

学校编码: 10384

学 号: 15520051301357



分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕士学位论文

承销商声誉对 IPO 抑价与承销费用  
影响的实证研究

——基于中国创业板上市公司的经验证据

Underwriter Reputation, IPO Underpricing and  
Underwriting Fee

——Empirical Evidence from the ChiNext Stock Market

李国强

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专业名称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2011年10月

论文答辩时间: 2011年 月

学位授予日期: 2011年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2011年10月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下，独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果，均在文中以适当方式明确标明，并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范（试行）》。

另外，该学位论文为（ ）课题（组）的研究成果，获得（ ）课题（组）经费或实验室的资助，在（ ）实验室完成。（请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称，未有此项声明内容的，可以不作特别声明。）

声明人（签名）：

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

- (        ) 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于     年    月    日解密，解密后适用上述授权。
- (        ) 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘要

由于金融市场存在着大量信息不对称现象，导致声誉在该市场的不同利益主体之间发挥着重要的作用。信息不对称在证券首次公开发行时表现得最为明显，作为 IPO 的核心主体，承销商的声誉成为国内外学者在研究 IPO 抑价现象时广泛关注的问题。IPO 抑价（Initial public offering under pricing）是指新股发行定价存在低估，该现象在各国证券市场普遍存在。国外诸多学者对 IPO 抑价现象进行了大量研究并试图解释其原因，在基于信息不对称的研究思路下，学者得出了承销商声誉与 IPO 抑价之间关系的承销商声誉理论。该理论认为，承销商声誉与 IPO 抑价存在负相关关系，即承销商声誉越好，其承销发行证券的抑价率越低。自 IPO 的高抑价率与承销商声誉问题提出以来，它就一直被理论界所关注。那么，在我国这个新兴的股票市场上，承销商声誉与 IPO 抑价之间到底是一种什么样的关系，高声誉承销商所承销的 IPO 公司的抑价率是否也相对较低呢？

本文以国内新诞生的创业板市场为基础，选取了创业板 153 家上市公司 IPO 相关数据，通过多元回归及相关系数分析等手段，就承销商声誉与我国创业板市场的 IPO 抑价的关系进行实证检验，并在此基础上讨论了承销商声誉与承销费用的关系。结论显示：承销商声誉与 IPO 抑价呈现显著负相关，承销商作为证券发行市场最重要的中介机构，本身的声誉是重要的“信息生产者”与“认证中介”两大职能的基础，能够有效提升上市公司的融资效率，同时有助于投资者甄别融资企业资质的好坏。同时承销商声誉与承销费用承销显著正相关关系，市场充分竞争条件下，承销商的专业能力所赢得声誉能提升自身的盈利水平，越是声誉高的承销商越能在市场里面发展壮大。这样可充分体现出市场机制的优胜劣汰功能，有利于建立起公平、良性的承销商评价体系，推动我国资本市场有效、健康的发展。

**关键词：**承销商声誉；IPO 抑价；承销费用

## Abstract

Reputation plays an important role between different interest groups resulted from the massive information asymmetry in the financial markets. Information asymmetry obviously exists in the initial public offering and as the main core of the IPO, underwriter reputation was widely considered by domestic and foreign scholars in the study of IPO underpricing phenomenon. IPO underpricing refers to the underestimate of IPO pricing, of which the scholars have always been trying to explore the explanation. Based on the research of asymmetric information, the scholars have come to the theory which states that the underwriter reputation negatively correlates with the IPO underpricing, that is, the better the reputation of underwriters, the lower rate of the underpricing.

The connection of high IPO underpricing and underwriter reputation has always been the concern of theorists. However, does high reputation underwriters lead to low IPO's underpricing rate in this emerging country stock markets as well? We select 153 companies in the Growth Enterprise Market and make an empirical test on the underwriter reputation and underpricing by multiple regression and correlation analysis. We also try to discuss the relation between reputation and underwriting fees as well.

The conclusion is that it shows a significant negative correlation between the underwriter reputation and IPO underpricing. The reputation is important basement for the role of "information producers" and "certification agency" which could effectively enhance the efficiency of the financing of the listed companies, while helping the investors to identify qualified good companies.

Meanwhile, the reputation of underwriters shows a significant positive correlation with the underwriting fees. Under fully competitive market conditions, underwriters' ability to win the professional reputation can improve their profitability, the higher the underwriters reputation means the better opportunity to grow. This fully reflects the market mechanism of survival of the fittest which will help to establish a

fair, healthy underwriters evaluation system, and to promote efficient and healthy development of capital markets in China.

**Key Words:** Underwriter reputation; IPO underpricing; Underwriting fees

厦门大学博硕士学位论文摘要库

# 目 录

第一章 引言 .....	1
第一节 研究背景与研究问题 .....	1
第二节 研究框架与主要内容 .....	3
第三节 研究的可能创新和局限 .....	4
第二章 文献综述 .....	5
第一节 基于信息不对称理论的 IPO 抑价相关研究 .....	5
第二节 承销商声誉的相关研究 .....	6
第三节 承销费用承销商声誉之间的相关研究 .....	9
第三章 制度背景分析 .....	12
第一节 我国新股发行制度的发展 .....	12
第二节 我国创业板的发展 .....	15
第四章 研究设计与实证检验 .....	18
第一节 理论分析与研究假设 .....	18
第二节 样本选择和数据来源 .....	20
第三节 承销商声誉的度量 .....	22
第四节 实证模型和研究变量 .....	27
第五节 实证结果描述性统计 .....	29
第六节 承销商声誉与 IPO 抑价的实证结果 .....	32
第七节 承销商声誉与承销费用的实证结果 .....	33
第八节 稳健性检验 .....	35
第九节 本章小结 .....	38
第五章 研究结论与启示 .....	40
第一节 研究结论 .....	40
第二节 研究启示与政策建议 .....	40
第三节 研究局限性与未来研究方向 .....	41

参考文献 .....	42
附录：创业板 IPO 研究样本概况 .....	47
致 谢 .....	51

厦门大学博硕士学位论文摘要库



# Content

<b>CHAPTER 1 Introduction</b>	<b>1</b>
Section 1 Research Background and Research Questions	1
Section 2 Research Framework and Main Conte	3
Section 3 Possible Research Contributions and Limitations	4
<b>CHAPTER 2 Literature Review</b>	<b>5</b>
Section 1 Research of IPO Under-pricing Based on Asymmetric Information Theory	5
Section 2 Research of Underwriter' Reputation	6
Section 3 Research of Correlation Between Underwriting Fees and Underwriter's Reputation	9
<b>CHAPTER 3 Analysis of Institutional Background</b>	<b>12</b>
Section 1 The Development of China's IPO Institution	12
Section 2 The Development of China's GEM	15
<b>CHAPTER 4 Research Design and Empirical Test</b>	<b>18</b>
Section 1 Theoretical Analysis and Research Hypothesis	18
Section 2 Sample Selection and Data Sources	20
Section 3 Measure of Underwriter's Reputation	22
Section 4 Empirical Model and Research Variables	27
Section 5 Descriptive Statistics of Empirical Results	29
Section 6 Empirical Results of The Correlation Between IPO Under-pricing and Underwriter's Reputation	32
Section 7 Empirical Results of The Correlation Between Underwriting Fees and Underwriter's Reputation	33
Section 8 Robustness Test	35
Section 9 Summary	38

<b>CHAPTER 5 Research Conclusions and Implications .....</b>	<b>40</b>
<b>Section 1 Research Conclusions.....</b>	<b>40</b>
<b>Section2 Research Implications and Policy recommendations.....</b>	<b>40</b>
<b>Section 3 Limitations and Future Directions of the Research .....</b>	<b>41</b>
<b>References .....</b>	<b>42</b>
<b>Appendix: Overview of IPO Research Sample in GEM.....</b>	<b>47</b>
<b>Acknowledgement.....</b>	<b>51</b>

厦门大学博硕士学位论文摘要库

## 第一章 引言

随着资本市场在我国市场经济发展过程中的重要性不断提高，市场上出现的各种现象都成为了国内学者关注的热点。IPO 抑价一直以来都是资本市场上备受关注的一个问题。本文从新股发行市场上的主要参与者之一的承销商的声誉角度来研究 IPO 抑价的问题，并分析承销商声誉和承销费用两者之间的关系。

### 第一节 研究背景与研究问题

首次公开募股（Initial Public Offerings，简称 IPO）是指企业通过证券交易所首次公开向投资者发行股票，以期募集用于企业发展资金的过程。IPO 抑价是指股票的新股招股价系统地低于新股上市首日收盘价的现象。随着 2009 年 10 月创业板的正式推出，我国资本市场的 IPO 又逐渐步入一个密集期，投资者关注的热点也有了新的题材。2009 年 10 月 30 日，创业板首批发行的 28 只股票上市首日即遭遇了热捧，均大幅度上涨，IPO 抑价现象明显。后续上市的绝大多数创业板新股也都享受了如此待遇，IPO 抑价依旧，世界资本市场的普遍现象得到了重现。为何资本市场会存在如此之多的 IPO 抑价现象，传统的理论能否用来解释中国创业板市场的 IPO 抑价之谜？这是一个值得思考和研究的问题。此外，中国创业板市场的诞生，也为国内券商的保荐业务创造了新的机会。由于中国上市资源的匮乏，创业板公司 IPO 时需要向承销商支付一笔高额的承销费用来确保上市的成功，这也逐渐成为市场广为关注的热点。

企业首次公开发行股票是股份公司由少数人持股转变为公众持股的重要步骤，而发行定价是首次公开发行的核心环节。在证券市场上进行新股首次公开发行(IPO)的过程中，承销商起到了不可估量的作用。作用体现在两个方面：一方面从新股发行公司角度而言，承销商可以提高发行效率，节约发行成本；另一方面，承销商是证券发行市场中重要的“信息生产者”

(information producer)之一，是发行企业质量的“认证中介”(certifying agent)。正是由于承销商的这种“信息生产者”和“认证中介”的功能提高了整个证券发行市场的有效性。

新股承销过程中，承销商声誉发挥重要的作用。声誉是承销商发挥“信息生产者”和“认证中介”功能的基本保证。声誉是承销商过去行为特征的一个体现，承销商在过去所传递的有关新股发行公司的信息越真实有效，就越能得到投资者的信任，其声誉值也就越高。而好的声誉意味着承销商在证券定价和销售方面的专业性，意味着受投资者的信任程度，差的声誉就可能会影响上市公司的市场定价以及被投资者的接受程度，从而增加新股发行上市的成本，降低了发行效率。另一方面，承销商的声誉也对投资者的行为起到了重要的指导作用，投资者可以根据承销商的声誉记录来判断承销商职业操守的好坏和可信性度的高低。投资者拥有这样一个信念和预期，即越是声誉好的承销商，职业操守越好，可信度越高。所以，作为联系新股发行公司和投资者的桥梁的证券承销商，其声誉机制的存在对整个证券发行市场乃至整个证券行业都产生了重要的影响。

在全世界各国股票市场存在新股发行抑价(IPO Underpricing)的问题。这个现象在全世界各国股票市场都存在，但是抑价的程度不同。像美国等成熟市场的新股抑价率 15%左右，新兴市场国家如巴西、马来西亚等的证券市场新股抑价率在 60%左右。理论上，上市公司的股票价格是公司未来现金流预期的贴现值，一级市场的发行价与二级市场的交易价格不应该有本质区别。新股抑价问题引起金融学者的高度关注。

本文将针对承销商声誉结合创业板市场的 IPO 抑价现象做深入剖析，并探讨承销商声誉与承销费用的相关联系。

## 第二节 研究框架与主要内容

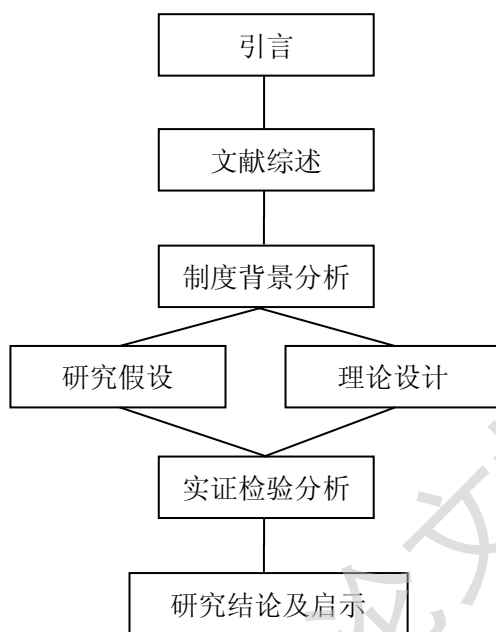


图 1-1 研究框架图

本文以理论模型分析和计量研究相结合，遵循概念框架、实证检验、结论和政策建议的研究模式。针对一级市场中承销商声誉与 IPO 抑价关系及承销商声誉与承销费用关系展开实证研究。

第一部分绪论，介绍本文的研究背景和研究意义、研究对象与研究目标，概述了全文的研究思路和研究方法。

第二部分是对 IPO 抑价现象的国内外文献综述，主要是对国内外学者的研究进行梳理和总结，并根据不同的研究方向进行归纳总结，并对国内外学者的研究现状进行分析及展望。

第三部分作为本文的制度背景，对我国 IPO 发行政策及制度分阶段进行解析，然后介绍创业板的发展历程及发展前景。

第四部分研究假设及理论设计。选取样本及整理数据来源，对承销商商誉进行度量，同时将承销商声誉与 IPO 抑价及承销费用构建实证模型验证。对主要变量进行相关性系数分析及多元回归结果分析，检验样本数据是否支持承销商声誉与 IPO 抑价、承销商声誉与承销费用相关关系，并对实证结果进行稳健性检验。

第五部分 IPO 抑价问题的研究结论及启示,根据前面实证分析的结果来确认承销商声誉与 IPO 抑价及承销费用对 IPO 抑价的实际影响,并提出了相关建议。

### 第三节 研究的可能创新和局限

#### 一、可能的创新点

(一)关于承销商声誉的影响,针对承销商声誉对 IPO 抑价影响学术研究主要集中于主板市场,而且时间跨度并未考虑到股权分置改革前后的影响,尤其是,尚未有学者采用创业板市场的数据来对承销商声誉的影响进行检验。本文以国内新诞生的创业板市场为基础,通过多元回归及相关系数分析等手段,就承销商声誉与我国创业板市场的 IPO 抑价的关系进行实证检验,可以对我国就承销商声誉对 IPO 抑价的研究作有益补充,并在此基础上讨论了承销商声誉与承销费用的关系。

(二)对于承销商声誉的实证研究,本文在指标构建上有所突破,实证模型在借鉴国外已有研究基础上进行相应改进。指标构建方面,本文在采用传统的公司规模、财务杠杠、盈利能力、募资金额、市盈率以及中签率做为控制变量同时,还加入了 IPO 批次和 IPO 公司行业来进行了控制,使得整个模型更加契合创业板市场的特征。还应用不同的方法分别计算承销商声誉和 IPO 抑价,进行了稳健性检验。

#### 二、存在的不足

由于我国创业板市场设立的时间较短,所能选取的历史数据比较受限制,本文在研究承销商声誉与 IPO 抑价之间关系及承销商声誉与承销费用之间关系时,仅选取了前 153 只股票,没有对目前完整的创业板市场 IPO 抑价情况进行综合分析,得出的结论可能会受选取范围的影响。

## 第二章 文献综述

由于 IPO 抑价现象普遍存在于世界资本市场, 历来就是学术界研究的重点。本章将从基于信息不对称理论的 IPO 抑价、承销商声誉、承销商费用三块来对国内外的研究进行总结与综述, 以期获得相关理论支持。

### 第一节 基于信息不对称理论的 IPO 抑价相关研究

IPO 抑价(IPO Underpricing)具体表现为首次公开发行的股票上市后的市场交易价格远高于发行价格, 导致首次公开发行存在较高的超额收益率。

IPO 抑价现象历来是学术界研究的重点, 自 20 世纪 60 年代末起, 就有大量西方学者开始围绕 IPO 抑价的理论假设和影响因素展开研究。

上世纪八十年代之后, 随着信息经济学的兴起, 产生了很多以信息不对称为基础解释折价原因的理论, 逐渐成了新股抑价的研究主流。结合承销商行为对 IPO 抑价现象的分析也正是基于信息不对称的理论基础。具体来说, 根据信息不对称所考察的主体不同, IPO 抑价现象原因可分为三类。

#### 一、委托代理理论

Baron 和 Homstrom (1980) 认为发行人和承销商的利益并不一致。发行人为了在发行过程中获取最大收益则希望将发行价格尽可能的抬高, 而承销商却倾向于压低股票发行价格: 一方面承销商可以通过压低发行价来降低股票分销的难度和承销成本; 另一方面利用抑价股票的优先配售来迎合特定客户群的需要以获得长期利益。发行人和承销商之间存在着委托代理的冲突。另外, Baron(1982) 认为, 与发行人相比, 承销商具有更多的关于资本市场发行与定价的信息, 博弈的结果是发行人将定价权交由承销商, 在缺乏有效监督的情况下, 承销商为了确保发行的成功, 建立起良好的声誉, 往往更加倾向于采取抑价的方式发行。

#### 二、“赢家诅咒”模型

Rock (1986) 认为, 在新股发行市场中, 不同的投资者之间对市场信息的

掌握程度不同，即存在着信息不对称。新股的潜在投资者可分为知情者和不知情者。知情投资者确切知道股票的真实价值，仅当发行价低于股票价值时，知情投资者才会参与认购，而未知情投资者则对所有的新股均没有偏见。如果发行人和承销商坚持按照股票的内在价值来确定发行价，就会导致大部分价值被高估的股票都为不知情者所买，从而无法获得超额收益，挫伤了不知情投资者的积极性。对于新股发行来说，仅拥有知情投资者是不够的，还必须拥有一定的不知情的投资者的参与，才能确保发行顺利。因此 IPO 抑价是为了补偿不知情投资者所承受的信息风险，以吸引这部分投资人参与认购。

### 三、信号理论

Su 和 Fleisher(1999)、Su(1999)以及 Chen(1999)等试图用“信号传递”模型解释这一问题，研究发现公司有意适当降低首次公开发行(IPO)定价，使股票上市后有着可观的涨幅，吸引投资者认识其内在价值，为后续发行创造有利条件。

Welch ( 1989 ) 、 Allen and Faulhaber (1989) 以及 Grinblatt an Hwang ( 1989) 认为资本市场上的投资者由于缺乏对公司内部真实情况的了解，新股发行抑价程度就是公司质量的一个均衡信号，只有高质量公司才会采用较高的抑价程度作为公司质量的信号。高质量公司有能力在以后的增资发行中，通过高定价来补偿本次抑价发行的损失，由此刺激投资者进行投资。

从上面的外国研究文献可以看出，三种理论之间是可以相互兼容，相互补充的。发行人可以通过委托声誉卓著的承销商为其承销股票，从而向投资者传递风险较小的信号。

国内也有部分学者进行了这方面的研究。陈功孟、高宁( 2000) 和韩德宗、陈静( 2001) 等借助信号发送理论来解释中国的 IPO 抑价现象。于栋( 2003) 认为建立在不对称信息基础上的理论并不能完全解释过高的首日回报率，机构与散户的差别政策和行为的非理性能够给予更好的解释。

## 第二节 承销商声誉的相关研究

由于金融市场存在着大量信息不对称现象，导致声誉在该市场的不同利益主体之间发挥着重要的作用。信息不对称在证券首次公开发行时表现



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士学位论文摘要库