

推荐类询价机构友情报价了吗?

——基于新股询价制度第二阶段改革的研究

彭文平 刘健强*

摘要: 新股询价制度第二阶段改革允许承销商自主推荐机构投资者参与询价,冀图通过引入推荐类询价机构,为新股正确定价,解决IPO“三高”问题。本文利用2010年10月新股询价制度第二阶段改革到2012年底询价机构在中小板、创业板的询价数据,实证研究推荐类询价机构在IPO询价配售中的行为。研究发现,推荐类机构作为承销商的“托”,为承销商承销的IPO,特别是询价机构较少的低抑价IPO提供友情报价,导致新股高价发行。被承销商累计推荐次数越多,友情报价问题越严重;并且存在只参与某个承销商承销的IPO询价的“御用询价机构”。这与改革意图相违背。但券商声誉机制有助于克服友情报价问题。

关键词: IPO;推荐类询价机构;友情报价

一、引言

2005年起我国IPO实行询价配售制度,但是在实践中诸如高抑价、高发行价、高市盈率等现象层出不穷。其中一个重要原因就是询价机构并没有起到为新股合理定价的作用。询价机构在询价中或者有意压低报价(袁渊、张雅婕,2011;刘志远等,2011),或者相互竞争抬高价格(俞红海等,2013),而市场也传闻询价机构在询价过程中“帮忙报价”、“友情报价”。^①为此,证监会在2012年发布了《关于加强新股询价申购管理有关问题通知》,要求询价机构“不得受人请托进行报价,不得进行非理性报价”。

在2010年10月前,IPO询价配售对象限定为基金、券商等六类机构投资者。2010年10月证监会对新股发行制度进行改革,扩大询价对象范围,允许承销商自主推荐询价机构参与询价。本次改革冀图通过引入推荐类机构,为新股正确定价,解决高发行价、高抑价率等问题。推荐类机构主要包括私募、创投(风投)、民营企业、地方融资平台等。在2010年10月至2012年底,参与A股市场IPO询价的机构共有484家,其中推荐类机构257家,占比高达

*彭文平,华南师范大学华南市场经济研究中心,邮政编码:510006,电子信箱:peng-wenping@163.com;刘健强,华南师范大学经济与管理学院,邮政编码:510006,电子信箱:diligent1987@126.com。

本文系国家社科基金项目“基金家族利益输送问题研究”(项目编号:14FJL002)、广东省自然科学基金项目“基金管理结构对投资行为、激励机制的影响机理及效应研究”(项目编号:2014A030313372)、广东省学科建设项目“开放式基金管理结构与经理激励效应研究”(项目编号:2013WYXM0013)、广州市哲学社会科学“十二五”规划项目“基于互联网金融的广州小微企业融资模式创新研究”(项目编号:15G21)的阶段性成果。本文感谢编辑部与匿名审稿人富有建设性的修改建议,当然,文责自负。

①参见 <http://finance.sina.com.cn/money/fund/20120112/173411189463.shtml>。

53%。所以,改革后推荐类机构在IPO询价中已经占有重要地位,那么它们是否如证监会所期望的能够杜绝友情报价,为新股正确定价?本文通过比较推荐类机构与其他询价机构的询价行为差异,实证研究推荐类机构在IPO询价中所扮演的角色及发挥的作用。本文的贡献在于:(1)首次研究了推荐类机构的询价申购行为,发现某些推荐类机构会与承销商合谋友情报价,推高发行价;(2)发现承销商声誉可以约束友情报价行为;(3)提出未来赋予承销商自主配售权时不宜一刀切,宜先选择高声誉的承销商试点。

二、文献综述

国外文献主要从信息激励角度考察IPO询价中承销商与机构投资者的关系。询价制(Bookbuilding)理论认为询价制度实际上是一种信息收集机制,承销商利用机构投资者的信息优势,最大限度地从机构投资者的报价中发掘新股需求信息,合理确定价格,提高定价效率(Benveniste and Spindt, 1989)。承销商一般通过“抑价发行”和“自主配售权”鼓励询价机构显示真实信息。抑价发行使得获配新股的询价机构可以获得可观的打新收益,同时承销商可以凭借其拥有的新股自主配售权,将高抑价的新股更多地配售给那些报高价的询价机构(Benveniste and Wilhelm, 1990),从而激励询价机构显示真实信息。Hanley 和 Wilhelm (1995)、Cornelli 和 Goldreich (2001)等的实证研究都支持了询价制理论。

研究发现承销商和询价机构在询价中可能存在利益共谋的问题。Benveniste 和 Wilhelm (1990)、Sherman (2000)以及 Benveniste 等 (2002)认为,询价机构为了获得高抑价的新股资源倾向于和承销商保持长期合作关系,承销商则会利用自主配售权给予长期合谋者以更多的优惠。Jenkinson 和 Jones (2009)发现询价机构与主承销商之间的经纪业务关系是影响IPO配售的最重要的因素,并证实了主承销商会配售更多的IPO给与其存在经纪业务关系的询价机构。Binay 等 (2007)发现在IPO配售过程中,承销商更偏爱与其存在合作关系的长线投资的机构投资者。Jenkinson 和 Jones (2004)的实证研究也同样表明承销商在IPO配售时更青睐长期投资者。

国内学者普遍认为询价机构在第二阶段改革前的询价过程中存在压价行为。袁渊和张雅婕 (2011)发现机构投资者倾向于在初步询价阶段压低报价,在累计投标询价阶段以价格区间上限报价。刘善存等 (2013)发现机构投资者串谋行为是IPO抑价程度加深的成因之一。刘志远等 (2011)发现询价机构相互合谋共同压低报价,从而造成了新股高抑价率。然而,俞红海等 (2013)发现第二阶段改革后,询价机构之间不再串谋压低报价,而是为了获得新股配售资格而普遍报高价,导致“三高”问题。彭文平 (2013)发现,公募基金为承销商承销新股当“托”,在询价中报出较高的价格,并在冷门IPO中积极申购帮助承销商发行新股。邵新建等 (2013)则指出,在缺乏新股配售权的情况下,承销商选择定高价来实现其自身利益,券商声誉可抑制这种行为。

综上所述,国内外已经有一些文献研究了基金等询价机构的询价行为及其对新股定价效率的影响,但尚未有文献研究推荐类机构的行为,而这正是本文的研究内容。

三、理论分析与研究假设

(一)理论分析

2005年起我国IPO实行询价配售制度。2009年6月证监会对新股询价配售制度进行

了第一阶段改革,放开了市盈率管制,但 IPO 高抑价问题并没有解决。2010 年 10 月实施第二阶段改革,允许主承销商自主推荐机构投资者参与网下询价和配售。此轮改革后,IPO 高抑价一定程度上得到抑制,但又出现中小板及创业板 IPO“三高”现象。2012 年 4 月改革进入第三阶段,允许主承销商推荐个人投资者参与网下询价,并对新股发行市盈率参照行业市盈率加以管制。询价制这种在欧美股票市场上有效率的定价制度,在中国实施过程中却产生了一系列问题。本文认为问题的产生与询价制度的中国特色紧密相关。

第一,承销商缺乏询价对象选择权和自主配售权,难以激励询价机构显示真实信息。在 2010 年 10 月前,IPO 询价配售的对象限定为基金、券商等六类机构。与国际市场相比,可参与询价的种类和数量都有限。而且任何具备资格的机构都能参加询价。这样,承销商就失去了询价机构的选择权,不能发挥选择优质投资者的市场功能。同时所有提供有效报价的询价机构都可以“入围”参与新股配售,按照申购数量同比例或者摇号配售方式获配新股,承销商并没有自主配售权,无法激励询价机构提供真实报价。

第二,“价高者入围”使得询价机构有意报高价。在新股发行定价中,机构为了“入围”获得参与新股配售的资格,有动机报出相对其他机构更高的报价,因为只有高于其他机构报价中的较高者才有较大概率“入围”获配新股。当所有参与询价的机构采取类似的报价策略时,就会推高新股发行价。

第三,报价缺乏约束力使得友情报价成为可能。不管报价高低,只要报价在发行价格之上就是有效报价,就有资格按照统一的发行价获配新股,获配新股的数量只取决于申购数量,与报价高低无关。所以报高价可以“入围”获得配售资格而又不需要以高价来认购,报价缺乏约束力。如果询价机构报出“友情”高价但同时少申购,则既可以帮助承销商推高新股发行价,又不会给自己带来损失。因而在询价配售实践中,询价机构非理性报价、“友情报价”频频发生。

2010 年 10 月第二阶段的改革,允许主承销商自主推荐一定数量机构投资者参与网下询价配售。那么在没有赋予承销商自主配售权的情况下,仅仅允许承销商推荐部分询价机构能否真的如制度设计者期望的那样防止“友情报价”,使新股定价趋于合理?

(二) 研究假设

1. 友情报价。在第二阶段改革后“价高者入围”的询价配售模式下,询价机构具有报高价的特征。因为报低价者会失去配售资格,报高价者既可入围获得配售资格又不用承担与其所报高价相对应的风险,且报价越高入围概率越大;因此,在参与 IPO 配售有利可图的情况下,询价对象有报高价的动机(俞红海等,2013)。周孝华等(2013)发现,询价机构的报价行为与新股抑价高低有关。当询价机构估计新股抑价较高时,询价机构会倾向于选择报高价。选择报高价的询价机构越多,新股定价也会越高。当询价机构估计新股抑价较低时,询价机构会倾向于选择报低价,或者不参与询价。选择报低价的询价机构越多,新股定价也会越低,不参与询价的机构足够多时会导致新股由于询价机构不足而中止发行。

证监会对推荐类机构提出了最低注册资本、专业技能等八项条件。其中之一是与承销商存在“业务战略关系”,这种密切的关系可能使推荐类机构成为“友情报价者”。原因是:第一,与其他六类机构的询价配售资格不同,推荐类机构须由承销商推荐。按照规定,承销商可以根据自己的需要设置推荐标准,建立公司内部的推荐类机构名单到证监会备案。在

具体 IPO 发行中,承销商再从名单中挑选符合自己需要的询价机构参与询价配售。而且,即使是备案的推荐类机构仍可能被剥夺询价资格。例如 2011 年 4 月,40 家推荐类机构遭除名。询价资格被剥夺的主要原因是承销商认为推荐类机构积极性不高或者在询价过程中“不按规矩出牌”。^① 第二,中国 IPO 整体上存在远高于其他国家的抑价率,参与新股询价配售能获得可观的收益,因此,推荐类机构为了获得新股的询价配售资格会尽可能地迎合承销商的需要“友情报价”。

新股发行价格越高,承销费收入就越多,所以承销商会致力推高新股发行价。对于抑价率高的热门新股,询价机构为入围获得配售资格会自动推高发行价,无需推荐类机构“友情报价”。但对于抑价率低的冷门新股,机构投资者要么拒绝参与询价,要么在询价中报低价,所以这时就需要推荐类机构参与询价并报友情高价以使 IPO 成功并以高价发行。因此,对于预期抑价率高的新股,推荐类机构会和其他询价机构一样高报价,以图“入围”参与高抑价的新股配售,高报价多申购是最佳决策。对于预期抑价率低的新股,推荐类机构可以报友情高价以获得承销商的继续推荐,同时减少申购数量以降低获配破发新股的风险。基于以上分析,提出第一个假设:

假设 H1:作为友情报价者,推荐类机构在低抑价 IPO 询价中友情报价,但在高抑价 IPO 询价中不会友情报价。

2. 承销商声誉与友情报价。在目前承销收入与募集资金总额直接挂钩的情况下,承销商很可能为了承销收入最大化迫使其所推荐的询价机构友情报价。已有研究发现,声誉机制对承销商具有较强的自我约束能力,那么券商的声誉机制能否对友情报价行为产生抑制作用呢? 国外的研究基本都支持承销商声誉能约束其行为 (Beatty et al., 1998; Carter and Manaster, 1990)。国内的研究则结论不一。早期的研究大多发现我国承销商声誉机制不起作用。如:刘江会等(2005)研究了 1991-2003 年上市的新股,发现承销商声誉与 IPO 企业质量之间正相关的关系在我国被扭曲。蒋顺才等(2006)、郭泓和赵震宇(2006)的研究发现承销商声誉与 IPO 抑价率不存在显著相关关系,声誉作用在我国市场中没有得到支持。但是近期的研究越来越多地发现承销商声誉机制在逐步发挥作用。徐浩萍和罗炜(2007)发现声誉高的投资银行可以显著降低 IPO 发行抑价。潘越等(2011)研究发现承销商声誉能有效约束承销商利用分析师的报告进行托市的利益冲突行为。张亦春和洪图(2012)对中国 IPO 市场中承销商声誉文献做了梳理,发现早期承销商声誉机制不起作用,但 2007 年后的研究开始发现承销商声誉发挥“认证作用”。邵新建等(2013)发现承销商声誉能够在一定程度上抑制承销商拔高发行价的行为。因此,为了检验声誉机制能否抑制推荐机构的友情报价行为,本文提出两个备择假设:

假设 H2A:承销商声誉越高,其所推荐的询价机构越不可能在 IPO 中友情报价。

假设 H2B:声誉机制并不能够约束友情报价行为,高声誉券商承销的 IPO 友情报价行为并不显著低于低声誉券商承销的 IPO。

3. 推荐类机构与友情报价。2011 年 4 月,40 家推荐类机构的询价资格被剔除,究其原因:一是推荐的保荐机构要求变更,这主要是由于承销商认为其所推荐的询价机构询价积极性不高或在询价过程中“不按规矩出牌”;二是询价机构自己要求退出,但这种情况十分鲜

^①<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20110413/03509679025.shtml>。

见。这说明了承销商可以利用其推荐权,将“不按规矩出牌”的推荐类机构剔除。所以,在与承销商的长期博弈中生存下来的推荐类机构,应该是能够“按规矩出牌”协助承销商发行新股的机构投资者。由此可以推导出,推荐类机构被某一承销商累计推荐的次数越多,那么该机构为该承销商承销的 IPO 友情报价的可能性就会越高。鉴于以上分析,本文提出如下假设:

假设 H3:被某一承销商累计推荐次数越多的推荐类机构,友情报价问题越严重。

在本文样本期间,推荐类机构高达 257 家,但是有 157 家推荐类机构只由某一家承销商推荐,且只参与该承销商承销的 IPO 询价,成为该承销商的“御用询价机构”。为什么这些推荐类机构只由一家承销商推荐?是不是因为承销商与这些推荐类机构存在特殊关系,并利用这种特殊关系,使其成为御用询价机构,为 IPO 高价发行提供友情报价?基于以上分析,对于只参与某一特定承销商承销的 IPO 询价的推荐类机构,本文提出如下假设:

假设 H4:只参与某一特定承销商承销 IPO 询价的推荐类机构是“御用”友情报价者,在低抑价 IPO 询价时提供友情报价。

四、研究设计

(一) 样本选择

本文样本为新股询价制度第二阶段改革开始的 2010 年 10 月到 2012 年底的中小板和创业板 IPO。剔除缺失样本后,共有 410 个 IPO,38 688 份机构询价数据(观察值)。数据来自同花顺、国泰安和万德数据库。为了反映机构投资者在高、低抑价 IPO 中的报价申购行为的差异,本文以样本期间 IPO 首日回报率均值 25%为基准,以均值(-5%、+5%)为标准,将高于均值五个百分点的 IPO 定义为高抑价 IPO,低于均值五个百分点的 IPO 定义为低抑价 IPO,高、低抑价 IPO 分别有 125、227 个,观测值分别为 14 575、18 340 个。

(二) 模型及变量

为了检验本文提出的假设,构造以下计量模型:

模型 I:

$$bid_friendly = \alpha_0 + \alpha_1 recom + \alpha_2 reputation + \alpha_3 (recom \times reputation) + \alpha_4 controls + \mu \quad (1)$$

模型 II:

$$bid_friendly = \beta_0 + \beta_1 recom_times + \beta_2 friendly + \beta_3 controls + \varepsilon \quad (2)$$

模型 I 在全样本下分析推荐类机构友情报价行为以及券商声誉机制的作用,检验假设 1 和 2。模型 II 在推荐类样本下考察被承销商多次推荐以及只被特定承销商推荐的推荐类机构的友情报价情况,用于检验假设 3 和 4。

1.被解释变量友情报价($bid_friendly$)是超报率与申购深度之比。超报率(bid_exceed)是询价机构的报价超出发行价的比例,计算公式为:(机构申报价格/发行价格)-1。申购深度(bid_rate)是指申购数量与网下申购上限之比,反映询价机构的申购意图。

根据前面的分析,友情报价的显著特征是报高价,但并不是所有的高报价都是友情报价。推荐类机构报高价的原因有两种:(1)确实看好新股上市后的收益,因而报高价以提高入围获配新股的概率。同时积极申购,申购数量应尽可能接近申购上限。(2)不看好新股的情况下友情报价。在这种情况下,询价机构虽然报高价,但尽量少申购,以减少获配破发新股带来的损失。如果报高价同时大量申购,并不是友情报价;而如果报高价的同时不申购或

少申购,则是一种典型的友情报价行为。^① 所以,衡量友情报价行为必须把报价与申购数量相结合。本文设计的 *bid_friendly* 变量同时考虑了超报率与申购深度,相对于现有研究只考虑报价不考虑申购数量的做法更准确。*bid_friendly* 越高说明询价机构在高报价的同时消极申购,友情报价越严重。

2.解释变量。(1)*recom* 为推荐类机构哑变量。若为推荐类机构取 1,否则取 0。若该变量在申购预期收益低的低抑价 IPO 中显著为正,说明推荐类机构为券商承销的低抑价 IPO 提供友情报价,从而验证假说 H1。(2)(*recom*×*reputation*) 为推荐类机构与承销商声誉哑变量的交互项。该变量若在低抑价样本中显著为负,说明声誉机制能有效约束友情报价行为,假设 2A 成立;否则假设 2B 成立。(3)*recom_times* 为推荐类机构被当前 IPO 的主承销商累计推荐次数的对数。若该变量显著为正,说明随着机构累计推荐的次数的增加,友情报价问题越严重,假说 3 成立。(4)*friendly* 为哑变量,只参与某个承销商承销的 IPO 询价的推荐类机构取值为 1,否则取 0。若该变量在低抑价的 IPO 中显著为正,说明券商存在御用询价机构,假说 4 成立。

3.控制变量。(1)发行市盈率 *ipo_pe*、年龄 *lnage*、发行前一年度的每股净利 *nsps*,用于控制公司基本面的影响;(2)IPO 募资额的自然对数 *lnproceeds*,控制 IPO 规模的影响;(3)参与询价机构数量的自然对数 *lnenqu_amount*、发行前三个月上证指数的回报率 *market* (蒋顺才等,2006),分别用来控制询价氛围和市场氛围的影响(俞红海等,2013);(4)承销商声誉哑变量 *reputation*。本文参考 Megginson 和 Weiss(1991)的做法,根据券商每年营业收入从高到低进行排序,将前十名的券商定义为高声誉券商,赋值为 1,其他赋值为 0,每年重新排序;(5)机构报价的离散程度 *coe_var*,它等于机构报价的标准差除以报价均值。离散程度越低,询价机构对新股价格的预测越一致,说明新股价格预测相对更容易。在这种情况下,若推荐类的报价异常的高,则说明这种高报价并不是预测错误的结果而可能是有意为之。(6)政策哑变量 *policy*,2012 年 4 月 28 日询价制度第三阶段改革之前取 0,其后取 1,用来控制第三阶段改革的影响。

五、实证分析

(一)描述性统计

主要变量的描述性统计如表 1 所示。(1)全样本中,*bid_exceed* 的均值为-0.059,中位数为-0.053,整体上看询价机构的报价约是发行价的 0.941 倍,说明询价机构的报价偏离发行价格的程度较少。但是不同询价机构在不同 IPO 中的报价存在显著差异。该变量最大值为 1.845,报价约为发行价的 3 倍,最小值为-0.828,报价不到发行价的 0.2 倍。推荐类机构的超报率均值为-0.055,中位数为-0.05,报价均值与其他机构相接近。(2)全样本中,*bid_rate* 的均值为 58.9%,中位数为 50%,但推荐类机构的申购深度只有 46.7%,且中位数只有 25%,一半的推荐类机构申购的数量不足申购上限的 25%,说明推荐类机构申购较少,报价意图可能是不真实的。综合(1)、(2)两点可知,推荐类机构的报价接近发行价,但同时申购深度却少于其他询价机构,高报的同时少申购,可能存在友情报价。

^①2009 年 2 月 8 日,中国证券业协会处罚了 36 家询价机构的友情报价行为。处罚的依据就是这些询价机构报价高于发行价但零申购。参见《21 世纪经济报道》,2009-02-11,第 12 版。

(3)在本文样本期间有61%的推荐类机构只由某一家承销商推荐,且只参与该承销商承销的IPO询价,变量*friendly*的均值为14.5%,说明尽管这些御用询价机构在推荐类机构中占较大比例,但是参与IPO询价的次数较少,券商并不是经常动用这些“御用询价机构”。

表 1 主要变量的描述性统计

样本	变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
全样本 (模型 I)	<i>bid_exceed</i>	38 688	-0.059	-0.053	0.168	-0.828	1.845
	<i>bid_rate</i>	38 688	0.589	0.500	0.370	0.020	1.000
	<i>bid_friendly</i>	38 688	-0.238	-0.087	1.258	-13.575	62.728
	<i>recom</i>	38 688	0.051	0	0.220	0	1
	<i>recom</i> × <i>reputation</i>	38 688	0.028	0	0.166	0	1
推荐类样本 (模型 II)	<i>bid_exceed</i>	1 968	-0.055	-0.050	0.186	-0.828	1.418
	<i>bid_rate</i>	1 968	0.467	0.250	0.382	0.020	1
	<i>bid_friendly</i>	1 968	-0.309	-0.091	2.816	-12.593	46.607
	<i>recom_times</i>	1 968	1.711	1.792	1.127	0	3.951
	<i>friendly</i>	1 968	0.145	0	0.352	0	1

为了进一步考察推荐类机构与其他六类机构的报价申购行为的差异,本文分不同样本对关键变量做了描述性统计,如表2所示。在低抑价IPO中,推荐类机构的超报率均值为-0.053,报价为发行价的94.7%,高于非推荐类机构的92.5%,中位数为-0.052,说明大部分推荐类机构的报价高于发行价94.8%。但申购深度的均值和中位数分别为0.439和0.25,有50%的推荐类机构申购数量不足网下申购上限的25%。同时*bid_friendly*的均值和中位数也高于其他机构,这说明了推荐类机构在低抑价IPO中存在友情报价。在高抑价IPO中,非推荐类机构的报价均值是发行价的0.971倍,相比之下推荐类机构并不存在高报,但与低抑价IPO相比,推荐类机构在高抑价IPO中报价更高,同时积极申购,申购深度均值达到49.6%。显然推荐类机构的报价策略在高低抑价IPO中有所不同,在高抑价IPO中,申购意愿与报价行为相一致,但在低抑价IPO中,报高价同时少申购,存在友情报价的“嫌疑”,这初步论证了假设H1。

表 2 推荐类与非推荐类报价申购行为差异比较

样本	变量	低抑价 IPO			高抑价 IPO		
		观测值	均值	中位数	观测值	均值	中位数
非推荐类样本	<i>bid_exceed</i>	17 269	-0.075	-0.067	13 952	-0.029	-0.027
	<i>bid_rate</i>	17 269	0.575	0.500	13 952	0.617	0.600
	<i>bid_friendly</i>	17 269	-0.328	-0.116	13 952	-0.081	-0.045
推荐类样本	<i>bid_exceed</i>	1 071	-0.053	-0.052	623	-0.049	-0.042
	<i>bid_rate</i>	1 071	0.439	0.250	623	0.496	0.333
	<i>bid_friendly</i>	1 071	-0.229	-0.100	623	-0.390	-0.067

(二)实证结果分析

1.假设 1-2 的实证检验

如表3所示。*recom*的系数在全样本下并不显著,但在低抑价IPO中却显著为正,说明推荐类机构在低抑价IPO中报高价同时消极申购,是一种典型的友情报价。机构报价的离

散程度 *coe_var* 的系数在低抑价 IPO 中显著为负,说明在机构预测错误概率更低的情况下,推荐类的报价反而异常的高,这说明这种高报价并不是预测错误的结果而是有意为之。模型 I 的实证结果验证了假设 1。交互项的系数在全样本以及低抑价 IPO 中都显著为负,说明高声誉承销商推荐的机构与低声誉承销商推荐的机构的报价申购行为存在显著差异,声誉机制能够有效抑制友情报价行为,从而验证了假设 2。这与近期的一些发现承销商声誉起作用的研究(张亦春、洪图,2012;邵新建等,2013)一致。

表 3 假设 1-2 的实证检验结果

变量	全样本(1)	高抑价样本(2)	低抑价样本(3)
<i>recom</i>	0.209 (1.632)	-0.175 *** (-3.195)	0.525 ** (2.210)
<i>reputation</i>	0.001 (0.119)	-0.063 *** (-4.638)	0.032 * (1.653)
<i>recom</i> × <i>reputation</i>	-0.459 *** (-3.342)	-0.128 (-1.269)	-0.778 *** (-3.116)
<i>ipo_pe</i>	-0.004 (-0.130)	-0.245 *** (-6.936)	0.321 *** (8.034)
<i>nsps</i>	0.225 *** (5.900)	0.076 ** (2.173)	0.305 *** (3.193)
<i>lnage</i>	-0.105 *** (-4.706)	0.009 (0.939)	-0.182 *** (-4.060)
<i>lnproceeds</i>	-0.389 *** (-27.085)	-0.314 *** (-17.272)	-0.356 *** (-10.977)
<i>lnenqu_amount</i>	0.444 *** (19.831)	0.812 *** (21.959)	-0.052 (-1.389)
<i>market</i>	0.685 *** (9.249)	-0.272 *** (-3.038)	1.162 *** (8.142)
<i>coe_var</i>	-0.208 (-0.737)	1.492 *** (4.297)	-1.063 ** (-2.377)
<i>policy</i>	-0.290 *** (-16.113)	-0.017 (-0.562)	-0.397 *** (-14.322)
<i>constant</i>	2.399 *** (14.411)	-0.236 (-1.176)	4.065 *** (10.640)
<i>N</i>	38 688	14 575	18 340
<i>R</i> ²	0.041	0.152	0.035

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

2.假设 3-4 的实证检验

表 4 是以推荐类机构为样本按首日抑价率划分高、低抑价的结果。*recom_times* 的系数都显著为正,且在低抑价 IPO 中其系数及显著性水平都高于高抑价 IPO,说明随着推荐类机构被承销商推荐次数的增加,该机构在这一承销商承销的 IPO,特别是低抑价 IPO 中友情报价问题越严重,这些机构的高价只是为了协助承销商顺利发行 IPO,并非真实申购意图的体现。*coe_var*系数为负,并在全样本和低抑价 IPO 中显著,说明这种高报价是有意为之的。*friendly* 的系数都不显著,后面将进一步分析。

表 4 假设 3-4 的实证检验结果

变量	全样本(1)	高抑价样本(2)	低抑价样本(3)
<i>recom_times</i>	0.165 *** (4.879)	0.161 *** (2.882)	0.228 *** (4.153)
<i>friendly</i>	0.121 (1.306)	0.252 (1.630)	0.067 (0.510)
<i>reputation</i>	-0.242 *** (-3.383)	-0.409 *** (-3.229)	-0.213 *** (-1.966)
<i>ipo_pe</i>	0.450 (3.055)	-0.283 (-1.056)	0.918 *** (4.437)
<i>nsps</i>	-0.062 (-0.405)	-0.218 (-0.772)	-0.012 (-0.081)
<i>lnage</i>	-0.139 *** (-3.266)	-0.142 ** (-1.987)	-0.070 (-1.192)
<i>lnproceeds</i>	-0.665 *** (-7.518)	-0.574 *** (-5.766)	-0.770 *** (-5.260)
<i>lnenqu_amount</i>	0.279 *** (2.636)	0.583 *** (2.966)	0.105 (0.579)
<i>market</i>	-0.144 (-0.344)	0.172 (0.272)	-0.097 (-0.134)
<i>coe_var</i>	-2.476 ** (-2.408)	-3.659 (-1.613)	-2.983 ** (-2.037)
<i>policy</i>	-0.536 *** (-5.263)	-0.436 ** (-2.006)	-0.723 *** (-4.830)
<i>constant</i>	6.232 *** (6.965)	4.593 *** (4.048)	7.727 *** (5.460)
<i>N</i>	1 968	623	1 071
<i>R</i> ²	0.118	0.144	0.146

(三) 进一步分析:询价机构数量与友情报价

前面实证分析表明,推荐类机构倾向在低抑价的 IPO 中提供友情报价,协助承销商以较高的价格顺利发行新股。2010 年 10 月证监会《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》规定,在初步询价结束后,公开发行股票数量在 4 亿股以下,提供有效报价的询价机构不足 20 家的,或者公开发行股票数量在 4 亿股以上,提供有效报价的询价机构不足 50 家的^①,应当中止发行。而实践中也有八菱科技、海达股份等新股因为询价机构数量不够而中止发行的情况发生。故可以进一步推导出,若“友情报价”假设成立,推荐类机构更倾向于在询价机构较少的低抑价 IPO 中报高价,但为减少获配破发新股的风险而消极申购。由于承销商并不需要推荐类机构在高抑价 IPO 中当托,因此在高抑价 IPO 中不管询价机构的多少,推荐类机构都不需要报高价。

为了进一步考察推荐类机构在面对不同询价机构数量时的报价行为,本文以 30 家^②和

①本文中创业板样本没有公开发行股票数量超过 4 亿股的股票。

②证监会规定询价机构不足 20 家的 IPO 中止,但这样的样本太少。所以本文参照证监会基金部主任王林的方法,以 30 家为划分标准。王林在 2012 年搜狐金融论坛基金经理人年会表示,他跟踪了 2011 年在深交所上市的、IPO 网下询价报价少于 30 家机构的 6 只股票,通过对这 6 只股票的询价分析,发现有 10 个询价机构在帮忙报价,存在抬高发行价的可能性(参见《证券日报》,2012-01-18,第 C01 版)。

50 家为标准划分样本,其中,询价对象少于等于 30 家的有 45 个 IPO,多于 30 家少于等于 50 家的有 205 个 IPO,多于 50 家的有 160 个 IPO,观测值分别为 1 849、14 588、22 251 个。

为了让低抑价 IPO 顺利发行,或当询价对象数量较少 IPO 可能中止时,承销商可能会推荐更多的推荐类机构参与询价。表 5 是推荐类机构占询价机构数量的比例在不同组别的 t 检验。第 1 组与第 2 组的均值差异为 0.014,在 2%的水平上显著,说明当承销商预期 IPO 抑价率较低时,就会积极推荐机构参与询价。第 3、4、5 组两两比较后的结果显示,询价对象家数越少的 IPO,推荐类机构占询价队伍的比例就越高。由此可见,IPO 首日抑价率越低,询价机构越少,推荐类机构占比就越高,从而奠定了友情报价的“物质基础”。

表 5 推荐类机构数量占询价机构数量的比在不同组别的 t 检验

			1 组比 2 组		3 组比 4 组		3 组比 5 组		4 组比 5 组	
	IPO 个数	均值	均值差	p 值	均值差	p 值	均值差	p 值	均值差	p 值
第 1 组:首日抑价率 $\leq 20\%$	227	0.096								
第 2 组:首日抑价率 $\geq 30\%$	125	0.082								
第 3 组:询价机构家数 ≤ 30	45	0.127	0.014	0.023	0.036	0.001	0.046	0.000	0.010	0.044
第 4 组:30<询价机构家数 ≤ 50	205	0.091								
第 5 组:询价机构家数 > 50	160	0.081								

不同询价机构数量下假设 1-2 的实证检验结果如表 6 所示。结果显示当询价机构较多时, $recom$ 的系数显著为负,但在询价机构小于等于 30 家时却显著为正,说明推荐类机构在询价机构较少的 IPO 中提供友情报价。同样,在询价机构小于等于 30 家的 IPO 中,交互项的系数显著为负,说明声誉机制可以抑制友情报价。

表 6 不同询价机构数量下假设 1-2 的实证检验结果——全样本

变量	>50 家 (1)	30-50 家 (2)	≤ 30 家 (3)
$recom$	-0.168 *** (-3.224)	-0.138 ** (-2.054)	4.248 *** (3.179)
$reputation$	0.043 *** (3.429)	0.021 (1.380)	-0.544 *** (-3.269)
$recom \times reputation$	-0.112 (-1.344)	-0.054 (-0.574)	-4.333 *** (-3.242)
$controls$	yes	yes	yes
$constant$	0.013 (0.053)	3.121 *** (10.657)	13.963 *** (4.537)
N	22 251	14 588	1 849
R^2	0.105	0.067	0.133

为了进一步考察推荐类机构的友情报价行为,本文把样本划分为高、低抑价两类。表 7 是高、低抑价样本按询价机构数量进行划分的结果。在低抑价样本中,当询价机构多于 50

家时, *recom* 的系数显著为负, 说明询价机构较多时, 易于满足询价机构数量的要求, 无需推荐类机构友情报价。当询价机构少于等于 30 家时, *recom* 的系数显著为正, 说明推荐类机构在询价机构较少的低抑价 IPO 中高报的同时消极申购, 进一步论证了友情报价假设。此外, 在询价机构小于等于 30 家的 IPO 中, 交互项的系数都为负数, 说明声誉机制可以抑制友情报价。

在高抑价样本中, *recom* 的系数并不显著为正, 说明不管参与询价的机构数量的多少, 由于 IPO 预期抑价率较高, 承销商不需要推荐类机构做托, 推荐类机构并不需要报高价。但为了获取高额的打新收益, 推荐类机构会积极申购, 故在友情报价回归结果中当询价机构数量较多时 *recom* 的系数显著为负。这与表 2 的描述性统计结果相一致。

表 7 不同询价机构数量下假设 1-2 的实证结果——高、低抑价 IPO

变量	低抑价 IPO			高抑价 IPO		
	>50 家(1)	30-50 家(2)	≤30 家(3)	>50 家(4)	30-50 家(5)	≤30 家(6)
<i>recom</i>	-0.27 *** (-3.10)	-0.089 (-0.99)	6.168 *** (3.12)	-0.16 ** (-2.32)	-0.265 *** (-2.96)	0.056 (0.31)
<i>recom</i> × <i>reputation</i>	-0.065 (-0.474)	-0.000 (-0.001)	-6.37 *** (-3.19)	-0.089 (-0.85)	-0.209 (-0.99)	-0.312 (-0.95)
<i>controls</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>constant</i>	4.033 *** (7.63)	4.030 *** (10.29)	31.20 *** (4.87)	-2.28 *** (-7.53)	2.118 *** (4.06)	-0.947 (-0.14)
<i>N</i>	8 279	8 922	1 139	10 337	3 846	392
<i>R</i> ²	0.065	0.065	0.201	0.210	0.098	0.062

表 8 是推荐类样本按询价机构数量划分时的结果。*recom_times* 的系数都显著为正, 且询价机构越少, 系数越大。说明被某一承销商累计推荐次数越多, 机构在这一承销商承销的 IPO, 特别是询价机构较少的 IPO 中友情报价就越明显。在表 4 中都不显著的变量 *friendly* 在询价机构少于等于 30 家时显著为正, 所以“御用询价机构”只在询价机构不足可能导致 IPO 中止的危险情况下“友情报价”, 实证结果支持假设 4。

表 8 假设 3-4 的实证结果——按询价机构数量划分

变量	>50 家(1)	30-50 家(2)	≤30 家(3)
<i>recom_times</i>	0.170 *** (3.432)	0.192 *** (3.188)	1.524 ** (2.438)
<i>friendly</i>	0.187 (1.491)	0.140 (0.838)	8.750 ** (2.134)
<i>controls</i>	yes	yes	yes
<i>constant</i>	6.468 *** (4.311)	3.751 ** (2.154)	2.940 (0.112)
<i>N</i>	997	805	166
<i>R</i> ²	0.131	0.118	0.455

表 9 是推荐类样本高、低抑价分类检验的结果。在低抑价 IPO 中, *recom_times* 的系数都显著为正, 说明多次被承销商推荐的推荐类机构在低抑价 IPO 中提供友情报价, 进一步验证了假设 3。*friendly* 的系数在询价机构较少, 特别是小于等于 30 家时显著偏高, 说明御用投

资者主要在询价机构不足的低抑价 IPO 中友情报价,同样支持假设 4。在高抑价 IPO 中, *recom_times*、*friendly* 的系数都不显著,说明多次被承销商推荐的推荐类机构以及御用询价机构都没有在高抑价 IPO 中友情报价。^①

表 9 假设 3-4 实证结果——高、低抑价 IPO 按询价机构数量划分

变量	低抑价 IPO			高抑价 IPO		
	>50 家 (1)	30-50 家 (2)	≤30 家 (3)	>50 家 (4)	30-50 家 (5)	≤30 家 (6)
<i>recom_times</i>	0.266*** (2.75)	0.194*** (2.49)	1.278* (1.79)	0.084 (1.50)	0.298 (1.59)	0.439 (0.84)
<i>friendly</i>	0.119 (0.53)	0.420** (2.12)	4.079* (1.81)	0.227 (1.27)	0.001 (0.003)	
<i>controls</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>constant</i>	9.519*** (3.13)	8.87*** (3.38)	86.08*** (3.62)	4.191** (2.159)	0.424 (0.11)	-18.108 (-1.12)
<i>N</i>	453	472	146	399	184	39
<i>R</i> ²	0.157	0.119	0.479	0.191	0.382	0.129

六、稳健性检验

1.配对样本均值检验。为了进一步考察推荐类机构的定价能力,本文参考俞红海等(2013)配对方法,通过比较在 IPO 询价过程中有无推荐类机构参与的 IPO 发行与上市首日市盈率之比的均值检验来进一步考察推荐类机构定价能力。样本期间,中小板、创业板共有 17 个 IPO 无推荐类机构参与询价。在选择配对样本时,首先剔除了 ST 公司,将同一行业的公司样本按照发行前的营业收入分为两类,并进一步对每一类样本组合按发行前的每股净利划分为两类,这样每个行业分别形成四个组合。然后在同一组合中选择与无推荐类样本在发行前营业收入差最小的有推荐类样本作为配对样本。为了控制市场氛围对检验结果的影响,在配对样本过程中,分别在全部样本时间、六个月内、三个月内寻找配对样本。如表 10 所示,无论是在全样本时间,还是在六个月和三个月内,配对样本的发行与上市首日市盈率之比基本都显著高于无推荐类的样本,分别在 10.4%、6.8%、8.2%的水平下显著。说明在相同行业、相同公司基本面和相同市场氛围的情况下,在询价过程中有推荐类机构参与的 IPO 的发行市盈率更高,进一步表明推荐类机构的友情高报价推高了发行市盈率。

表 10 假设 1 的配对样本均值检验

	全部样本时间			六个月内			三个月内		
	均值	均值差	p 值	均值	均值差	p 值	均值	均值差	p 值
配对样本	1.010	0.119	0.104	1.057	0.166	0.068	1.055	1.421	0.082
无推荐类的样本	0.891			0.891			0.891		

2.控制申购深度。前文用 *bid_friendly* 建立起报价和认购数量的联系。这里,以超报率

①高抑价样本中,当询价机构少于等于 30 家时,没有御用推荐类询价机构询价。

(*bid_exceed*)为被解释变量,申购深度 *bid_rate* 为控制变量,来检验本文结果的稳健性。表 11 为假设 1-2 的回归结果。从表 11 可知假设 1-2 的结果是稳健的。

假设 3-4 的回归结果如表 12。结果同样表明假设 3-4 的回归结果是稳健的。

表 11 假设 1-2 的稳健性检验

样本变量	以首日抑价率划分			以询价机构数量划分		低抑价 IPO 样本		高抑价 IPO 样本	
	全样本 (1)	高抑价 (2)	低抑价 (3)	>50 家 (4)	≤30 家 (5)	>50 家 (6)	≤30 家 (7)	>50 家 (8)	≤30 家 (9)
<i>recom</i>	0.031 *** (4.27)	-0.007 (-0.77)	0.051 *** (4.51)	0.011 (1.44)	0.199 *** (4.59)	0.01 (0.83)	0.25 *** (4.15)	-0.010 (-1.11)	0.018 (0.576)
<i>recom</i> × <i>reputation</i>	-0.03 *** (-3.58)	0.007 (0.54)	-0.04 *** (-3.64)	-0.02 * (-1.86)	-0.19 *** (-4.19)	-0.01 (-0.72)	-0.26 *** (-3.98)	-0.002 (-0.09)	-0.03 (-0.694)
<i>bid_rate</i>	0.02 *** (8.09)	0.02 *** (5.21)	0.01 *** (3.25)	0.02 *** (6.92)	-0.01 (-0.84)	0.01 *** (2.98)	-0.02 (-1.23)	0.014 *** (3.13)	0.013 (0.45)
<i>controls</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>constant</i>	0.07 (-0.32)	-0.21 *** (-5.91)	0.066 (2.02)	-0.42 *** (-12.6)	1.23 *** (5.35)	0.275 *** (5.00)	2.307 *** (6.07)	-0.49 *** (-9.86)	4.64 (2.63)
<i>N</i>	38 688	14 575	18 340	22 251	1 849	8 279	1 139	10 337	392
<i>R</i> ²	0.083	0.251	0.041	0.185	0.144	0.060	0.204	0.325	0.100

表 12 假设 3-4 的稳健性检验

样本变量	以首日抑价率划分			以询价机构数量划分		低抑价 IPO 样本		高抑价 IPO 样本	
	全样本 (1)	高抑价 (2)	低抑价 (3)	50 家 (4)	≤30 家 (5)	>50 家 (6)	≤30 家 (7)	>50 家 (8)	≤30 家 (9)
<i>recom_times</i>	0.004 (0.86)	-0.01 (-0.66)	0.02 *** (2.93)	-0.001 (-0.99)	0.08 *** (3.07)	0.001 (0.10)	0.07 ** (2.03)	-0.002 (-0.19)	0.06 (0.88)
<i>friendly</i>	0.02 (1.46)	-0.009 (-0.42)	0.032 (1.587)	0.01 (0.41)	0.18 * (1.59)	0.02 (0.951)	0.145 * (1.66)	-0.02 (-0.68)	
<i>bid_rate</i>	0.053 *** (4.50)	0.084 *** (4.58)	0.03 *** (1.86)	0.06 *** (4.17)	-0.09 (-1.62)	0.08 *** (3.84)	-0.083 (-1.05)	0.034 (1.575)	-0.037 (0.28)
<i>controls</i>	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes	yes
<i>constant</i>	0.24 ** (2.21)	0.445 *** (2.75)	0.23 (1.44)	0.37 ** (2.14)	1.171 (1.14)	-0.14 (-0.58)	3.42 *** (2.89)	0.89 *** (3.01)	-2.03 (-1.01)
<i>N</i>	1 968	623	1 071	997	166	453	146	399	39
<i>R</i> ²	0.06	0.211	0.101	0.111	0.539	0.099	0.584	0.300	0.186

假设 1-2 的回归结果是以非推荐类机构作为基组,为了进一步检验结论的稳健性,本文逐一以其他六类机构作为基组,对模型进行稳健性检验,得出的结果与上述结论基本一致。本文还变换高、低抑价 IPO 的划分标准,以首日抑价率高于 35% 界定为高抑价,以低于 15% 定义成低抑价,结果显示高、低抑价 IPO 的界定标准并不影响本文的结论。

七、结论

本文利用 2010 年新股询价制度第二阶段改革后的数据,实证研究了推荐类机构的询价

行为,发现推荐类机构是承销商的“托”,为承销商承销 IPO,特别在询价机构较少的低抑价 IPO 提供友情报价。被承销商累计推荐次数越多,友情报价问题越严重;同时还存在专为特定承销商友情报价的“御用推荐类询价机构”。这与允许承销商自主推荐机构投资者参与 IPO 询价配售的政策意图相背离。

在 2010 年新股发行第二阶段改革至 2012 年底,共有 480 家公司发行 IPO,募集资金高达 4 000 多亿元,超募比率平均高达 1.3,平均每一只 IPO 实际募集的资金是计划募集资金的两倍多,而发行市盈率平均高达 43.87,发行价格平均值为 24.26 元,并且有 118 只首日破发,首日破发率高达 25%。由此可见,以承销商自主推荐优质长期的机构投资者为主要标志的第二阶段改革并没有达到预期效果,承销商凭借所推荐机构在低抑价 IPO 的友情报价,让这些 IPO 高价发行,进一步推高了高超募率、高市盈率、高股价和高破发率“四高”现象。因此新股询价配售制度还需要进一步完善。

结合本文的研究,我们认为解决改革中问题的办法是进一步完善市场化询价制度。第一,高低声誉承销商推荐的询价机构的报价申购行为存在显著差异,声誉机制能够有效抑制友情报价问题,因此在允许承销商自主推荐机构投资者参与 IPO 询价配售的问题上不能“一刀切”,应该建立和完善承销商声誉机制,只赋予具有较高声誉的承销商自主推荐询价机构的权力。第二,设计合理的机制让具有较强定价能力的推荐类机构获得长期参与 IPO 询价配售的“绿卡”,而不受承销商推荐的限制,防止因为“不按规矩出牌”而被承销商剥夺询价资格。第三,推荐机构投资者参与询价是提高 IPO 定价效率的一个方面,另一方面还需要设计合理的机制激励询价机构显示真实信息,而这需要最终赋予承销商自主配售权。

参考文献:

- 1.郭泓、赵震宇,2006:《承销商声誉对 IPO 公司定价、初始和长期回报影响实证研究》,《管理世界》第 3 期。
- 2.蒋顺才、蒋永明、胡琦,2006:《不同发行制度下我国新股首日收益率研究》,《管理世界》第 7 期。
- 3.刘江会、尹伯成、易行健,2005:《我国证券承销商声誉与 IPO 企业质量关系的实证分析》,《财贸经济》第 3 期。
- 4.刘善存、林千惠、宋殿宇、高雅琴,2013:《机构投资者串谋对 IPO 价格的影响》,《管理评论》第 12 期。
- 5.刘志远、郑凯、何亚南,2011:《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》,《证券市场导报》第 3 期。
- 6.潘越、戴亦一、刘思超,2011:《我国承销商利用分析师报告托市了吗?》,《经济研究》第 3 期。
- 7.彭文平,2013:《基金打新是“送礼祝贺”吗?——基于中国特色 IPO 配售制度的研究》,《财经研究》第 8 期。
- 8.邵新建、薛熠、江萍、赵映雪、郑文才,2013:《投资者情绪、承销商定价与 IPO 新股回报率》,《金融研究》第 4 期。
- 9.徐浩萍、罗炜,2007:《投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究》,《经济研究》第 2 期。
- 10.俞红海、刘烨、李心丹,2013:《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》,《金融研究》第 10 期。
- 11.袁渊、张雅婕,2011:《IPO 抑价之谜:机构投资者报价策略的视角》,《中国会计评论》第 4 期。
- 12.周孝华、姜婷、董耀武,2013:《两阶段询价制下的价格形成与需求隐藏研究》,《系统工程学报》第 2 期。
- 13.张亦春、洪图,2012:《创业板 IPO 市盈率与超募率的影响因素研究》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》第 3 期。
- 14.Beatty, R. P., H. Bunsis, and J. R. Hand. 1998. "The Indirect Economic Penalties in SEC Investigations of Underwriters." *Journal of Financial Economics* 50(2):151-186.

15. Benveniste, L. M., and P. A. Spindt. 1989. "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues." *Journal of Financial Economics* 24(2):343–361.
16. Benveniste, L. M., and W. J. Wilhelm. 1990. "A Comparative Analysis of IPO Proceeds under Alternative Regulatory Environments." *Journal of Financial Economics* 28(1):173–207.
17. Benveniste, M., W. Y. Busaba, and W. J. Wilhelm. 2002. "Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets." *Journal of Financial Intermediation* 11(1):61–86.
18. Binay, M. M., V. A. Gatchev, and C. A. Pirinsky. 2007. "The Role of Underwriter–Investor Relationships in the IPO Process." *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42(3):785–809.
19. Carter, R., and S. Manaster. 1990. "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation." *The Journal of Finance* 45(4):1045–1067.
20. Cornelli, F., and D. Goldreich. 2001. "Bookbuilding and Strategic Allocation." *The Journal of Finance* 56(6):2337–2369.
21. Hanley, K. W., and W. J. Wilhelm. 1995. "Evidence on the Strategic Allocation of Initial Public Offerings." *Journal of financial economics* 37(2):239–257.
22. Jenkinson, T., and H. Jones. 2004. "Bids and Allocations in European IPO Bookbuilding." *The Journal of Finance* 59(5):2309–2338.
23. Jenkinson, T., and H. Jones. 2009. "IPO Pricing and Allocation: A Survey of the Views of Institutional Investors." *Review of Financial Studies* 22(4):1477–1504.
24. Sherman, A. E. 2000. "IPOs and Long-term Relationships: An Advantage of Book Building." *Review of Financial Studies* 13(3):697–714.
25. Megginson, W. L., and K. A. Weiss. 1991. "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings." *Journal of Finance* 46(3):879–903.

Do Recommended Institutions Offer Friendship Quote in the Price Inquiry Process?

Peng Wenping and Liu Jianqiang

(South China Research Center For Market Economy, South China Norm university)

Abstract: The underwriters, as decided in the second-stage book-building reform, are allowed to recommend institutions in the inquiry. By introducing recommended institutions, it is aimed to price the newly issued stocks properly to address the issue of "three highs" for IPO. Based on the micro quote and purchase data of SMEs and GEMs board during the period from Oct 2010, the period of the second-stage inquiry reform, to the end of 2012, this paper studies the recommended institutions' behavior in the IPO inquiry. We find that the recommended institutions are more likely to offer "friendship quotes" for the IPOs underwritten by the underwriters who recommend them, especially for those of low-grade. This raises the issue price for the new stocks. We also find that the more times recommended by the underwriters, the more likely for the participants to offer "friendship quotes". What's worse, there are "imperial institutions" who will only make inquiries for a certain underwriter. Obviously, it goes against to the object of the reform. However, the reputation mechanism of underwriters is contributable to the elimination of friendship quote problems.

Keywords: IPO, Recommended Book-building Institution, Friendship Quote

JEL Classification: G12, G24, G28

(责任编辑:陈永清)