

各国IPO制度向美式簿记方式的融合基本上已经成为一个世界性的趋势，同时拍卖方法也有进一步发展的空间。一国的证券市场要实现向全球的扩展，必须适应和接受美式簿记方法。

IPO发售机制的国际融合和中国考察

厦门大学经济学院 陈蓉

与二级市场相比，IPO(Initial Public Offering, 首次发行新股)市场的分割状态直到最近还依然存在，即使在发达国家也是如此。这种割裂实际上导致了发行人无法将股权多样化的利益内在化，从而阻碍了全球证券市场的进一步发展。从20世纪90年代开始，这种状态开始发生改变，其中最重要和引人注目的方面就是IPO发售机制(即IPO定价和分配出售给投资者的整个机制过程)的变化和融合。实证和理论研究表明，IPO发售机制是一级市场效率的主要决定因素之一，同时也是各国IPO市场分割的主要原因。目前，我国证券市场正面临着进一步发展和全球化的挑战，理解IPO发售机制的国际趋势和全球融合状况，无疑是十分有意义的。

世界主要IPO

发售方法的基本介绍

迄今为止，全球范围内使用最广泛的三种基本的IPO发售机制是：(1)固定价格机制(Fixed Price)；(2)拍卖机制(Auction)；(3)簿记方法(Book Building)。这些机制的本质区别在于是否存在相关的制度约束：在发行价确定之前，承销商如果已经收集到了

相当数量的定价信息，并且有权利在IPO发售过程中进行分配，在性质上这个IPO过程就是相对不受约束的(Unbinding)(表1可以帮助我们理解这一分类)。

一、固定价格机制

固定价格发售机制的要点在于：承销商事先根据一定的标准确定发行价格，之后再由投资者进行申购。这意味着承销商和发行人在定价时并未充分获取相关的定价信息和市场需求信息。根据定价之后IPO的分配情况，固定价格方法可以进一步分为允许配售和公开发售(Public Offer)两种。美国的尽力推销(Best Efforts)方法是前者的典型例子，在股份发售时，承销商拥有分配(至少是部分的)股份的权利。固定价格公开发售方法则更为熟悉和多见，欧洲、亚洲的许多国家、新兴市场国家都曾经或正在使用这种方法。它也是我国发行新股使用的主要机制。

除了上述特点，公开发售机制一般还具备以下特征：(1)从承销商确定价格、投资者申购到IPO真正上市交易之间，往往有几周的时间差。(2)投资者申购需要事先缴款，申购未成功后返还，该笔资金的利息由发行人获得。(3)存在一定的“歧视”：尽管实行公开发售机制的国家都贯彻“公平原则”：同样规模的申购应当拥有获得同样股份的权利，但是它们却往往通过对申购上限的限制实行对大规模申购的歧视，从而向小的投资者倾斜。

二、拍卖方法

拍卖方法的最主要特征就是其较高的市场化程度。在拍卖机制中，价格的确定是在收集信息之后进行的，同时股份的分配也根据事先规定的规则在现有的投标基础上进行，因此承销商和发行人的影响力在三种发售机制中是最小的。在IPO发售中，具体的拍卖方法包括统一价格拍卖和差别价

表1 IPO发售机制分类及其一般抑价水平

		发行价格的确定	
		在获取信息之前	在获取信息之后
IPO股份的分配	可由承销商自主决定	固定价格允许配售(37%)	簿记方法(12%)
	承销商无法自主决定	固定价格公开发售(27%)	拍卖方法(9%)

注：括号中的数字为相应的平均抑价程度。

资料来源：Jay R.Ritte, "Initial Public Offerings", Contemporary Finance Digest Vol.2, No.1 (Spring 1998), pp5-30.

格拍卖。这两种拍卖方法都要求所有投资者在规定时间内申报申购价格和数量,申购结束后,主承销商对所有有效申购按价格从高到低进行累计,累计申购量达到新股发行量的价位就是有效价位,在其之上的所有申报都中标。唯一不同的是,在统一价格拍卖中,这一有效价位就是新股发行价格,所有中标申购都按该价格成交。而在差别价格拍卖中,这一价位则是最低价格,各中标者的购买价格就是自己的出价。

除此之外,各国还存在多种略有变化的拍卖机制。比较广泛使用的一种叫做“肮脏”拍卖(Dirty Auction),即发行人在拍卖的时候至少有时选择一个严格上低于出清价格的价格,由此产生一个人为的抑价(Underpricing),这一方法在比利时、法国和英国等国特别普遍,但在非IPO拍卖中则极少使用。智利在交易所使用的是一种类似英式拍卖方法¹的机制。以色列和新加坡则分别采用了两种不同的两阶段统一价格拍卖。²另外,在一些国家,对竞标申购也存在与固定价格发售类似的申购上限限制,体现对小投资者的政策倾斜;或者通过剔除过高的申购而限制“免费搭车”现象的出现。

三、簿记方法

使用簿记方法的典型国家是美国。与上述两种发售机制相比,美国簿记方法的主要特点包括。(1)定价过程中的路演和征求订单机制:簿记方法下,主承销商在初步确定新股发行价格区间之后,进一步通过发行公司所召开的路演推介会,征集需求量和需求价格信息建立簿记(这一预订单没

有合同约束力),在此基础上对发行价格进行修正,最后确定发行价格。(2)承销商自由分配股份的权利。在簿记方法下(尤其是在美国),主承销商拥有根据簿记信息进行分配的权利。(3)投资者不同。在固定价格公开发售和拍卖机制下,参与并获得IPO的可以是一般投资者,但是在簿记方法下,获得IPO的大多是机构投资者,且往往是承销商的老主顾。(4)定价时机的确定。尽管和固定价格方法相同,簿记方法的价格也是由承销商最终确定,但其定价时机往往在正式发售之前,将时间差尽量缩短。

尽管路演、预订单和簿记机制是簿记方法中最引人瞩目的特征,但事实上,Ann E. Sherman在2001年的分析表明,承销商拥有的自由分配股份的权利才是簿记方法的本质和区别之所在。在拍卖或是公开发售系统之下,承销商也同样可以自由地进行路演和咨询投资者意向。只有在簿记方法下,由于拥有根据信息进行分配的权利,承销商才能给予投资者足够的激励去正确报告他们所获得的信息,从而才使得“簿记”及其作用的发挥成为可能。

除了以上三种发售机制,在一些国家,对于IPO的定价和分配,还(曾经)存在一些政府的而非来自市场的制度约束,对IPO的发行和销售产生了不同然而却是巨大的影响,这主要存在于一些新兴市场国家里。

国际IPO发售机制的趋势和融合

目前国际IPO机制的国际趋势和全球融合主要体现在以下几个方面:美国簿记方法的推广使用和融合、公开

发售方法的普遍性降低、对拍卖方法的争议、混合发售方法的上升以及最新的DPO(Direct Public Offerings,直接公开发行)和NET IPOs(网上首次公开发行)的出现。

一、三种IPO发售方法的变迁趋势

20世纪90年代以来,IPO机制方面最重要的趋势就是簿记方法地位的上升。80年代以前,簿记方法主要在北美使用,到90年代末,它已经成为欧洲、亚洲和拉丁美洲所使用的主要方法,至少对于大的发行项目来说是如此。目前以簿记作为主要方法或者日益欢迎这种方法的国家(地区)包括美、加、英、德、法、意、奥、匈、葡、西、瑞士和北欧的芬兰、荷兰、挪威、瑞典,亚洲的日本、香港、韩国、菲律宾、澳洲的澳、新,以及南美洲的阿根廷、巴西、智利和秘鲁等国,几乎占据了世界主要的经济发达国家(地区)和新兴市场国家(地区)。³同时,在具体方法上,大多数国家的簿记发售方法出现了日益向美式簿记方法融合的现象,路演、簿记和对机构投资者及老主顾的倾斜在国际市场上越来越常见。

与此同时,原先非常常见的固定价格公开发售方法开始变得不是那么普及,尤其是在发行量较大的项目和较大、较活跃的市场中,簿记方法正在取而代之。但是在较小的主要面对个人投资者的国家,这种方法仍然很受欢迎,其普遍性仍然还很高,不会那么快消失。从国家来看,亚洲、南美、非洲和欧洲的部分国家仍然在使用这一方法。

对拍卖方法的使用则出现了一些矛盾的地方。尽管拍卖机制在许多金

融工具的发行中应用十分广泛,其中主要是政府债券,但在IPO当中它们却并不多见,主要在欧洲的英、法、意、葡、瑞典和亚洲的日本、新加坡和台湾等国家(地区)曾经使用过;而且在簿记方法引入前后,大部分国家都自愿放弃了拍卖方法。在那些仍然常常使用拍卖方法的少数几个地区(如台湾、以色列)里,都或多或少存在着对簿记方法的限制。然而,近年来在一些国家,拍卖方法似乎又有上升的趋势,多种拍卖的改进机制被用在IPO发售的过程中,并被认为是最优的发售机制。

二、对上述趋势的分析和评价

对于上述的变迁和融合,人们一般认为,由于发行价格在市场信息的收集之前确定,且承销商无法给予投资者发掘相关信息的激励,固定价格公开发售方法确实在效率上逊于另外两种方法,但比较适合市场容量较小、个人投资者比重较大的国家或发行量比较小的项目,比较符合“公平原则”,并且具有低成本优势。同时,簿记方法的上升和拍卖方法的衰弱,却是颇具争议的一个问题。簿记方法的推广和向美式簿记方法的融合,最初是得益于全球范围内的私有化浪潮和经济金融全球化趋势。在这个过程中,大多数国家的国内资本都无法满足大量私有化的需要,IPO的国际推销和国外上市日益普及;同时,经济金融的一体化也要求资本筹集和流通的全球化。在这样的背景下,各国的发行者和承销商需要熟悉和了解国外IPO的发行机制,原先各自分裂的IPO发售机制需要走向统一。由于美国经济的发达和资本市场的大容量,以

及美国投资银行在国际市场上的重要地位,大量的国际IPO中都有美国投资银行的身影,大量资本主要来源于美国市场。这样,美国的簿记方法自然逐渐成为默认的IPO机制,取代各国原先的发售方法,在世界范围内广为采用。

在这个趋势中,美式簿记方法的推广究竟是源于该机制的效率和优越性,还是仅仅由于美国资本市场的强大和美国投资银行的重要地位?簿记方法和拍卖方法究竟孰优孰劣?这些问题至今仍争论不休。批评者认为,在美式簿记中,承销商拥有分配股份的极大权利,大大倾斜于机构投资者,而个人投资者却不得其门而入,IPO实际上是一个由主承销商控制的“黑箱”。《华尔街日报》等媒体更爆出许多承销商曾以分配IPO为条件,要求机构投资者在二级市场上购买股票,或是支付过高的交易佣金的丑闻。这意味着在发行人—承销商的委托代理关系中,承销商的行为可能是以自身利益而非发行人利益最大化为根本取向。同时,承销商收费太高也是批评的要点之一。相应的,不少人认为,拍卖作为市场化程度最高的一种发行机制,其透明度和不易产生腐败决定了它才应当是IPO发售制度发展的最终趋势,实证研究也表明拍卖方法下的抑价程度是最低的(见表1)。

然而,美式簿记方法的支持者进行了大量理论模型和实证分析,试图证明美式簿记才是最优的IPO机制。他们认为,由于评估IPO价值相对困难,在统一价格拍卖下容易引发“免费搭车”行为:在统一价格拍卖中,出一个很高的价格多少意味着在市场出清

价上获得股票分配是有保证的。一些“免费搭车者”可能不是大问题,但是太多的人采用这种策略就可能造成超额认购和严重溢价,从而扭曲定价过程。如果采用差别价格拍卖,则可能发生“赢者的诅咒”⁴问题而导致投资者减少他们的出价。而在簿记制度下,由于承销商拥有分配股份的灵活权利,承销商可以根据发行者的需要诱发最优的信息收集数量,将市场准入限制在一组老主顾身上,通过分配股份防止一定的投资者在抑价最大的一些IPO中得到过多的收益,从而控制“赢者的诅咒”问题;同时承销商要求投资者必须对每一个发行项目进行独立评估才给予分配股份,从而拒绝那些想要“免费搭车”的投资者。这样,簿记方法就可以降低发行人和投资者的风险,实现IPO准确定价,同时与投资者建立起长期稳定的业务关系。

Ljungqvist, Jenkinson和Helm对1992-1999年65个国家的IPO实证分析表明,尽管收费偏高,但簿记方法的推广对全球范围内IPO市场的效率确实起到了推动的作用,簿记方法抑价较高的原因可能在于发行者和承销商往往对那些定价困难从而不得不实行较大抑价的IPO使用簿记方法,从而提高了簿记方法的抑价。但是,他们的实证研究同样也表明,在美国投资银行介入或是美国市场为主要发行市场时,簿记方法的上述优势才更加明显。这一点似乎又支持了簿记方法的反对者们的观点:美式簿记方法的推广并非源于该机制的效率和优越性,而是由于美国资本市场的强大和美国投资银行的重要地位。

表2 我国IPO发售机制的变迁

1996年以前	固定价格公开发售方法	(1)严格的市盈率行政定价,抑价程度极高,监管机构而非承销商或发行人为新股发行的主导力量 (2)采取抽签、全额预缴款、上网定价等方式解决超额认购问题
1996年	试行网上竞价方法	市场化的统一价格拍卖方法,由于抑价程度过低无法保证股票发行的成功
1999—2000年	法人配售与上网定价发行相结合	(1)簿记和固定价格公开发售的混合机制 (2)放宽与淡化市盈率限制,给定价格区间,通过路演和向机构投资者询价,最终由主承销商和发行人协商确定发行价格,最终价格往往为区间上限价 (3)法人配售部分的股份分配根据回拨机制和机构投资者投标情况进行,但存在配售权黑箱交易现象
2001年	上网定价方法	承销商和发行人自主确定发行价格,市盈率高
2001—2002年	在询价区间内网上(或加上网下)累计投标询价	(1)不完全和变形的统一价格拍卖方式 (2)最终价格都为询价区间上限价

三、混合发售方法的普遍使用

由于各种机制各有优点和难分优劣,许多国家(地区)开始针对各自特点实行混合发售方法,其中有拍卖/公开发售混合、拍卖/簿记混合等,但目前最普遍的是簿记和公开发售的混合,香港⁵是这种方法的典型。在这种混合机制中,簿记往往被用来定价,并向机构投资者和海外投资者分配股票,而公开发售则用于区内投资者,他们往往不参加定价过程。尽管一些学者认为这种混合方法无论在成本还是抑价程度方面都高于纯簿记方法,但是一般观点仍然认为混合发售既发挥了机构投资者对最终定价的影响,又保护了个人投资者介入收益甚高的IPO过程的权益,特别适合正在走向成熟或开放的新兴市场使用,对于国际化程度日渐提高,机构投资者日益增加,同时本地个人投资者比重仍较大的市场来说,是最好的发售方法。事实上,这种混合发售方法甚至在美国也得到了推广。

四、NET IPOs和DPO的兴起

IPO领域出现的新机制是通过互联

网出售IPO。以1996年“BabyBerkies”首先通过互联网发布招股信息为标志,NET IPOs开始发展起来,尤其以美国为最。NET IPOs主要有两种形式:以Wit Capital为代表的IPO在线电子经纪和以W.R.Hambrecht为代表的IPO互联网承销商。前者并未改变美国簿记方法的标准过程,Wit Capital以买者的身份参与到传统的IPO定价和分配程序中去,之后在互联网上采用“先到先买”的原则将IPO再进一步出售给他们的客户。而W.R.Hambrecht采用的是通过互联网以封闭出价、统一价格、“肮脏拍卖”的方式出售IPO,整个过程接近于统一价格拍卖。一般而言,通过这种网上拍卖出售的IPO 主要都是小公司,投资者则主要包括那些无法进入大型的以簿记方法出售的IPO的中小投资者。因此,迄今为止,尽管当初出现的时候呼声甚高,业界人士一般认为NET IPOs并未形成对传统IPO制度的变革而仅仅是一种补充形式。但同时也有不少人正在探索改进网上拍卖方式,使之可以代替簿记方式,成为最优和最透明的IPO

机制。

另一种新的IPO机制是由发行公司自身直接(主要通过互联网)出售IPO,无需投资银行的介入。但由于这种方式对公司自身的信誉、知名度和公司管理人员操作能力的要求甚高,不少希望实现DPO的公司都由于无法达到最低筹资额而宣告失败。

总之,从目前发展趋势来看,尽管存在争议,但各国(地区)IPO制度向美式簿记方式的融合基本已经成为一个世界性的趋势,同时拍卖方法也有进一步发展的空间。一国(地区)的证券市场要实现向全球的扩展,必须适应和接受美式簿记方法,这一点已经是毋庸置疑的了。

我国IPO机制及政策建议

一、我国IPO机制的发展

我国的IPO发售机制经历了各个阶段的变迁(见表2)。从表2可以看出,我国实际上一直在尝试寻求一种比固定价格更为市场化的IPO发售机制,但却遭遇了市场化和市场本身不完善的矛盾。正如我们前文所说,簿记方法下的路演和询价同样可以在固定价格方法和拍卖方法中实现,而簿记方法的真正本质在于承销商所拥有的对IPO定价和分配的极大权利,因此簿记方法的使用对一国证券市场监管、承销商竞争程度和正确利益取向(即是否将自身利益与发行人的利益结合起来)要求很高,同时它还要求该国的机构投资者也应当相当成熟、发达,能够配合承销商的簿记方法,实现IPO的准确定价和效率发行。我国的这些条件显然都尚不成熟和充分。

同时,作为一个对承销商的依赖

程度最低和透明度最高的发售机制，拍卖方法同时却对一国证券市场的市场化程度要求较高。我国的证券市场至今仍然是一个投机和不理性的市场，这样，引入拍卖方法必然会引发“免费搭车”行为，即投标时报出可能的最高价，等待上市之后立刻抛售或再次炒作，IPO理性发行仍然难以实现。在这样的背景下，在究竟是寻求IPO发行的市场化还是保证IPO发行成功的矛盾中，我国的IPO发售机制自然步入了徘徊和尴尬变形的境地。

二、对我国IPO机制进一步发展的建议

1. 证券市场的规范和成熟与IPO机制的发展

证券市场自身的规范成熟是市场化的IPO机制得以发挥作用的根本。市场不完善，再有效的机制也无法发挥作用。因此，我国的IPO机制要获得进一步的发展，必须首先寻求整个市场的进步和效率。

2. 多元化的发行机制

1. 所谓英式拍卖方法是指在拍卖时喊出一个最低价，然后价格不断上升，直到有人购买，之后下一轮拍卖再开始直到全部商品售完。

2. 在以色列，第一阶段竞价由机构投资者进行，他们的投标将予以公布且不能收回。之后第二阶段即包括个人投资者的一般拍卖开始，机构投资者可以继续申报，但只能以不低于第一阶段报价的价格进行。他们在这两个阶段中的申报将结合起来。在以色列的两阶段竞价中，最终的中标价格只有一个，但在同样中标的前提

面对目前新老游戏规则交替的特殊情形，笔者以为，在对违规行为严惩的前提下，可以给予承销商和发行人更多的灵活性，自主选择合适的IPO发售机制，最优机制将在优胜劣汰中自然产生，或者是针对不同的市场状况、公司情形和承销商背景将有不同的操作方法。

同时，可以考虑引进差别价格拍卖和“肮脏拍卖”，作为备选机制和补充机制之一。尽管差别价格与我国规定的“同股同权同利”看似有所冲突，但投资者根据自己意愿出价，实际上更符合市场原则和效用原理。在我国如此之高的超额认购下，“赢者的诅咒”将大大削弱，差别价格拍卖是可以考虑引进的方法之一。“肮脏拍卖”则通过人为给出抑价空间，可以避免一、二级市场差价过低而导致IPO无法成功，同样可行。

3. 引入辅助机制

与IPO效率紧密相关的是发行后市场表现(Aftermarket Performance)，抑价

程度过高或是发行时恶意抬高价格导致二级市场价格下跌，都会加大IPO风险，降低效率。

我们可以引入绿鞋机制、光脚鞋机制(Naked Short)和惩罚性的支持方式(Penalty Price Support)等实现对风险的调整。绿鞋机制即发行公司许可承销商在既定的发行规模之外再预先超额发行或配售一定比例的股票，在IPO上市交易之后根据价格情形补充发行或从市场上购回相应比例的股票进行分配，目前我国已有相应的“征求意见稿”，值得推广；而光脚鞋机制中的超额发行则与发行人无关，承销商的股票仅仅来源于二级市场；惩罚性的支持方式则针对一级市场持广大户的抛售行为进行，出售股票给这些大户的分销商将受到经济惩罚。这些机制都有利于稳定价格，减少IPO发行的风险，对高抑价或是发行价格过高都有抑制的作用，可以作为辅助机制，帮助推动我国IPO发售机制的市场化进程。

注释

下，第一阶段的申购将有购买的优先权。而新加坡的两阶段竞价则体现出另一种形式，第一阶段是对一部分新股的固定价格公开发售，第二阶段才进入剩余股份的统一价格拍卖阶段，第一阶段的固定价格为拍卖的发行底价。

3. 数据收集参见Ann E. Sherman, "Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions", University of Notre Dame, working paper, 2001.

4. 拥有信息者由于出价准确，可以在好的IPO中获得股份，而对不好的IPO敬而远之；而不知信息的投资者则无法在好的IPO中获得股份，他们所能获得的IPO必然是拥有信息者不要的股份。这样，不知信息者将倾向于不再出价和购买IPO。这就是IPO中“赢者的诅咒”，最早由Rock在1986年提出。

5. 香港于1994年11月发表《关于招股机制的联合政策声明》，从1995年开始，大型的发行项目基本实行簿记和固定价格公开发售的混合招股机制。

参考文献

1. Ann E. Sherman, "Global Trends in IPO Methods: Book Building vs. Auctions", University of Notre Dame, working paper, 2001.

2. Alexander P. Ljungqvist, Tim Jenkinson, William J. Wilhelm, Jr., "Global Integration in Primary

Equity Markets: The Role of U.S. Banks and U.S. Investors", Forthcoming in Review of Financial Studies, September, 2001.

3. Jay R. Ritter, "Initial Public Offerings", Contemporary Finance

Digest Vol.2, No.1 (Spring 1998),

4. Tim Loughran, Jay R. Ritter and Kristian Rydqvist, "Initial Public Offerings: International Insights", Pacific-Basin Finance Journal 2 (1994) 165-199.

5. 朱生球：《世界主要证券市场新股发行定价方式比较研究》，国泰君安。