式变迁.....	18
第 2 节 中国 A 股“热销市场”现象的实证分析	21
3.2.1 研究样本的选取.....	21
3.2.2 IPO 数量和收益率的统计特征	21
3.2.3 IPO 数量和收益率影响因素分析	24
3.2.4 建立模型，实证分析.....	27
第 4 章 实证结果分析与后续研究展望	34
第 1 节 中国股市的“政策市”特征	34
第 2 节 结合我国股市的特殊性对实证结果的分析	37
第 3 节 文章的不足及发展方向	39
参考文献	40
附录	42
致 谢	44

厦门大学博硕士学位论文摘要库

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Meaning	1
1.1.1 Research Background	1
1.1.2 Research Meaning.....	3
1.2 Research Methodology and Framework.....	4
1.2.1 Research Methodology	4
1.2.2 Research Framework	4
Chapter 2 Theoretical Analysis of “Hot Issue Market” in Chinese Stock Market	6
2.1 Literature Review	6
2.1.1 Foreign Literature Review	6
2.1.2 Chinese Literature Review.....	8
2.2 The Definition and Theoretical Explanation on “Hot Issue Market”	10
2.2.1 The Definition of “Hot Issue Market”	10
2.2.2 The Theoretical Explanation of “Hot Issue Market”	11
Chapter 3 Empirical Analysis of “Hot Issue Market” in Chinese Stock Market	13
3.1 Overview of New Issue’ System in China.....	13
3.1.1 The Change of Supervision System of New Issue.....	13
3.1.2 The Change of Setting Price System of New Issue	15
3.1.3 The Change of Issuing Method of New Issue.....	18
3.2 Empirical Analysis of “Hot Issue Market” in Chinese Stock Market.....	21
3.2.1 Sample Selection.....	21
3.2.2 Character of Statistics of IPO Quantity and Revenue.....	21
3.2.3 Analysis of Impact Factors on IPO Quantity and Revenue	24
3.2.4 Model and Empirical Analysis.....	27
Chapter 4 The Result of Empirical Analysis and Future Research...34	34
4.1 The Characteristics of “Politic Stock Market” in China.....	34
4.2 The Analysis of the Empirical Result Under the Speciality of Chinese Stock Market	37
4.3 The Flawness and Development Direction.....	39

Reference	40
Appendix.....	42
Acknowledgment.....	44

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第1章 引言

第1节 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

国际上对 IPO 的研究始于 20 世纪 60 年代末,自 20 世纪 80 年代以来,金融经济学家们对新股首次公开发行问题进行了系统的理论研究,形成了一套关于 IPO 问题的理论;并结合各国股市实际情况进行实证检验,对 IPO 问题的研究也越来越趋于成熟。首次公开发行问题已经成为金融学的一个重要分支。目前国外对于 IPO 的研究主要集中于该领域的三大热点^[1]:新股的高抑价率(Underpricing)、新股的长期弱势表现(Long-run underperformance)和新股的“热销市场”现象(Hot issue market)。

在国内,自从我国证券市场成立以来,我国学者对新股首次公开发行问题的研究也越来越丰富,已经初具规模。国内绝大多数的研究都是围绕新股首次公开发行的高抑价以及新股发行后的长期弱势问题,而对于新股首次公开发行的“热销市场”问题的研究还是比较少的。与一般意义上的理解不同,股票首次公开发行这一事件并非是随机的(在相当长的一段时期里,上市公司的数量应是平均的即为随机之意),而是常常在大量的股票公开发行后,又紧跟着大量公司的上市,即股票首次公开发行呈现出一种“集群”的态势。这种现象即 IPO 研究领域三大热点之一的“热销市场”现象。目前, IPO “热销市场”研究的热点主要集中于我国股市 IPO 发行收益和发行量的周期性考察,并与新股的发行定价密切相关,一般来讲,数月的首次公开发行当天的较高收益常常伴随着的是股票首次公开发行数量的迅速提高,而且许多实证研究表明这种相关性非常之高。自 Ibbotson 和 Jaffe (1975)^[2]对“热销市场”现象进行阐述以来,相当多的金融经济学家都已经发现股票首次公开发行的数量与首次公开发行第一天的平均收益之间存在着显著的正相关关系,并对此给予了实证支持。

如前所述,我们知道对“热销市场”现象的研究主要是关注的是 IPO 发行的价格表现与 IPO 的发行量。具体而言,为何首次公开发行股票“热销市场”现

象值得研究呢？我们着重从 IPO 价格表现和 IPO 发行量这两个重要指标进行分析：首先对于市场而言，IPO 的价格表现是检验证券市场效率理论的重要依据，对于价格表现进行深入的分析有利于进一步提高证券市场的有效性；其次，首次公开发行股票发行数量在不同的时段有着较大的差别。因此，如果研究表明在不同的时段发行上市的首次公开发行股票价格表现存在差异，那么就可以指导发行人选取适当的发行时间以保证最大的发行效果，对于市场的投资者及证券市场监管当局同样有重要的指导意义。

自上海和深圳两个证券交易所成立以来，由于中国特殊的市场背景造成新股极高的抑价率，首次公开发行股票一直是市场的投资热点，是一级市场的最主要交易对象。由高的抑价率而产生高的收益率使广大投资者对新股申购趋之若鹜，但是在新股热潮的背后是否存在一些规律性的东西，这是很有必要进行研究的。而且由于中国股市的特殊性，西方的一些相关研究成果对我们只具有借鉴作用而不具有指导作用，我们唯有立足于中国股市的实际情况，研究中国首次公开发行股票的市场价格表现及 IPO 发行量之间的相关关系，才能真正指导企业及投资者的实践活动，促进中国股市的发展和成熟。因此，对于中国 IPO 市场具体情况的研究就显得非常必要，下面是为什么要进行 IPO 市场研究的具体因素：

从宏观层面看，中国证券市场从开始出现的第一天起，就站在中国经济改革和发展的前沿，推动了中国经济体制和社会资源配置方式的变革。而随着市场经济体制的逐步建立，对市场化资源配置的需求日益增加，证券市场在国民经济中发挥作用的范围越来越广、程度也日益提高，对于当前我国保持国民经济的快速发展具有重要的推动作用。而且证券市场在促进经济增长、优化资源配置、调整经济结构、转换企业经营机制和建立现代企业制度等方面都发挥着举足轻重的作用。虽然经过这两年牛市的发展，我国的证券市场规模有了明显的扩大，但是相比其他发达国家的证券市场仍然具有很大的发展空间。这样，对于首次公开发行股票的研究也毋庸置疑地具有紧迫性和现实性，从而指导我国证券市场更健康、更良性的发展，为国民经济的稳定健康增长做出贡献。

从证券市场层面上看，中国的股票市场虽在短短的几年内经历了高速的发展，但是尚属新兴市场，仍存在很多不完善之处。特别需要关注的是，新股发行严重失调的供需比例，使得认购新股几乎不存在投资风险而能轻易获得巨额投资

收益,从而导致大量资金囤积于发行市场,新股认购中签率始终很低,不利于资金的优化配置。另外值得一提的是,体制的特殊性也造成我国股市具有不同于其他国家股市的特殊之处。经过国有企业改革后,在中国上市公司当中很多都是国有企业,因此,中国上市公司的管理机构和所有权机构与国外 IPO 公司存在着很大的差别。在这样的情况下,其他国家的研究结果显然不能照搬于我国的证券市场。在中国股市的特殊背景下,我国学者借鉴了西方学者的研究方法,对 IPO 问题进行了一定程度的实证分析,但更多的集中于 IPO 高抑价现象的研究,对于“热销市场”现象的研究还是比较少的;而且少量的一些研究要么单纯的实证研究要么单纯的制度性研究,比较少有文献把两者综合起来加以分析。综合以上的分析,我们认为对于我国 IPO 市场的研究有着重要的理论意义和现实意义。

从投资者层面来看,由于我国的资本市场成立的时间较短,国民对于资本市场的理解尚不完善导致投资者的非理性程度非常大,而且在中国的证券市场上机构投资者还是比较缺乏的,股票价格主要受个人投资者买卖股票的影响,而并非市场规律均衡作用的结果。这样股票市场就不是完全竞争的,在证券市场中,参与者既是价格的制造者,又是价格的接受者。在众多个人或组织行为的交互作用下,会产生个别投资者或组织暂时不得不接受的结果。由于基本环境、监管政策的不断变化、市场参与者之间的互动关系的变化、投资者集体情绪和思绪状态的演变,市场经常在不同状态(如无序、随机行走、有序)之间变化。也正是因为存在这些环境、体制上的差异,国外 IPO 的研究结果有可能并不适用于中国,因此非常有必要对我国的 IPO 问题进行单独研究。

1.1.2 研究意义

由于我国经济制度、股权结构、市场成熟度、投资者结构等的特殊性,“热销市场”现象的存在性、程度及影响因素可能与英美等成熟市场及拉美等新兴市场存在着很大的不同;我国股市“热销市场”现象的研究分析将对于完善我国股市的体制结构、培养理性投资者提供理论依据,有利于治理我国股票市场的脆弱性、促进股份制改革进程的加快,从而提高市场的资本化程度。本文试图在国外 IPO “热销市场”现象研究的基础上,结合中国股市特殊的市场背景,验证中国股票市场“热销市场”现象的存在性,并结合我国的制度背景提供一个合理的解

释，为后续 IPO “热销市场”现象以及其他 IPO 现象的研究提供些许方法上的启示，同时为中国 IPO 市场建设提供一些理论上的见解。

第 2 节 研究的方法和结构

1.2.1 研究方法

鉴于此前国内很多研究要么单纯的实证研究要么单纯的制度性研究，比较少有文献把两者综合起来加以分析，本文采用规范研究和实证研究相结合的研究方法。规范性研究主要包括剖析国内外学者对“热销市场”现象的理论综述，对于“热销市场”现象的定义和理论解释以及我国首次公开发行的制度背景，试图能对我国 A 股首次公开发行市场有个比较清晰的剖析。实证研究主要是运用自回归分布滞后模型并加入虚拟变量来考察结构性变化，对 IPO 发行数量及 IPO 收益率进行回归分析，考察两者的引致滞后的相关关系。实证结果表明：在样本期间的第一阶段不存在“热销市场”现象，第二阶段则明显存在国外研究所发现的“热销市场”现象。把样本期间分为两个子样本期间是为了充分考虑制度因素可能的对于我国 IPO 是否存在“热销市场”现象的影响，这也是本文的创新之处。

1.2.2 研究结构

第一章 引言。主要介绍本文的研究背景、意义；研究方法、结构。

第二章 “热销市场”现象的国内外文献综述及“热销市场”现象的定义和理论解释。这一章主要对于国外的研究结果进行理论综述和归纳，在此基础上指出对于我们的研究的可借鉴之处。同时，也对国内已有的研究成果进行综述，指出它们的不足之处以及我们可以借鉴的地方。最后，结合国内外的研究成果给出“热销市场”现象的定义和理论解释。

第三章 我国 A 股“热销市场”现象的规范研究和实证研究。这一章是本文的核心部分。我们首先介绍自我国股市成立以来，我国 A 股首次公开发行市场的发行制度的演变，包括发行监管制度、发行定价方式以及发行方式的变迁过程。其中发行监管制度是发行制度的核心。接下来是对我国“热销市场”现象的实证检验，主要运用自回归分布滞后模型来考察 IPO 发行数量和 IPO 收益率的引致

滞后的相关关系。

第四章 研究结论与政策建议。分析我国政策市的特征，对本文的实证结果进行综合分析，指出本文研究的局限性和发展方向。

厦门大学博硕士论文摘要库

第 2 章 国内外“热销市场”现象的理论分析

第 1 节 文献综述

2.1.1 国外“热销市场”现象的文献综述

Ibbotson 和 Jaffe (1975)^[2]是最初涉猎 IPO “热销市场”问题的学者，他们在《金融杂志》上发表的“Hot issue market”一文中提出了“热销市场”这一概念。文章选取 1960-1970 年间在美国股市上市的首次公开发行股票为样本，测试每个月新上市的首次公开发行股票超常收益率的时间序列相关性，结果证实收益率序列存在着显著的相关性。Ibbotson 和 Jaffe 由此认为，IPO 的发行家数和平均超额报酬率之间存在着周期性，当 IPO 具有较高平均超额报酬率时，IPO 的发行家数也会显著增加。他们把这期间的 IPO 市场称为“热销市场”，并为此下了一个定义：“热销市场”是指新股最初一个月的平均表现或上市交易后的表现出现异常之高的那段时间。他们提出，这种“热销市场”现象是可以预测的，即该现象不是一次性的，它总是隔一段时间出现一次，其超常的收益率促使投资者希望能够通过成功预测下一个“热销市场”的来临而获利。

Ritter (1984)^[3]发现，从 1980 年 1 月到 1981 年 3 月之间的 15 个月时间里，IPO 的平均收益率超过 48%，而在 1977-1982 年间其他的月份里，IPO 的平均收益率仅为 16.3%，他认为 1980 年 1 月开始的 15 个月即为前人发现的“热销市场”现象。同时，他还发现“热销市场”现象具有明显的行业现象。在他的研究中，热销现象就几乎完全集中于自然资源行业所发行的股票上，其他行业则相对比较少存在这种情况。自然资源行业与非自然资源行业的新股在不同时段的市场里的价格表现也有着极大的区别，非自然资源类新股在“冷”、“热”市场里的初始收益率分别为 15.8%和 21%，相差仅为 5.2%；与此相反，自然资源类新股的初始收益率分别为 18.3%和 110.9%，差别高达 92.6%。在文章中，Ritter 试图利用“胜利者诅咒”假说来解释 IPO 冷热交替的周期性特点。当新股发行具有极大的不确定性，从而发行公司被迫压低价格才能吸引处于信息劣势的投资者，当 IPO 价格被压低时，就有众多的投资者对新股有浓厚的兴趣，“热市”就产生了。

Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.