

摘要

近几年“IPO 撤回潮”现象，受到了资本市场的广泛关注。“申报即责任”，无论是从公司长期发展，还是从监管角度来看，提高 IPO 质量都是券商机构的职责所在。结合当前实行注册制市场化改革的热点，本文基于“IPO 撤回”相关历史数据，从保荐机构的角度研究其是否会显著提高 IPO 抑价率。本文的主要研究结论为首发企业撤回数量与 IPO 抑价率呈现显著的正相关关系，即首发企业撤回数量越多，IPO 抑价率越高，从而降低了 IPO 定价效率。

在进一步检验首发企业撤回对 IPO 抑价率的影响过程中，基于券商声誉视角，研究券商声誉机制是否能有效发挥“中介认证”作用。实证结果表明券商声誉对撤回数量与 IPO 抑价率之间有显著的负向调节效应，高券商声誉显著削弱了撤回数量对 IPO 抑价率的正向影响，从而间接降低了 IPO 抑价率，本文的实证结果有效检验了券商声誉的认证功能。即首发企业撤回对 IPO 定价效率的负面影响，在一定程度上可以通过券商声誉得到纠正。基于冷热市场的视角，探讨外部市场环境是否会对撤回数量与 IPO 抑价率关系产生影响，实证结果得出热市场对撤回数量与 IPO 抑价关系有正向的调节效应。本文还基于券商声誉和冷热市场双视角，构建撤回数量、券商声誉和冷热市场的三重交乘项，研究券商声誉和冷热市场联合对撤回数量与 IPO 抑价关系的调节效应。实证结果表明“撤回数量-IPO 抑价率”关系会同时受到券商声誉和冷热市场的影响，且在冷市场下，高券商声誉对“撤回数量-IPO 抑价率”之间的正相关关系的削弱作用进一步加强。

在拓展研究部分，本文探讨了首发企业撤回数量提高 IPO 抑价率的影响机制。基于发行角度的路径检验表明，降低发行价格是撤回数量提高 IPO 抑价率的第一条影响路径。基于投资者角度的路径检验表明，投资者短期投机行为是撤回数量提高 IPO 抑价率的第二条影响路径。本文还探讨了产权性质、信息不对称程度对券商声誉调节效应的影响。第一，券商声誉对“撤回数量-

IPO 抑价率”的负向调节效应仅在非国有企业中显著成立。第二，信息不对称程度越高，券商声誉的认证作用越能得到有效发挥。

本文的研究具有重要意义。第一，拓展了 IPO 定价的研究视角。本文研究了首发企业撤回数量对 IPO 抑价率的影响，为解释 IPO 抑价现象提供了新的实证依据，同时也弥补当前仅研究被动撤回 IPO 而没有研究主动撤回 IPO 的不足。第二，丰富和完善了券商声誉机制的相关研究。基于券商声誉和冷热市场双视角，研究结论进一步为券商声誉在我国资本市场发挥“中介认证”作用提供了经验证据。第三，研究结论具有重要的实践意义，对于强调市场声誉的全面注册制改革有着重要启示。本文从监管机构和券商机构两个角度提出政策建议，一方面，监管机构需要进一步压实券商机构勤勉尽职的责任意识，倒逼券商机构平衡权与责的关系；另一方面，券商机构要不断加强专业能力和提高执业水平，充分发挥券商声誉的“中介认证”作用，切实担当起“资本市场守门人”职责。

关键词：IPO 撤回；IPO 抑价率；IPO 定价效率；券商声誉；冷热市场

Abstract

In recent years, the phenomenon of "IPO withdrawal tide" has been widely concerned by the capital market. "Declaration is responsibility", no matter from the long-term development of the company, or from the perspective of regulation, to improve the quality of IPO is the responsibility of securities institutions. Combined with the hot spots of market-oriented reform of registration system, based on the fact of "IPO withdrawal", this paper takes the number of IPO withdrawal as the proxy indicator of explanatory variable, and studies whether it will significantly improve the IPO underpricing rate from the perspective of sponsor institutions. The empirical result is that there is a significant positive correlation between the number of IPOs withdrawn and IPO underpricing rate, that is, the more the number of IPO withdrawal, the higher IPO underpricing rate, thus reducing IPO pricing efficiency.

In the process of further testing the impact of IPO withdrawal on IPO underpricing rate, firstly, based on the perspective of brokerage reputation, the empirical results show that high securities reputation has a significant negative moderating effect on the positive correlation between the number of withdrawals and IPO underpricing rate. Based on the perspective of hot and cold markets, the main conclusions show that the hot market has a positive moderating effect on the relationship between withdrawn quantity and IPO underpricing. Based on the double perspective of brokerage reputation and hot and cold market, the results show that the relationship between the number of withdrawals and IPO underpricing rate is affected by both brokerage reputation and the hot and cold market, and under the cold market, the weakening effect of high reputation on the positive correlation between the number of withdrawals and IPO underpricing rate is further strengthened.

Finally, in the extension analysis part, the paper discussed the influence mechanism of IPO underpricing rate increased by the number of IPO withdrawal. The path test based on the issue perspective shows that lowering the issue price is

the first influence path. The path test from the perspective of investors shows that the short-term speculation behavior of investors is the second influence path. Secondly, this paper also discusses the property right, information asymmetry level on the brokerage reputation adjustment effect. First, the negative moderating effect of brokerage reputation on "withdrawal quantity - IPO underpricing rate" is only significantly established in non-state-owned company. Second, the increase of information asymmetry is helpful to the effective implementation of the reputation of securities firms.

To sum up, the study of this paper has important implications. Firstly, it expands the research perspective of IPO pricing. In this paper, the number of IPO withdrawal is linked with IPO underpricing rate, which provides a new empirical basis for the explanation of IPO underpricing phenomenon, and also makes up for the current research only study passive withdrawal of IPO but not the active withdrawal of IPO. Secondly, this paper enriches the related research on the mechanism of securities reputation. The conclusion provides empirical evidence for the securities reputation to play the authentication function in the capital market of our country. Thirdly, this paper makes recommendations from two perspectives. on the one hand, the regulator needs to further consolidate the sense of responsibility of the brokerage institutions and force them to balance the relationship between power and responsibility; on the other hand, the brokerage institutions should constantly improve their professional ability and practice level, and give full play to the "intermediary certification" function of the reputation of the brokerage institutions and effectively act as the responsibility of "capital market gatekeeper".

Key words: IPO Withdrawal; IPO Underpricing Rate; IPO Pricing Efficiency; Brokerage Reputation; Hot and Cold Markets

目 录

1. 绪 论	1
1.1 研究背景	1
1.2 研究目的与研究意义	3
1.2.1 研究目的	3
1.2.2 研究意义	4
1.3 研究思路与研究方法	5
1.3.1 研究思路	5
1.3.2 研究方法	7
1.4 研究创新点与存在的不足	7
2. 文献综述	9
2.1 券商声誉与 IPO 抑价的文献综述	9
2.1.1 国外文献梳理	9
2.1.2 国内文献梳理	11
2.2 冷热市场与 IPO 抑价的文献综述	13
2.3 文献评述	13
3. 理论分析与研究假设	15
3.1 IPO 抑价理论	15
3.1.1 基于信息不对称视角	15
3.1.2 非基于信息不对称视角	16
3.2 券商声誉理论	17
3.2.1 信息不对称理论	17
3.2.2 中介认证理论	17
3.2.3 信号传递理论	18
3.3 研究假设	18
4. 研究设计	21

4.1 样本选择与数据来源	21
4.2 变量定义和度量	22
4.2.1 IPO 定价效率	22
4.2.2 撤回数量	22
4.2.3 券商声誉	23
4.2.4 冷热市场	25
4.2.5 控制变量	26
4.3 模型建立	27
5. 实证分析	29
5.1 描述性统计	29
5.2 相关性分析	30
5.3 多元回归分析	31
5.3.1 撤回数量与 IPO 抑价率	31
5.3.2 券商声誉的调节效应	34
5.3.3 冷热市场的调节效应	35
5.3.4 券商声誉和冷热市场的调节效应	36
6. 拓展研究	39
6.1 影响机制分析	39
6.1.1 基于发行角度的路径检验	40
6.1.2 基于投资者短期投机行为的路径检验	41
6.2 异质性分析	43
6.2.1 产权性质对券商声誉调节效应的影响	43
6.2.2 信息不对称程度对券商声誉调节效应的影响	45
6.3 稳健性检验	46
6.3.1 变更 IPO 定价效率	46
6.3.2 改变时间窗口	48
6.3.3 内生性检验	49
7. 研究结论与政策建议	52
7.1 研究结论	52
7.2 政策建议	54

参考文献.....	56
后 记.....	61
致 谢.....	62
在读期间科研成果目录.....	64

图表目录

图 1 研究框架图 6

表 1 行业的年度分布 21

表 2 2014-2021 年券商承销 IPO 数量的市场份额占比及排名情况..... 24

表 3 2014-2021 年券商承销 IPO 金额的市场份额占比及排名情况..... 25

表 4 主要变量定义一览表 28

表 5 主要变量描述性统计 30

表 6 主要变量之间的相关性统计 31

表 7 撤回数量对 IPO 抑价率的影响..... 33

表 8 券商声誉对撤回数量与 IPO 抑价率的调节效应..... 35

表 9 冷热市场对撤回数量与 IPO 抑价率的调节效应..... 36

表 10 券商声誉和冷热市场对撤回数量与 IPO 抑价率的调节效应..... 37

表 11 基于发行角度的路径检验 41

表 12 基于投资者短期投机行为的路径检验 42

表 13 产权性质对券商声誉调节效应的异质性分析 44

表 14 信息不对称程度对券商声誉调节效应的异质性分析 46

表 15 变更 IPO 定价效率..... 47

表 16 改变时间窗口 48

表 17 内生性检验-倾向得分匹配（PSM） 50

表 18 内生性检验-遗漏变量法..... 51

1. 绪 论

1.1 研究背景

首次公开发行 (*Initial Public Offering*, 简称 IPO) 是公司获得直接融资最重要的方式, 而 IPO 抑价发行 (*Underpricing*) 一直是金融研究领域的热点话题之一。IPO 抑价率也叫做新股首日回报率, 即股票首日收盘价高于发行价格的比率, 其为投资者带来了超额收益的同时也为发行人带来了隐性成本, 这部分超额收益被称为“扔在桌面上的钱”(Rock, 1986)。IPO 平均定价偏低导致的 IPO 高抑价现象在世界各国的资本市场均普遍存在 (Loughran 和 Ritter, 2004), 但一般来讲, 新兴国家的证券市场比发达国家证券市场的 IPO 抑价水平显著更高 (Loughran 等, 1994)。宋顺林和唐斯圆 (2019)、魏志华等 (2019) 从投资者“炒新”的角度, 证明了我国证券市场一直以来的 IPO 高抑价率现象, 较高的 IPO 抑价率不能真正反映股票内在价值, 从而导致了一级市场和二级市场资金错配, 降低了证券市场的定价效率。

基于信息不对称视角, 国内外学者对 IPO 高抑价现象进行了学术研究, 并总结了三种经典的 IPO 抑价理论。信号传递理论认为优质公司愿意承担 IPO 抑价发行带来的隐性成本, 向投资者传递公司质量好、潜力大的信号 (Welch, 1989; Allen 和 Faulhaber, 1989; Jegadeesh 等, 1993)。“赢者诅咒假说”认为发行人为了吸引不知情投资者申购股票, 以较低的价格发行股票, 不知情投资者因此获得的超额收益是发行人给予的补偿 (Rock, 1986; Benveniste 和 Spindt, 1989; Michaely 和 Shaw, 1994)。委托代理理论认为券商中介为了建立和维护良好的声誉, 以降低发行价格牺牲发行人利益的方式确保 IPO 成功上市 (Loughran 和 Ritter, 2004), 这使得股票价格偏离了自身的内在价值, 导致了 IPO 抑价, 从而降低了 IPO 定价效率 (Baron, 1982; Ritter, 1984;

Carter 和 Manaster, 1990)。还有部分学者从其他多个角度对 IPO 抑价现象进行了广泛的研究,形成了行为金融、噪声交易、股权分散等理论。

我国股票市场发行制度从核准制到全面注册制改革,加速了市场化进程,弱化了行政管制作用,保荐机构对 IPO 的实质审查权和信息披露督导作用变得举足轻重。注册制与核准制最主要的区别在于在注册制中监管层只对 IPO 公司进行形式审查不做实质性的价值判断,而将实质审查权交由保荐机构,从而赋予了市场更多的责任和权力。全面推行注册制改革,一方面以信息披露为核心,让资本市场运行更加规范透明可预期;另一方面,IPO 发行条件更加包容,有利于增强企业服务实体经济和科技创新的能力,但这对保荐机构提出了更为严格的责任要求。

近几年,随着注册制的逐步推行和 IPO 现场检查举措的落实¹,激发了大量企业的上市动力,企业试图敲开 IPO 市场的同时也伴随着大量的“IPO 撤回”,即首发企业在 IPO 审核阶段“主动撤回”上市材料,简称“IPO 撤回”。IPO 项目的撤单数量不断走高,引发了国内资本市场的高度关注,而这将成为保荐机构执业质量中非常显著的问题。根据万得(Wind)数据库显示,2020 年终止 IPO 的项目数量为 59 家,其中有 42 家选择主动撤回 IPO。2021 年 IPO 终止数量增至 219 家,其中主动撤回 IPO 就达到了 162 家(主动撤回数量占终止数量的比例高达 74%,占当年 IPO 总数²的 30.9%)。

众多上市企业的背后竟然有如此高的撤回率值得进一步深思。从各种公开资料收集整理得到首发企业主动撤回 IPO 归因于监管部门采取的一系列政策和现场检查措施对首发企业和保荐机构起到了震慑作用。现场检查向市场传递了督促券商中介归位尽责的明确信号,但大批量的“IPO 撤回”现象也反映出首发企业和保荐机构目前存在的诸多问题。一方面反映了首发企业抱着侥幸心理“带病闯关”,企业本身存在财务数据造假、关联关系、属性不符、信息披露不充分和受到多次行政处罚等问题因素。虽然注册制的发行条件更加包容多元化,契合目前快速发展的科技创新企业的融资需求,但是这些“带病”申请的企业在自身条件不成熟的情况下仍然想蒙混过关申报上市材料,

¹ 2021 年 1 月 29 日,中国证监会正式发布了《首发企业现场检查规定》,检查内容为首发企业信息披露质量及中介机构执业质量。

² 2021 年全年 IPO 上市数量为 524 家。

往往适得其反。另一方面更反映出保荐机构尽职履责不到位，执业水平不够高，辅导质量不过硬等多方面的问题。拟上市企业固然存在质量和信息披露方面不过关的问题，但也充分反映了保荐机构未能严格把关和勤勉尽责。注册制赋予了保荐机构实质审查权的同时也进一步压实了保荐机构的责任意识，倒逼券商中介平衡好权与责的关系。有效的发行制度需要成熟优质的保荐机构监督发行人严格落实信息披露要求，帮助投资者对 IPO 合理定价，切实发挥“资本市场守门人”职责。因此，大批量“IPO 撤回”现象充分反映了目前保荐机构并未真正具备与注册制相匹配的理念。

于是本文提出思考，立足于中国资本市场，公司上市前其保荐机构涉及的首发企业撤回数量越多，是否会显著提高 IPO 抑价率，从而降低了 IPO 定价效率。而券商声誉是否会对其产生显著的负向调节效应，即券商声誉可以在一定程度上削弱“IPO 撤回”带来的负面影响，从而有效发挥“中介认证”功能。引入冷热市场因素，外部市场冷热程度是否也会对其产生显著的调节效应。此外，又基于券商声誉和冷热市场双视角，探讨外部市场环境不同，券商声誉对 IPO 抑价率的调节效应是否会进一步加强。

1.2 研究目的与研究意义

1.2.1 研究目的

本文立足于中国 A 股市场，基于“IPO 撤回”相关历史数据，以首发企业撤回数量作为解释变量的代理指标，探讨首发企业撤回数量是否会显著提高 IPO 抑价率，从而降低了 IPO 定价效率。

券商机构在企业 IPO 过程中起着举足轻重的作用，券商声誉通常被认为是 IPO 企业质量的信号。较多国内外文献研究表明券商声誉越高，越有利于缓解 IPO 过程中的信息不对称问题，从而降低 IPO 抑价率。因此，本文将基于券商声誉视角深入分析，研究首发企业撤回 IPO 过程中，券商声誉是否会对撤回数量与 IPO 抑价关系产生显著的负向调节效应，从而验证券商声誉的认证功能是否能得到有效发挥。我国股票首次公开发行还会受到外部环境的影响，热市场和冷市场下，IPO 抑价率会存在显著差异。为此，本文将基

于冷热市场的视角进行研究，检验热市场发行是否会对首发企业撤回数量与 IPO 抑价关系产生显著的正向调节效应，从而进一步推高了 IPO 抑价程度。此外，本文还将基于券商声誉和冷热市场双视角，构建撤回数量、券商声誉和冷热市场的三重交乘项，研究券商声誉和冷热市场联合对撤回数量与 IPO 抑价关系的调节效应。

在拓展性研究部分，首先本文旨在探究首发企业撤回数量提高 IPO 抑价率的影响机制，分别从发行角度和投资者角度进行路径检验。其次，探讨产权性质、信息不对称程度不同对券商声誉调节效应的影响，从而进一步分析券商声誉认证功能有效发挥是否存在异质性，使本文的研究更加全面和深入。

1.2.2 研究意义

第一，本文以首发企业“IPO 撤回”为事实依据，研究了首发企业撤回数量对 IPO 抑价率的影响，为解释 IPO 抑价现象提供了新的实证依据，同时也弥补当前仅研究被动撤回 IPO 而没有研究主动撤回 IPO 的不足，拓展了 IPO 定价的研究视角。

第二，国内学者更多的是研究券商声誉机制对 IPO 抑价率的直接影响，并解释了中国 A 股市场存在券商声誉机制弱化的原因，因此本文认为券商声誉对 IPO 抑价率的影响不仅存在直接作用还存在间接作用。基于券商声誉视角，验证了券商声誉对撤回数量与 IPO 抑价关系的负向调节效应，即高券商声誉能削弱撤回数量对 IPO 抑价率的正向影响，从而间接提高了 IPO 定价效率。又基于券商声誉和冷热市场双视角，考虑了不同外部市场环境下，券商声誉对 IPO 抑价率调节效应的差异。本文的研究进一步为券商声誉在我国资本市场发挥“中介认证”作用提供了经验证据，丰富和完善了券商声誉机制的相关研究。

第三，本文的结论具有一定的实践意义，对于强调市场声誉、督促保荐机构归位尽责的全面注册制改革有着重要启示。本文从监管机构和券商机构两个角度提出政策建议。一方面，监管机构继续深化金融强监管职责，持续监督“IPO 撤回”后的企业，杜绝“一撤了之”、“一督就撤”的不负责行为，以及健全责任追溯制度和完善投行执业质量评价体系，进一步压实中介机构的责

任意识，倒逼券商平衡权与责的关系。另一方面，券商机构要更加勤勉尽责、审慎执业，不断提高专业能力和执业质量，充分发挥券商声誉的“中介认证”作用，切实担当起“资本市场守门人”职责。

1.3 研究思路与研究方法

1.3.1 研究思路

随着“IPO 撤回”的日益频繁，受到了资本市场的广泛关注，但是学术研究仍然较少，仅有少量文献对其进行了一些探索。那么本文立足于“IPO 撤回”这一较少研究事件，探究了首发企业撤回数量对 IPO 抑价率的影响，拓展了 IPO 定价的研究视角，为券商声誉在中国资本市场有效发挥提供了经验证据，并在总结前人研究的基础上丰富和完善了国内券商声誉机制的研究。图 1 研究框架图是本文的研究思路，通过引入本文的研究背景和意义，梳理相关研究并结合 IPO 抑价理论和券商声誉理论，提出核心研究假设“首发企业撤回数量与 IPO 抑价率显著正相关，与 IPO 定价效率显著负相关”。进一步，基于券商声誉和冷热市场双视角，分别探讨了券商声誉、冷热市场以及二者联合对“撤回数量-IPO 抑价率”关系的调节效应。在拓展研究部分，首先分别从发行角度和投资者角度探讨了撤回数量提高 IPO 抑价率的影响机制；其次分别以产权性质、信息不对称程度进行分组，并对券商声誉机制进行异质性分析；然后通过变更 IPO 抑价率、改变时间窗口以及内生性检验等方式进行稳健性检验；最后是本文的研究结论，实证结果表明首发企业撤回数量与 IPO 抑价率正相关，与 IPO 定价效率负相关，券商声誉对“撤回数量-IPO 抑价率”有负向的调节效应，且在冷市场下，券商声誉的负向调节效应进一步增强，即表明我国证券市场券商声誉能发挥有效的认证功能。并根据研究结果从监管机构和券商机构两个角度分别提出了三条政策建议。

因此本文安排了七个章节：第一章绪论，第二章文献综述，第三章理论分析与研究假设，第四章研究设计，第五章实证分析，第六章拓展研究，第七章研究结论与政策建议。

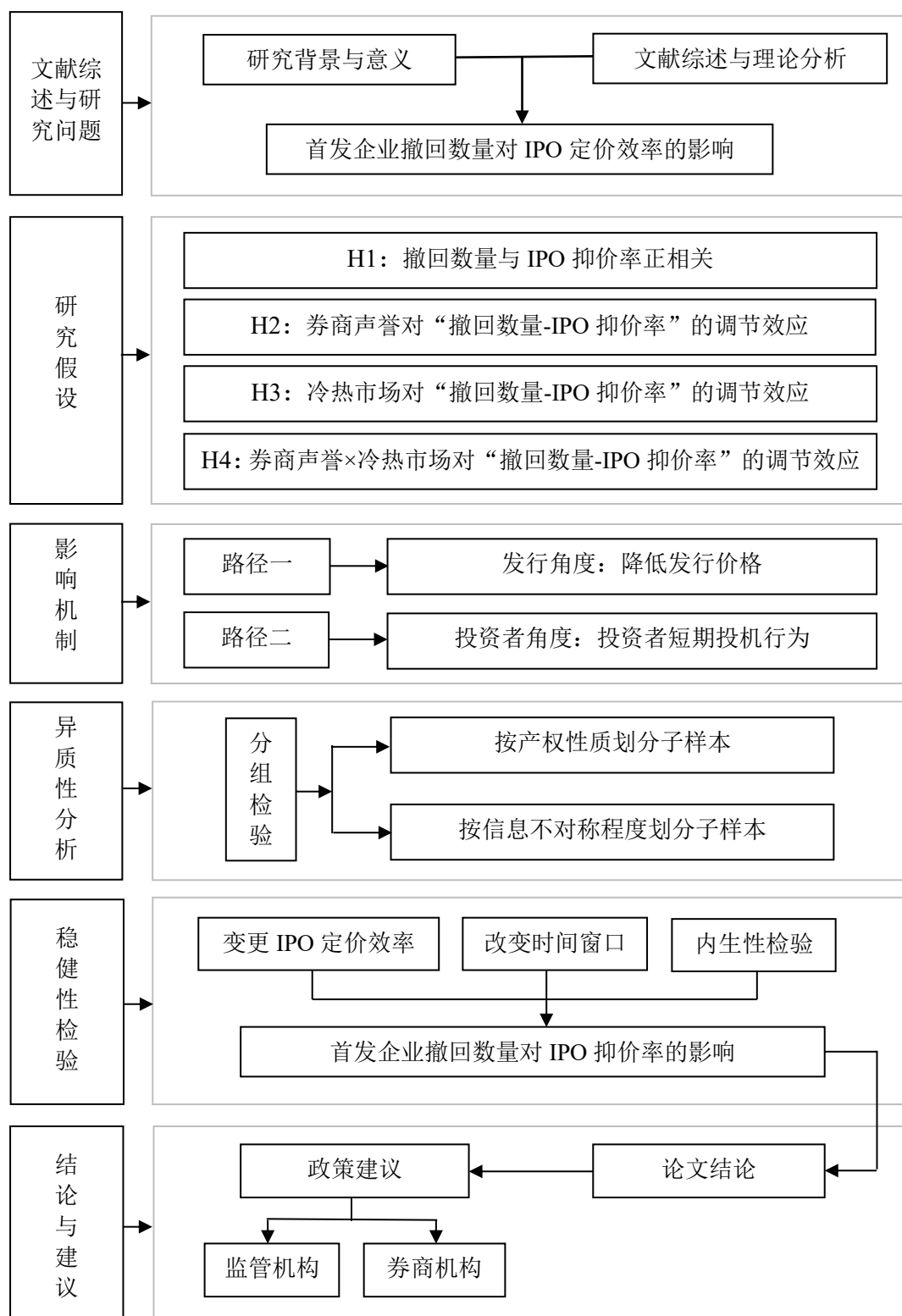


图 1 研究框架图

1.3.2 研究方法

第一，文献研究法。本文梳理了国内外关于券商声誉与 IPO 抑价率的研究，国外现有文献总体上支持券商声誉的有效性，认为券商声誉有助于减少信息不对称程度，即券商声誉与 IPO 抑价率呈负相关。鉴于我国股票市场制度背景与西方国家有所不同，上述关于券商声誉有效性的结论还未在我国得到一致的实证结果。早期我国证券市场效率较低造成券商中介认证功能弱化，但随着中国资本市场的市场化改革，国内学者也证明了券商声誉有助于降低 IPO 抑价率。因此本文在前人研究的基础上，首先，探究了券商声誉对“IPO 撤回”带来的高抑价水平是否具有显著的调节效应，为券商声誉在我国证券市场发挥有效的认证功能提供实证依据。其次，通过梳理“热市效应”与 IPO 抑价率之间的文献，引入外部市场环境因素，基于券商声誉和冷热市场双视角，研究二者联合对 IPO 抑价率的调节效应。最后，从产权性质和信息不对称程度两方面对券商声誉的调节效应进行异质性分析，实证结果丰富和完善了国内关于券商声誉机制的研究。

第二，实证研究法。实证计量模型是以一定的经济理论和现实的经济数据为根据，运用计量统计方法，建立数据模型定量分析经济问题。本文立足于“IPO 撤回”这一金融现象，基于 IPO 抑价和券商声誉相关理论，运用现实的经济数据，建立实证计量模型探讨中国股票市场 IPO 抑价这一经典的金融话题。在实证研究中综合运用了多元回归分析、调节效应检验、路径分析、异质性分析和稳健性测试等多种方法，并结合计量经济学理论解释统计学意义，运用金融学理论阐释经济含义，由此分析对国内资本市场带来的影响。

1.4 研究创新点与存在的不足

本文的研究有三点创新，具体的创新点如下：

第一，本文的研究内容具有创新性。近几年，随着注册制的逐步全面推行以及 IPO 现场检查举措的落实，大量“IPO 撤回”现象引发了金融市场的广泛关注 and 讨论，反映了我国证券市场目前存在的诸多问题，也说明了目前保荐机构执业水平还需加强。结合当前实行注册制市场化改革的热点，本文基

于首发企业“IPO 撤回”相关历史数据，研究首发企业撤回数量对 IPO 抑价率的影响，拓展了 IPO 定价的研究视角，为解释 IPO 抑价现象提供了新的实证依据。此外，本文的研究弥补了当前仅研究被动撤回 IPO 而没有研究主动撤回 IPO 的不足。

第二，本文的研究视角具有创新性。国内学者主要研究了券商声誉对 IPO 抑价率的直接作用，首发企业“IPO 撤回”事件为券商声誉发挥作用提供了条件，于是本文将重点探讨券商声誉对 IPO 抑价率的调节效应。基于券商声誉视角，研究券商声誉是否能削弱首发企业撤回对 IPO 抑价率的正向影响，从而间接提高了 IPO 定价效率。又基于券商声誉和冷热市场双视角构建三重交乘项，考虑了不同外部市场环境下，券商声誉对 IPO 抑价率调节效应的差异。本文的研究进一步为券商声誉在我国资本市场发挥“中介认证”作用提供了经验证据，丰富和完善了券商声誉机制的相关研究。

第三，本文的研究设计具有创新性。其一，解释变量的构建具有创新性，本文搜集了证监会发布的 IPO 申请排队状态中处于“撤回”状态的首发企业，上市公司按其保荐机构去匹配上市前某段时间内首发企业的撤回数量，从而计算得到公司上市前其保荐机构涉及的撤回 IPO 的总数量，以此构建解释变量“撤回数量”的代理指标。其二，本文利用了多种关于券商声誉指标的度量方式而非单一的维度，既以上市当年承销数量和承销金额的市场份额占比又以整个样本期间的综合市场份额占比为依据计算券商声誉，具有一定的创新性和稳健性。其三，在拓展研究部分，本文还从产权性质和信息不对称程度方面进行异质性分析，分析了不同组别下券商声誉调节效应是否存在显著差异，拓展了研究设计的丰富度。

本文的研究可能还存在一些不足之处，还有进一步提高和完善的空间。首先，中国证券市场注册制改革从科创板试点到创业板过渡再到主板全面推行，是一个逐步市场化的过程，且注册制实行的时间较短，受到研究时间窗口的限制，没有对比首发企业撤回数量对 IPO 抑价率的影响在核准制和注册制下是否存在差异性。其次，本文在研究首发企业撤回数量提高了 IPO 抑价率的影响机制时，仅考虑了发行角度和投资者角度两条影响路径，是否还存在其他路径有待进一步论证。

2. 文献综述

2.1 券商声誉与 IPO 抑价的文献综述

2.1.1 国外文献梳理

IPO 过程中券商投行在上市辅导、询价定价和持续督导等方面发挥着举足轻重的作用。基于信息不对称视角,作为发行人与投资者之间的桥梁,券商声誉在信息生产和传播方面扮演着重要作用 (Chemmanur 和 Fulghieri, 1994; Lowry 等, 2017)。因为拥有较高声誉的券商机构一般资金雄厚、经验丰富,它们倾向于投入更多的成本挖掘发行人的真实信息,因此能够有效缓解信息不对称和委托代理问题。券商声誉还起着信号传递的作用,高券商声誉传递着企业高质量的信号,市场投资者可以通过券商声誉的高低判断 IPO 公司的质量优劣,因此认为券商声誉是一种有效的信号传递机制,高声誉券商可以对优质 IPO 公司起到“中介认证”作用 (Booth 和 Smith, 1986; Beatty 和 Ritter, 1986)。高声誉券商反映了券商机构的业务能力和职业操守,因此为了保证 IPO 成功发行,经营业绩好、市场份额高以及经验丰富的知名券商机构深受发行人的青睐。

目前,国外不少学者探讨了由高声誉券商承销和低声誉券商承销的 IPO 公司的市场表现,由此来证明券商机构的“中介认证”作用是否可以得到有效发挥,具体体现为券商声誉与 IPO 抑价率、券商声誉与长期回报率之间的关系研究。主流观点认为作为金融中介的券商由于自身的鉴证作用可以减少 IPO 过程中的信息不对称问题,帮助投资者获得更多关于发行公司的相关信息,提高信息透明度,由此得到了券商声誉越高 IPO 抑价程度越低的结论 (McDonald 和 Fisher, 1972; Logue 等, 1973)。通常来讲,高声誉的券商保荐的上市公司,其 IPO 抑价率更低 (Carter 等, 1998)。因为券商声誉的高低

在很大程度上释放了所保荐的 IPO 公司质量优劣的信号，在信息不对称下，券商声誉起到了有效的“中介认证”作用(Balvers 等, 1988)。Carter 和 Manaster (1990) 的研究表明券商声誉揭示了“知情”活动水平，知名券商与风险较低的金融产品有关，认为声誉高的券商降低了发行风险，提高了 IPO 发行价格，因此 IPO 抑价率越低，即券商声誉与 IPO 抑价程度呈显著负相关关系。Michaely 和 Shaw (1994) 通过检验 IPO 定价模型的实证意义，得出了信誉良好的券商承销的 IPO 其定价过低的情况比信誉较差的券商承销的 IPO 要少的多，即由知名券商承销的 IPO 平均抑价水平较低 (Chemmanur 和 Fulghieri, 1994)。Fernando 等 (2015) 通过研究券商在服务 and 定价方面的差异证据，也得到了承销商声誉有助于降低 IPO 抑价率。国外学者首先得到了券商声誉与 IPO 抑价率呈负相关，进一步又得到了券商声誉有利于 IPO 长期收益表现，由此来检验券商声誉可以有效发挥“中介认证”功能。相关实证结果表明由高声誉券商保荐承销的 IPO，其股价长期业绩表现更好，长期回报率更高 (Tinic, 1988; Dong 和 Michael, 2011)。

随着对券商声誉机制的深入研究，目前已经有不少国外学者从 IPO 重返市场角度研究券商声誉与 IPO 表现情况，Busaba 等 (2001) 认为 IPO 撤回后重返资本市场使得发行人增强了与投资者之间的议价能力，从而降低了 IPO 抑价率。而重返 IPO 的公司会聘请比第一次申请上市更高声誉的券商机构，通过更换声誉更高的券商，降低了信息不对称程度，最终降低了 IPO 抑价水平 (Benveniste 等, 2003)。那么撤回 IPO 后又重返市场的可能性有多大，Dunbar 和 Foerster (2008) 的文章得出有风险支持和聘请拥有更高市场份额的投资银行是发行人再次成功发行的关键因素。

但是，关于券商声誉是否能对上市公司质量起到认证功能还存在截然相反的实证结果，少部分学者认为声誉更高的券商机构与 IPO 抑价之间不存在显著的关系 (Beatty 和 Welch, 1996; Logue 等, 2002)，甚至显著的正相关关系 (Loughran 和 Ritter, 2004; Dimovski 等, 2011)。

综上，无论是基于初次 IPO 还是基于重返 IPO 市场，国外现有文献总体上支持券商声誉的有效性，即券商声誉与 IPO 抑价水平呈显著负相关关系。通过具有高声誉的券商机构保荐上市和承销发行比一般券商具有更低的 IPO 抑价率，且高声誉券商承销的公司质量会更高，未来长期市场表现更优，由

此，高券商声誉在 IPO 过程中能够发挥“中介认证”作用。

2.1.2 国内文献梳理

由于我国股票市场的制度背景和发达股票市场还存在显著的差别，上述关于券商声誉的研究在我国还未得到一致的结果。早期我国股票市场效率不高出现了券商声誉的认证功能弱化的现象，券商声誉机制的有效性在中国资本市场没有得到验证。有部分学者的实证研究得到券商声誉与 IPO 抑价水平不显著（郭泓和赵震宇，2006；郭海星等，2011），甚至出现了券商声誉与 IPO 抑价率正相关的结论（刘江会和刘晓亮，2004；李妍，2010）。这说明券商声誉越高 IPO 抑价水平越低的结论在我国证券市场上未得到充分的支持。田嘉和占卫华（2000）从中国 IPO 定价背景的角度解释了早期国内学者的实证结果并不支持高券商声誉有助于降低 IPO 抑价率的结论，这是因为 IPO 定价行政管理使得券商中介无法实现股票价值发现功能，从而出现了券商声誉机制的弱化。郭泓和赵震宇（2006）比较了不同定价制度下券商声誉与 IPO 价格的关系，均得到券商声誉与 IPO 初始回报率不相关，但与 IPO 长期收益表现显著正相关的结论。郭海星等（2011）仍然不支持券商声誉与 IPO 抑价负相关的结论，他认为目前券商声誉机制不够完善，因此不能约束券商的欺骗行为和机会主义行为，从而不能有效降低 IPO 抑价率，由此导致了券商声誉的第三方认证作用失效。这说明国内早期的研究表明并未找到充分证据说明券商声誉机制在中国资本市场发挥了有效的认证作用，甚至出现了截然相反的经验证据。

但随着国内资本市场的不断发展和完善，国内学者也证明了券商声誉与 IPO 抑价呈显著的负相关关系（徐浩萍和罗炜，2007；邱冬阳等，2010；赵岩和孙文琛，2016；宋顺林和唐斯圆，2016）。早期国内研究主要集中在券商声誉对 IPO 定价的直接关系上，徐浩萍和罗炜（2007）的研究表明仅考虑执业质量或市场份额单一维度来度量券商声誉，券商声誉对 IPO 抑价影响均不显著，而只有二者的交互项显著为负，这说明执业质量和市场份额起到了良性互补，共同降低了 IPO 定价过低的问题。张强和张宝（2011）利用中国创业板数据，研究得到券商声誉与 IPO 发行总成本显著负相关，从发行成本角度

验证了券商声誉的有效性。

国内学者从多个角度对国内券商声誉机制进行了深入研究。从声誉受损视角重新度量券商声誉的代理指标，以及基于重返 IPO 视角研究券商声誉与 IPO 表现等，这部分学者拓宽了券商声誉的研究视角，进一步检验了中国资本市场券商声誉机制的有效性。许荣等（2013）借助创业板和主板 IPO 市场天然存在的信息不对称差异，研究了券商声誉功能的有效性，实证结果表明，创业板市场的券商声誉显著降低了 IPO 抑价率和波动性，但在主板市场不成立，从而得到信息不对称程度越高，券商声誉功能越能得到有效发挥的结论。邵建新等（2013）认为券商中介利用投资者情绪推高了 IPO 发行价格，这就使得股票发行价格中包含了“情绪泡沫”的不理性成分，而高声誉券商可以在一定程度上抑制这种助推行为，从而降低了 IPO 定价水平。何平等（2014）的研究证明券商声誉对 IPO 抑价率的负相关关系仅对于价值不确定性大的公司显著，而对于价值不确定性小的公司反而不显著。张学勇等（2014）将券商声誉和风险投资结合，研究得到具有券商背景的风险机构持股能有效降低 IPO 抑价水平，而声誉高的有券商背景风险机构的认证功能更加显著。赵岩和孙文琛（2016）的研究发现券商声誉对机构投资者与 IPO 水平关系具有显著的调节效应，高券商声誉加强了机构投资者对 IPO 抑价的负向作用。而 Hu 等（2021）利用中国创业板数据研究发现在机构投资者促进了价格低估的情况下，可以通过券商声誉得到纠正，即券商声誉削弱了机构投资者与 IPO 高抑价之间的正相关关系，进一步发现高声誉的券商是通过减少发行与上市之间时间差、选择承销优质公司以及降低信息不对称程度等方式来降低新股抑价水平的。还有学者从中介效应的角度进行研究，柳建华等（2017）认为高声誉券商通过提高公司盈余管理程度这一中介变量从而降低了 IPO 公司的抑价率，但是此结论仅对法律保护较差的资本市场成立。张学勇和张秋月（2018）利用是否承销过 IPO 违规造假公司作为衡量券商声誉损失的指标，研究表明，在同一时期声誉未受损的券商再次承销的公司的 IPO 抑价率更低，且长期表现越好，由此可见声誉更高的券商具有更好认证作用。张学勇等（2020）基于被发审委实质审核被否后 IPO 重返市场的视角，重新对券商声誉的有效性进行了实证研究，结果表明 IPO 重返资本市场，更换声誉更高的券商机构可以帮助公司成功发行，从而降低了 IPO 抑价率且提高了股票的长期回报率。

2.2 冷热市场与 IPO 抑价的文献综述

国外许多研究（Ibbotson 和 Jaffe, 1975; Ritter, 1984; Liu 等, 2009）证明了“热市效应”（*Hotissue*）的存在，“热市效应”指的是 IPO 发行数量和高 IPO 抑价水平之间的关系。热发行市场导致了 IPO 初期具有较高的投资回报率。国内关于 IPO 抑价与热发行关系的研究较少，龙迎（2014）研究了热发行对我国 A 股市场 IPO 上市后的表现进行了实证研究，采用 IPO 上市前 10 个交易日的市场组合累计收益率作为衡量二级市场投资氛围的代理指标，研究结果证实了热发行有助于公司上市初期投资回报率，但对长期收益表现无益。汪昌云等（2015）采用 IPO 前段时间的发行数量作为市场冷热程度的代理指标，研究结果得到热发行与 IPO 抑价率显著正相关，即市场越热，IPO 抑价率越高，说明我国 IPO 市场确实存在“热市效应”，市场冷热程度会对 IPO 抑价率产生显著影响。由此可见，IPO 抑价程度在不同的市场环境下会有所不同，热市场会显著提高 IPO 初期回报率，也提高了 IPO 抑价率。那么本文将引入市场冷热程度指标，探究市场外部环境是否会对“IPO 撤回”带来的负面影响起到推波助澜的作用。

2.3 文献评述

综上所述，国外已经有大量文献探讨了券商声誉对 IPO 定价的影响，研究结果为券商声誉与 IPO 抑价之间呈现显著的负相关关系（Chemmanur 和 Fulghieri, 1994; Carter 等, 1998; Fernando 等, 2015）。但在早期国内部分实证研究并不能支持券商声誉的有效性，实证结果表明券商声誉与 IPO 抑价率的负相关关系不成立（郭泓和赵震宇, 2006; 郭海星等, 2011），甚至出现了显著的正相关关系（李妍, 2010），无法验证中国券商声誉机制发挥了有效的认证作用。但是随着国内资本市场的不断发展和完善，大部分国内学者的研究证明了券商声誉机制能够在中国资本市场得到有效发挥，即券商声誉与 IPO 抑价呈现显著的负相关关系，高声誉券商有助于 IPO 合理定价，抑制较高的 IPO 抑价水平（徐浩萍和罗炜, 2007; 张强和张宝, 2011）。随着国内学者对券商声誉机制探讨的进一步深入，有更多的文献结合其他角度进一步分析券

商声誉机制的有效性。如基于信息不对称程度差异探究投行声誉功能的有效性（许荣等，2013）；研究投资者情绪和券商声誉与 IPO 定价关系（邵建新等，2013）；研究公司价值不确定性对高券商声誉与 IPO 抑价率的负相关关系的影响（何平等，2014）；研究有券商背景风险机构的认证功能（张学勇等，2014）；研究券商声誉对机构投资者与 IPO 抑价的负相关关系的调节效应（赵岩和孙文琛，2016）；研究公司盈余管理作为券商声誉对 IPO 抑价率的中介效应（柳建华等，2017）；基于重返 IPO 独特视角研究券商声誉对 IPO 抑价率的影响（张学勇等，2020）等。

结合前述有关券商声誉与 IPO 抑价相关文献，本文将基于“IPO 撤回”这一较少研究事件，不仅探讨了券商声誉对 IPO 抑价率的直接影响，而且研究了券商声誉对首发企业撤回数量与 IPO 抑价率关系的调节作用。此外，国内外学者关于“热市效应”的研究认为热市场与 IPO 抑价率呈现正相关关系。既然市场外部环境的不同会对 IPO 抑价率有显著影响，那么热市场是否对首发企业撤回数量与 IPO 抑价率关系有显著的正向调节效应，从而进一步推高 IPO 抑价水平。又结合前人学者关于券商声誉与 IPO 抑价的大量文献，发现目前缺少券商声誉机制与冷热市场之间关系的研究。于是本文在券商声誉的基础上引入冷热市场变量，探究券商声誉机制的有效发挥是否受到冷热市场的影响。本文将重点放在从券商声誉视角研究首发企业撤回数量对 IPO 抑价率的影响，同时引入冷热市场这一因素，创新性的提出了基于券商声誉和冷热市场双视角构建三重交乘项，研究券商声誉和冷热市场联合对 IPO 抑价率的调节效应，并展开了多维度分析，实证结果丰富和完善了国内关于券商声誉机制的研究。

3. 理论分析与研究假设

3.1 IPO 抑价理论

3.1.1 基于信息不对称视角

信号传递理论。IPO 抑价发行是公司向投资者传递关于公司质量信息的有效方式（Allen 和 Faulhaber，1989）。高质量公司故意压低新股发行价格，这种行为是为了向市场发出公司经营业绩好、预期利润高、未来现金流充足等积极信号，IPO 抑价发行则是它们愿意承担的隐形成本，因为当新股成功发行后，未来可以通过更高的价格增发股票来弥补 IPO 抑价发行导致的高昂费用（Welch，1989）。但是低质量公司出于对未来经营业绩和现金流的不确定性，因此不愿意承担新股抑价发行这笔巨额隐形成本，所以它们将不会模仿高质量公司采用降低发行价格的方式进行 IPO 上市。由此，根据信号传递理论，Jegadeesh 等（1993）认为 IPO 抑价发行被认为是区分高质量和低质量公司的信号。

赢者诅咒假说认为，知情投资者拥有公司内部信息而具有信息优势，他们只会投标价值被低估和收益率较高的股票，从中获取超额收益。而不知情投资者由于缺乏对股票真实价值的了解，会不加选择的参与新股申购，面临更多的逆向选择（Rock，1986）。由于知情投资者主动选择了优质股票，不知情投资者更可能申购到价值被高估和收益率不佳的劣质股票，从而不知情投资者作为信息劣势者受到了“赢家诅咒”。IPO 抑价发行则是发行人为了吸引非知情投资者参与新股申购，从而对不知情投资者给予的适当补偿（Benveniste 和 Spindt，1989）。

委托代理理论。Baron（1982）认为发行人与券商机构相比处于信息劣势的地位，而券商机构自身具有专业优势和发行经验，对市场需求更加了解。券

商中介为了建立和维护良好的声誉，有压低发行价格的动力以确保 IPO 成功发行，由此产生了委托代理冲突。Loughran 和 Ritter（2004）认为这是券商机构通过牺牲发行公司的利益为代价，从而“把钱放在桌子上”与投资者交换利益。而抑价发行股票使得股票发行价格严重偏离了内在价值，最终在二级市场表现为 IPO 抑价，从而降低了 IPO 定价效率（Carter 和 Manaster，1990）。

3.1.2 非基于信息不对称视角

信息不对称可以导致 IPO 抑价现象，还有学者从非理性投资者角度阐释 IPO 抑价率问题，跳出了解释 IPO 高抑价的传统框架，形成了以下三种理论。

行为金融理论。传统观点认为若 IPO 高抑价现象是由券商机构和发行人压低发行价格导致的，那么公司在上市后较长一段时间内股价应该回升到内在价值，但实证研究表明 IPO 长期收益表现不佳。传统信息不对称理论将无法解释这种 IPO 异象，这时行为金融理论扮演重要角色（Ritte 和 Welch，2002）。行为金融理论基于非理性人假设，情绪投资者热衷于新股“炒新”不断推高股票价格，使得 IPO 首日价格远远超过其内在价值，存在一定的价格泡沫（Black，1986）。目前不少学者从投资者情绪角度解释了 IPO 高抑价现象，认为新股首日高收益是投资者狂热带来的“溢价”，投资者情绪越高，IPO 抑价程度越高（汪昌云和武佳薇，2015；宋顺林和唐斯圆，2016）。

噪声交易理论。最早由 Black（1986）提出了噪声的概念，噪声交易是金融市场中典型的非理性行为，它指的是与公司基本面情况没有关系的交易。在有效市场假说中，股票价格偏离真实价值的程度就是噪声。噪声交易是指投资者信息来源匮乏，无法对公司价值做出决策，只能通过频繁交易的方式获取信息，因此 Kyle（1985）认为噪声交易提高了资本市场流动性。但陈春春（2019）的研究通过改进 Kyle 模型的假设，得出噪声交易与流动性负相关的实证结果。

股权分散理论。该理论认为，新股价格发现依赖于高流动性，而只有大量投资者持有股票买卖交易才能提高市场流动性（Booth 和 Chua，1996）。因此发行人选择通过 IPO 抑价的方式降低新股发行价格，吸引更多的个人投资者参与申购，从而提高了新股的需求，IPO 上市后不仅为市场注入了流动性，而

且分散了公司股权，减少被竞争对手收购的可能。

3.2 券商声誉理论

3.2.1 信息不对称理论

券商机构在公司 IPO 过程中作为信息生产者（Chemmanur 和 Fulghieri, 1994），券商机构凭借自身的专业优势对发行人的经营业绩、财务状况、发展潜力等方面进行尽职调查，从而对 IPO 公司质量进行评估，券商再利用其声誉向市场投资者传递 IPO 公司质量优劣信息，可以有效减轻发行人与投资者之间的信息不对称程度（Pandes, 2010; Dong 和 Michael, 2011），帮助信息劣势者做出理性的投资决策。

3.2.2 中介认证理论

在 IPO 过程中，券商代表客观公正的第三方中介机构，对发行企业的经营现状、财务情况和发展战略等有关公司质量的信息进行直接沟通，发挥了“中介认证”作用。Booth 和 Smith（1986）认为高声誉的券商为了维护自身声誉，对 IPO 公司有严格筛选条件，通常高声誉券商会选择承销低风险高质量的 IPO 公司，而高风险低质量的 IPO 项目通常由低声誉的券商承销，从而促进了券商声誉与 IPO 质量的内在统一。因此目前的研究认为券商声誉与公司质量存在正相关关系，即券商声誉对公司质量优劣发挥了“中介认证”作用。反过来，投资者也愿意相信高声誉券商确定的发行价格更能反映新股的内在价值。目前主流的研究从两个方面来判断券商声誉的中介认证功能，首先是 IPO 抑价率，其次是股票长期回报率。即券商声誉越高，不仅可以有效降低发行公司的 IPO 抑价率，且长期回报率也会高于其他公司（Jain 和 Kini, 1999; 徐浩萍和罗炜, 2007; Dong 和 Michael, 2011; 许荣等, 2013; Fernando 等, 2015），由此判断券商声誉机制是否有效发挥。

3.2.3 信号传递理论

在 IPO 市场上，券商声誉一直以来都被视为是一种有效的信号传递机制。在信息不对称的情况下，高声誉的券商通过承销质量较优的公司积累声誉，同时高质量的发行人也愿意通过聘请高声誉的券商中介向市场传递关于公司质量的积极信号，从而能够将低质量的公司与之区别开来，以吸引潜在的投资者表明自身的投资价值(Carter 和 Manster, 1990; Michaely 和 Shaw, 1994)。

3.3 研究假设

主动撤回 IPO 申请是基于注册制的市场行为，强调市场投资者的价值判断，而被动撤回 IPO 申请则是未通过发审委的实质审核而不得不终止申请，是一种基于核准制的强制行政行为。目前仅有学者研究了被动撤回 IPO 这一强制行政行为，黄亮华和谢德仁（2016）研究了核准制下 IPO 被否概率与承销商关联发审委呈负相关关系。张学勇等（2020）的研究考察了首发企业因实质性问题被否重返 IPO 的市场表现。而本文主要基于主动撤回 IPO 的研究视角，探究其对 IPO 定价效率是否具有负面影响。从保荐机构角度来看，注册制赋予了保荐机构对拟上市公司的实质审查权，同时也对其提出了更严格的责任要求。券商机构作为“资本市场守门人”，应对保荐上市的 IPO 项目的信息披露和真实情况勤勉尽责，帮助投资者对 IPO 合理定价。如果保荐机构涉及的首发企业撤回 IPO 数量越多，那么基于委托代理理论，保荐机构为了保证下次 IPO 发行成功和维护自身声誉，更加厌恶上市失败，于是有动机压低发行价格通过承担更高的抑价率以保证发行成功，从而提高了 IPO 抑价程度，导致了不合理的定价水平。从投资者角度思考，撤回 IPO 会被投资者解读为一种负面信息（Dunbar 和 Foerster, 2008），相比于被动撤回 IPO，主动撤回 IPO 的首发企业对自身公司质量相关信息会更加了解，所以主动撤回 IPO 传递出关于企业质量的负面信息量更多。因此本文认为无论是被动撤回还是主动撤回，都会被投资者解读为一种负面信息，甚至主动撤回的影响更大。若公司上市前保荐机构涉及的撤回数量越多，投资者对该公司价值的不确定性也会增加，因此投资者会要求更高的股票初期回报率以获得风险补偿，进一步

推高了 IPO 抑价率，从而降低了 IPO 定价效率。由此，我们提出了假设一。

H1: 公司上市前段时间其保荐机构涉及的首发企业撤回数量与 IPO 抑价率正相关，与 IPO 定价效率负相关。

根据券商声誉理论，投资者相信券商机构是真实的“信息生产者”和公正的“中介认证者”。在 IPO 过程中，一方面高声誉券商通过保荐高质量公司上市积累声誉资本，向市场传递出企业高质量的积极信号；另一方面，高券商声誉通过减轻信息不对称程度 (Chemmanur 和 Fulghieri, 1994)，从而降低了 IPO 抑价率，发挥着重要的“中介认证”作用 (Booth 和 Smith, 1986; Carter 等, 1998; Benveniste 等, 2003; 徐浩萍和罗炜, 2007; 许荣等, 2013; 赵岩和孙文琛, 2016; 宋顺林和唐斯圆, 2016; 张学勇等, 2020)。结合上述券商声誉理论，在 IPO 过程中，高声誉券商会比低声誉券商以更严格的要求筛选首发企业，从而传递出企业高质量的信号。那么相比低声誉券商，高声誉券商更具有专业性和审慎性，若企业质量不达标则会更关注企业的长远发展从而选择主动撤回 IPO 申请，避免“带病闯关”。为此，本文将检验券商声誉高低对撤回数量与 IPO 抑价率关系是否存在显著的调节效应，高券商声誉是否削弱了撤回数量对 IPO 抑价的正向影响，从而为券商声誉在我国资本市场发挥有效的认证功能提供进一步的实证依据。由此，本文提出了假设二。

H2: 高券商声誉对撤回数量与 IPO 抑价率关系具有显著的负向调节效应，即高券商声誉削弱了撤回数量对 IPO 抑价的正向影响。

国内外较多学者证明了“热市效应”的存在，相比于冷市场而言，在热市场发行的上市公司 IPO 抑价率更高，这得益于热发行市场良好的市场氛围，更容易受到投资者的关注，最终导致了较高的股票初期投资收益率 (Ibbotson 和 Jaffe, 1975; Ritter, 1984; 杨胜刚和曾明贤, 2006; Liu 等, 2009; 汪昌云等, 2015)。此外还有学者利用市场累计收益率作为衡量市场冷热的代理指标，IPO 公司借助热发行市场氛围提高了公司上市初期投资回报率，但长期收益表现却没有显著变化 (龙迎, 2014)。市场环境越热，投资者情绪高涨，那么热市场是否会加强撤回数量对 IPO 抑价率的正相关关系，产生显著的正向调节效应，从而进一步推高了 IPO 抑价水平。由此，本文提出了假设三。

H3: 热市场对撤回数量与 IPO 抑价率关系具有显著的正向调节效应，即热市场加强了撤回数量对 IPO 抑价率的正向影响。

前人学者对券商声誉与 IPO 抑价率的直接关系进行了大量的研究，较少的文献从信息不对称程度不同影响券商声誉机制的发挥（许荣等，2013），以及研究券商声誉对机构投资者与 IPO 抑价率关系的调节效应（赵岩和孙文琛，2016），却没有人考虑到券商声誉有效性在不同市场环境下是否也会存在显著差异。相比于冷市场，热市场属于 IPO 发行旺季，一方面投资者情绪高涨，推高了股票市场价格，另一方面热市下保荐机构对 IPO 资源的竞争更激烈，可能更有动机压低发行价格以确保成功发行，不利于券商声誉机制的有效发挥。因此，本文认为撤回数量对 IPO 抑价率的影响可能会同时受到券商声誉和冷热市场的影响，且在冷市下，券商声誉机制的有效发挥进一步加强。由此，本文提出了假设四。

H4:撤回数量与 IPO 抑价率关系会同时受到券商声誉和冷热市场的影响，且在冷市场下，高券商声誉对撤回数量与 IPO 抑价率之间的正相关关系的削弱作用进一步加强。

4. 研究设计

4.1 样本选择与数据来源

根据我国 IPO 发行制度背景，为抑制投资者“炒新”，2013 年底沪深交易所出台了 IPO 首日限价政策，即新股上市首日涨跌幅限制为 44%。2014 年 3 月起中国证监会对新股发行采取 IPO 发行定价管制，规定新股发行市盈率上限为 23 倍。因此基于我国 IPO 发行制度背景，本文选择 2014 年 4 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日期间所有的 A 股上市公司作为初始样本，并剔除了以下样本：（1）金融业公司；（2）重要数据缺失的公司；（3）有退市风险的公司。为了消除极端值带来的误差，对连续变量进行 1%和 99%以内的缩尾处理。最终，本文得到了 2034 个有效样本。数据来源为：IPO 审核状态、保荐机构及承销商业绩排名等数据来自万得数据库，IPO 上市及财务数据等来自国泰安数据库。此外，本文涉及 18 个行业门类，有关行业的年度分布情况如表 1³所示。

表 1 行业的年度分布

行业/年度	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	总计
A	0	2	1	0	0	1	1	5	10
B	1	2	3	2	0	1	1	2	12
C	57	153	146	329	69	130	290	342	1516
D	2	2	1	7	3	2	3	11	31
E	0	5	12	9	2	2	3	7	40
F	2	6	9	6	1	2	8	17	51
G	0	4	3	6	5	2	4	4	28
H	0	0	0	0	0	0	1	1	2

³ 注：A-农、林、牧、渔业；B-采矿业；C-制造业；D-电力、热力、燃气及水生产和供应业；E-建筑业；F-批发和零售业；G-交通运输、仓储和邮政业；H-住宿和餐饮业；I-信息传输、软件和信息技术服务业；K-房地产业；M-科学研究和技术服务业；N-水利、环境和公共设施管理业；O-居民服务、修理和其他服务业；P-教育；Q-卫生和社会工作；R-文化、体育和娱乐业；S-综合。

I	3	18	26	28	7	25	35	27	169
K	0	0	0	0	1	1	1	0	3
L	0	4	2	6	2	3	2	4	23
M	5	3	5	13	2	8	10	26	72
N	3	4	0	6	2	0	16	13	44
O	0	0	0	0	1	0	0	0	1
P	0	0	0	0	0	0	0	2	2
Q	0	0	0	1	0	0	0	0	1
R	0	4	5	12	0	1	1	5	28
S	0	0	0	0	0	1	0	0	1
总计	73	207	213	425	95	179	376	466	2034

4.2 变量定义和度量

4.2.1 IPO 定价效率

Rock（1986）最先提出采用新股首日收盘价超过发行价格的比率作为衡量 IPO 定价效率的替代指标，这一比率就叫做 IPO 抑价率，在学术界广泛使用。即 IPO 抑价率越高，说明新股发行抑价水平越严重，IPO 发行价格偏离其内在价值，则 IPO 定价效率越低。考虑到市场行情变化的影响，本文参考郭泓和赵震宇（2006）、邱东阳等（2010）、张学勇等（2020）的处理方式，采用经市场指数调整的抑价率对 IPO 抑价率进行修正，以此作为 IPO 定价效率的代理指标。经市场指数调整的 IPO 抑价率（*Underpricing*）的具体计算方法如下：

$$\begin{aligned} \text{上市首日个股收益率 } r_i &= \frac{\text{上市首日收盘价 } P_{i,1}}{\text{新股发行价格 } P_{i,0}} - 1 \\ \text{上市首日市场收益率 } R_i &= \frac{\text{上市首日市场综合指数 } P_{m,1}}{\text{新股发行日市场综合指数 } P_{m,0}} - 1 \\ \text{经市场调整的 IPO 抑价率 (Underpricing)} &= r_i - R_i \end{aligned}$$

4.2.2 撤回数量

主动撤回 IPO 申请是一种基于注册制的市场行为，而被动撤回 IPO 申请则是未通过发审委的实质审核而不得不终止申请，是一种基于核准制的行政

行为,被动撤回包含“审核未通过”、“终止审查”、“终止注册”等情况。本文不仅考虑了主动撤回还将被动撤回纳入研究范围,使得研究更加丰富和全面。因此,本文定义“IPO 撤回”的两种类型:第一,包含主动撤回 IPO 与被动撤回 IPO;第二,仅包含主动撤回 IPO,主动撤回是本文关注和研究的重点对象。

本文计算出公司上市前三个月其保荐机构涉及的首发企业撤回 IPO 的总数量,用来作为解释变量“撤回数量”(Withdraw)的代理指标,基于上述“IPO 撤回”的两种类型,细分为“总撤回数量”(Withdraw1)和“主动撤回数量”(Withdraw2)。具体计算方式为,上市公司按其保荐机构去匹配在最新公告日 IPO 审核状态中处于“主动撤回”和“被动撤回”的首发企业,将时间窗口选取为“上市前三个月”,从而计算得到公司上市前三个月其保荐机构涉及的撤回 IPO 的总数量,以此构建解释变量“总撤回数量”(Withdraw1)。同理,将 IPO 审核状态中仅处于“主动撤回”状态的数据按上述方法再次构建解释变量,得到“主动撤回数量”(Withdraw2)。

本文实证分析部分的时间窗口均采用“公司上市前三个月”,为了保证本文结果的可靠性,稳健性检验部分还将采用“公司上市前六个月”作为稳健性测试。

4.2.3 券商声誉

在学术界有三种应用最广泛的券商声誉等级的度量方法,即 C-M 法(Carter 和 Manaster, 1990)、J-M 法(Johnson 和 Miller, 1988)和 M-W 法(Meggison 和 Weiss, 1991)。由于中国没有类似 C-M 法中“墓碑公告”形式的券商评价标准,而 M-W 法(也叫市场份额法)原理简单且市场份额占比数据易于获取,得到了学术界的广泛应用。本文也将采用市场份额方法衡量券商声誉,借鉴柳建华(2017)和张学勇(2020)对于券商声誉度量指标的选取,主要是根据 IPO 承销数量和 IPO 承销金额对券商声誉高低进行度量。本文构造了三种券商声誉指标(UW),包括承销数量和承销金额的综合市场份额(UW1)、券商承销数量的市场份额(UW2)和券商承销金额的市场份额(UW3)。

券商承销数量的市场份额(UW2)和券商承销金额的市场份额(UW3)是分别根据公司上市当年券商承销数量和承销金额的市场份额占比进行排名,

前十名为高声誉的券商，其余为低声誉的券商。而承销数量和承销金额的综合市场份额（*UW1*）是根据整个样本期间（2014 年-2021 年）承销数量和承销金额的综合市场份额排名构造的声誉指标。本文采用定性分析和定量分析相结合度量券商声誉等级的代理指标，若券商在整个样本期间承销数量和承销金额中都排名前十，则定义为高声誉券商⁴，若券商仅在其中承销数量或承销金额一项中排名前十也将其定义为高声誉券商。如表 2 和表 3 分别展示了整个样本期间（2014 年-2021 年）券商承销数量、承销金额的市场份额占比以及排名情况。我们可以从表中看出，共计 11 家券商为高声誉券商⁵，则券商声誉 *UW1* 取值为 1，其余券商机构为低声誉券商，*UW1* 取值为 0。考虑到我国券商每年的承销业绩会有一些波动从而造成了排名变化，且单一年度业务量的优异表现并不足以代表在 IPO 市场中的声誉和行业地位，所以本文计算了整个样本期间的券商排名（*UW1*）以排除券商承销业绩在不同年份的动态变化造成的误差。因此本文将不同衡量标准的券商声誉等级（*UW1*、*UW2*、*UW3*）全都纳入考量范围，使得变量设计更全面和具有说服力。

表 2 2014-2021 年券商承销 IPO 数量的市场份额占比及排名情况

券商名称	承销数量	占比 (%)	排名	券商名称	承销数量	占比 (%)	排名
中信证券	209	8.44	1	东方证券	46	1.86	17
中信建投	172	6.95	2	东吴证券	45	1.82	18
海通证券	118	4.77	3	东兴证券	39	1.58	19
国信证券	114	4.61	4	中德证券	31	1.25	20
中金公司	113	4.57	5	华林证券	31	1.25	20
招商证券	112	4.53	6	平安证券	30	1.21	21
广发证券	108	4.36	7	西部证券	28	1.13	22
华泰联合	107	4.32	8	中国银河	26	1.05	23
民生证券	94	3.80	9	浙商证券	24	0.97	24
国金证券	90	3.64	10	长城证券	22	0.89	25
前十占比合计		49.98%		中银国际	21	0.85	26

⁴ 本文之所以对券商声誉采取哑变量而不是连续变量，是因为投资者对两者的反应可能是建立在某些“门槛值”的基础上的，而非连续的，比如市场份额占比为 30%的券商与市场份额占比为 35%的券商在投资者看来可能没有差别，但投资者可能更加关注市场排名是否在前十名。

⁵ 由表 2 和表 3 得到了 11 家券商为高声誉券商，分别为中信证券、中信建投、海通证券、国信证券、中金公司、招商证券、广发证券、华泰联合、民生证券、国金证券、国泰君安。

国泰君安	88	3.56	11	东莞证券	21	0.85	26
安信证券	78	3.15	12	国海证券	19	0.77	27
光大证券	57	2.30	13	华西证券	19	0.77	27
申万宏源	56	2.26	14	东北证券	18	0.73	28
兴业证券	56	2.26	14	中原证券	17	0.69	29
中泰证券	50	2.02	15	西南证券	14	0.57	30
长江证券	48	1.94	16	瑞银证券	14	0.57	30
国元证券	46	1.86	17	前三十占比合计		88.12%	

表 3 2014-2021 年券商承销 IPO 金额的市场份额占比及排名情况

券商名称	承销金额 (亿元)	占比 (%)	排名	券商名称	承销金额 (亿元)	占比 (%)	排名
中金公司	2,508.27	12.38	1	兴业证券	329.85	1.63	16
中信证券	2,379.92	11.74	2	中银国际	277.75	1.37	17
中信建投	2,072.84	10.23	3	东兴证券	271.34	1.34	18
华泰联合	1,181.96	5.83	4	中泰证券	249.86	1.23	19
海通证券	1,173.15	5.79	5	瑞银证券	246.01	1.21	20
招商证券	847.00	4.18	6	长江证券	245.93	1.21	21
国泰君安	815.86	4.03	7	国元证券	232.62	1.15	22
国信证券	732.79	3.62	8	中国银河	231.42	1.14	23
广发证券	604.20	2.98	9	平安证券	220.05	1.09	24
国金证券	564.89	2.79	10	东吴证券	211.07	1.04	25
前十占比合计		63.56%		华林证券	171.05	0.84	26
安信证券	470.68	2.32	11	西部证券	158.28	0.78	27
民生证券	457.47	2.26	12	浙商证券	128.85	0.64	28
光大证券	423.37	2.09	13	华西证券	120.95	0.60	29
申万宏源	392.61	1.94	14	东莞证券	116.78	0.58	30
东方证券	339.55	1.68	15	前三十占比合计		89.68%	

4.2.4 冷热市场

目前大部分学者利用 IPO 发行数量和平均 IPO 抑价率作为冷热市场的度量指标，因为学术界没有明确市场冷热程度具体的划分标准，因此本文的冷热市场变量采取的是连续变量。本文参考汪昌云和武佳薇（2015）、魏志华等（2019）对冷热市场的度量方法，首先计算出每家公司上市前一个月市场上的 IPO 总数，再将该 IPO 总数加 1 后取对数，将其定义为冷热市场 *Hot*。若

该公司上市前一个月市场上 IPO 数量越多，说明处于较热的市场环境，若该公司上市前一个月市场上 IPO 数量很少，说明外部市场环境较冷。

4.2.5 控制变量

本文参考赵岩和孙文琛（2016）、魏志华等（2019）和张学勇等（2020）对 IPO 抑价率的研究，选取了 11 个控制变量用来控制公司基本面性质和 IPO 特征，具体的计算方法如表 4 所示。

公司规模 (Size)：公司的资产规模越大，与该公司相关的公开信息越多，因此信息透明度更高。本文预期公司规模大小与 IPO 抑价率呈负相关。

负债水平 (Leverage)：负债水平即资产负债率，反映一家公司的长期偿债能力和整体经营风险，负债水平越高的公司，经营风险越大。负债水平越高的公司通过压低发行价格提高 IPO 首日回报率，从而对投资者承担较大经营风险的补偿。本文预期负债水平与 IPO 抑价呈正相关。

盈利能力 (Roa)：盈利能力即总资产回报率，一般而言，公司的盈利能力与经营风险负相关。因此资产回报率越高的公司其新股发行价格较高，降低了 IPO 抑价。本文预期盈利能力与 IPO 抑价负相关。

经营年限 (Age)：公司经营年限越久，与该公司相关的公开信息越多，相比于成立时间较短的公司而言信息不对称程度更低。本文预期经营年限与 IPO 抑价率呈负相关。

发行市盈率 (IPOpe)：通常认为发行市盈率高的股票向市场传递出公司盈利能力强、未来成长快的积极信号，因此公司会制定较高的市盈率吸引投资者，使得在新股上市首日市盈率高的股票受到追捧。

募资额 (IPOsize)：募资额越大说明发行价格和发行数量越大。募资额低的股票一般是发行价低、发行量小的“小盘股”，投资者容易用较少的资金成本撬动股价，从而为投资者炒作提供了契机。

中签率 (Lottery)：衡量市场上投资者对新股的需求是否旺盛。中签率越低表明投资者对该新股的需求大，IPO 首日收盘价被抬高，则 IPO 抑价水平越高。本文预期中签率与 IPO 抑价呈负相关。

承销费用率 (Fee)：总承销费用占实际募集资金规模的比例。

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/705221120144011100>