

中国IPO 市场承销商行为研究

Research on Underwriters' Behavior
in Chinese IPO Market

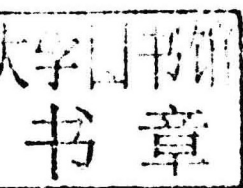
宋书彬 著

河北科学技术出版社

中国IPO 市场承销商行为研究

Research on Underwriters' Behavior
in Chinese IPO Market

宋书彬 著



河北科学技术出版社

图书在版编目 (C I P) 数据

中国 IPO 市场承销商行为研究 / 宋书彬著. -- 石家庄 : 河北科学技术出版社, 2014. 8
ISBN 978-7-5375-7175-3

I. ①中… II. ①宋… III. ①股票市场—研究—中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第171819号

中国 IPO 市场承销商行为研究

宋书彬 著

出版发行 河北科学技术出版社

地 址 石家庄市友谊北大街 330 号 (邮编: 050061)

印 刷 石家庄联创博美印刷有限公司

开 本 787 × 1092 1/16

印 张 13.25

字 数 194 千字

版 次 2014 年 8 月第 1 版

2014 年 8 月第 1 次印刷

定 价 32.00 元

前 言

至 2014 年，我国股票市场创建已有 24 个年头。伴随着股票市场的发展，我国股票 IPO 市场（首次发行）市场也走过了曲折的历程。在这个时期，我国 IPO 市场的股票发行制度进行了几轮重大改革，经历了由行政审批制、核准通道制到核准保荐制的演变过程，证监会对新股的发行定价方式与定价方法也进行了频繁的变革，伴随着向市场化渐进改革的步伐，国内股票发行制度不断走向完善。

多年来，作为重要的参与者，IPO 市场主承销商行为饱受诟病。虽经证监会多次调整 IPO 相关制度，主承销商的行为有所规范，但在 IPO 新股承销的实践中，主承销商的行为依旧存在诸多问题，如部分承销商功利心过强，少数上市保荐人职业素养不够，导致上市公司信息披露不全面，上市公告中存在误导性陈述，承销商推荐拟上市公司的首发申请被否数量增加，IPO 市场市盈率偏高，首日上市跌破发行价案例增加等等。总之，我国的股票 IPO 市场距高效、规范、理想的市场运作愿景还相差甚远。

在学术研究方面，国内学者对 A 股 IPO 市场承销商的研究起步很晚，研究内容比较宽泛，多集中于承销商声誉、承销商与 IPO 抑价关系方面，而全面研究承销商行为的文献较少，尤其是在承销商的业务对象选择、定价决策的心理、承销业务中形成的风格等方面的研究成果相当匮乏，国内的承销商行为理论与 IPO 承销业务的现实状况还有较大差距，对此领域的认识急需进一步拓展、加深。

本书将对此前我国 IPO 承销商在上市公司股票首发的主要业务进行分析研究，为读者提供一些数据与信息。为此，本书以 2001—2010 年为研究窗口期，

针对 IPO 市场的主承销商行为，应用理论分析、比较分析、实证分析、规范分析等方法，从 6 个视角对主承销商的行为进行了研究，尽可能系统地总结承销商在 IPO 市场中的相关行为。

本书以主承销商在 IPO 过程中扮演的角色为主线，以其承销业务为核心，通过实证，揭示我国主承销商在 A 股 IPO 发行与承销领域的多种业务行为，比如，总结主承销商的业务对象选择行为、承销商的业务风格与特点；主承销商发行定价中所反应的公司信息、发行定价时的心理锚定、锚点弱化行为；主承销商在 IPO 过程中的上市包装行为等。

笔者愿通过本书对我国股票 IPO 市场的承销商业务行为的分析，为广大资本市场（一级市场）的关注者提供用的研究资料。

编 者

2014 年 6 月

目 录

第一章 绪论	(1)
一、研究背景	(1)
二、研究依据	(2)
三、研究意义	(4)
四、研究内容简要介绍	(5)
五、创新点	(9)
六、不足之处	(9)
第二章 文献综述	(10)
一、国外文献	(10)
二、国内文献	(18)
三、文献中存在的不足	(25)
第三章 IPO 市场承销商行为的理论分析	(28)
一、本文承销商定义及写作范围的界定	(28)
二、我国承销商基本情况	(28)
三、承销商及发行人的选择行为	(31)
四、承销商在 IPO 市场中的地位	(37)
五 承销商在 IPO 市场的功能	(40)
六、承销商行为的制度约束	(44)
第四章 承销商在 IPO 市场业务对象的选择与业务风格	(54)
一、相关文献简述	(55)
二、IPO 主承销商的业务对象选择分析	(58)

三、承销商业务风格与特点	(67)
四、简要总结	(84)
第五章 承销商 IPO 定价的公司信息含量	(88)
一、相关文献简述	(89)
二、研究的方法与内容	(91)
三、实证	(95)
四、简要结论	(108)
第六章 承销商特征对 IPO 定价的影响	(110)
一、相关文献简述	(110)
二、实证思路	(111)
三、实证	(111)
四、简要结论	(122)
第七章 承销商 IPO 定价的心理锚定及锚值弱化	(123)
一、资本市场中锚定现象的特征及分类	(123)
二、资本市场锚定调整的表现形式	(128)
三、相关文献简述	(129)
四、锚定实证的主要方法	(132)
五、承销商发行定价对市盈率、市净率的锚定检验	(134)
六、承销商发行定价的锚值弱化实证	(141)
七、简要结论	(145)
第八章 承销商在 IPO 过程中的上市包装行为	(147)
一、相关文献简述	(148)
二、本文对上市包装的定义及分析	(150)
三、实证构思	(153)
四、实证	(156)
五、简要结论	(164)

第九章 结论及建议	(166)
一、结论	(166)
二、当前 IPO 市场存在的隐忧	(170)
三、改进我国 IPO 市场承销商行为的建议	(172)
附录	(178)
参考文献	(191)
后记	(201)

图 目 录

图 1-1 本文写作结构示意图	(8)
图 3-1 历史上我国上市公司两市场价差变动比较	(39)
图 3-2 2004—2009 年各板块价差比较	(39)
图 4-1 两种发行制度下承销商本地业务覆盖力	(62)
图 4-2 38 家承销商的专业性统计	(63)
图 4-3 各地区承销商专业性统计	(64)
图 4-4 我国 2001 年 1 月至 2010 年 7 月的股市行情	(75)
图 6-1 标准残差散点图	(114)
图 6-2 经验不同的承销商定价残差	(114)
图 7-1 各年度市盈率锚定现象散点图	(135)
图 7-2 两板块对于市净率的锚定情况	(138)
图 7-3 2009 年中小板上市公司对市盈率锚定的弱化图	(142)
图 7-4 2009 年创业板上市公司对市盈率锚定的弱化图	(143)
图 7-5 2006—2010 中小板块市净率锚定变化图	(145)

表 目 录

表 1-1	2009 年初部分国家 GDP 与上市公司数量比较	(4)
表 3-1	我国证券公司及证券营业部数量	(29)
表 3-2	我国 A 股上市的券商机构简要情况 (截止 2010 年 7 月)	(30)
表 3-3	我国 IPO 发行制度变革途径	(46)
表 3-4	我国新股 IPO 承销法律体系	(50)
表 4-1	获取 IPO 公司样本情况	(59)
表 4-2	在不同发行制度下各地域承销商业务量分布	(61)
表 4-3	不同实力承销商选择的业务对象	(65)
表 4-4	对业务对象融资规模的选择	(67)
表 4-5	获取 IPO 公司样本情况	(70)
表 4-6	进入实证的自变量与因变量列表	(71)
表 4-7	在不同市场环境中承销商的择机行为	(75)
表 4-8	在不同市场状态下承销上市业务量	(76)
表 4-9	承销商总体业务特征	(78)
表 4-10	不同实力承销商的承销业务风格	(81)
表 5-1	获取 10 年 IPO 公司样本量	(92)
表 5-2	相关财务指标 (自变量) 列表	(93)
表 5-3	总样本及各年度的主成分提取情况	(97)
表 5-4	承销商发行定价中 IPO 公司财务信息含量检验	(99)
表 5-5	各年度 IPO 发行定价中经营信息含量	(100)
表 5-6	各主成分特征向量包含有效经营指标数量	(101)
表 5-7	不同板块的发行定价中经营信息含量	(102)
表 5-8	2000 年以来我国股市牛熊市阶段划分	(105)
表 5-9	不同样本主成分特征值及特征向量中包含经营信息情况	(105)
表 5-10	不同股权结构及市场状态下定价反映公司经营信息状况	(107)
表 6-1	主成分特征向量包含有效经营指标数量	(112)

表 6-2	不同经验承销商发行定价反映公司经营信息状况	(113)
表 6-3	承销商定价残差统计	(115)
表 6-4	Spearman 相关性检验	(116)
表 6-5	定价残差与经验丰富主承销商的关系	(117)
表 6-6	定价残差与经验较少主承销商的关系	(118)
表 6-7	定价残差与承销商的关系	(120)
表 7-1	各年度 IPO 新股样本	(134)
表 7-2	各年度发行市盈率与离差的统计	(136)
表 7-3	“锚点法”对市盈率中值锚定效应检验结果	(137)
表 7-4	各年度公司 IPO 时总体锚定市净率中值情况	(139)
表 7-5	“锚点法”对市净率中值锚定效应检验结果	(140)
表 7-6	对于市盈率、市净率锚定紧密度的比较	(141)
表 7-7	各年度两板块新股上市市盈率统计表	(142)
表 7-8	各年度两板块新股上市的市净率统计表	(144)
表 8-1	存在上市包装迹象的承销商分布	(157)
表 8-2	承销商排名与包装关系	(158)
表 8-3	承销商分类矩阵	(159)
表 8-4	四类主承销商的 IPO 包装行为分析	(159)
表 8-5	包装使发行定价提高了多少	(161)
表 8-6	包装对二级市场投资者价值判断的影响	(162)
附表 1	5 次以上承销业务的各券商主打行业情况	(178)
附表 2	在 2001 年 1 月至 2010 年 6 月担任副主承销商的券商及次数	(180)
附表 3	2001 年 1 月 1 日至 2010 年 7 月 1 日上市首日跌破发行价股票 一览表	(181)
附表 4	2006 年以来 IPO 首发申请未通过的公司及保荐人名单	(183)

第一章 绪 论

一、研究背景

IPO 市场^①的承销商是股票发行市场的中介，作为市场重要参与者，承销商行为对股票发行市场的健康稳定发展有着重要影响。

到 2011 年，我国股票市场已经走过 20 个年头，至此，我国资本市场有 106 家证券公司，先后承销了 2062 家公司上市，吸引了 1.3 亿户投资者，发展了七类机构投资者为询价对象，其中，基金公司 62 家，期货公司 163 家。2010 年我国 IPO 市场融资全球第一，股票总市值全球第二。资本市场在拓宽融资渠道、促进资本形成、优化资源配置、分散市场风险方面发挥了不可替代的重要作用。在此时期，IPO 市场无论在公司上市数量上，还是在公司上市的融资质量上都发生了巨大变化，市场的规范性、透明性有了明显提高，一级资本市场的资源配置效率大幅提升，这些积极的变化与主承销商的专业承销能力提高有着密切的关系。

20 年来，主板（1990 年开创）、中小板（2004 年开创）、创业板（2009 年开创）先后开通，形成了比较完善的股票市场结构，股票市场的法律、法规不断充实与完善，在新机制的约束下，承销商的行为也越来越符合市场要求，但投资者对 IPO 承销商在公司价值的发现、股票价格的估计方面的要求也越来越高，以上市辅导人、保荐人、承销商等身份出现在股票 IPO 市场上的各大券商和投资机构在股票发行承销业务中，虽得到了实践的磨炼，但其尽职程度、定价的专业性仍然饱受质疑，主承销商的行为仍是 IPO 市场关注的焦点。

^① 本文中的 IPO 仅指公司首次上市发行股票，其他领域的 IPO（如债券等）不是本文研究对象。

2009 年中国证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》后，我国股票 IPO 市场开始第七次重启^①，同年 10 月 30 日首批 28 只创业板公司上市，其后上市公司的数量迅猛增加，创业板首批股票平均发行市盈率为 56.7 倍；第二批 8 家公司达到了 83 倍；第三批 6 家公司为 78 倍；第四批 8 家公司市盈率达到创纪录的 88.6 倍；而个股发行市盈率过百倍的现象也频频出现，如金龙机电（交易代码 C300032）市盈率达 126.67 倍，我国股票一级市场的 IPO 定价持续走高现象令人担忧，承销商尤其是主承销商在股票发行市场的行为极具研究价值。

事实上，公司上市融资活动中承销商功能发挥状况——公司价值的发现、对投融资双方的信息沟通效率等——一直是证券市场的热门话题。在经历了发行制度、发行方式、定价方法等一系列改革之后，人们发现 IPO 市场在公平、透明、高效等方面虽有提高，但距所希望的一级市场发行愿景仍有较大距离，投资者对承销商市场行为还是褒贬不一。

二、研究依据

（一）近年来国内公司上市数量急速增加

进入 21 世纪以来我国股票发行市场的上市公司数量急剧增加，融资规模持续扩大。2007 年沪深 A 股有 125 家公司上市，融资额度超过 4767 亿元，2008 年在停止发行一个季度的情况下仍有 77 家公司上市，融资额度超过 1034 亿元，2009 年仅 6 个月就有 99 家公司上市，融资额度达 1879 亿元^②，2010 年约 60 家承销商保荐的超过 400 家公司报证监会上会审核，最终 349 家公司通过审核并上市，其中，中小板 204 家，创业板 117 家，主板 28 家。2010 年我国 A 股 IPO 融资额达 4883 亿元，位居全球第一^③。

① IPO 的 7 次暂停一览：1994.11.1—1995.1.24；1995.4.11—1995.6.30；1995.6.30—1995.10.10；2001.9.10—2001.11.29；2004.9.9—2005.2.3；2005.6.7—2006.6.19；2008.9.25—2009.5.28。

② 数据来自 RESSET，2009 年 7 月才开始 A 股 IPO。

③ 数据来自新浪财经，<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20101130/02249028589.shtml>。

（二）IPO 市场定价偏高，二级市场投资者过度乐观

2010 年共有 11 只股票的发行市盈率超过 100 倍，多数为创业板上市公司，新股发行市盈率最高达 150.82 倍，只有主板上市的大型公司在传统的 20 倍市盈率附近徘徊（如 2010 年上市的农业银行市盈率为 14.43 倍，创年度市盈率的新低）。在二级市场上，上市首日涨幅超过 100% 的有 31 只，新亚制程、艾迪西首日涨幅分别达到 275% 和 235%；创业板首日涨幅最高为西部牧业的 152%；主板的吉林高速首日涨幅最高，达 140%。

（三）承销商 IPO 发行申请须更加慎重

据作者统计，2006 年上市首发申请被否有 12 家公司，2007 年上市首发申请被否有 38 家公司，2008 年上市首发申请被否有 21 家公司，2009 年上市首发申请被否有 27 家公司，2010 年 400 多家公司申请上市时，61 家首发申请被否决，其中主板 3 家、中小板 34 家、创业板 24 家；涉及券商（保荐人）超过 25 家，多家上海籍券商^①的上市保荐申请被否决，占到总数的 40%。这些申请失败的案例后果较严重，一是打乱了拟上市公司的融资、投资计划；二是公司的上市进程将重新来过，成本昂贵；三是对承销商自身在业界的声誉也产生了不良影响。因此承销商须更清醒的面对市场、面对规则，以维护自己的市场形象。

（四）承销商中介功能面临考验

虽然 2010 年 IPO 公司上市数量增长过快，但总体上我国 IPO 市场将面临两个基本问题：①股票市场上市公司总量依然较少，通过与其他国家比对，就不难发现这一问题，具体见表 1-1。②二级市场上首日跌破发行价的股票数量增加。因此可以预见，未来我国上市企业的数量还会持续增加——包括吸引国外公司来华上市融资；作为市场中介的承销商将承担更多的上市辅导、保荐、定价、承销工作，其信息桥梁的中介功能，特别是股票定价合理性将受到市场挑战。

^① 东方证券、国泰君安、中银国际、德邦证券、中银万国、光大证券、爱建证券和财富里昂等 9 家的总部均是在上海。

表 1-1 2009 年初部分国家 GDP 与上市公司数量比较

国 家	GDP (亿美元)	国内上市公司数(个)	市值 /GDP (%)
美国	142 043	5603	82.6
日本	49 093	3299	65.6
中国	43 262	1604	64.6
英国	26 456	2415	70.0
巴西	16 125	432	36.6
俄罗斯联邦	16 078	314	82.2
印度	12 175	4921	53.0

注：数据来源于世界统计年鉴 2009，上市公司数量仅指本国公司在其国内上市的情况。

以上种种原因不仅使 IPO 市场成为国内资本市场的万众瞩目的热点，承销商行为研究也成为学术领域研究的一个重点，进而成为本文选题的重要依据。

三、研究意义

在监管方面，我国 IPO 市场发行制度经历了由行政审批制、核准通道制、核准保荐制的演变过程，定价方式也经历了行政定价、行政定价与市场定价相结合、市场化定价几个阶段，随着发行制度市场化程度的提高，证监会对 IPO 企业上市标准的管理经验也日益丰富，IPO 市场将不断走向成熟。事实表明，证监会的发行审核工作日益透明，对于券商来说，辅导、保荐、承销等业务继续依照过去粗线条的经营观念已经远不能满足生存与发展的需要，承销商在发行中尽职尽责，充分挖掘市场信息，做好投融资双方的桥梁和纽带，提升价值发现能力，合理对 IPO 公司股票定价将成为未来的核心竞争力。

学术领域对我国 IPO 市场承销商行为的研究起步很晚，研究内容比较宽泛，多集中于承销商声誉、承销商与 IPO 抑价关系方面，而对承销商行为较全面的

研究资料比较匮乏，尤其是对承销商业务对象选择、定价决策心理、承销业务中形成的风格等方面研究明显不足，与现实需要还有较大差距，急需以实践为依据对相关理论进一步讨论、研究、拓展、加深。

承销商对上市公司的价值发现、股票的定价选择、定价心理以及它在上市中的特殊作用极具研究价值，而且研究的挑战性很大。掌握承销商的行为特点，总结承销商的行为规律，对于我国股票市场健康发展、提高融资效率、提升资源配置效率意义深远。

本文旨在丰富 IPO 领域承销商行为研究的内容，加深对承销商行为的理解。为此，文章将从理论阐述开始，通过三种行为、七个角度用实证总结我国承销商在 IPO 领域的行为，最终形成比较全面的认识。通过以实证为基础的经典金融学、行为金融学、博弈论等视角的分析，加大对国内承销商行为研究的深度与广度，为提升理论水平做出贡献。

四、研究内容简要介绍

（一）写作结构及主要内容

为完成研究目标，文章按以下顺序进行。

第二章从国内外学者对承销商定价行为、一二级市场价格情况的研究文献出发，对有关 IPO 股票承销商的理论研究成果进行梳理，归纳出不同视角下研究的结论，同时对国内外文献进行比照，充分掌握本领域国内外的研究前沿动态，在此基础上，总结了国内学者在研究承销商 IPO 市场行为，认为需要进一步强化研究的传承性和系统性，在研究中急待创新突破。

第三章从研究涉及的承销商名词界定开始，首先对我国 IPO 市场承销商在进行新股承销时的心理、行为进行了分析，接着，对国内承销商在 IPO 融资中的功能、地位、作用和市场表现等进行了有针对性的介绍，然后，概述了我国证监部门对承销商行为的约束，最后，系统总结了 IPO 承销法律体系的演变，为引出后文做好铺垫。

第四章对承销商选择 IPO 业务对象的行为进行实证统计,用近 10 年的数据分别从业务对象选择的地域性、行业特征和承销经验等方面进行概括总结,发现我国股票 IPO 市场承销商并不存在固定的业务地域,承销商本地业务完成量因地而异,不同注册资本的承销商对承销对象的融资规模不敏感,但承销商在承销业务承揽中多有专门的行业领域。在前文的基础上,文章还将承销商的不同业务行为特点上升到总体风格来概括总结,主要得出以下结论:我国 IPO 公司的主承销商在发行与承销业务中承销方式单一,承销 IPO 新股并没有考虑市场冷热来择机而行,不同实力的承销商对发行抑价程度影响不明显,多业务的承销商工作质量较低。

第五章从承销商的发行定价中包含 IPO 公司前三年经营信息量的多寡出发,针对不同年度、不同板块、不同股权结构的 IPO 公司,用主成分分析法对我国近 10 年主承销商的 IPO 定价中所包含的公司业绩、公司治理、股权结构等信息进行检验,观察承销商定价行为的特点,实证结果表明,发行制度变革在短期内影响着承销商的新股定价行为,承销商的发行定价对于含国有股权的上市公司比较敏感,在上市定价中包含了更多公司经营信息,创业板信息含量较强,长期中,承销商的发行定价能够充分反映拟上市公司的经营信息。

第六章还针对不同经验的承销商,同样用主成分方法分析,将发行定价回归之后的残差标准化,以之与主承销商的自身特征联系,观察承销商自身特征如何影响主承销商对发行定价的判断,经过实证发现,不同经验的承销商对 IPO 公司的发行定价存在差异,从理论角度判断,其主要原因可能在于不同的承销商在定价时对未来预期赋予的权重不同。

第七章以行为金融学为出发点,结合心理学中的锚定及锚定值弱化现象,对主承销商定价行为分析。首先对锚定检验的方法进行总结,在此基础上对承销商的 IPO 发行定价锚定行为进行解释,接着,对不同板块、不同年度的市盈率、市净率锚值进行了比较,对两者的锚定紧密性进行了判定,认为在实行询价制以来新股 IPO 过程中主承销商对股票的定价选择依然存在对市盈率、市净率的

价格锚定现象，但不同板块的锚定目标并不相同，在此基础上，简要总结了主承销商在不同板块、不同年度的锚定特征。

在前文基础上应用行为金融学的锚定弱化现象对承销商发行定价行为进行了深入分析。列举了不同时期承销商在 IPO 定价过程中对市盈率、市净率锚定发生变化的现象，证明承销商的发行定价对初始锚点逐渐偏离，这种锚定弱化并不是对锚定现象的否定，相反却是锚定现象的一种深化。

第八章研究主承销商在 IPO 公司新股上市时的包装行为，用“后见之明”的方法主要分析并解决以下几个问题：承销商为什么要对上市公司进行包装；怎么包装（用哪些行为来包装，如何发现 IPO 公司上市时存在包装行为）；市场中什么样的承销商对上市公司进行了包装；包装的结果如何（是否诱导了二级市场投资者对 IPO 公司的价值高估）。通过对相关问题的研究，得出结论，认为在上市首日，由于包装行为使二级市场投资者对首日跌破发行价的新股高估约为 100%；宣布改变投资方向的新股，价格高估现象不明显；业绩变脸的新股高估水平为 27.8%；首日跌破发行价且宣布了改变投资方向的新股高估水平为 44.7%；首日跌破发行价且发生了业绩变脸的上市价格高估水平约 52.4%；宣布改变投资方向且发生了业绩变脸的公司高估水平为 25.86%。而兼具首日跌破发行价、改变了投资方向、短期业绩发生变脸的新上市公司在 IPO 时价格高估水平为 51.9%。以上数据充分说明 IPO 市场中主承销商对上市公司过度包装产生的危害。

第九章对全文进行总结，分别从制度变动对承销商行为的影响、承销商业务对象选择、承销商 IPO 定价行为等角度进行了概括，指出当前 IPO 市场存在四种隐忧，并针对存在隐忧提出了五项建议。本文写作结构示意图见图 1-1。