

承销商自主配售新股问题研究综述及启示

郑琦¹, 薛爽²

(1.长沙理工大学经济与管理学院, 长沙, 湖南, 410004; 2.上海财经大学会计学院, 上海, 200433)

摘要:本文系统地回顾了承销商自主配售新股的文献, 这些文献分别从信息吸引观和代理问题观来研究和解释自主配售的经济后果。信息吸引观认为承销商利用自主配售权回报那些为新股定价提供有用信息的投资者以获取定价相关的信息。代理问题观认为承销商利用自主配售权和投资者进行利益交换以达到自利的目的。在对文献全面梳理的基础上, 本文对两类研究的关系、可能存在的问题等进行了述评。我国目前还不允许承销商自主配售新股, 而给予承销商自主配售新股权利是未来新股发售机制改革方向之一。论文就此提出了相关政策建议, 以期对承销商自主配售新股的政策制订有所借鉴。

关键词: 承销商; 自主配售; 询价制; 首次公开发行

中图分类号: TU723

文献标识码: A

一、引言

在 IPO 定价过程中, 某些投资者对公司价值、行业发展前景等信息的了解较发行人、承销商和其他投资者更多。获取这些具有信息优势投资者的信息对于设定发行价格、降低发行人融资成本至关重要。但是这些具有信息优势的投资者搜集信息需要付出成本, 承销商为了获得他们的信息需要对其补偿。如果缺乏相应的补偿和激励机制, 具有信息优势的投资者可能在报价中隐瞒 IPO 公司真实情况, 报一个较低的价格, 这将提高 IPO 抑价, 提升融资成本。

累计投标询价制(Book Building, 以下简称询价制)即是一种搜集信息的定价和配售制度。20 世纪 80 年代北美国家采用询价制, 90 年代逐渐成为拉美、欧洲市场上一种重要的发售制度。童艳、刘煜辉(2010)统计表明在 18 个发达国家市场中有 94%的国家采用询价制, 在 26 个新兴国家市场中有 30.77%的国家采用这种方式。从动态角度看询价制正逐渐取代固定价格和拍卖成为主流的 IPO 发售方式。询价制与固定价格和拍卖的最大区别在于赋予了承销商自主配售新股的权利(Sherman,2005), 即承销商可以自主决定新股配售的对象和数量。

通过自主配售新股，承销商回报那些在询价中提供定价信息的投资者，以实现价格发现、降低 IPO 抑价。

2004 年 12 月中国证监会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，要求通过询价确定发行价格。从发行程序上看，我国 IPO 发售过程包括路演、接受订单、定价和配售，与美国公司发售顺序基本一致。但我国的投行并没有自主配售新股的权利，承销商接受投资者订单确定发行价格后只能向入围的机构投资者按资金比例配售（2010 年 11 月份之前）和抽签配售（2010 年 11 月至今）方式分配新股。因此我国的 IPO 发售机制没有抓住询价制的核心，实质上更类似于荷兰式拍卖：价高者得（按资金比例配售时）和价高者有资格获得（抽签配售时），承销商公平面对所有投资者。一直以来市场上有声音呼吁给予承销商自主配售新股的权利。在 2009 年底深交所主办的保荐机构联席工作会议上，多家投行提出要求提高网下配售比例和赋予券商更多自主配售权利。2012 年 3 月《中国金融家》杂志刊发了对中国证监会主席助理朱从玖的访问，他指出“下一阶段新股发行体制改革推出的措施，存量发行和券商自主配售权都在考虑之中。”2009 年 6 月、2010 年 11 月和 2012 年 4 月中国证监会先后出台 3 个 IPO 发行改革的指导意见，这三份指导意见推出的改革措施包括：督促询价对象合理报价、提高报价透明度、提升网下配售比例、取消网下获配股份限售期、引入存量发行。因此可以预测下一次改革很可能引入承销商自主配售新股的权利。

如果能从理论上分析承销商自主配售新股行为，将有助于认识这一改革措施的效果以及可能出现的问题，在制定政策时将更加全面。国外学者对自主配售问题有了较深入和丰富的研究，这些研究围绕 IPO 抑价展开，将自主配售新股作为解释 IPO 抑价原因之一。Benveniste 和 Spindt（1989）认为承销商用 IPO 抑价来吸引投资者提供真实信息，自主配售提高了定价效率；Loughran 和 Ritter（2002）则从代理问题角度认为承销商用 IPO 抑价与投资者进行其他方面利益交换，自主配售有可能损害发行人利益。后续研究发现信息吸引观和代理问题观都在一定程度上得到经验证据的支持。但不同的文章采用不同的样本和不同的方法从不同的角度得到结论，因此只有深入了解这些研究才能对不同的结果做出正确解读并在此基础上做出如何借鉴国外做法的决策。

现有国内综述 IPO 抑价的文章提及了承销商自主配售新股研究（石劲，2009），但这些综述大多是结论的介绍，没有对比和分析不同研究的差异。熊维勤等（2007）综述了自主配售权对提高定价效率的影响，侧重于询价制和拍卖发售的区别，基本没有涉及承销商利用自主配售新股谋取私利的问题。如果能对自主配售权研究做全面综述，将有利于比较不同研究的差异，更好地评价自主配售新股的效果，制定更全面的改革措施。本文仅就承销商自主配售新股问题展开综述，介绍相关文献的具体研究方法和结论，分析比较不同文献差异的原因、可能存在的问题，并根据研究结论提出了相关对策建议。本文有利于认识投资者和承销商在 IPO 发售中的行为与后果、认识 IPO 抑价的成因，是对现有研究综述的重大补充；更重要的是本文为自主配售权的运用提供了理论支持和切实可行、有的放矢的政策建议，以期改革能兴利除弊。

二、相关研究综述

国外研究发现投行自主配售新股的目的包括吸引投资者信息（信息吸引观 Information revelation）和谋取私利（代理问题观 Principal-agent）。图一描述了两种观点下引申出的具体方向和得到证实的情况。

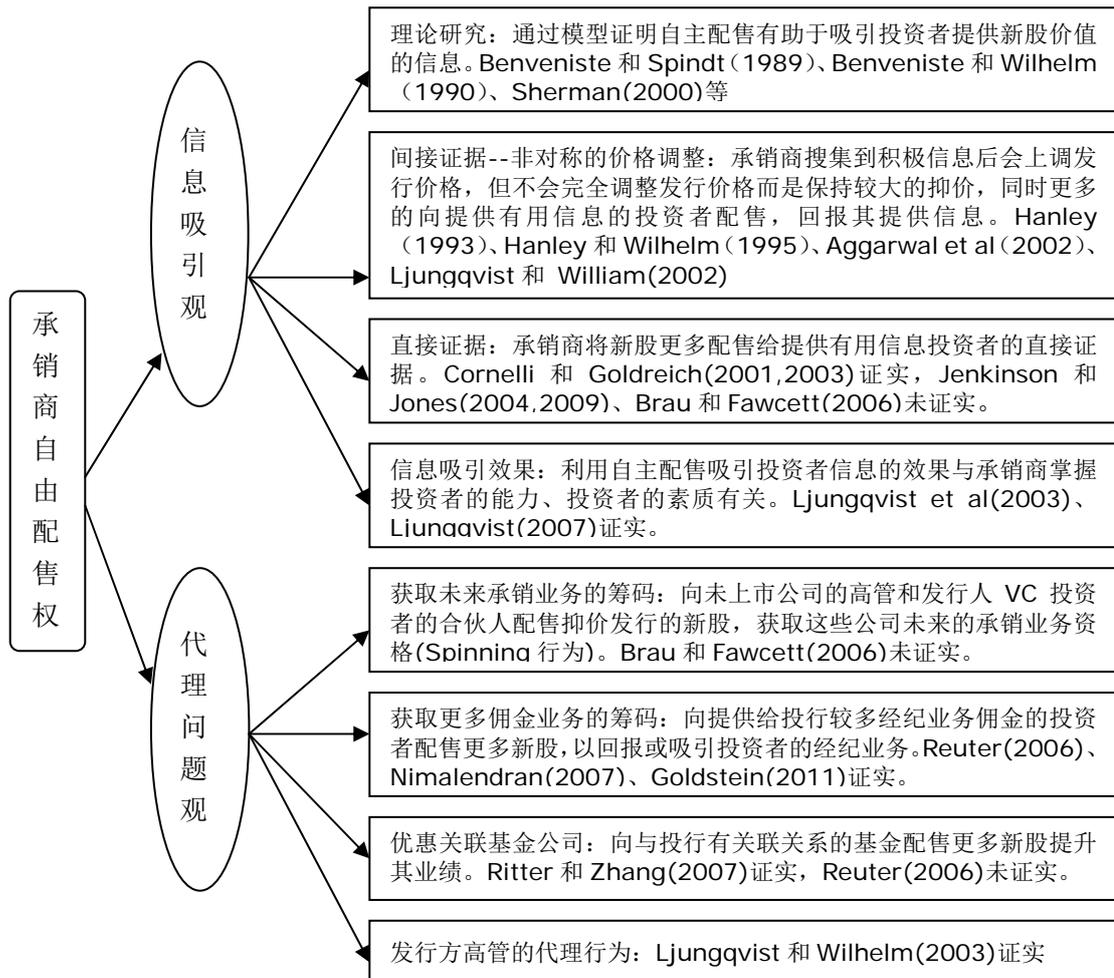


图 1 自主配售新股研究基本结论

Benveniste 和 Wilhelm (1990) 研究了对定价和配售的限制如何影响 IPO 抑价。他们的模型表明如果可以采用价格歧视时，承销商可以给那些积极报价的投资者较大的折扣以回报他们的真实报价。但当采用统一的发行价格，不同投资者获得的 IPO 抑价是一样的，此时承销商只能采用数量歧视来区别对待不同的投资者，即那些积极报价的投资者获配更多的股份。当价格歧视和数量歧视均被限制时，比如我国曾长期使用的固定价格、按比例配售发行制度，使得承销商无法采用任何措施补偿投资者的信息搜集成本，这导致“赢者诅咒”问题出现和较高的 IPO 抑价。

Sherman(2000)认为询价制相对固定价格发行和拍卖制度最大的优点在于有利于承销商利用自主配售权培育长期投资者，尤其是有利于承销商吸引那些无信息的投资者长期参加申购。由于无信息的投资者面临赢者诅咒，他们可能要求较大的 IPO 抑价。通过运用自主配售权承销商会向无信息投资者分配低价发行 (underprice) 的股票作为向他们分配高价发行 (overprice) 的股票的补偿。在长期的合作关系中，承销商降低了平均的 IPO 抑价。承销商未来能处理的 IPO 公司越多，就越能降低目前的 IPO 抑价。目前很多国家和地区采用混合发售机制 (Hybrid offering)，即面对机构投资者采用累计投标询价制确定发行价格，然后以这一价格向个人投资者 (Retail investor) 公开发售。这篇论文表明承销商需要向一部分没有信息的投资者自主配售以降低 IPO 抑价，但是混合发售机制中的公开发售部分限制了承销商向无信息投资者自主配售的权利，因此导致 IPO 抑价提高。这一推论与 Benveniste 和 Wilhelm (1990) 的论断一致。

承销商首先会公布待发行股票的估值区间，在随后的询价阶段接受投资者订单后，可以从中获取投资者对公司需求信息。当这些信息较为积极时承销商相对之前的估值区间会上调发行价格，反之会下调发行价格，即承销商根据在询价阶段搜集到的信息制定发行价格。但当承销商向上调整发行价格时并不会完全调整，而是要确保较大的 IPO 抑价来回报那些提供有用信息的投资者。因此发行价格调整和 IPO 抑价正相关。这是 Benveniste 和 Spindt (1989) 关于询价制分析的一个重要推论。由于投行不公开投资者申购和配售数据，无法直接检验 Benveniste 和 Spindt (1989) 询价制理论，但通过检验发行价格对信息的部分调整可以间接证明他们的分析。Hanley (1993) 对这一推论进行了实证检验。她以美国 1983-1987 年间上市的 1430 家公司为样本（如未说明，则以下论文中所用到的样本均是美国 IPO 公司），发现 IPO 价格调整幅度（发行价格相对于询价前估值区间中点变化幅度）与 IPO 抑价正相关，且价格调整幅度与发行规模的调整正相关，说明当承销商搜集到的信息较为积极时会同时上调发行价格、扩大发行规模。承销商对发行价格的调整只是部分的，因为希望留有较大的抑价来回报那些提供有用信息的投资者。作者将发行价格调整和 IPO 抑价之间的正相关关系概括为“部分调整现象 (Partial adjustment phenomenon)”。她还发现承销商在收集到的信息是有利信息的情况下，更倾向于提高发行价格而非扩大发行规模，因为后者会更多稀释原有投资者的股权。

Hanley 和 Wilhelm (1995) 利用一家美国投行 1983-1988 年承销的 38 家 IPO 公司数据，检验承销商配售给机构投资者新股比例和 IPO 定价的关系。发现配售给机构投资者表现较好新股 (IPO 抑价为正) 的比例与配售给机构投资者表现较差新股 (IPO 抑价小于等于 0) 的比例无显著差异。这说明承销商策略性分配新股，机构投资者为了获得有利可图的新股，必须参加表现不佳新股的申购，自主配售权的运用保证了承销商发售新股的完成。作者发现当承销商上调发行价格时会配售给机构投资者更多新股，同样承销商并没有根据询价搜集的信息完全调整发行价格，而是留下较大的 IPO 抑价、并将表现好的新股配售给机构投资者，回报他们提供信息。这些发现支持 Benveniste 和 Spindt (1989)、Benveniste 和 Wilhelm (1990) 的询价制理论。

Aggarwal et al (2002) 利用 9 家美国投行 1997 年 5 月至 1998 年 6 月之间承销的 174 家 IPO 公司数据，发现承销商将 72.77% 的新股配售给机构投资者。作者认为相对个人投资者 (Retail investor) 而言，机构投资者是有信息的投资者，向机构投资者配售可以视为承销商回报提供有用信息的投资者。研究发现新股上市首日涨幅越大，向机构投资者配售比例越大。上市前对新股需求较大时，承销商会上调发行价格，且会更多向机构投资者配售，即用较大的 IPO 抑价 (发行价格的不完全调整) 回报机构投资者。这支持 Benveniste 等的询价理论，即承销商利用价格 (IPO 抑价) 和数量歧视 (更多的向机构投资者自主配售) 来诱导机构投资者披露真实信息。

Ljungqvist 和 Wilhelm (2002) 利用美国、英国、法国、德国 1990-2000 年间 641 家 IPO 公司数据，检验了向机构投资者配售、IPO 发行价格调整和 IPO 抑价的关系。作者认为这些变量间的关系是内生的，所以采用 3SLS 回归。以发行价格调整程度为被解释变量时，对机构投资者配售数量的系数显著为正，这是因为机构投资者相对个人投资者 (Retail Investor) 提供了重要信息，承销商对其配售更多新股以回报其提供信息。询价期间其他新股发行价格调整、首日涨幅、市场组合涨幅对 IPO 公司发行价格调整有显著为正的作用，说明承销商从其他 IPO 公司和市场上获得了关于定价方面的信息，并将这些信息反映到发行价格中，即存在信息溢出 (Information Spilling) 效应。当对承销商自主配售权加以限制时，发行价格向上调整的幅度较小。因为此时承销商无法将更多新股配售给提供信息的投资者，所以只能通过较大的 IPO 抑价回报这些投资者，这与 Benveniste 和 Wilhelm (1990) 的分析一致。

当以向机构投资者配售新股比例作为被解释变量时，发行价格调整程度系数显著为正，

说明当承销商获取机构投资者提供的信息后,将更多新股配售给机构投资者作为回报。当以 IPO 抑价为被解释变量时,发行价格向上调整程度系数显著为正,这与 Hanley(1993)发现的部分调整现象(Partial adjustment phenomenon)一致。控制该变量后,机构投资者配售比例的系数显著为负,即更多的向机构投资者配售新股可以降低 IPO 抑价。这是因为如果承销商回报机构投资者的金额是一定的,当向机构投资者配售更多新股时只需要较小的 IPO 抑价;而当向机构投资者配售较少新股时需要较大的 IPO 抑价。因此限制承销商自主配售权,将提高 IPO 抑价。作者的发现支持 Benveniste 和 Spindt (1989)、Benveniste 和 Wilhelm (1990)关于自主配售权有助于承销商获取信息以更有效定价的观点。

一些学者利用个别投行提供的投资者申购和配售数据直接检验 Benveniste 等提出的询价理论。Cornelli 和 Goldreich (2001)利用某家欧洲投行发售新股簿记建档数据,对询价制理论进行了检验。数据为该投行 1995-1997 年间承销的 23 家 IPO 公司和 16 家 SEO 公司,这些公司 Underprice 均值仅为 2.8%,共有 6236 位投资者参加了这些公司的申购,参加每家公司申购的投资者数量均值为 295、中值为 264。投资者申购分为 3 种类型:市价订单(Strike bid)即只报出愿意购买的股数或愿意支付的最大资金量,而不论公司最终发行价格是多少都愿意申购;限价订单(Limit bid)为投资者申报购买数量和愿意支付的最大价格,当最终发行价格高于其愿意支付的最高价格时,投资者不获配新股;步进报价订单(Step bid)则是投资者申报几档价格和每档价格上愿意购买的数量。样本中 80%的申购为市价订单、16.6%为限价订单、3.4%为步进报价订单。作者认为投资者申购量越大传递的信息越积极,限价订单和步进报价订单所包含的信息含量较市价订单的更大。根据 Benveniste 和 Spindt (1989)的分析,提供了积极、有效信息的投资者将获配更多股份。统计检验表明:提供步进报价订单的投资者配申比(获配股数与申购股数之比)最大,提供限价订单的投资者配申比次之,提供限价订单的投资者配申比最小。这表明承销商在配售新股时考虑了投资者提供报价的信息含量,通过自主配售回报提供了有用信息的投资者。另外申购量较大的订单配申比较大,可能是承销商认为申购量大的订单更为积极。经常参加申购的投资者提交订单的配申比较大,这与 Benveniste 和 Spindt (1989)的推论一致,承销商会优待那些经常参加申购的投资者。在申购中修改了订单的投资者配申比更大,这可以理解为随着时间推移投资者提供了新信息。与发行人处于同一国家的投资者提交订单的配申比较大,因为这些投资者对发行人更加了解。这些发现均说明承销商利用自主配售回报投资者提供信息。在承销团中除了主承销商还有分销商,而向主承销商提交订单的机构投资者配申比更大,因为这些投资者出售新股的交易佣金将归属于主承销商。这表明主承销商有可能利用自主配售来为自己谋利。

Cornelli 和 Goldreich(2003)进一步研究了承销商在制定发行价格时是否考虑了投资者在报价时提供的信息。他们利用 1995-1999 年间在国际上发行股份的 63 家公司为样本,其中包括 37 家 IPO 公司和 26 家 SEO 公司。研究发现以数量加权的限价订单均价和新股发行价格显著正相关,说明承销商在制定新股发行价格时考虑了限价订单中的价格信息。进一步发现以下几种订单报价的均值与发行价格显著正相关:大订单、经常申购投资者的订单、较晚提交的订单。受到承销商优待(配售较多股份)的投资者的订单其价格信息也与发行价格显著正相关,这可以理解为当承销商决定向某投资者优惠配售新股时,承销商会更多地考虑该投资者报出的价格。这些发现表明承销商通过询价获取并利用了投资者提供的信息以制定发行价格。

Jenkinson 和 Jones(2004)利用欧洲一家投行 1996-2001 年间承销的 27 家 IPO 公司 5540 个申购数据,研究了投资者申购和新股分配。相对于 Cornelli 和 Goldreich(2001)的样本,本文中限价订单较少,只有 7%,且热销 IPO 的限价订单更少。本文介绍了欧洲投行和美国投行在新股营销方面的差异。欧洲投行的分析师在投行和投资者沟通前即已发布对发行人的价值评估报告,而美国要求在静默期内这些研究报告不公开。有可能在新股推销工作开始前欧

洲投行就已经搜集到投资者对新股需求和估值的信息，因此在后续的报价、簿记建档阶段，投资者提供的信息含量较低，投行也就不再回报提供了限价订单的投资者。回归分析显示申购量越大，配申比越大；经常参加申购的投资者提交订单的配申比较大，直接向簿记建档人(Bookrunner)提交订单的配申比较大。但并未发现提交的限价订单受到了优待，即承销商并未通过数量歧视回报提交限价订单的投资者。作者认为这可能是因为在申购前承销商已经和投资者进行沟通，了解了投资者对公司估值信息，因此限价订单所包含的信息含量较低。根据投资者是否会长期持有 IPO 公司股份将其分为高质量投资者和低质量投资者。作者发现高质量投资者（长期持有 IPO 公司股份的投资者）获配新股更多，说明投行考虑了投资者将来长期持有新股的意愿。这篇论文与 Cornelli 和 Goldreich(2001)的发现不尽一致。Ljungqvist (2007) 对两篇论文差异进行了分析。他认为当承销商有望在未来持续开展 IPO 承销业务时，投资者更倾向于选择与承销商合作，此时投资者提供的信息较为有用。他比较了这两篇文章的投行，发现 Cornelli 和 Goldreich(2001)样本中投行的确在未来有更多的承销业务。而且这两篇文章虽然都是使用欧洲投行数据，但 Cornelli 和 Goldreich(2001)的样本中有 13%的申购来自美国投资者，而 Jenkinson 和 Jones(2004)的样本中只有 1%的申购来自美国投资者。Ljungqvist (2007) 认为美国投资者研究能力更强，其申购信息更有用。投资者素质的差异可能使得订单信息含量不同。

Ljungqvist et al (2003) 认为询价制的效果与投行和投资者有关。他们考察了 65 个国家地区（不含美国）1992-1999 年间上市的 2143 家 IPO 公司。发现尽管美国投行的收费较高，但选用美国投行作为承销商、面向美国投资者发行时 IPO 抑价最低，美国投行多收取的费用远低于选用美国投行所带来的 IPO 抑价的降低。不选择美国投行、不面向美国投资者发行的询价制与固定价格发售相比，两者 IPO 抑价并无显著差异。另外作者还发现只有向美国投资者（主要是机构投资者）发行才能降低 IPO 抑价，尽管除了美国之外还有其他世界级金融中心，但向其他国家地区投资者发行则无此效果。每向美国投资者多配售 1%的股份，IPO 抑价下降 2.4%，说明美国投资者能更好地评价这些在国际上公开发行的公司价值。这篇文章虽然没有直接检验自主配售，但却表明承销商与投资者合作的能力和投资者素质对于询价制发挥效果相当重要。

由于数据限制难以大范围直接检验 Benveniste 等的理论，Jenkinson 和 Jones(2009)转而通过问卷调查的方式进行研究。他们向英国 300 家机构投资者发放问卷，回收了 57 份问卷，从而分析机构投资者如何看待申购报价和获配新股的关系。作者从回复中得到以下信息：1、一半投资者会对 IPO 公司建立估值模型估值，其余投资者通过阅读卖方研报、一对一沟通、路演了解公司价值。2、当 IPO 公司处于冷销期间时投资者更倾向于提交限价订单，处于热销期间时投资者更倾向于提交市价订单（这与 Jenkinson 和 Jones(2004)发现一致）。投资者之所以提交市价订单，是因为承销商对公司估值区间上限低于投资者对公司估值。投资者提交限价订单时，报价会低于投资者对公司的估值，且这种报价和估值之间的差异随着新股冷销程度的加大而加大，也就是说在冷销期间投资者更倾向于压低价格。作者故此认为投资者申购报价具有信息含量的说法值得怀疑。另外投资者认为报价行为对分配新股的影响是有限的。问卷显示投资者认为购买数量、投资者自身规模、申购频率、是否长期持有获配股份对于获配新股有显著为正的作用，且投资者认为其与承销商之间存在的经纪业务关系对获配新股的影响是最大的。作者认为投资者和承销商的经纪业务关系可能较吸引投资者真实报价信息更能解释投行自主配售新股行为。

2、代理问题观的相关研究

Brau 和 Fawcett(2006)的研究利用对 336 家企业（87 家已上市公司、37 家撤回首发申请公司、212 家未申请上市公司）CFO 问卷调查数据，了解 IPO 公司上市动机、上市时机、抑价、承销商选择、信号传递等理论假说在现实环境中被认可的程度。问卷结果显示 CFO

认为 IPO 抑价的主要原因是补偿参加申购的投资者风险，支持 Rock(1986)赢者诅咒假说对于 IPO 抑价的解释；其次原因是承销商通过 IPO 抑价来讨好机构投资者。而 Benveniste 和 Spindt (1989) 关于承销商利用 IPO 抑价补偿机构投资者提供有用信息的理论并未得到参与调查的 CFO 的认同。CFO 们也不认同承销商的 Spinning 行为可以解释 IPO 抑价，所谓 Spinning 行为是指承销商将打折的新股配售给某些未上市公司的高管和其 VC 投资者的合伙人，以换取这些公司将来上市的承销业务。

Ljungqvist 和 Wilhelm (2003) 研究 IPO 中的直接持股方案 (Direct share programs) 与 IPO 抑价的关系。直接持股方案是指以发行价格向 IPO 公司高管的亲属、朋友、公司雇员、供应商出售股份。他们的论文从发行人与承销商利益协同(Realignment of incentive)的角度解释 1999-2000 年网络股兴盛期间存在较高 IPO 抑价的问题。认为公司 CEO 持股比例的下降、内部人存量发行股份的减少、股权分散度的提高、直接持股方案的引入都使得公司决策者更少的关注 IPO 抑价，不会为了提高发行价格和承销商讨价还价。样本包括 1996-2000 年间 2138 个 IPO 公司，1996 年有 24.7% 的 IPO 公司发行时有直接持股方案，而 2000 年比例高达 92.6%。回归分析表明直接持股计划中向关联人发行的股份占本次发行股份比例越大，IPO 抑价越大，说明有可能通过直接持股计划向关联人输送利益。CEO 持股比例越大、存量发行比例越大，IPO 抑价越小，说明在 1996-2000 年间高管持股比例的降低、存量发行的减少可以解释 IPO 抑价逐年提高。这篇文章的启示是高的 IPO 抑价是一种向关联方输送利益的手段。

Loughran 和 Ritter (2002) 认为 IPO 抑价的原因是承销商有意用新股低价配售和投资者交换利益。进一步 Loughran 和 Ritter (2004) 研究了 IPO 抑价从 1980 年至 2003 年间变化的原因。IPO 抑价在网络股兴盛期间 (1999-2000 年) 大幅上升，平均高达 65%，远高于之前的 18 年和之后的 3 年。作者认为发行公司本身风险的变化 (网络股兴盛期间上市的公司规模更小、年龄更短、收入更低) 以及 Ljungqvist 和 Wilhelm (2003) 提出的利益协同说均不足以解释 IPO 抑价变化。作者认为承销商将新股定低价并配售给那些预期将来上市的公司高管以及这些公司 VC 投资者的合伙人，以换取这些公司未来上市承销业务 (Spinning 行为)。因此前面公司的抑价导致后续公司更大的 IPO 抑价，故在网络股兴盛期间抑价大幅上升。他们列举了一些承销商 Spinning 的案例，但未实证检验。由于发行人和承销商之间委托代理关系，自主配售权有可能成为承销商自我牟利的工具、损害发行人利益。

Binay et al.(2007)研究了机构投资者与承销商长期合作关系对于机构投资者获配新股获利的影响。样本为 1980-2000 年间 4668 家上市的公司，用上市当季末披露的持股数据衡量机构投资者是否参加了该新股申购以及获配新股，有持股数据时则认为机构投资者参加了该 IPO 公司的申购。当一家参与该 IPO 申购的机构投资者最近 5 年参加了该 IPO 所聘任承销商所承销的最近 10 支 IPO 新股申购时则认为该机构投资者与承销商有长期合作关系。用 IPO 中配售给有长期合作关系的机构投资者数量占配售给全部机构投资者数量比例衡量承销商对于有长期合作关系投资者的优待。研究发现 IPO 抑价越大，承销商越倾向于向有长期合作关系的投资者配售，这与 Benveniste 等的询价理论相符——即承销商通过自主配售培育一群有长期关系的投资者。但当 IPO 出现冷销 (抑价为负) 时，承销商更少的向有长期关系的投资者配售，说明在任何情况下投行都会优待有长期关系的投资者。在网络股泡沫期间 (1999-2000 年) 有长期合作关系的投资者相对以往被分配了更多的新股，由于这一期间 IPO 抑价较大，作者认为代理问题观点可以解释这一期间承销商对于有长期合作关系机构投资者的优待。

Ritter 和 Zhang (2007) 研究了承销商向与其有关联关系的基金公司配售 IPO 新股的行为。作者提出两个假说，1、倾销场所 (Dumping ground) 假说是指承销商将冷销 IPO 公司股份更多配售给关联基金公司以帮助完成发行；2、裙带关系 (Nepotism) 假说是指承销商

将热销 IPO 公司股份更多配售给关联基金公司，提升基金公司业绩吸引更多的资金流入。样本为 1990-2001 年上市的 4262 家 IPO 公司。在公司上市后的 6 个月内，如果与承销商有关联关系的基金公司报告了对 IPO 公司的持股，则认为承销商将新股配售给与其有关联关系的基金。总体上看倾销场所假说并未得到支持，在网络股泡沫期间（1999-2000 年）则发现向关联基金配售新股与 IPO 抑价显著正相关，说明承销商倾向于将抑价程度更大的新股配售给关联基金，支持裙带关系假说。在 1990-1996 年间则发现当新股需求量较低时，投行更倾向于将新股配售给关联基金，在一定程度上支持倾销场所假说。作者的发现进一步证实了承销商的代理问题，自主配售新股成为投行自我谋利的工具。

Reuter(2006)以发行人和承销商的委托代理关系为分析框架，研究了基金投资者向作为承销商的投行支付交易佣金与基金获配新股数量的关系。样本为 1996-1999 年间 1722 家 IPO 公司。由于无法获得每家基金获配新股的数据，作者采用每个月末基金报告的当月上市 IPO 公司持股数量代替承销商配售给该基金的股数。用基金在 IPO 年度支付给投行的经纪业务交易佣金衡量基金与投行经纪业务关系的密切程度。回归的样本包括 185032 个 IPO 公司-基金观测。回归显示支付给投行经纪业务交易佣金越多，基金公司持有的该投行承销的 IPO 公司股份越多，且这种正相关只存在于 IPO 抑价为正的样本中，这说明基金公司通过支付较多的交易佣金争取投行的优待，获得更多可为其带来盈利的新股。但并未发现与投行有关系的基金被分配了更多新股，这与 Ritter 和 Zhang（2007）发现不一致。这说明承销商利用自主配售新股回报投资者支付交易佣金。回归结果也同样支持询价理论的推断，当基金持有投行承销的冷销 IPO 公司股份（即基金认购冷销 IPO 公司股份）时，该基金得到了投行自主配售的优待。用基金公司持有的与 IPO 公司同行业的其他 IPO 公司股份衡量基金投资者对该 IPO 公司的私有信息，发现对 IPO 公司有较多私有信息的基金投资者获配新股越多，这说明承销商利用自主配售权回报提供有用定价信息的投资者，这支持 Benveniste 等(1989)的询价理论。论文没有区分在 IPO 获配之前、之后基金支付给承销商的交易佣金，而是用 IPO 所在整个年度的交易佣金，因此可以将发现的结果解释为承销商自主配售新股回报基金过去支付交易佣金的回报或是吸引基金未来经纪业务。

Nimalendran et al（2007）继续从代理问题的角度解释 IPO 抑价。他们认为投资者支付给承销商交易佣金越多，承销商越倾向于提高 IPO 抑价向投资者输送利益。他们以交易日 t 的 50 只股票交易量为被解释变量，该 50 只股票是最近的 20 个交易日交易量最大的股票。这些股票流动性强，投资者为了向承销商输送交易佣金，最有可能以这些股票作为交易标的。解释变量为交易日 $t-1$ 至交易日 $t+9$ 的 IPO 获利资金（当天上市 IPO 公司发行数量、发行价格、首日涨幅的乘积的合计）。回归显示在 1999-2000 年网络股泡沫期间，交易日 t 和其后各交易日 IPO 获利资金可以解释交易日 t 的股票交易量，说明投资者先向承销商支付更多交易佣金，才能获配有利可图的新股。在网络股泡沫之前和之后的期间并未发现类似的显著关系。研究再次证明了投行利用自主配售谋取私利。

Goldstein et al(2011)以 1999 年 4 月至 2005 年 9 月间 1156 家 IPO 公司数据，研究了主承销商在 IPO 公司上市前后[-20,20]交易日（第 0 日为上市当日）每日佣金收入（Commission Revenue）的变化情况。作者将 IPO 公司根据投资者获利金额（发行数量、发行价格和首日涨幅之积）分成 4 组，发现投资者获利最大的两组公司其主承销商在[-10,-1]交易日异常佣金收入显著为正，且这一发现在网络股泡沫期间（1999-2000 年）和其他期间均存在。这表明投资者能预测到 IPO 首日涨幅，并通过上市前短期（[-10,-1]）交易向承销商输送利益，以期获得承销商优待配售。但在之后的[1,10]、[11,20]并不存在主承销商异常为正的佣金收入，这可能是由于美国 SEC 禁止 IPO 中事后的收益共享（见 1195 页该文注释 6）。在投资者获利最大的一组公司中承销商在[-10,-1]交易日内每日所代理买卖证券交易量、Churning 交易量（同时买入、卖出股票以增加经纪人佣金）、单位交易量佣金（每交易 1 股所支付的

佣金)、单位交易佣金大于 0.1 美元的交易比例显著高于与窗口前后期的对应指标,说明机构投资者采用这些方式向投行支付更多佣金。当承销商经纪业务客户集中度较高时,与承销商有长期关系的机构投资者对承销商的影响和制约更大,承销商不愿意为了获得短期利益而失去长期客户,而自主配售时优惠短期内支付较高经纪业务佣金的投资者将损害与投行有长期经纪业务关系投资者的利益。回归显示经纪业务客户集中度大的投行,在公司上市前[-10,-1]交易日内异常交易佣金更低。说明投行不会为了短期利益得罪长期客户,而那些短期投资者也认识到了这一点。由于 IPO 配售数据不公开,作者用公司上市后一年内机构投资者净卖出衡量机构投资者获配新股数量,用机构投资者[-270,-21]交易日内向承销商支付的交易佣金占承销商同期佣金收入比重衡量该机构投资者经纪业务规模,规模越大则说明机构投资者是投行重要的经纪业务客户。回归显示机构投资者经纪业务规模越大,其配售的新股越多,且经纪业务规模的影响远远超过异常交易佣金的影响。这一结果说明投行主要根据客户经纪业务重要性配售新股而非短期内机构投资者支付的交易佣金。回归也发现暂时性经纪业务投资者能透过短期内支付大量交易佣金获得了更多的新股配售,说明和投行没有长期经纪业务关系的投资者通过短期内输送利益的方式也可获配新股,这更加证实了投行唯利是图的行为。研究显示暂时性经纪业务投资者每向投行支付 1 美元异常交易佣金能获得 2.21 美元的 IPO 抑价收入,承销商向机构投资者分配的新股中 76.4%的比例配售给有长期经纪业务关系的投资者, 23.6%的比例配售给暂时性经纪业务投资者。

三、对相关研究的评论

根据文献综述可知自主配售权有两种后果: Benveniste 和 Spindt (1989) 的信息吸引观和 Loughran 和 Ritter(2002)的代理问题观。两种观点的共同之处在于都是用自主配售加 IPO 抑价来回馈投资者,但前者为了发行人的利益、更精准的为新股定价,用自主配售回报提供有用信息的投资者,而后者则是为了承销商自己的利益,用自主配售回报与其有某种经济关系的投资者。前期的研究大多集中在论证信息吸引观,而后期的研究则更多集中在代理问题观,这可能和学术研究的发展有关(即不再重复已有的研究而是讲究创新),也可能是 1999-2000 年间美国股市的表现导致承销商利用自主配售谋利的问题更多被关注。

代理问题观认为承销商自主配售新股以回报与承销商有经纪业务关系的投资者,但这些向承销商贡献较多经纪业务佣金的投资者有较为活跃的交易量,本身可能是具有较多信息的投资者,这些投资者在申购过程中提供了积极的信息帮助承销商进行价格发现。故信息吸引观和代理问题观并非相互排斥而是可以共存的。Reuter(2006)、Binay et al.(2007)、Goldstein et al(2011)等的研究利用的是机构投资者配售数据(且是用上市后一段时间后的持股数据代替配售数据)而非申购数据,无法得知获配较多股份的投资者的申购情况(申购价格、数量)。因此无法在证实代理问题观的同时再证明信息吸引观的存在与否。这两种观点可能同时存在,如果参考这些研究结果制定相关政策,应做全面考量。

现有的研究中, Cornelli 和 Goldreich (2001)、Cornelli 和 Goldreich(2003)、Jenkinson 和 Jones(2004)由于利用了投资者的申购和配售数据,对信息吸引观的检验是最直接的,但缺点是只用了个别投行的数据,得到的结论与特定样本有关。Jenkinson 和 Jones(2009)和 Brau 和 Fawcett (2006)采用的是对机构投资者和公司财务总监问卷的方式,得到的结论更加倾向于代理问题观。问卷调查是一种了解实务操作的直接方法,但被调查者的素质和倾向性都会影响问卷结果。Jenkinson 和 Jones(2009)问卷调查对象是英国机构投资者,发现机构投资者的申购并不具有信息含量,进而质疑信息吸引观。Ljungqvist et al. (2003)研究表明尽管在美国之外还有数个世界级金融中心,但只有美国的投资者参加的发行才能降低 IPO 抑价,向其他国家的投资者发行并没有这种效果,这说明美国的投资者拥有更高质量的信息和分析能力、能更好地评价公司价值。Jenkinson 和 Jones(2004)的研究表明欧洲投行搜集到的订单可能仅具有较低的信息含量,而其中只有 1%是来自美国投资者,这也表明美国投资者可能

较其他地区投资者研究能力更强。Jenkinson 和 Jones(2009)得到的问卷结果可能是由于英国和美国投资者的差异所致。Brau 和 Fawcett (2006) 搜集到了 336 家企业财务总监的问卷, 其中仅包括 87 家完成 IPO 的公司。财务总监可能并没有参与承销商搜集订单、定价和配售的全过程, 没有观察或体认到投行自主配售新股来回报投资者提供信息的做法, 所以并不认同信息吸引观。而当媒体出现关于承销商利用自主配售自我谋利的报道、或者财务总监不满公司发行价格定的较低而导致抑价较大时, 财务总监可能放大承销商自利行为, 倾向于认为承销商利用自主配售和投资者交换利益。

Hanley (1993)、Hanley 和 Wilhelm (1995)、Ljungqvist 和 William (2002)、Aggarwal et al (2002) 等研究承销商如何在机构投资者 (Institutional Investor) 和个人投资者 (Retail Investor) 之间分配新股。他们一般将机构投资者视为有信息优势的投资、将个人投资者视为无信息优势的投资者, 他们将研究发现解读为信息吸引观。但他们的发现也可以解读为代理问题观, 即承销商发现新股需求较大, 于是将更多的新股配售给与其有较多经纪业务关系的机构投资者, 表现出 IPO 抑价 (发行价格调整) 和向机构投资者配售比例正相关。

四、政策建议

目前的询价制采用“价高者得”的原则, 在新股发行受到管制的背景下这刺激询价对象高报价格, 而投行为了获取更多承销业务收入, 更是希望高价发行。现有的研究表明自主配售有利于保证“价优者得”, 吸引投资者真实信息、提高定价效率。为了使自主配售发挥应有的效果, 最大限度的规避投行代理问题, 可从以下几方面完善改革措施。

第一是循序渐进的允许投行自主配售新股。目前允许承销商自主推荐满足条件的机构投资者和个人投资者参加询价, 这可以视为自主配售权的先行。目前承销商网下配售给机构投资者新股比例为 50%, 且配售股份没有锁定期。建议改革措施推出前期先降低投行可以自主配售的比例, 并对自主配售股份在一定时间内加以锁定。降低自主配售比例能在一定程度上防范投行低价发售新股的自利行为, 锁定股份则提高了询价对象的风险、促使其合理报价。根据不同投行自主配售新股的效果, 逐步提高投行自主配售的比例或者对不同投行按其表现区别对待。渐进的改革有利于及时发现问题、及时修正。

第二是询价对象的适当性管理。询价制的目的是充分利用投资者信息以进行价格发现, 因此投资者素质将影响定价效率。而现有的研究已经表明投资者素质对于询价制的效果有重要影响。应要求参加询价的投资者在研究能力、投资经验、专业技能、信用记录、资产管理规模等方面达到一定要求。承销商需要在日常业务中做好机构投资者的筛选和储备工作, 加强与机构投资者的交流、沟通, 努力注重构建自己的机构投资者网络, 在新股发行时更多邀请高素质的投资者参加询价和申购, 为确定科学、合理的询价区间和新股的最终成功发行奠定良好的基础。另外通过询价对象适当性管理可以一定程度上防范 Spinning 行为。因为 Spinning 的对象一般是将来要上市的公司高管和这些公司 VC 投资者的合伙人, 这些投资者并非二级市场专业投资者, 限制未上市公司的关联人参加询价和配售可以防范承销商 Spinning 行为发生。

第三是有限度的公开询价和配售信息。既然给予承销商自主配售权, 则意味着如何分配新股完全是承销商的一项特权, 他人不应置喙, 承销商也没有义务向他人报告是如何配售新股的。在市场充分竞争的环境下, 过于自利、损害发行人利益的承销商将失去客户, 被市场抛弃。但在市场经济下要让承销商“毫不利己、专门利人”也不符合现实。所以承销商会在信息吸引观和代理问题观两者之间平衡。美国有高度发达、竞争的资本市场, 承销商并不公布投资者申购和配售信息, 但其推行询价制已有很长历史, 这说明承销商不公开自主配售信息的做法基本上还是得到市场认可。如果要求承销商完全公开申购和配售新股信息, 则可能会限制承销商操作空间, 使得承销商不愿意采用询价制发行。另外投资者对新股的估值信息可能属于商业秘密, 参加申购的投资者希望在新股上市后抛售股份获利, 完全公开询价对象申

购和配售信息有可能损害他们的利益。可以考虑要求承销商有限度公开申购和配售信息，以制约承销商的自利行为。例如根据投资者申购作出的新股需求曲线、单笔数量最大的申购获配股数、报价最大的申购获配股数、申购价格在不同区间上的获配股数等等。根据这些信息投资者和发行人可以大致判断承销商是如何针对不同的申购（数量和价格）配售新股的，制约承销商代理行为。

第四是不禁止投行向经纪业务客户或关联基金公司配售新股。尽管现有研究表明投行将新股配售给机构投资者和关联基金公司，可能存在一定的自利行为。但这有助于将投行利益和投资者利益捆绑在一起。以往情形下投行的利益更多的和发行人的利益绑定，抬高发行价格有利于投行获取更多承销收入，所以投行可能不关注投资者利益。券商自主配售新股时优惠经纪业务客户或财富管理业务的客户，有助于使得券商与询价对象之间的利益趋于一致。在此情形下，券商在帮助新股发行人推销股票、询价定价的过程中，就不会一味地迎合发行人的利益，反而是要更多地考虑询价对象的利益，在一定程度上有效抑制了“三高”的出现。

本文综述承销商自主配售新股的相关研究，为我国改革新股发售制度提供了参考。当然中外资本市场在市场效率、法律保护、投资者素质等方面还存在差异。自主配售权已经在国外得到了广泛运用，但是否能在我国一级市场中发挥预期效果，只有通过实践的检验。总体而言我国新股发行询价制的改革将是一个逐渐完善的过程，稳步推进各项改革措施，持续考察措施的效果、加以修正才能确保改革的顺利和预想的效果。在改革过程中一方面承销商需要加强自律管理、提升服务水平、维护自身声誉；另一方面专业投资者应加强研究能力、诚实守信；而证券监管部门应在实践中不断积累经验，强化对各参与主体尤其是主承销商的监管。总之各参与者归位尽责才能保证改革成功，保护投资者利益、使得资本市场更好地服务于实体经济发展。

参考文献

- [1]Aggarwal, R., Prabhala, N.R., and Puri, M., 2002, Institutional allocation in initial public offerings: Empirical evidence. *Journal of Finance* ,Vol.57,No.3, 1421–1442.
- [2]Benveniste, L.M.,and Spindt, P.A., 1989, How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues. *Journal of Financial Economics*,Vol. 24, No,2343–361.
- [3]Benveniste, L.M.,and Wilhelm J.W., 1990, A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments. *Journal of Financial Economics* ,Vol.28, No.1-2,173–207.
- [4]Binay,M.M.,Gatchev,V.A., and Pirinsky C.A., 2007,The role of underwriter-investor relationships in the IPO process, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.42, No.3, 785-810
- [5]Brau J. C.,and Fawcett, S. E. 2006, Initial public offerings: an analysis of theory and practice, *Journal of Finance* ,Vol.61,No.1,399-436.
- [6]Cornelli, F.,and Goldreich, D., 2001, Bookbuilding and strategic allocation. *Journal of Finance* ,Vol.56,No.6, 2337–2369.
- [7]Cornelli,F. and Goldreich D., 2003, Bookbuilding:How Informative is the Order Book?, *Journal of Finance* ,Vol.58, No.4,1415-1443.
- [8]Goldstein .A., Irvine P., and Puckett A.,2011, Purchasing IPOs with Commissions, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.46,No.5, 1193-1225
- [9]Hanley, K.W., 1993. The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon, *Journal of Financial Economics* ,Vol.34, No.2,231–250.
- [10]Hanley, K.,and Wilhelm, W.J., 1995. Evidence on the strategic allocation of initial public offerings. *Journal of Financial Economics* ,Vol.37, 239–257.

- [11]Jenkinson, T. and Jones, H., 2004. Bids and allocations in European IPO bookbuilding. *Journal of Finance* ,Vol.59,No.5,2013–2040.
- [12]Jenkinson,T. and Jones, H.,2009, IPO Pricing and Allocation: A Survey of the Views of Institutional Investors, *Review of Financial Studies*, Vol.22,No.4,1477-1504.
- [13]Ljungqvist, A.,2007, *Handbook of Corporate Finance*, Vol.1, Chapter 7, 393-394
- [14]Ljungqvist, A., Jenkinson, T.,and Wilhelm, W.J., 2003, Global integration in primary equity markets: The role of U.S. banks and U.S. investors, *Review of Financial Studies* ,Vol.16,No.1, 63–99.
- [15]Ljungqvist, A.and Wilhelm, W.J., 2002, IPO allocations: Discriminatory or discretionary? *Journal of Financial Economics* ,Vol.65, No.2,167–201.
- [16]Ljungqvist, A.and Wilhelm, W.J., 2003, IPO pricing in the dot-com bubble, *Journal of Finance* ,Vol.58,No.2, 723–752.
- [17]Loughran, T.and Ritter, J.R., 2002, Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs?,*Review of Financial Studies* ,Vol.15, No.2,413–443.
- [18]Loughran, T.,and Ritter, J.R., 2004. Why has IPO underpricing increased over time?, *Financial Management* ,Vol.33,No.2,5–37.
- [19]Nimalendran, M., Ritter ,J. R.; and Zhang ,D., 2007, Do Today's Trades Affect Tomorrow's IPO Allocations?, *Journal of Financial Economics* ,Vol.84,No.1, 87–109.
- [20]Reuter, J.,2006,Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds, *Journal of Finance*,Vol.61, No.5,2289–2324.
- [21]Ritter, J. R., and Zhang D., 2007,Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings, *Journal of Financial Economics* ,Vol. 86,No.2, 337-368.
- [22]Rock, K., 1986. Why new issues are underpriced. *Journal of Financial Economics* ,Vol.15, No.1-2,187–212.
- [23]Sherman,A.E., 2000. IPOs and long term relationships: an advantage of book building. *Review of Financial Studies* ,Vol. 13,No.3,697-714
- [24]Sherman A.E.,2005, Global trends in IPO methods: book building versus auctions with endogenous entry, *Journal of Financial Economics*, Vol.78, No.3, 615-649
- [25]陈杰 ,2010 ,有意、有心、有质 , 第十一届保荐机构联席工作会议征文观点综述 , 深交所 , No.3,5-10.
- [26]黎阳 ,2012 ,新股发行改革稳步推进——访全国政协委员、中国证监会主席助理朱从玖 , 中国金融家 , No.3 , 43-44.
- [27]石劲 , 2009 , IPO 抑价现象 : 理论假说与证据综述 , 当代财经 , No.5 , 122-128
- [28]童艳 , 刘煜辉 , 2010 , 中国 IPO 定价效率与发行定价机制研究 , 中国金融出版社 , 21
- [29]熊维勤 , 孟卫东 , 周孝华 , 2007 , IPO 累计投标询价研究现状综述 , 生产力研究 , No.12,141-143

A Review of the Study on Underwriters Allocate New Issues Discriminatorily and Its Edification

Zheng Qi¹ , XUE Shuang²

(1.ChangSha University of Science & Technology ,ChangSha, HuNan,410004, China

2.ShangHai University of Finance and Economics ,ShangHai, 200433, China)

Abstract: This paper reviews the literature on the topic of underwriters allocate new issues discriminatorily. There are two streams to explain the economic consequence of discriminatory allocation. The information revelation theories regard the allocation of new issues as an inducement to elicit information from investors who know the value of the firm more than others. The principal-agent model highlights the potential for agency problems between the invest bank and the issuing firm and underwriters using allocation right to exchange interest for themselves . This paper compares the two streams of studies and discusses the potential problems. The invest banks in China could not allocate new issues as they wish at the present. Giving the underwriters the right to allocate new issues discriminatorily might be the next step of the IPO reform in China, and this paper gives some policy suggestions to keep the reform playing a positive role.

Key Words: Underwriters; Discriminatory Allocation; Book Building; IPO