

2006

ZHONGGUO
ZHENGQUAN SHICHANG
FAZHAN QIANYAN
WENTI YANJIU

中国证券业协会 编

中国 证券市场 发展 前沿问题研究

 中国金融出版社

中国证券业协会 2006 年科研课题研究报告

中国证券市场发展 前沿问题研究

(2006)

中国证券业协会 编



中国金融出版社

中国金融出版社

地址：北京市广安门内大街138号
邮编：100052
电话：(010) 63252183
网址：<http://www.cfinph.com>

编辑：100052

校对：100052

印刷：100052

尺寸：176毫米×234毫米

印张：22.2

字数：486千

版次：2007年7月第1版

印次：2007年7月第1次印刷

定价：28.00元

ISBN 978-7-5049-4434-4
如欲订购，请向本社或各分社联系，电话：(010) 63252183

责任编辑：赵燕红 黄海清

责任校对：刘 明

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场发展前沿问题研究. 2006 (Zhongguo Zhengquan Shichang Fazhan Qianyan Wenti Yanjiu. 2006)/中国证券业协会编. —北京：中国金融出版社，2007. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4434 - 4

I. 中… II. 中… III. 证券交易—资本市场—研究—中国—2006
IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 092489 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 176 毫米 × 234 毫米

印张 25.5

字数 486 千

版次 2007 年 7 月第 1 版

印次 2007 年 7 月第 1 次印刷

定价 58.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4434 - 4/F. 3994

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

中国证券市场发展前沿问题研究

(2006)

编 委 会

主 编：黄湘平

副 主 编：陈自强 杨晓武 邓映翎

编 委：俞白桦 周阿满 冯立新

钟蓉萨

执行编委：杨新英 潘志坚 王晓国

中国证券业协会 2006 年度科研课题研究成果

评审委员会名单

一、初审专家委员会

主任:

黄湘平 中国证券业协会

会长

副主任:

陈自强 中国证券业协会

副会长兼秘书长

邓映翎 中国证券业协会

副会长

委员 (以下排名不分先后顺序):

洪磊 中国证监会基金部

副主任

杨新英 中国证券业协会发展委

原主任

潘志坚 中国证券业协会发展委

副主任

王晓国 中国证券业协会发展委

委员

刘肃毅 中国证券投资者保护基金公司

执行董事

李康 光大证券股份有限公司研究所

所长

于华 大成基金管理有限公司

总经理

吴雄伟 博时基金管理有限公司

董事长

陈晓升 申银万国研究所有限公司

总经理

卢克群 北京证券有限责任公司

原董事长

巴曙松 国务院发展研究中心金融研究所

副所长

何德旭 中国社会科学院财贸研究所

副所长

王国刚	中国社会科学院金融研究所	副所长
张 平	中国社会科学院经济研究所资本论研究室	主任

二、终审专家委员会

主 任:

黄湘平	中国证券业协会	会长
-----	---------	----

副主任:

陈自强	中国证券业协会	副会长
邓映翎	中国证券业协会	副会长

委 员 (以下排名不分先后顺序):

黄红元	中国证监会机构部	主任
聂庆平	中国证监会机构部	巡视员
欧阳泽华	中国证监会市场部	副主任
祁 斌	中国证监会研究中心	主任
杨新英	中国证券业协会发展委	原主任
潘志坚	中国证券业协会发展委	副主任
王东明	中信证券股份有限公司	董事长
肖时庆	中国银河证券股份有限公司	总裁
王益民	东方证券股份有限公司	董事长
何 如	国信证券有限责任公司	董事长
冯国荣	申银万国证券股份有限公司	总裁
胡关金	华西证券有限责任公司	总裁
陈 耿	国泰君安证券股份有限公司	总裁
王开国	海通证券股份有限公司	董事长

徐浩明	光大证券股份有限公司	总裁
杨 鹤	招商证券股份有限公司	总裁
高良玉	南方基金管理有限公司	总经理
马庆泉	广发基金管理有限公司	董事长
范勇宏	华夏基金管理有限公司	总经理
赵学军	嘉实基金管理有限公司	总经理
叶俊英	易方达基金管理有限公司	总经理
林义相	天相投资顾问有限公司	董事长
张长虹	上海万国股市测评咨询有限公司	董事长

目 录

证券市场运行类

一等奖 (3)

承销商声誉与发行企业质量的关联性检验

——基于中国 IPO 制度变迁的实证研究

..... 黄春铃 陈峥嵘 (3)

二等奖 (19)

证券市场的非线性动力学模型及其制度创新研究

..... 史永东 赵永刚 甄红线 (19)

中国多层次资本市场建设研究

..... 史永东 赵永刚 甄红线 (49)

三等奖 (70)

证券估值差异和未来市场回报之间关系的分析与实证 (摘要)

..... 王海涛 (70)

证券公司从事金融衍生品业务的风险防范体系研究 (摘要)

..... 王益民 李进安 梁宇峰 黄栋 苏同华 吕先进 (72)

机构投资者对证券市场效率影响的实证研究 (摘要)

..... 毕子男 张晓荣 顾峰娟 赵旭 (74)

中国 ODI 崛起与资本市场的机遇 (摘要)

..... 徐刚 程伟庆 马青 陈济军 周希增 郭亚凌 (75)

内地与香港证券市场监管的比较研究 (摘要)

..... 仲伟周 唐云刚 徐细雄 宋林 孔兵 (78)

金融产品创新类

一等奖 (81)

权证影响因素及定价模型实证分析

..... 陈薇 (81)

二等奖 (96)

股指期货正向套利下的沪深 300 指数准全样本复制方法研究

..... 刘海鹏 李明亮 周新辉 (96)

股指期货投资策略研究

..... 贾国文 (117)

三等奖 (138)

市场定价分化加剧 公司与行业因素并重

——短期融资券定价分析与投资评价体系构建 (摘要)

..... 严高剑 (138)

利率衍生产品的风险监控 (摘要)

..... 史永东 蒋贤锋 卢亮 张卫东 (140)

基金与股指期货套利研究 (摘要)

..... 丁俭 (141)

指数期货避险专题研究

——从海外研究到国内市场实践 (摘要)

..... 胡浩 (143)

资产证券化风险度量与控制研究 (摘要)

..... 季敏波 赵旭 毕子男 胡运生 许祥 (144)

上市公司类

一等奖 (149)

中国上市公司大股东占款问题研究

..... 封思贤 (149)

二等奖 (177)

上市公司技术进步、效率变化与生产率增长的实证研究

..... 赵旭 季敏波 毕子男 胡运生 许祥 (177)

公允价值的价值相关性

——从香港经验看《新会计准则》实施效果

..... 胡倩 单开佳 吴先兴 范坤祥 (194)

三等奖 (205)

后股改时期股权激励的股价操纵行为及其规制 (摘要)

..... 刘明宇 吴淑琨 (205)

并购对上市公司影响的实证研究 (摘要)

..... 蒋健蓉 夏钦 (207)

新制度条件下 A 股上市公司并购研究 (摘要)

..... 蒋健蓉 董樑 周海晨 周小波 陈李 (208)

上市公司生命周期与融资结构行为的研究 (摘要)

..... 赵旭 胡运生 (210)

股权分置改革后我国上市公司控制权市场发展研究 (摘要)

..... 张秋生 王常青 崔永梅 张金鑫 胡杰武 赖斌慧 田飞 (212)

..... 奖善二

证券公司类

一等奖 (217)

中国证券公司风险预警研究

..... 南凤兰 李国正 (217)

二等奖 (251)

中国承销商声誉机制的形成机理和演进路径的实证研究

..... 黄春铃 陈峥嵘 (251)

“金融脱媒”时代中国证券行业的投资价值

..... 孙国雄 傅建设 (265)

三等奖 (298)

证券公司员工持股与股权激励

——基于 EVA 的股票期权 (摘要)

..... 李华轮 赵一凡 方竞 (298)

证券营业部的盈利模式创新研究

——以宁波为例 (摘要)

..... 朱孟进 谢贯中 滕帆 周静波 赵佳希 李江 (300)

对我国证券行业开放问题的思考 (摘要)

..... 徐刚 杨青丽 马青 陈济军 陈华良 (302)

- 证券公司盈利模式转型与创新问题研究 (摘要) 童威 李波 (304)
- 后综合治理时期我国证券公司的盈利模式转型与创新问题研究 (摘要) 杨玉成 梁宇峰 王如富 顾军蕾 (306)

基金与宏观环境类

- 一等奖 (311)
- 基金公司员工持股问题研究 朱书红 刘澄 卢用 王大鹏 孙彬 张娜 (311)

- 二等奖 (330)

我国开放式基金业绩评价的实证研究

——基于复 VaR - Sharpe 指数的分析

- 郑德理 袁季 王丽萍 (330)

中国宏观经济景气指数构建实证研究

- 梁福涛 (359)

- 三等奖 (386)

股权分置改革后上市公司独立董事制度研究 (摘要)

- 杨蔚东 张元萍 李兆军 彭丽欣 颜琛 (386)

人民币升值与加息压力对我国资本市场的叠加效应研究 (摘要)

- 李明亮 周新辉 (388)

国债交易市场统一性及其风险度量 (摘要)

- 史永东 蒋贤锋 甄红线 (391)

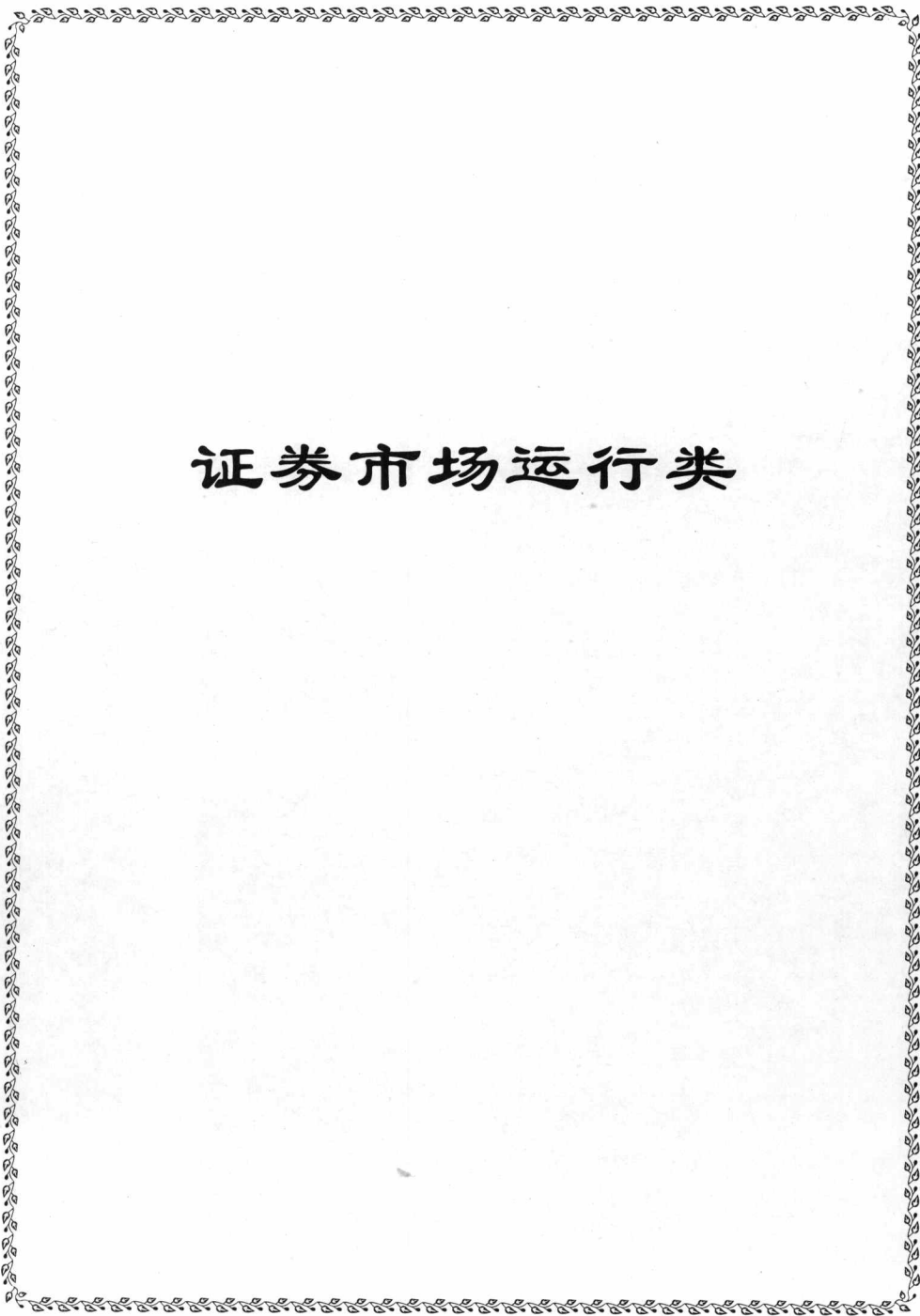
“色即是空”

- 世界经济的共生模式与国际资源价格调节新机制 (摘要)

- 马莉 谭再刚 陈文招 (392)

引入个性化策略投资基准评价基金的主动投资绩效 (摘要)

- 朱书红 王剑波 闫旭 张晓慧 吴海英 (394)



证券市场运行类

承销商声誉与发行企业 质量的关联性检验

——基于中国 IPO 制度变迁的实证研究

· 黄春铃 陈峥嵘

一、引言

Leland 和 Pyle (1977)、Campbell 和 Keracaw (1980)、Booth 和 Smith (1986) 以及 Betty 和 Ritter (1986) 等学者认为,承销商作为 IPO 市场最重要的金融中介机构之一,其最重要的职能是提供有关发行企业质量和投资价值的保证机制。进一步的研究表明,承销商的质量认证功能存在“可信性”的问题。

首先,发行企业的价值评估是一个非常技术化和复杂化的过程,即使承销商对公司资产进行了准确的估值,要顺利实现公司股权的出售,还涉及对股票市场走势以及投资者的真实需求和心理价位的准确判断,对任何信息的忽略和错误估计都可能导致发行定价的失误甚至发行失败。因此,虽然承销商在发行推介过程中有更多的机会深入了解企业资产的真实价值,也可能由于专业水准和其他方面的技术失误,导致善意错误 (Honest Mistake) 的发生。

其次,承销商可能存在机会主义的行为动机。Bae 和 Levy (1990) 的研究显示,在包销合约中,平均承销费用占认购价格的 4.37%。因而,承销商可能存在高估企业价值、抬高发行价格的机会主义行为动机。

承销商的信息生产和质量认证功能面临的可信性问题,对于投资者而言,则意味着要购买一只可能流动性很差同时风险很大的证券。在这种情况下,声誉机制作为一种隐性契约,成为信息不对称条件下市场主体重复交易的过程中,约束承销商行为、保证证券发行市场效率的一种制度安排。知名度越高的承销商,其“不可赎回的声誉资本”(Non-salvageable Reputation Capital)越多,犯机会主义错误的代价越大,因而自律性越强,在评估企业价值时越是倾向于采用更加严格的标准。因此,在证券发行市场上,声誉本身可以视为承销商服务能力和服务水平的一种显示性信号,承销商声誉越高,由其所承销的 IPO 企业的质量越高。承销商声誉与发行企业质量之间这种内生的正向关系也因此成为

检验承销商声誉机制是否形成的一个经验标准。

基于上述理论和思路,本文尝试着考察中国 IPO 市场上承销商声誉机制的建立情况,以期对我国 IPO 市场的效率评价和制度演进提供一些思路。

二、文献回顾

(一) 国外研究状况

关于承销商声誉与发行企业质量关联性的研究揭示了承销商声誉的功能。声誉机制的终极目标就是要形成不同类型的承销商与不同质量的发行企业之间的显示性分离均衡。

按照对发行企业质量特征的不同度量,国外关于承销商声誉机制的研究可以归结为以下三个方面:

1. 承销商声誉与 IPO 抑价的关系。Rock (1986)、Beatty 和 Ritter (1986)、Johnson 和 Miller (1998) 等人的理论和实证研究表明, IPO 抑价程度与因信息不对称引起的事前不确定程度正相关。IPO 抑价程度越高,则发行企业项目的风险越大;并且 IPO 抑价程度还反映了承销商的定价能力。承销商声誉与 IPO 抑价水平呈负相关关系。

McDonald 和 Fisher (1972)、Logue (1973)、Neuberger 和 Hammond (1974)、Block 和 Stanley (1980) 较早发现了承销商声誉与股票抑价程度负相关的现象。之后,Neuberger 和 LaChapelle (1983)、Betty 和 Ritter (1986)、Johnson 和 Miller (1988)、Carter 和 Manaster (1990) 采用不同区间的样本,也得出了同样的结论。

上述以美国 IPO 市场数据为基础的实证分析得出的结论,同时也被其他成熟市场经济国家的经验数据所验证。

2. 承销商声誉和 IPO 长期绩效。IPO 长期弱势现象是证券市场的另一个热点研究问题,至今理论上还没有给出令人信服的解释。但一致的观点认为, IPO 长期弱势程度反映了 IPO 股票长期的市场抗跌能力,成为衡量 IPO 长期绩效的替代性指标。IPO 长期弱势程度越低, IPO 企业的长期表现就越好。

Michaely 和 Shaw (1994) 的研究表明,和低声誉的承销商相比,那些由高声誉的承销商承销的 IPO 倾向于较低的初始回报,且长期弱势程度较低。Carter、Dark 和 Singh (1998) 进一步检验了承销商声誉与 IPO 长期回报率之间的关系。回归结果显示,从长期看,承销商声誉与 IPO 长期弱势呈显著的负相关关系,即承销商声誉对 IPO 长期回报会产生正面影响。

3. 承销商声誉和 IPO 风险。由于信息不对称的存在, IPO 的风险主要表现为事前风险 (Ex-ante Risk)。Betty 和 Ritter (1986)、Johnson 和 Miller (1988)

以及 Carter 和 Manaster (1990) 以新股上市初期的股票价格波动作为衡量 IPO 事前风险的代表, 对承销商声誉与 IPO 风险之间的关系进行了实证检验。结果发现, 承销商声誉越高, 其上市初期股票价格的波动率越低, 表明高声誉的承销商所推荐上市的企业质量更高, 上市表现更好。

(二) 国内现有研究状况及本文研究的立足点

国内关于承销商声誉的早期研究主要是套用国外 IPO 抑价和承销商声誉的实证研究结论 (田嘉和占卫华, 2000; 胡旭阳, 2003; 陈海明和李东, 2003)。考虑到中国股市的实际情况, 这种研究处理缺乏一定的现实基础。

对于 IPO 抑价, 国外学者倾向于从“一级市场新股发行价低”的角度来寻找原因, 这种处理有两个前提: 一是二级市场股票供给相对饱和, 承销商为避免发行失败, 会降低发行价格以吸引投资者认购; 二是股票上市首日的收盘价能充分地反映市场信息。这两个暗含的假设前提比较符合发达国家股市的实际情况, 而中国股市的实际情况则与之存在较大的差异。首先, 由于中国股票市场供求失衡的历史原因, 绝大部分的 IPO 不存在发行失败的危险, 因而承销商为避免发行失败而降低发行价格的动机不足; 其次, 中国股票二级市场并不是一个有效市场, 股票上市当天的收盘价并不能充分地反映现有的市场信息, 人为操纵的可能性较大。同时, 考虑到中国股票发行定价的行政管制和股权分置的制度基础 (注: 2006 年股改的基本完成可以消除这一制度缺陷), 股票发行价格和股票交易价格并不能充分地反映企业的真实价值。因此, 用 IPO 抑价程度不足以检验中国承销商声誉的现实状况。

在中国, 采用企业财务指标来评价企业的投资价值和企业的质量是一种相对科学的方法, 这也是本文研究的立足点之所在。和本文研究思路比较接近的是海通证券课题组 (2004) 和刘江会、尹伯成 (2005) 关于投资银行声誉和发行企业质量的实证检验。

海通证券课题组 (2004) 的研究虽然也考虑到了投资银行声誉机制形成的阶段性特征, 但对阶段性特征没有作出明确界定。同时, 在其实证模型中, 选取最容易被操纵的指标 ROE 作为衡量发行企业质量的指标, 有失偏颇。

刘江会、尹伯成 (2005) 以上市公司是否被 ST 作为衡量发行企业质量的指标, 对承销商声誉与 IPO 企业质量之间的关系进行了研究。结论显示, 承销商用以甄别 IPO 企业质量的认证功能是失效的。但我们认为, 其结果与其指标选择有着很大关系。我们提取聚源一级市场数据库中有关 ST 股票的信息并进行了测算, 发现 IPO 公司被 ST 的样本年度分布具有集中性, 主要发生在发行制度改革前, 1999 年以后的比例仅占 8%, 如图 1 所示。因此, 以上市公司是否被 ST 作为衡量发行企业质量的指标, 导致实证结果也缺乏说服力。

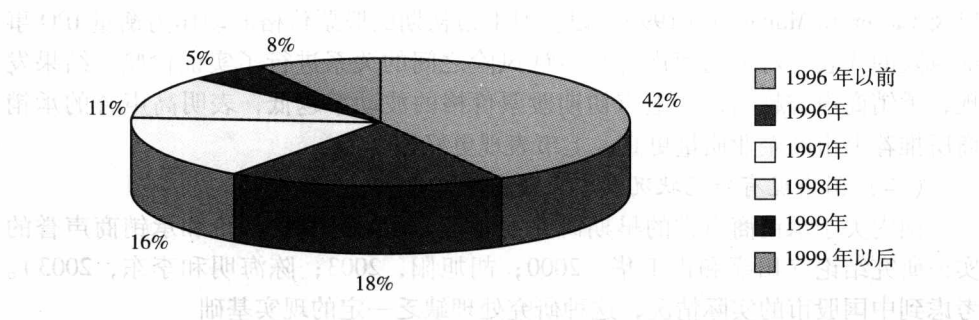


图1 上市公司被ST的年份分布特征

本文尝试在国内外现有研究的基础上，结合中国证券发行制度的历史沿革，对承销商声誉与发行企业质量进行分阶段的实证检验，以期能对中国IPO制度的演进方向和中国承销商声誉的行为特征给出比较信服的解释。

三、研究设计

（一）研究假设和基本推断

和国外投资银行业的市场化产生路径不一样，在中国，投资银行业的诞生是一种强制性制度变迁的结果。在中国资本市场发展的早期阶段即行政审批制下，企业能否获得上市资格取决于各地政府的安排，承销商能否拿到项目，并不取决于其自身的金融中介服务能力，而公关能力和“包装企业”的能力往往成为承销商竞争力的体现，承销商声誉机制缺乏生存的土壤。当市场发展到一定阶段后，承销商之间初步形成声誉等级之后，发行人为了向投资者传递可信赖的信息，倾向于委托声誉好的承销商代为承销。同时，承销商为了维护自身的声誉和后续的业务效应，会更加关注发行人的质量和发行风险，声誉效应将逐步显现。

同时，中国是实行股票发行实质性审核制度的国家，监管机构承担了部分成熟市场经济国家由承销商承担的责任。监管机构介入证券发行的方式和力度的变化对承销商的行为模式也会带来深刻的影响。

考虑以上因素，本文的基本假设为：在中国IPO市场上，承销商声誉机制的形成具有阶段性，承销商声誉与发行企业质量之间的关联性随着股票发行制度的市场化进程逐步显著，在统计意义上表现为承销商声誉与发行企业质量的正向关联性逐步显现。

（二）研究阶段的划分

从中国证券发行制度变迁的历史可以看出，在不同阶段，承销商的生存法则和生存空间存在着巨大差异，承销商与发行企业的市场力量和博弈法则也随