

新股自主配售权下的 IPO 定价效率研究

葛 飘

摘要：2013 年 11 月底证监会在新股发行中引入承销商自主配售权，随之出现了获配比例悬殊的现象，引发市场对承销商与投资者之间进行利益输送的怀疑，2014 年 3 月 21 日自主配售权被取消。本文针对这一期间在沪深两地上市的 48 只新股的自主配售效果、询价阶段投资者报价以及配售情况进行了研究发现此阶段的新股定价普遍存在抑价现象，在采用倾向得分匹配法克服样本选择偏差后，上市后一年内的多个时间段里，使用自主配售的新股累计异常收益率较小，说明二级市场股价波动较小，IPO 发行定价合理。从投资者报价特征来看，自主配售制度能够激励投资者提供真实报价，使得投资者集中报高价，一定程度上降低了现阶段的 IPO 抑价，促进新股回归合理定价。

关键词：自主配售；IPO 抑价；倾向得分匹配；投资者报价

一、引言

2013 年 11 月底，证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，其中首次引入了主承销商自主配售权，针对网下发行的股票，由主承销商在提供有效报价的询价对象中自主选择投资者进行配售，这一制度打破了过去以“比例配售或者摇号配售”为原则的新股配售方式，将分配新股的权利交给承销商，以期提高 IPO 定价效率。

然而，主承销商自主配售制度这一高度市场化的条款，由于在我国首次引入，推出后引发了各种问题。从政策出台到 2014 年 2 月 19 日，沪深两市累计有 48 只新股登陆 A 股市场，其中有的券商仍旧放弃使用自主配售权，全通教育、新宝股份和炬华科技等多家公司的主承销商均未使用自主配售权。同时，有关媒体揭露出新股自主配售中存在种种不公平的现象。这些不寻常的现象暗示着自主配售中存在利益输送的可能，市场广泛质疑承销商借配售权向熟人利益输送，涉嫌寻租腐败。

对此，中国证监会于 2014 年 3 月 21 日适时出台了《完善新股发行制度的相关措施》，此次的改革举措对新股自主配售权做出了限制，相关条款进一步向具有公众性质的机构倾斜，要求发行人和承销商优先配售给公募基金、社保基金、保险资金和企业年金。同时规定，同类型投资者获得配售的比例应当相同，公募、社保、企业年金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。《相关措施》的发布降低了承销商和发行人在配售对象上的选择空间，

再次束缚了承销商的自主配售权，使得之后发行的新股均未能利用新股自主配售权。

承销商自主配售制度的推行对新股定价效率的影响，以及基于询价阶段投资者报价特征考察配售制度的不同如何影响投资者报价行为、进而影响新股定价是本文研究的重点，也为未来 IPO 新政改革提供了借鉴意义。本文的创新之处在于利用国内首次引入承销商自主配售制度而形成的新股样本，在之前文献理论分析的基础上，探索新股自主配售制度在我国 IPO 定价机制中的作用，结合投资者的报价行为进行分析讨论。

本文以下的结构为：第二部分对我国新股发行的现状做一个概述，第三部分回顾文献并提出研究假说，第四部分介绍样本选择与变量设计，第五部分进行实证研究，第六部分为稳健性检验，第七部分总结全文并提出政策建议。

二、我国现阶段 IPO 发行情况

2005 年以前，我国新股发行价格受市盈率限制，2004 年 12 月 13 日，证监会正式发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，我国开始实施新股发行市场化改革，推行新股发行询价制度。然而，询价制并未提高新股定价效率，IPO 首日高回报现象突出。证监会于 2009 年推行询价制度改革，目的是促进新股定价进一步市场化，完善询价和申购的报价约束机制。改革之后，IPO 首日高回报现象改善，首日回报回落到 40%左右，但与此同时，新股发行中出现了高发行价、高市盈率、高超募率的 IPO “三高”现象，过高的发行价使得资金涌入一级市场，挤压二级市场的利润空间。2010 年，证监会发布《关于新股发行体制改革的指导意见》，新股发行制度改革正式进入第二阶段，此后，IPO “三高”问题逐渐得到缓解，发行市盈率在政策的控制下有所降低。

表 1 2010 年至 2014 年新股发行情况

年份	新股发行量	发行价格	发行市盈率	首日换手率	首日回报率
2010	349	29.67	57.88	71.87%	41.90%
2011	282	26.27	46.37	68.12%	21.08%
2012	155	18.78	29.27	62.59%	26.55%
2014	125	17.56	23.39	5.25%	43.47%

表 1 统计了 2010 年至 2014 年的新股发行情况，新股发行价格和发行市盈率逐步降低。针对“三高”问题，2014 年 1 月 12 日出台《关于加强新股发行监管的措施》后，新股发行市盈率均有所下降，普遍达到低于同行业水平，发行人和承销商的定价明显较之前谨慎。另

外，新股市盈率被低估以及投资者预计上市后股价仍将有很大的上涨空间，不卖新股，使得2014年新股首日换手率出现史上最低，接近5%。同时，为抑制新股爆炒，2014年推出新股首日“熔断机制”，规定了新股首日涨跌幅限制，首日回报只能以44%为上限，因而2014年新股首日涨幅均在44%左右。

多年来，新股发行定价一度过低导致了一级市场过高的超额回报，而后来IPO发行定价过高带来IPO“三高”问题，证监会表态后市盈率又重新回落。政策的改革都是为了使得我国资本市场更加有效率、资金配置更加合理，因此一级市场的定价一直是证监会、也是广大投资者所关注的问题。

三、文献综述与研究假说的提出

（一）自主配售制与IPO抑价

累计投标询价制是新股发行定价方式的主流发售机制，是一种搜集信息的定价和配售制度。其关键的环节有两个：投资者参与询价和承销商拥有新股配售权。前者通过了解投资者需求，使得发行定价更加接近市场价格；后者是前者发挥定价功能的保障与激励。承销商拥有IPO分配权是询价发行区别于固定价格和拍卖发行的本质特征（Sherman，2005）。

新股在一级市场的发行价格远超二级市场上市首日交易价格，新股认购者能够获得超额回报的一种现象称为IPO抑价现象。国外的理论和实证研究表明，在成熟市场上，承销商自主配售权有利于降低IPO抑价，促进新股合理定价。Benveniste和Spindt（1989）提出“信息收集假说”，认为通过合理设计制度，在价格制定之前有效收集“知情投资者”掌握的信息，并使之反映在发行价格上，定价会更加准确。“信息收集假说”同时指出，具有分配股票权利的承销商可以凭借该权利分配更多的新股给那些真实报价的询价对象，从而在数量上平衡真实报价给其带来的抑价损失。Hanley（1993）认为如果限制承销商自主配售权，IPO抑价程度将会提高。Ljungqvist和William（2002）验证了机构投资者的配售量、IPO发行价格、IPO抑价这些变量间所存在的内生关系，认为在自主配售受限时，承销商会通过较大的IPO抑价来回报这些投资者。Cornelli和Goldreich（2001）认为投资者申购量越大传递的信息越积极，承销商在配售新股时考虑了投资者提供报价的信息含量，通过自主配售回报了提供有用信息的投资者。Comelli和Goldreich（2003）进一步研究了投资者在报价时提供的信息与承销商在制定发行价格之间的联系，认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利用询价阶段投资者提供的信息以制定发行价格,新股自主配售权有利于激励投资者提供定价信息,降低 IPO 抑价,促进定价效率。然而,从前一部分的分析来看,2014 年我国新股首日涨幅均在 44%左右,用首日抑价率来衡量新股定价效率的方法目前我国 IPO 市场上并不适用。因而我们的研究分别从二级市场的累计超额收益,以及询价阶段投资者报价行为的微观视角来考察新股定价的效率问题。

（二）询价阶段机构报价特征

目前我国的 IPO 定价机制可分为以下步骤:首先,主承销商结合发行人的实际情况向投资者进行路演推介,并给出发行建议价值区间,这一价值区间可作为投资者初步询价时的报价参考;之后,符合条件的机构或个人参与初步询价,提交申购数量及相应的申购价格;最后,发行人和主承销商根据剔除最高报价部分后的剩余报价及申购情况,综合参考发行人基本面、所处行业、可比公司估值水平、市场情况等因素,协商确定新股最终的发行价格。

国外研究机构报价的文献考察的大多是报价中所包含的信息含量。Cornelli 和 Goldreich (2001)通过对 IPO 和 SEO 公司的询价资料发现同时报需求量和数量的“限价订单”包含更多的信息,因而对定价的影响程度更大。国内学者研究机构报价行为主要用来解释 IPO 的“三高”问题。刘志远等(2011)提出询价制第一阶段改革之后,新股发行价格主要由询价决定,促进了机构投资者间的竞争,投资者不再采取合谋报低价的策略,从而提高了 IPO 定价效率。俞红海等(2012)进一步表明在中国特色询价机制下,网下机构报价过程中出现过度竞争,这一行为导致了 IPO 定价过高和“三高”问题的出现。

总体而言,由于之前没有使用自主配售的 IPO 数据,对机构投资者报价的分析都没有结合自主配售的影响来分析。因而,现有的文献只是从理论上解释了自主配售能够激励那些真实报价的询价对象,在数量上平衡真实报价给其带来的抑价损失,从而降低 IPO 抑价,提高定价效率(Benveniste&Spindt, 1989)。本文通过国内最新数据的分析,对这一理论进行了实证分析和解释。

基于上述分析,本文提出以下两个基本假说:

H1: 自主配售制度能够促进新股的定价效率。

H2: 自主配售制度使投资者倾向于报高价,自主配售能够降低现阶段的 IPO 抑价。

三、样本选择与变量设计

（一）样本选择与数据来源

本文以自主配售政策出台后取消前 2014 年 1 月至 2014 年 3 月间在沪、深两地上市的 48 只 IPO 作为研究对象，其中深市样本 42 只，沪市样本 6 只。新股上市后股票价格数据来自 Wind 数据库，投资者报价数据来源于深交所和上交所披露的新股询价信息，根据上市公司招股说明书披露的配售信息将 48 个公司分为两类：使用组——使用自主配售的公司；控制组——未使用自主配售的公司。

（二）变量定义

（1）IPO 累计异常收益率。在分析自主配售是否促进定价效率的过程中，定价效率的指标有多种选择。国外普遍使用的首日回报率（抑价率）在我国并不适用，新股首日涨幅都在 44%左右无法比较。因而本文使用一段时间内新股的累计异常收益率 CAR 作为新股上市后市场表现的替代指标。计算公式为：

$$CAR_{i,t} = \sum_t AR_{i,t}, \quad AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{M,t},$$

其中 $R_{i,t}$ 为个股日收益率， $R_{M,t}$ 为市场指数日收益。

实证中选取了 30 日、60 日、90 日、120 日、150 日和 180 日的累计收益率这六个指标，该指标反映出新股在上市后的回报情况，如果累计异常收益率指标较小则说明新股二级市场股价波动不明显，IPO 定价相对合理。在稳健性分析中，将所选时间范围延长至一整年，用了 210 日至 360 日、同样间隔为 30 日的六个指标进行分析，以此考察中长期走势。

（2）IPO 公司特征变量及发行变量

为了控制不同发行公司本身特征的影响，参考相关文献，选取了与公司基本面有关的变量，包括公司规模、年龄、净资产收益率，以及与新股发行特征有关的变量，包括发行市盈率、网上发行中签率、承销商声誉，表 1 列出了本文研究中的这些控制变量的名称及定义。

表 2 控制变量名称及定义

符号	变量名称	变量定义
ALLO	自主配售	新股使用了自主配售权为 1，不使用为 0
SIZE	公司规模	A 股流通股本取自然对数
AGE	公司年龄	公司成立到上市年份取自然对数

ROE	全面摊薄净资产收益率	全面摊薄净资产收益率=报告期净利润/期末净资产
PE	发行市盈率	新股发行首日市盈率
LOT	中签率	新股网上发行中签率
REPU	承销商声誉	承销业绩排名前十名取 1，其他的取 0

ALLO 是我们主要考察的变量，反映 IPO 是否使用了自主配售权；SIZE 为网上发行的流通股本取自然对数，反映公司规模；AGE 为公司成立到上市年份的时间的自然对数，反映公司市场知晓程度；LOT 为网上发行中签率，综合反映资本市场对公司的认同程度；ROE 为公司上一年的全面摊薄净资产收益率，反映公司的盈利能力；PE 为新股首日发行市盈率（摊薄）；REPU 为承销商声誉虚拟变量，承销业绩前十名取 1，其他的取 0。国内没有专门的承销商排名机制，我国现有的有关承销商声誉等级的排名都是按照各承销商承销新股的业务量来衡量承销商在证券承销领域中的实力和声誉。本文具体计算公式为：各承销商的排名得分=50%×承销家数占总样本的比例+50%×承销总量占总样本的比例。

（3）报价偏度。与 Roll et al.(2010)及俞红海(2013)的思路类似，本文采用报价偏度来描述报价的集中程度，考察机构投资者的竞争激烈程度。偏度为负意味着报价左侧尾部长，绝大多数报价值位于平均值右侧，即集中在高价位置。

四、实证研究

（一）自主配售权下的新股累计异常收益率

我们收集了 48 只新股上市后距发行日 180 天每天的收盘价数据，计算了累计异常收益率指标。对全体 48 只新股累计收益率数据，依据变量 ALLO 分组进行两样本均值差的 t 检验，结果如表 3 第一栏所示。第一栏第 1 列到第 3 列结果显示：使用组累计收益率高于控制组，与假设不相符，但是 t 值显示结果并不显著。

对此，我们猜测结果可能受到“选择性偏差”的影响，即使用组和控制组公司样本本身存在差异，为消除此差别对累计异常收益率结果的影响，我们在 23 只使用组样本和 25 只控制组样本中进行匹配，再求得匹配之后的平均处理效果（ATT）。匹配中的控制变量即为表 1 中的控制变量。本文采用 Rosenbaum 和 Rubin（1983）年提出的倾向得分匹配法（PSM），其基本思想在于，在评估政策效果时，若能找到与实验组尽可能相似那么就能有效避免样本

的选择性偏差。它通过计算倾向得分将多个变量综合为一个值，使得多元匹配成为可能，然后采用特定的算法在实验组和对照组之间形成配对样本，消除组别之间的干扰因素。

在经过 PSM “最邻近匹配法” 匹配消除两组样本 IPO 之间本身特征差异之后，计算出自主配售带来的平均处理效应，见表 2 的第二栏。

表 3 累计异常收益率（30 日-180 日）的描述性统计：全样本和 PSM 匹配样本

	全样本				PSM 匹配样本			
	使用组	控制组	ATT	t 值	使用组	控制组	ATT	t 值
CAR30	0.8204	0.8017	0.0186	0.19	0.8204	1.2297	-0.4093	-3.41 ***
CAR60	0.7652	0.7458	0.0194	0.22	0.7652	1.1881	-0.4229	-3.58 ***
CAR90	0.7298	0.6669	0.0629	0.66	0.7299	1.1299	-0.4001	-3.13 ***
CAR120	0.8281	0.7632	0.0649	0.62	0.8281	1.215	-0.3869	-3.01 ***
CAR150	0.8829	0.8274	0.0555	0.50	0.8829	1.287	-0.4041	-3.01 ***
CAR180	0.8322	0.8266	0.0056	0.06	0.8322	1.1995	-0.3673	-3.17 ***

注：***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

表 3 的结果表明：在控制了 IPO 公司本身差异之后，两组 CAR 指标有显著的不同，且计算 30 天至 180 天的时间段内的累计异常收益得到的结果都相同。使用组累计异常收益小于控制组，平均处理效应为负，说明自主配售制度能够提高 IPO 定价效率，使得 IPO 定价合理，从而二级市场股价波动性较小。

（二）机构投资者报价特征

由第三部分的理论综述可知，机构投资者报价过程在很大程度上决定了 IPO 的发行价格。在现阶段询价制度下，参与网下申购的机构投资者面临着利益得失的权衡，报价过低或过高均不能落在有效报价区间范围内，将失去获配资格。

我们用相对于 IPO 发行价格的“机构报价”来刻画机构报价行为，得到初步询价机构报价的描述性统计，计算出总体、被剔除部分、低于剔除价的未被剔除部分报价情况，以及参与度高的基金公司、证券公司和保险公司的报价情况。从整体上看，IPO 定价最终均落在初步询价报价的均值和中位数附近。总体报价的偏度略大于 0，但通过对样本逐一进行正态分

布检验，报价偏度为负的 IPO 公司数占 56.25%。

表4 初步询价报价行为描述性统计

	均值	中位数	最大值	最小值	峰度	标准差	偏度
总体	1.0500	1.0524	1.8282	0.4469	4.3872	0.1824	0.1455
被剔除的高价部分	1.4668	1.4308	2.1658	1.2591	7.9995	0.1612	1.9513
低于剔除价部分	1.0816	1.1255	1.2565	0.5456	2.3730	0.1576	-1.3653
基金公司报价	1.3083	1.3150	1.8634	0.6908	2.4921	0.2069	-0.2733
证券公司报价	1.2858	1.2951	1.8796	0.6908	1.7763	0.2255	-0.1060
保险公司报价	1.2405	1.2606	1.6879	0.7420	2.1942	0.1898	-0.2881

接下来，我们考虑投资者的报价行为是否因为承销商自主配售权而有所差异。首先，对控制组和使用组报价均值、中位数、标准差进行两组独立样本t检验，结果如表5所示。

表5 整体报价均值和中位数t检验

整体报价	控制组	使用组	t 检验结果	
			t 值	Pr> t
均值	0.9966	1.1082	-1.64	0.1101
中位数	0.9953	1.1145	-1.71*	0.0979
标准差	0.1819	0.1830	-0.05	无显著差异

注：***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

表5的结果显示：未使用自主配售的新股，投资者报价相对发行价格而言较低，而使用自主配售的新股，报价相对发行价格较高，两者中位数的差异在10%水平下显著。而报价标准差的差异不显著，标准差越大表明投资者报价中包含的异质信息越多，越有可能促进合理定价，但是结果显示差异并不显著。因此，从以上分析看，可以得出结论：实行自主配售的新股，投资者整体报价比较高，自主配售制度降低了IPO抑价。

进一步，我们对机构投资者报价偏度的差异进行分析，以此了解报价的集中程度，考察机构投资者的竞争激烈程度。在参与询价的机构投资者中，基金公司、证券公司、保险公司这三类机构合起来共提供了75%左右报价，占据了主体地位。从上面表4整体样本的统计结果可看到，基金公司、证券公司、保险公司的报价偏度均为负，即绝大多数报价集中在均值右侧的高价区域。考虑各类机构对自主配售IPO公司和非自主配售IPO公司的不同报

价反应，在同类机构内部对两类报价偏度进行t检验，结果如表6所示。

表6 各类型机构报价偏度t检验

报价偏度	控制组 均值	使用组 均值	t 检验结果	
			t 值	Pr> t
基金公司	-0.5493	0.0266	-1.81*	0.0761
证券公司	-0.1553	-0.0524	无显著差异	
保险公司	-0.3381	-0.2256	无显著差异	

注：***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

表6的结果显示：在证券公司和保险公司这两类公司的询价中，报价呈现出左偏倾向，即集中报高价的趋势，且报价习惯不因自主配售权而有显著差异。而基金公司的情况较为特殊，不使用自主配售的IPO的报价集中于高价区域，而使用自主配售的IPO的报价集中于低价区域，报价偏度在10%水平下有显著差异。

基金公司在IPO初步询价中的提供了约40%的报价，并在日常业务往来中与各类公司机构保持着利益关系。鉴于基金公司报价在此表现出的异常性，我们或许可以提出这样的一种理解：若基金公司与拥有自主配售权的承销商在私底下存在着利益输送，则在参与询价时它不需要竞争报高价来争夺获配权。因此在面对行使自主配售权的承销商时，基金公司与其他机构的报价表现不同，它们更有可能因为自主配售权而获得了隐形的获配保障，具有潜在的利益输送可能。

可见，在很大程度上，自主配售没有影响投资者报价的集中程度，只是提高了投资者整体上报高价的趋势。

（三）机构投资者获配情况

本部分从新股配售环节考察自主配售制度，相比国外的研究，国内由于强制的信息披露要求，所以能够收集到完整的新股配售记录，使得配售结果更加明晰。

我们收集汇总48只新股中23只使用自主配售的IPO的配售数据，共有399条记录，平均每只IPO有17个获配的机构投资者。其中，机构投资者类型分为保险公司、财务公司、信托公司、证券公司、基金公司、社保基金、企业年金、一般法人机构（包括基金和券商自营账户、非金融类上市公司）和QFII这几类。对申购和配售数据进行统计分析，结果如表7所示。

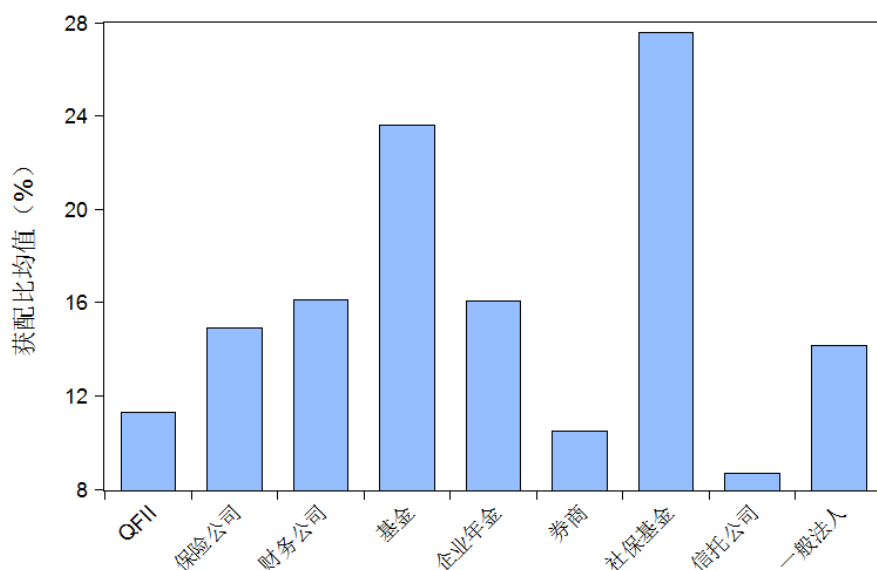
表 7 23 只新股申购和配售数据统计分析

投资者类型	申购记录数	申购数量均值 (万股)	有效申购数量 均值 (万股)	获配数量均值 (万股)	获 配 比 均 值 (%)
QFII	2	1225.00	675.00	67.66	11.28
保险公司	46	2031.96	862.21	125.73	14.91
财务公司	6	10400.00	3850.00	786.48	16.11
基金公司	136	974.85	435.66	127.55	23.59
企业年金	18	1156.11	353.67	57.02	16.06
券商	61	843.93	441.78	49.36	10.51
社保基金	20	1840.50	878.07	269.03	27.56
信托公司	6	1228.33	531.67	44.48	8.67
一般法人	104	1965.10	951.70	185.37	14.15
总计	399				

23 只新股中，平均来说参与申购并获配的机构类型最多的是基金公司，其次是一般法人、券商，最少的是 QFII，仅有两次获得配售。而从申购数量来看，财务公司明显比其他类型的公司申购数量要多但是申购记录却很少，说明财务公司的报价单通常比较大，其次是保险公司、一般法人、社保基金。

不同类型机构的获配比具体如图表 1 所示，其中获配比较高的两种机构类型是社保基金（一般都有最低获配规定）和基金（申购量少），都超过了 20%，可见基金公司的申购量少但是获配多，进一步验证了前文的推断：基金公司与拥有自主配售权的承销商在私底下存在着利益输送。财务公司和企业年金的获配比例紧随其后，在 16%左右，保险公司和一般法人获配比例在 14%左右，QFII 和券商的获配比例约为 10%，获配比最小的是信托公司。整体上看，机构获配情况虽然有所差异，但是还是在机构类型间表现出一定的同比例现象，说明自主配售权并没有完全地被运用，承销商面对这一新的制度仍然具有一定的保守性。

图表 1 不同类型机构投资者的获配情况



另外，我们经过案例研究，确实发现自主配售中存在着高额获配现象，如我武生物、众信旅游，均存在 100% 的异常获配记录。因而一定程度上说明了此阶段的自主配售因为没有制度上的明确规范而导致了不公现象，故引发了市场广泛争议，自主配售中的利益输送问题有待进一步的研究考证。

五、稳健性检验

在研究假说 H1 时，我们将所选时间范围延长至一整年，同样间隔为 30 日的六个指标进行分析，以此考察中长期新股市场表现。可以发现，结果与第四部分的结论基本一致，使用自主配售的公司股价稳定，累计收益率的波动较小，只是显著性水平不如短期得到的结果。

表 8 累计异常收益率（210 日-360 日）的描述性统计：全样本和 PSM 匹配样本

	全样本				PSM 匹配样本			
	使用组	控制组	ATT	t 值	使用组	控制组	ATT	t 值
CAR210	0.8492	0.842	0.0073	0.07	0.8492	1.2103	-0.3611	-3.02***
CAR240	0.9047	0.9189	-0.0142	-0.13	0.9047	1.2655	-0.3608	-3.06***
CAR270	0.9788	1.0156	-0.0368	-0.33	0.9788	1.2855	-0.3067	-2.64**
CAR300	0.9517	0.9991	-0.0475	-0.41	0.9517	1.2712	-0.3195	-2.69***
CAR330	0.6959	0.7073	-0.0114	-0.10	0.6959	0.886	-0.1902	-1.80*

CAR360	0.6847	0.6808	0.0039	0.03	0.6847	0.8497	-0.1650	-1.48
--------	--------	--------	--------	------	--------	--------	---------	-------

注：***、**、*分别表示1%、5%、10%的显著性水平。

另外，在 PSM 过程中，我们还对匹配后两组样本变量的平衡性做了检验，采用两样本均值 t 检验方法，发现经过匹配之后，两组样本变量间没有显著差异，因此认为匹配过程降低了样本间的选择偏误，使得累计异常收益的比较很好地反映了自主配售的效应。

六、结论与建议

通过本文的研究，我们得出以下结论：

选取一段时间内累计异常收益率作为二级市场新股股价稳定性的指标，通过 PSM 匹配找到与实验组相似的控制组之后得到的平均处理效应显著为负，表明使用自主配售的 IPO 累计异常收益率小，暗示了一级市场上 IPO 定价水平合理，自主配售有利于新股合理定价。

在目前新股价格普遍存在抑价的情况下，自主配售制度激励投资者提供真实报价，因而投资者整体倾向于提高报价，自主配售能够降低 IPO 抑价。在使用自主配售的 IPO 中，基金公司的报价行为没有表现出集中于高价部分的趋势，其中可能暗含了基金公司与承销商之间其他方面的利益关系。

从获配数据可以推测承销商对基金公司比较偏爱，自主配售下个别 IPO 中存在高比例配售现象，存在利益输送问题。但是整体来看，大多数机构的获配情况仍然比较相似，说明自主配售权并没有完全地被运用，承销商面对这一新的制度仍然具有一定的保守性。

基于以上研究，我们肯定自主配售对于提高 IPO 定价效率的积极作用，自主配售能够促进新股的合理定价，使得询价制度发挥更大的作用。但是这一新的制度在我国的实施并不会一帆风顺，因而需要进一步完善制度使其服务于新股定价过程，对此提出以下建议：

（1）加强证券市场的制度建设和监管环境，使得自主配售过程明晰、合理、有效率。

（2）对询价对象可以建立机构投资者评价体系，提高机构投资者的专业水平。与美国相比，我国资本市场仍然以中小投资者为主，机构投资者有时也表现出一定的非理性。建立良好的投资者评价体系能够减少市场的投机性，使得询价过程中能更好地反映投资者对新股的估值以及需求信息。

（3）进一步坚持新股定价市场化改革的下一步是实施新股发行注册制改革。监管机构不再对上市公司进行严格审批，不再限制 IPO 发行家数，将会有利于新股市场形成合理的价格，上市公司不会为迎合政策走向而出现过高或过低的定价。这一改革也将使得我国资本

市场更加成熟和理性，实现资源在一、二级市场的优化配置。

相信未来在建立了良好的监督机制和进一步市场化的条件下，自主配售制度能够在我国得到更好的发展。本文的不足之处在于，由于实际数据量的限制，实证分析的样本量比较小，异常情况可能对结果影响较大。另外，投资者与承销商之间利益输送部分的研究没有从其他直接的利益途径（如两者间的佣金交易）来分析。我们期待以后的研究来完善我们的发现与结论。

参考文献

- [1] 郑琦, 薛爽.承销商自主配售新股问题研究综述[J].首都经济贸易大学学报, 2013(4):106-116.
- [2] 童艳, 刘煌辉.中国 IPO 定价效率与发行定价机制研究[M].北京:中国金融出版社,2010.
- [3] 熊维勤, 孟卫东, 周孝华.新股询价发行中的配售规则对 IPO 抑价的影响[J].中国管理学, 2006, 14(4):100-107.
- [4] 俞红海, 刘烨, 李心丹.询价制度改革与中国股市 IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J].金融研究, 2013(10):167-180.
- [5] 刘志远, 郑凯, 何亚南.询价制度第一阶段改革有效吗[J].金融研究, 2011(4):158-173.
- [6] 林千惠, 刘善存, 宋殿宇.机构投资者串谋、IPO 抑价与定价策略分析[J].系统工程, 2012, 30(7):1-7.
- [7] 袁渊, 张雅婕.IPO 抑价之谜：机构投资者报价策略的视角[J].中国会计评论, 2011, 9(4):423-444.
- [8] Amit Bubna , Nagpurnanand R. Prabhala .IPOs with and without allocation discretion:Empirical evidence[J]. Journal of Financial Intermediation, 2011(20):530-561.
- [9] Benveniste L.M.,Busaba W.Y.,Wilhelm W.J..Information externalities and the role of underwriters in primary equity markets[J].Journal of Financial Intermediation, 2002(1):61-86.
- [10] 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(2):343-362.
- [11] Benveniste L.M.,Wilhelm W.J..The comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments[J].Journal of Financial Economics, 1990, 28(1):134-165.
- [12] Cornelli,F.,Goldreich,D..Bookbuilding and strategic allocation[J].Journal of Finance, 2001, 56(6):2337-2369.

- [13] Cornelli,F.,Goldreich,D..Bookbuilding:How informative is the order book?[J].Journal of Finance, 2003, 58(3):1415-1823.
- [14] Hanley,K..The Underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon[J].Journal of Financial Economics, 1993, 34(1):231-250.
- [15] Ljungqvist A.,Wilhelm,W.J..IPO pricing in the Dot-com bubble[J].Journal of Finance, 2003, 58(2):723-752.
- [16] Sherman,A.E.. Book building versus auctions with endogenous entry[J].Journal of Financial Economics, 2005, 78(3):615-649.
- [17] Sherman,A.,Titman,S..Underpricing and participation limits with costly information[J].Journal of Financial Economics, 2002, 65(1):3-29.