

# 创业板 IPO 市盈率与超募率的影响因素研究

## ——基于券商声誉及私募股权投资的实证分析

张亦春 洪图

(厦门大学 金融系 福建 厦门 361005)

**摘要:** 创业板市场高发行市盈率与高超募率的现象一直是学术界与实务界极为关注的问题。基于信息不对称及新股发行利益链等理论的分析表明,承销商声誉与私募股权投资是影响创业板 IPO 市盈率与超募率的潜在重要因素。针对创业板 260 家公司 IPO 数据进行的实证研究结果表明:(1) 承销商声誉与发行市盈率及超募率均显著正相关;(2) 私募股权投资与发行市盈率存在显著正相关关系,但私募股权投资并不显著提高 IPO 公司的超募率。因此,为解决我国创业板一级市场定价问题及提高创业板投融资效率,相关部门应重视新股发行利益链中的利益分配及行为规制,增强承销商的保荐责任,延长其保荐责任期,支持私募股权的发展,严惩 IPO 过程中的欺诈行为,加强对各利益群体的引导与监督。

**关键词:** 发行市盈率;超募率;承销商声誉;私募股权投资;创业板

中图分类号: F830.9 文献标识码: A 文章编号: 0438-0460(2012)03-0042-08

## 一、引言

作为我国资本市场的一个重要组成部分,创业板市场承担着扶持高新技术中小企业,完善风险投资退出机制,深化我国多层次资本市场体系改革三大任务。但创业板从推出开始即因“高发行价、高发行市盈率、高募集资金”的三高现象而饱受诟病,畸高的发行价与巨额的超募资金不仅损害了广大中小投资者的利益,更引发了资金浪费、创业家人才流失与社会资源错配等严重问题,与我国推出创业板的目背道而驰。我国监管部门对此高度关注与重视,在新股发行的第二阶段改革中采取了一系列措施,包括进一步完善报价申购和配售约束机制、扩大询价对象范围、增强定价信息透明度、完善回拨机制和中止发行机制,但效果并不十分明显。2010 年全年创业板市场三高现象愈演愈烈,上百倍的市盈率屡见不鲜。2011 年股票市场的疲软下滑使三高现象有所缓解,但创业板市场的发行市盈率及超募率仍处于高位,2011 年发行的创业板新股平均市盈率与超募率分别达到 51.3 倍与 1.4 倍,发行价格虚高与资金超募严重的问题仍然存在。在目前发行定价体制下,如果股票市场回暖,可以预见三高现象将进一步加剧。

收稿日期: 2011-10-14

作者简介: 张亦春,男,福建福州人,厦门大学金融系教授、博士生导师;洪图,男,福建泉州人,厦门大学金融系博士研究生。

因此,当前探究创业板公司发行市盈率与超募率的影响因素,对于进一步推进新股发行制度改革,具有重要的理论与现实意义。遗憾的是目前相关研究较少(特别是私募股权投资<sup>①</sup>对超募率的影响,现有研究仍然是空白),并且其中大多数或者缺乏全面的理论探讨或者缺乏足够的实证支持。有鉴于此,本文从中介与卖方的角度出发<sup>②</sup>,应用信息不对称理论,探讨了承销商声誉及私募股权投资对创业板公司发行市盈率与超募率的影响,并从新股发行利益链的角度补充完善了现有理论。本文的实证研究综合考虑和控制了微观因素和宏观因素,全面地考察了承销商声誉及私募股权投资对发行市盈率与超募率的影响。实证结果验证了本文的理论探讨:声誉越好的承销商会导致更高的发行市盈率与更高的超募率;私募股权投资支持的 IPO 公司具有更高的发行市盈率,但不具有更高的超募率。本研究进一步深化了我们对 IPO 定价影响因素的认识,揭示了创业板发行市盈率及超募率高企的症结所在,为下一阶段的新股发行制度改革提供了理论与经验证据。

## 二、理论分析与研究假设

交易双方的信息对称程度是影响资本市场运行效率的重要因素。理想市场中的信息应当是对称的,但在现实中却存在着大量的信息不对称。在股票发行市场中,这种信息不对称体现为发行者掌握本公司各方面的情况,而投资者对该公司的了解则往往局限于公开的资料。发行者的信息优势使得其具有隐藏真实信息以获取高价发行的倾向。因此,现有的西方经济理论主要从信息不对称的角度出发,考察承销商声誉、私募股权投资及其他机构投资者对新股定价的影响。鉴于发行价格与新股抑价之间的紧密关系<sup>③</sup>,本文借用部分抑价研究成果来进行理论上的探讨。

在承销商方面,作为证券发行市场中最重要“信息生产者”和“认证中介”,承销商在新股定价中的作用备受关注,Booth 和 Smith(1986)提出了“认证中介”假说,认为“不可挽回的声誉资本”(nonsalvageable reputational capital)是承销商向投资者有效传递 IPO 企业内部信息与内在投资价值的重要前提。承销商在发行中的一个重要作用就在于以自身“不可挽回的声誉资本”作为担保,向投资者传递信息,表明其制定的发行价格是正确反映企业价值的发行价格。声誉越高的承销商越容易赢得投资者信任,缓解发行过程中的信息不对称问题,从而能够降低发行折价,提高企业的发行价格。Carter 和 Manster(1990)通过建立相关模型,严格证明了承销商声誉与 IPO 抑价的负相关关系。Michaely 和 Shaw(1994),Tinic(1998),Bates 和 Dunbar(2002)等人的实证结果均发现承销商的高声誉能够降低 IPO 抑价。我国学者也做了相应的研究,早期文章大部分并没有发现承销商声誉与 IPO 抑价之间存在负相关,如田嘉和占卫华(2000)、胡旭阳(2003)与郭泓和赵震宇(2006)等。而近几年的研究则逐渐支持“认证中介”假说:徐浩萍和罗炜(2007)对 2002 至 2004 年间 227 家 A 股 IPO 公司进行实证研究,发现声誉高的投资银行可以显著降低 IPO 发行抑价,并且能够在

<sup>①</sup> 不同国家或者经济体对私募股权投资、风险投资和创业投资的定义稍有差别。美国风险投资协会(NVCA)将私募股权投资定义为所有向企业提供长期股权资本的私募基金,NVCA 认为风险投资和创业投资均为私募股权投资的一种。英国风险投资协会(BVCA)则将风险投资看成是私募股权投资的替代名词。欧洲风险投资协会、香港风险投资协会和台湾风险投资协会亦将创业投资与私募股权投资完全等同。因此,本文将三者统称为私募股权投资。参见臧展《私募股权投资理论与中国的实践》,《经济理论与经济管理》2009 年第 11 期。

<sup>②</sup> IPO 定价是一个复杂的博弈过程,其中涉及中介—券商、卖方—原有股东及买方—询价对象等各方面利益群体。在目前的发行制度下,询价机构众多,网下申购倍数平均达 47 倍,买方竞争极为激烈,容易陷入恶性竞价申购,从而使中介与卖方主导了 IPO 定价过程。IPO 中介即为证券承销商(或称投资银行),卖方则可分为个人股东及机构投资者,其中机构投资者中的私募股权基金是专业的一级市场投资者,具有代表性。

<sup>③</sup> 新股抑价即为上市首日价格与发行价格之间的差额。因此,对同一公司而言,发行价格越高,其新股抑价越低。

未来获得更多数量以及更高质量的上市公司认可。王霞,徐晓东和王宸(2011)则认为,我国早期IPO市场上的管制使得承销商声誉对新股发行定价高低无显著的影响,而随着新股发行市场化改革的推进,承销商声誉将发挥其“认证作用”,增加发行公司在机构投资者心中的筹码,提高机构投资者的报价,进而会产生更高的发行价格,同时导致更多的超募资金。因此,在“认证中介理论”与上述研究成果的基础上我们提出假设:

H1: 承销商声誉越高,发行市盈率越高。

H2: 承销商声誉越高,超募率越高。

西方理论界认为私募股权投资(以下简称PE)对IPO定价的影响体现为“监督作用”和“认证作用”。一方面,PE为了维护自身利益,必然积极参与发行公司的各方面决策,对企业进行有效的监督,通过分阶段注资、制定约束性合同来约束企业管理者的经营行为。在上述过程中,提升了企业价值,体现了“监督作用”。另一方面,PE作为发行公司的内部股东,对发行公司的信息有充分的了解,有助于减小发行过程中的信息不对称,体现了“认证作用”。“监督作用”与“认证作用”的结合,降低了发行抑价,提高了发行市盈率。Barry, Muscarella, Peavy 和 Vetsuypens (1990)对美国1978年至1987年间PE支持公司的表现进行了深入分析,发现PE机构会在IPO后长期持有企业股份,并委派董事,积极监督管理层;他们认为PE带来的“监督作用”被市场所认同,因此降低了IPO抑价。Megginson 和 Weiss(1991)则认为,PE的投资具有“认证作用”,有助于缓解发行者与投资者间的信息不对称问题,从而降低企业的IPO抑价。但也有学者得出相反的结论,Shu, Yeh, Chiu 和 Ho(2010)的实证研究发现,PE的声誉是解释IPO抑价最重要的因素,声誉越高则抑价越高。国内学者对此问题也进行了一定程度的探讨,陆正华,梁彤纓和陈锐锋(2008)对A股市场1990年1月至2007年12月期间上市的公司进行实证研究,结果表明:PE支持的公司抑价率明显低于非PE支持的公司,同时吸引了更多的机构投资者和更高声誉的承销商,但没有明显降低发行费用,PE的“认证作用”得到部分证实。邓尧刚(2010)则发现,IPO市盈率与PE参与公司治理的程度正相关,体现了PE的“监督作用”。基于以上研究成果,本文认为PE的“认证作用”与“监督作用”能够降低发行抑价,提高发行市盈率和超募率。因此,本文提出以下假设:

H3: PE支持的公司,发行市盈率显著高于其他公司。

H4a: PE支持的公司,超募率显著高于其他公司。

以上分析基于西方经典理论,这些理论源于发达国家的成熟市场,我国资本市场成立仅仅30年,处于快速发展的阶段,很多制度有待完善,市场化仍有待进一步推进,不能简单地套用西方理论。我们认为,除了从信息不对称等经典理论的角度来考虑之外,更应从新股发行利益链入手,分析相关利益方的诉求,从源头上探寻影响创业板市场发行市盈率及超募率的原因。一方面,新股发行价格越高,承销商可以获得更多的承销费,发行公司亦可以获得更多的资金,在这个意义上二者均倾向于高价发行,即提高发行市盈率,因此关于发行利益链的探讨支持H1、H3假设。另一方面,巨额的超募资金很难在短时间内找到合适的投资项目,这导致了两难选择:若仓促扩大项目甚至上马新项目,会给公司带来很大的投资风险,不利于公司稳定发展;若存放在银行获取固定利息则导致资金使用的低效率,不利于公司净资产收益率的提高。此外,巨额的超募资金有可能引发公司控股股东的侵占行为。因此,作为专业的投资机构,PE从自身利益最大化角度考虑,会积极发挥自身专业优势,优化目标公司的投融资决策,提高募集资金使用效率,降低超募率。但由于PE本身的“监督作用”和“认证作用”将提高发行市盈率及超募率,因此上述三个因素综合导致的结果仍不能确定。为此,我们提出以下备择假设:

H4b: PE支持的公司,超募率显著低于其他公司。

H4c: PE支持的公司,超募率与其他公司无显著差异。

此外,超募率高企虽然影响企业长期发展,但对承销商利益无明显负面影响,因此承销商不会针对企业超募问题进行额外的辅导,因此关于发行利益链的探讨仍支持 H2 假设。

### 三、研究设计

#### (一) 样本选择

本文选取以 2011 年 8 月 19 号前招股的所有创业板公司为样本,共有 260 家创业板公司招股上市,足够的样本数量使研究结果更为稳定可靠。本文数据主要来源于 WIND 数据库,企业家信心指数源于国家统计局网站,私募股权投资排名来源于清科数据库。二次数据处理主要通过 Excel 软件完成,使用 STATA 软件得到最终统计分析和回归分析结果。

#### (二) 变量度量与回归模型构建

##### 1. 变量度量

本文模型因变量分别为发行市盈率 PE\_RATIO 与超募率 O\_RATIO,PE\_RATIO 取发行后市盈率,O\_RATIO 为超募资金占计划募集资金的比率,计算公式为:

$$O\_RATIO = (NET\_FUND - P\_FUND) / P\_FUND$$

其中 NET\_FUND 为扣除发行费用后的净募集资金,P\_FUND 为计划募集资金。解释变量分别为承销商声誉 UND\_RP 与私募股权投资虚拟变量 PE。关于承销商声誉的度量,目前国内研究主要采用 M-W 百名系统。该方法是 Megginson 和 Weiss(1991)提出的,以承销商在证券承销市场中的份额作为声誉的衡量指标。本文亦借鉴 M-W 排名系统,采用 2009-2011 年各承销商 IPO 承销金额的对数作为承销商声誉 UND\_RP 的替代指标,另按排名将券商分为知名券商(排名前十)和一般券商(排名十名以外),知名券商对应 UND\_RP\_V 虚拟变量为 1,一般券商对应 UND\_RP\_V 虚拟变量为 0。关于私募股权投资虚拟变量 PE,其数据来源于招股说明书,依照其公司的经营内容而非名称来判断其是否为私募股权投资,然后将私募股权投资支持公司的 PE 虚拟变量设为 1,否则设为 0。另外,本文依据清科数据库的《2010 年度中国创业投资暨私募股权投资年度排名》,将排名前 20 的私募股权投资的支持公司 PEFAMOUS 虚拟变量设为 1,否则设为 0。UND\_RP\_V 与 PEFAMOUS 均用于检验结果的稳定性。

为得到因变量与解释变量间准确的关系,参考前人研究,本文对一些因素进行控制。这些因素可以分成微观因素与宏观因素,微观因素为反映公司自身情况和增长前景的各种要素的总和,包括:(1)每股经营活动现金流 CASH。(2)每股收益 EPS。(3)净利润增长率 GR。(4)资产负债率 LEV。(5)公司规模变量 SIZE,本文使用总资产的自然对数作为公司规模的替代变量。上述五个内部控制变量均采用公司 IPO 前一年的数据。(6)最终控制人性性质虚拟变量 SOE,如果最终控制人性性质为国有,取值为 1;否则取值为 0。(7)行业 IND,当发行公司是冶金、化工、化纤、造纸、纺织服装、机械制造等传统行业时,令 IND 虚拟变量为 0,否则为 1。宏观因素则反映公司所处的外部环境,包括:(8)宏观经济变量 ECI。企业家信心指数具有行业覆盖面较广、综合性较强的优点,本文选用其为宏观经济的替代变量。(9)年度虚拟变量 YEAR09,在 2009 年招股取值为 1,否则为 0。(10)年度虚拟变量 YEAR10,在 2010 年招股取值为 1,否则为 0。

##### 2. 控制变量与回归模型构建

本文构建了模型(1)来考察发行市盈率与承销商声誉及私募股权投资之间的关系:

$$PE\_RATIO_i = \alpha_0 + \alpha_1 UND\_RP_i + \alpha_2 PE_i + \alpha_3 CASH_i + \alpha_4 EPS_i + \alpha_5 GR_i + \alpha_6 LEV_i + \alpha_7 SIZE_i + \alpha_8 SOE_i + \alpha_9 IND_i + \alpha_{10} ECI_i + \alpha_{11} YEAR09_i + \alpha_{12} YEAR10_i$$

进一步地,为从超募角度研究 IPO 定价问题,我们构建了模型(2):

$$O\_RATIO_i = \beta_0 + \beta_1 UND\_RP_i + \beta_2 PE_i + \beta_3 CASH_i + \beta_4 EPS_i + \beta_5 GR_i + \beta_6 LEV_i + \beta_7 SIZE_i + \beta_8 SOE_i + \beta_9 IND_i + \beta_{10} ECI_i + \beta_{11} YEAR09_i + \beta_{12} YEAR10_i$$

#### 四、样本描述性统计与回归结果分析

##### (一) 样本描述性统计

研究样本中各变量的描述性统计见表1。样本总数为260个,发行市盈率平均数为63.23倍,中位数为60.88倍,同期美国纳斯达克市场平均市盈率仅为30.25倍<sup>①</sup>,可见发行市盈率明显过高。过高的发行市盈率导致严重的超募现象。样本公司超募率平均数约为1.76倍,中位数约为1.60倍,超募金额平均数约为4.24亿,中位数约为3.31亿。样本公司拟募集资金总额为637.13亿,实际募集资金总额为1738.28亿,超募资金总额为1101.15亿,仅超募资金总额一项即超过A股市场2008年全年IPO实际募集资金,可见超募金额之巨。此外,我们进行了变量相关性检验,结果显示模型1与模型2均不存在严重的多重共线性。

表1 样本描述统计

	样本	平均值	中位数	最大值	最小值	标准差
PE_RATIO	260	63.23	60.88	150.82	18.12	22.45
O_RATIO	260	1.76	1.60	7.38	-0.19	1.08
UND_RP	260	14.33	14.66	15.93	10.71	1.23
PE	260	0.60	1.00	1.00	0.00	0.49
CASH	260	0.65	0.60	3.79	-1.13	0.57
ECI	260	132.85	135.50	137.40	120.10	5.34
EPS	260	0.78	0.71	2.37	0.22	0.33
IND	260	0.48	0.00	1.00	0.00	0.50
LEV	260	39.46	39.32	75.82	5.11	14.09
GR	260	0.56	0.42	9.70	-0.18	0.73
SIZE	260	10.22	10.19	12.28	8.83	0.59
SOE	260	0.05	0.00	1.00	0.00	0.21

##### (二) 回归结果分析

###### 1. 发行市盈率影响因素模型

表2给出了使用PE\_RATIO作为因变量的回归结果。模型1中使用发行市盈率变量PE\_RATIO对承销商声誉变量UND\_RP及其他控制变量进行回归,UND\_RP的回归系数为2.052,在5%的水平下显著,说明声誉越高的承销商所承销企业的发行市盈率越高,良好地支持了H1假设。此外,EPS、SIZE的回归系数显著为负,表明每股收益越高发行市盈率越低,企业规模越大发行市盈率越低。GR、IND、ECI的回归系数均显著为正,说明净利润增长率越高则发行市盈率越高,新兴行业

<sup>①</sup> 该数据计算方法为:对纳斯达克市场2009年9月至2011年8月的每周平均市盈率进行等权重平均,原始数据来源于彭博数据库。

具有比传统行业更高的发行市盈率以及在宏观经济较好,企业家信心较强时创业板市场的发行市盈率较高。模型2私募股权投资变量PE替换模型1中的UND\_RP进行回归,PE的回归系数为6.889,在1%的水平下显著,验证了H3假设,说明创业板市场上PE“监督作用”和“认证作用”得到市场的认可,显著提高了企业的发行市盈率。表明PE不仅是公司筹集股权资金的一种融资方式,还能够通过优化公司治理结构,对经理人实施激励约束作用,降低发行过程中的信息不对称,从而增加公司价值。为了综合考察两个解释变量对发行市盈率的影响,模型3使用PE\_RATIO对所有解释变量及控制变量进行回归,回归系数的符号与显著性均与前面三个模型基本一致,在一定程度上说明了回归结果的稳定性。此外,为验证宏观变量ECI的必要性,模型4使用PE\_RATIO对除

表2 发行市盈率影响因素模型回归结果

自变量	因变量: PE_RATIO			
	模型1	模型2	模型3	模型4
UND_RP	2.052** (2.223)		1.699** (2.117)	2.579** (2.487)
PE	6.889*** (2.982)	6.281*** (2.704)	4.271* (1.671)	
CASH	1.331 (0.582)	1.834 (0.807)	1.748 (0.773)	0.612 (0.239)
EPS	-11.332*** (-2.903)	-10.964*** (-2.833)	-11.282*** (-2.926)	-8.414* (-1.933)
GR	4.176** (2.565)	4.193*** (2.596)	4.166*** (2.592)	2.153 (1.195)
LEV	0.128 (1.317)	0.140 (1.447)	0.152 (1.573)	0.112 (1.024)
SIZE	-6.225*** (-2.602)	-6.703*** (-2.809)	-7.116*** (-2.983)	-5.767** (-2.138)
SOE	2.054 (0.381)	2.434 (0.455)	2.478 (0.465)	3.031 (0.502)
IND	3.970* (1.715)	3.806* (1.657)	3.669 (1.604)	3.908 (1.508)
ECI	3.476*** (8.119)	3.682*** (8.678)	3.593*** (8.455)	
年度虚拟变量	控制	控制	控制	控制
Adjusted R-squared	0.367	0.376	0.382	0.207
F-statistic	14.624	15.204	14.355	7.134

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示0.10、0.05和0.01统计水平上显著

表3 超募率影响因素模型回归结果

自变量	因变量: O_RATIO			
	模型1	模型2	模型3	模型4
UND_RP	0.084** (2.031)		0.084** (2.005)	0.122** (2.464)
PE		0.022 (0.194)	-0.008 (-0.750)	-0.094
CASH	0.018 (0.160)	0.021 (0.192)	0.017 (0.155)	-0.031 (-0.255)
EPS	0.611*** (3.236)	0.626*** (3.300)	0.610*** (3.229)	0.732*** (3.532)
GR	0.308*** (3.913)	0.309*** (3.903)	0.308*** (3.905)	0.222*** (2.591)
LEV	-0.009** (-2.010)	-0.010** (-2.122)	-0.009** (-2.004)	-0.011** (-2.149)
SIZE	0.177 (1.527)	0.198* (1.694)	0.178 (1.520)	0.235* (1.829)
SOE	0.131 (0.501)	0.128 (0.487)	0.130 (0.498)	0.153 (0.534)
IND	0.130 (1.165)	0.137 (1.220)	0.131 (1.165)	0.141 (1.140)
ECI	0.153*** (7.379)	0.157*** (7.540)	0.152*** (7.318)	
年度虚拟变量	控制	控制	控制	控制
Adjusted R-squared	0.365	0.356	0.363	0.228
F-statistic	14.546	14.030	13.281	7.937

注: \*、\*\*、\*\*\*分别表示0.10、0.05和0.01统计水平上显著

宏观变量 ECI 以外的所有自变量进行回归,结果与模型 3 基本一致,但其 F 值与修正后的 R-squared 值则显著小于模型 3,这表明考虑宏观变量 ECI 是必要的。

## 2. 超募率影响因素模型

表 3 汇报了因变量为超募率的回归结果。模型 1、2 中使用超募率变量 O\_RATIO 分别对两个不同的解释变量(承销商声誉变量 UND\_RP、私募股权投资变量 PE)及其他控制变量进行回归,而模型 3 则综合考虑了 UND\_RP 与 PE 对超募率的影响,这三个模型的回归结果基本一致。模型 3 中 UND\_RP 系数为 0.084,在 5% 的显著性水平下通过了显著性检验,这表明承销商声誉越高超募越严重,从而验证了 H2 假设。PE 系数为 -0.008,不具有统计显著性,这表明私募股权投资对超募率无显著影响,验证了 H4c 假设,说明 PE 确实提高了公司投融资决策水平,支持了本文关于新股发行利益链的论述。EPS、GR、ECI 系数均在 1% 的水平上显著为正,这说明每股收益越高、净利润增长率越高的公司超募率越高,企业家信心指数越高则超募率也越高。LEV 系数在 5% 水平上显著为负,表明负债越高的公司超募率越低。此外,模型 4 使用 O\_RATIO 对除宏观变量 ECI 以外的所有自变量进行回归,结果与模型 3 无显著不同,但其 F 值与修正后的 R-squared 值则显著小于模型 3,这再次表明考虑宏观变量 ECI 是必要的。

## (三) 稳健性分析

为验证上述结果的稳定性,我们采取如下方法进行检验:首先将承销商声誉 UND\_RP 由连续变量替换为虚拟变量(排名前十大的券商,取值为 1,否则为 0)。其次以 2010 年排名前 20 的私募股权投资虚拟变量 PEFAMOUS 替代原有 PE 变量。稳健性分析结果依然支持前述主要结论。受篇幅限制,本文未列出详细回归结果。

## 五、结论与政策建议

基于以上的理论分析和实证检验,本文得到以下两点结论:其一,承销商声誉越好,相应公司的 IPO 市盈率越高,同时超募率亦越高。产生这种现象的原因在于:第一,承销商声誉的“认证作用”得到发挥,提高了发行市盈率与超募率。第二,在新股发行利益链中,承销商收入与承销金额直接相关,而与 IPO 公司的长远发展无直接关系,导致承销商追逐短期利益,从而推高发行市盈率与超募率。其二,私募股权投资支持的公司,其发行市盈率越高,同时超募率与其他公司无显著差异。产生这种现象的原因在于:第一,私募股权投资的“监督作用”和“认证作用”得到发挥,提高了发行市盈率和超募率。第二,出于最大化投资价值的目的,私募股权投资会竭力优化 IPO 公司的投融资决策,提高 IPO 公司资金的使用效率,降低超募率。两个因素共同作用,导致私募股权投资支持的公司,在拥有更高发行市盈率的同时,其超募率并无显著提高。

要充分发挥创业板推动经济发展和促进经济结构转型的作用,应做到一级市场资源分配的合理有效。根据本文研究结果,我们认为应重视新股发行利益链中的利益分配及行为规制。首先,增强承销商的保荐责任,延长承销商的保荐责任期,以制约承销商为获取高额承销费而推高发行市盈率和超募率的行为。其次,支持私募股权投资的发展,引导其进一步提升业务水平,提高企业投融资效率,为企业及股民创造价值。最后,证券监督管理机构要以保护投资者利益为基点,严惩 IPO 过程中的欺诈行为,加强对 IPO 各利益群体的引导与监督。

## 参考文献:

邓尧刚 2010 《风险投资对于上市公司发行市盈率的影响研究——基于创业板上市公司的实证分析》,《改革与开放》第 18 期。

- 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。
- 胡旭阳 2003 《中介机构的声誉与股票市场信息质量》,《证券市场导报》第2期。
- 陆正华、梁彤纓、陈锐锋 2008 《创业投资对 IPO 抑价程度影响的实证分析》,《第三届管理学年会论文集》
- 田嘉、占卫华 2000 《投资银行声誉与 IPO 定价偏低关系的实证研究》,《中国社会科学院研究生院学报》第4期。
- 王霞等 2011 《承销商声誉、收益与创业板公司资金超募》,《华东师范大学学报》(哲学社会科学版)第3期。
- 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。
- Barry C. B. ,C. J. Muscarella ,J. W. Peavy ,M. R. Vetsuypens ,1990, “The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies: Evidence Form Going Public Process” , *Journal of Financial Economics* , Vol 27.
- Bates T. W. and G. G. Dunbar ,2002, “Investment Bank Reputation ,Market Power ,and the Pricing and Performance of IPO ” , *Working paper*.
- Booth J. R. and R. L. Smith ,1986, “Capital Raising ,Underwriting and the Certification Process” , *Journal of Financial Economics* , Vol 15.
- Carter R. and S. Manaster ,1990, “Initial Public Offerings and Underwriter Reputation” , *Journal of Finance* , Vol 45.
- Johnson J. M. and R. E. Miller ,1988, “Investment Banker Prestige and the Underpricing of Initial Public Offerings” , *Financial Management* , Vol 17.
- Megginson W. L. ,K. A. Weiss ,1991, “Venture Capital Certification in Initial Public Offering” , *Journal of Finance* , Vol 46.
- Michaely R. ,W. H. Shaw ,1994, “The pricing of initial public offerings: Tests of adverse – selection and signaling theories” , *Review of Financial Studies* , Vol 7.
- Shu P. G. ,Y. H. Yeh ,S. B. Chiu and F. S. Ho ,2010, “The reputation effect of venture capital” , *Review of Quantitative Finance and Accounting* , Vol 36.
- Timic S. M. ,1988, “Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock” , *Journal of Finance* , Vol 43.

[责任编辑: 叶颖玫]

## An Analysis of Factors Affecting GEM' s IPO Price Earning Ratios and Over-raised Capital Ratios

ZHANG Yi-chun , HONG Tu

( Department of Finance , Xiamen University , Xiamen 361005 , Fujian )

**Abstract:** The phenomenon of high IPO price earning (PE) ratios (PE ratios) and high over-raised capital (ORC) ratios in the GEM has become a major concern in the circles of academics and entrepreneurs. Based on the theoretical analysis of asymmetric information and IPO interest chain , this study shows that underwriters' reputation and support of private equity are the major factors affecting GEM' s IPO PE ratios and ORC. Our analysis of the IPO data from 260 companies in the GEM indicates that: (1) there is a significant positive correlation between underwriters' reputation and IPO PE ratios as well as ORC ratios; (2) the investment of private equity fund has a positive correlation with IPO PE ratios , but does not significantly improve ORC ratios. Therefore , in order to solve Chinese GEM' s pricing problems on the primary market and enhance the efficiency of GEM investment and financing , relevant institutions should pay attention to the distribution of benefits and the regulation of behavior in the profit chain of newly issued stocks , enhance the sense of responsibility of underwriters , extend their length of responsibility , support the development of private equity , impose severe punishments for fraud in the IPO process , and strengthen the guidance and supervision of various interest groups.

**Key words:** IPO price earning ratio , over-raised capital ratio , underwriter' s reputation , private equity fund; GEM