

- 南京大学工程管理学院文库 -



渐进式询价制度改革下的 IPO定价与财富分配研究

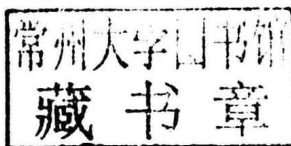
俞红海 著



南京大学出版社

渐进式询价制度改革下的 IPO定价与财富分配研究

俞红海 著



南京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

渐进式询价制度改革下的 IPO 定价与财富分配研究 /
俞红海著. — 南京: 南京大学出版社, 2017. 10

(南京大学工程管理学院文库)

ISBN 978-7-305-19522-8

I. ①渐… II. ①俞… III. ①股票市场—研究—中国
IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 255281 号

出版发行 南京大学出版社

社 址 南京市汉口路 22 号 邮 编 210093

出 版 人 金鑫荣

丛 书 名 南京大学工程管理学院文库

书 名 渐进式询价制度改革下的 IPO 定价与财富分配研究

著 者 俞红海

责任编辑 唐甜甜 编辑热线 025-83594087

照 排 南京南琳图文制作有限公司

印 刷 江苏凤凰数码印务有限公司

开 本 710×1000 1/16 印张 11.5 字数 170 千

版 次 2017 年 10 月第 1 版 2017 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-305-19522-8

定 价 49.80 元

网址: <http://www.njupco.com>

官方微博: <http://weibo.com/njupco>

官方微信号: njupress

销售咨询热线: (025) 83594756

* 版权所有, 侵权必究

* 凡购买南大版图书, 如有印装质量问题, 请与所购
图书销售部门联系调换

感谢国家自然科学基金面上项目“中国渐进式询价制度改革下的IPO定价与新股配售研究”(项目号: 71472085)、国家自然科学基金面上项目“融资融券非对称交易行为及其影响研究——基于投资者信用账户数据”(项目号: 71672081)的资助。

前 言

回顾历史,中国股票市场历经近 30 年的改革与发展,已成长为世界第二大股票市场,对中国经济的高速增长起到了举足轻重的作用。展望未来,正在召开的党的十九大明确提出,要“深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展”,这为中国股票市场进一步发展绘制了宏伟蓝图。我们在看到中国股票市场历史成就与未来机遇的同时,也需要清醒地意识到,当前股票市场问题重重,改革已经进入到了深水区。其中,一个非常核心的问题是企业上市过程中的 IPO 定价与新股配售问题。IPO 如何定价?定价效率如何衡量?新股配售是否合理公平?如何科学评估 IPO 改革成效?如何更好地推进询价制度改革?这些问题的思考和研究具有重要理论和实践意义。

回顾 IPO 定价领域的研究,由于数据可得性限制等诸多原因,目前国内学者普遍基于企业 IPO 后的市场表现,来刻画 IPO 市场定价效率,并分析背后的原因。这些研究对于我们理解和认识中国股票市场起到了很好的作用,但同时也需要看到,这些研究将 IPO 定价看作“黑箱”,从 IPO 后的市场表现来推断 IPO 定价效率,缺乏对 IPO 定价过程的直接刻画与分析。本书则将研究视角前移,关注的焦点从 IPO 发行上市后的首日市场表现,前移到发行上市前的机构投资者报价、IPO 定价和新股配售。具体研究中,我们基于行为金融学理论框架,结合 IPO 询价制度推出及此后六次渐进改革的历史场景,并利用第二次询价制度改革后的投资者报价信息披露,从投资者微观行为角度,系统研究 IPO 定价与新股配售过程,打开 IPO 定价黑箱,科学评估询价制度改革成效,并针对性提出政策建议。

本书的主要内容如下:针对询价制度改革过程中的机构投资者报价行为、报价策略与 IPO 定价,分析历次改革尤其是第四次改革引入新股自主

配售机制对机构投资者行为的影响,并对 IPO 首日高回报、IPO“三高”以及 IPO 新股破发等询价机制改革过程中先后出现的问题提供理论解释;从投资者之间财富分配角度,系统思考和评估已有的六次询价制度改革的政策效应,揭示当前改革过程中存在的问题和不足;同时进一步将视角前移,研究企业 IPO 前私募股权突击入股问题,分析其对企业 IPO 后业绩“变脸”的影响;此外,基于投资者账户数据,从投资者意见分歧与投资者情绪两个维度,揭示中国市场企业上市后“IPO 之谜”背后的行为因素。

在本书研究过程中,得到了国家自然科学基金项目“中国渐进式询价制度改革下的 IPO 定价与新股配售研究”(71472085)和“融资融券非对称交易行为及其影响研究——基于投资者信用账户数据”(71672081)的资助,在此表示感谢!同时,本书的部分内容曾发表在《管理科学学报》《金融研究》和《珞珈管理评论》等学术期刊上,感谢这些期刊给予的发表机会及审稿专家的评审意见。此外,在本书撰写过程中,我指导的研究生蒋振凯、杜艳琪、徐警和熊程,以及本科生黄韵钰、韦倩静和葛飘等,在基础数据收集整理、相关文献梳理等方面作了非常出色的助理工作,在此一并感谢!还要感谢责任编辑南京大学出版社唐甜甜为本书出版付出的时间和精力,她认真、细致的工作使本书增色不少。

因本人学识和精力所限,加之中国市场 IPO 改革过于频繁,本书对一些 IPO 现象背后的理论机制尚缺乏系统深入的分析 and 研究,同时研究中还存在一些不尽如人意甚至纰漏之处,在此请读者不吝赐教!

俞红海

2017 年 10 月于南京大学

目 录

第一章 导 论	1
一、研究背景和问题的提出	1
二、研究思路、主要内容和研究框架	4
三、研究的改进与主要创新	5
第二章 制度背景与文献评述	6
一、制度背景:中国特色 IPO 询价制度及其渐进式改革	6
二、文献评述	10
附录 中国市场 IPO 询价制度改革历程	22
第三章 询价制度改革与中国股市 IPO“三高”问题研究	26
一、引 言	26
二、制度背景与研究假说的提出	30
三、研究设计	34
四、实证结果与分析	42
五、稳健性检验	48
六、主要结论与政策建议	52
第四章 询价制度下的机构投资者报价行为与 IPO 定价研究	54
一、引 言	54
二、制度背景与文献回顾	57
三、理论分析与研究假说的提出	59
四、研究设计	63
五、实证结果与分析	67

六、稳健性检验	72
七、主要结论与政策建议	73
第五章 新股自主改革下的 IPO 定价研究	75
一、引 言	75
二、文献综述与研究假说的提出	77
三、研究设计	79
四、实证结果与分析	83
五、结论与建议	91
第六章 询价制度渐进式改革过程中的财富分配效应研究	92
一、引 言	92
二、相关文献综述	93
三、研究设计	95
四、实证结果与分析	97
五、结论与建议	102
第七章 私募股权突击入股及其对企业 IPO 前后的影响研究	104
一、引 言	104
二、文献综述与研究假说的提出	106
三、研究设计	113
四、实证结果与分析	118
五、研究结论与政策建议	132
第八章 投资者情绪、意见分歧与企业 IPO 后的市场表现研究	133
一、引 言	133
二、文献回顾与研究假说的提出	135
三、研究设计	140
四、实证结果与分析	143
五、稳健性检验	147

六、研究结论与政策建议	149
第九章 主要结论、局限与未来研究方向	151
一、主要结论	151
二、研究局限与不足	152
三、未来研究方向	152
主要参考文献	153

表目录

表 3-1	变量名称及定义	38
表 3-2	IPO 发行特征描述性统计	40
表 3-3	IPO 发行价与机构报价关系的描述性统计	41
表 3-4	不同机构报价行为描述性统计	41
表 3-5	IPO 相对发行价格及其与 IPO“三高”关系的分析	43
表 3-6	机构投资者竞争行为与 IPO 定价效率分析	43
表 3-7	机构投资者竞争行为与 IPO“三高”问题	45
表 3-8	IPO 长期跌破发行价的概率分析	46
表 3-9	IPO 长期超额回报的影响因素分析	47
表 3-10	机构投资者竞争行为与 IPO 定价效率(以市净率和市销率为基准)	48
表 3-11	机构投资者竞争行为与 IPO 定价效率(以同行业市盈率均值为基准)	49
表 3-12	机构投资者竞争行为与 IPO 定价效率(机构竞争稳健性分析)	51
表 4-1	IPO 发行特征描述性统计	65
表 4-2	变量名称及定义	66
表 4-3	IPO 相对发行价格统计分析	67
表 4-4	相对发行价格变化与 IPO 发行特征变迁	68
表 4-5	机构投资者竞争与相对价格变化	69
表 4-6	机构投资者竞争行为与 IPO 定价效率分析	70
表 4-7	询价制度改革前后长期投资回报比较分析	71
表 4-8	IPO 相对发行价格分析(稳健性检验)	72
表 4-9	机构投资者竞争与 IPO 相对发行价格(稳健性检验)	72
表 5-1	IPO 新股配售类型比较	80
表 5-2	控制变量名称及定义	82
表 5-3	累计收益率(30~180 日)的描述性统计:全样本和 psm 匹配样本	84

表 5-4	初步询价报价行为描述性统计	85
表 5-5	整体报价均值和中位数 t 检验	85
表 5-6	各类型机构报价偏度 t 检验	86
表 5-7	定价调整比例及 t 检验	87
表 6-1	变量名称及定义	97
表 6-2	第一次询价制度改革前 IPO 过程中的财富转移	98
表 6-3	第一次改革后 IPO 过程中的财富转移	99
表 6-4	第二次改革后 IPO 过程中的财富转移	99
表 6-5	第三次改革后 IPO 过程中的财富转移	100
表 6-6	第四次改革后 IPO 过程中的财富转移	101
表 6-7	第五次改革后 IPO 过程中的财富转移	102
表 6-8	第六次改革后 IPO 过程中的财富转移	102
表 7-1	样本基本统计分析	114
表 7-2	主要变量说明	115
表 7-3	主要变量的描述性统计结果	116
表 7-4	突击入股行为影响存在性研究单变量估计	120
表 7-5	突击入股影响存在性研究多变量估计结果	121
表 7-6	突击入股投资者背景对 IPO 前后影响	125
表 7-7	突击入股投资者入股时间对企业 IPO 影响	127
表 7-8	突击入股投资者持股比例对企业 IPO 影响	128
表 7-9	工具变量两阶段回归(控制内生性)	130
表 8-1	IPO 股票首日情况统计分析	140
表 8-2	投资者 IPO 首日买入影响因素分析	142
表 8-3	投资者情绪与意见分歧描述性统计	143
表 8-4	IPO 股票投资回报分析	143
表 8-5	投资者情绪、意见分歧与 IPO 投资回报的分组分析	144
表 8-6	投资者情绪、意见分歧与 IPO 首日回报	146
表 8-7	投资者情绪、意见分歧与 IPO 长期回报	147
表 8-8	投资者情绪、意见分歧与 IPO 首日回报(稳健性检验)	148
表 8-9	投资者情绪、意见分歧与 IPO 长期投资回报(稳健性检验)	149

图目录

图 2-1 IPO 渐进式询价制度改革历程图	9
图 3-1 机构过度竞争导致报价左偏	37
图 4-1 IPO 发行特征描述性统计	65
图 5-2 我武生物(上)和纽威股份(下)机构投资者申购量分布	90
图 5-3 三只 IPO 机构投资者的获配比例	90

第一章 导 论

一、研究背景和问题的提出

自 2005 年中国股票市场新股发行实行询价制度以来, IPO 定价过程中出现的各种问题一直是理论界和学术界关注的焦点。尽管证监会从 2009 年到 2015 年先后进行了六轮改革, 以对这一定价制度加以完善, 但是在改革的过程中往往顾此失彼, 按下葫芦浮起瓢, 在解决老问题的同时带来新问题。例如, 2009 年第一次改革在解决首日超高回报问题的同时, 却引发了高发行价、高市盈率和高超募资金所谓 IPO“三高”问题; 而 2012 年第三次改革在抑制 IPO“三高”的同时, 却重新带来了 IPO 首日超高回报问题。

对此, 证监会于 2013 年 11 月 30 日颁布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》, 推行第四次询价制度改革, 提出在新股发行过程中给予承销商新股自主配售权、实行存量股发行转让、设置新股上市首日涨跌幅等创新举措。然而 2014 年 1~2 月 IPO 新政实施以后, 在首批上市的 48 只新股中, 却出现了新的问题, 其中较为突出的是存量股发行政策导致老股超高量减持, 这和发行过程中的高市盈率、高发行价形成了 IPO“新三高”问题。例如, 江苏奥赛康公司公布的发行价格为 72.99 元, 公开发行 5 546.6 万股, 其中老股转让部分占 4 360.35 万股。按照该发行价格, 公司发行筹资净额仅为 7.9 亿元, 但老股转让套现额却高达近 32 亿元。另外, 新股自主配售制度的引入会导致承销商可能的利益输送, 因而广受诟病, 其中我武生物因新股配售方案过于向个别机构和个人倾斜而遭证监会调查。此外, 首日涨跌幅的设置导致多数新股刚开盘即遭爆炒而“秒停”, 首日整个交易时间往往仅有 3 分 2 秒(盘中两次秒停, 收盘前三分钟撮合成交), 其中 43 只新股

因涨幅达到或超过 44% 而封死在涨停板上^①。针对这一现象,新华社于 2014 年 1 月 13 日连发七文追问新股发行为何状况频出。2014 年 3 月,证监会又进行了第五轮改革,取消了新股自主配售机制;2015 年 12 月,进行了第六轮改革,取消了新股申购过程中的预缴款要求。然而迄今为止,IPO 过程中问题依然不断。

面对 IPO 过程中层出不穷的问题,那么我们要问:中国特色 IPO 询价制度及系列渐进式改革背后的问题究竟是什么?询价制度改革的目标和路径究竟应该是什么?这一询价制度及其改革下的 IPO 是如何进行定价的,如何打开 IPO 定价“黑箱”?我们应该如何更好地落实“十八届三中全会”精神,提高 IPO 定价效率、优化资本市场资源配置?对这些问题的思考和研究,有利于我们更好地做好 IPO 发行定价制度改革的顶层设计,而不是实行头痛医头、脚痛医脚顾此失彼式的改革;同时也有利于证监会更好地贯彻执行公平、公正、公开的“三公”原则,改进 IPO 利益相关方之间财富分配的公平性。

简要回顾当前中国市场 IPO 的相关研究,国内学者主要围绕 IPO 首日超高投资回报问题,分别从一级市场“抑价”(郭宏等,2006;朱红军等,2010;陈工孟等,2011;田利辉等,2013),以及二级市场“溢价”(刘熠辉等,2005;韩立岩等,2007;张小成等,2011;邹高峰等,2012)两方面进行了系统研究,这些文献在帮助我们理解中国市场 IPO 现象、推动 IPO 发行机制改革方面起到了非常重要的作用。但笔者认为,这些研究主要集中在 IPO 上市后的市场表现,普遍将 IPO 上市前的定价过程视作一个“黑箱”,没有考虑 IPO 定价机制和定价过程。也有部分学者开始将目光投向 IPO 询价制度及其改革(周孝华等,2009;贺炎林等,2011;刘志远等,2011a, 2011b;张峥等,2012),对 IPO 定价过程进行了初步的研究和剖析,并得出了较有意义的结论。但总体来说,笔者认为这些文献在揭示中国市场 IPO 定价机制、解释 IPO 市场异象方面还存在较大不足,在理论上更多地直接借鉴英美市场的

^① 上海证券交易所规定新股发行首日的涨幅不得超过发行价的 44%,而深圳证券交易所因临时停牌制度的动态设置而导致新股上市首日最高涨幅可能超过 44%。

研究框架,并未充分考虑到中国市场询价制度及其渐进式改革的“中国特色”,在实证上由于数据可得性限制等原因,普遍未能从IPO询价过程利益相关者角度,对询价报价过程进行全面系统的研究。此外,2013年11月实行的第四次询价制度改革,对原有发行机制做出了重大变革,例如引入承销商新股自主配售权,老股东存量股转让,定价过程中剔除最高报价等。这些均是之前的研究中从未涉及的问题,同时,这些措施在具体实施中带来了诸多问题,因此迫切需要在学术上加以探讨和研究,并针对性地提出修改完善的相关政策建议。

与此同时,中国渐进式的新股发行机制改革所形成的独特自然实验,为我们研究IPO询价制度一般理论、解决现有文献中存在的争议、揭开IPO定价黑箱提供了很好的机会。在国外市场上,部分学者在理论上对新股定价中的拍卖、询价等机制进行了探讨(Benveniste and Spindt, 1989; Sherman and Titman, 2002; Sherman, 2005等),同时也有少数学者利用单个承销商提供的机构询价数据进行了实证研究(Aggarwal et al., 2002; Cornelli and Goldreich, 2001, 2003; Jenkinson and Jones, 2004)。但总体来说,由于国外市场机构投资者报价申购数据无须对外公开,相关研究无法利用大样本数据进行更深入细致的研究,同时上述研究无法很好克服内生性问题。而中国市场随着2010年10月第二次询价制度改革的推行,要求披露机构投资者详细的报价申购信息,为我们揭开IPO定价黑箱提供了独特的研究机会,特别是2013年11月推行的第四次改革,引入承销商新股自主配售权,这为我们研究新股配售权在IPO询价中发挥的作用提供了很好的契机。在这个研究过程中,渐进式改革形成的独特自然实验,可以较好克服内生性问题,论证并发展相关理论。

本书在国内外现有研究基础上,将关注的焦点从IPO发行上市后的首日市场表现,前移到发行上市前的机构投资者报价、IPO定价和新股配售。在具体研究过程中,结合IPO询价制度及其渐进式改革,在充分考虑IPO利益相关方利益冲突与协调基础上(包括发行人、承销商、参与网下申购配售的机构投资者以及参与“打新”“炒新”个人投资者),对中国渐进式新股询价制度改革下的IPO定价机制与新股配售进行全面系统的研究和分析。

本书研究的理论意义在于:将 IPO 研究的视角从发行上市后的市场表现,前移到发行上市前的 IPO 估值、询价、定价和配售过程,分析 IPO 利益相关方在定价过程中的利益冲突与协调,剖析中国特色询价制度及其渐进式改革下的 IPO 定价机制,揭开中国市场 IPO 定价黑箱,并为询价制度推行以来出现的各种 IPO 市场异象提供系统的理论解释。同时也利用中国渐进式制度改革形成的独特自然实验,在克服内生性问题基础上,进一步论证和发展现有 IPO 询价制度的一般理论。

本书研究的实践意义在于:对中国特色询价制度及其改革效应进行更为科学的量化评估,并从 IPO 利益相关方行为角度,揭示当前询价制度渐进式改革过程中存在的问题和不足,在此基础上针对性提出下一步询价制度改革的政策建议。

二、研究思路、主要内容和研究框架

本书研究思路为:将 IPO 定价机制的研究视角前移,结合中国市场询价制度渐进式改革历程,基于行为金融学理论框架,系统研究询价过程中机构投资者报价、承销商和发行人定价以及新股配售过程。此外,还进一步将时间窗口前移,研究公司 IPO 前的私募股权突击入股问题,同时也将时间窗口后移,结合二级市场投资者投机炒作现象,从投资者情绪和意见分歧两个角度,系统研究中国市场企业 IPO 后的市场表现。

研究的主要内容包括:针对第一次询价制度改革后出现的 IPO“三高”问题,从机构投资者报价策略改变的角度探究 IPO“三高”背后的根源;针对第一次改革和第二次改革,分析改革对机构投资者报价策略的影响,以及由此产生的对 IPO 定价和新股配售的影响,以及财富分配的影响;结合第四次询价制度改革,针对 IPO 过程中新股自主配售机制的引入,研究新股配售对 IPO 定价产生的影响;在此基础上,进一步针对 2009 年 6 月至 2015 年 12 月以来的六次询价制度改革,基于 Sloan(2015)的思路,系统研究询价制度改革对发行人和外部投资者之间财富分配的影响。此外,我们也考虑了公司上市前,私募股权突击入股对上市公司 IPO 前后的影响。最后,我们结合 IPO 后二级市场投资者的投机炒作现象,分析投资者情绪和投资者意

见分歧对中国股票市场“IPO 之谜”产生的影响。

三、研究的改进与主要创新

本书对已有研究的改进之处在于,将 IPO 研究视角前移,从关注 IPO 后的首日回报和长期表现,前移到新股上市交易前 IPO 询价、定价过程,从投资者报价、发行人和承销商定价及新股配售角度,打开 IPO 定价黑箱。本书的主要特色在于:将 IPO 问题的研究视角前移,围绕 IPO 定价过程,从承销商估值、机构投资者报价申购、发行人与承销商定价与新股配售、个人投资者“打新”与“炒新”等角度,系统研究中国特色询价制度及其改革下的 IPO 定价机制、揭开 IPO 定价黑箱,并以此来解释中国市场 IPO 异象及渐进式询价制度改革带来的影响。

本书研究的创新之处主要有以下几点:

第一,基于行为金融学理论框架,从 IPO 利益相关方之间利益冲突和协调角度,研究 IPO 定价机制与定价过程,从而揭开中国特色询价制度及其改革下 IPO 定价黑箱。

第二,从 IPO 发行价格产生过程、比较基准选择与 IPO 相对定价,以及发行上市后的价格稳定性等多个维度,提出更为科学的 IPO 定价效率评估方法和指标。

第三,利用机构投资者详细报价申购数据,深入剖析 IPO 询价过程中机构投资者报价行为与报价策略,从机构行为角度为中国市场系列 IPO 异象提供理论解释。

第四,基于渐进式改革形成的独特自然实验,采用双重差分方法,在克服内生性问题基础上,为承销商新股自主配售权研究中的国际争议提供中国证据,并进一步论证和发展现有 IPO 询价研究的一般理论。