

摘要

2020 年 10 月 9 日，国务院颁布《关于进一步提高上市公司质量的意见》（以下简称《意见》），目的是为了推动上市公司质量持续改善，从而制定了“全面推行、分步实施证券发行注册制”的相关政策。科创板作为我国推行注册制的试点板块而备受关注，其中与主板最大的区别就是放开了新公司上市首日涨跌幅的限制。同时注册制改革也推动了政府权力下放，承销商责任的增强，这样使得未来承销商的声誉将会在我国证券发行市场中显得极其重要。在注册制改革的新背景下，承销商作为中介机构能否归位尽责，其声誉能否影响我国资本市场居高不下的 IPO 抑价率成为各方投资者关注的重点。因此本文基于放开首日涨跌幅限制的视角去研究承销商声誉对 IPO 抑价的影响。

本文选取了 2019 年 7 月 22 日到 2021 年 12 月 31 日在我国上海证券交易所（下文简称“上交所”）中主板和科创板新股上市发行的股票作为研究样本，去研究放开首日涨跌幅限制对承销商声誉与 IPO 抑价关系变化的影响。实证研究发现：承销商声誉与 IPO 抑价呈显著的负相关关系，IPO 上市企业聘请高声誉的承销商有利于向外部传递高质量的企业信息，缓解资本市场信息不对称的问题，最终有助于推动抑制我国 IPO 抑价问题；在首日涨跌幅限制放开的条件下，政策改革的红利导致投资者对投资新股热情不断提升，使得具有高声誉的承销商也不能对高 IPO 抑价现象产生抑制作用，因此最终会导致承销商声誉和 IPO 抑价的负向关系被严重削弱。本文在我国注册制逐步放开的背景下探讨了首日涨跌幅限制、承销商声誉以及 IPO 抑价三者之间的关系，对促进我国资本市场注册制的深化改革有着极其重要的现实意义和理论意义，同时也给新股发行的市场化改革提供一定的参考。

关键词：承销商声誉；首日涨跌幅限制；IPO 抑价；科创板

Abstract

The State Council issued the "Opinions on Further Improving the Quality of Listed Companies" on October 9, 2020. The "Opinions" proposed to "Comprehensively implement and step by step implement the securities issuance registration system" policy. Sci-Tech Innovation Board has attracted much attention as a pilot board for the implementation of the registration system in my country. The biggest difference from the main board is that it has released the restrictions on the rise and fall of new companies on the first day of listing. At the same time, the reform of the registration system has also promoted the decentralization of the government and the enhancement of the responsibility of the underwriters, so that the reputation of the underwriters will be extremely important in my country's securities issuance market in the future. Under the new background of the registration system reform, whether the underwriter as an intermediary agency can fulfill its responsibilities, and whether its reputation can affect the high IPO underpricing rate in my country's capital market has become the focus of investors from all walks of life. Therefore, this paper studies the impact of underwriter reputation on IPO underpricing from the perspective of loosening the first-day price limit.

This paper selects the stocks that were listed on the main board and STAR market of my country's Shanghai Stock Exchange from July 22, 2019 to December 31, 2021 as research samples to study whether the first-day rise and fall restrictions are lifted for underwriters the impact of changes in the relationship between reputation and IPO underpricing. Empirical research finds that: underwriter reputation has a significant negative correlation with IPO underpricing. However, under the condition of opening the limit on the first day's rise and fall, the negative relationship between underwriter reputation and IPO underpricing will be severely weakened. In the context of the gradual liberalization of the registration system in my country, this paper discusses the relationship between the reputation of underwriters, the first-day price limit and IPO underpricing, which has extremely important practical significance for promoting the deepening reform of my country's capital market registration system.

Keywords: Underwriter reputation; First-day price limit; IPO Underpricing; STAR Market

目录

摘要.....	I
Abstract.....	II
目录.....	III
第一章 绪论.....	1
§ 1.1 选题的研究背景.....	1
§ 1.2 研究意义及目的.....	2
§ 1.2.1 研究意义.....	2
§ 1.2.2 研究目的.....	2
§ 1.3 研究内容及研究方法.....	3
§ 1.3.1 研究的主要内容.....	3
§ 1.3.2 研究方法.....	4
§ 1.3.3 研究的技术路线图.....	5
§ 1.4 研究的创新点.....	5
第二章 主要概念界定与研究的理论基础.....	7
§2.1 主要概念界定.....	7
§ 2.1.1 IPO 抑价.....	7
§ 2.1.2 承销商声誉.....	9
§ 2.1.3 首日涨跌幅限制.....	10
§ 2.2 研究的理论基础.....	12
§ 2.2.1 信息不对称理论.....	12
§ 2.2.2 承销商声誉假说.....	13
§ 2.2.3 制度环境假说.....	14
§ 2.2.4 涨跌幅限制的市场效应理论.....	14
第三章 文献综述与研究假设.....	15
3.1 承销商声誉的文献综述.....	15
§ 3.1.1 承销商声誉理论的文献综述.....	15
§ 3.1.2 承销商声誉与 IPO 抑价的文献综述.....	15
§ 3.2 首日涨跌幅限制的文献综述.....	16
§ 3.2.1 首日涨跌幅限制理论的文献综述.....	16
§ 3.2.2 首日涨跌幅限制与 IPO 抑价的文献综述.....	17
§ 3.3 文献评述.....	17

§3.4 理论分析与研究假设	18
§ 3.4.1 承销商声誉对 IPO 抑价的影响	18
§ 3.4.2 首日涨跌幅限制对承销商声誉和 IPO 抑价关系的影响	19
第四章 研究设计	20
§ 4.1 样本选择及数据来源	20
§ 4.2 变量定义	20
§ 4.2.1 被解释变量	20
§ 4.2.2 解释变量	21
§ 4.2.3 调节变量	21
§ 4.2.4 控制变量	22
§ 4.3 模型的构建	23
第五章 实证分析	24
§ 5.1 描述性统计	24
§ 5.2 相关性分析	25
§ 5.3 回归结果分析	27
§ 5.4 稳健型检验	28
§ 5.4.1 替换承销商声誉的衡量指标	28
§ 5.4.2 基于调整后 IPO 抑价率的稳健性检验	31
第六章 结论与展望	33
§ 6.1 研究结论	33
§ 6.2 建议	33
§ 6.2.1 发挥承销商认证中介者的作用	34
§ 6.2.2 继续深化注册制改革	34
§ 6.2.3 加强监管、健全法律法规	35
§ 6.2.4 完善信息披露制度	35
§ 6.2.5 引导投资者理性决策	36
§ 6.3 研究的局限性与未来的展望	37
§ 6.3.1 研究的局限性	37
§ 6.3.2 对未来的展望	37
参考文献	39
致谢	42
作者在攻读硕士期间的主要研究成果	43

第一章 绪论

§ 1.1 选题的研究背景

IPO 抑价现象就是一家企业在首次公开发行股票后，该股票的交易价格在股票二级市场中被拉升到超过股票发行价格的位置，此时股票二级交易市场与一级发行市场之间就会出现一个显著的价格差异，这种价格差异会直接导致这家企业的股票在首次上市时的收益率会远远超越股票市场平均收益率。相比于其他资本市场来说，我国资本市场的 IPO 抑价率一直存在一种畸高的现象，造成这种畸高现象的出现与我国新股发行制度有很大的关系。根据国外学者 Jay Ritter 在 2022 年公布的统计调查得知，世界平均 IPO 抑价率一直保持在低于 80% 的水平上，像欧美这些发达国家的资本市场 IPO 抑价率更是长期维持在 30% 以下，但是中国的平均 IPO 抑价率却达到了 160%，并且居高不下，相比于其他资本市场来说我国资本市场的 IPO 抑价存在畸高的现象。IPO 抑价水平的高低一方面能够映射出当下一级发行市场的定价能力，另一方面也能体现出一级发行市场与二级股票市场资源配置的效率。当 IPO 抑价达到一个较高水平时，就会导致一级发行市场和二级股票市场之间产生一个套利的空间，这就容易给市场上的资金一个短期的投机机会和动机，从而增加了新股上市发行的风险，最终导致资本市场不能有效地发挥它的调节的作用（高田田,2020）^[1]。

由于我国高新技术企业前期投入研发成本过高，使得这类高新技术企业每年公司财务报表中利润部分往往为负数，这就会导致大多数高新技术企业不满足主板上市的部分上市条件，但是这类高新技术企业又需要大量研发投入才能形成自身优势并盈利，而我国近年来又在高端领域处处被其他国家制约，因此为了满足国家战略层面的需要和高新技术企业的融资需求（龙书玉,2021;王伦强,2020）^[2-3]，在我国举办的首届进博会上，习总书记宣布未来会在上交所设立科创板并且试点注册制改革的政策。在习总书记宣布设立科创板后的第二年，科创板正式开板，并且在同年的 7 月，科创板的首批公司也随即注册上市。科创板试行注册制在发行上市、保荐承销、定价、交易、退市等方面进行了重大改革，其中最引人关注的是新股上市的前五个交易日不设涨跌幅限制的规定。由于在股票市场中股票的成交价格具有传递信息的功能，因此在放开首日涨跌幅限制的新背景下，股价短期内大幅度上涨会吸引许多投机者参与投机（Bing Zhang,2019）^[4]，也会减少投资者的判断时间，从而加剧了信息不对称的问题（马连福和秦鹤,2021）^[5]，这样势必会对我国资本市场的 IPO 抑价产生重大影响（郝远洋,2020;梁鹏,2021）^[6-7]。

随着注册制在科创板中试点成功，2020 年 10 月 9 号国务院在颁布的《意见》中提出“全面推行、分步实施证券发行注册制，支持优质企业上市”的政策，这意味着我国资本市场一贯采用的核准制将要慢慢被注册制所取代（孙亮,2021）^[8]。在这样的背景下，政府在资本市场的监管权也将会被分散至资本市场的各个主体之中，从而削弱了政府在股票发行阶段对投资者保护功能（韩雪,2016）^[9]。那么股票的发行方就需要承担企业信息披露的首要责任，其所披露的相关信息就应该完全符合真实、完整、合法的要求。这就意味着承销商等中介机构的事后监管责任被加强，从而改变了承销商的风险预期，提升了承销商的违规成本，并通过声誉机制提高了承销商的服务质量。因此在《意见》中明确提出“督促中介机构归位尽责”和“压实中介机构责任”。这意味着承销商在未来资本市场中将变的越来越重要，同时承担的责任也越来越大。那么随着承销商责任的变大，其在资本市场中“信息生产者”和“认证中介者”（Campbel,1980）^[10]的功能能否对我国高居不下的 IPO 抑价水平产生影响是本文研究的一个重点。

§ 1.2 研究意义及目的

§ 1.2.1 研究意义

随着国内经济的稳步增长，我国的资本市场也慢慢从初级市场向成熟的资本市场发展，因此相关政策改革的步伐正在不断地加快。在不同时期、不同政策背景的条件下，国内学者立足于当时的实际情况，针对 IPO 抑价问题提出了一些中国资本市场特有的影响因素，这不仅丰富了我国 IPO 抑价相关理论，也为政府部门对我国资本市场的相关制度改革提供了理论依据。随着注册制的深化改革以及科创板成功开板，我国资本市场进入到一个新的阶段。在科创板中放开新股上市首日涨跌幅限制是区别于主板的一个亮点，因此本文立足于放开首日涨跌幅限制的视角下去研究我国的 IPO 抑价问题，这是现有文献的一个新的角度，有助于拓宽我国资本市场 IPO 抑价问题的探索视角。同时，随着注册制的改革，政府权力下放至交易所，承销商将承担更多的责任，其在行业内所累积的声誉将在资本市场中变得非常重要。那么承销商责任的变化将会成为一个新的研究方向，本文在新政策的背景下去研究承销商声誉对 IPO 抑价的影响，不仅有助于丰富国内相关的 IPO 抑价理论，同时也为我国资本市场注册制的深化改革提供了相应的理论支持。

§ 1.2.2 研究目的

在资本市场中，投资者之间、投资者与发行公司之间以及承销商与发行公司之间往往在获取公司信息方面存在重大差异，这种差异就容易推动 IPO 抑价的产生

(Rock,1986)^[11]。而承销商主要通过向外界传递高质量的企业信息来影响 IPO 抑价水平,那么在新背景下的承销商,将更有动力去向外界披露企业真实的信息,这样能够帮助承销商实现声誉的积累,从而形成承销商声誉机制(薛爽和王禹,2022)^[12]。研究承销商声誉能够为提高我国股票发行市场的定价能力和一级二级市场资源配置的效率提供了有益的参考(马逸原,2020)^[13]。

过去新股上市首日的涨跌幅限制政策极大程度的限制了新股交易的流动性,导致新股在上市后会连续多个交易日内涨停的现象,助长了投机主义风气,因此在科创板试点中废除了该项政策。那么本文以放开首日涨跌幅限制作为研究切入的视角,去研究在注册制实施的过程中承销商声誉对 IPO 抑价影响的变化情况,这不仅能对新股发行的市场改革提供一定的参考,也能对我国资本市场深化改革的进一步完善和发展提供建议。

§ 1.3 研究内容及研究方法

§ 1.3.1 研究的主要内容

第一部分是绪论。以全面注册制改革为背景,引出科创板板块区别于主板板块的新股上市规则以及承销商声誉在资本市场中的重要性,并据此提出研究的意义和目的。然后,介绍本文研究内容及研究方法。最后提出本文相较于过往文献的一些创新点。

第二部分是主要概念界定和理论基础。这一部分对 IPO 抑价率、承销商声誉、首日涨跌幅限制这三个主要概念进行了界定。随后又介绍了支持本文研究的四个理论基础,分别是信息不对称理论、承销商声誉假说、制度环境假设、涨跌幅限制的市场效应理论。

第三部分是文献综述与研究假设。通过对过往的文献进行收集与总结,本文首先介绍了承销商声誉与首日涨跌幅限制的相关文献,并且分别梳理了承销商声誉、首日涨跌幅限制与 IPO 抑价率之间的关系。然后对上述文献进行文献评述,同时也厘清文献与本文写作之间的关系。最后再根据相关理论和文献进行理论分析,并提出本文两个重要的研究假设。

第四部分是研究设计。首先本文是以科创板开板日为起点确定样本期间,并说明了样本内容及其来源。随后对样本变量进行定义。最后根据第三部分提出的两个重要研究假设构建了回归模型。

第五部分是实证分析。首先对第四部分收集到的数据样本进行描述性统计,并进行相关性分析。然后在变量通过多重共线性检验后,采用第四部分研究设计构建的模型去进行多元线性回归分析,以此对第三章提出的两个假设猜想进行验证,验证提出的假设是否符合猜想。最后为验证实证结果是可靠的,先后通过替换承销商

声誉的衡量指标和更换 IPO 抑价计算模型的方式进行稳健性检验，最终得到与实证结果相一致的结论。

第六部分是结论与展望。基于上文对放开首日涨跌幅限制的视角下承销商声誉对 IPO 抑价的影响研究，这一部分从承销商、政府改革、法律监管、信息披露制度以及投资者的视角出发提出相关建议，并希望这些建议对我国资本市场良好发展有所帮助，也希望能够丰富我国注册制改革的理论研究。最后探讨本文研究的局限性，并提出对未来的展望。

§ 1.3.2 研究方法

本文采用文献归纳法和实证分析法去研究在放开首日涨跌幅限制的视角下承销商声誉对 IPO 抑价的影响是如何变化的。

(1)文献归纳法

通过在学校图书馆、网络数据库、中国知网上进行查询、收集、分类和整合相关文献资料，全面梳理了与文章主题相关的国内外最新研究动态和成果。该方法能有效地了解研究课题地全貌，有助于厘清各个概念之间地关系，最终为在放开首日涨跌幅限制的视角下承销商声誉对 IPO 抑价的影响研究寻求了充分的文献支撑和理论依据。

(2)实证分析法

根据文章第三章提出的研究假设去构建计量经济学模型，同时在第四章对样本数据进行选择。然后对所选择的样本进行描述性统计分析与相关性分析，在通过多重共线性检验后采用 Stata14 软件对数据样本进行回归分析并解释回归分析的结果，通过替换承销商声誉的衡量指标和更换 IPO 抑价计算模型的方式对回归结果实施稳健性检验以确保得到可靠的实证结果，最后对经过稳健性检验后的实证结果进行分析和解释，从而对提出的假设进行验证。实证分析法有助于丰富文章的研究内容，也能够提升文章的科学性。

§ 1.3.3 研究的技术路线图

本文将研究思路、研究内容与研究方法汇总成为技术路线图，如图 1-1 所示：

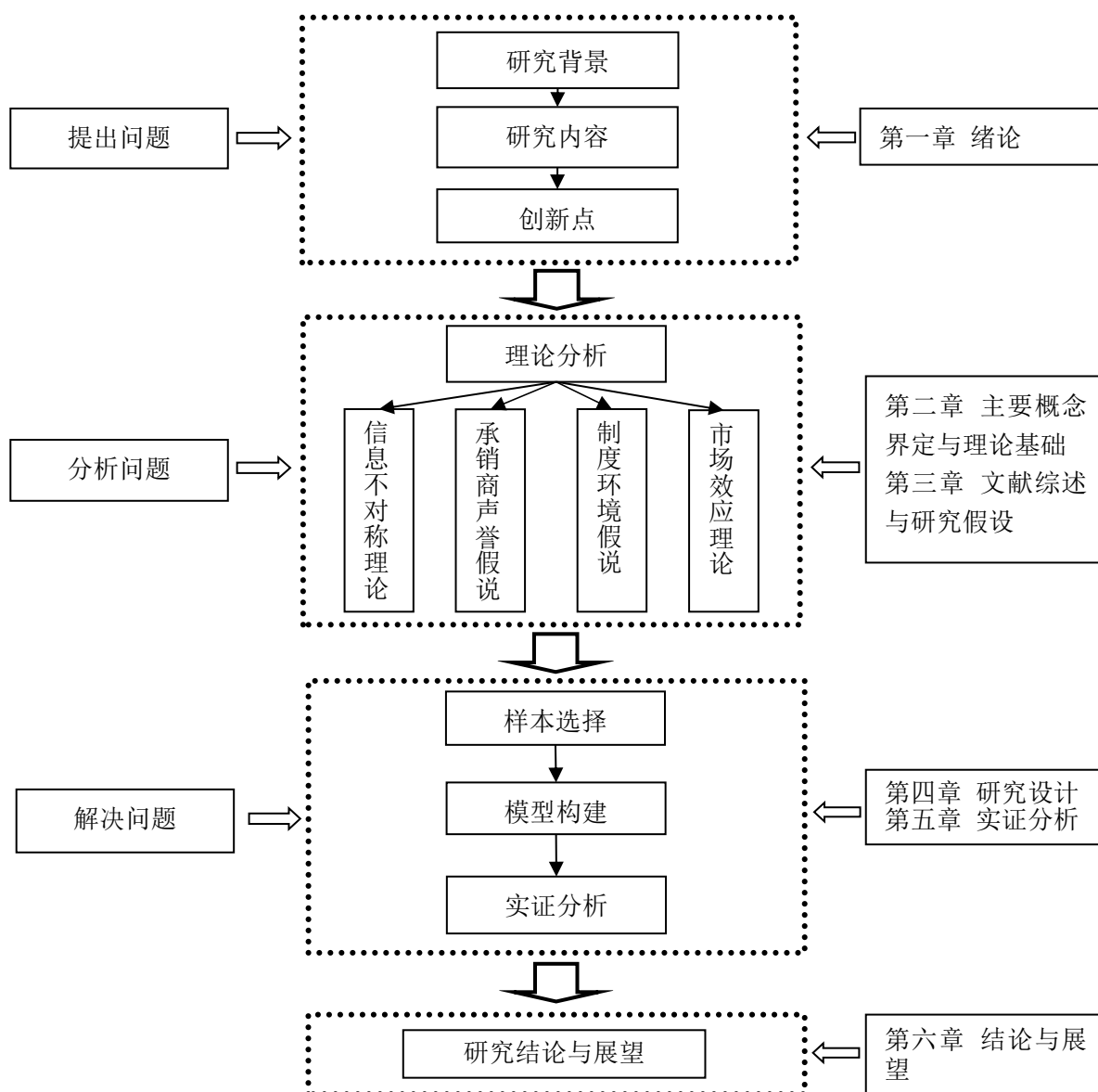


图 1-1 技术路线图

§ 1.4 研究的创新点

本文的主要创新点：第一，现有的文献大多从制度和板块特点出发来研究 IPO 抑价问题，但是在我国注册制改革的新背景下，国内学者对我国资本市场中 IPO 抑价问题研究较少，那么本文在放开首日涨跌幅限制视角下研究承销商声誉与 IPO 抑价之间的关系变化，有助于丰富我国注册制改革的理论研究。第二，从承销商的角度

度为提高我国股票发行市场的定价能力和一级二级市场资源配置的效率提供了有益的参考。第三，随着政府权力下放至交易所，承销商承担的责任凸显，高声誉的承销商将会在资本市场中变得越来越重要，承销商声誉将成为判断上市公司优劣的重要参考，因此通过承销商声誉为降低 IPO 抑价水平提供了新的思路。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/687053053165006140>