



香 港 樹 仁 大 學

安靜期及穩價行爲
對 IPO 股價產生的影響

戴學文

2011 年 7 月

經濟及金融學系

Department of Economics and Finance
Hong Kong Shue Yan University

July 2011

All Rights Reserved
ISBN: 978-988-18444-5-3
Copyright © 2011 by Hong Kong Shue Yan University

Please address any comments and further inquiries to:

Dr. Shu-kam Lee
Coordinator
Department of Economics and Finance
Hong Kong Shue Yan University
10 Wai Tsui Crescent
Braemar Hill Road
North Point
Hong Kong
Fax: 2806-8044
Tel: 2806-5121 (Mr. Jeffery Chan)
Email: sklee@hksyu.edu

摘要

在 IPO 上市時，一般會有較多的限制，引致 IPO 股票價格出現較異常的走勢。在筆者另一編研究「香港 IPO 價格表現影響因素與保薦人行為關係研究」中，其結果呈現保薦人及承銷商的行為股價表現存在影響。本文會集中研究安靜期及穩價行為，發現穩價行為會防止或減慢股價下跌，或減少下跌幅度；而穩價行動引致投資者對 IPO 前景較為樂觀，加深股價偏離合理價格。在安靜期中，投資者行為可能出現「另類的羊群效應」，也會導致股價偏離合理價格。

1 「香港 IPO 價格表現影響因素與保薦人行為關係研究」的結果

根據「香港 IPO 價格表現影響因素與保薦人行為關係研究」的結果，在安靜期中，IPO 股價表現有別於其它不同時段。其表現只與自身股票因素呈顯著性，而不與股票市場及經濟變量呈顯著性。在本研究中，會論述出現以上情形的可能性。

表 1：多元回歸分析結果 - t 檢驗的回歸係數及顯著性概率

變量簡稱	變量定義	上市首日	靜默期	禁售期	解禁期
	多元回歸常數	11.287 (0.000)	-0.288 (0.001)	0.123 (0.018)	0.062 (0.345)
SPa	前一隻IPO股票的上市首日收益率	0.207 (0.000)			
SPb	該股上市首日的收益率		0.049 (0.000)	-0.004 (0.000)	
SPc	該股上市後一個月的平均收益率			0.286 (0.000)	-0.110 (0.000)
SPd	該股上市後二個月至六個月的平均收益率				1.165 (0.000)
SPe	該股上市後七個月至十二個月的平均收益率				

續表

變量 簡稱	變量定義	上市 首日	靜默期	禁售期	解禁期
SVb	上市首日IPO股票成交量	2.1×10^{-8} (0.006)	-2.1×10^{-9} (0.006)		
SVc	該股上市後一個月的平均成交量		1.4×10^{-8} (0.001)	-3.4×10^{-9} (0.000)	
SVd	該股上市後二個月至六個月的平均成交量			8.5×10^{-9} (0.000)	
SVe	該股上市後七個月至十二個月的平均成交量				
IPa	招股首日至上市首日的恆生指數平均收益率	9.941 (0.000)			
IPb	上市首日的恆生指數收益率				
IPc	上市後一個月的恆生指數平均收益率			-0.169 (0.000)	
IPd	上市後二個月至六個月的恆生指數平均收益率			1.045 (0.000)	-1.428 (0.000)
IPe	上市後七個月至十二個月的恆生指數平均收益率				1.147 (0.000)
IVa	招股首日至上市首日的恆生指數平均成交量				
IVb	上市首日的恆生指數成交量				
IVc	上市後一個月的恆生指數平均成交量				
IVd	上市後二個月至六個月的恆生指數平均成交量				
IVe	上市後七個月至十二個月的恆生指數平均成交量				

續表

變量 簡稱	變量定義	上市 首日	靜默期	禁售期	解禁期
BLai	招股日至上市首日的平均同業拆息（隔夜）				
BLaii	招股日至上市首日的平均同業拆息（隔夜）之升跌				
BLb	上市首日的銀行同業拆息（隔夜）				
BLc	上市後一個月的平均銀行同業拆息（隔夜）				
BLd	上市後二個月至六個月的平均銀行同業拆息（隔夜）			-0.300 (0.014)	
BLe	上市後七個月至十二個月的平均銀行同業拆息（隔夜）				-0.039 (0.012)
	相關性 R^2	0.110	0.764	0.731	0.669
	校正相關性 R^2 (Adjusted R^2)	0.105	0.763	0.728	0.666
	德賓 - 沃森 d 檢驗	2.073	1.956	1.905	1.830
	F 檢測	21.79	568.38	203.24	212.07
	F 檢測的顯著性(p-value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)

2 安靜期及穩價行爲引致股價表現脫離基本經濟因素

在新上市一個月內，承銷商有兩個獨有行爲及一個跨期限的行爲：

(1) 安靜期（上市首天至一個月）

承銷商不應爲新上市公司發出任何投資研究。除非該商號在其正常業務過程中，一直以來都有按合理的規律定期就該上市公司發出投資研究，或在當發生會影響有關證券的價格，且已爲公眾所知悉的重大事件的情況下發出投資研究則除外。

(2) 穩定價格期（上市首天至一個月）

穩定價格操作人可純粹爲防止任何有關證券的市場價格下調或減少其下調幅度，而購買該上市股票。

(3) 包銷協議中的禁售期(上市首天至六個月)

基礎投資者及策略投資者等承諾，不出售其持有的上市發行人的股份。

在學•投資網站的〈香港股票市場〉文章中，論述香港的金融市場有以下兩個特點：(1)資本自由流通；及(2)聯繫匯率制度。

資金進出香港是完全自由且不受管制。證券市場亦同樣容許資本自由進出；因此，在股市動盪期間，可能會出現大量、急速且不穩定的資金流動。而在香港，外地投資者交易比重佔市場總成交金額 41% (外地機構投資者佔 38%，而外地個人投資者則佔 3%)，導致資金流動更不穩定，香港證券市場亦因此而承受這方面的風險。

在 1983 年，聯繫匯率制度創立，7.8 港元與 1 美元掛鈎。在聯繫匯率制度下，香港要犧牲利率政策的自主性。不論香港的經濟表現如何，港元利率大致跟隨美元利率上落。在某程度上，利率的改變對股市表現是存在影響，故股市表現是間接受到香港以外的因素所影響。

資金能自由流進及流出香港的銀行體系，當大量外國資金兌換成港幣，並流入香港，因香港實行聯繫匯率制度，金管局承諾港幣與美元的兌換率在 7.75 至 7.85

的兌換範圍內。匯率不會因資金流入或流出而作出大幅度的調整，而資金流入或流出卻引致貨幣基礎擴張或收縮，最終會令本地利率下降或上升，而香港銀行同業拆息是最能代表香港資金流動性的利率。

在聯繫匯率制度及利率政策的失去自主性的情形下，資金的流入或流出香港，便不能以匯率及利率進行調節，過度流入的資金會引致資產價格大幅上升；過度流出的資金亦會引致資產價格大幅下跌。

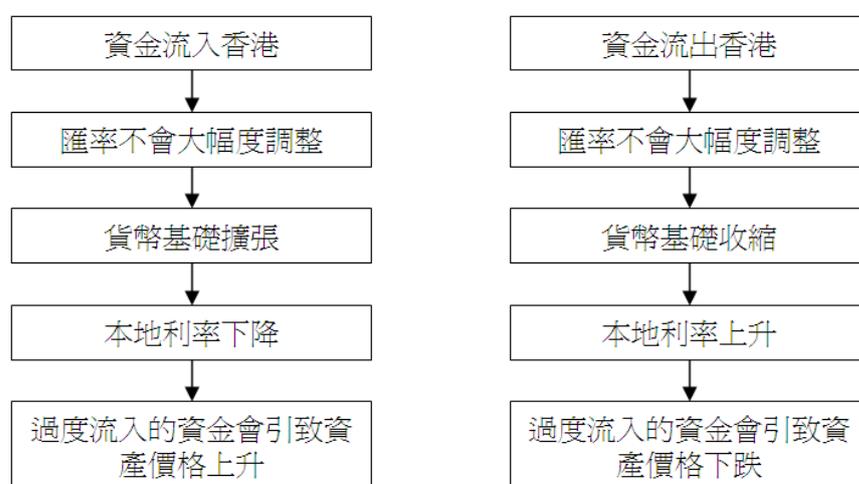


圖 1： 資金流動與資產價格關係圖 - 一般情形

然而，承銷商為新上市公司發出任何投資研究，其內容主要是公司內在因素及外在因素對個別行業的分析。若承銷商被禁止發出或不發出任何投資研究，新上市公司的股價表現應不受到影響。而擁有內幕消息的控股股東、創業基金及基礎投資者等內幕人士，因被禁售期所限制，不能以其獨有的內幕消息買賣，故承銷商被禁止發出或不發出任何投資研究，應該不會引致 IPO 股價表現脫離基本經濟因素。

當然，禁售期的限制亦未能完全限制內幕人士出售股票。在二零零七年十月十七日《經濟日報》〈恒鼎(1393)閃電批股 投行被指角色衝突〉一文中指出：

恒鼎(01393.HK)上市不足一個月，即有主要股東批股，引發市場對招股書披露，以至投資銀行角色衝突關注。……於9月21日掛牌的恒鼎，本週

一 停牌涉及第二大股東霸菱基金悉售持股套現。原本霸菱須遵守六個月的禁售期，但原來招股書「包銷」欄目中指出：「其不會在未經全球協調人事先書面同意前」沽售股票。……同時，恒鼎的全球協調人，以及是次批股的投資銀行間為瑞銀，更引來有否涉及角色衝突的關注。

控股股東能影響公司的運作及決策，亦能獲取較多的公司內部及整個行業的資訊，對公司的價值有充份瞭解。在上市之初，投資者對 IPO 公司認識不深，股票價格未必能反映公司的真正價值。若控股股東在高價沽售股票，對投資者不公平。禁售期是要避免不對稱資訊所帶出來的問題。

霸菱基金(Baring Private Equity) 是恒鼎首次公開發售前投資者(Pre-IPO)，持有 2.2 億股，相當於恒鼎 10.68% 股權，故霸菱基金並不是控股股東。法例上並不限制其禁售期的沽售活動，但承銷商會要求 IPO 前、基礎及策略投資者作出禁售期的協議。因客觀環境是會改變的，主要股東可能有需要於禁售期內出售(例如：個人財務需要)。在上市時，會訂立一些較有彈性的禁售期條款，而「不會在未經全球協調人事先書面同意前沽售股票」條款是最常用。但包銷協議中的禁售承諾並不是法定的要求，而是在 IPO 市場的習慣，故沒有法例約束力。

在恒鼎事件中，最受關注的是承銷商瑞銀(UBS)的利益及角色衝突。恒鼎於 2008 年 9 月 21 日上市，瑞銀是恒鼎的聯席承銷商(另一位承銷商是匯盈融資 VC Capital)，在 2007 年 10 月 17 日，瑞銀的承銷商職責仍然生效，瑞銀不應做出一些行為及決定，為恒鼎帶來負面的影響。

恒鼎於 2007 年 10 月 17 日公告及通告中 作出遺憾宣佈:

董事會欲重申，在 2007 年 10 月 15 日營業時間結束後並緊接配售圓滿完成前，才獲賣方通知有關配售事宜。對於賣方未有事先向本公司給與合理通知情況下，已與配售代理訂立配售協定，董事會深表遺憾。

在復牌日(2007 年 10 月 17 日)，恒鼎股價最低下挫至 13.82 元(8.3%)，收市報 14.52 元，跌幅收窄至 3.7%。在截至 2007 年 11 月 1 日更下跌 11.6 元，同期恒生指數

在 11 月 1 日升至最高位 31,492 點。

瑞銀更成爲霸菱基金持有恆鼎股票的包銷商，更惹來利益衝突的關注。在 2007 年 10 月 16 日《頭條日報》〈霸菱沽恆鼎獲利 27 億〉一文中指出，霸菱基金套現最多三十一億五千萬元，估計獲利最少將達二十七億四千多萬元。而在 2007 年 10 月 18 日《明報》〈霸菱「閃電」盡沽 恆鼎禁售期形同虛設〉一文中指出，瑞銀(UBS) 在 6,000 萬元佣金利誘之下，瑞銀自然大開「方便之門」，招股書內禁售期的條文，便變得形同虛設。

但是，以上情形並不是經常發生，而且是一次性影响股價，故對整體模型的研究影响不大。

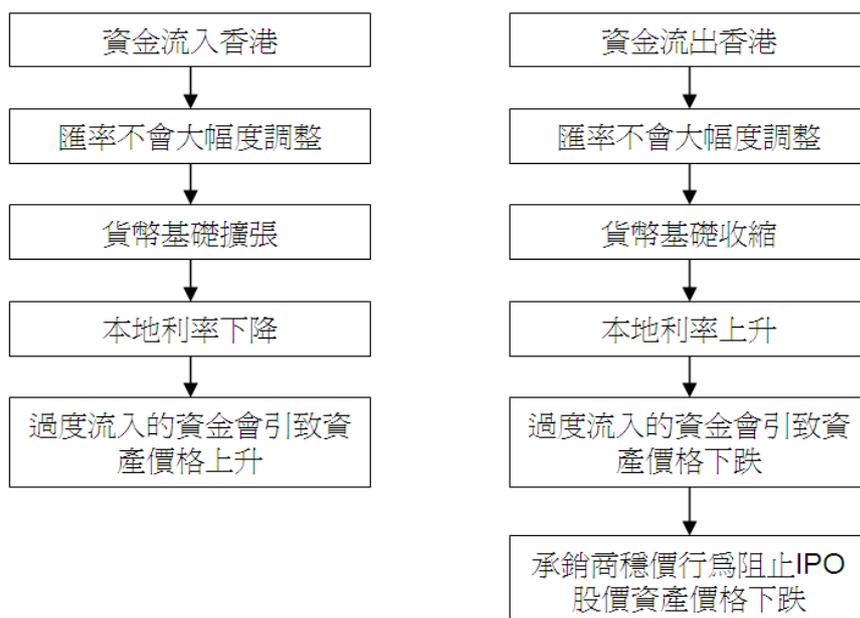


圖 2： 資金流動與資產價格關係圖 - 承銷商穩價行為

而承銷商的穩價行為卻會引致股價表現脫離基本經濟因素。當資金流進香港，因香港實行聯繫匯率制度，匯率不會因資金流入而作出大幅度的調整，資金流入卻引致貨幣基礎擴張，最終會令本地利率下降，過度流入的資金會引致資產價格上升。承銷商並不會在股價上升時，作出穩價行為，股價表現與利率的關係，在理論上是存在的。

但是，當資金流出香港，因香港實行聯繫匯率制度，匯率不會因資金流走而作出大幅度的調整，資金流出卻引致貨幣基礎收縮，最終會令本地利率上升，過度流出的資金會引致資產價格下跌。承銷商一般會在股價跌破招股價時，作出穩價行為，股價表現與利率的關係，在理論上是不存在的。故此，承銷商的穩價行為會令 IPO 股價，表現偏離於正常影響因素，防止或減慢股價下跌，或減少下跌幅度；而穩價行動亦引致投資者對 IPO 前景較為樂觀，加深股價偏離合理價格。

3 安靜期及穩價行爲引致股價表現脫離基本股票市場因素

Daniel, Hirshleifer, and Subrahmanyam (1998) 設計了一個投資者行爲的模型，投資者的行爲是會受到投資者的對擁有私人的信息而過分自信及自我歸因偏差 (self-attribution bias - 投資者認爲，若投資結果是成功的，主要原因是自己的技能所導致；當投資結果是失敗的時候，便歸咎於運氣不好)，導致投資者對私人信息的反應過度及公開信息的反應不足。因此，若股票價格變化是建基於私人信息上，股票價格變化一般是會存在部份逆轉的。當短期股價因私人信息而上升，長期股價便會下跌，但是短期股票價格的上升幅度大於長期股票價格的下跌幅度。當短期股價因私人信息而下跌，長期股價便會上升，但是短期股票價格的下跌幅度大於長期股票價格的上升幅度。若股票價格變化是建基於公開信息上，短期股價變化與長期股價變化存在正相關。因爲內部人士因被禁止出售股票，而分析師不能發出研究報告，以提供更多的信息，在安靜期中出現較大的股價變動，被假定爲公開信息的結果；並導致投資者的反應不足。這種源自信息影響的反應不足，會引致股票價格變化的方向，與原觸發信息是一致的。

Wiggenhorn and Madura (2005) 對於股價下跌，是受到流動性的影響。承銷商有責任爲新上市公司穩定其股價，防止股價下跌。因此，新上市公司股價下跌，導致承銷商買入股票，以穩定價格，或間接地推升股價。在公開信息的反應不足及穩價行爲兩種作用下，其最終結果將取決於那種力量較大。

Ruud (1993)的穩價行爲研究，是以推論統計的技巧，描繪出穩價行爲下，IPO 回報的整體分佈。Ruud 分析了在 1982-1983 年間 463 間上市公司的數據，其結論認爲，承銷商的穩價行爲會做成左截的回報分佈(a left-handed truncation of return distribution)，並顯示出正分配偏態(positive skewness)，在常態分佈下的負回報被轉化成零回報。而高發行價的 IPO 表現出較少的分配偏態，爲高發行價的 IPO 進行穩價行爲的機會是少於低發行價的 IPO。

穩價行爲主要分爲三種類:

(1) 純穩價行爲(Pure Stabilization)

承銷商會以具穩定作用的買盤 (Stabilising Bids)，在公開市場上購買股票，導致股票需求不斷增加，股價因而向上。

(2) 懲罰性要約(Penalty Bids)

懲罰性要約的目的是減少來自迅速換手交易的沽售壓力，承銷商在分配股票予經紀行時，會附加額外條款。若經紀行的顧客進行迅速換手交易，經紀行需退回承銷商所給予的優惠或報酬。懲罰性要約一般不會對 IPO 投資者作出懲罰，但可能會影響在經紀行層面的股票分配。若監管機構沒有明確的股票分配規則，經紀行會傾向於把股票分配予中、長線投資者。

(3) 承銷商採用的空頭頭寸(The Syndicate Short Position)

當承銷商替上市公司準備上市安排時，其中一項是綠鞋期權(Greenshoe Option)。綠鞋期權是容許承銷商發行多於上市文件中的股票發行數量，一般是新股發行數量的 15%，故承銷商便可超額發售新股。

Aggrawal (2000)的研究是觀察承銷商的實際行爲，並發現穩價行爲的存在，該穩價行爲是歸因於上市後承銷商採用的空頭頭寸，而非純穩價行爲。換言之，承銷商並不直接在公開市場作出純穩定價格的行爲，而是以空頭頭寸去穩定股票價格。

當上市後的股價低於發行價，承銷商不會行使綠鞋期權，直接從公開市場構入股票，回補其空頭頭寸。除了有純穩價行爲的效果(即增加股票需求，減低股價向下的壓力)；並因此而減少股票供應量，導致另一股阻止股價下行壓力力量的出現。當上市後的股價高於發行價，承銷商便會行使綠鞋期權，從上市公司處，取得額外的股票發行量，而額外發行股票的價格卻保持在招股價。

股票價格被人爲地防止下跌或減小下跌幅度；但上升幅度沒有被干預，甚至因穩價行爲而出現股價上升(投資者因知道穩價行爲的存在，而妄顧股票投資的風險，股價上行的機會大於股價下行，投資者買進股票以圖賺取的利潤)。另一方面，IPO 股票的供應量(包括空頭頭寸及禁售期前後)的變化亦較大，這些因素引

致股價表現脫離基本股票市場因素。

在安靜期中，投資者行爲可能出現「另類的羊群效應」：承銷商帶領公司上市，安排投資者認購 IPO，是牧羊人角色，投資者是羊群。但承銷商的牧羊人角色出現真空期，就是安靜期。在安靜期階段，投資者作出投資決定，只能依靠上市文件、一些公開新聞資訊、及一些「內部消息」。該些「內部消息」可能只是一些「在市場上流傳而又不能確定的消息」，故在上市公司資訊中的雜訊，比市場上其它股票的雜訊為多，引致股價表現脫離基本股票市場因素。

在安靜期中，承銷商不應為新上市公司發出任何投資研究；但在安靜期後，承銷商及其它研究機構便可發出相關的投資研究。Michaely and Womack (1999) 研究承銷商的投資研究建議，是否影響股價表現。在安靜期完結後，Michaely and Womack 收集投資研究建議，發現承銷商給予「買入」的建議，比其它無關聯的研究機構所發出的「買入」建議，多百分之五十，而投資者似乎更傾向接受承銷商所發出存有偏見的建議。雖然承銷商的「買入」建議所帶來價格變動的表現，不及非承銷商般好。在上市後兩年內，承銷商所建議的 IPO 股票，其表現明顯地比及非承銷商差，而 Michaely and Womack 證明表現的差異源自承銷商的偏見，而非缺乏分析技能。以上 Michaely and Womack 的研究結果，若套入「羊群心理」中，就為「另類的羊群效應」提供實際的支持。

4 總結

穩價行動引致投資者對 IPO 前景較為樂觀，加深股價偏離合理價格，故穩價行為引致股價表現脫離基本經濟因素。在安靜期中，投資者行為可能出現「另類的羊群效應」，也會導致股價偏離合理價格，引致股價表現脫離基本股票市場因素。

參考文獻：

Aggrawal, R. (2000) “Stabilization Activities by Underwriters after Initial Public Offerings.” *Journal of Finance*, 55, pp 1075–1103

Daniel, Kent, Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (1998), “Investor psychology and security market under- and over-reactions”, *Journal of Finance*, 53, 1839–1886.

Michaely, R. and Womack, K. (1999) “Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations”, *Review of Financial Studies*, 12-4, pp 653-86.

Ruud, J. (1993), “Underwriter Price Support and the IPO Underpricing Puzzle.” *Journal of Financial Economics*, 34, 135–151.

Wiggenhorn, J. and Madura J. (2005) “Impact of Liquidity and Information on the Mispricing of Newly Public Firms”, *Journal of economics and Finance*, Vol 29, pp.203-220

〈香港股票市場〉，香港證監會 - 學 · 投資網站
<http://www.invested.hk/invested/tc/html/section/mrisk/hk.html>

The objective of the series is to arouse intellectual curiosity and encourage research activities. The expected readership will include colleagues within Hong Kong Shue Yan University, as well as academics and professionals in Hong Kong and beyond.

Important Note

All opinions, information and/or statements made in the papers are exclusively those of the authors. Hong Kong Shue Yan University and its officers, employees and agents are not responsible, in whatsoever manner and capacity, for any loss and/or damage suffered by any reader or readers of these papers.



Department of Economics and Finance
Hong Kong Shue Yan University