

投资银行金融功能研究综述*

——基于 IPO 承销业务视角

许 荣

[摘 要]近年关于 IPO 中的投行金融功能研究从多个方面对早期投行声誉功能文献进行了拓展。本文分别评述了发行公司和投资银行相互选择的内生影响效应、投资银行采取多种 IPO 价格确定机制的视角、投资银行非价格制订服务的金融功能视角以及投资银行自身代理问题的视角出发的投资银行金融功能研究新进展。本文还对以中国为代表的新兴市场投资银行金融功能研究以及从产业组织公司金融互动视角和行为金融视角出发的研究方向进行展望。

关键词: IPO 投资银行 信息不对称

JEL 分类号: G14 G23 G24

一、引 言

不同于一般商品市场和其他要素市场中供需双方大都直接开展交易,金融市场的一个典型特征是绝大多数交易都是资金供求双方通过金融中介机构完成的(Mishkin,2012)。金融机构在金融市场中的核心金融功能是什么,这些金融功能顺利发挥必须具备的条件和存在的限制有哪些,自 20 世纪 70 年代以来,对这些问题的探讨已经发展成为金融机构和金融市场研究的主流文献(Grossman and Stiglitz,1976;Leland and Pyle,1977)。由于商业银行体系对于一国货币供求从而金融体系稳定性存在至关重要的影响,因而早期文献更多地关注商业银行的金融功能研究,对商业银行金融功能探讨的文献相对丰富成熟(参见 Freixas,2008),对投资银行金融功能的研究在 21 世纪之前的研究文献中相对没有受到足够重视。早期文献主要强调投资银行对 IPO 发行公司的信息鉴证和信息生产的功能,直到近十多年来,较多研究开始关注投资银行在 IPO 承销业务中所发挥的丰富多样的金融功能,并开始关注投资银行金融功能的发挥对公司金融以及机构投资者行为产生的复杂影响。随着 2007 年美国金融危机的爆发,投资银行的金融功能及其在金融危机中的功能失灵问题再次受到研究者的广泛关注(Gorton,2009;Fernando et al,2012)。虽然投资银行的金融功能涉及股票承销发行、收购兼并、财富管理等多方面,但是其最重要的核心金融业务仍然是股票承销发行。因此,我们在本文重点介绍投资银行在 IPO 股票承销业务中所发挥的金融功能研究新进展。

本文结构安排如下,首先介绍早期文献对投资银行解决 IPO 市场信息不对称的金融功能的研究。IPO 信息不对称程度越高,则 IPO 折价率越高,而投资银行解决 IPO 市场信息不对称的机制是通过投行声誉功能,拥有声誉的投行承销可以有效降低 IPO 折价率。然而随着近年来实证证据的研究进展,研究者们发现投行声誉有可能和 IPO 折价率无关甚至正相关。因此,近年对 IPO 市场

* 许荣,中国人民大学财政金融学院,中国财政金融政策研究中心,副教授,经济学博士。作者感谢教育部人文社科青年基金项目(12YJC790217)的资助。

中投资银行金融功能的研究从多个方面进行了拓展。我们从以下几方面介绍近年投资银行在 IPO 承销业务中的金融功能研究的新进展。第一,从发行公司和投资银行相互选择的内生影响效应出发解释投资银行金融功能。第二,从投资银行采取多种 IPO 价格确定机制视角出发解释投资银行处理市场信息的功能。第三,从投资银行 IPO 承销前的业务活动以及承销后的后市支持视角解释投行的发行价格制订以外的其他金融服务功能。第四,讨论投资银行有可能利用 IPO 市场的信息不对称,出于自身利益考虑而损害客户利益造成的代理问题对投资银行金融功能发挥造成的影响。论文最后对以中国为代表的新兴市场投资银行金融功能研究以及从产业组织公司金融互动视角和行为金融视角出发的研究方向进行展望。

二、投资银行对 IPO 公司的信息鉴证和信息生产功能

和二级市场已上市公司的持续信息披露相比,由于 IPO 市场的发行公司首次向公众投资者披露关于其筹资项目的信息,因此信息不对称程度尤其严重。早期研究者如 Logue(1973)以及 Ibbotson (1975)都观察到 IPO 折价发行的现象,Ljungqvist(2007)关于 IPO 市场研究的经典综述表明,全球所有经济体各个时期的 IPO 市场都存在显著的 IPO 折价现象,并且指出,解释 IPO 折价的最主要因素是发行公司和投资者之间的信息不对称,信息不对称程度越高,IPO 折价也就越大。早期对投资银行金融功能的研究正是从解决 IPO 市场信息不对称视角展开的。

Booth and Smith(1986)的理论模型认为,缓解 IPO 市场信息不对称的主要机制是引入拥有声誉的投资银行承销股票发行。不同于发行公司的 IPO 发行是和投资者之间的一次交易,由于投资银行需要在 IPO 市场与投资者进行反复博弈,因此,投资银行拥有激励形成并维护自身的“声誉资本”。Carter and Manaster(1990)认为投行声誉可以吸引那些高质量低风险的发行公司,这些发行公司通过选择具有声誉的投资银行向市场发出关于自身质量的信号,因此,投行声誉可以起到一种鉴证作用(Certification)。Chemmanur and Fulghieri(1994)则从信息生产(information production)的视角强调投行声誉是通过投资银行设立更加严格的对发行公司的审查机制建立起来,不同于 Carter and Manaster(1990)模型中投行声誉是历史形成因而是外生给定的,Chemmanur and Fulghieri (1994)模型把投行建立并维护声誉视为模型内生变量,拥有声誉的投资银行由于投入更多成本挖掘发行公司的真实信息,因而平均而言可以选择更加高质量低风险的发行公司成为客户。

尽管早期对投行声誉功能的研究大都支持投行声誉功能降低信息不对称程度从而降低 IPO 折价率的结论,但是近年的实证研究则发现投行声誉和 IPO 折价率不相关甚至呈正向相关关系。Michaely and Shaw(1994)使用投资银行的资本金规模度量投行声誉,对 1984 至 1988 年的美国 IPO 市场开展实证研究,Carter et al.(1998)则运用 IPO 墓碑公告中承销商排名对投资银行进行打分度量投行声誉,上述研究都发现投行声誉显著降低了 IPO 折价率,较好地支持了投资银行在 IPO 市场中的信息鉴证和信息生产功能。然而,Cooney et al (2001)对 1981 至 1998 年的美国 IPO 市场研究表明,进入 20 世纪 90 年代后,投行声誉和 IPO 折价率呈正相关。Logue et al.(2002)则发现投行声誉和 IPO 折价不存在显著相关关系,该文解释原因是 IPO 市场中的投资银行承销活动越来越复杂,Logue et al.(2002)发现正式承销前的投行造势活动以及 IPO 股票发行后的投资银行后市支持活动对于 IPO 折价率及发行后的股票长期收益率影响越来越大。正是由于发现投资银行声誉功能和 IPO 折价率不存在早期理论研究所预测的简单负向相关关系,近年的理论和实证研究从发行公司与投资银行相互选择、投资银行代理问题等多个方面对投资银行在 IPO 承销市场上的金融功能研究进行拓展。

三、发行公司与投资银行相互选择是否影响投行金融功能发挥

Habib and Ljungqvist(2001)对 1991 至 1995 年的美国 IPO 市场开展实证研究,发现如果运用普通最小二乘估计方法解释投行声誉功能对 IPO 折价率的影响,将会出现正向影响,也即拥有声誉的投资银行反而导致更高的 IPO 折价率。Habib and Ljungqvist(2001)对此的解释是,发行公司对于投资银行的选择是经过其对于发行付出的成本以及折价率权衡之后进行的,因此投资银行的选择事实上是内生的,这导致最小二乘估计出现有偏结果。运用 Probit 回归方法,Habib and Ljungqvist(2001)发现公司特征以及发行特征都会影响发行公司对投资银行的选择,公司规模越大、盈利率越低,花费在股票推介活动中的费用越高,以及公司的发行股票占总股份的比率越高,这些因素都会导致发行公司通过降低 IPO 折价率得到的利益越多,因此也就越有可能聘请拥有声誉的投行承销。在运用两阶段最小二乘方法控制了投资银行的选择效应后,Habib and Ljungqvist(2001)发现投行声誉对 IPO 折价率的影响由正向变为负向,尽管不具有统计上的显著性。

Fernando et al(2005)进一步拓展了 Habib and Ljungqvist(2001)的研究,不仅允许发行公司对投资银行的选择,同时也考虑投资银行对发行公司的选择效应。发行公司将根据投资银行的信息鉴证能力、股票推介及销售能力等标准进行选择,同样投资银行也将根据发行规模、顺利发行的难易程度以及发行公司未来进行后续股票融资的可能性来选择发行公司。因此,更高能力的投资银行将和从投资银行视角看能为其带来更高费用收入的发行公司相互选择。Fernando et al(2005)针对美国市场 1970 至 2000 年 13059 个 IPO 以及股权再融资样本开展实证研究,支持了拥有声誉的投资银行和高质量发行公司相互选择的推论。这一推论间接地表明,以往实证研究简单地考察投资银行声誉功能对 IPO 折价率的影响有可能受到投行和发行公司相互选择效应的影响。

Kim et al(2010)采取三阶段最小二乘方法考虑了 IPO 折价率与投资银行承销费用相互之间的内生影响。由于一定程度上,投资银行对 IPO 发行公司的收费度量了投资银行和发行公司的相互选择效应,因此 Kim et al(2010)的结论也就克服了以往研究仅仅单方面考察投资银行功能对 IPO 折价率影响的缺陷。Kim et al(2010)的结论是 IPO 折价率和投资银行承销费用呈现互补关系,因此可以把承销费用理解为投资银行的直接收费,而 IPO 折价率则是投资银行的间接收费。并且低质量的发行公司不仅要向投资银行交纳更高的发行费用,同时也面临更高的 IPO 折价率。

四、投资银行有效汇总并处理投资者信息的功能

早期对投资银行金融功能的研究更多地强调拥有声誉的投资银行对发行公司信息的鉴证功能和信息生产功能。然而,在 IPO 发行市场,虽然和单个投资者相比,发行公司有可能拥有更多信息,而投资者整体却有可能拥有比发行公司更多的信息。因此,近年对投资银行金融功能研究的一个拓展是强调投资银行有效汇总并处理投资者信息的功能。

(一)累计投标询价的使用与投资者信息处理

Sherman and Titman(2002)指出,不同于早期投资银行在 IPO 发行中采取固定价格的定价方式,近年来越来越多的投资银行采取更为复杂的累计投标询价的 IPO 定价机制。在累计投标询价中,投资银行可以决定邀请哪些投资者参与询价,参与询价的投资者随后对于 IPO 的价格及其认购需求提供初步信息,最后投资银行根据这些信息确定发行价格并决定给予投资者分配的股份份额。由于投资者拥有或分析发行公司的信息需要付出成本,投资银行为了得到更多关于发行公司的信息需要给予投资者更多折价。因此,最终投资银行将在得到更多信息的收益和给予更高 IPO

折价的成本权衡上进行选择。Cornelli and Goldreich (2001, 2003)对投资银行采取更为复杂的累计投标询价制度从而有效汇总并处理投资者信息的金融功能提供了实证支持。Cornelli and Goldreich (2001)获得投资银行累计投标询价的具体数据并把参与报价的投资者分为两类:一类投资者在报价时提供了具体的认购价位以及意愿认购数量,而另一类投资者则只提供了愿意以市场价格认购的意向。Cornelli and Goldreich(2003)发现前一类投资者的报价确实提供了关于 IPO 发行定价的有价值的信息,而 Cornelli and Goldreich(2001)则提供了投资银行把更多股份分配给前一类提供了信息的投资者的实证证据。Aggarwal et al(2002)分析了 1997 至 1998 年 9 家投资银行承销的 164 个 IPO 样本,发现机构投资者参与询价将增加 IPO 发行价格调整的可能性,并且机构投资者也获得了更多的股份分配,而更多的机构投资者参与也会导致更高的 IPO 折价,这支持了投资银行同时采取股份分配和 IPO 折价的方式获得投资者信息的功能。

除了采取累计投标询价的方法激励投资者提供更多有价值的信息,投资银行还可能选择在发行前通过尽职调查的方法替代累计投标询价产生信息。那么投资银行通过累计投票询价处理投资者信息和尽职调查揭示发行公司信息两者是否存在相互替代的关系? Hanley and Hoberg(2010)研究表明,投资银行在发行前的尽职调查中产生更多的信息,将导致 IPO 折价率下降 8%,从而可以减少通过累计投票询价对投资者信息处理的需求。

(二)投资银行调整发行前价格对 IPO 折价率的影响

Ritter(2011)对近期研究文献的梳理表明,投资银行通过对发行前价格调整来反映投资者信息,因此投资银行对发行前价格的调整对 IPO 折价率具有很强的解释力。投资银行通常会在发行前制定一个价格区间,在接受投资者初步报价后,投资银行会根据其对投资者认购意向信息的挖掘分析而对发行价格进行调整。Ritter(2011)指出,如果这一价格向下调整,则 IPO 折价率几乎为零,也即没有折价;而如果这一价格向上调整,则 IPO 折价率急剧上升,平均约为 50%上下。Aggarwal et al(2002)提供了投资银行调整发行前价格以反映投资者信息的实证证据,Aggarwal et al(2002)对 1997 至 1998 年共 9 家投资银行承销的 164 个 IPO 样本开展的实证研究表明,当机构投资者向投资银行提供了对发行公司股份高需求的信息后,投资银行对发行价格上调的同时也增加了 IPO 折价率或者向这些机构投资者分配更多 IPO 股份。Ljungqvist and Wilhelm(2002)也提供了类似的实证证据,针对法国、德国、英国和美国的 IPO 样本研究显示,投资银行对 IPO 价格的正向调整会导致投资银行分配给机构投资者更多的股份或者给予更高的 IPO 折价率,然而 IPO 折价率和分配给机构投资者的股份数量却是负相关的,这表明投资银行只采取股份数量或者 IPO 折价率两者之一作为机构投资者提供信息的补偿。

最近的研究如 Ince(2010)表明,投资银行对发行前价格的调整取决于投资客户提供信息所揭示的对 IPO 股份的需求状况,并且这种调整是非对称的。如果投资客户揭示了发行股份的负面信息,则投资银行将调整发行价格以充分反映负面信息,然而,如果投资客户揭示了发行股份的正面信息,则投资银行对发行价格的调整程度大约只反映了信息的 21%左右。为什么投资银行没有充分调整价格以反映正面信息,Ritter(2011)认为有可能是因为投资银行激励不足,并且价格充分上调也意味着发行失败的可能性更高。如何使投资银行更加充分地调整价格使之反映市场信息,Jenkinson and Jones(2009)对欧洲投资银行的实践进行了分析,发现欧洲的 IPO 发行公司往往聘用一家投资银行提供发行前准备工作的咨询服务,而延迟决定对承担定价及股份推介工作的投资银行的聘用决策。因此,更多投资银行参与信息处理和 IPO 定价有助于使投资银行充分调整价格反映市场信息。Ritter(2011)还指出,香港 IPO 市场中的部分发行公司向投资银行支付了激励费用,这将有助于投资银行对发行价格的充分调整。

五、投资银行提供非价格制定服务对其金融功能的影响

近年来更多的研究发现投资银行除了通过承销活动中的股票定价和推介等功能影响发行公司 IPO 折价率,投资银行还有可能通过承销前的融资、提供分析师报告以及承销后的后市支持等非价格服务对 IPO 折价率产生影响。Liu and Ritter(2011)的论文为理解投资银行提供的非价格服务金融功能的重要性提供了重要的理论框架。Liu and Ritter(2011)理论模型建立在对 IPO 市场发行公司对投资银行服务供求分析的基础上,尽管投资银行服务的供给市场竞争充分,但是由于发行客户重视获得如明星分析师报告、特定行业经验等非价格制定服务,而这些非价格服务是相对稀缺的,这导致投资银行可以在细分市场上获得一定的垄断力量。因此,Liu and Ritter(2011)理论模型解释了众多投资银行充分竞争的市场供给和发行客户愿意接受高 IPO 折价率并存的现状,同时也对投资银行提供融资服务、明星分析师报告、后市支持等其他金融功能的重要性给出了合理解释。

(一)融资关系是否有助于增强投资银行在 IPO 市场中的信息鉴证功能

Schenone(2004)和 Duarte-Silva(2010)都讨论了投资银行和发行公司之间的融资关系对投资银行信息鉴证金融功能的影响。随着美国对分业经营监管的放松,很多投资银行由于自身或者隶属的金融集团对发行公司提供贷款因而拥有对发行公司的私人信息。因此,这类投资银行通过和发行公司建立融资关系,从而更大程度地发挥了股票承销中的信息鉴证功能,降低了发行公司和投资者之间的信息不对称。Schenone(2004)实证发现,和没有建立融资关系的发行样本相比,IPO 之前建立的投资银行与发行公司之间的融资关系能够降低 IPO 折价率大约 17%的幅度。Duarte-Silva(2010)提供的实证证据则基于已上市公司股权再融资样本,同样发现投资银行和发行公司之间的融资关系有助于降低发行公司和市场之间的信息不对称。然而,Chaplinsky and Erwin(2009)却给出了相反的证据,通过对比研究 30 家收购投资银行建立 IPO 承销服务的商业银行在收购后的投行业务与收购前的独立投资银行承销业务,Chaplinsky and Erwin(2009)并没有发现商业银行和客户之间的融资关系有助于商业银行承销业务的开展,反而发现商业银行在收购投资银行业务后出现承销业务的下滑。Chaplinsky and Erwin(2009)对此现象的解释是商业银行和客户之间的融资关系与投资银行承销业务之间很难实现协同效应。

(二)分析师报告与投行承销是利益冲突还是功能互补

投资银行内部的分析师团队通过参与 IPO 路演过程的推介活动以及在 IPO 发行后为公司股票价格提供分析预测,从而在 IPO 承销前后发挥重要作用并对投资银行在 IPO 市场的金融功能发挥存在重要影响。然而近年的研究对于分析师预测和投资银行承销功能之间是存在利益冲突还是功能互补存在较大争议。Cliff and Denis(2004)对美国 IPO 市场 1993 至 2000 年共 1050 个样本的实证研究表明,IPO 折价率和分析师给出投资建议的频率以及强烈买入的推荐正向相关,这支持了发行公司为了获得投资银行的分析师服务而愿意向投资银行付出高折价率的成本。Fang and Yasuda(2009)针对美国 IPO 市场 1983 至 2002 年的样本实证研究也发现,利益冲突导致投资银行的分析师更有可能给予发行公司买入推荐,并且这种利益冲突的影响对于拥有声誉的投资银行中的非明星分析师尤其显著。Gao et al(2011)进一步指出,投资银行捆绑 IPO 承销服务以及随后的分析师报告自从 1993 年以来已经成为投资银行业务活动的常规。Martin(2010)则发现,IPO 发行中的牵头投资银行内部分析师更有可能在发行后的原股东持有股份解禁期结束前给予乐观推荐。

另一方面,Spindler(2006)认为投资银行为发行公司提供的分析师服务有利于投资银行金融功能的发挥。分析师报告为投资银行在 IPO 承销活动中的信息鉴证提供了另一条发布信息的渠

道,从而有助于投资银行功能发挥,缓解发行公司和投资者之间信息不对称。此外,分析师对于发行公司信息挖掘上的投入还将缓解投资银行和发行公司之间的代理问题。Spindler(2006)上述推论也间接得到了 Ljungqvist et al(2006)提供的实证支持,Ljungqvist et al(2006)发现就投资银行的行业整体而言,并不存在分析师报告和投资银行承销业务的利益冲突,发布过于乐观的分析师报告也无助于投资银行获取承销业务。Liu and Ritter(2011)通过分析 1993 至 2008 年的美国市场 IPO 样本发现,由于发行公司重视获得投资银行的明星分析师报告和投资银行拥有的特定行业经验,因此宁愿付出高折价率的成本,这导致同时提供明星分析师服务的投资银行承销 IPO 折价率提高 9%,而同时拥有特定行业经验的投资银行承销 IPO 折价率将提高 3%至 5%。因此,从 Liu and Ritter(2011)的观点看,分析师报告和特定行业经验和投资银行股票承销功能存在相互促进功能互补的关系。

Ljungqvist et al(2009)对投资银行提供的分析师报告给出了另一个解释,投资银行主动提供分析师报告或者更积极的分析预测,其目的是为了获得当前的联合承销资格,而联合承销资格使投资银行现在和发行客户建立起业务关系,这将有助于将来获得利润率更高的主承销业务。因此分析师报告提供了一个机制,使新建立或没有声誉的投资银行有可能参与和拥有声誉的投资银行的竞争,而竞争有利于投资银行金融功能的发挥。

(三)投资银行是否为 IPO 发行公司提供持续监督功能

投资银行除了为 IPO 发行公司提供发行前的信息生产和鉴证以及定价服务外,是否还能在发行公司上市后提供持续监督功能?理论上说,投资银行有可能提供持续监督的金融服务,然而在实证中,投资银行在 IPO 发行上市后的持续监督金融功能和上市前的信息鉴证功能很难区分。Kovner(2012)利用 2008 年美国金融危机提供的自然实验检验了投资银行对于其已经通过 IPO 上市后的发行客户的重要性。Kovner(2012)发现金融危机中贝尔斯登、雷曼兄弟、美林证券和美联银行陷入困境对于其已经通过 IPO 发行上市的公司股价存在显著的负面影响,这些公司在其投资银行陷入困境的窗口期内累计下跌 5%。而对于那些拥有机构投资者或大股东为公司提供监督服务的上市公司而言,其股价的负面反应要小得多。

和 Kovner(2012)采取的研究场景及实证方法相类似,Fernando et al(2012)也利用 2008 年美国金融危机中美国五大顶级投资银行之一的雷曼兄弟倒闭这一事件作为独特自然实验场景开展实证研究,从而检验投资银行业务关系对于其已发行上市客户的重要性,并且这一研究也检验了投资银行为公司客户提供多种金融功能和服务的相对重要性。Fernando et al(2012)发现投资银行的股票承销功能对于公司客户而言最为重要,在雷曼兄弟倒闭前十年内获得过雷曼兄弟股票承销服务的公司客户在其倒闭的 7 天窗口期内平均损失 4.85%的股票市值(经 Fama - French - Carhart 四因素模型调整后),这意味着大约 230 亿美元的市值损失。与此形成对照的是,单独获得雷曼兄弟其他金融服务的公司客户并没有表现出显著的市值损失。Fernando et al(2012)的研究首次表明了投资银行股票承销金融功能在投资银行多种金融服务中的相对重要地位,同时也支持了 Kovner(2012)提出的投资银行为 IPO 发行公司提供持续监督功能的重要性。

六、IPO 市场中的代理问题对投资银行金融功能的影响

(一)投资客户以交易佣金转移 IPO 折价收益

IPO 市场中的信息不对称是投资银行金融功能发挥的重要前提,但与此同时,信息不对称也造成了投资银行和发行公司之间的代理问题。投资银行作为一个独立的追求自身利益最大化的金融中介机构,也有激励利用 IPO 市场高度的信息不对称,为自身谋求利益。Loughran and Ritter

(2002,2004)以及 Reuter(2006)都表明,在 20 世纪 90 年代末网络股高科技股上市高峰期间,由于新兴的高科技行业很难在短期内被普通投资者理解,IPO 市场信息不对称程度急剧上升,此时投资银行利用在承销过程中分配股份的权力为自身谋求利益。Reuter(2006)提供的一个实证证据是,共同基金因为认购得到高折价的股份而赚取的每一美元,大约有 85 美分被投资银行以客户交易佣金的形式获取,而作为回报,投资银行把更多的 IPO 发行股份分配给相关客户。因此,投资银行拥有激励在信息不对称程度上升的时期进一步提高 IPO 折价率,从而获得更高的私人利益。Nimalendran et al(2007)和 Liu and Ritter(2010)进一步提供了投资银行和投资客户之间利益分配的实证证据。Nimalendran et al(2007)发现,在 IPO 股份分配之后的 6 天内,投资客户通过更多交易高流动性的股票向投资银行输送客户交易佣金,以此换取投资银行给予的 IPO 股份分配,这一实证结果在网络股泡沫期间是显著的。Liu and Ritter(2010)对 1996 至 2000 年的美国市场 56 个 IPO 样本研究发现,投资银行分配 IPO 股份给予其他公司高管将会导致这些公司更高的 IPO 折价率,而得到股份分配的公司高管将促使该公司更有可能在未来购买这一投资银行的服务。Goldstein et al(2011)对美国市场 1999 至 2005 年的投资银行通过 IPO 股份分配获得的投资者转移收益进行了初步估算,发现投资银行大约获得的 IPO 折价收益的 45%,因此代理问题使投资银行拥有激励进一步提高发行公司 IPO 折价率。

(二)投资银行与投资客户的后市购入协议

投资银行在分配 IPO 股份的时候还有可能和投资客户签订关于后市购入股份的意向协议,例如投资客户在参与累计投票询价的阶段就有可能显示愿意在后市购入 2 倍或 3 倍于其认购 IPO 股份的意向。Hao(2007)首次通过构建模型讨论了后市购入协议对投资银行金融功能的影响。首先,后市购入协议可以使投资银行承销的 IPO 股票价格在后市获得更好的市场表现,同时也节约投资银行的后市支持费用,并且后市购入协议使投资者因为认购到 IPO 股份而获得更多好处,因此投资银行也能间接从分配到 IPO 股份的投资者处得到更多的利益分配。在 Hao(2007)的模型中,和投资者签订后市购入协议将导致投资银行提高 IPO 发行价格,但同时也更大程度地提高了 IPO 发行后的股票交易价格,因此总体增加了 IPO 折价率,从而增加了投资银行和分配到 IPO 股份的投资者之间的利益分配。由于投资银行和投资者之间的后市购入协议数据很难获得,Griffin et al(2007)利用美国纳斯达克市场 1997 至 2002 年 IPO 样本的发行和交易数据提供了间接证据。Griffin et al(2007)实证分析得到 IPO 发行主承销商分配股份的投资者,平均而言在 IPO 发行后第一个交易日净买入相当于该股票总发行股份 8.79%比率的股份。这些在后市购入股份的投资者主要是机构投资者,并且更多地发生在那些活跃的承销量巨大的投资银行承销的 IPO 样本中,尤其是缺乏踊跃认购的 IPO 样本。此外,这些机构投资者买入的股份并未被长期持有,而是在未来较短时期内被卖出。所有上述实证证据都支持了对 IPO 股份分配拥有更大影响力的投资银行更有可能通过与投资者之间的后市购入协议获得利益,因此也使投资银行拥有更强的激励提高 IPO 折价率。

(三)在发行公司持有股份能否减轻投资银行的代理问题

实证研究中对投资银行在 IPO 市场中因代理问题损害发行客户利益的直接证据很有限,部分研究从另一视角开展对投资银行代理问题的实证,即如果投资银行在发行客户中有较多的股权投资,那么投资银行和发行客户之间的代理问题是否会减弱。Ljungqvist and Wilhelm(2003)实证发现,通常投资银行会在发行客户上市前通过下属风险投资机构间接持有发行公司的股权,在 2000 年以前,投资银行在大约 44%左右的发行公司中持有股权。因此,如果投资银行在这些发行公司中持有的股权越多,其代理问题应该越弱,因而其 IPO 折价率应该越低。Ljungqvist and Wilhelm(2003)针对美国市场 1996 至 2000 年共 2178 个 IPO 样本的实证分析支持了上述推论。Li and Masulis(2003)发现上述结论对非牵头的投资银行仍然成立,但是对于牵头投资银行而言更显著。

七、新兴市场投资银行金融功能研究

(一) 新兴市场投资银行金融功能发挥研究

新兴市场的一个重要特点是相对严格的金融市场监管和金融机构的国有股权控制。Chen et al(2005)实证研究发现中国投资银行中的国有股权比率和投资银行的财务绩效之间呈负相关,这部分地表明国有股权控制损害了中国的投资银行功能发挥。Jia and Zhang(2010)在 Chen et al(2005)研究基础上进一步将投资银行的国有股权控制细分为地方政府控制和非地方政府控制,实证研究政府控制对投资银行功能发挥的影响。Jia and Zhang(2010)发现中国的投资银行基本上都是国有控股,并且大多数投资银行的最终控制人是地方政府,因此政府行为对投资银行金融功能的发挥产生很大影响。Jia and Zhang(2010)的实证证据表明,地方政府控制的投资银行承销的地方发行公司 IPO,相比于非当地政府控制的投资银行而言,表现出更低的财务绩效和更差的长期股票收益率。Tian(2011)则认为中国股票市场平均高达 247% 的 IPO 首日折价率主要受到政府对于 IPO 定价监管和 IPO 发行额度控制的影响,并非受到投资银行的金融功能发挥的影响。

(二) 产业组织和公司金融交叉视角的投资银行金融功能研究

从产业组织的视角看,IPO 发行公司和提供股票发行服务的投资银行构成了股票发行的上下游行业,IPO 发行公司提供了可供发行的股票产品,而投资银行则提供股票承销服务。IPO 发行公司所处行业的产业竞争状况对其投资银行的选择从而投资银行金融功能发挥的影响是什么,这一从产业组织和公司金融交叉视角出发对投资银行金融功能的审视,将极大地丰富研究者们对投资银行金融功能的认识。目前这一研究还刚刚起步,较有影响的文献为 Asker and Ljungqvist(2010)。这一研究发现当 IPO 发行公司所处行业竞争较为激烈时,同一行业的竞争对手会避免使用同一投资银行提供的金融服务,目的是为了商业信息的泄露。Asker and Ljungqvist(2010)利用投资银行合并和部分行业监管放松形成的外生冲击,实证发现如果分别承销同一行业两家竞争对手公司股票发行的投资银行合并,则其中一家公司更换投资银行的概率增加 30%。同样,由于部分行业监管放松造成该行业的竞争程度加剧,也会造成该行业中的发行公司避免使用竞争对手的投资银行。Asker and Ljungqvist(2010)进一步发现发行公司避免和竞争对手使用同一投资银行的因素会导致投资银行和其发行客户之间形成较为长期稳定的业务关系并且收取更高的承销费用。

(三) 行为金融视角的投资银行金融功能研究

随着行为金融理论在金融市场研究中的广泛应用,部分文献开始尝试探讨公司 IPO 股票发行中的投资者以及发行公司的非理性行为对投资银行金融功能的影响,正如 Ljungqvist(2007)所说,行为金融视角的投资银行金融功能研究还处于起步阶段。Ljungqvist et al(2006)较早地建立模型考察投资者的过分乐观预期对于投资银行金融功能的影响,在其模型中,投资银行把股票分配给理性的机构投资者,而机构投资者通过逐步出售股票给乐观预期的投资者获利。因此投资银行的股份分配能力以及防止机构投资者过早出售给乐观预期投资者的能力将会影响 IPO 股票发行的份额、IPO 折价程度以及 IPO 后的股价长期表现。Cook et al(2006)对 Ljungqvist et al(2006)的模型提供了实证支持。Cook et al(2006)使用美国市场 1993 至 2000 年 IPO 的数据,实证发现投资银行在 IPO 之前的促销努力能够激发投资者乐观预期,而投资者乐观预期程度的增加将提高 IPO 发行价格,并提高投资银行获得的发行费用,并且投资银行的促销努力取得预期成效将使发行公司在 IPO 之后的后续融资中继续聘用该投资银行。Ljungqvist and Wilhelm(2005)实证检验了关于发行公司的非理性行为对投资银行金融功能影响的理论假说。他们运用行为金融视角的指标度量发行

公司CEO对IPO发行中的牵头投资银行的满意程度,结果发现,这一满意程度越高,发行公司在IPO后的后续融资中更有可能继续聘用该牵头投资银行,并且,投资银行也因为发行公司的满意程度高而获得更高的承销费用收入。

参考文献

- Aggarwal, R., N. Prabhala and M. Puri (2002): "Institutional Allocation in Initial Public Offerings: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, 57, 1421–1442.
- Asker, J. and A.Ljungqvist (2010): "Competition and the Structure of Vertical Relationships in Capital Markets", *Journal of Political Economy*, 118, 599–647.
- Booth, J. and R. Smith (1986), "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15, 261–281.
- Carter, R. and S. Manaster (1990): "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, 45, 1045–1068.
- Carter, R., F. Dark and A. Singh(1998): "Underwriter Reputation, Initial Return and Long-Run Performance of IPO Stocks", *Journal of Finance*, 53, 285–311.
- Chaplinsky, S. and G. Erwin (2009): "Great Expectations: Banks as Equity Underwriters", *Journal of Banking Finance*, 33, 380–389.
- Chemmanur, T. and P. Fulghieri (1994): "Investment Bank Reputation, Information Production and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 49, 57–79.
- Cliff, M. and D. Denis (2004): "Do IPO Firms Purchase Analyst Coverage with Underpricing?" *Journal of Finance*, 59, 2871–2901.
- Cook, D., R. Kieschnick and R. VanNess (2006): "On the Marketing of IPOs", *Journal of Financial Economics*, 82,35–61.
- Cooney, J. Jr, A. Singh, R. Carter and F. Dark (2001): "IPO Initial Returns and Underwriter Reputation: Has the Inverse Relationship Flipped in the 1990s?" Unpublished Working Paper, University of Kentucky.
- Cornelli, F. and D. Goldreich (2001): "Bookbuilding and Strategic Allocation", *Journal of Finance*, 56, 2337–2369.
- Cornelli, F. and D. Goldreich (2003): "Bookbuilding: How Informative is the Order Book?" *Journal of Finance*, 58, 1415–1443.
- Duarte-Silva, T. (2010): "The Market for Certification by External Parties: Evidence from Underwriting and Banking Relationships", *Journal of Financial Economics*, 98, 568–582.
- Fang, L. and A. Yasuda (2009): "The Effectiveness of Reputation as A Disciplinary Mechanism in Sell-side Research", *Review of Financial Studies*, 22, 3735–3777.
- Fernando, C., A. May and W. Megginson (2012): "The Value of Investment Banking Relationships: Evidence from the Collapse of Lehman Brothers", *Journal of Finance*, 67, 235–270.
- Fernando, C., V. Gatchev and P. Spindt (2005): "Wanna Dance? How Firms and Underwriters Choose Each Other", *Journal of Finance*, 60, 2437–2469.
- Gao, X., J. Ritter and Z. Zhu (2011): "Where Have All the IPOs Gone?" Unpublished University of Hong Kong Working Paper.
- Goldstein, M., P. Irvine and A. Puckett (2011): "Purchasing IPOs with Commissions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46,1193–1225.
- Gorton, G. (2009): "The Subprime Panic", *European Financial Management*, 15,10–46.
- Griffin, J., J. Harris and S. Topaloglu (2007): "Why are IPO Investors Net Buyers Through Lead Underwriters?" *Journal of Financial Economics*, 85, 518–551.
- Grossman, J. and J. Stiglitz (1976): "Information and Competitive Price Systems", *American Economic Review*, 66, 246–253.
- Habib, M. and A. Ljungqvist (2001): "Underpricing and Entrepreneurial Wealth Losses in IPOs: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies*, 14, 433 – 458.
- Hanley, K. and G. Hoberg (2010): "The Information Content of IPO Prospectuses." *Review of Financial Studies*, 23, 2821–2864.
- Hao, G. (2007): "Laddering in Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, 85,102–122.
- Ibbotson, R. and J. Jaffe (1975): "'Hot Issue' Markets", *Journal of Finance*, 30, 1027–1042.
- Ince, Ö. (2010): "Why Do IPO Offer Prices Only Partially Adjust?" Unpublished VirginiaTech Working Paper.
- Jenkinson, T. and J. Howard (2009): "Competitive IPOs." *European Financial Management*, 15,733–756.
- Leland, H. and D. Pyle (1977): "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 32, 371–387.

- Jia, N. and H. Zhang (2010): "Impact of Government Ownership on Investment Banks' Underwriting Performance: Evidence from China", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39, 198–228.
- Chen, K., X. Chen, B. Lin and R. Zhong (2005): "The Impact of Government Regulation and Ownership on the Performance of Securities Companies: Evidences from China", *Global Finance Journal*, 16, 113–124.
- Kim, D., D. Palia and A. Saunders (2010): "Are Initial Returns and Underwriter Spreads in Equity Issues Complements or Substitutes?" *Financial Management*, 39, 1403–1423.
- Kovner, A. (2012): "Do Investment Banks Matter? The Impact of the Near Loss of An Equity Underwriter", *Journal of Financial Intermediation*, 21, 507–529.
- Li, X. and R. Masulis (2003), "Venture Capital Investments by IPO Underwriters: Certification or Conflict of Interest?" Working Paper, Vanderbilt University.
- Liu, X. and J. Ritter (2010): "The Economic Consequences of IPO Spinning." *Review of Financial Studies*, 23, 2024–2059.
- Liu, X. and J. Ritter (2011): "Local Underwriter Oligopolies and IPO Underpricing", *Journal of Financial Economics*, 102, 579–601.
- Ljungqvist, A., F. Marston and Jr. W. Wilhelm (2006): "Competing for Securities Underwriting Mandates: Banking Relationships and Analyst Recommendations", *Journal of Finance*, 61, 301–340.
- Ljungqvist, A., F. Marston and Jr. W. Wilhelm (2009): "Scaling the Hierarchy: How and Why Investment Banks Compete for Syndicate Co-management Appointments", *Review of Financial Studies*, 22, 3977–4007.
- Ljungqvist, A. and Jr. W. Wilhelm (2003): "IPO Pricing in the Dot-Com Bubble", *Journal of Finance*, 58, 723–752.
- Ljungqvist, A. and Jr. W. Wilhelm (2005): "Does Prospect Theory Explain IPO Market Behavior?" *Journal of Finance*, 60, 1759–1790.
- Ljungqvist, A., V. Nanda and R. Singh (2006): "Hot Markets, Investor Sentiment and IPO Pricing", *Journal of Business*, 79, 1667–1702.
- Ljungqvist, A. (2007): "IPO Underpricing." Chapter 7 in B. Espen Eckbo (editor) *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Amsterdam: North-Holland.
- Ljungqvist, A. and W. Wilhelm (2002): "IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?" *Journal of Financial Economics*, 65, 167–201.
- Logue, D. (1973): "Premia on Unseasoned Equity Issues, 1965–1969", *Journal of Economics and Business*, 25, 133–141.
- Logue, D., R. Rogalski, J. Seward and L. Foster-Johnson (2002): "What Is Special About the Roles of Underwriter Reputation and Market Activities in Initial Public Offerings?" *Journal of Business*, 75, 213–243.
- Loughran, T. and J. Ritter (2002): "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?" *Review of Financial Studies*, 15, 413–443.
- Loughran, T. and J. Ritter (2004): "Why has IPO Underpricing Increased Over Time?" *Financial Management*, 33, 5–37.
- Martin, J. (2010): "Prop Ups During Lockups." Unpublished University of Amsterdam Working Paper.
- Michael, R. and W. Shaw (1994): "The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of the Adverse Selection and Signaling Theories", *Review of Financial Studies*, 7, 279–320.
- Mishkin, F. (2012): *Economics of Money, Banking, and Financial Markets*, 10th Edition, Prentice Hall.
- Nimalendran, M., J. Ritter and D. Zhang (2007): "Do Today's Trades Affect Tomorrow's IPO Allocation?" *Journal of Financial Economics*, 84, 87–109.
- Reuter, J. (2006): "Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds," *Journal of Finance*, 61, 2289–2324.
- Ritter, J. (2011): "Equilibrium in the Initial Public Offerings Market", *Annual Review of Financial Economics*, 3, 347–374.
- Schenone, C. (2004): "The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing", *Journal of Finance*, 59, 2903–2958.
- Sherman, A. and S. Titman (2002): "Building the IPO Order Book: Underpricing and Participation Limits with Costly Information". *Journal of Financial Economics*, 65, 3–29.
- Spindler, J. (2006): "Conflict or Credibility: Research Analyst Conflicts of Interest and the Market for Underwriting Business", *Journal of Legal Studies*, 35, 303–325.
- Tian, L. (2011): "Regulatory Underpricing: Determinants of Chinese Extreme IPO Returns", *Journal of Empirical Finance*, 18, 78–90.
- Freixas, X. and J. Rochet (2008): *Microeconomics of Banking*, 2nd Edition, the MIT Press.