

# 版权所有 翻印必究

图书在版编目 (CIP) 数据

中国投资银行声誉机制研究/尹蘅著. —广州: 中山大学出版社, 2008. 4

(金木棉学术文丛)

ISBN 978 - 7 - 306 - 03052 - 8

I. 中... II. 尹... III. 投资银行—研究—中国 IV. F832.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 025422 号

---

出 版 人: 叶侨健

策划编辑: 赵 泓

责任编辑: 徐诗荣

封面设计: 曹巩华

责任校对: 王俊辉

责任技编: 黄少伟

出版发行: 中山大学出版社

电 话: 编辑部 020 - 84111996, 84113349

发行部 020 - 84111998, 84111981, 84111160

地 址: 广州市新港西路 135 号

邮 编: 510275 传 真: 020 - 84036565

网 址: <http://www.zsup.com.cn> E-mail: [zdcbs@mail.sysu.edu.cn](mailto:zdcbs@mail.sysu.edu.cn)

印 刷 者:

规 格: 889mm × 1194mm 1/32 6 印张 161 千字

版次印次: 2008 年 4 月第 1 版 2008 年 4 月第 1 次印刷

印 数: 1 - 2500 册 定 价: 20.00 元

---

本书如发现因印装质量问题影响阅读, 请与出版社发行部联系调换

# “金木棉学术文丛” 出版说明

“金木棉学术文丛”是中山大学出版社联合广东新雅趣出版有限公司共同策划编辑的一套学术丛书，作者多系广东省内优秀的中青年学者，分布在各个学科领域，内容呈现出前沿性、实用性和交叉性的特点。

丛书取名为“金木棉”，这是因为木棉花是广州市市花。木棉树形高大，枝干舒展，历来被人们视为英雄的象征。它不畏风雨，不择条件，挺立在南方的土地上，开放出一团团火焰般的花朵。“金木棉”，就是那一团团金色的火焰，是生命活力的象征。

本套丛书旨在进一步繁荣广东学术出版。我们相信，若假以时日，这些“金木棉”将会长成参天大树。我们期待各界朋友积极参与，并对我们的工作提出宝贵意见，共同完善这套丛书，让“金木棉”之花盛开在南方大地。

中山大学出版社  
2008年4月

# 序

---

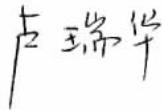
2008年，中国改革开放30周年。在这30年的经济体制改革过程中，股票市场的发育与形成虽然较晚，但是后来居上，爆发力与影响力均十分巨大，产生了财富效应，成为影响中国经济中的重要因素。从90年代初的深圳“810”争领抽签表事件，到近两年来股市投资者数量的激增与股市的热度不断升温，中国的老百姓丝毫不吝自己的热情，投入股市的热情高涨，并在此中感受到活生生的风险与收益，感受到市场经济跳动的脉搏。

然而，中国的股票市场是渐进性改革的结果，是处于转型经济中的新兴市场，这个市场仍有许多的不完善之处，其中最为突出的问题之一就是股票发行过程中的虚假陈述、欺诈上市，从而造成股票市场中的“垃圾股”盛行。众所周知，上市公司是股票市场的基石，上市公司的质量高低决定着股票市场投资价值的高低，一个“垃圾股”盛行的市场，是不具备投资价值的市场，也是不会得到持续与健康发展的。“垃圾股”何以出现在股票市场上？除去其他因素之外，作为股票承销商的投资银行可谓“功不可没”。正是作为联系发行企业（资本需求者）和投资者（资本供给者）之间“桥梁”的投资银行，将这些公司介绍给投资者并将其带入了股票市场。因此，投资银行自身的健康与良性发展对于股票市场健康与良性发展的意义不言而喻。在成熟的股票市场上，投资银行的“声誉”二字，是命脉所在，是其安身立命之本，成熟股票市场上投资银行的发展历程已经证实这一点。但在我国，广大投资者在讨论起我国股票市场上的投资银行时，总是将其视为上市公司的“包装者”，视为与上市公司合谋欺骗投资者的“合谋者”，这表

明我国的投资银行在投资者眼里是不可信的，也就是没有什么“声誉”可言，这种现状使我们感到无奈与悲哀。

但是，在我国，是否真的存在投资银行的声誉危机？如果真的存在，为什么会出现？面对这一危机，我们该做些什么？我们除了感性地认识之外，更重要地是要理性地进行分析。本书的作者正试图从理论的角度回答上述问题。尹蘅同志是我的博士研究生，在她考上之前，曾经战斗在投资银行工作的第一线，在工作中强烈地感受到我国投资银行发展过程中的种种困惑与不安，也体会到了投资银行业的健康发展对整个股票市场健康发展的重要意义。当她与我讨论论文选题征求我的意见时，我就建议她选择自己最熟悉的金融领域来进行写作，最后确定下这个题目，本书也是在其博士论文的基础上修改而成。面对着近年来股票市场的火爆，这本书的出版寄托了人们对我国股票市场能够进入健康良性发展轨道的无限期许。

是以为序。



2008年1月6日

本序作者系原广东省省长，中山大学管理学院博士生导师。

# 前 言

---

我国的股票市场具有新兴市场和转轨经济的双重特征，存在着不少结构性和制度性的缺陷，其中最突出的问题之一就是股票发行上市过程中的虚假呈述、欺诈上市。从1994年至2000年，欺诈发行在各类证券违法犯罪中所占比重为5.49%，其中1994年、1995年在各类证券违法犯罪中所占比重为第一位（游士兵、吴圣涛，2001）。从ST红光、东方锅炉、蓝田股份到麦科特、山东巨力、江苏琼花，投资银行对发行企业进行“美化包装”、故意扭曲和隐瞒重要信息以骗取上市资格、合谋损害投资者的利益的现象屡见不鲜。这些事件的频频发生，使作为上市公司承销商的投资银行形象严重受损，投资者丧失了对投资银行的信赖，投资银行“信息生产”和“认证中介”职能严重缺损，投资银行的“声誉危机”在我国股票发行市场中表现得十分明显。投资银行的“声誉危机”和由此导致的功能缺失严重损害了广大投资者的利益，降低了股票发行市场的运行效率，极大地削弱了股票市场的资源配置功能。

本书以我国投资银行声誉危机这一现实情况为切入点，从声誉理论、投资银行声誉理论、信息经济学、博弈论、新制度经济学等理论基础出发，分析投资银行声誉形成机制的运行机理，探讨我国制度背景下投资银行声誉形成机制的有效性，提出重塑我国投资银行声誉的制度创新措施。

本书首先界定了投资银行声誉机制的内涵，指出投资银行声誉机制是一个涵盖了声誉形成、维持以及功能发挥的综合动态发展概念，投资银行声誉形成机制与功能机制共同构成投资银行声誉机制。在西方对投资银行声誉形成机制的研究中，成熟市场被视为给

定的、外生的变量，但我国新兴加转轨的股票市场特有制度背景构成了与西方不同的博弈规则，这一规则下投资银行声誉形成机制仍能有效发挥作用吗？对这一问题，在新制度经济学的框架下，本书通过理论分析认为，在我国目前制度背景所构成的博弈规则下，投资银行声誉形成机制的有效性存在着以下三方面的限制：一是投资银行与投资者之间博弈的短期性；二是投资者触发策略受限；三是声誉的第三方治理机制不完善。

理论的分析尚需数据的支持，本书利用问卷调查以及数据检验的方式对理论进行了验证。本书以我国股票发行市场 1996—2004 年的 IPO 数据对投资银行声誉形成机制的有效性进行的实证检验结果表明投资银行有损投资者利益的行为并未对投资银行的市场份额产生显著负面影响，而其他一些具有中国特色的因素却对投资银行市场份额有着显著影响。实证检验的结果证实了理论分析中关于投资银行声誉形成机制失效的推论。

既然投资银行声誉形成机制失效是我国特有博弈规则下的低效率均衡结果，要促使投资者与投资银行之间形成博弈的高效率均衡，重塑投资银行声誉，首先就要改变博弈规则，而博弈规则变迁的过程也就是制度变迁的过程。本书提出以下制度创新措施以重塑投资银行声誉：第一，对现有股票市场制度进行改革和创新，优化博弈规则；第二，通过融资监管制度变革、产权制度改革、加强投资者教育、法律制度改革等一系列措施，逐一释放投资银行与投资者之间博弈的约束，促成重复长期博弈的进行，恢复触发策略的可行性与可信性，并强化声誉的第三方治理机制。

# 目 录

---

第1章 导论 .....	(1)
1.1 基本概念界定 .....	(1)
1.2 研究背景与研究目的 .....	(4)
1.3 研究思路与方法 .....	(7)
1.4 本书结构和创新之处 .....	(9)
第2章 声誉与投资银行声誉：理论回顾 .....	(12)
2.1 声誉理论 .....	(12)
2.2 投资银行声誉理论 .....	(19)
2.3 我国投资银行声誉研究 .....	(39)
2.4 投资银行声誉机制的界定与相关文献评述 .....	(44)
2.5 本章小结 .....	(48)
第3章 我国投资银行声誉形成机制的理论分析 .....	(49)
3.1 基于案例的研究：博弈行为与结果 .....	(50)
3.2 新制度经济学下的股票市场：博弈规则分析 .....	(56)
3.3 形成机制受限之一：博弈短期性 .....	(68)
3.4 形成机制受限之二：投资者触发策略受限 .....	(83)
3.5 形成机制受限之三：第三方治理机制不完备 .....	(88)
3.6 小结与推论 .....	(93)
第4章 我国投资银行声誉形成机制的实证检验 .....	(94)
4.1 研究起点 .....	(94)
4.2 变量定义与假设 .....	(94)

---

4.3	变量计算 .....	(98)
4.4	回归分析 .....	(107)
4.5	基于我国制度背景的进一步分析 .....	(114)
4.6	本章小结 .....	(125)
第5章	重塑我国投资银行声誉 .....	(127)
5.1	股票市场制度创新 .....	(127)
5.2	投资银行改革 .....	(134)
5.3	培育投资者长期行为 .....	(144)
5.4	释放触发策略 .....	(146)
5.5	强化第三方治理 .....	(148)
5.6	本章小结 .....	(152)
第6章	结论 .....	(154)
附录一	Chemmanur-Fulghieri 基本模型的其他三个命题 ..	(157)
附录二	模型的回归结果 .....	(159)
参考文献	.....	(164)
后记	.....	(178)

# 第 1 章 导 论

---

## 1.1 基本概念界定

科学、严谨的概念界定是进行理论分析和实证研究的基础，在本书的最开始，首先对本书所涉及的两个基本概念：“投资银行”与“声誉”进行界定，以此开始本书的分析。

### 1.1.1 投资银行

投资银行作为证券市场最重要的金融机构，一直为世界各国的金融理论与实践高度重视。美国金融投资专家罗伯特·劳伦斯·库恩 1990 年提出了四种投资银行定义，包括从大范围金融服务的广义定义到传统的狭义定义。

定义一：最广义的定义几乎包括所有华尔街金融业务，从国际企业承销、分支机构零售业务行销到各式各样的金融服务（例如房地产和保险业）等，都在投资银行的业务范围之内。

定义二：下一个广义定义涵盖所有资本市场的活动，从证券承销、公司理财、企业并购、咨询服务、基金管理、风险投资到商人银行及金融机构非零售的巨额交易活动等，皆在此定义范围内。但证券零售、房地产中介、抵押贷款及保险产品等业务不在涵盖范围内。

定义三：这里投资银行业务的定义仅包括部分资本市场上的活动，尤其是着重于证券承销和企业并购两项业务。基金管理、风险

投资、金融商品交易、风险管理等业务则未涵盖在内。

定义四：最狭义的定义也就是投资银行最为传统的功能，包括初级市场的承销业务及次级市场的经纪和自营业务。

罗伯特·库恩从功能的角度来定义了投资银行，机构的名称是否被称为投资银行并不重要，重要的是其所提供的服务是否属于上述定义中的服务内容。在美国，提供上述服务内容的机构被称为投资银行（investment bank），在日本被称为证券公司（security firm），在英国被称为商人银行（merchant bank），在德国则是商业银行中与资本市场相关的业务。在我国，对广义的投资银行沿用的是日本的称谓，即证券公司。

然而，无论是罗伯特·库恩，还是查里斯·R·吉斯特，均认为投资银行最为本源的业务是证券的承销。证券承销（underwriting of securities）是指投资银行代理企业（又称发行人，Issuers）发行证券的行为。在证券承销过程中，作为证券投资银行的投资银行是证券发行人与投资者之间的中介，其关系见图 1-1。

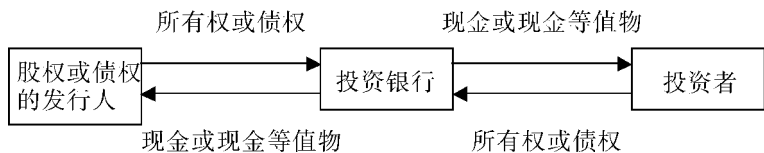


图 1-1 证券承销示意图<sup>①</sup>

查里斯·R·吉斯特有过这样的描述：“既然投资银行业在过去的 50 年间不断扩展，当然有许多定义和活动在当时无法想象，而今天却成为了许多投资银行家谋取利润的中心活动。但是，这个行业依然保持了对自身的一个传统看法即‘投资银行业务首先意

<sup>①</sup> [美] 罗伯特·劳伦斯·库恩著，李申等译：《投资银行学》。北京师范大学出版社 1996 年版，第 3 页。

味着证券的承销’。其他活动尽管重要和发展巨大，但承销业务和辛迪加组织的威名仍然是这个行业的印记。”这一观点在国内被广泛接受，国内最早对投资银行进行研究的陈云贤（1995）认为，从最本源上讲，投资银行实质就是证券推销商，投资银行最本源的业务就是证券承销。在我国证券公司内部设有独立的投资银行部，由该部门专门负责承销业务。

结合理论定义与我国实际情况，本书对“投资银行”做出如下定义：从事最本源投资银行业务的机构，即从事证券承销业务的金融中介机构<sup>①</sup>。证券承销业务中最主要的业务是股票承销业务。我国投资银行所从事的股票发行承销业务包括承销首次公开发行股票（IPO，initial public offering）、上市公司向原股东配售股票（以下简称“配股”）和向全体社会公众发售股票（以下简称“增发”）<sup>②</sup>。对投资银行而言，承销首次公开发行股票（IPO）是三项工作中更为本源的业务。因为承销首次公开发售股票是带领一家非公众公司走向公众化（going public）的过程，由于非公众公司在发行之前并不为投资者所知晓或了解，因此投资银行在承销过程中的定价、销售等工作都更为困难。配股、增发与首次公开发行股票承销工作相似。本书对投资银行业务的分析以承销首次公开发行股票为例进行。

### 1.1.2 声誉

我国《现代汉语词典2002年增补版》中，对“声誉”一词的解释是声望名誉<sup>③</sup>。在2001年版的《新牛津英语词典》中，对声誉（reputation）一词的解释如下：“the beliefs or opinions that are

---

① 因此，本书中“投资银行”与“承销商”这两个词意义相同，书中出现的“承销商”一词等同于我们定义的“投资银行”。

② 中国证监会《证券公司从事股票发行主承销业务有关问题的指导意见》（证监发[2001]48号）

③ 中国社会科学院语言研究所词典编辑室：《现代汉语词典》（2002年增补版），商务印书馆2002年版，第1311页。

generally held about someone or something. Or a widespread belief that someone or something has a particular habit or characteristic”<sup>①</sup>。根据 Diamond (1989) 的定义, 声誉是随着时间积累, 从可观察的行为中总结出的对组织或个人某些特征的了解和印象。Fombrun 和 Shanley (1990) 则指出声誉代表了随着时间推移, 公众对企业累积起来的评价, 好的评价会使企业在竞争中占据优势。

以上不同的解释揭示出了隐含于“声誉”一词之中的意义:

首先, 声誉是一种对某人或某事的共同认识, 这种共同认识是通过长期过程形成的, 这种认识也会不断地更新; 或者说, 声誉是在重复博弈中产生的, 是其他博弈方对某一博弈方的行为具有充分、一致性的预期;

其次, 作为共同认识, 声誉可以减少不确定性, 可以成为一种降低信息不对称的信号传递机制, 如果从经济行为主体的可信性 (credibility) 的角度而言, 声誉是主体履行承诺和契约能力的综合反映, 有了这种反映, 交易成本可以得到降低;

最后, 作为认识, 声誉是长期生存的无形资产, 声誉是一种与物质资产和金融资产相类似的资产, 声誉是逐步建立和逐步消失的, 也需要投资和维护。

## 1.2 研究背景与研究目的

### 1.2.1 研究背景

在股票发行市场中, 投资银行作为承销商扮演着重要的金融中介角色, 它是联系发行企业 (资本需求者) 和投资者 (资本供给者) 之间的“桥梁”。投资银行作为专门的承销机构出现, 可以节

---

<sup>①</sup> [英] 皮尔素 (Pearsall J.): 《新牛津英语词典》, 上海外语教学出版社 2001 年版, 第 1576 页。

约交易成本，提高市场效率（Gurley and Shaw, 1960；Benston and Smith, 1976）；也可以缓解发行企业自己生产信息所面临的“利益冲突”（conflict of interest）与“可信性”（reliability）的问题（Leland and Pyle 1977）。Booth and Smith（1986）指出投资银行既是股票发行市场中的重要“信息生产者”（information producer）之一，又是发行企业质量的“认证中介”（certifying agent），投资银行可以凭借其中介地位向投资者传递有关发行企业经营业绩、财务状况、发展前景以及投资价值的信息，从而缓解发行企业和投资者之间的信息不对称性并克服由此所导致的“逆向选择”问题。正是投资银行的这种“信息生产”和“认证中介”的功能提高了股票发行市场的有效性。

然而，投资者为何会相信投资银行的“信息生产”和“认证中介”的功能呢？由此引发的问题是如何保证投资银行信息生产的可靠性与认证中介的可信性而提高股票市场的效率呢？在这种情形下，声誉的价值就凸显出来，声誉被认为是保证投资银行信息生产可靠性与认证中介公正性的源泉。如果投资银行在股票发行市场中的行为记录不好（即声誉不佳），发行企业如何会聘用这样的投资银行呢？投资者又如何会相信这样的投资银行所“生产”信息的真实性与其所承销企业的价值的合理性呢？如果出现这种情况，投资银行就会失去它的未来收益，也就会失去它在股票市场上的功能。从这个意义上说，失去了声誉，投资银行也就失去了存在的理由。

正因为如此，投资银行十分重视声誉的价值，投资银行对自身声誉的关切是规范承销行为、维护股票发行市场有效性的重要保证。作为联系发行企业和投资者之间的桥梁，投资银行声誉状况的好坏不仅关系到自身的发展，更会对股票发行市场、股票市场乃至整个证券行业产生重要影响。美国股票市场百年来的发展现实印证了声誉的重要性。美国最具有声誉的三大投资银行（美林、高盛与摩根斯坦利）占有美国全部投资银行 64.77% 的股东权益、

76.11%的净利润以及70%左右的投行业务规模。

我国的股票市场具有新兴市场和转轨经济的双重特征，存在着不少结构性和制度性缺陷，投资银行的“声誉危机”在我国股票发行市场中表现得十分明显。从1994年至2000年，欺诈发行在各类证券违法犯罪中所占比重为5.49%，其中1994、1995年在各类证券违法犯罪中所占比重为第一位（游士兵、吴圣涛，2001）。从ST红光、东方锅炉、蓝田股份到麦科特、山东巨力、江苏琼花，投资银行对发行企业进行“美化包装”、故意扭曲和隐瞒重要信息以骗取上市资格、合谋损害投资者的利益的现象屡见不鲜。这些事件的频频发生，使投资银行形象严重受损，投资者丧失了对投资银行的信赖，投资银行“信息生产”和“认证中介”职能严重缺损。投资银行的“声誉危机”和由此导致的功能缺失严重损害了广大投资者的利益，降低了股票发行市场的运行效率，极大地削弱了股票市场的资源配置功能。

### 1.2.2 研究目的

我国为什么会出現投资银行“声誉危机”呢？当我们为回答这一现实问题而寻求理论支持时，却发现国外现有的对投资银行声誉的相关研究以成熟市场制度背景为基础，很少涉及转轨经济条件下新兴股票发行市场结构的演变过程和制度特征。在西方的研究中，成熟市场是给定的、外生的变量，但在我国处于动态演进之中的股票市场恰恰应该是非常重要的内生变量，我国的实践情况与西方的理论研究有所脱离。国内目前有关投资银行声誉机制的研究基本集中于投资银行声誉与IPO抑价、发行企业质量之间关系的实证检验之上，对投资银行声誉如何形成、如何维持研究较少，对我国投资银行声誉危机原因所进行的讨论也多是以实证研究的结论或建议的形式出现，极少结合我国股票市场特有的制度背景加以展开，在深度上难免有所欠缺。

本研究试图在博弈论、信息经济学、声誉理论、投资银行声誉理论的基础上，在新制度经济学的框架下，回答这样一个现实问

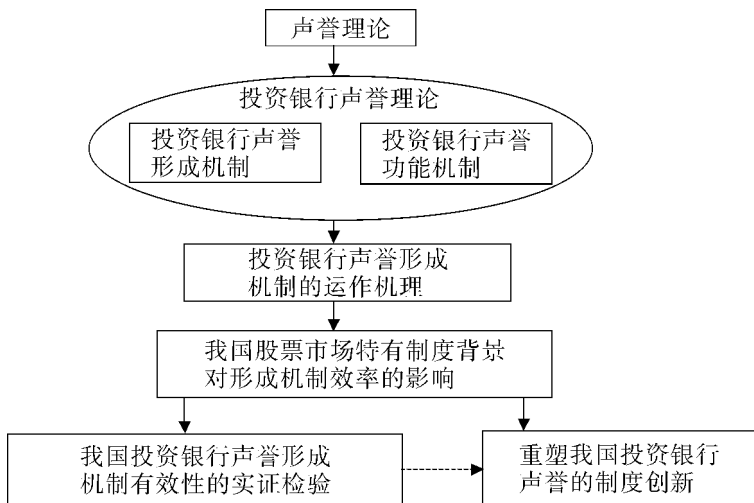
题：我国为什么会出现投资银行声誉危机？同时，本书试图为系统研究我国在新兴加转轨股票市场制度背景下投资银行声誉形成问题提供一个理论分析框架。本书从理论的角度研究投资银行声誉形成机制的运作机理，结合我国股票市场新兴加转轨的制度背景分析我国投资银行声誉形成机制的运作效率，运用我国股票发行市场数据实证检验投资银行声誉形成机制的有效性，并从我国现实的制度层面出发探索如何通过制度创新实现投资者与投资银行之间的高效率合作均衡，重塑我国投资银行声誉。本书期望通过以上研究，为在实践中重塑我国投资银行声誉，规范投资银行行为，促进我国证券股票发行市场以及投资银行业的健康发展提供理论支持和政策依据。

## 1.3 研究思路与方法

### 1.3.1 研究思路

为达到本书的研究目的，首先要弄清楚投资银行声誉形成机制的运行机理。本研究首先从声誉理论、投资银行声誉理论出发，揭示投资银行声誉形成机制的运行机理。接着我们所要分析的问题是，投资银行声誉形成机制运行机理在西方成熟市场中有效，是否意味着在我国股票市场中也同样有效？我国股票市场特有的制度背景是否会对形成机制的运行效率产生影响？会产生何种影响？在新制度经济学框架下对我国投资银行声誉形成机制的运行效率进行了理论剖析之后，本书通过问卷调查，并运用我国 1996 - 2004 年 IPO 市场数据，以实证的方式检验了我国投资银行声誉形成机制的有效性。实证检验的结果除了印证理论分析之外，也可以为问题的解决提供更宽广的视角。在提出问题、分析问题之后，本书提出如何在我国现有的制度背景下通过制度创新，实现投资者与投资银行之间的高效率均衡，重塑我国投资银行声誉。

本书的具体研究思路如下：



### 1.3.2 研究方法

本书采用规范研究与实证研究相结合的方法。规范研究方面，主要运用博弈论、信息经济学、声誉理论、投资银行声誉理论，并结合新制度经济学，分析投资银行声誉形成机制的运行机理，探讨我国股票市场的制度背景对运行机制效率的影响，并从制度层面提出实现投资者与投资银行之间高效率均衡、重塑我国投资银行声誉的制度创新措施。同时，本文利用了问卷调查的方式，来探寻在我国特殊制度背景下，影响我国投资银行市场份额的因素。在实证研究方面，运用案例分析以及大样本检验（多元线性回归模型，logistic 回归模型以及方差检验）来验证我国投资银行声誉形成机制效率的有效性，实证检验在印证理论分析的同时也从更宽广的视角提供了解决问题的思路。

## 1.4 本书结构和创新之处

### 1.4.1 本书结构

在研究思路的指引下，本书具体安排如下：

第1章 导论：主要介绍本书的研究背景、目的、思路、方法、结构以及可能的创新之处。同时对本书所涉及的基本概念进行了必要的界定。

第2章 声誉与投资银行声誉：本章对声誉理论以及投资银行声誉理论的相关文献进行了综述，其中主要对描述声誉以及投资银行声誉形成具体过程的两个模型：Kerps 模型和 Chemmanur-Fulghieri 模型进行了具体分析。在本章中，我们根据这两个模型总结出了投资银行声誉形成机制的运行机理，为以后各章的分析提供了直接的理论基础。同时，我们根据文献界定了投资银行声誉机制的内涵，并指出西方以及我国目前投资银行声誉研究中存在的局限。

第3章 我国投资银行声誉形成机制的理论分析：本章首先进行了案例研究。南方证券以及广发证券的案例研究折射出了我国股票市场特有制度背景下投资银行以及投资者的行为模式。案例研究的结果表明，在我国特有制度背景下投资银行声誉形成机制可能失效。进而，本章在新制度经济学的框架内，具体分析了我国股票市场制度背景对投资银行声誉形成机制效率的影响。通过剖析我国制度背景所存在的缺陷以及对重复长期博弈、触发策略、第三方治理机制的影响，本章试图提出一个分析我国制度背景下投资银行声誉形成机制有效性的理论框架。本章的分析结果为下一章的实证检验提供理论基础与推论依据。

第4章 我国投资银行声誉形成机制的实证检验：本章以第3章所提出的推论为依据，运用我国1996-2004年IPO市场数据对