

国家自然科学基金资助项目（71672057、71702104）
上海外国语大学校级青年基金项目（2015114048）

询价制度安排、 询价对象信息显示 与IPO抑价

郑凯 何亚南 著



华东理工大学出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

询价制度安排、询价对象信息 显示与 IPO 抑价

郑 凯 何亚南 著



華東理工大學出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

· 上海 ·

图书在版编目(CIP)数据

询价制度安排、询价对象信息显示与 IPO 抑价 / 郑凯, 何亚南著. —上海: 华东理工大学出版社, 2017. 11

ISBN 978 - 7 - 5628 - 5230 - 8

I. ①询… II. ①郑… ②何… III. ①股票价格—研究—中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 255277 号

策划编辑 / 刘 军

责任编辑 / 刘 军 牟小林

装帧设计 / 徐 蓉

出版发行 / 华东理工大学出版社有限公司

地址: 上海市梅陇路 130 号, 200237

电话: 021 - 64250306

网址: www.ecustpress.cn

邮箱: zongbianban@ecustpress.cn

印 刷 / 江苏凤凰数码印刷有限公司

开 本 / 710mm × 1000mm 1/16

印 张 / 12

字 数 / 164 千字

版 次 / 2017 年 11 月第 1 版

印 次 / 2017 年 11 月第 1 次

定 价 / 60.00 元

版权所有 侵权必究

前 言

2005 年 1 月 1 日起,我国首次公开发行股票(IPO),开始正式采用向机构投资者询价的方式来确定发行价格。引入询价制度的目的在于发行价格形成之前,收集机构投资者掌握的新股价值信息,并将这一信息反映在发行价格上,从而提高定价效率。新股定价效率能否提高的关键在于参与询价的机构投资者(询价对象)是否有动力显示信息以及会显示哪些信息。本书以 2009 年和 2010 年制度变迁为研究视角,解释两次改革前后 IPO 抑价率整体变动的原因,进而对 IPO 热点问题进行阐释,并为未来的制度改革提供经验证据和政策建议。

本书共分七章,各章的主要内容如下。第一章导论,在介绍本书研究背景的基础上提出研究问题,说明研究意义以及研究方法,并指出本研究的创新之处。第二章文献综述,回顾了国外和国内相关研究的进展情况,并通过对相关文献的简要述评进一步明晰本书的研究问题。第三章制度背景分析,梳理了我国发行制度的变迁历程,归纳了我国询价制度安排的主要内容和阶段性改革对询价制度具体安排的调整情况,最后分析了我国询价制度安排的特点。第四章理论分析和研究假设,根据信息不对称、博弈论和微观结构等基础理论构建了本书的理论研究框架,然后在理论分析的基础上提出了相关的研究假设。第五章实证检验结果与分析,对第四章提出的研究假设进行检验,并通过对检验结果的分析得出相关研究结论。第六章 IPO 抑价次类研究: IPO“破发”,根据第五章得到的研究结果从发行制度安排视角考察 IPO“破发”的原因,以及“破发”对中小投资者利益的影响。第七

章总结了本书的研究结论,提出了政策建议,并指出研究的局限性以及未来进一步研究的方向。

通过本书的研究和分析,主要得出了以下研究结论。

(1) 在询价制度第一阶段改革之后,IPO 抑价程度明显降低,证监会取消发行市盈率窗口指导是 IPO 抑价率整体降低的前提,而制度改革对询价对象信息显示激励的增强是 IPO 抑价率整体降低的根本原因。同时发现,在询价制度第一阶段改革后,询价对象仍然存在隐藏信息的情况。

(2) 询价制度第二阶段改革未能在第一阶段的基础上进一步激发询价对象的信息显示动力。总体看来,现有询价制度安排未能有效激励询价对象在询价过程中显示信息。

(3) 在三个月锁定期规则限制下,询价对象通过询价获得的新股具有“存货”性质,这也促使询价对象更加关注发行公司的增长潜力,而在锁定期以及新股申购和配售规则的限制下,询价对象受市场环境的影响较小。这些制度安排对询价对象显示公司内在价值信息具有积极影响。同时还发现,由于询价对象自身抗风险能力较强,显示的信息中包含较少的发行公司风险因素,这限制了发行价格体现公司内在价值的能力。

(4) 基于询价制度安排的视角,新股“破发”的原因有四:第一,由于现有制度安排未能有效激励询价对象显示新股市场价值信息,因此导致经询价确定的发行价格不能对承销商设定的初步价格作出有效调整,个别承销商基于自身利益会在询价之前设定较高的初步价格,导致发行价格高于上市后新股市场价格;第二,在锁定期以及新股申购和配售规则的限制下,询价对象更多关注发行公司增长潜力而受 IPO 时市场环境的影响较小,导致在极端情况下,高增长潜力的公司以及 IPO 时市场气氛低迷的公司在发行价格上高于其上市后市场价格;第三,由于锁定期以及新股申购和配售规则的限制,在市场气氛低落时大量批准 IPO 项目对询价对象影响较小,却易引发二级市场的“羊群效应”,在极端情况下易造成新股“破发”;第四,由于询价对象自身抗风险能力较强,因此锁定期制度未能有效促使其关注发行公司

风险,询价对象在极端情况下高估了高风险公司的市场价值,进而造成上市首日的“破发”。

(5) 在新股频频“破发”的市场环境下,尽管询价制度安排限制了参与网上申购的机构投资者利用资金优势进行“择股”的能力,但这些机构投资者还是可以利用信息优势在网上申购中进行“择股”,进而将申购“破发”新股遭受投资损失的风险转嫁给中小投资者,导致中小投资者面临着“赢者诅咒”。

本研究的创新之处主要体现在以下三个方面:一是对我国特殊的询价制度安排进行了细致的分析,考察了这些制度安排对 IPO 定价效率的影响,拓展了信息收集理论;二是通过考察询价制度安排对询价对象信息显示动力和信息显示内容的影响,检验了我国询价制度实施以来的运行效果,并有针对性地为新股发行制度的未来改革提供政策建议;三是从询价制度安排角度分析了新股“破发”的原因和对中小投资者利益的影响,对现有 IPO 抑价问题研究作出了有益的补充,并发现我国 IPO 市场已存在“赢者诅咒”问题。

目 录

第一章 导论	001
第一节 问题的提出和研究意义	001
第二节 研究思路、主要内容与研究方法	006
第三节 研究创新和主要贡献	009
第二章 文献综述	011
第一节 国外 IPO 抑价问题研究文献	011
第二节 国内 IPO 抑价问题研究文献	029
第三章 制度背景分析	040
第一节 我国新股发行制度变迁	040
第二节 询价制度主要内容与阶段性改革	050
第三节 我国发行制度安排特点分析	056
第四章 理论分析和研究假设	064
第一节 基础理论与分析框架	064
第二节 询价制度阶段性改革对询价对象信息显示动力的影响	075
第三节 询价制度具体安排对询价对象信息显示内容的影响	084

第五章 实证检验结果与分析	096
第一节 研究设计	096
第二节 第一阶段改革前后询价对象信息显示动力差异检验	107
第三节 第二阶段改革前后询价对象信息显示动力差异检验	119
第四节 询价制度具体安排对询价对象信息显示内容影响检验	126
第六章 IPO 抑价次类研究:IPO “破发”	137
第一节 研究假设的提出	138
第二节 实证研究设计	144
第三节 实证检验结果与分析	148
第四节 本章小结	158
第七章 研究结论、政策建议与局限性	160
第一节 研究结论	160
第二节 政策建议	162
第三节 研究局限和展望	165
参考文献	167
后记	183

第一章 导 论

本章在介绍本书研究背景的基础上提出研究问题并说明研究意义,同时对书中涉及的主要概念予以界定,然后提出本书的研究思路、研究内容、研究方法和技术路线,最后简要说明本书的创新之处。

第一节 问题的提出和研究意义

一、研究背景和问题提出

IPO(Initial Public Offering)市场是公司融资的平台,也是投资者投资的重要场所,其定价效率直接关系着资本市场的资源配置效率,同时还影响着二级市场的发展和稳定。在 2010 年第一季度全球 227 项 IPO 首次公开发行中,有 94 项来自中国,这使中国成为全球 IPO 项目数的榜首区域。^① 随

^① 资料来源:汤姆森路透 2010 年第一季度投资银行报告。

着中国经济的持续高速发展,一级市场规模还会继续扩大,因此探讨新股定价的效率问题具有十分重要的意义。

2005 年之前,我国 IPO 抑价远远高于西方同期数据,大量研究均指出“股权分置”和“政府管制”是高抑价的主要原因(王晋斌,1997;宋逢明和梁洪昀,2001;于增彪和梁文涛,2004;刘煜辉和熊鹏,2005;周孝华等,2006;Guo 和 Brooks,2008)。2005 年,我国进行了“股权分置”改革并引入新股发行询价定价机制,由此,一级市场制度环境发生了根本性的变化。新的环境催生新的研究问题,其中尤为重要的是询价制度在我国特殊制度环境下的运行效果。

西方有关询价制度运行效果研究影响较大的是 Benveniste 和 Spindt (1989),他们通过构建模型指出,设计良好的询价制度能够在定价前充分收集“知情投资者”掌握的信息,通过把这些信息有效地反映在发行价格上,来减少发行价格偏离公司市场价格的程度,从而提高定价效率,降低 IPO 抑价。Cornelli 和 Goldreich(2001)把标准的询价制度描述为向机构投资者征询,发现承销商把更多的新股分配给了提供真实信息的机构投资者,以促使其乐于显示信息。Benveniste 和 Wilhelm(1990)、Ljungqvist 和 Wilhelm(2002),以及 Malakhov(2007)均指出,承销商拥有自由分配股票的权利,可以激励询价对象显示真实信息,提高定价效率。

然而,我国新股发行询价制度具有其独特之处,例如“限制承销商分配新股的权利、区分网下和网上配售、限定网下配售比例,以及设定询价对象获得新股的锁定期”等。对承销商分配新股权利的限制减弱了承销商对询价过程的影响,询价效果更大程度地依赖于询价对象整体显示的信息。那么在我国特殊的询价制度安排下,询价对象是否有动力显示信息?询价对象会显示什么样的信息?这正是本书研究的两个主要问题。

本书首先从询价制度阶段性改革的视角探讨制度安排的变化对询价对

象显示新股市场价值信息动力的影响,进而解释制度改革前后 IPO 抑价率整体变动的原因。然后借鉴 Lowry 和 Schwert(2004)的研究思路,将询价对象显示的市场价值信息划分为新股内在价值信息和市场环境信息,进而基于询价对象对各类信息的敏感度,来考察询价制度具体安排是否有效激励了询价对象显示新股内在价值信息而非市场环境信息,从而以询价制度安排为视角剖析了造成公司间存在 IPO 抑价率差异的成因。最后,本书在上述研究的基础上讨论了 IPO 抑价的特殊情况——“破发”的影响因素和后果。

二、理论意义和现实意义

由于 IPO 公司没有上市交易和信息披露的历史,因此不同市场主体之间存在高度的信息不对称(Michaely 和 Shaw,1994),如何在新股发售之前确定合理的发行价格是一级市场面临的难题。Benveniste 和 Spindt(1989)提出信息收集理论,指出通过优化制度安排在发行价格形成之前有效收集“知情投资者”掌握的新股价值信息,并把这一信息反映在发行价格上,就能够提高定价效率。这一研究为询价制度设计提供了理论基础。我国的询价制度安排与国外成熟的询价制度安排存在较大差异,考察我国特殊的制度安排对 IPO 定价效率的影响是对信息收集理论的拓展,具有一定的理论意义。

随着我国资本市场的不断发展,一级市场的作用越来越重要。从表 1.1 可以看到,IPO 市场规模自 2009 年重启以来一直保持着较高水平,是公司直接融资的重要渠道,并为后续融资开启了窗口。作为 IPO 市场最核心的问题,定价效率直接关系到一级市场的资源配置效率和公司的融资成本,IPO 定价效率的提高对一级市场的健康发展具有重要的现实意义。

中国证监会于 2009 年 6 月 10 日颁布的《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》中明确说明,“拟采取分步实施、逐步完善的方式,分阶

表 1.1 我国上市公司(A 股)直接融资情况统计

所 属 季 度	IPO		增 发		债 券	
	公司 家数	实际募集 资金(亿元)	公司 家数	实际募集 资金(亿元)	公司 家数	实际募集 资金(亿元)
2009 年第三季度	37	909.06	41	477.77	56	1 471.95
2009 年第四季度	71	818.02	39	345.21	59	949.11
2010 年第一季度	89	925.34	29	244.05	50	678.00
2010 年第二季度	87	947.29	46	318.96	45	1 072.65
2010 年第三季度	79	747.92	25	219.80	60	940.30
2010 年第四季度	87	979.65	65	1 201.42	58	536.30
2011 年第一季度	88	905.74	42	350.80	88	1 281.10
2011 年第二季度	76	607.78	47	383.54	74	760.50

资料来源：作者根据 Wind 资讯提供的数据自制。^①

段推出各项改革措施”，并于 2010 年 11 月 1 日推出第二阶段改革措施。可见，新股定价制度改革与我国其他方面的改革一样，具有渐进式的特点。深入考察询价定价制度的运行效果和存在的问题，才能在未来的改革中做出有效修正。因此从为政策制定提供建议的角度来看，本研究具有一定的现实意义。

询价制度第一阶段改革之后，新股频频“破发”成为社会各界关注的焦点问题之一，从理论角度解读“破发”的原因和后果，有助于各方深入了解“破发”现象，其本身具有一定的现实意义。

三、主要概念界定

(一) IPO

IPO 的英文全称为 Initial Public Offering，指的是公司在证券交易所首

^① 表中数据均为剔除金融保险类行业后的统计结果；债券包括企业债、公司债、中期票据、短期融资券、可转债，以及可分离转债存债。

次公开发行股票的行为。本书所说的 IPO 股票(又称新股)指的是我国公司在经过中国证券监督管理委员会(简称中国证监会或者证监会)上市资格审查后,在上海证券交易所或者深圳证券交易所首次公开发行的 A 股^①,不包括我国公司在上海或者深圳证券交易所首次公开发行,但只限于境外投资者或者港、澳、台地区投资者购买的 B 股^②,以及注册地在内地而上市地在港、澳、台,或者境外证券交易所的 H 股^③、N 股^④等首次公开发行的其他类型的股票。

(二) IPO 发行制度

本书所说的 IPO 发行制度,指的是首次公开发行股票的公司从获得上市资格到完成新股发售过程中的一系列制度安排,包括上市准入制度和 IPO 定价制度。由于发行价格的形成与新股发售紧密结合在一起,因而 IPO 定价制度又包括发行价格的形成制度和新股发售制度。

(三) 询价对象

在 IPO 询价定价制度中,制订发行价格之前需要向特定的投资者收集与新股发行价格有关的信息,这些参与询价的投资者被称为询价对象。

(四) IPO 抑价和“破发”

美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission,缩写为 SEC)在 1963 年的一份题为“Report of Special Study on Security Markets”的报告中发现,在美国证券交易所公开交易的股票,IPO 发行价格普遍低于上市后价格。Reily 和 Hatfield(1969)观察了美国股票市场 1963 年 1 月—

① A 股的正式名称是人民币普通股票。它是由我国境内的公司发行,供境内机构、组织或个人(不含港、澳、台投资者),以人民币认购和交易的普通股股票。

② B 股的正式名称是人民币特种股票。它是以人民币标明面值,以外币认购和买卖,在上海或者深圳证券交易所上市交易的股票。它的投资人限于:外国的自然人、法人和其他组织;香港、澳门、台湾地区的自然人、法人和其他组织;定居在国外的中国公民,以及中国证监会规定的其他投资人。

③ H 股现指注册地在中国内地而上市地在香港的外资股。香港的英文是 Hong Kong,取其字首,把中国内地公司在香港证券交易所上市的股票称为 H 股。

④ N 股现指注册地在中国内地而上市地在纽约证券交易所的股票。纽约的英文是 New York,取第一个英文字母 N,把中国内地公司在纽约证券交易所上市的股票称为 N 股。

1965 年 12 月的 53 家 IPO 公司,发现这些公司发行的新股上市首日平均回报率为 9.6%,远远高于同一时期的市场基准收益率。随后,Stickney (1970)、McDonald 和 Fisher(1972),以及 Logue (1973)均发现新股上市首日存在超额收益率。Ibboston 在 1975 年发现同样的现象后,提出了 IPO 公司、承销商、投资者在 IPO 过程中“谁赢谁输”的问题,因无法给出有效解释,遂以“谜”称之,即“IPO 抑价之谜”。此后的学者基本上沿用 IPO 抑价或者 IPO 首日超额回报率(收益率)等术语来表示发行价格与上市首日收盘价格的偏离。

本书中的 IPO 抑价就是指新股发行价格与上市首日收盘价格之间的偏离,偏离程度用“(上市首日收盘价-发行价格)/发行价格”来计算,这一指标是经相对值标准化后的结果,便于不同新股之间的比较。本书中提到的抑价、抑价程度或者抑价率均指这一指标。IPO“破发”,是指 IPO 抑价率为负值的情况。

第二节 研究思路、主要内容与研究方法

一、研究思路、主要内容与研究框架

本书的研究围绕前面提出的问题,遵从“提出问题—分析问题—解决问题”的逻辑线索展开。首先回顾与本书研究问题有关的国内外研究成果,在文献梳理的基础上对我国新股发行制度进行了介绍和分析;其次通过理论分析,提出研究假设,并根据公开披露数据采用实证研究方法验证提出的假设;然后在前文研究的基础上进一步深化,分析 IPO“破发”的原因和后果;最后对本书的研究发现进行归纳总结,提出相关政策建议,并指出本研究存在的不足,以及未来需要解决的问题。

本书的研究框架如图 1.1 所示。

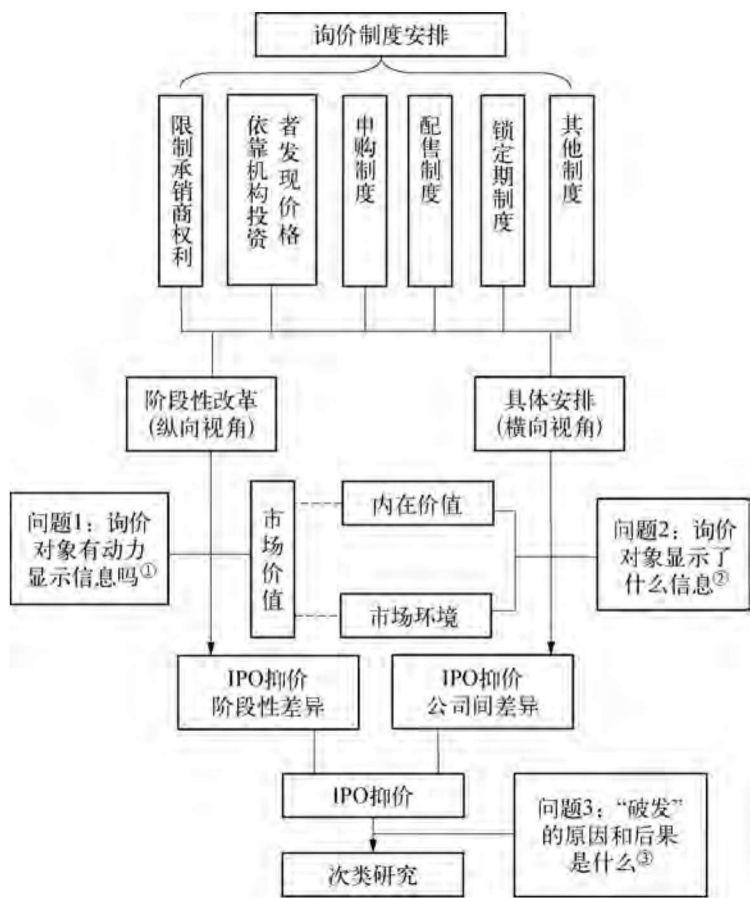


图 1.1 研究框架

注：箭头为影响，虚线为包括。

- ① 我国询价制度自实施以来经历了两次改革，即 2009 年 6 月 11 日进行的询价制度第一阶段改革和 2010 年 11 月 1 日进行的询价制度第二阶段改革。本文从制度变迁的纵向角度比较两次改革前后询价对象显示信息动力的差异，进而考察不同的询价制度安排对询价对象显示公司市场价值信息的影响。
- ② 本文参照 Lowry 和 Schwert(2004)的研究，将市场价值信息分为两类：反映公司内在价值的信息(增长潜力和风险)，以及反映 IPO 时市场环境的信息(市场气氛和新股市场供给)，以公司间横向比较为研究视角，回答在我国询价制度的具体安排(例如锁定期制度)下，询价对象是否能够在询价报价中显示反映公司内在价值的信息而非市场环境信息。
- ③ 对 IPO“破发”原因的考察主要是在前面章节研究结论基础上的扩展分析，而 IPO“破发”的后果主要是从询价制度安排角度，探讨在新股频频“破发”的市场环境下，中小投资者在网上申购新股时面临的“赢者诅咒”问题。

二、研究方法和技术路线

本书采用规范研究和实证研究相结合的研究方法。在文献综述、制度背景分析、理论框架的建立,以及理论分析部分采用归纳、演绎等规范研究方法。对理论假设的检验采用多元线性回归分析、多元逻辑回归分析,以及均值差异检验等实证研究方法。对于“破发”的原因和后果的考察采用规范研究和实证研究相结合的方法。本书的写作路线如图 1.2,研究逻辑根据研究问题的递进关系逐渐深入展开。

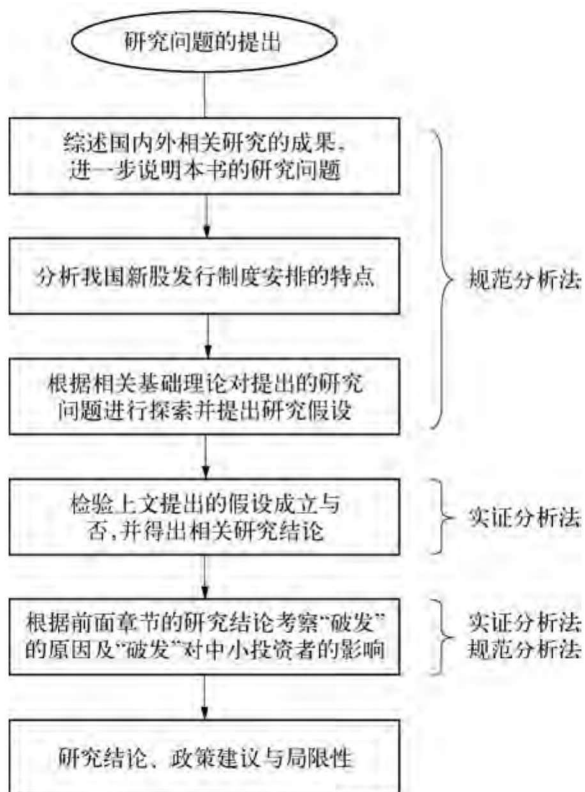


图 1.2 写作路线

第三节 研究创新和主要贡献

本书通过对我国 IPO 询价定价过程的详细分析,考察了询价制度安排对询价对象信息显示动力和信息显示内容的影响,并从询价制度安排的角度剖析了 IPO“破发”的影响因素和后果。本书的创新和主要贡献体现在以下三个方面。

首先,在细致分析我国特殊询价制度安排的基础上,对现有 IPO 抑价信息收集理论进行了有益拓展。信息收集理论认为,在发行价格确定之前通过向“知情投资者”收集有关新股价值的信息,有助于减少市场主体之间的信息不对称程度,从而提高 IPO 定价效率。同时信息收集理论指出,制度安排的合理与否是能否提高信息收集效果的关键所在,此理论也为询价制度设计提供了理论基础。现有研究主要是考察国外资本市场的询价制度安排对 IPO 定价效率的影响,而我国询价制度与成熟市场中的询价制度相比具有特殊之处。本书对我国特殊的询价制度安排进行了细致分析,考察了这些制度安排对 IPO 定价效率的影响,拓展了信息收集理论。

其次,本书通过考察询价制度安排对询价对象信息显示动力和信息显示内容的影响,检验了我国询价制度实施以来的运行效果,并有针对性地为新股发行制度的未来改革提供政策建议。现有的对我国询价制度运行效果的研究主要是通过比较询价制度实施前后 IPO 抑价的变化来进行的,考察的是不同定价制度下的 IPO 定价效率差异,无法有效揭示询价制度安排本身存在的问题。本书将研究视角锁定在询价定价制度本身,并以询价对象信息显示为着眼点,考察了询价制度自实施以来的运行效果。本书通过对询价制度每个阶段改革前后询价对象信息显示动力差异的分析和检验,发现在目前的制度安排下询价对象信息显示动力不足。同时,以公司间横向比较为研究视角,考察了询价制度具体安排对询价对象信息显示内容的影