

# 投资银行声誉机制有效性<sup>\*</sup>

——执业质量与市场份额双重视角的研究

徐浩萍 罗 炜

**内容提要:** 本文从“事后的”IPO 折价、投行市场份额的增长和发行公司质量等多个角度检验了中国投资银行声誉机制的有效性。和以往的研究不同,本文从市场份额和执业质量两个维度衡量投资银行声誉。其中,投行执业质量用投行承销的 IPO 公司会计业绩“变脸”率来衡量。研究结果显示,尽管单纯考虑市场份额或执业质量时,这些变量对 IPO 发行折价均无显著影响,但若同时将两者纳入分析框架,并考虑其交互作用,投行声誉的作用就能显著表现出来:市场份额高且执业质量好的投行可以显著降低 IPO 发行折价,并且能够在未来获得更多数量以及更高质量的上市公司认可。

**关键词:** 声誉 市场占有率 执业质量 IPO 折价

## 一、引 言

从 1992 年至今,中国证券发行监管的一个重要趋势是市场化,即逐渐用市场主体的判断代替行政主体的判断,用市场主体自发行代替行政主体的干预。例如,2001 年以前政府对新股发行的监管是审核制与额度指标制的结合,即由中央政府统筹规划后向地方政府和各行业主管部门分配企业公开发行的额度或指标,再由地方政府或行业主管部门向证监会推荐可以公开发行股票的公司。2001 年新股发行制度发生了重大变化,推荐上市公司的责任由政府部门转向投资银行(简称投行),而证监会的责任是向投行分配发行“通道”,以及对发行文件和过程进行程序性审核,即核准制与通道制的结合。2005 年,新股监管又向市场化的方向跨出一大步,开始实行核准制下的保荐制,放松对投行承销新股家数的管制,同时更紧密地将公开发行公司质量与投行从业人员职业生涯联系在一起。2006 年,证监会在新出台的《上市公司证券发行管理办法》中进一步强调了加强市场中介机构的责任。

然而,正如 Shleifer(1998)指出的,在市场化进程中市场主体有可能以牺牲质量为代价追求“恶性”的效率。作为发行市场中介机构的核心,投行可能为了追求短期收入或市场份额,在策划发行方案时协同不符合上市条件的公司做假欺骗投资者,导致社会福利下降,偏离优化资源配置的根本目标。遏制市场主体这种不良行为的重要机制是声誉。当存在健全声誉机制时,投行会以追求长期可持续利益为目标,谨慎地选择优质顾客,以维护自己在投资者心目中的声誉。因此,声誉机制是否完善在很大程度上决定了市场主体取代政府直接干预完成社会目标的可行性,换句话说,我国新股发行市场能否有效地引导资源合理配置,与投行声誉市场发展程度密切相关。

<sup>\*</sup> 徐浩萍,复旦大学管理学院,邮政编码:200433,电子信箱:haopingxu@fudan.edu.cn;罗炜,北京大学光华管理学院,邮政编码:100871,电子信箱:luowei@gsm.pku.edu.cn。作者感谢国家自然科学基金(70603001)、复旦大学管理学院青年科研基金以及复旦大学青年科学基金对本研究的支持。作者感谢复旦大学洪剑峭教授、吕长江教授和方军雄博士的建设性意见;感谢“第一届五校会计青年学者论坛”与会者的中肯评论和建议;最后还要特别感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

本文从执业质量和市场份额两个方面评价投行声誉,为我国投行声誉机制的有效性提供了一定的证据。

本文行文安排如下:第二部分是投行声誉的理论背景和文献回顾;第三部分提出研究假设,第四部分报告研究设计和样本,第五部分是实证检验的结果,最后是研究结论、研究局限和启示。

## 二、文献回顾

国外各项研究表明投资银行在新股发行市场扮演重要角色。作为中介机构,投行对新发股票质量有鉴证作用,能一定程度上解决新股发行市场上的“柠檬问题”(Akerlof, 1970)。投行声誉来自于它向上市公司和投资者提供的服务。Carter 和 Manaster(1990)将投行声誉定义为降低投资者对公司价值判断分散度的能力,声誉好的投行有助于提高投资者对发行公司价值判断的一致性,降低发行公司风险,提高发行价格。具体来说,就是投行声誉可以减少新股发行时的发行折价。Balvers et al.(1988), Carter 和 Monaster(1990), Michaely 和 Shaw(1994)等众多实证研究为之提供了证据。

除了鉴证作用外,投行声誉还意味着它有能力向发行公司提供监督服务,即它可以利用自己的专业能力帮助上市公司改善公司治理,更好地监督和评价管理者,从而降低企业的代理成本。Hanson 和 Torregrosa(1992)考查了股权再融资中的投行承销费,发现除了销售股票之外,投行还能因其在公司治理方面的贡献而获得溢价。Carter et al.(1998)检查了 IPO 公司长期股票回报和投行声誉之间的关系。和预期一致,他们发现声誉好的投行主承销的 IPO 项目长期回报好于其它公司。Jain 和 Kini(1999)研究了美国 1976—1990 年 IPO 公司发行后三年的经营业绩,发现投行声誉确实和经营业绩指标之间存在显著的正相关关系,他们认为这是投行监督功能发挥作用的结果。

在我国,对投行声誉的研究主要集中在首次公开发行(IPO)过程中市场对投行声誉的短期价格反应方面,如田嘉、占卫华(2000)、陈海明、李东(2003)以及俞颖(2005)对不同期间投行声誉与 IPO 折价之间关系进行的研究。研究结果与西方理论有很大的差异:除了俞颖(2005)发现核准制下投行声誉和新股发行折价负相关之外,其余的研究结果都没有体现出与西方理论一致的显著关系,有时甚至得出的是相反的结论。另外,刘江会(2004)对我国承销商声誉与承销服务费用之间的关系进行了研究,其研究表明,尽管两者显示了正相关关系,但不显著。徐浩萍、戴晓娟(2005)对投行市场份额与发行公司配股后长期业绩的研究也没有发现显著的相关关系。金晓斌等(2003)按照投行的市场份额分组,大投行承销业务的新股发行折价比中小投行大(南方证券除外),但在控制了相关变量的回归检验中,投行声誉与新股发行折价之间关系不显著。同时,该研究还发现,1996—1999 年投行声誉与发行公司上市后三年的资产回报率之间没有显著联系,而 1999 年以后正相关关系趋向于显著,但不稳定。总之,从国内现有的研究结论来看,并未找到充分证据说明中国投行声誉机制有效发挥作用。

对于以投行声誉为主题的实证研究,面临的关键问题是如何度量声誉。现有文献中,衡量投行声誉主要有以下几种方式:

(1)IPO 时发布的墓碑公告(tombstone)<sup>①</sup>中承销商排名,Carter 和 Manaster(1990)根据该排名为投行打分作为声誉代理变量,这也是国外文献中使用较多的衡量投行声誉的方法。但我国不存在所谓的墓碑公告;

(2)市场份额排名,这是我国相关研究中普遍使用的代理变量。本文后面将说明,在中国特殊的制度背景下,投行市场份额的扩大并不一定意味着执业质量的提高,而含有较多的噪音,因此单独使用市场占有率不足以反映投行的声誉;

<sup>①</sup> 墓碑公告是发行新股时构成承销团的投行清单。

(3) 投行所在证券公司的排名, 例如吴淑琨等(2005)使用长江证券对券商的排名衡量投行声誉。但在我国投行只是证券公司的一个部门, 投行的声誉不见得与证券公司的声誉一致。此外, 即使投行的声誉与证券公司的声誉一致, 现在我国也没有权威的、公认的券商排名。

在上述研究基础上, 本文试图在以下两方面有所创新:

第一, 本研究从执业质量和市场份额两方面评价声誉, 克服以往相关研究中单一维度衡量声誉的缺陷。在构造执业质量的代理变量时, 紧密联系中国资本市场的特殊现象, 使用了“变脸率”指标, 使之更能反映中国资本市场的实践。

第二, 声誉作为一项特殊资产, 在建立和产生“效益”之间往往存在一定的时滞。为了适应这一特点, 本研究采用了两个时期的样本, 用声誉建立期的样本计算声誉指标, 用声誉检验期的样本检验声誉有效性, 这样可以体现出声誉机制的动态效果。

### 三、研究假设

在新股发行的情境中, 投资者和发行公司是股票的买方和卖方, 它们之间存在着严重的信息不对称。Titman 和 Trueman(1986)指出, 第三方中介机构可以为发行公司披露信息的准确性提供某种保障, 而这种“保障”会影响到市场投资者对股票价值的衡量。在声誉机制有效的情况下, 业绩预期好的公司管理者为了提高信息的准确性, 愿意付出相对较高的代价, 聘请声誉好的中介机构参与到公司新股发行过程中, 因为他们相信这些中介机构会向市场投资者传递正面的、积极的信号。而那些有较差业绩预期的公司则不愿意支付较高成本聘请声誉好的中介机构, 因为一方面, 这些机构揭示的真实信息可能向市场传递关于公司价值的负面信号; 另一方面, 声誉好的中介机构不容易被发行公司“收买”。故而投资者、发行公司和中介机构三方博弈最终形成的均衡是: 经营业绩好的公司会聘请声誉好的中介机构, 而投资者可以通过中介机构的声誉来推断发行公司未来业绩的优劣。

在投行鉴证职能的理论框架下, 投行声誉的需求来自于投资者和发行公司之间的信息不对称, 而发行公司为了减少信息不对称带来的价格折扣, 需要选择投资者认可的投行为之提供鉴证服务。学术界普遍接受的对 IPO 新股发行折价的解释是基于发行人与认购人之间或不同信息类型的投资者之间信息不对称理论。所谓“折价”是信息优势方为了吸引信息劣势方的参与而对其做出的补偿, 这无疑是公司融资成本的一部分。投行声誉作为一种信号, 可以降低发行人和投资者之间信息不对称的程度, 帮助发行人获得投资者的认可, 从而降低新股发行折价。因此, 能否帮助发行公司降低发行价格折扣就成为投行声誉有效性的直接体现。

投资者对投行声誉的评价来自于他们对投行历史行为的观察, 由此获得的信息可以解构为质与量两个方面——执业质量和市场份额。投行如果能在以往承销的 IPO 项目中真实地传递发行公司的经营业绩和发展潜力等信息, 那么其执业质量就高。在成熟的市场经济中, 执业质量提高会给投行的业务量带来积极的影响, 因为发行公司总是愿意选择那些能帮助他们降低发行成本的投行, 而发行成本的降低程度又受到投行执业质量的影响, 因此执业质量高的投行会得到发行公司的认可, 市场份额扩大。在投资者看来, 投行市场份额的扩大验证了发行公司的认可, 因此强化了投资者从执业质量信息中获得的对之声誉的判断。这样, 执业质量和市场份额之间具有高度相关性, 在投资者评价投行声誉时两者可以互相替代。

然而, 与成熟的市场经济不同的是, 在我国转型经济市场背景下, 虽然执业质量也可能推动市场份额的增长, 但市场份额的增长不仅仅来自于执业质量的提高。这是因为在我国的证券市场上, 政府对公司决策具有相当显著的影响力。具有雄厚政府背景的投行可以借助其政治关系获得客户, 而发行公司为了通过证监会的发行审批, 也有动机根据投行的政府背景(而不是执业质量)选择主承销商以求其在政治寻租方面给予帮助, 这些因素都可能造成投行执业质量和市场份额两方面

的脱节。因此对于中国证券市场投资者来说,投行市场份额是一个有噪音的声誉信号,还需要有其它信息对之加以澄清。

另一方面,仅有执业质量信息也不能构成投资者对投行声誉的判断,因为它们不能反映投行执业质量的可持续性。例如仅做过一次 IPO 承销项目的投行,即使所表现的执业质量很高,投资者也会质疑这可能是偶然运气造成的,而不是战略选择的结果。为了获得执业质量可持续性的信息,投资者必须同时将市场份额纳入声誉评价框架。因此,我们在考察投行声誉有效性时,仅仅考虑单一因素——市场份额或执业质量——是不够的,必须对两者进行综合考量。

另外,声誉机制发挥作用是一个动态的过程。投行现在对声誉的投资,是为了在未来获得回报。而市场今天对其声誉的认可,也依据投行昨天的表现,也就是说,建立声誉和声誉发挥作用之间有一段时滞。如果我们将声誉建立时期称为“事前”,将声誉发挥作用时期称为“事后”,那么待检验的第一个研究假设为:

假设 1: 在“事前”市场份额相同的情况下,若投行“事前”执业质量越高,则“事后”其承销的 IPO 项目发行折价越小;在“事前”执业质量相同的情况下,若投行“事前”市场份额越高,则“事后”承销的 IPO 项目发行折价越小。

执业质量和市场份额不但各自对声誉有效性产生影响,而且还交互地发生作用。如果执业质量和市场份额的变化方向是一致的,声誉的效应会因为两者之间互相配合而叠加,反之,则互相否定。也就是说,执业质量高的投行,每提高一些市场份额,投资者对之的评价会更高,表现为更小的 IPO 折价,因为投资者会认为市场份额的扩大是执业质量高的结果。反之,对于执业质量较低的投行,即使市场份额扩大,投资者至少会部分地将之归因于政治背景或政治寻租能力等因素,而这些因素都与投行传递发行公司真实信息的能力无关,故而市场份额扩大对 IPO 折价的影响也就比较弱。因此,市场份额对发行折价的影响要取决于执业质量。同理,执业质量对发行折价的影响也要取决于市场份额。于是我们得到第二个研究假设:

假设 2: 投行“事前”承销 IPO 项目的执业质量和“事前”IPO 市场份额交互地作用于“事后”其承销的 IPO 项目发行折价。执业质量较高的投行,市场份额扩大对 IPO 折价的抑减作用较大;执业质量较低的投行,市场份额扩大对 IPO 折价的抑减作用较小。同样地,市场份额也会影响执业质量和 IPO 折价之间的关系。

进一步地,我们可以根据执业质量和市场份额的交互作用,将投行分为四类。

第 I 类投行执业质量和市场份额之间是优势的叠加,声誉最好;第 IV 类投行执业质量和市场份额之间是劣势的叠加,声誉最差;第 II 和 III 类投行两个因素之间相互抵减,声誉介于第 I 和第 IV 类投行之间。据此,得到研究假设 3:

第 I 类: 高执业质量 高市场份额	第 II 类: 低执业质量 高市场份额
第 III 类: 高执业质量 低市场份额	第 IV 类: 低执业质量 低市场份额

图 1 依据执业质量和市场份额对投行进行分类

假设 3: 按照执业质量和市场份额对投行分类,第 I 类投行(高执业质量,高市场份额)“事后”承销 IPO 发行折价低于第 IV 类投行(低执业质量,低市场份额)。

为了进一步检验投行声誉的有效性,除了 IPO 折价外,我们还采用了其他衡量投行声誉有效性的方法作为补充,包括:

(1) 投行“事后”市场份额的增长。投行对声誉投资是为了未来可持续的发展,在声誉机制有效的情况下,良好的声誉应该有助于投行在未来获得更多发行公司的认同,提高以后的市场份额。因此,我们可以通过比较“事前”、“事后”市场份额的变化考察声誉机制的有效性。

(2) 投行“事后”承销公司质量的变化。在声誉机制有效的情况下,发行公司、投行和投资者之

间的博弈应该产生这样的均衡: 高质量的发行公司宁愿多支付承销费, 也会选择声誉好的投行合作, 向市场传递本公司质量的信号, 并以此降低融资成本; 低质量的发行公司则不愿承担过高的成本, 因此不会聘请声誉较好投行。因而投行声誉越好, “事后”承销的公司质量越高。

## 四、研究设计及样本

### (一) 变量定义

本研究采用 IPO 新股发行折价来衡量声誉机制有效性。Discount 为声誉检验期 IPO 样本发行折价, 即上市后第一天收盘价与新股发行价之差除以新股发行价。需要说明的是, 由于我国的新股发行市盈率上限受到政府管制, 因此新股发行价格不能完全反映市场的供求关系, 但是我们在这里关注的并不是新股发行价格的绝对值, 而是样本的横截面差异。如果声誉机制有效, 那么在控制了行业、市场等因素后, 投行声誉应该是解释发行折价的横截面差异的一个因素。

对于投行市场份额, 使用投行承销 IPO 家数衡量。声誉建立期 IPO 市场承销家数排名前十位的投行, 市场份额变量(MKTSHARE<sup>①</sup>)取值为 1; 排名在十名之外的投行, 市场份额变量取值为 0。

关于执业质量, 我们结合中国资本市场的特殊背景, 设计了投行承销新股“变脸率”指标。所谓“变脸”是指上市公司在发行股票后较短时间内, 经营业绩较发行前发生幅度较大的逆转, 从而使得投资者产生上当受骗的感觉。在政府监管机构眼里, “变脸”亦是令其深恶痛绝的现象, 中国证监会 2002 年公布的《主承销商执业质量考核暂行办法》中就把业绩“变脸”作为扣分幅度最大的项目。显然, 发行前的财务包装是“变脸”的主因。作为整个发行计划的总策划人, 投行按照证监会的要求必须在发行前对公司进行尽职调查和辅导, 因此投行应该有能力、有责任识别财务包装的程度。我们定义 IPO 当年及其后两年净利润额较 IPO 前一年下降 30% 以上的发行公司为“变脸”公司, 将投行主承销的“变脸”公司数量与其同时期所主承销的全部 IPO 公司数量之比定义为“变脸率”。作为衡量投行执业质量的代理变量, 变脸率越低, 投行的执业质量越好。后面的回归中我们设置变脸率哑变量(CHF), 如果声誉建立期主承销商的“变脸”率大于零, 则 CHF 取值为 1; 若主承销商的变脸率等于零, 则 CHF 取值为 0。

### (二) 回归模型

我们建立以下模型对声誉检验期 IPO 折价进行回归:

$$\text{Discount} = b_0 + \sum b_i \times \text{投行声誉变量} + \sum b_j \times \text{控制变量}$$

Discount 为被解释变量。投行声誉变量包括: 市场份额哑变量(MKTSHARE), 变脸率哑变量(CHF)及市场份额和变脸率的交互变量(CHF×MKTSHARE)。

控制变量包括以下几个方面:

发行规模: Carter and Manaster (1990), Christy et al. (1996) 等研究都发现发行规模和 IPO 折价之间具有显著的负相关关系, 本文用发行股份数的自然对数衡量发行规模;

发行公司质量与风险: Carter and Manaster (1990) 指出公司风险越大, IPO 发行折价越大。公司的风险同公司的质量(如盈利能力)密切相关, 本文用发行前一年净资产收益率控制公司质量, 用股份公司成立到发行的年数控制公司风险因素;

注册会计师声誉: 理论上注册会计师同投行一样, 都可以为发行公司提供鉴证服务, 其声誉都

<sup>①</sup> 我们之所以对市场份额和变脸率采取哑变量而不是连续变量, 是因为: (1) 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, 比如市场占有率为 20% 的投行与市场占有率为 23% 的投行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; (2) 在声誉检验期同一个投行可能会承销多个上市公司并且数量会不等, 如果用连续变量, 在发行折价的回归模型估计时会产生不均衡的影响。

可以降低发行折价, 本文用是否国际“四大”会计师事务所衡量注册会计师声誉;  
除此以外, 纳入回归的控制变量还包括相应期间的市场收益率以及行业、年度哑变量。

(三) 样本与数据

我们选取 1998—1999 年为声誉建立期<sup>①</sup>, 收集到这一时期 IPO 公司 (A 股) 样本 194 例 (1998 年 102 例, 1999 年 92 例), 涉及的主承销商共 48 家, 该时期市场份额前 10 名的投行见表 1, 承销家数占 IPO 总家数的 60.31%, 其中国泰君安<sup>②</sup>、广发证券和国信证券分列前三名, 承销家数分别占 IPO 市场的 18.04%、7.73% 和 6.19%。根据前文的定义, 净利润下降幅度超过 30% 的公司为“变脸”公司。从表 1 看出, 样本中 IPO 当年“变脸”的样本 12 例, 占样本比例的 6.18%, IPO 后一年处于“变脸”状态的样本 22 例, 样本比例为 11.34%, IPO 后第二年处于“变脸”状态的样本 45 例, 比例为 23.20%, IPO 当年及其以后两年, “变脸”公司合计 51 家, 样本比例为 26.29%。我们用各投行承销的变脸公司家数除以其承销总家数, 得到各投行承销的“变脸率”指标。48 家投行中

表 1 1998—1999 年 IPO 业务承销家数位于前十名投行的市场占有率统计

投行	1998 年	1999 年	合计	占 IPO 市场比例
国泰君安	23	12	35	18.04%
广发证券	8	7	15	7.73%
国信证券	8	4	12	6.19%
中信证券	4	6	10	5.15%
申银万国	6	4	10	5.15%
海通证券	1	8	9	4.64%
华夏证券	3	5	8	4.12%
南方证券	3	4	7	3.62%
湘财证券	4	2	6	3.09%
光大证券	2	3	5	2.58%
合计	62	55	117	60.31%

变脸率在 50% 以上的投行 7 家, 变脸率在 20%—50% 之间 (含 20%、50%) 的 13 家, 变脸率在 20% 以下且大于 0 的 2 家, 变脸率为 0 的投行 26 家。

另外, 我们选取 2002—2004 年为声誉检验期, 这一期间 A 股发行 IPO 公司共 227 家, 从中剔除由 1999 年后成立或具有承销资格的投行 (这部分投行没有声誉建立期的数据) 主承销的公司 94 家, 数据不全公司 1 家, 得到有效样本 132 例, 其中涉及的主承销商共 28 家, 为声誉建立期投行样本的子集。按照投行变脸率中位数 20% 和市场份额是否排在前 10 名对声誉检验期的 28 家投行进行分类, 得到市场份额为前 10 名且变脸率小于 20% 的是 3 家, 分别是湘财证券、国信证券和光大证券, 其承销的公司共 18 家; 市场份额位于 10 名之后且变量率小于 20% 的是 11 家, 其承销的公司 34 家; 市场份额位于 10 名之内且变脸率大于等于 20% 的投行 7 家, 其承销的公司 43 家; 有 7 家投行市场份额位于 10 名之外且变脸率大于等于 20%, 其承销的公司为 36 家。

五、实证检验结果

1. 市场份额、执业质量及其交互作用

表 3 报告了变量之间 Pearson 相关系数。IPO 发行折价与市场份额、执业质量都没有显著的相关关系。市场份额与变脸率哑变量有正的、显著的相关系数 0.405。从样本总体看, 中国投行市场份额同执业质量之间呈现出一定程度的背离, 说明投行的高市场份额并不意味着高执业质量, 两个方面不能相互替代, 必须同时考虑。

表 4 的多元回归检验了声誉建立期的市场份额和执业质量对声誉检验期 IPO 折价的影响。为

① 由于我们计算变脸率指标需要 IPO 后两年的会计数据, 所以在计算声誉变量时运用的数据延续到 2001 年, 正好与声誉检验期 2002—2004 年相接。  
② 国泰君安在 1999 年是由国泰和君安两家公司合并而成, 我们统计市场占有率时将它们视为一家公司。

了印证同时考虑两个变量的必要性,我们首先分别用市场份额哑变量和变脸率哑变量对 IPO 折价进行回归,见表 4 的模型 1 和模型 2。从回归结果可知,发行规模与 IPO 折价之间有显著的负相关关系,而市场份额和变脸率的系数都不显著,这表明无论是市场份额还是变脸率,单一维度的变量都不足以衡量声誉的作用。模型 3 将两个哑变量同时纳入模型,这时市场份额与 IPO 折价呈现出

表 2 1998—1999 年 IPO 公司中业绩“变脸”公司比例的描述性统计

净利润下降幅度	1998 年 IPO 公司		1999 年 IPO 公司		合计	
	样本数	样本比例	样本数	样本比例	样本数	样本比例
IPO 当年						
下降 30%—50%	3	5.89%	5	4.90%	8	4.12%
下降 50%—100%	2	0.98%	2	1.96%	4	2.06%
亏损	0	0	0	0	0	0
小 计	5	6.78%	7	6.86%	12	6.18%
IPO 后第一年						
下降 30%—50%	1	0.98%	7	6.86%	8	4.12%
下降 50%—100%	4	3.92%	7	6.86%	11	5.67%
亏损	1	0.98%	2	1.96%	3	1.55%
小 计	6	5.88%	16	15.68%	22	11.34%
IPO 后第二年						
下降 30%—50%	4	3.92%	10	9.80%	14	7.22%
下降 50%—100%	4	3.92%	12	11.76%	16	8.25%
亏损	6	5.88%	9	8.82%	15	7.73%
小 计	14	13.73%	31	30.38%	45	23.20%
“变脸”公司家数 <sup>a</sup>	17	16.67%	34	36.96%	51	26.29%

注:“变脸”公司家数一栏并非该列各年“小计”数之和,其中需剔除因利润连年大幅下降而在各年小计中重复计算的样本。

表 3 变量之间 pearson 相关系数

	DISCOUNT	MKTSHARE	CHF	AUD	ROE	LNOFFER	HISTORY	MKTR
DISCOUNT	1.00	-0.128	-0.013	-0.018	-0.087	-0.091	0.035	-0.021
MKTSHARE		1.00	0.405***	0.000	0.047	0.028	-0.139	-0.029
CHF			1.00	0.117	-0.031	0.234***	-0.058	0.175**
AUD				1.00	-0.030	0.480***	-0.143	0.000
ROE					1.00	-0.302***	-0.070	0.118
LNOFFER						1.00	-0.143	-0.025
HISTORY							1.00	-0.139
MKTR								1.00

注: \*表示显著性水平为 10%, \*\*表示显著性水平为 5%, \*\*\*表示显著性水平为 1%。DISCOUNT 为 IPO 发行折价。MKTSHARE=1, 当主承销商为在声誉建立期 IPO 市场承销家数排名前十位的投行; 取值为 0, 其它。CHF=1, 当主承销商在声誉建立期承销 IPO 公司的“变脸”率大于 0%; 取值为 0, “变脸”率等于 0%。AUD 取值为 1, 如果样本 IPO 审计是由国际“四大”事务所完成; 取值为 0, 其它。ROE 为 IPO 公司发行前一年的净资产收益率; OFFER 为 IPO 公开发行股份数; HISTORY 为 IPO 公司从成立到发行前的年份; MKTR 为 IPO 公司招股开始日到上市日对应的市场收益。

表 4 2002—2004 年 IPO 市场投行声誉有效性的回归检验

	模型 1	模型 2	模型 3		模型 4
	Coefficient (T value)	Coefficient (T value)	Coefficient (T value)	VIF	Coefficient (T value)
Constant	8 159 ** (2 402)	8 682 ** (2 559)	9 373 *** (2 765)		9 393 *** (2 898)
MKTSHARE	- 0 209 (- 0 851)		- 0 450 * (- 1 687)	1 351	- 2 010 *** (- 3 808)
CHF		0 433 (1 577)	0 645 * (2 151)	1 478	0 073 (0 220)
CHF *MKTSHARE					2 022 *** (3 376)
AUD	0 369 (0 775)	0 396 (0 836)	0 395 (0 841)	1 505	0 339 (0 756)
ROE	- 1 306 (- 1 010)	- 1 339 (- 1 043)	- 1 264 (- 0 993)	1 303	- 1 528 (- 1 252)
LNOFFER	- 0 352 * (- 1 891)	- 0 402 ** (- 2 141)	- 0 435 ** (- 2 327)	2 419	- 0 418 ** (- 2 334)
HISTORY	- 0 010 (- 0 216)	- 0 005 (- 0 115)	- 0 017 (- 0 361)	1 292	- 0 018 (- 0 404)
MKTR	0 440 (0 173)	- 0 070 (- 0 027)	- 0 609 (- 0 239)	1 133	0 076 (0 031)
INDUSTRY	✓	✓	✓		✓
YEAR	✓	✓	✓		✓
ADJ-R2	11. 8%	13. 1%	14. 5%		21. 8%
F 值	1. 962 ***	2 090 ***	2 163 ***		2 817 ***

注：被解释变量为 IPO 发行折价；系数下方括号内为 t 值，基于双尾检验，\*\*\* 在 1% 的水平下显著，\*\* 在 5% 的水平下显著，\* 在 10% 的水平下显著。解释变量分别为：MKTSHARE=1，当主承销商为在声誉建立期 IPO 市场承销家数排名前十位的投行；取值为 0，其它。CHF=1，当主承销商在声誉建立期承销 IPO 公司的“变脸”率大于 0%；取值为 0，“变脸”率等于 0%。CHF \* MKTSHARE 是市场占有率和变脸率的交互变量。AUD 取值为 1，如果样本 IPO 审计是由国际“四大”事务所完成；取值为 0，其它。ROE 为 IPO 公司发行前一年的净资产收益率，OFFER 为 IPO 公开发行股份数；HISTORY 为 IPO 公司从成立到发行前的年份；MKTR 为 IPO 公司招股开始日到上市日对应的市场收益。INDUSTRY 为行业哑变量，YEAR 为发行年度哑变量。

10%显著水平下的负相关关系，而变脸率则与 IPO 折价在 10%的显著性水平下正相关。平均说来，如果其它条件相同，有过承销变脸“污点”记录的投行承销的 IPO 折价会比没有该记录的投行高 64. 5%（见表 4 模型 3 的 CHF 系数）。其它条件相同，在声誉建立期 IPO 市场承销家数排名前十位的投行承销的 IPO 折价会比排名十位之后的投行低 45%（见表 4 模型 3 的 MKTSHARE 系数），说明执业质量和市场占有率对 IPO 折价都有抑制作用，这为研究假设 1 成立提供了一定的支持。模型中各个变量的 VIF 值都小于经验阈值 3，表明模型不存在严重的多重共线性问题。模型 3 的调整后 R<sup>2</sup> 是 14. 5%。

为了说明市场份额（执业质量）对执业质量（市场份额）与 IPO 折价之间关系的影响，模型 4 在模型 3 的基础上加入两者的交互变量。此时市场份额与 IPO 折价的反向关系变得更显著，显著水平从模型 3 的 10%变为 1%以下。市场份额越高，IPO 折价就越少。变脸率与 IPO 折价的正向关系变得不再显著。但是，市场份额和变脸率的交互变量拥有正的相关系数 2. 022，在 1%水平下显著。这说明对于没有过承销变脸公司“污点”记录的投行（即执业质量好的投行），市场份额提高，IPO 折



价会减少(系数为-2.010);而对于有“污点”记录的投行(即执业质量差的投行),市场份额提高,IPO 折价不但不会减少反而可能增加(系数变为 2.022-2.010=0.012)。同时模型 4 还表明,对于市场份额低的投行,有变脸“污点”记录不会对 IPO 折价有显著的作用(系数为 0.073,不显著)。但是对于市场份额高的投行,有变脸“污点”记录会使得 IPO 折价增加(系数为 2.022,在 1%水平下显著)。这些结果完全符合研究假设 2 对市场份额和执业质量交互作用的预测。模型 4 的调整后 R<sup>2</sup> 是 21.8%,整个模型的解释力与模型 3 相比增加了 50%。

2. 投行的分类

为了进一步检验市场份额和执业质量的交互作用,我们以声誉检验期样本所涉及的 28 家投行的变脸率中位数 20%,<sup>①</sup> 以及市场份额是否在前 10 名为标准,将投行划分为四类:第 I 类投行为高市场份额及高执业质量,即声誉建立期市场份额排在 10 名之前,且变脸率小于 20%;第 II 类投行为高市场份额及低执业质量,即市场份额排在 10 名之前,且变脸率大于等于 20%;第 III 类投行为低市场份额及高执业质量,即市场份额排在 10 名之后,且变脸率小于 20%;第 IV 类投行为低市场份额及低执业质量,即市场份额排在 10 名之后,且变脸率大于等于 20%。

假设 3 提出第 I 类投行“事后”承销 IPO 发行折价低于第 IV 类投行。各类投行在声誉检验期承销的 IPO 折价见表 5。第 I 类投行承销的 IPO 公司,发行折价最低,均值为 15.7%;第 II 类投行承销的公司 IPO 发行折价最高,均值为 136.95%;<sup>②</sup> 第 III 类投行承销 IPO 公司发行折价为 89.20%,而第 IV 类投行承销 IPO 公司发行折价为 90.82%。第 I 类投行的声誉最好,与其它类别投行相比,承销公司的 IPO 折价均值较低,但 t 检验和非参数的 Wilcoxon 检验均不显著<sup>③</sup> (在 10%的水平下),说明可能需要进一步控制影响 IPO 折价的其它因素。我们注意到,第 IV 类投行的 IPO 折价均值不是最高的,且比第 II 类投行低,尽管均值 t 检验也不显著。在这个简单的均值比较中,没有得到与预期完全一致的显著结果。主要原因除了异常值外,还包括没有控制发行公司风险和质量等特征。声誉差的投行可能具有声誉之外的其它优势,例如政府的扶持,因此未必一定选择质量差的公司,<sup>④</sup> 这样发行公司本身特征向投资者传达的信息会部分地抵消投行声誉造成的不利影响。

表 5 按照主承销投行的声誉类别分组

投行类别	样本量	IPO 发行折价均值	与第 I 类投行比较				与第 IV 类投行比较			
			差异	T 值	P 值	Wilcoxon 检验 Z 值	差异	T 值	P 值	Wilcoxon 检验 Z 值
I	18	0.1570	—	—	—	—	-0.761	-0.956	0.352	-0.294
II	35	1.3695 <sup>a</sup>	1.225	1.571	0.175	0.019	0.461	1.148	0.258	-0.483
III	43	0.8929	0.7459	0.936	0.363	0.854	-0.015	-0.094	0.926	-0.561
IV	36	0.9082	0.7612	0.352	0.352	0.294	—	—	—	—
合计	132	—	—	—	—	—	—	—	—	—

注:如果剔除第 II 类投行承销 IPO 的样本中的一个异常值(股票代码 600415, IPO 折价高达 1365%),则第 II 类投行承销的 IPO 发行折价为 1.019,与第 I、IV 类样本均值比较, t 检验结果仍不显著(显著性水平为 10%)。

① 可以平衡每一类投行的数量。  
② 第 II 类投行承销的 IPO 折价过高一部分原因是异常值造成的。去掉代码为 600415 的样本(IPO 折价为 1365%)后,该类投行承销的 IPO 折价为 1.019。  
③ 我们没有直接检验 IPO 折价这一随机变量是否近似地符合正态分布。  
④ 当然,这在某种程度上破坏了声誉机制的分离均衡,说明我国投行的声誉机制是有缺陷的。

表 6 用声誉建立期投行市场份额和变脸率指标对声誉检验期 IPO 折价进行两因素方差分析。结果显示市场份额排名和“变脸率”交互地对 IPO 折价有显著的影响,  $F = 3.377$  在 10% 水平上显著, 这一交互作用对 IPO 折价方差的解释力(见  $\text{Eta}^2$ )

在表 6 中的多元回归中, 我们用投行分类的哑变量以及控制变量对 IPO 折价进行回归分析。根据市场份额和变脸率大小划分的投行声誉类别设计了三个哑变量  $\text{IBREP}_I$ ,  $\text{IBREP}_{II}$  和  $\text{IBREP}_{III}$ 。 $\text{IBREP}_I$  取值为 1, 如果作为主承销商的投行属于第 I 种类型; 否则取值为 0。 $\text{IBREP}_{II}$  取值为 1, 如果作为主承销商的投行属于第 II 种类型; 否则取值为 0。 $\text{IBREP}_{III}$  取值为 1, 如果作为主承销商的投行属于第 III 种类型; 否则取值为 0。回归结果中第 I、II、III 类投行哑变量的系数都小于零。可见在控制了 IPO 公司特征之后, 第 IV 类投行承销的 IPO 折价是最高的, 而第 I 类投行的 IPO 折价最低, 并且在 5% 水平下显著低于第 IV 类投行。从显著性上看, 承销相同质量的公司, 第 I 类投行承销的 IPO 折价要比第 IV 类投行降低 101.6% (见表中  $\text{IBREP}_I$  的系数), 这些结果都支持研究假设 3。为了进一步检验上述分析结果的可靠性, 我们改变划分投行声誉类型的变脸率指标门槛值, 采用声誉检验期 132 例 IPO 样本主承销商的变脸率中位数 25% 作为执业质量高低的标准, 并用该标准下的投

表 6 2002—2004 年 IPO 市场投行类型与 IPO 折价的回归检验

	变脸率标准为 20%		变脸率标准为 25%	
	Beta(T 值)	VIF	Beta(T 值)	VIF
Constant	9.260 *** (2.681)		8.428 ** (2.420)	
$\text{IBREP}_I$	-1.016 ** (-2.631)	1.338	-0.654 * (-1.794)	1.593
$\text{IBREP}_{II}$	-0.132 (0.404)	1.561	-0.107 (-0.303)	1.757
$\text{IBREP}_{III}$	-0.078 (0.245)	1.525	-0.077 (-0.224)	1.719
AUD	0.396 (0.403)	1.507	0.439 (0.912)	1.516
ROE	-1.4321 (-1.115)	1.308	-1.272 (-0.976)	1.306
LN OFFER	-0.403 ** (-2.136)	2.427	-0.363 * (-1.903)	2.404
HISTORY	-0.013 (-0.280)	1.291	-0.005 (-0.097)	1.295
MKTR	0.345 (0.314)	1.139	-0.247 (-0.094)	1.165
INDUSTRY	✓		✓	
YEAR	✓		✓	
ADJ-R <sup>2</sup>	15.3%		12.5%	
F 值	2.172 ***		1.929 **	

注: 被解释变量是 IPO 折价。系数下方括号内为 t 值, 基于双尾检验, \*\*\* 在 1% 的水平下显著, \*\* 在 5% 的水平下显著, \* 在 10% 的水平下显著。 $\text{IBREP}_I$ ,  $\text{IBREP}_{II}$  和  $\text{IBREP}_{III}$  为投行声誉哑变量,  $\text{IBREP}_I$  取值为 1, 如果作为主承销商的投行属于第 I 种类型; 否则取值为 0。 $\text{IBREP}_{II}$  取值为 1, 如果作为主承销商的投行属于第 II 种类型; 否则取值为 0。 $\text{IBREP}_{III}$  取值为 1, 如果作为主承销商的投行属于第 III 种类型; 否则取值为 0。第 I 类投行是指市场占有率为前 10 名且变脸率小于 20% 的投行; 第 II 类投行是指市场占有率位于 10 名之前且变脸率大于等于 20% 的投行; 第 III 类投行是市场占有率位于 10 名之外且变脸率小于 20% 的投行; 作为基准组的投行是指市场占有率在 10 名之外且变脸率大于等于 20% 的投行。AUD 取值为 1, 如果样本 IPO 审计是由国际“四大”事务所完成; 取值为 0 其它。ROE 为 IPO 公司发行前一年的净资产收益率; OFFER 为 IPO 公开发行股份数; HISTORY 为 IPO 公司从成立到发行前的年份; MKTR 为 IPO 公司招股开始日到上市日对应的市场收益。INDUSTRY 为行业哑变量, YEAR 为发行年度哑变量。本表设定的变脸率标准分别为 20% (投行样本中位数) 和 25% (IPO 样本中位数)。

行类型哑变量进行回归, 见表 6 第三列。此时投行类型哑变量的系数符号没有改变, 第 I 类投行承销的 IPO 公司发行折价在 10% 的水平上显著低于第 IV 类公司。可见, 变脸率门槛值的改变并不改变研究结论。

3. 声誉有效性的进一步检验

(1) 投行声誉与“事后”市场占有率的增长

投行建立声誉的目的是为了追求长期的超额利润, 超额利润实现方式之一就是市场占有率的提高, 因此声誉的建立应该带来“事后”市场占有率的增长。我们以样本涉及的 28 家投行为样本, 比较声誉检验期与声誉建立期的市场占有率。在比较之前, 先了解一下这两个时期 IPO 承销市场结构的改变。在声誉建立期(1998—1999 年), 平均每年参与 IPO 承销的主承销商家数为 37 家, 每年每 1 亿元新股发行涉及的主承销商约是 5 家, 而在声誉检验期(2002—2004 年), 平均每年参与 IPO 承销的主承销商家数为 39 家, 每年每 1 亿元新股发行涉及的主承销商约是 9 家, 1998 年 IPO 承销市场前十大投行的市场份额合计为 70.2%, 2004 年前十大投行市场份额为 47.4%。可见, 在声誉检验期 IPO 承销市场的市场集中度较小, 这意味着某些历史上市场占有率较高的投行市场份额将有所下降。为了控制市场结构变化对研究样本市场占有率增长的影响, 我们主要检验具有类似“事前”市场占有率的投行, 不同变脸率水平对“事后”市场占有率变化的影响。从表 7 看, 由于市场结构变化, 声誉建立期市场占有率在前 10 名的投行, 在声誉检验期市场占有率有所下降。其中变脸率小于 20% 的一组在声誉检验期的市场占有率下降了 0.65%, 经 t 检验与零无显著差异, 而变脸率大于等于 20% 的一组市场占有率下降了 3.57%, 变化率在 10% 的水平下显著小于零; 对于声誉建立期市场占有率排名在 10 名之后的投行, 在声誉检验期市场占有率有所上升, 变脸率小于 20% 的一组在声誉检验期市场占有率上升了 0.52%, 经 t 检验在 10% 的显著水平下大于零, 而变脸率大于等于 20% 的一组市场占有率上升了 0.9%, 与零比较无显著差异。与我们的预期一致, 上述检验结果说明对于市场份额类似的投行, 较高的执业质量或者会赢得“事后”市场占有率的显著增长, 或者可以避免“事后”市场占有率显著下降。

表 7 建立期投行声誉与检验期投行市场占有率

投行市场占有率	变脸率	投行类别	投行数量	1998—1999 年市场占有率均值	2002—2004 年市场占有率均值	市场占有率增长
前 10 名	< 20%	I	3	3.95%	3.29%	-0.65% (-0.530)
	>= 20%	III	7	6.92%	3.35%	-3.57%* (-2.044)
10 名之后	< 20%	II	11	1.03%	1.55%	0.52%* (2.169)
	>= 20%	IV	7	1.33%	2.33%	0.90% (1.575)

注: 市场占有率增长下方括号内为与 0 比较的 t 检验值, \* 在 10% 的水平下显著。第 I 类投行市场占有率为前 10 名, 且变脸率小于 20%; 第 II 类投行市场占有率位于 10 名之前, 且变脸率大于等于 20%; 第 III 类投行市场占有率位于 10 名之外, 且变脸率小于 20%; 第 IV 类投行市场占有率位于 10 名之外, 且变脸率大于等于 20%。

(2) 投行声誉与“事后”发行公司质量

对于声誉好的投行来说, 承销“差”公司破坏声誉将带来较大的成本, 所以这类投行的理性选择

是选择质量高的公司,维持声誉。同时,对于高质量的公司来说,信息不对称带来的融资成本更高,因此更有动机选择声誉好的投行降低信息不对称程度。双向选择的结果意味着声誉好的投行“事后”承销的发行公司质量较高。我们用 IPO 前一年的净资产收益率衡量发行公司质量。从表 8 看出,与声誉建立期比较,四类投行(I、II、III、IV)在声誉检验期承销的 IPO 公司发行前一年净资产收益率均有所下降,具体为:第 I 类下降了 3.97%,第 II 类下降了 3.48%,第 III 类下降了 5.19%,第 IV 类下降了 7.23%。第 I 类投行承销的公司 ROE 下降较少,而第 IV 类投行承销的公司 ROE 下降幅度最大,基本符合我们的预期。

表 8 投行声誉分类与发行公司发行前一年 ROE

主承销 投行分类	声誉建立期(1998—1999)		声誉检验期(2002—2004)		发行前一年 ROE 的增长
	承销家数	发行前一年 ROE 均值	承销家数	发行前一年 ROE 均值	
I	22	25.38%	18	21.41%	-3.97%
II	23	24.78%	35	21.30%	-3.48%
III	92	26.61%	43	21.42%	-5.19%
IV	15	26.86%	36	19.63%	-7.23%
合计	152		132	—	—

六、研究结论、局限与政策启示

本文从 IPO 折价、投行市场占有率的增长和承销公司质量等多个角度检验了中国投资银行声誉机制的有效性。和以往的研究不同,我们从执业质量和市场份额两个维度衡量投资银行声誉。其中,投行执业质量用投行承销的 IPO 公司会计业绩“变脸”率来衡量。研究结果显示,尽管单独考虑市场份额或执业质量时,这些变量对 IPO 发行折价无显著影响,但若同时将两者纳入分析框架,并考虑其交互作用,投行声誉机制就表现出显著的有效性:市场占有率高且执业质量好的投行可以显著降低 IPO 发行折价,并且能够在未来获得更多数量以及更高质量的上市公司的认可。也就是说,只有那些在“质”和“量”方面同时占据优势的投行才更容易获得市场投资者的认同,帮助发行公司降低融资成本。

本文的研究结果显示了在中国证券市场上,投资银行声誉机制在一定程度上显著地发挥作用。这一结论对证券监管部门和投资银行业本身都具有重要参考价值。对于证券监管部门来说,只有在声誉机制发挥作用的情况下,才可能依靠市场主体的自发行为优化资源配置,以投行为代表的市场主体声誉机制的建立,是推行市场化证券监管政策的必要前提。对于投行本身来说,只有声誉有效地发挥作用,才能激励投行管理层投资于执业质量的改进,促进执业质量和市场份额的良性互动,并据此获得长期发展。

本研究局限在于:首先,投行的样本比较少,所涉及的时间跨度也较短,这些因素可能会影响结论的可靠性;其次,我们只是关注了市场份额和执业质量两个维度,其他影响投行声誉的因素可以在以后的研究中进一步探讨;再次,我们在研究中区分了声誉建立期和声誉检验期,然而证券市场对于投行声誉的反应需要多长时间,也是值得深究的;最后,投行面对声誉受损时采取怎样的策略来补救,这会影响到投行未来市场占有率变化和发行公司质量变化。这些问题有待在后续研究中进一步完善。

参考文献

陈海明、李东, 2003:《我国投行声誉假说的实证研究》,《华南金融研究》第5期: 47—50。

金晓斌、吴淑琨、陈代云, 2003:《中国投资银行声誉、IPO 质量分布与发行制度创新》,深圳证券交易所第六届会员单位及基金管理公司优秀成果论文选。

刘江会, 2004:《我国承销商声誉与承销服务费用关系的研究》,《财经研究》第4期: 108—118。

田嘉、占卫华, 2000:《投行的声誉与 IPO 定价偏低关系的实证研究》,《中国社会科学院研究生院学报》第4期: 33—36。

吴淑琨、陈代云, 2005:《IPO 价值信息传递与投资银行金融认证的实证研究》,深圳证券交易所第七届会员单位及基金管理公司优秀成果论文选。

徐浩萍、戴晓娟, 2005:《投资银行声誉与发行公司质量》,第四届中国实证会计国际研讨会论文。

俞颖, 2005:《主承销商声誉与 IPO 抑价关系的实证研究》,《西安电子科技大学学报(社会科学版)》第3期, Vol15 No. 1: 50—54。

Akerlof, G. A., 1970, “The Market for Lemons: Quality, Uncertainty, and the Market Mechanism”, *Quarterly Journal of Economics* August.

Balvers Ronald J., Bill McDonald, Robert E. Miller 1988. Underpricing of New Issues and the Choice of Auditor as a Signal of Investment Banker Reputation, *Accounting Review*, Vol. 63, No. 4: 605—622.

Booth, J. R., Smith, R. L., 1986 “Capital Raising, Underwriting and Certification Hypothesis”, *Journal of Financial Economics* 15: 261—281.

Carter Richard, Frederick H. Dark, Ajai K. Singh, 1998, “Underwriter Reputation, Initial Returns, and the Long-Run Performance of IPO Stocks”, *Journal of Finance* 53: 285—311.

Carter Richard, Steven Manaster, 1990 “Initial Public Offering and Underwriter Reputation”, *Journal of Finance* 45: 1045—1068.

Chishty Muhammad R.K, Iftikhar Hasan and Stephen D. Smith, 1996 “A Note on Underwriter Competition and Initial Public Offerings”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(5) &(6): 905—914.

Hansen, R. S., Tonregosa, P., 1992, “Underwriter Compensation and Corporate Monitoring”, *Journal of Finance* 57: 1537—1555.

Homer Johannes, 2002, “Reputation and Competition”, *American Economic Review*, Vol 92, No. 3: 644—663.

Jain Bharat A., Omesh Kini, 1999, “On Investment Banker Monitoring in the New Issue Market”, *Journal of Banking & Finance* 23: 49—84.

Loughran T., Ritter, J. R., 1995, “The New Issues Puzzle”, *Journal of Finance* 50: 23—51.

Loughran T., Ritter, J. R., 1997, “The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offering”, *Journal of Finance* 52.

Meggison, William and Kathleen Weiss 1991, “Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings”, *Journal of Finance* 46: 879—904.

Michaely Roni, Wayne H. Shaw, 1994, “The Pricing of Initial Public Offerings: Test of Adverse Selection and Signaling Theories”, *Review of Financial Studies*, Vol. 7, No. 2: 279—319.

Shleifer, Andrei, 1998, “State Versus Private Ownership”, *Journal of Economic Perspectives* 12: 133—150.

Smith, C., 1986, “Investment Banking and the Capital Acquisition Process”, *Journal of Financial Economics*: 2—29.

Titman Sheridan, Brett Trueman, 1986, “Information Quality and the Valuation of New Issues”, *Journal of Accounting and Economics* 8.

Reputation Effect of Investment Banks:  
Research from Aspects of Market Share and Service Quality

Xu Haoping                      Luo Wei

(Fudan University)      (Peking University)

**Abstract:** This paper studies the reputation effect of Chinese investment banks on ex—post IPO discount, growth of market share and change in quality of issuing firms. While many previous studies used only market share to measure reputation of investment banks, we use the ratio of underwritten firms with the sharp decline in net income after IPO as a proxy of service quality. The empirical results show that the two measurements work interactively and effectively. The investment banks with large market share and high service quality will not only decrease price discount in IPO but also get more and better clients in the near future.

**Key Words:** Reputation; Market Share; Service Quality; IPO Discount

**JEL Classification:** G240

(责任编辑:唐寿宁)(校对:子璇)