

中国社会科学引文索引 (CSSCI) 来源集刊

制度经济学研究

第十九辑

Research of Institutional Economics

黄少安 / 主编



经济科学出版社

F091.349/21

:19

2008

中国社会科学引文索引 (CSSCI) 来源集刊

制度经济学研究

第十九辑

黄少安 主编

经济科学出版社

责任编辑：吕 萍 陈 静

责任校对：张长松

版式设计：代小卫

技术编辑：潘泽新

制度经济学研究

第十九辑

黄少安 主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

汉德鼎印刷厂印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 16 印张 290000 字

2008 年 4 月第 1 版 2008 年 4 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7095 - 6/F · 6346 定价：25.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

制度经济学研究

Research of Institutional Economics

主 编	黄少安
学术委员会	(以汉语拼音为序)
黄少安	(山东大学经济研究中心)
林毅夫	(北京大学中国经济研究中心)
茅于軾	(中国社会科学院)
盛 洪	(山东大学经济研究中心)
史晋川	(浙江大学经济学院)
杨瑞龙	(中国人民大学经济学院)
张曙光	(中国社会科学院)
张宇燕	(中国社会科学院)
张维迎	(北京大学光华管理学院)
张 军	(复旦大学经济学院)
邹恒甫	(武汉大学高级研究中心)

编辑部主任	李增刚
-------	-----

目 录

论文

社会资本、法律对中小投资者的保护和 IPO 抑价	徐少君 金雪军 (1)
高管薪酬、企业绩效与经理人市场均衡	刘文革 周方召 (32)
制度演进与企业家创业的共时关联	肖建忠 (45)
契约理论与能力理论融合视角的企业本质问题研究	王世权 (63)
从不可单方退出的隐含合约看我国农村信用社改革	官 兵 (74)
经济学视角下的语言动态分析	黄卫挺 (97)
违约金的法经济学分析	杨志利 (108)
婚姻的法经济学机理	田开友 (125)
解决外部性问题的法律制度选择 ——民商法不容忽视	赵海怡 (156)

交易成本、合约弹性与明清徽州的定额地租 高彦彦 杨德才 (173)

巴塞尔新资本协议内部评级法研究 钱 皓 (188)

公共选择理论：理解、修正与反思 孔志国 (204)

译文

制度经济学视角的经济增长 A. 阿兰·施密德 刘 燦 译 (219)

后记 (243)

CONTENTS

Social Capital, Law Protection of Minority Investors and IPO Underpricing	Shaojun Xu Xuejun Jin (26)
Senior Employees Salary, Enterprise performance, and Equilibrium of Manager's Market	Wenge Liu Fangzhao Zhou (44)
The Entrepreneurial Process in Perspective of Comparative Institutional Dynamics	Jianzhong Xiao (62)
An Integration of Contract Theory and Capabilities Theory: A Quest for the Nature of the Firm	Shiquan Wang (73)
A study on Reform of Chinese Rural Credit Union System from Non-Unilateral-Exit Implicit Contract	Bing Guan (96)
Economic Analyses of Linguistic Dynamics	Weiting Huang (107)
Law and Economics of Liquidated Damage	Zhili Yang (124)
The Law and Economics of Marriage	Kaiyou Tian (155)
Choice of Legal Institutions to Resolve Externality Problem	Haiyi Zhao (172)
Transaction Costs, Contract Flexibility and Huizhou's Fixed-Rent during Ming and Qing Dynasties	Yanyan Gao Decai Yang (187)

Research on the IRB Approach in Basel II **Hao Qian** (203)

Public Choice: Understanding, Modification and
Rethinking **Zhiguo Kong** (218)

An Institutional Economics Perspective on Economic
Growth **A. Allan Schmid** (242)

社会资本、法律对中小投资者的保护和 IPO 抑价*

► 徐少君 金雪军** ◀

【摘 要】本文分析了法律对中小投资者保护（立法程度和执法效率）和社会资本对中国 IPO 抑价程度的影响。结果发现，尽管立法程度和 IPO 抑价间存在负相关性，但控制了其他变量后，并未对抑价产生显著的影响；而相比之下，执法效率却显著地对 IPO 抑价产生了负影响；同时，社会资本也稳健地凸显出对抑价程度的减缓作用。因此，要形成合理的 IPO 抑价程度，不仅需要完善法律制度，而且更要注重执法效率，同时也要发挥社会资本等非正规治理因素的作用。

【关键词】 IPO 抑价 社会资本 法律对中小投资者的保护

中图分类号：F830.91 文献标识码：A

一、引 言

IPO 抑价是公司金融研究中一个十分重要的现象。从本质上来看，公司寻求 IPO，主要是为了寻求资金、分散所有权（外部股东），从而达到控制公司以获取私利的目的（Brennan and Franks, 1997）。因此，为了筹集到资金，管理者会通过抑价向投资者传递公司的信号，同时投资者也会要求通过抑价购买方式实现对监督成本的体现和承担时变性风险的补偿（Roosenboom and Goot, 2005）。

然而，以往关于 IPO 抑价研究的大量文献主要还是从信息不对称角度出发

* 本文为第三届青年学者论坛和第四届中国金融学年会入选文章。作者感谢新南威尔士大学（University of New South Wales）的李东辉（Donghui Li）教授和波士顿学院（Boston College）的钱俊（Jun Qian）教授给予的有益启发；同时也感谢上海财经大学徐龙炳教授、华中科技大学孔东民老师、南京财经大学华仁海教授的建议。

** 徐少君，浙江大学经济学院博士研究生；地址：杭州浙大路 38 号浙江大学玉泉校区 10 舍 2075 室（310027）；E-mail: xushaojun@zju.edu.cn。金雪军，浙江大学经济学院教授、博士生导师。

发进行的传统研究，更多地还是关注其内部治理因素，而将外部治理环境看成是外生的（Lombardo and Pagno, 2002）；而实际上，法律对中小投资者的保护程度、社会资本等非正规治理因素均起着十分重要的作用。法律保护不仅内生地影响了是否上市的决策，也影响着公司章程的设计和初始的所有权安排，并且这种初始条件会通过路径依赖而动态地影响到公司将来的发展（Holmen and Hogfeldt, 2004）；同时，法与金融文献也常常忽视了对法律制度与 IPO 抑价之间关系的研究。因此，从这个角度而言，研究法律与 IPO 抑价间的交互性十分重要。同时，作为一种信任、社会规范、社会网络，社会资本也会潜在地影响着管理层的行为，对于法律不是很健全、执法效率不是很高的发展中国家而言，社会资本能通过自律和规范，达到更有效的结果。因此，从这种意义上来说，研究社会资本等非正规治理因素对 IPO 抑价的影响，也显得十分重要。

国内学者关于 IPO 抑价的研究，主要还是集中于传统的研究范式。沈艺峰等（2004）首次构建了我国法律对中小投资者保护的衡量指标后，就法律对中小投资者保护程度和 IPO 抑价间的关系进行了研究，发现两者间确实存在显著的负相关性；然而该文仅仅以法律、法规条文的出台作为衡量法律对中小投资者保护的度，而实际上，如隆巴尔多和帕尼奥（Lombardo and Pagno, 2002）等所言，执法效率比立法更为重要。因此，本文拟构建法律对中小投资者保护的两大维度指标——立法程度和执法效率，来综合研究法律保护 and IPO 抑价的关系。同时，考虑到社会资本等非正规治理因素在中国的重要性，本文也将重点研究社会资本与 IPO 抑价的关系。

研究结果显示，尽管立法程度与 IPO 抑价间有负相关性，但在控制其他变量后，立法程度并没有对抑价起到显著的作用；而执法效率和社会资本确实对 IPO 抑价起到了显著的副作用，执法效率越高、社会资本程度越高，IPO 抑价程度越低。因此，要形成合理的 IPO 抑价程度，提高公司治理水平，不仅要继续完善法律、法规制度，而且更为重要的是要提高对法律的执行效率，增强对社会资本等非正规治理因素的意识，发挥其对市场失灵和政府失灵时的替代职能。

二、文献综述

（一）IPO 抑价理论的现有研究

从伊博森（Ibboston, 1975）首次对 IPO 现象进行系统研究后，掀

起了对 IPO 抑价研究的大潮。学者们纷纷运用不同的样本、不同的时间段进行了经验研究，发现新股抑价是一个普遍现象，无论在美国、英国、法国等发达国家，还是在中国、尼日利亚、马来西亚等发展中国家，都存在 IPO 抑价现象；但其幅度差异却十分巨大，从抑价程度最少的法国（4.2%），到最多的中国（178%）（Loughran et al., 1994；黄玉启，2006）。

由于 IPO 抑价的普遍性，学者们纷纷通过建立不同的模型和假说来试图对 IPO 抑价原因进行解释。目前广泛流行的是以巴伦和霍姆斯特龙（Baron and Holmstrom, 1980）为代表的委托代理理论，罗克（Rock, 1986）、卡特和曼纳塞（Cater and Manaser, 1990）等为代表的“赢者诅咒”理论，本维尼斯特和斯宾特（Benveniste and Spindt, 1989），本维尼斯特、布塞巴和威修姆（Benvensite, Busaba and Wilhelm, 1996）等为代表的信息显示理论，以及以阿伦和福尔哈伯（Allen and Faulhaber, 1989），韦尔奇（Welch, 1989）等为代表的信号理论。这些理论认为，由于发行人、承销商、投资者之间存在各种不同形式的信息不对称，信息传递并不完美，因此旨在降低信息不对称程度、吸引更多的投资者加入到新股的认购行列，抑价便成为发行者可以选择的一种较好的补偿手段。

随着大量 IPO 抑价实证研究的深入，学者们发现很多经验研究的结论并不完全支持上述“不对称信息模型”，于是，新的解释模型应运而生。布思和赤（Booth and Chua, 1996）从企业产权角度出发，提出 IPO 抑价主要是与发行企业对于分散的产权需求有关；津加莱斯（Zingales, 1995），梅洛和帕森斯（Mello and Parsons, 1998），布伦南和弗兰克斯（Brennan and Franks, 1997）进一步提出 IPO 抑价与企业的控制权有关，发行企业的管理层为了在 IPO 后仍然能保持对企业的控制权，需要防止大股东的出现，为此要吸引足够多的投资者参与，产生足够的超额认购倍数，从而使发行企业能利用询价制度中的分配 IPO 权利来支持小的投资者，歧视机构投资者，达到对企业控制权的最终目的；然而，斯托顿和策希纳（Stoughton and Zechner, 1998）通过模型化地分析 IPO 抑价与企业产权结构的关系后，提出由于小的投资者并不具备监督功能，因此 IPO 发行企业需要通过抑价来吸引机构投资者，并运用分配 IPO 的权利，让机构投资者持有企业的大量股票，从而使机构投资者有监督企业行为的积极性，提高企业未来的业绩，向市场传递了高质量企业的信号。菲尔德和希恩（Field and Sheehan, 2004）针对前两文截然不同的观点，从抑价决策和 IPO 时以及 IPO 后大股东存在之间的关系进行了实证研究，发现抑价并没有对外部大股东起到显著的作用。

此外，随着行为金融学的兴起，也有学者尝试从行为金融学的角度解释

抑价现象,如韦尔奇(Welch, 1992)提出的负面信息叠加理论,永奎斯特(Ljungqvist, 2004)等提出的投资者情绪理论,洛克伦和里特(Loughran and Ritter, 2002)运用前景理论和心理账户强调IPO公司决策者的行为偏差所导致的IPO抑价,等等。

综观上述三大类解释理论,无论是信息不对称理论,还是产权理论和行为金融学解释,均是考虑在既定的制度环境和社会环境下,发行企业、承销商和投资者间是如何博弈、如何决策的,主要关注的是一些与发行企业特征有密切关系的变量是如何影响抑价的;但实际上,从一些跨国的经验研究来看,不同国家的IPO抑价程度的巨大差异,从某种意义上也体现出了“治理环境”——法律制度、社会制度、金融市场发展程度等的力量。

正如霍尔门和霍格费尔特(Holmen and Hogfeldt, 2004)所说,法律制度对IPO十分重要,因为其不仅内生地影响了是否上市的决策,而且也决定公司章程的设计及初始的所有权结构,同时这种初始的条件会通过路径依赖影响到公司将来的发展,起着动态的影响作用。然而目前关于法律制度与IPO抑价间关系的研究还较少,主要还是从避免法律诉讼的角度进行研究的。梯尼克(Tinic, 1988)在洛克(Rock, 1986)基础上引入了法律成本因素对抑价进行了分析,认为对于投资者而言,由承销商给出的信息应该更可靠,因为其冒着毁坏自己声誉的风险,必须要对虚假、隐瞒信息负法律责任,因此,承销商需要购买一份“保险”来对冲该风险,于是,抑价便成为承销商避免潜在的法律诉讼的一种替代手段。休斯和撒克(Hughes and Thakor, 1992)在梯尼克(Tinic, 1988)基础上提出抑价主要是承销商为了减少IPO后的预期法律责任;劳里和舒(Lowry and Shu, 2002)通过美国的经验研究,进一步证实了IPO抑价的一个重要原因在于减少法律成本。因此,关于法律制度与IPO抑价间关系的研究主要还是局限于“法律诉讼”这一层面,而没有扩展到更广意义上的“公司治理环境”——法律对中小投资者保护上,而这也正是本文拟研究的一个主要内容。

(二) 法律对中小投资者保护的相关研究

自从拉·波塔、洛佩兹-德-西拉内斯、施莱佛和维希尼(La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer and Vishny, 后文简称LLSV, 1997, 1998)开创性地论证了法律对外部投资者保护对一国的金融体系等有着重要的影响之后,“法律对外部投资者保护的重要性”成为公司金融研究的新热点。但综观该领域研究,主要的研究点还是集中于法律制度与资本市场绩效间的关系(LLSV, 2000a, 2000b, 2002),如法律环境的提高、法律对外部投资者有

较好的保护，往往伴随着较大规模、较高价值、较好流动性的资本市场（LLS, 1999, 2006），较快的新股发行速度、更好的外部融资（Lombardo and Pagano, 2000; Hail and Leuz, 2006），较高的股票收益率（Lombardo and Pagano, 2000, 2002; 许琳, 2006）等；此外，研究法律制度与公司所有权结构间的关系，也是法与金融的一个重要内容（LLSV, 1997, 1998; LLS, 1999; Burkart and Panunzi, 2006; 许年行等, 2006）。当然，这里涉及的法与金融文献不仅考虑了法律渊源，同时也检查了对小股东的保护（抗董事权），债权人的保护，执法效率，财产所有权的执行等（Boulton et al., 2007）。对此，LLSV（2000b）、丹尼斯和麦克内尔（Denis and McConnell, 2003）进行了很好的综述。

但是，法与金融文献却经常忽略法律制度是如何对IPO产生影响的，特别是对IPO时所有权及控股权的影响，对IPO抑价影响的分析，因此，从IPO角度来研究法律对中小股东保护的重要性，是一个值得开拓的方向。在该方向上，博尔顿等（Boulton et al., 2007）用横截面模型解释了各国不同的公司治理环境（法律）对其IPO抑价的影响；国内学者沈艺峰等（2004）在构建了我国法律对中小投资者的保护衡量指标后，进一步验证了其于IPO抑价间存在的正向关系。但是，沈文仅以法律、法规出台等作为法律对中小投资者保护的衡量指标，其实，法律的执行在某种程度上更为重要（Lombardo and Pagano, 2002），因此，本文将在沈文基础上，进一步引入法律执行指标，来综合研究法律对中小投资者保护与IPO抑价间的关系。

（三）社会资本等非正规治理因素的研究

正如霍尔门和霍格费尔特（2004）所发现的，一国公司集中所有权结构并不仅仅依赖于法律、法规，最终还是取决于受侵害的股东的“政治接受度”，或许，政治指标和开放度、社会资本等可能会更好地预测所有权的集中度（Pagano and Volpin, 2001）。因此，在除了考虑法律制度对公司治理的影响外，一些非制度性因素可能也起着十分重要的作用。

最近阿伦等（2005, 2006, 2007）突破了法与金融的传统视角，提出一些非正规的治理机制如声誉、信任、关系等，在一定程度上能比法律制度等更有效地解决过度竞争和腐败等问题，提高治理水平，促进经济增长。例如他们发现，印度虽然具有与英国类似的普通法系，法律十分健全，但在实践中由于法律体系执行时存在的过度腐败行为，严重地削弱了其执法效果，因此更多的企业外部融资是通过非市场途径进行的，对中小投资者有较好保护的法律条文并没有有效地促进资本市场的发展。

社会资本，是指社会组织所具有的特性，如信用、社会规范和社会网络

等 (Putman, 1993)。它作为一种非正规治理因素, 内在地影响着公司的治理。从帕特南 (Putnam, 1993) 首次将社会资本引入到经济学研究领域, 提出社会资本对于意大利南部和北部出现的不同经济和治理绩效水平有较强的解释力之后, 学者们对社会资本的研究热情大涨, 如 LSV (1997) 发现信用水平和司法效率间存在显著的正相关关系, 而与政府腐败间存在显著的负相关关系; 奈克和基弗 (Knack and Keefer, 1997) 发现信任和民间合作较强的国家拥有正式制度, 能有效地保护产权以及契约权利, 他们进一步发现, 信任对于贫穷国家而言更为重要, 因为这些国家的法律和金融部门更为脆弱, 因此, 社会资本在一定程度上可以弥补法律和金融的薄弱; 扎克和纳克 (Zak and Knark, 2001) 提出低的信任环境会减少投资率, 从而不利于经济增长; 圭索等 (Guiso et al., 2004) 研究了社会资本对金融发展的影响, 并提出了与奈克和基弗 (Knack and Keefer, 1997) 类似的观点, 即当法律环境比较弱时, 社会资本对金融发展的作用力更强。国内学者张维迎等 (2002)、张俊生等 (2005) 均发现社会资本对于中国各地区经济的发展和区域金融的发展有重要的作用。

社会资本作为一种非正规的治理机制和较高的社会资本程度, 有利于促成协调和合作, 有利于信息的流动和传播, 同时可减少交易中的“机会主义”和“道德风险”行为, 降低交易费用; 更重要的是, 社会资本作为一种社会规范、社会网络, 也会内在地影响着行为人的道德规范, 制约着行为人的行事规则。因此, 社会资本对金融发展的作用机制之一就是通过提高社会的信任程度, 强化社会规范。在社会资本程度高的地区, 人们之间会更加信任, 更容易遵守这种不成文的社会规范, 因为这一区域的社会网络会使失信者更容易受到惩罚。既然 IPO 作为一种不确定性较高的融资行为, 其本身就是一项高信用度集聚的契约, 该交易顺利进行, 不仅取决于法律合同的有效性, 同时也取决于投资者对发行人的信任程度。因此, 社会资本作为一种内在的制约因素, 将如何潜在地影响着公司管理层的治理行为, 从而对 IPO 抑价产生影响, 这也正是本文要研究的重要内容之一。

因此, 本文将分析这些被以往文献所外生的假定为既定的因素——法律对中小投资者保护 (包括: ①保护的条文, 后文简称为“立法程度”; ②法律执行效率) 和社会资本, 是如何内生地影响着 IPO 的抑价。故后文将作如下安排: 第三部分构建 IPO 抑价的法律保护和社会资本的影响模型; 第四部分对此进行经验研究; 第五部分是总结。

三、理论模型分析

根据津加莱斯 (Zingales, 1995), 梅洛和帕森斯 (Mello and Parsons, 1998) 等对 IPO 公司的相关研究, 公司谋求上市主要考虑的问题是筹集资金以及保持控制权, 因此可假设公司在未发行上市前, 有一代表性的股东经理 (owner management), 其在 IPO 前拥有对公司的绝对控制权。

假设公司治理环境用 E 表示, 由以往的研究文献可以得到, 公司治理环境与法律对中小股东的保护存在正相关性, 与主承销商的声誉等其他内部治理因素 X 有一定的关系, 同时本文假设其与社会资本间也存在紧密的关系, 故设:

$$E = \psi(\text{law}, \text{social}, X), \text{ 且 } E \in [\underline{E}, \bar{E}] \quad (1)$$

E 越大表示公司治理环境越好, 也即股东经济欲侵占小股东利益、谋取私人利益的难度也越大。其中, $\underline{E}$ 表示公司向外部投资者承诺的最低保护水平, 而 $\bar{E}$ 表示由于法律对中小股东保护制度环境、社会内在的道德约束以及其他内部治理因素而形成的对投资者保护的上限。

进一步可假设:

$$\frac{\partial E}{\partial \text{law}} > 0, \frac{\partial E}{\partial \text{social}} > 0, \frac{\partial E}{\partial X} > 0$$

隆巴尔多和帕尼奥 (2002) 提出法律等环境的改善与提高对股票收益的影响主要通过三种途径: 其一是降低管理者获取私利的比例; 其二是降低外部股东监督管理层的成本; 其三是扩大公司与顾客、供应商间的合作与交易。本文主要关注于前两点, 因此, 假设公司实际价值为 V , 股东经理可通过 IPO 发行后仍保持对公司的控制权来谋取私利; 设该发生概率为 P , 从而使公司价值减少 mV , 其中 m 为股东经济谋取私利的比例系数。

同时, 股东经理为达到侵占目的, 也需要支付一定的成本, 而该成本实质上与外部股东付出一定的“监督成本”来监督管理层, 从而导致管理层欲获私利而需要付出的成本存在反向关系。设该成本函数为:

$$C = C(m, E) = C(m, \text{law}, \text{social}, X) \quad (2)$$

该成本函数为 m 、 E 的递增凸函数, 满足 $\frac{\partial C}{\partial m} > 0, \frac{\partial C}{\partial E} > 0$ 。

$$\text{即: } \frac{\partial C}{\partial \text{law}} = \frac{\partial C}{\partial E} \frac{\partial E}{\partial \text{law}} > 0, \frac{\partial C}{\partial \text{social}} = \frac{\partial C}{\partial E} \frac{\partial E}{\partial \text{social}} > 0, \frac{\partial C}{\partial X} = \frac{\partial C}{\partial E} \frac{\partial E}{\partial X} > 0。$$

上述关系式表示, 法律对中小股东的保护越好, 社会资本发展程度越高, 以及其余公司治理因素水平越高, 股东经理侵占所需支付的成本越高。

并进一步有: $\frac{\partial^2 C}{\partial m^2} > 0$, $\frac{\partial^2 C}{\partial m \partial E} > 0$ 。

表示股东经理侵占私利的边际转移成本为递增; 当公司治理环境较好时, 股东经济获取私利的边际成本递增。

设股东经理持股比例为 a , 在 IPO 时为向外部投资者传递信号, 促使外部投资者购买, 实行抑价策略, 该抑价也是外部股东为尽量减少日后股东经理对其利益的侵占以及防止时变性风险 (time-over variable risk) 所要求的一种补偿, 该补偿值对股东经理而言, 则是一种“损失”, 记其抑价函数为 $\zeta(m, E)V$ 。

为处理方便, 假设股东经理为风险中性, 其效用最大化函数为:

$$\max: U_M = aV + PmV - C(m, E) - \zeta(m, E)V \quad (3)$$

根据拉波塔等 (La Porta et al., 1999) 在研究股东权益与股权分散度时假设大股东转移利润的成本系数为 $\frac{1}{2}Em^2$, 因此对 U_M 取 m 的导数, 有:

$$\frac{\partial U_M}{\partial m} = PV - \frac{\partial C}{\partial m} - \frac{\partial \zeta}{\partial m} V = 0,$$

所以, $\frac{\partial \zeta}{\partial m} = P - Em/V$,

$$\zeta(m, E) = \int (P - Em/V) dm > 0 \quad (4)$$

所以, $\frac{\partial \zeta}{\partial law} = \int (P - Em/V) dm \times \left(-\frac{m}{V}\right) \frac{\partial E}{\partial law} < 0$,

即表明, 随着法律对中小投资者利益保护程度的提高, 股票抑价程度会降低。

同理, $\frac{\partial \zeta}{\partial social} = \int (P - Em/V) dm \times \left(-\frac{m}{V}\right) \frac{\partial E}{\partial social} < 0$, 也表明随着社会资本程度的提高, 抑价程度也会减少;

同时有: $\frac{\partial \zeta}{\partial X} = \int (P - Em/V) dm \times \left(-\frac{m}{V}\right) \frac{\partial E}{\partial X} < 0$ 。

因此, 随着主承销商声誉等其余影响治理水平因素的提高, 抑价程度有所减轻。

四、实证研究

(一) 样本、指标选取和计量模型的建立

为相对全面地检验法律对中小投资者保护 (立法程度和执法效率)、社

会资本等非正规治理因素对IPO抑价的影响,笔者选取了从中国股市一开始建立的法律不规范,经过不断发展,到现在有不断改进的治理环境这一全过程,并以上海证券交易所(简称上交所)为例,对其在1992年5月21日~2007年6月30日的所有A股IPO进行了研究,^①并剔除了“历史遗留问题”方式上市的股票,共采集到754个样本。^②

关于IPO相关指标,笔者根据已有研究的成果,分别从抑价指标(R_0 , R_1)、公司基本面指标、发行指标三大方面进行衡量,如表1所示。公司年龄(age)、公司规模(size)、运营收益(ROE, earning)、加权市盈率(PE)等变量是影响IPO抑价的一些基本指标,公司所处的行业也有一定的影响,特别是高科技行业有更强的抑价“冲动”(Elston and Rondi, 2004)。考虑到股改前特殊的股权结果,本文引入了“国有股”变量(state)作为股权性质的判断来对IPO抑价程度进行控制。

已有研究结果表明承销商的声誉对IPO抑价有反向作用(Cater and Manaster, 1990),即承销商声誉越好,“赢者诅咒”程度相对越低,因此无信息的投资者会有相对较高的热情参与新股认购,从而可适当减少抑价程度;但是,洛克伦和里特(Loughran and Ritter, 2001)却提出了动态的观点,即他们认为IPO抑价水平变化的关键在于发行企业的目标发生了变化,因此承销商的声誉对于IPO抑价水平的影响随着时间变化而在发生变化,并不是单调递减的。因此,本文也将检验承销商的声誉是否与IPO抑价存在显著的单调关系。

舍曼和蒂特曼(Sherman and Titman, 2002)认为发行方式十分重要,累计投标询价(book-building)不仅是投资者信息显示的过程,同时也是投资者信息收集的过程,这对IPO抑价程度有很大影响。随着中国发行方式的不断改进,特别是累计投标询价制的推出,对于降低信息不对称程度、提高发行效率有重大作用;然而,在目前的这种累计投标询价制度下,发行企业并不能完全使用IPO分配权利,因此,笔者引入虚拟变量,将实行累计投标询价的公司设为1,其余发行方式的公司设为0,从而来研究发行方式与IPO抑价间的关系。同时,我国在2001年前实行的是审批制,而2001年后实行了核准制,IPO管理上的这种变化对抑价会产生一定的影响,为控制这种制度性的变化,笔者引入了年份作为虚拟变量,以实行核准制的2001~2006年设为1,其余年份设为0。

① 由于1991年我国股市刚刚起步,很多数据不完善;同时,上交所曾于1992年5月21日起取消对股票交易的涨跌停限制(沈艺峰等,2004),因此,本文剔除了1992年5月21日前在上交所上市的股票。

② 参考沈艺峰等(2004)关于剔除“蜜月期”在1年以上股票的方法,来更好地反映法律保护等对IPO抑价的影响。