

新股发行周期影响上市公司质量吗？

胡志强 陈钰君 王一竹*

摘要：本文将政府和市场参与者的特点引入到 IPO 周期的模型框架中，研究我国 IPO 浪潮中公司质量的离散性，并采用 1993 - 2010 年中国 A 股市场的 IPO 数据进行了实证检验。研究发现：新股发行量、抑价率和对私有企业资本需求的实际冲击两两正相关，验证了外部经济冲击会导致 IPO 浪潮的形成；无论是对于全市场还是中小板市场，在热销市场发行公司的异常收益率横截面方差都比冷发市场更高，说明公司质量差别在热销市场上更严重；不管是热销市场还是冷发市场，IPO 公司的收益率方差都比同行业同规模的非近期上市公司高，说明这一现象是由 IPO 效应驱动的；在热销市场中上市的公司实施 ST 和退市的比率几乎是冷发市场上的三倍。

关键词：IPO 浪潮 质量差异 收益率方差 退市和 ST 比例

一、引言

IPO 市场上存在着大量公司在一段时间集中发行，而在另一段时间发行量萎缩甚至停滞的现象，称为 IPO 浪潮。这一现象在世界范围的 IPO 市场上广泛存在，导致了 IPO 发行数量的周期性波动，形成热销市场和冷发市场的交替。热销市场 (Hot Issue Market) 问题最初是由 Ibbotson 和 Jaffe (1975) 提出的，他们选取了 1960 - 1970 年间美国市场上的 IPO 股票为样本，研究发现 IPO 发行数量和平均超额回报率存在周期性，并且二者存在显著的正相关性，他们将这种现象定义为热销市场。Ritter (1984) 利用美国 1977 - 1982 年的 IPO 数据进行时间序列相关性检验后认为，美国市场上确实存在热销市场现象。

从中国 IPO 市场的现实来看，也存在这种现象。2001 - 2012 年，IPO 市场上共产生了发行的四次高峰和三次低谷。韩德宗和陈静 (2001) 在对我国 A 股 IPO 抑价现象进行研究时发现了热销市场现象的存在，随后谢赤和张祺 (2004) 从市场时机的角度研究发现，中国市场上确实存在 IPO 周期性波动。

对于 IPO 浪潮的形成原因，国内外学者们分别从外部经济冲击、信息不对称和行为金融等角度出发，进行了大量的研究。首先，IPO 是公司融资的重要渠道，那么来自外部经济环境的冲击，如宏观经济增长、技术创新以及行业发展前景向好等，都会使公司投资项目的净现值增加，导致公司的融资需求上升，从而促使大量公司上市，形成热销市场 (Lowry 2003; Yung, et al. 2008; Benveniste, et al. 2002; Choe, et al. 1993; Brau and Fanwett 2006)。朱绍辉 (2005) 通过实证分析发现，IPO 数量与国内生产总值 (GDP) 水平、社会固定资产投资总额等市场环境正相关。

进一步的研究发现，信息不对称的存在会加速 IPO 浪潮的形成。信息不对称会导致市场对公司股价的错误估计，这促使公司在最有利的时机发行上市 (Lucas and McDonald 1990)，而公司上市存在信息溢出效应，先上市的公司股价会反映特定行业和整个经济前景的共同价值因素，使得其他公司的股票定价更容易，

* 胡志强，武汉大学经济与管理学院，邮政编码：430072，电子信箱：huzq126@126.com；陈钰君，武汉大学经济与管理学院，邮政编码：430072，电子信箱：cyjrh1826@126.com；王一竹，武汉大学经济与管理学院，邮政编码：430072，电子信箱：wangyizhu@whu@163.com。

本文得到国家自然科学基金项目“基于美式期权原理的新股上市时机与 IPO 浪潮机理研究”（项目编号：71071121）、教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“欧美国国家债务危机对我国的影响及对策研究”（项目编号：12JZD029）、武汉大学人文社科自主科研重点项目“基于美式期权原理的最优市场时机与 IPO 集群效应研究”（项目编号：09ZZKY003）和“中央高校基本科研业务费专项资金”的资助。感谢李皓同学提供的数据支持。感谢匿名评审专家给予的宝贵意见，文责自负。

从而吸引更多的公司进入 IPO 市场(Subrahmanyam and Titman ,1999; Hoffmann 2001; Alti 2005)。由于先上市的公司为行业中其他公司带来了信息外部性,投资银行会通过打包 IPO 集中发行的方式来协调信息暴露成本的问题(Benveniste ,et al. ,2002; Maksimovic and Pichler ,2001)。朱绍辉和杜晓燕(2003) 在 Pagano 等(1998) 和 Lowry(2003) 的研究基础上,验证了我国市场上信息不对称与 IPO 数量显著正相关。

还有学者从行为金融的角度发现, IPO 市场上存在“机会窗口”,公司偏向于在市场对股价普遍高估的时候发行上市,此时公司可以用较少的股权份额满足所需的融资水平,从而导致在一段时期内大量公司的集中上市(Ritter ,1991; Pagano ,et al. ,1998; Jenkinson and Ljungqvist 2001)。投资者的过度乐观会使公司 IPO 的成本降低,从而激发公司上市,投资者乐观程度与 IPO 数量是正相关的(Rajan and Servaes ,1997; Lowry ,2003)。而 He(2007) 指出,投资银行会根据投资者情绪来确定发行价格和承销费用,而投资银行显示的信息会使公司质量看起来比实际高,从而诱使大量低质量公司进行 IPO。张涛(2004)、毛立军和李一智(2004) 等分析了我国市场上投资者的非理性导致的热销市场问题。

以上这些文献主要集中在对 IPO 浪潮形成原因的研究,却忽视了两方面的问题: 第一,这些导致 IPO 浪潮形成的原因,对 IPO 周期中上市公司的质量差异是否有影响; 进一步地,这些因素分别在主板、中小板、创业板市场中对周期中上市公司的质量差异的影响程度有何不同? 第二,相对于国外成熟市场,我国的制度环境比较特殊,如邵新建等(2010) 认为在过度乐观的市场情绪下,政府“裁判员”和“运动员”的双重身份,使其将 IPO 数量作为平抑市场指数的工具,从而形成了 IPO 浪潮。因此本文在这些研究的基础上,结合中国特殊的制度环境和市场参与者的特点,建立了一个 IPO 浪潮形成的模型,分析在 IPO 浪潮中公司的质量差异及其原因。

本文的贡献在于: (1) 现有的相关研究只关注到 IPO 浪潮形成的原因,并没有考虑在浪潮不同时期发行公司的质量差别,本文扩展了这一研究,关注在 IPO 浪潮的“冷市”和“热市”中上市的公司质量差异,并从理论和实证两个方面证实了热销市场上的公司质量差异比冷发市场(Cold Issue Market) 上大; (2) 在已有的 IPO 周期的研究框架下,加入监管者的角色和市场参与者的特点,结合中国实际来研究我国 IPO 市场的周期; (3) 本文在分析 IPO 公司质量差异之后,采用了参照对比法进一步验证了这一现象仅仅是由 IPO 效应驱动的,而非 IPO 浪潮中所有股票的整体现象。

本文余下部分结构安排如下: 第二部分是理论模型和研究假设,第三部分描述样本变量和实证研究方法,第四部分是实证分析结果,最后一部分给出结论和政策建议。

二、理论模型与研究假设

Ritter(1984) 在考察热销市场现象时,为了探究这一现象形成的原因,提出了一个变动风险组合假说,即如果可以观察到市场上公司的构成随时间发生变化,那么时变的逆向选择模型就可以解释 IPO 浪潮现象。然而, Ibbotson 等(1994) 却找不到与此假说相符的经济事实,当然也有一些学者从实证角度来验证这一假说,如 Loughran 和 Ritter(2004)、Helwege 和 Liang(2004) 以及 Lowry 和 Schwert(2002) 考察了在冷市和热市上公司层面的特征变化,如年龄、资产、行业和销售额等,但没有得出一致的结论。这些研究只考虑了在 IPO 周期中这些公司特征是否有变化,却没有说明是什么导致了这些变化, Yung 等(2008) 从外部经济冲击的角度说明了逆向选择的时变性是导致 IPO 浪潮的原因。本文在此基础上,将中国的制度环境和市场参与者的特点纳入模型框架,分析外部经济冲击是怎样导致 IPO 浪潮中公司质量的离散性的,从而分析 IPO 周期与公司质量的关系。

(一) 模型假设条件

我国 IPO 市场与国外成熟市场有一定的差异,主要表现在三个方面: (1) IPO 的最终核准权在政府手中,不管是 2001 年以前的审批制,还是之后的核准制,政府对公司能否发行上市拥有最终的决定权; (2) 与国外公司不同,中国大多数公司管理层都非常热衷于通过公开发行上市来融资; (3) 中国股市上的投资者还不成熟,非理性的个人投资者仍占较大的比例。因此针对中国的实际做出模型的假设如下:

(1) 假设经济中有一系列资产价值为 V 的企业,这些企业有一个新的项目需要以成本 K 来重新配置资产,且这些成本需要用外部融资来满足。

(2) $T=1$ 时,若新项目被实施,则有 π_i 的可能成功,资产将变为 X ,否则资产将变为 0。下标 i 表示企业的类型。 π_i 服从 $[0, 1]$ 上的均匀分布。那么就可以用 π_i 来描述公司质量,该变量越大,说明公司质量越高。

(3) 股票能否发行最终是由监管者决定的,一旦通过审核,在询价之后,股票将通过固定价格机制发行,公司和承销商宣布每股价格,如果存在超额认购,则股票将随机配给。

(4) 公司的管理者是有限理性的,只要有盈利机会都会积极促使公司发行上市。

(5) 投资者分散, p 比例的投资者不拥有信息,剩下的 $1-p$ 比例的投资者知道公司的质量,且两类投资者都没有富裕到能单独购买所有发行的证券,所以无信息的投资者的参与是必要的。

根据模型假设,项目的净现值(NPV)为 $X\pi_i - K - V$,不妨假定 $K + V < X$,那么有些项目有正的 NPV ,而另一些项目的 NPV 为负。在 π_i 不变的情况下,当有正的经济冲击时 X 增大,则一些原本 NPV 为负的项目就可以变成盈利的项目了。

(二) 市场均衡条件

Rock(1986)认为,存在异质投资者的固定价格机制意味着抑价,知情投资者仅购买高质量公司的股票,不知情投资者不成比例地投资于低质量的上市股票,在均衡情况下,将产生一个折价以保证他们收支平衡。

那么在均衡时,会存在一个 $\pi_{\min}$,使得所有质量位于 $[\pi_{\min}, 1]$ 的公司都愿意发行上市,以股权 α 来换取投资者的出资 K ,而质量低于 $\pi_{\min}$ 的公司会选择自动退出市场,也就意味着 $(1-\alpha)\pi_{\min}X \geq V$,则在均衡情况下就有:

$$\pi_{\min} = V/X(1-\alpha) \quad (1)$$

但是监管者不会以这个最低质量为审核依据,而是以某个 $\pi_{IPO} > \pi_{\min}$ 作为发行上市的最低标准,即质量高于 π_{IPO} 的准予发行,其他的不允许发行。

那么,在公司质量位于 $[\pi_{\min}, \pi_{IPO}]$ 时,管理者都会积极地做出各种努力,在中介机构的帮助下提高公司质量,或者采用粉饰报表和关联交易等方式,达到发行标准。也就是说,质量高于 $\pi_{\min}$ 的公司都会在或长或短的时间内发行上市。

同时,知情投资者为避免柠檬问题,会选择只投资质量位于 $[\pi_{INF}, 1]$ 的公司,且 $\pi_{INF} > \pi_{IPO}$ 。当且仅当 $\alpha\pi_iX \geq K$ 时,知情投资者才会购买股权,在均衡条件下则有:

$$\pi_{INF} = K/\alpha X \quad (2)$$

于是我们有 $\pi_{\min} < \pi_{IPO} < \pi_{INF}$,监管者的最低发行标准不会一成不变,而是随时间不断变化,那么我们不妨假设在均衡条件下:

$$\pi_{IPO} = \beta\pi_{\min} + (1-\beta)\pi_{INF} \quad (3)$$

此处 $\beta \in (0, 1)$, 为常数。

要使非知情投资者参与到 IPO 市场中,在均衡下,就必须保证他们获得非负的利润。不知情投资者的期望利润为:

$$\frac{\pi_{INF} - \pi_{IPO}}{1 - \pi_{IPO}} \left(\alpha X \frac{\pi_{INF} + \pi_{IPO}}{2} - K \right) + \frac{1 - \pi_{INF}}{1 - \pi_{IPO}} p \left(\alpha X \frac{1 + \pi_{INF}}{2} - K \right)$$

上式的前半部分是只有非知情投资者购买股票时的期望收益,后半部分是在知情投资者也参与新股认购时非知情投资者的期望利润。在上式不小于 0 的情况下,将(2)式代入,简化可得到公司出售股权 α 有最小值:

$$\alpha = \frac{K}{X} \cdot \frac{1 + \sqrt{p}}{\pi_{IPO} + \sqrt{p}} \quad (4)$$

由(1)-(4)式构成的四维数组 $\{\alpha, \pi_{\min}, \pi_{IPO}, \pi_{INF}\}$ 构成一个贝叶斯纳什均衡,没有参与者能在其他参与者行为不变的情况下通过改变自己的行为获利。

通过以上分析,我们知道,当且仅当公司质量 $\pi_i \in [\pi_{IPO}, 1]$ 时,公司才能获准上市,那么上市公司的平均质量为 $\bar{\pi}_i = (1 + \pi_{IPO})/2$,若所有的 IPO 被打包在完全信息的世界里出售,则最终股权需满足 $\alpha\pi_iX = K$,即 $\alpha = (K/X)(2/(\pi_{IPO} + 1))$ 。那么,只要 $p < 1$, $(K/X)(2/(\pi_{IPO} + 1))$ 就小于(4)式的右边,所以,只要存在知情投资者,非知情投资者就会产生逆向选择的问题,使卖出的股权份额 α 上升,价格下降。

(三) 可检验的假设

经济环境的改善能够吸引低质量的公司上市。这可以通过上述均衡的两个效应得到:第一,考虑一个对 X 的正的冲击, X 的提高会增加质量差的公司项目的 NPV ,项目很容易就会变成盈利的,那么愿意上市的公司会增多。这个效应可以从(1)式中看出,随着 X 的提高, $\pi_{\min}$ 会下降。第二,一个对 X 的正的冲击会使得投

投资者更容易满足,即投资者愿意持有一个更小的股份。这个效应可以从(4)式中看出,随着 X 的提高, α 会降低,而 α 的下降反馈到(1)式中,会导致 $\pi_{\min}$ 进一步下降。事实上,更低的 α 意味着更高的股票价格,因此为低质量的公司提供了额外的混合激励。据此,我们提出了本文的假设1。

假设1: 正的NPV冲击提高了私有公司对资本的需求,这导致更多的公司进入IPO市场,形成热销市场。

另一方面, $\pi_{\min}$ 的下降意味着更多低质量的公司愿意上市,尽管监管者不会让那些质量位于 $[\pi_{\min}, \pi_{IPO}]$ 的公司发行股票,但这些公司的管理层会在投资银行的协助下,采用各种方式,包括粉饰报表和关联交易等,达到监管者发行上市的标准。由(3)式我们可以看出, $\pi_{\min}$ 的降低也会使 π_{IPO} 下降。那么在热销市场中上市的边际公司质量相对来说是比较低的。同时,外部经济冲击会使公司融资需求上升,且热销市场时公司的发行成本会下降,即使质量高的公司也会考虑释放信号的问题,在权衡之下,仍然会有很多高质量公司在热销市场中发行上市。因此,热销市场上公司质量的离散程度就要比冷发市场大。上市后经过一段时间,当各种信息逐渐反映到市场价格中时,热销市场中上市的公司的股票收益率离散程度会高于冷发市场。在经过足够长的时间后,那些低质量的公司就可能因为表现太差,而从二级市场退市,或被实施ST。在此基础上,我们提出本文的假设2和假设3。

假设2: 在IPO热销市场中上市的公司的股票收益率离散程度比冷发市场更大。

假设3: 热销市场中上市的公司退市或被实施ST的比例高于冷发市场。

三、研究设计

(一) 样本和变量选择

本文选取了自我国股市成立之初到2010年12月的IPO样本来对以上三个假设进行实证研究。由于1990-1992年底是我国证券市场发展的试验阶段,市场还很不成熟,本文将这一阶段的53家上市公司剔除,因此本文的样本期间确定为1993年1月至2010年12月。我们首先选取这一期间的2032只新股进行A股全市场样本的检验;然后将其划分为主板1346只、中小板533只、创业板153只^①三种情况进行进一步的对比研究。本文IPO数据来源于WIND资讯、国泰安数据库和中国证监会网站。

对于市场热度我们分别根据三个指标来划分:

(1) 每季度的IPO数量(记为 $NumIPO$)的移动平均数 $MA(4)$ 。采用移动平均数的目的在于消除季节性差异。

(2) 平均抑价率的移动平均 $MA(4)$ 。根据理论界研究的惯例,新股抑价程度(EWU)由其初始收益率来表示:

$$EWU = (P_1 - P_0) / P_0 \times 100\% \quad (5)$$

其中 P_0 为新股发行价, P_1 为新股上市的首日收盘价。

(3) 外部经济冲击的代理指标。本文参照Lowry(2003)、Pastor和Veronesi(2005)的研究,用美国经济分析局获得的真实的私有非住房固定资产投资的季度增长率($InvestGr$)来衡量私有公司的资本需求,选择这个变量的好处在于它真实地反映了投资行为而不是试图用收入报表来推断投资机会的价值。

我们通过对每个季度IPO和全样本IPO的历史平均数进行比较,把发行季度分为三种类型“热市”、“正常市”或“冷市”。如果这个季度平均数超过(低于)历史平均的20%,那么认为这个季度是热市(冷市),其他的季度则被划分为正常市。根据这个方法按照三种市场热度指标将1993年第四季度至2010年第四季度共69个季度分类,结果如表1所示。

表1 按市场热度指标分类的市场

	热市	冷市	正常市
$NumIPO$	22	27	30
EWU	26	25	18
$InvestGr$	21	29	19

^①中小板开市时间为2004年6月,故中小板样本期间为2004年6月至2010年12月;创业板开市时间为2009年10月,故创业板样本期间为2009年10月至2010年12月。

根据三个热度指标对 IPO 市场进行分类的结果具有一定程度的一致性,而且从分类中可以看到,由非住房固定资产投资增长率(*InvestGr*)来划分的热销市场平均领先由 IPO 数量和新股平均抑价率划分的热销市场约一个季度,主要原因在于经济冲击是一个领先指标,在产生经济冲击后,企业有了投资需求,才会通过 IPO 市场进行融资。

对于收益率,本文采用累积异常收益率(*CAR*)和持有期异常收益率(*BHAR*),二者分别定义为:

$$CAR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it} \quad (6)$$

$$BHAR_{iT} = \prod_{t=1}^T (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^T (1 + R_{mt}) \quad (7)$$

其中异常收益率 $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$, R_{it} 表示 t 月份第 i 个公司的股票收益率(包括红利), R_{mt} 是同时期的沪深 A 股市场等权重的市场指数回报(包含红利)。

在选择合适的收益率时,本文提供了持有期为 3 个月、6 个月、9 个月和 12 个月的收益率。这些期间足够长到私人信息影响市场价格,比如,三个月之后,公司将公布盈利报告,“安静期”也将结束,而六个月之后,公司将公布第二个盈利报告。

(二) 实证方法设计

现在描述三个假设所对应采用的实证研究方法。假设 1 提出一个对项目价值的正的冲击导致一个上市浪潮。本文通过考察 IPO 数量和抑价率的序列自相关性以及二者之间的相关关系来考察 IPO 浪潮的存在性,通过考察非固定住房投资增长率(*InvestGr*)与 IPO 数量之间的相关关系来检验外部经济冲击对浪潮的作用。

假设 2 认为在 IPO 热销市场上收益率高度离散。为检验这个假设,我们以季度为单位比较热市和冷市中公司短期收益的横截面方差。同时,我们采用非参数方法来检验热市和冷市中公司股票收益率的分布是否相同。另外,为了考察热销市场中收益率的差异更大是来源于市场环境,还是仅由 IPO 效应驱动的,我们采用了参照对比法来检验是否在热销市场时期,全市场所有的股票收益率都更具离散性。

假设 3 认为由于 π_{min} 的下降,更多在热销市场中上市的公司将会在二级市场退市或被实施 ST。由于公司 IPO 后会有一大笔现金注入,因此这个检验需要从长期角度考察,本文通过比较从 1993 年 1 月到 2010 年 12 月在热市和冷市中上市的公司退市和被实施 ST 的比例,来验证假设 3。

同时,考虑到我国股票市场中包含有主板、中小板、创业板三种不同上市条件的市场,我们对 IPO 的种类进行了进一步的区分和控制,以保证实证结果的完整性和稳健性。首先,验证以上三个假设使用的样本均为全样本,即包含了主板、中小板、创业板三个市场的数据,而主板数据在其中占据绝大多数,所以全样本的实证结果也可以看做代表了主板的实证结果;其次,中小板的样本期间为 27 个季度,样本包含了 533 只股票,所以我们以中小板的数据对本文的核心假设进行单独的验证;最后,由于创业板的样本期间仅为 5 个季度,无法满足周期的划分条件,所以我们没有对创业板的数据进行单独的实证分析。

四、实证结果分析

(一) 外部经济冲击对 IPO 浪潮的作用检验

图 1 描绘了从 1993 年到 2010 年每季度的 IPO 数量(*NumIPO*)和非住房固定资产投资增长率(*InvestGr*)。由图 1 可以看出, IPO 数量的确存在着积聚性,在一段时间大量公司发行上市,而在另一段时间发行量萎缩;而 IPO 数量与非住房固定资产投资增长率的增减变化在较大程度上保持一致,而且多滞后一期,这说明对投资机会的冲击会导致 IPO 热销市场的产生。通过进一步的相关性检验发现, *NumIPO* 与 *EWU* 都具有序列自相关性,且二者是正相关的,相关系数为 0.2072,且在 5% 的水平上显著(p 值为 0.0431),说明我国市场上的确存在着 IPO 浪潮现象;而 *InvestGr* 与 *NumIPO* 相关系数为 0.2103,且在 1% 的水平上显著(p 值为 0.0017),这说明外部经济冲击的确会导致 IPO 热销市场。这一结果证明了假设 1,即对投资机会的冲击导致公司融资需求上升,促使更多的公司发行上市,从而形成热销市场。

而单独对中小板的相关性检验显示, *NumIPO* 与 *EWU* 同样具有序列相关性,相关系数为 0.3572,且在 5% 的水平上显著(p 值为 0.0433),说明我国中小板市场上也同样存在 IPO 浪潮现象;但是 *InvestGr* 与 *NumIPO* 以及 *InvestGr* 与 *EWU* 都不存在显著的相关关系,说明对于中小板市场而言,外部经济冲击与否和中

小板的 IPO 热销或冷发并无关系。

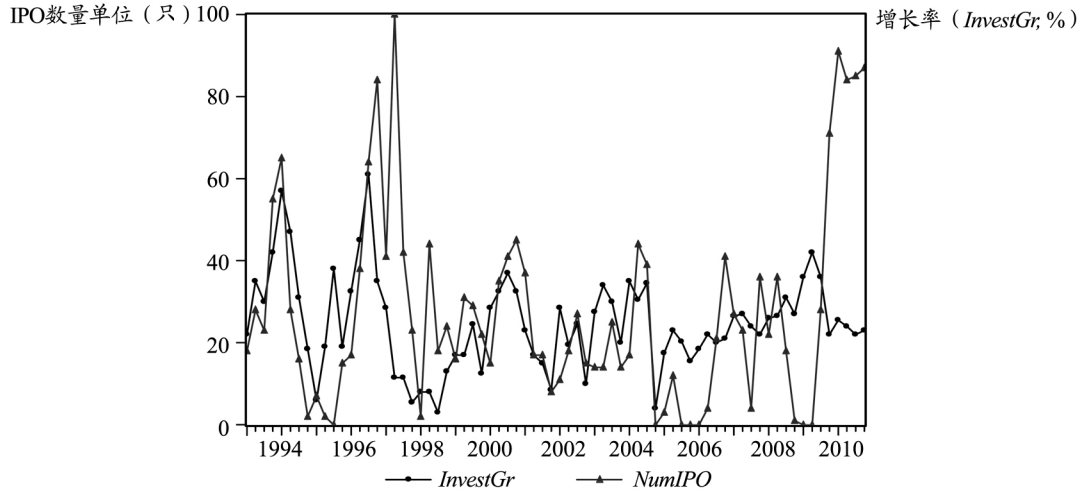


图 1 季度 IPO 数量与非住房固定资产投资增长率

(二) IPO 浪潮中公司股票收益率离散性检验

1. IPO 浪潮中公司的横截面收益方差

根据前述三种市场热度指标对 IPO 市场的分类,将不同热度 IPO 市场上的股票筛选出来,分别导出其上市后 3、6、9、12 个月的市场交易数据,得出其累积异常收益率(CAR)和持有期异常收益率(BHAR)。再计算其横截面方差,结果如表 2 所示。

表 2 热市和冷市中 IPO 公司的横截面收益方差比较(A 股全市场)

收益率	NumIPO			EWU			InvestGr		
	热市	冷市	p	热市	冷市	p	热市	冷市	p
3 个月 CAR	0.0834	0.0419	0.0005	0.3154	0.0712	0.0001	0.1574	0.0766	0.0001
3 个月 BHAR	0.0944	0.0587	0.0054	0.4378	0.0893	0.0001	0.1989	0.0853	0.0001
6 个月 CAR	0.1659	0.1233	0.0003	0.4962	0.1964	0.0001	0.3697	0.1794	0.0042
6 个月 BHAR	0.1895	0.1247	0.0001	0.6334	0.2747	0.0147	0.4976	0.2893	0.0577
9 个月 CAR	0.2977	0.1748	0.0001	0.6957	0.3655	0.0001	0.4176	0.2243	0.0045
9 个月 BHAR	0.3124	0.1943	0.0001	0.8349	0.6542	0.0522	0.6328	0.3391	0.0642
12 个月 CAR	0.3946	0.2589	0.0001	0.9367	0.3889	0.0005	0.5953	0.3065	0.0034
12 个月 BHAR	0.4576	0.2748	0.0001	0.8222	0.6792	0.0223	0.7166	0.4359	0.0453

注:p 值表示热市和冷市中公司收益波动性差异的显著性。

表 2 展示了不同市场热度的 IPO 组中 CAR 和 BHAR 的横截面方差。在以 IPO 数量分类的市场中,以三个月的 CAR 为例,在热销市场发行的 IPO 的横截面方差为 0.0834,远高于在冷发市场发行的 IPO 的横截面方差(0.0419)。同样的结论也适用于表中的其他变量。事实上,在 24 组不同数据(其中有四种期限,三种市场热度的衡量,两种对异常收益的衡量)的比较中,热销市场均高于冷发市场,且有 18 组数据的波动性差异在 1% 的水平上显著,有 21 组数据波动性差异在 5% 的水平上显著。这验证了假设 2,说明在热销市场中上市的公司质量差异确实比冷发市场中大。

表 3 热市和冷市中 IPO 公司的横截面收益方差比较(中小板)

收益率	NumIPO			EWU			InvestGr		
	热市	冷市	p	热市	冷市	p	热市	冷市	p
3 个月 CAR	0.2548	0.1884	0.0004	0.2501	0.1895	0.0052	0.2179	0.2152	0.8484
3 个月 BHAR	0.3140	0.1838	0.0000	0.2714	0.2026	0.0306	0.2538	0.2347	0.7100
6 个月 CAR	0.3691	0.2470	0.0000	0.3235	0.2454	0.0002	0.3115	0.3019	0.8929
6 个月 BHAR	0.5846	0.2470	0.0000	0.3562	0.2729	0.0049	0.4469	0.3505	0.0479
9 个月 CAR	0.4775	0.2866	0.0000	0.3772	0.2914	0.0002	0.3852	0.3475	0.2789
9 个月 BHAR	0.9415	0.2784	0.0000	0.4045	0.3547	0.0413	0.7077	0.4175	0.0000
12 个月 CAR	0.5256	0.3221	0.0000	0.4051	0.3283	0.0007	0.4188	0.3770	0.3276
12 个月 BHAR	1.0839	0.3120	0.0000	0.4281	0.4073	0.4058	0.7878	0.4478	0.0000

注:p 值表示热市和冷市中公司收益波动性差异的显著性。

中小板上市企业以民营企业和高技术含量企业为主,相比于主板上市企业,具有资产规模小、收入增长快等特点,因此外部经济冲击对中小板的热销或者冷发基本没有影响;而表3中以非固定住房投资增长率(*InvestGr*)划分的中小板IPO公司横截面收益方差没有显著的差异,说明这种情况下的公司质量差异不大,这与前面的结论也是一致的。而从表3所示的IPO数量和IPO抑价分类市场的实证结果来看,16组数据中有14组的波动性差异在1%水平上显著,这说明在IPO数量和IPO抑价划分的市场热度中,中小板市场同样具有在热销市场上市的公司质量差异比冷发市场大的特点。因此,总体而言,中小板市场中也存在公司质量差别在热销市场上更严重的现象。

2. IPO浪潮中公司收益率的分布差异:非参数分析

由于样本收益率的总体分布类型是无法获知的,总体分布的参数也不可获得,所以我们采用了非参数检验来分析不同热度市场样本分布是否有差别。我们考察了下列分布检验:Wilcoxon Mann-Whitney U检验(水平检验),Siegel-Tukey检验(离散性检验)以及Kolmogorov-Smirnov两样本检验(分布拟合检验)。检验结果见表4。

表4 热市和冷市中收益率分布的非参数检验(A股全市场)

	检验方法	NumIPO		EWU		InvestGr	
		CAR	BHAR	CAR	BHAR	CAR	BHAR
3个月	MWU检验	0.1926	0.1487	0.3217	0.0195	0.8650	0.8247
	S-T检验	0.0003	0.0004	0.0002	0.0001	0.0002	0.0001
	K-S两样本检验	0.0331	0.0475	0.0068	0.0007	0.0157	0.0095
6个月	MWU检验	0.3153	0.4769	0.0412	0.0002	0.0377	0.7999
	S-T检验	0.0008	0.0064	0.0002	0.0003	0.0002	0.0003
	K-S两样本检验	0.0365	0.3461	0.0002	0.0003	0.0009	0.0047
9个月	MWU检验	0.6224	0.9795	0.0148	0.0003	0.0047	0.8923
	S-T检验	0.0002	0.0007	0.0002	0.0015	0.0004	0.0008
	K-S两样本检验	0.0625	0.2164	0.0007	0.0002	0.0007	0.0002
12个月	MWU检验	0.9581	0.7333	0.0002	0.0001	0.0214	0.7353
	S-T检验	0.0001	0.0003	0.0001	0.0153	0.0001	0.0003
	K-S两样本检验	0.0121	0.0763	0.0001	0.0003	0.0001	0.0003

注:表中数字都是检验得到的p值。

在Wilcoxon Mann-Whitney U检验的24组结果中,有7组拒绝原假设,其他17组拥有较高的p值,无法拒绝原假设,说明热市和冷市中收益率的水平差异不是非常明显。在Kolmogorov-Smirnov两样本检验中,有19组结果显示较低的p值,可以拒绝热市和冷市的收益率分布拟合的原假设,说明两个市场的收益率分布存在着较为显著的差异。最后,在Siegel-Tukey检验(离散性检验)中,表中较低的p值显示可以拒绝两样本方差相同的原假设,认为热销市场中股票的收益率横截面方差显著大于冷市,这一结果与假设2相一致,即收益率在热销市场上的离散程度更大。从以上三种非参数分析的结果可以看到,收益率分布的二阶矩效应是显著强于一阶矩效应的。

从以非固定住房投资增长率(*InvestGr*)划分的中小板IPO公司收益率分布差异的统计结果(见表5)来看,24个统计指标中有11个在5%水平不显著,有18个在1%水平不显著,因此这不能说明在此种情况下中小板IPO公司收益率分布存在差异。而从以IPO数量和IPO抑价分类市场的实证结果来看,均有过半的指标在1%水平显著,这说明在IPO数量和IPO抑价划分的市场热度中,中小板IPO公司收益率分布存在差异。这样的两条结论与之前的实证结果同样也是一致的。因此,总体而言,中小板市场在IPO浪潮中也存在公司收益率的分布差异的现象。

表 5

热市和冷市中收益率分布的非参数检验(中小板)

	检验方法	NumIPO		EWU		InvestGr	
		CAR	BHAR	CAR	BHAR	CAR	BHAR
3 个月	MWU 检验	0.1714	0.0536	0.0004	0.0019	0.2092	0.0586
	S-T 检验	0.0000	0.0000	0.0012	0.0824	0.6996	0.8777
	K-S 两样本检验	0.0286	0.0006	0.0005	0.0201	0.1033	0.0149
6 个月	MWU 检验	0.0000	0.0000	0.0432	0.0646	0.0008	0.0002
	S-T 检验	0.0000	0.0000	0.0003	0.0278	0.8001	0.4440
	K-S 两样本检验	0.0000	0.0000	0.0051	0.0075	0.0007	0.0005
9 个月	MWU 检验	0.0000	0.0000	0.2954	0.6722	0.0108	0.0200
	S-T 检验	0.0000	0.0000	0.0001	0.0342	0.5844	0.2775
	K-S 两样本检验	0.0000	0.0000	0.0035	0.0044	0.0312	0.0032
12 个月	MWU 检验	0.0000	0.0000	0.8703	0.2243	0.0315	0.0288
	S-T 检验	0.0000	0.0000	0.0001	0.3653	0.7503	0.0672
	K-S 两样本检验	0.0000	0.0000	0.0121	0.0154	0.1904	0.0029

注:表中数字都是检验得到的 p 值。

3. IPO 公司股票与同行业同规模的非近期上市公司股票的收益率比较

上述实证检验说明了假设 2 可由我们的样本证明,而且这一结论对于任何一种计算累积收益率的方法都是成立的。然而,IPO 热销市场可能产生于具有更高不确定性的时期,此时所有股票都会变得更具风险性。也就是说,我们先前的结论可能代表着市场范围的现象,而不仅仅是 IPO 现象。下面采用参照对比法来检验是否在 IPO 热销市场时期市场上所有的股票风险都会更大。

参照对比法是比较样本公司与一个作为参照的公司的收益之间的差别。参照公司的选择遵循两个标准:行业和市场资本总值。本文寻找与 IPO 公司具有相同的 WIND 标准行业分类码的现存公司,为了避免与最近公开发行的公司相匹配,所有在样本公司 IPO 前三年内公开发行的公司将被排除在候选的参照公司范围之外。我们从中保留资本总值为样本公司市场总值 0.7~1.3 倍的公司。另外,在运用 EWU 来区分热销市场和冷发市场的时候,我们分类的门槛变化为:大于均值的是热销市场,小于均值的是冷发市场,并不进行上下浮动,否则,冷发市场的样本会变得非常小。

为了检验离散性的增加不是一个市场现象,我们来考察样本公司与参照公司的收益率的差别。此处,参照公司的收益率被用作 IPO 公司异常收益率的基准收益率。对于参照公司,本文采用的是经市场调整的收益率。

表 6 列出了结果。考虑以 InvestGr 作为市场热度的衡量指标分类的热销市场上三个月的 BHAR,IPO 公司与参照公司收益率的标准差分别为 0.5132 和 0.4333,二者之差为 0.0799。再考虑以 NumIPO 作为分类指标的冷发市场上的六个月的 CAR,IPO 组和参照公司组的收益率的标准差分别为 0.3167 和 0.2049,二者之差为 0.1118。因此,不仅是在热销市场上,冷发市场上 IPO 公司的横截面的离散程度也更高。在表中所有 24 种热销市场中收益率离散性的比较中,IPO 公司的离散性都比参照公司更大,且都在 1% 的水平上显著。在所有的 24 种冷发市场的比较中,有 16 组的 IPO 公司比参照公司收益率离散性更大,其中有 14 组在 5% 的水平上显著,另外 8 组虽然参照公司的收益率离散性比 IPO 公司大,但都不显著。因此,热销市场上 IPO 公司与参照公司收益率横截面方差的差异相较于冷发市场的差异更大。

表 6

热市和冷市中 IPO 公司与参照公司的横截面收益方差比较

收益率	公司组	NumIPO		EWU		InvestGr	
		热市	冷市	热市	冷市	热市	冷市
3 个月 CAR	IPO 组	0.3754	0.2683	0.5349	0.2632	0.4753	0.2368
	控制组	0.2713	0.2140	0.3841	0.1945	0.3547	0.2584
	p 值	0.0003	0.1231	0.0001	0.3724	0.0001	0.7435

续表 6

热市和冷市中 IPO 公司与参照公司的横截面收益方差比较

收益率	公司组	NumIPO		EWU		InvestGr	
		热市	冷市	热市	冷市	热市	冷市
3 个月 BHAR	IPO 组	0.3917	0.2943	0.5900	0.3147	0.5132	0.3487
	控制组	0.2846	0.1355	0.3514	0.2126	0.4333	0.3565
	p 值	0.0001	0.0001	0.0001	0.0003	0.0001	0.2445
6 个月 CAR	IPO 组	0.4398	0.3167	0.6227	0.3854	0.5247	0.3992
	控制组	0.2754	0.2049	0.3844	0.2631	0.3765	0.2899
	p 值	0.0001	0.0243	0.0007	0.0495	0.0024	0.0005
6 个月 BHAR	IPO 组	0.4587	0.3269	0.6854	0.4140	0.6111	0.4320
	控制组	0.3424	0.2295	0.3580	0.2987	0.4361	0.3100
	p 值	0.0004	0.3131	0.0001	0.0003	0.0001	0.0001
9 个月 CAR	IPO 组	0.6785	0.3124	0.5321	0.3339	0.8336	0.4254
	控制组	0.4784	0.3170	0.3169	0.2648	0.6127	0.4662
	p 值	0.0001	0.1453	0.0043	0.0352	0.0001	0.1054
9 个月 BHAR	IPO 组	0.6537	0.2986	0.5116	0.3249	0.7878	0.4132
	控制组	0.5214	0.3156	0.3984	0.2620	0.6136	0.3127
	p 值	0.0001	0.2447	0.0001	0.0001	0.0001	0.0101
12 个月 CAR	IPO 组	0.7876	0.4352	0.8931	0.5324	0.7113	0.3357
	控制组	0.6967	0.4227	0.8312	0.4849	0.6826	0.3449
	p 值	0.0001	0.0154	0.0007	0.0026	0.0003	0.3551
12 个月 BHAR	IPO 组	0.7764	0.4938	0.8257	0.4443	0.6956	0.3487
	控制组	0.6864	0.4157	0.7118	0.4450	0.6667	0.3958
	p 值	0.0001	0.0003	0.0001	0.2165	0.0005	0.3612

注: p 值表示在每一个热度分类中 IPO 组和控制组收益波动性差异的显著性,限于篇幅,这里没有给出差异值。

通过以上分析,我们可以得出 IPO 热销市场上更大的不确定性更多的是 IPO 现象,而非市场整体现象。这就更进一步验证了假设 2。

(三) IPO 浪潮中公司退市和实施 ST 的比例检验

本文通过比较热销市场和冷发市场中上市的公司被实施 ST 和退市的比率来检验假设 3。在退市的情况中,并购导致的退市代表了一个灰色的区域,因为并购可能是由于公司陷入财务困境,也有可能 IPO 是公司渐进式出售的第一步。但在 A 股市场,公司被吸收合并而退市的情况并不多见,仅 18 家。因此,对于并购导致的退市对研究结果影响并不大,本文将不予考虑。

从 1993 年至 2010 年底上市的公司中退市数量为 71 家,实施 ST 的公司有 360 家,一共 431 家公司。经统计,在不同热度市场中上市的公司事后被实施 ST 和退市情况如下:

表 7

热市和冷市中 IPO 公司实施 ST 和退市的比率

分类	热市			冷市		
	上市公司数	ST 和退市的公司数	比例	上市公司数	ST 和退市的公司数	比例
NumIPO	1139	234	0.2054	293	44	0.1501
EWU	1051	271	0.2578	663	39	0.0588
InvestGr	930	279	0.3000	757	99	0.1307

如表 7 所示,统计分析的结果证明了假设 3,即不管用什么指标来衡量市场热度,热销市场上 IPO 的公司都将更有可能被实施 ST 和退市。本文此处的统计并没有控制其他变量,如规模、公司创建时间、风险投资支持以及承销商声誉等因素。一般而言,创建时间长、规模大以及有风险资本支持或承销商声誉高的公司退市的可能性要低一些。而且,对于高风险行业,如信息技术业可能面临更高的退市和实施 ST 的概率^①。

五、结论与政策含义

本文在前期研究的基础上,考虑政府和市场参与者的特点,建立了适合中国实际的 IPO 浪潮形成模型,

^①我们对分行业的详细情况进行过讨论,发现高技术行业及金融服务业存在着更加明显的 IPO 浪潮现象,更大程度的收益率离散性差异,以及更高的退市和实施 ST 的比例,这里限于篇幅就不列示了。

并以此为基础说明了对投资机会外生的经济冲击,在信息不对称带来的逆向选择、政府对 IPO 市场的管制以及公司积极谋求上市的影响下,会导致更多低质量的公司热销市场进行 IPO,从而使得热销市场中上市的公司质量差异比冷发市场上更大。同时,本文还采用 1993-2010 年我国 A 股市场的 IPO 数据进行了实证研究,结果发现:(1)在全市场样本中,新股发行量、平均抑价率和非住房固定资产投资增长率两两正相关,说明了对私有企业资本需求的外部冲击会导致 IPO 浪潮的形成;而在中小板市场样本中同样存在 IPO 浪潮现象,但并不是由外部经济冲击所引起的。(2)无论是对于全市场还是中小板市场,在热销市场上公司 IPO 后股票收益率横截面方差比冷发市场上大,说明热销市场上市公司质量的离散性比冷发市场要大,相关的非参数分析也证明了这一点。(3)作为参照的可比公司的收益率横截面方差无论在热销市场还是冷发市场都比 IPO 公司要小,而且在热销市场这一差异远比冷发市场更大,证明了热销市场上市公司股票收益率更大的不确定性是 IPO 效应驱动的,而非 IPO 浪潮中所有股票的整体现象。(4)热销市场上市的公司实施 ST 和退市的比率几乎是冷发市场上的 3 倍,进一步证实了上市公司质量的离散性在热销市场比冷发市场要大。

本文研究结论的政策含义:第一,由于我国市场参与者的特点,外部经济冲击更容易导致低质量的公司热销市场中上市,使得热销市场中上市的公司质量参差不齐,这就很容易使广大投资者蒙受损失,也会降低资本市场资源配置的效率。故在 IPO 热销市场时,政府应该加大监管力度,严格执行甚至提高发行标准,防止那些低质量公司用粉饰报表等方式来达到上市的要求。第二,我国的发行制度有待进一步完善,核准制决定了监管机构的权利非常大,而保荐人制度也非常倚重保荐人的素质,在相应的监督配套机制不完善的情况下,很容易产生寻租行为和道德风险。因而,在加强对公司监督的同时,还应当逐步完善相应的监督配套机制。第三,只有广大投资者逐渐成熟起来,懂得辨别哪些公司值得投资,哪些公司不值得投资,才能真正减少低质量公司的 IPO 动机。第四,由于外部经济冲击对中小板市场的热销或者冷发影响很小,所以在经济下行时应当大力支持以民营、高科技企业为主的中小板企业发展,以提升资本市场的效率;此外,投资者也可以在此期间将投资重点放在中小板企业上以克服新股发行周期的影响。

参考文献:

1. 韩德宗、陈静. 2001. 《中国 IPO 定价偏低的实证研究》,《统计研究》第 4 期。
2. 毛立军、李一智. 2004. 《我国 IPO 定价、抑价及长期表现分析》,《武汉大学学报(哲学社会科学版)》第 5 期。
3. 邵新建、巫和懋、覃家琦、王道平. 2010. 《中国 IPO 市场周期: 基于投资者市场情绪和政府择时发行的分析》,《金融研究》第 11 期。
4. 谢赤、张祺. 2004. 《关于中国 IPO 市场季节性变动现象的实证研究》,《长沙理工大学学报(社会科学版)》第 19 期。
5. 张涛. 2004. 《IPO 折价现象的行为金融学解释》,《华南金融研究》第 3 期。
6. 朱绍辉. 2005. 《IPO 数量波动影响因素的实证分析》,北京工商大学硕士学位论文。
7. 朱绍辉、杜晓燕. 2003. 《IPO 数量波动影响因素的实证分析》,《财经科学》增刊。
8. Alt, A. 2005. "IPO Market Timing." *The Review of Financial Studies*, 18(3): 1105-1138.
9. Brau, J., and S. Fawcett. 2006. "Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice." *Journal of Finance*, 61(1): 399-436.
10. Benveniste, L., W. Busaba, and W. Wilhelm. 2002. "Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets." *Journal of Financial Intermediation*, 11(1): 61-86.
11. Choe, H., R. Masulis, and V. Nanda. 1993. "Common Stock Offering Across the Business Cycle: Theory and Evidence." *Journal of Empirical Finance*, 1(1): 3-31.
12. Helwege, J., and N. Liang. 2004. "Initial Public Offerings in Hot and Cold Markets." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(39): 541-569.
13. He, P. 2007. "A Theory of IPO Waves." *The Review of Financial Studies*, 20(4): 983-1020.
14. Hoffmann, U. 2001. "Clustering of Initial Public Offerings, Information Revelation and Underpricing." *Europe Economic Review*, 45(2): 353-383.
15. Ibbotson, R., and J. Jaffe. 1975. "'Hot Issue' Markets." *Journal of Finance*, 1027(30): 1027-1042.
16. Ibbotson, R., J. Sindelar, and J. Ritter. 1994. "Initial Public Offerings." *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(1): 37-45.
17. Jenkinson, T., and A. Ljungqvist. 2001. *Going Public: The Theory and Evidence on How Companies Raise Equity Finance*. Oxford: Clarendon Press.
18. Loughran, T., and J. Ritter. 2004. "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?" *Financial Management*, 33(3): 5-37.
19. Lowry, M. 2003. "Why Does IPO Volume Fluctuates so Much?" *Journal of Financial Economics*, 67(1): 3-24.
20. Lowry, M., and G. Schwert. 2002. "IPO Market Cycles: Bubbles or Sequential Learning?" *The Journal of Finance*, 57(3): 1171-1200.
21. Lucas, D., and R. McDonald. 1990. "Equity Issues and Stock Price Dynamics." *The Journal of Finance*, 45(4): 1019-1043.
22. Maksimovic V., and P. Pichler. 2001. "Technological Innovation and Initial Public Offerings." *The Review of Financial Studies*, 14(2): 459-494.
23. Pagano, M., F. Panetta, and L. Zingales. 1998. "Why Do Companies Go Public?" *An Empirical Analysis*, *Journal of Finance*,

- 53(1) : 27 – 64.
24. Pastor , L. , and P. Veronesi. 2005. “Rational IPO Waves.” *The Journal of Finance* , 60(4) : 1713 – 1757.
25. Rajan , R. , and H. Servaes. 1997. “Analyst Following of Initial Public Offerings.” *Journal of Finance* , 52(2) : 507 – 530.
26. Ritter , J. 1984. “The ‘Hot Issue’ Market of 1980.” *Journal of Business* , 57(2) : 215 – 240.
27. Ritter , J. 1991. “The Long Run Performance of Initial Public Offerings.” *Journal of Finance* , 46(1) : 3 – 27.
28. Rock. 1986. “Why New Issues are Underpriced?” *Journal of Financial Economics* , 15(1 – 2) : 187 – 212.
29. Subrahmanyam , A. , and S. Titman. 1999. “The Going – Public Decision and the Development of Financial Markets.” *The Journal of Finance* , 54(3) : 1045 – 1082.
30. Yung , C. , G. Cloak , and W. Wang. 2008. “Cycles in the IPO Market.” *Journal of Financial Economics* 89(1) : 192 – 208.

Do IPO Cycles Impact the Quality of Listed Companies?

Hu Zhiqiang , Chen Yujun , and Wang Yizhu

(School of Economics and Management , Wuhan University)

Abstract: This paper introduces the government and the traits of market participants into the studies of IPO market cycles , and also employs a data set of IPOs in the A – share market which covers from 1993 to 2010 , to analyze the dispersion in quality of listed companies in Chinese IPO waves. The results show that , first , numbers of IPOs , average underpricing and shocks to private firms’ demand for capital are positively correlated , confirming that exogenous positive shocks to private firms’ projects can induce IPO waves. Second , for both A – share market samples and SME market samples , the cross – sectional variance of abnormal returns across firms issuing during hot quarters is much higher than cold quarters , confirming that during hot quarters , dispersion of quality is higher than cold times. Third , we show that these results are driven by an IPO effect rather than a market – wide effect. That is , it is not simply the case that all firms become riskier during buoyant markets. Fourth , compared to cold markets , IPOs underwritten in hot markets are nearly three times as likely to delist and implemented ST after IPO. Our study may contribute to the analysis of causes to the dispersion in quality of listed companies.

Key Words: IPO Waves; Dispersion in Quality; Cross – sectional Return Variance; Ratio of Delist and Implemented ST

JEL Classification: G14 , G18

(责任编辑: 彭爽)

(上接第 115 页)

7. 卢洪友 2012 《基本公共服务均等化: 理论及其制度路径》, 《中国社会科学报》9 月 5 日。
8. 李凌、卢洪友 2007 《我国省际间财政差异趋势与影响因素的实证研究》, 《财经问题研究》第 8 期。
9. 李建军、肖育才 2012 《税收征管存在“粘蝇纸”效应吗》, 《南开经济研究》第 2 期。
10. 李建军、谢芬、肖育才 2011 《经济开放对地方财政横向差异影响的实证研究》, 《广东商学院学报》第 4 期。
11. 刘亮 2007 《中国地区间财力差异的变化趋势及因素分解》, 《财贸研究》第 1 期。
12. 刘金山、王倩 2009 《中国区域税收转移的统计分析》, 《统计与信息论坛》第 10 期。
13. 刘溶沧、焦国华 2002 《地区间财政能力差异与转移支付制度创新》, 《财贸经济》第 6 期。
14. 陶勇 2010 《政府间财力分配与中国地方财政能力的差异》, 《税务研究》第 4 期。
15. 叶振鹏、周金荣 2008 《我国企业所得税汇总纳税跨地区税收转移问题研究》, 《财政研究》第 2 期。
16. 杨杨、杜剑 2011 《我国区域税负公平探析——以税收与税源的关系为研究视角》, 《税务与经济》第 6 期。
17. 尹恒、康琳琳、王丽娟 2007 《政府转移支付的均等化效应——基于中国县级数据的研究》, 《管理世界》第 1 期。
18. 周美多、颜学勇 2011 《省内转移支付的财力均等化效应》, 《电子科技大学学报(社科版)》第 1 期。

Tax Deviation and Regional Fiscal Disparity

Li Jianjun

(School of Public Finance and Taxation Southwestern University of Finance and Economics)

Abstract: There are the phenomenon of tax deviation and regional fiscal disparity in China. This paper calculates the tax deviation of China’s value – added tax , business tax , corporation income tax , three major taxes and the overall tax , finds that few provinces , for example Shanghai , Beijing , Guangdong , Tianjin , Yunnan , Hainan , are the main tax inflow regions of tax deviation , and under current vertical and horizontal tax distribution system , these regions are the main beneficiaries of tax deviations; nevertheless there are a lot of tax outflow in some provinces , such as Henan , Shandong , Hunan , Hebei , Hubei , Sichuan , Jiangxi , Guangxi , Anhui , Fujian , Inner Mongolia , Heilongjiang , Jilin , and these provinces are the main losers of tax deviations , under current vertical and horizontal tax distribution system. Tax deviation is the main reason of increasing regional fiscal disparity; to eliminate tax deviation can significantly reduce the per capita fiscal resource. Vertical adjustment and horizontal adjustment is the important way to solve tax deviation.

Key Words: Tax Deviation; Tax Resource; Tax Distribution; Fiscal Disparity; Equalization of Public Service

JEL Classification: H71

(责任编辑: 陈永清)