

IPO 高抑价之谜：“租金分配观”还是“定价效率观”？

——基于 2005—2012 年数据

彭文平, 刘健强

(华南师范大学 经济与管理学院, 广东 广州 510631)

[摘要]对中国 IPO 极高的抑价现象存在两种不同的解释——“定价效率观”和“租金分配观”。以 2005—2012 年 A 股 IPO 公司作为样本,对这两种观点进行检验,结果表明:“租金分配观”只在 2005—2008 年成立,在 2009—2012 年不成立;“定价效率观”则能更好地解释 2005 年实施询价配售制度以来中国 IPO 抑价率的变化。

[关键词] IPO 抑价;定价效率观;租金分配观;股票市场;股权结构;股权分置改革;IPO 询价定价制度;网上申购改革
[中图分类号] F830.59 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1672-8750(2014)05-0044-11

一、引言

IPO 抑价是指 IPO 上市后首日收盘价高于发行价的现象。中国的 IPO 抑价率远高于世界主要发达国家水平,在 1990—2005 年,平均抑价率达到 160% 以上,为世界之最。2005 年我国开始实行询价配售制度,当年年均抑价率下降到 45%,但 2006—2007 年却不断攀升,到 2007 年达到历史峰值 193%。2008 年在金融危机冲击下,有所回落,但也达到 115% 的高值。从 2009 年 6 月起,证监会彻底放弃定价窗口指导,IPO 抑价率持续下降,2012 年年均抑价率只为 26%,与发达国家平均 IPO 抑价程度 15% 相比,差距逐渐缩小,如图 1。从图中还可以发现,中国 IPO 年抑价率呈现出阶段性的特征,其阶段与股市行情阶段高度重合。

对于中国 IPO 高抑价现象及其变化的解释主要有两种代表性理论,即“定价效率观”和“租金分配观”。它们都是从中国 IPO 制度变化的角度进行解释的。“定价效率观”认为市场化改革将提高一级市场的定价效率,缩小发行价与其真实价值的差距,从而有效地降低 IPO 抑价率。“租金分配观”认为监管当局对 IPO 发行制度的管制是一种“创租”行为,政府管制人为地设置“准入限制”会引起高抑价,发行制度的变化会影响抑价租金的分配,IPO 抑价率会随之改变。

2005 年我国实行更为公开、透明的 IPO 询价定价制度,2006 年 6 月推行的股权分置改革有效地解决了我国股票市场的二元股权结构问题。伴随着这一系列的市场化变革,根据“定价效率观”,IPO 的抑价率应该得到有效的抑制,然而如图 1 所示,2005—2008 年的抑价率却持续上升,这显然是对“定价效率观”的一个挑战。另一方面,证监会从 2009 年 6 月起取消窗口指导,但仍然保留询价定价机制,按照“租金分配观”,2009 年以来的 IPO 抑价率应该继续保持 2005—2008 年的上涨趋势,但如

[收稿日期] 2014-04-25

[基金项目] 国家自然科学基金项目(71002087);国家社会科学基金后期资助项目(14FSS016);广东省学科建设项目(2013WYXM0013)

[作者简介] 彭文平(1972—),男,湖南长沙人,华南师范大学经济与管理学院教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为金融发展理论、金融机构与市场;刘健强(1987—),男,广东江门人,华南师范大学经济与管理学院硕士生,主要研究方向为金融发展理论。

图1所示,自2009年6月IPO重启后,IPO抑价率显著下降。这显然也是对“租金分配观”的一个挑战。所以,现有的两个主流理论并不能解释中国IPO年抑价率的阶段性特征。

本文认为,如图1所示,在2005—2008年,上证综合指数与IPO年均抑价率的上升趋势基本一致,这表明IPO抑价率深受二级市场股票价格变动的影响,股权分置改革所带来的流通股数量的增加无法满足投资者的非理性需求,而政府管制也在一定程度上限制了询价定价机制的发现价格功能。IPO市场化改革是一个连续渐进的过程,改革对IPO抑价的影响需要在较长时间段才能体现出来,单纯依据上涨阶段或下跌阶段的情况做出研究可能并不全面,所以本文选取2005—2012年间A股IPO公司作为样本对“定价效率观”和“租金分配观”进行验证,通过比较分析这两种观点,寻求“中国IPO高抑价之谜”的合理解释。

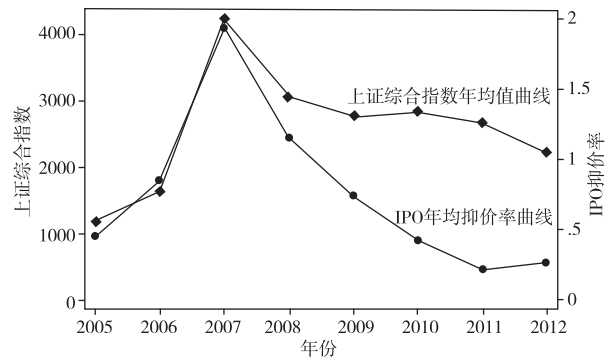


图1 IPO 年均抑价率与上证综合指数年均值对比分析
数据来源:来自国泰安数据库并由笔者用stata整理所得。

二、文献回顾

对于IPO高抑价,国外文献主要从信息不对称和行为金融学的角度进行论证和解释。针对发行人与投资者之间、承销商与机构投资者之间存在的信息不对称问题,Welch提出“信号传递理论”^[1],Benveniste和Spind提出“信息收集理论”^[2]。前者认为为了向投资者传递新上市公司的质量信息,高质量公司会蓄意降低IPO发行价格,IPO的高抑价成为传递公司质量信息的一种信号;后者认为在IPO发行过程中,机构投资者比承销商更了解IPO的市场需求信息,为了让机构投资者在询价过程中披露他们所掌握的信息,承销商需降低IPO定价,以作为机构投资者透露他们信息的报酬。从行为金融学的角度来解释IPO高抑价的理论主要包括Welch的“信息瀑布”理论^[3]和Miller的“投资者情绪”理论^[4]。前者认为IPO抑价的产生主要是因为券商为了先行吸引少量的潜在投资者踊跃认购IPO股票,进而吸引后续投资者大量认购IPO股票而有意采取的一种低定价策略;后者认为在二级市场上购买IPO股票最多的投资者往往是那些对IPO内在价值估计较高的乐观投资者,这些过度乐观投资者非理性的行为往往会推高IPO交易价格,并由此产生投机泡沫。

然而,相对于国外成熟的资本市场而言,中国的IPO市场仍处于发展阶段,相应的制度与法律法规仍有待完善,政策导向色彩浓厚,这让中国的IPO市场显著不同于国外的资本市场,因此,我们不能简单地套用国外的IPO抑价理论来解释中国的IPO高抑价现象,必须结合中国的实际情况进行论证。

蒋顺才、蒋永明等利用1991—2005年1230家IPO样本进行回归分析,结果表明在市场化改革推动下的制度变迁是影响我国A股IPO抑价率下降的主要因素^[5]。在IPO市场化改革的每一个阶段,即审批制前期、审批制后期、通道核准制阶段、保荐核准制阶段,IPO抑价率都呈持续下降的趋势^[6]。周孝华对审批制和核准制以及翟立宏、徐志高对通道制与保荐制下的IPO定价效率进行比较研究,结果都表明相对政府管制更多的审批制和通道制,市场化程度更高的核准制和保荐制IPO定价更趋合理^[7-8]。这些研究肯定了市场化改革提高IPO定价效率的效果。

刘焯辉、熊鹏认为“股权分置”和“政府管制”的制度安排是导致极高IPO抑价的根本原因,前者扭曲正常的市场利益机制,异化IPO参与各方的行为,而后者滋生“寻租”,增加一级市场投资者的成本^[9]。朱红军、钱友文选取1992—2008年间的A股IPO样本,对“租金分配观”进行了实证研究,结果表明IPO抑价不符合“定价效率观”,而基本符合“租金分配观”,1992—2008年IPO发行制度变化导致的租金分配变化可以解释同期IPO抑价率的变化^[10]。这些研究指出政府管制以及人为设置“准

入限制”的制度安排将导致 IPO 高抑价。

现有国内文献主要从发行审核制度的角度来研究制度变迁对 IPO 抑价的影响,从定价制度以及股权分置改革的角度来研究 IPO 抑价的较少,并且这些文献采取的样本数据大都是 2008 年以前的,由于政策实施以及市场预期存在着一定的滞后性,这势必影响实证结果的正确性与科学性。对于自 2009 年以来中国 IPO 抑价的持续下降,至今也没有相关的文献对它进行充分的解释。

三、理论分析与研究设计

2005—2012 年间,我国 IPO 市场上实施了一系列市场化改革。与以往的市盈率管制相比,2005 年起实行 IPO 询价定价制度之后证券发行者通过分析询价对象所披露的信息来了解询价对象对 IPO 的市场需求,因而会更加准确地确定发行价格,降低抑价率。2006 年 6 月我国开始推行股权分置改革。由于不再存在非流通股,IPO 的供给量相应上升,从而缓解了市场对 IPO 股票的需求。2006 年 IPO 重启后,“网上申购”取代了“市值配售”。2009 年 6 月证监会对 2005 年以来实行的新股发行询价制度进行了大规模的改革,在新股定价方面,淡化行政指导,彻底放开市盈率管制,建立进一步市场化的价格形成机制。这一系列的制度变革究竟会对 IPO 抑价产生什么影响?本文根据“定价效率观”与“租金分配观”,就不同制度对 IPO 抑价的影响分别做出预测,并提出相应的假设和实证模型。

(一) IPO 询价定价机制改革

“租金分配观”认为询价定价制度的实施改变了“IPO 抑价租金”的分配,由于 IPO 定价必须强制询价,且询价对象的资格是有限制的,那么具备询价资格的申购方将因此而获得谋求“分享”IPO 抑价租金的“议价能力”。在利益驱动下,询价对象将凭借这一议价能力创造更高的抑价租金。同时,这也意味着询价对象的议价能力越强,谋求抑价租金的动机就越大,IPO 抑价率就越高。根据奥尔森《集体行动的逻辑》和刘志远等人的研究^[11],询价对象越多,越不团结,合谋程度越低,议价能力越低。同理,如果询价对象类型差异越大,异质性越高,彼此共谋的可能性就越低,议价能力也会同样下降。因此,询价对象数量及其类型方差^①越大,申购者的议价能力就会越小,IPO 抑价率就会降低。另一方面,根据“租金分配观”的观点,市值配售比例或者网上申购比例越高,租金耗散程度也会越大,询价机构寻租的动机就越低,IPO 抑价率就会降低。因此,根据“租金分配观”,询价对象数量及其类型方差、市值配售比例或者网上配售比例应该与 IPO 抑价率成负相关关系。此外,“租金分配观”认为,为了获取更多的租金,发行公司会想方设法提高 IPO 发行价格,但对“破发”的担忧反而会让发行规模越大的公司越有动机增加折让,以降低发行失败风险。因此,根据“租金分配观”,发行规模应该与 IPO 抑价率成正相关关系。

“定价效率观”认为询价定价过程是公开、透明的,并不可能存在询价机构之间或者各类申购机构之间通过合谋创造高抑价的现象,因此,询价对象数量及其类型方差与 IPO 抑价率并不存在相关关系。另一方面,IPO 配售对象主要包括机构投资者、个人投资者和战略投资者。虽然券商可以通过调整配售比例以形成激励机制,让申购机构在询价过程中披露他们所掌握的信息^[12],但是我国申购机构的配售比例是事前确定的,并且券商是没有自主配售权的,因而市值配售比例或者网上申购比例对申购机构的激励机制并不产生影响。因此,市值配售比例或者网上申购比例与 IPO 抑价率是不相关的。此外,“定价效率观”认为公司规模越大,对资金的需求量就越高,IPO 发行规模也就越大。从整体上看,大公司所披露的信息往往较多,因而 IPO 抑价会相对较少。因此,根据“定价效率观”,发行规模应该与 IPO 抑价率成负相关关系。

^①询价对象类型方差是指参与询价的不同类型机构的数量方差。询价对象主要包括证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者(QFII)和推荐类机构投资者。

综上所述,“定价效率观”和“租金分配观”对询价制度改革与 IPO 抑价的关系有不同的预期,为检验哪种观点更符合实际,本文建立实证模型(1)。

$$iporeturn = F(inquiry_qty, inquiry_var, ration, ln_proceeds, issue_rate, controls) \quad (1)$$

其中,被解释变量 *iporeturn* 表示上市首日的个股回报率,即 IPO 抑价率。

解释变量有 5 个:(1)*inquiry_qty* 表示询价对象数量。(2)*inquiry_var* 表示询价对象类型方差。(3)*ration* 是指在市值配售或者网上申购过程中,配售给投资者的股数占本次 IPO 发行股数的比例。自 2006 年起,我国一级市场开始出现网下向网上回拨的情况,为了防止模型出现内生性问题,本文采用去除发生回拨后的样本数据和回拨之前的样本数据分别进行回归分析。(4)*ln_proceeds* 为募资额的自然对数。(5)*issue_rate* 为本次募集股份数量占募集后总股本的比例。*ln_proceeds* 和 *issue_rate* 反映了本次 IPO 发行规模。

控制变量 *controls* 包括 6 个:(1)*emotion₁* (上市首日换手率)和 *emotion₂* (IPO 发行中签率),用于控制投资者情绪对 IPO 抑价的影响。Miller 认为二级市场过度乐观的投资者往往会推高 IPO 交易价格,由此产生投机泡沫,导致高抑价^[13]。一般来说,上市首日换手率越高,表明投资者的非理性情绪越高涨,IPO 的高抑价随之产生。而根据 Rock 的“赢者诅咒”理论^[14],低中签率往往与 IPO 高抑价同时发生,并且中签率越低也意味着乐观投资者越多。(2)*spill_pe* 为上市首日市场平均市盈率减去单个公司发行市盈率,用于控制市场泡沫对 IPO 抑价的影响。(3)*market₁* 为发行前一个月(22 个交易日)的上证指数波动方差;*market₂* 为发行前三个月(65 个交易日)的上证指数的回报率。这两个变量用于控制市场氛围的影响。(4)*uw_reput* 为承销商声誉,高声誉的投行所承销的 IPO 的抑价率往往会较低^[15]。我们根据 WIND 数据库的统计,选出在 2005—2012 年 IPO 市场上累计承销总收入、累计承销金额和承销数量上排名各前 10 名的券商,剔除重复部分后,保留前 12 名券商^①。属于这 12 家的,为高声誉券商,取 1,否则为低声誉券商,取 0。

从某种程度上说,严格意义上的“询价定价机制”是从 2009 年 IPO 重启后开始实行的。此外,如图 1 所示,窗口指导取消后,2009 年 IPO 年均抑价率下降到 74%,位于 2005—2012 这 7 年来 IPO 抑价率平均值 75%^②以下,自此之后,IPO 抑价率持续下降。因此,本文选择 2009 年作为分界点,进行分段回归。在控制其他影响因素的情况下,如果“租金分配观”成立,则变量 *inquiry_qty*、*inquiry_var*、*ration* 在两个时间段(2005—2008 年和 2009—2012 年)均应该显著为负。“定价效率观”认为这些变量与 IPO 抑价率并没有显著关系。关于变量 *ln_proceeds*、*issue_rate*，“租金分配观”认为这两个变量应该显著为正,而“定价效率观”认为它们应该显著为负。

(二) IPO 发行价格的市场决定机制改革

2006 年 IPO 重启以来,我国实行了股权分置改革和网上申购改革。2009 年 6 月,证监会彻底放弃定价窗口指导,一级市场的发行市盈率终于摆脱了政府管制,更为成熟、完善的“询价定价机制”从此确立,发行价格完全由市场自行决定。

“定价效率观”认为股权分置改革在一定程度上恢复了资本市场的固有功能,即价格发现功能、资源配置功能和对上市公司行为的市场约束功能。另一方面,窗口指导作为政府管制市盈率的隐性手段,往往会扭曲上市公司的发行市盈率,压制新股“正常的市场价格”,从而导致 IPO 高抑价。因此,根据“定价效率观”,我们预期实行股权分置改革和取消窗口指导后,IPO 抑价率会有不同程度的下降。窗口指导取消后,不受管制的发行市盈率更能充分反映公司的真实价值,并与 IPO 抑价率显著负相关。

①这 12 名券商包括中信证券、中金公司、平安证券、国信证券、海通证券、广发证券、招商证券、银河证券、瑞银证券、中银国际、国泰君安、中信建投。

②2005 年至 2012 年的年均 IPO 抑价率分别为 45%、84%、193%、115%、74%、42%、21%、26%,这 7 年 IPO 抑价率均值为 75%,而 2009 年的 IPO 抑价率为 74%,并且自 2009 年起 IPO 抑价率呈逐年递减的趋势。

“租金分配观”认为尽管 2005 年以来实施了询价定价制度,机构投资者仍能够凭借其资金优势来减少 IPO 抑价租金的耗散,从而有更强的动机去谋求更多的 IPO 抑价租金。“租金分配观”无法预测在实行强制询价机制的基础上取消窗口指导对 IPO 抑价所带来的影响,原因是即使政府取消市盈率管制,申购者仍可以通过强制询价机制以“低报价格”的方式谋求抑价租金,此时的市盈率并不会完全反映公司的价值,而是受询价对象的操纵。因此,窗口指导的取消对 IPO 抑价率的影响应该是不显著的,市盈率与 IPO 抑价的关系也并不确定。综上所述,根据“租金分配观”,我们预期 2006 年实施网上申购后,IPO 抑价率会随之上升,而 2009 年窗口指导的取消并不影响 IPO 抑价率的变化,市盈率与 IPO 抑价的关系也不会随着窗口指导的取消发生较大改变。

为了检验 2006 年来的发行价格市场决定机制对 IPO 抑价的影响,本文建立实证模型(2)。

$$iporeturn = F(dum2006, dum2009, ipo_pe, avg_pe, ln_proceeds, issue_rate, controls) \quad (2)$$

其中,解释变量 *dum2006* 是政策哑变量,2005 年取 0,2006—2012 年取 1;*dum2009* 也是政策哑变量,2005—2008 年取 0,2009—2012 年取 1;*ipo_pe* 为发行市盈率;*avg_pe* 为上市首日市场平均市盈率(整体法);其他变量的含义与模型(1)相同。

根据“定价效率观”,IPO 抑价率将会随市场化改革的推进而下降,*dum2006* 与 *dum2009* 应该与 IPO 抑价率显著负相关。*ipo_pe* 在 2009—2012 年比在 2005—2008 年应该更为显著且为负。但由于在 2005—2008 年股票市场处于非理性繁荣时期,为此,本文在实证模型中先后加入控制投资者情绪的变量(*emotion₁* 和 *emotion₂*),以对比政策哑变量前后变化的差异,若加入控制投资者情绪变量后政策哑变量有显著变化,则可以认为此时期 IPO 抑价是深受投资者非理性情绪影响的。而根据“租金分配观”,2006 年网上申购改革会提高 IPO 抑价率,*dum2006* 应该显著为正,*dum2009* 与因变量的关系并不显著。由于 2005—2012 年都实行强制询价制度,*ipo_pe* 在前后两个时间段的显著性及其符号应该保持不变。此外,“定价效率观”认为变量 *ln_proceeds*、*issue_rate* 应该显著为负,而“租金分配观”认为它们应该显著为正。

变量定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

变量类型	变量代号	定义	预期符号	
			定价效率观	租金分配观
被解释变量	<i>iporeturn</i>	上市首日个股回报率		
	<i>inquiry_qty</i>	询价对象数量		-
	<i>inquiry_var</i>	询价对象类型方差	不相关	-
	<i>ration</i>	市值配售股数或网上申购股数占 IPO 发行总股数的比例		-
解释变量	<i>dum2006</i>	2005 年取 0,2006—2012 年取 1	-	+
	<i>dum2009</i>	2005—2008 年取 0,2009—2012 年取 1	-	不相关
	<i>ipo_pe</i>	发行市盈率	-	不相关
	<i>avg_pe</i>	上市首日市场平均市盈率(整体法)	+	+
	<i>ln_proceeds</i>	募资额的自然对数	-	+
	<i>issue_rate</i>	本次募集股份数量占募集后总股本的比例	-	+
	<i>emotion₁</i>	上市首日换手率	+	+
控制变量	<i>emotion₂</i>	市值配售或网上申购的中签率	-	-
	<i>spill_pe</i>	上市首日市场平均市盈率减去发行市盈率	+	+
	<i>market₁</i>	发行前一个月(22 个交易日)的上证指数波动方差	+	+
	<i>market₂</i>	发行前三个月(65 个交易日)的上证指数的回报率	+	+
	<i>uw_reput</i>	承销商声誉,属于前 12 家高声誉券商,取 1,否则取 0	-	-

四、实证研究

(一) 样本选择

本文样本来自国泰安 CSMAR 数据库和 WIND 数据库。从 2005—2012 年,共 1169 家公司 IPO。对于模型(1),在 WIND 数据库收集到 772 个 IPO 的询价对象样本,删除缺失网上申购比例数据和发生网下向网上回拨的样本后,剩下 667 个样本。对于模型(2),删除相关数据缺失的样本,剩下的样本数为 1160 个。

(二) 描述性统计

主要变量的描述性统计如表 2 所示。从表 2 中可以看出,*iporeturn*(上市首日的个股回报率)在 2005—2008 年的均值达到 138%,而在 2009—2012 年均值已大幅度下降到 36%,全样本均值的 61% 显然是由于 2005—2008 年的高抑价率所引起。*inquiry_qty*(询价对象数量)均值较多,平均达到 77 家,*ration*(市值配售比例或者网上申购比例)均值将近 80%。发行市盈率在 2009 年之前均值达到 27 倍,而在此之后为 50 倍,说明窗口指导取消后发行市盈率呈现上涨趋势。

表 2 主要变量描述统计结果

变量名称	2005—2008		2009—2012		2005—2012	
	样本数	均值	样本数	均值	样本数	均值
<i>iporeturn</i>	284	1.386051	885	0.361826	1169	0.610654
<i>inquiry_var</i>	277	161.1025	495	72.22398	772	104.1143
<i>ration</i>	277	0.773933	880	0.767667	1157	0.769167
<i>inquiry_qty</i>	279	102.172	854	69.85363	1133	77.812
<i>ipo_pe</i>	283	26.96018	882	49.33356	1165	43.89865
<i>avg_pe</i>	284	30.11687	885	17.21386	1169	20.34855
<i>ln_proceeds</i>	284	10.82482	885	11.23477	1169	11.13517
<i>issue_rate</i>	283	0.2526691	882	0.239492	1165	0.242693
<i>emotion₁</i>	284	0.6964789	885	0.70165	1169	0.700394
<i>emotion₂</i>	279	0.2984814	881	1.456415	1160	1.177912
<i>spill_pe</i>	283	3.111625	882	-32.1189	1165	-23.5608
<i>market₁</i>	284	27295.21	885	5560.585	1169	10840.85
<i>market₂</i>	284	0.105941	885	-0.01177	1169	0.016831
<i>uw_reput</i>	284	0.584507	885	0.498305	1169	0.519247

(三) 回归结果分析

1. 模型(1)的回归结果

模型(1)的回归结果如表 3 所示。其中,列(1)至列(3)为去除发生回拨样本后的回归结果,列(4)至列(6)为回拨之前的回归结果。列(1)和列(4)、列(2)和列(5)、列(3)和列(6)分别为 2005—2008 年、2009—2012 年和全样本的回归结果。由于样本数据为混合横截面数据,各个体样本之间存在一定的差异,即存在异方差问题,所以以下回归结果以怀特的稳健估计显示,以减少异方差的影响。

首先,将列(2)、列(5)的回归结果分别与列(1)、列(4)进行比较,无论是去除发生回拨样本后的回归结果,还是回拨前的回归结果,询价对象类型方差(*inquiry_var*)和市值配售比例或者网上配售比例(*ration*)在 2005—2008 年都显著为负,说明在此期间确实存在申购机构凭借其议价能力创造抑价租金的现象,这与“租金分配观”相一致,但在 2009—2012 年这两个变量系数都不再显著,这符合“定价效率观”的预期。作为 2005 年新股发行询价制度的深化改革,2009—2012 年实施的一系列有计划、分阶段的市场化改革主要围绕定价和发行承销两个关键环节:一方面,完善询价和申购的报价约束机制,不断扩大参与询价的机构范围,允许具有较高定价能力、优质长期的机构投资者参与网下询

表3 模型(1)的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	2005—2008	2009—2012	2005—2012	2005—2008	2009—2012	2005—2012
<i>inquiry_var</i>	-0.013 *** (-4.242)	-0.001 (-0.562)	-0.003 *** (-3.259)	-0.011 *** (-4.614)	0.000 (0.576)	-0.002 *** (-2.347)
<i>ration</i>	-2.364 ** (-2.461)	-3.062 (-1.537)	-2.281 * (-1.666)	-2.584 *** (-3.104)	0.192 (1.007)	0.045 (0.185)
<i>inquiry_qty</i>	0.030 *** (4.983)	0.008 *** (3.308)	0.015 *** (5.779)	0.029 *** (5.839)	0.007 *** (2.927)	0.013 *** (5.901)
<i>ln_proceeds</i>	-0.370 *** (-3.652)	-0.282 *** (-3.516)	-0.343 *** (-5.352)	-0.317 *** (-5.532)	-0.247 *** (-2.530)	-0.307 *** (-6.316)
<i>issue_rate</i>	0.356 (0.337)	-2.351 * (-1.832)	-0.625 (0.815)	0.039 (0.050)	-2.639 * (-1.753)	-1.026 (-1.317)
<i>emotion₁</i>	2.989 *** (5.730)	0.563 *** (7.383)	0.770 *** (9.147)	2.806 *** (5.924)	0.652 *** (9.065)	0.836 *** (11.196)
<i>emotion₂</i>	0.052 (0.412)	0.008 ** (2.670)	0.016 *** (3.264)	0.016 (0.182)	0.009 * (1.782)	0.016 *** (3.360)
<i>spill_pe</i>	0.023 ** (2.494)	0.003 *** (3.868)	0.006 *** (5.905)	0.012 *** (2.692)	0.004 *** (5.056)	0.006 *** (8.259)
<i>market₁</i>	0.000 (1.514)	0.000 (0.928)	0.000 *** (2.976)	0.000 ** (2.006)	0.000 (0.629)	0.000 *** (2.950)
<i>market₂</i>	1.621 *** (7.297)	0.135 (0.823)	1.235 *** (6.842)	1.596 *** (7.613)	0.191 (1.015)	1.318 *** (8.075)
<i>uw_reput</i>	-0.109 (-1.028)	-0.006 (-0.257)	-0.044 (-0.978)	-0.123 (-1.201)	0.006 (0.228)	-0.032 (-0.732)
<i>_cons</i>	3.632 ** (2.577)	5.722 ** (2.209)	5.123 *** (2.841)	3.418 *** (3.137)	2.742 * (1.878)	2.945 *** (3.620)
N	250	417	667	275	494	769
R ²	0.442	0.584	0.619	0.449	0.500	0.614

注:括号内为t统计量,*、**和***分别表示在10%、5%和1%的水平下显著。下同。

价和配售;另一方面,明确“单个投资者只能使用一个合格账户申购新股”的要求,这就杜绝一人(机构)多户的情况,使股份分配向中小投资者倾斜,同时采取有效措施防止高报不买和低报高买。这些市场化改革能够起到制衡询价机构的议价能力和降低其谋求更高抑价租金的动机的作用。综上所述,在没有相应的约束机制来限制机构的议价能力和创租动机时,询价定价机制的市场化改革并不能有效降低IPO抑价。反之,在相应的配套约束机制建成和不断完善后,申购机构议价能力和寻租动机就会降低,通过共谋创造高抑价的行为将会得到有效的制约。变量 *ln_proceeds* 在各个时期都显著为负,这与“定价效率观”相一致,而 *issue_rate* 只在2009—2012年显著为负。

其次,询价对象数量(*inquiry_qty*)在所有时间段均显著为正,这可认为是由中国现阶段资本市场还不够成熟所造成的结果。2004年12月《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》第四点规定:发行人及其保荐机构应向不少于20家询价对象进行初步询价,而公开发行股票数在4亿股(含4亿股)以上的,参与初步询价的询价对象应不少于50家。从这一规定可以看出,询价对象的数量在一定程度上与发行数量正相关,而一般而言,公司的规模越大,未来发展空间越大,发行股数就会越多。因此,在某种程度上,询价对象数量多少预示公司质量高低,而现阶段中国资本市场所固有的缺陷是散户较多,且整体素质不高,机构投资者还不够成熟,力量单薄。在这种情况下,散户容易根据市场间接释放出来的信号做出抉择。因此,这导致询价对象数量越多,IPO抑价率反而越高。此外,

我们预期如果 IPO 有较高的抑价率,机构投资者就会积极参与询价申购,从而也会使得询价机构数量与 IPO 抑价成正相关。

最后,变量 *inquiry_var*、*ration* 系数只在 2005—2008 年显著为负,在 2009—2012 年却不再显著,但在去除发生回拨样本后的全样本回归结果(3)中,这两个变量的系数都显著为负,而在回拨前的全样本回归结果(6)中,只有变量 *inquiry_var* 系数显著为负,*ration* 系数则为不显著。比较分析可知,不能因为“租金分配观”在 2005—2008 年成立而得出其在 2005—2012 年都成立的结论。

2. 模型(2)的回归结果

模型(2)的回归结果如表 4 所示。其中,列(1)和列(2)、列(3)和列(4)分别为 2005—2008 年与 2009—2012 年的回归结果,列(2)、列(4)在列(1)、列(3)的基础上加入了投资者情绪的控制变量,由于分段回归中刚好取 2009 年为分界点,因此,在列(1)至列(4)中并没有加入变量 *dum2009*。列(5)至列(7)为全样本的回归结果,为了节省篇幅,在此只汇报加入投资者情绪控制变量的回归结果。

表 4 模型(2)的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	2005—2008	2005—2008	2009—2012	2009—2012	2005—2012	2005—2012	2005—2012
<i>dum2006</i>	0.374*** (2.829)	-0.442*** (-2.621)			0.240*** (2.680)		0.319*** (3.190)
<i>dum2009</i>						-0.128** (-2.020)	-0.160** (-2.387)
<i>ipo_pe</i>	0.009** (2.533)	0.010*** (2.690)	-0.002** (-2.542)	-0.002*** (-2.797)	-0.003*** (-5.396)	-0.002*** (-3.328)	-0.002*** (-3.324)
<i>avg_pe</i>	0.056*** (6.767)	0.061*** (7.456)	0.064*** (13.242)	0.049*** (10.142)	0.053*** (11.088)	0.048*** (9.278)	0.048*** (9.255)
<i>ln_proceeds</i>	-0.256*** (-8.016)	-0.199*** (-5.489)	-0.227*** (-4.653)	-0.155*** (-3.096)	-0.211*** (-6.601)	-0.208*** (-6.456)	-0.209*** (-6.484)
<i>issue_rate</i>	0.359 (0.512)	0.061 (0.090)	-2.062** (-2.079)	-1.748* (-1.803)	-1.002 (-1.493)	-1.190* (-1.789)	-1.120* (-1.674)
<i>emotion₁</i>		3.170*** (5.528)		0.841*** (6.446)	0.867*** (6.618)	0.904*** (6.897)	0.882*** (6.767)
<i>emotion₂</i>		0.225** (2.543)		-0.001 (-0.351)	0.005 (1.645)	0.006** (2.168)	0.006** (2.028)
<i>market₁</i>	0.000 (0.878)	0.000 (1.337)	-0.000** (-2.016)	-0.000*** (-2.980)	0.000 (0.851)	0.000 (1.010)	0.000 (0.787)
<i>market₂</i>	1.188*** (6.132)	1.913*** (7.725)	-0.332** (-2.368)	-0.063 (-0.409)	0.977*** (7.552)	0.948*** (7.129)	0.910*** (6.703)
<i>uw_reput</i>	-0.112 (-1.063)	-0.143 (-1.414)	0.026 (0.886)	0.011 (0.431)	-0.007 (-0.230)	-0.010 (-0.313)	-0.011 (-0.333)
<i>_cons</i>	1.625*** (3.237)	-0.670 (-1.073)	2.384*** (3.000)	1.183 (1.477)	1.380*** (2.610)	1.746*** (3.331)	1.479*** (2.795)
N	279	279	881	881	1160	1160	1160
R ²	0.432	0.486	0.276	0.413	0.580	0.580	0.582

首先,将列(2)与列(1)结果相比较,在控制投资者情绪后,变量 *dum2006* 与 IPO 抑价率的相关系数显著为负,说明在 2005—2008 年间散户在一级市场上成功申购 IPO 后,迫不及待在上市首日出售,不断攀升的上市首日换手率最终导致 IPO 首日收盘价远远高于其发行价,IPO 高抑价随之发生。然而在列(5)和列(7)全样本回归中,*dum2006* 显著为正,说明控制投资者非理性情绪因素后,由于存在“半市场化改革”所产生的制度漏洞,申购机构确实能够凭借其议价能力达到创租的目的。

其次,从表4中可以看出,在列(6)和列(7)回归结果中,政策哑变量 *dum2009* 都显著为负,说明自从窗口指导取消后,在不存在政府管制的情况下,询价定价机制资产价格的发现能力有所提高,IPO 抑价率随之下降。这与“定价效率观”相一致。而“租金分配观”认为在无法控制强制询价定价所带来的影响下,窗口指导取消对 IPO 抑价率的影响是不确定的。如果控制了这一方面的变化,“租金分配观”的预期与“定价效率观”的预期一致,即窗口指导的取消会降低抑价率。一方面,2009年的改革仍然保留“询价定价+网上申购”制度,窗口指导的取消对于发行公司来说,其第一反应是最大限度地提高发行价格,以获取更多的抑价租金,但这是建立在 IPO 能够顺利发行的基础之上的,因此,在询价定价博弈过程中,发行公司仍会采取保守策略。另一方面,窗口指导这一政府管制存在与否对“强制询价”下申购方的“议价能力”并没有影响,即使窗口指导取消,申购方谋求更高的 IPO 抑价租金的能力和动机也不会发生变化。综上所述,窗口指导的取消对 IPO 抑价的影响并不显著。因而,对于变量 *dum2009* 系数显著为负,“租金分配观”是无法解释的。

最后,将列(3)、列(4)结果与列(1)、列(2)结果相比较,可以看出,变量 *ipo_pe* 的系数在 2009 年以后显著为负,但在此之前,却显著为正,说明市盈率管制的存在扭曲了发行市盈率与 IPO 抑价率的正常关系,而自 2009 年 6 月以来,发行市盈率回归理性,窗口指导的取消确实会导致 IPO 抑价率的下降。这与“定价效率观”的观点相一致。根据“租金分配观”,由于受强制询价定价的影响,变量 *ipo_pe* 对 IPO 抑价的影响是不确定的,它在两个时间段的符号应该保持不变,因此,对于 *ipo_pe* 符号的转变,“租金分配观”是无法解释的。

此外,变量 *ln_proceeds* 在各个回归结果中都显著为负,而 *issue_rate* 虽在列(1)、列(2)和列(5)不显著,但在剩余的回归结果中均显著为负。因此,从整体上看,发行规模对 IPO 抑价的影响与“定价效率观”相一致,而不符合“租金分配观”的预期。

(四) 稳健性检验

由于新股初始发行日与首发上市日之间存在较长的时间间隔,上市首日的个股回报率会随着这一时间段内市场条件的变化而变化,这会对上述回归结果及结论分析产生一定影响。为了剔除从发行日到上市日这一期间的市场收益变动对新股上市首日回报率的影响,我们用 *iporeturn₂* (上市首日报市场调整的个股回报率^①) 代替 *iporeturn* (上市首日的个股回报率) 对以上两个假说进行稳健性检验,结果如下页表 5 所示。为了节省篇幅,模型(1)的稳健性检验只汇报去除发生回拨样本后的回归结果,模型(2)只汇报加入投资者情绪变量的回归结果。从表 5 中可以看出,各变量在各时间段内的符号及显著性水平都没有发生显著变化,模型(1)中的关键变量 (*inquiry_var*, *ration*) 只在 2005—2008 年显著为负,在 2009—2012 年不再显著,而模型(2)中的 *dum2006* 在分段回归(2005—2008)中加入投资者情绪控制变量后也仍显著为负,*dum2009* 与 *ipo_pe* 的符号与显著性水平与上述回归结果也基本保持一致。

五、结论

本文采用 2005—2012 年 A 股 IPO 样本进行回归分析,对“租金分配观”和“定价效率观”进行验证,实证结果表明:(1)“租金分配观”只在 2005—2008 年成立,并没有得到 2009—2012 年的数据支持。究其原因,一是中国 IPO 市场化改革的渐进性和阶段性导致询价定价机制在初始运行时存在制度漏洞,这种“半市场化改革”为申购机构提供滋生寻租的土壤;二是由于 2005—2008 年中国股票市场的投资者投机氛围浓厚,市场泡沫严重。(2)随着市场化改革的不断推进,特别是在 2009 年 IPO 重启以来,伴随着严格意义上的“询价定价机制”的实施,一级市场的定价效率明显提高,IPO 抑价率

^①上市首日报市场调整的个股回报率等于上市首日的个股回报率减去发行日到上市日间的上证指数回报率。

表5 稳健性检验

	模型(1)			模型(2)				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	2005—2008	2009—2012	2005—2012	2005—2008	2009—2012	2005—2012	2005—2008	2009—2012
<i>inquiry_var</i>	-0.011*** (-3.647)	-0.001 (-0.901)	-0.003*** (-3.446)					
<i>ration</i>	-2.353** (-2.424)	-3.018 (-1.582)	-2.160 (-1.620)					
<i>inquiry_qty</i>	0.027*** (4.553)	0.009*** (3.860)	0.015*** (6.164)					
<i>dum2006</i>				-0.573*** (-3.271)		0.199** (2.351)		0.268*** (2.818)
<i>dum2009</i>							-0.112* (-1.841)	-0.139** (-2.152)
<i>ipo_pe</i>				0.011*** (3.164)	-0.001** (-2.511)	-0.003*** (-4.846)	-0.002*** (-3.092)	-0.002*** (-3.088)
<i>avg_pe</i>				0.064*** (8.160)	0.043*** (9.403)	0.053*** (11.372)	0.049*** (9.581)	0.049*** (9.568)
<i>ln_proceeds</i>	-0.385*** (-3.889)	-0.279*** (-3.651)	-0.336*** (-5.394)	-0.180*** (-4.900)	-0.148*** (-3.038)	-0.203*** (-6.467)	-0.200*** (-6.336)	-0.201*** (-6.359)
<i>issue_rate</i>	0.744 (0.687)	-2.206* (-1.803)	-0.381 (0.498)	0.393 (0.554)	-1.568* (-1.667)	-0.772 (-1.162)	-0.933 (-1.421)	-0.874 (-1.323)
<i>emotion₁</i>	3.180*** (5.837)	0.513*** (7.175)	0.727*** (8.546)	3.487*** (5.666)	0.781*** (6.202)	0.812*** (6.463)	0.844*** (6.719)	0.825*** (6.593)
<i>emotion₂</i>	0.049 (0.346)	0.007** (2.456)	0.015*** (3.361)	0.229** (2.404)	-0.003 (-0.754)	0.003 (1.181)	0.005* (1.744)	0.004 (1.581)
<i>spill_pe</i>	0.026*** (3.042)	0.003*** (4.057)	0.005*** (5.828)					
<i>market₁</i>	0.000 (1.340)	0.000 (0.383)	0.000*** (2.774)	0.000 (1.075)	-0.000*** (-3.487)	0.000 (0.695)	0.000 (0.825)	0.000 (0.641)
<i>market₂</i>	1.484*** (6.312)	0.229 (1.469)	1.041*** (5.477)	1.801*** (7.012)	0.097 (0.632)	0.850*** (6.259)	0.823*** (5.955)	0.792*** (5.614)
<i>uw_reput</i>	-0.061 (-0.571)	-0.002 (-0.105)	-0.023 (-0.503)	-0.099 (-1.012)	0.019 (0.740)	0.009 (0.296)	0.007 (0.219)	0.006 (0.202)
<i>_cons</i>	3.509** (2.522)	5.642** (2.281)	4.890*** (2.790)	-1.202* (-1.899)	1.191 (1.529)	1.280** (2.475)	1.591*** (3.114)	1.366*** (2.645)
N	250	417	667	279	881	1160	1160	1160
R ²	0.441	0.595	0.616	0.499	0.393	0.579	0.580	0.581

也随之下降,这与“定价效率观”相吻合。

根据本文研究的结论,我国的IPO制度改革必须继续坚持市场化的方向,但由于询价制度实施初期与之相配套的制度的建立存在滞后性从而容易诱发申购机构“寻租”行为,因此对于即将来临的新股发行注册制,除了保障核准制向注册制平稳过渡外,证监会还需要加强对发行公司所披露的信息和资料的审核力度,促使退市机制和相关法律法规等配套制度的进一步落实。此外,在注册制下,证监会不再对上市公司的盈利能力进行判断和把关,投资者需要根据自身对公司基本面的分析进行决策,这无疑是对投资者能力的重大考验,而中国证券市场的投资者以散户居多,投机性较强,为此,需要大力倡导价值投资理念,促进中国IPO市场理性发展,进一步发挥其价格发现、资源配置等功能。

参考文献:

- [1] Welch I. Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings[J]. The Journal of Finance, 1989, 44: 421 - 449.
- [2] Benveniste L M, Spindt P A. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 24: 343 - 361.
- [3] Welch I. Sequential sales, learning, and cascades[J]. The Journal of finance, 1992, 47: 695 - 732.
- [4] Miller E M. Risk, uncertainty, and divergence of opinion[J]. The Journal of Finance, 1977, 32: 1151 - 1168.
- [5] 蒋顺才, 蒋永明, 胡琦. 不同发行制度下我国新股首日收益率研究[J]. 管理世界, 2006(7): 132 - 138.
- [6] 肖曙光, 蒋顺才. 我国 A 股市场高 IPO 抑价现象的制度因素分析[J]. 会计研究, 2006(6): 70 - 75.
- [7] 周孝华, 赵炜科, 刘星. 我国股票发行审批制与核准制下 IPO 定价效率的比较研究[J]. 管理世界, 2006(11): 13 - 18.
- [8] 翟立宏, 徐志高. 我国股票发行通道制与保荐制下 IPO 定价效率的比较研究[J]. 经济问题, 2009(5): 109 - 113.
- [9] 刘煜辉, 熊鹏. 股权分置、政府管制和中国 IPO 抑价[J]. 经济研究, 2005(5): 85 - 95.
- [10] 朱红军, 钱友文. 中国 IPO 高抑价之谜: “定价效率观”还是“租金分配观”? [J]. 管理世界, 2010(6): 28 - 40.
- [11] 刘志远, 郑凯, 何亚南. 询价对象之间是竞争还是合谋——基于 IPO 网下配售特征的分析[J]. 证券市场导报, 2011(3): 35 - 44.
- [12] Cornelli F, Goldreich D. Bookbuilding and strategic allocation[J]. The Journal of Finance, 2001, 56: 2337 - 2369.
- [13] 韩立岩, 伍燕然. 投资者情绪与 IPOs 之谜——抑价或者溢价[J]. 管理世界, 2007(3): 51 - 61.
- [14] Rock K. Why new issues are underpriced[J]. Journal of financial economics, 1986, 15: 187 - 212.
- [15] Carter R, Manaster S. Initial public offerings and underwriter reputation[J]. The Journal of Finance, 1990, 45: 1045 - 1067.

[责任编辑: 杨凤春]

The Puzzle of High IPO Underpricing: “Rent Allocation Theory” or “Pricing Efficiency Theory”: Based on the Data from 2005 to 2012?

PENG Wenping, LIU Jianqiang

Abstract: There are two distinctly different theories that could explain high IPO underpricing phenomenon in China stock market. One is pricing efficiency theory and the other is rent allocation theory. This paper selects IPO samples of A-share market from 2005 to 2012 to test two kinds of views above. Our findings indicate that the rent allocation theory was convincing only from 2005 to 2008. In comparison with the former view, the theory of pricing efficiency could better explain the changes of IPO underpricing since 2005 when the book-building allotment system was implemented.

Key Words: IPO underpricing; Pricing Efficiency Theory; Rent Allocation Theory; stock market; ownership structure; reform of the shareholder structure; IPO inquiry pricing system; online purchase reform