

中小企业股权融资中投资银行 市场竞争力构建与作用

施海娜 徐浩萍 陈超
(复旦大学管理学院,上海 200433)

摘要:本文以快速成长的中小企业板IPO市场为研究对象,检验了投行市场竞争力的决定因素,以及对新股盈余质量和发行折价的作用。研究结果表明:首先,分析师研究能力、承销历史上客户发行折价以及IPO后市场业绩等执业质量因素是投行市场竞争力的来源,而股权背景并不能帮助其获得更多客户;其次,投行市场竞争力与发行公司盈余管理程度以及发行折价显著负相关,说明投行能够在一定程度上有效鉴证IPO盈余质量,并由此降低因信息不对称而导致的融资成本。本研究为在中小企业市场上投行声誉机制有效性提供了全面的证据。

关键词:投资银行;市场占有率;中小企业板

JEL 分类号:G24 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2011)02-0095-19

一、引言

我国在劳动力要素禀赋方面的优势决定了中小企业发展对经济成长的特殊意义(林毅夫、李永军,2001)。随着中国经济的高速发展,中小企业对我国经济的重要性不断提升。据统计,截至到2008年年底,我国中小企业的经济总量约占到全国经济总量的60%,企业的数量占到全国企业总数的99%以上,就业人数占到全国就业人口的80%左

收稿日期:2010-09-22

作者简介:施海娜,女,复旦大学管理学院。

徐浩萍,女,复旦大学管理学院。

陈超,男,复旦大学管理学院。

本文作者感谢国家自然科学基金青年项目“转型经济下投资银行声誉内涵、经济后果与制度约束”(项目代码70802017),上海市会计学会课题“新股发行市场投资者情绪与企业财务信息披露及投资决策研究”,以及上海哲学社科项目2010BJB012的资助,感谢参加复旦会计论坛学者的宝贵意见,但文责自负。

① 见中国贸易金融网 www.sinotf.com。

右^①。然而中小企业在发展过程中却往往面临融资难的困境。与大型公司相比,中小企业发展历史较短、缺乏足够的资产担保、公司治理结构不够完善,这些因素均会增加企业与外部投资者之间的信息不对称程度,使逆向选择成为中小企业融资困难的主要原因,特别是作为中小企业主体的民营企业,在银根紧缩情况下,还会受到商业银行的“信贷歧视”(陆正飞等,2009)。已有文献从不同角度研究了可能的解决途径,例如,田秀娟(2009)以及林毅夫、孙希芳(2005)指出非正规金融机构凭借信息优势在中小企业融资中扮演重要角色;陈忠阳等人(2009)研究了国外以信用打分模式为基础的零售贷款对我国中小企业信贷的借鉴意义;张捷(2002)提出通过银行关系型信贷来解决中小企业融资;王霄、张捷(2003)则研究了抵押品的信号甄别机制在中小企业贷款中的作用;Bradford 和 Chen(2004)根据美国的经验指出政府应当设立程序给予中小企业特别的帮助。

上述研究都是针对债权融资方式,2004 年中小企业板以及 2009 年创业板的创建和发展为通过公开发行股票方式解决我国中小企业融资问题提供了契机^②。中小企业板新股发行公司具有如下特点:(1)发行规模相对较小,2004~2008 年中小企业板发行公司平均发行额为 3.56 亿元(表 1 Panel A),而主板发行公司平均为 109.2 亿元;(2)民营企业比例较高,在 2008 年底约为 75%(表 3 Panel B);(3)集中分布在市场化程度较高的地区,如江浙、广东等;(4)大都来自竞争性行业,如机械设备、塑料化工、信息技术等行业。

在公开发行股票的过程中,信息不对称仍是影响中小企业融资成本的最重要因素。为了缓解信息质量不可直接观测造成的逆向选择,中小企业对金融中介——特别是处于新股发行核心的投资银行(以下简称投行)——有更强的需求,希望借助投行声誉为信息质量提供担保,降低公司发行成本。

根据成熟市场的研究,投行声誉以较高的执业质量为核心,在此基础上获得市场的认可,赢得更多的客户(Dunbar,2000)。市场占有率的提高以及由此产生的长期超额利润正是投行市场竞争力的体现(Tsai,Su 和 Chen,2010;Cerasi 等人,2010)。但在我国转型经济的背景下,除了依靠执业质量,投行还可以利用自己的“先天血统”——政府股东或者国际投行股东的支持来获得客户。在后一种情形下,承销业务“质”与“量”分离,致使投行市场竞争力偏离声誉的内涵,从而制约发行市场改革的效果。因此,打破股权背景形成的客户资源垄断,促进投行执业质量的良性竞争,也成为近年来监管政策的主要目标。如自 2004 年保荐代表人制实施以来,投行兼具承销商和保荐人的双重角色,法律责任大大加强。特别是在中小企业板市场,监管层要求保荐人每季度至少对上市公司进行一次现场检查,每半年对企业相关人员进行培训,要求保荐机构“督导发行人建立健全公司治理制度和内部控制制度,执行有效的信息披露制度,持续关注发行人经营环境、业务状况,股东变动和管理状况、市场营销、核心技术、财务状况等。”保荐机构还需对募集资金的使用、关联交易、担保等重大事项发表独立意见^②;此外,中小企业板亏损公司退市的政策更

① 因为创业板创办时间较短、研究样本不足,所以不在本文讨论的范围之内。

② 深交所制定的《深圳证券交易所中小企业板保荐工作指引》。

加明确和严格,因而投行面临更高的诉讼风险。这些监管措施都促使投行更加注重自身的执业质量。

本文以中小企业板 IPO 市场为对象,通过研究投行市场竞争力的决定因素及其对融资市场效率的影响,从不同侧面检验声誉机制的有效性。本研究包括了两方面内容:

第一,从发行公司选择投行的角度,检验了投行市场竞争力的构建基础。投行既可以依靠提高自身的执业质量吸引客户,也可以依赖先天股权特征垄断客户资源,这两个途径虽然都能帮助投行扩大市场份额,但只有前者实现了投行业务“质”与“量”的统一,声誉机制才有可能存在,这是投行发挥信息鉴证作用的前提。

第二,从投行执行信息鉴证功能效果的角度,检验了投行市场竞争力对融资市场效率的作用。首先,投行作用于市场效率的主要途径是对信息质量的鉴证。在 IPO 市场上,发行前会计盈余信息尤为重要,这不仅因为此时投资者可获得的公司信息非常有限,更因为发行前的会计盈余会直接影响到发行定价^①。已有文献指出,为了推高发行价格,发行公司在发行前普遍存在盈余管理行为。假若声誉机制有效,市场竞争力较强的投行应当能够有效制约发行公司盈余管理行为。其次,对于发行公司来说,投行对信息质量的鉴证和监督最终必须有助于降低融资成本,而发行折价是发行公司承担的最重要机会成本之一,因此竞争力强的投行应当能够有效降低发行折价。上述对投行市场竞争力作用的检验,为声誉机制的经济后果提供了证据。

具体而言,我们用投行市场份额来衡量其市场竞争力,第一部分关注投行新股承销市场份额的决定因素,第二部分关注投行市场份额的经济后果,这两部分研究的主题密切相关,因为投行市场份额的内涵决定了它对促进承销市场效率的作用,所以第一部分的研究结果是第二部分研究假设成立的前提和基础。研究发现,在中小企业板 IPO 市场,投行的市场占有率与其承销历史上表现出的执业质量之间存在显著的一致性;投行市场占有率越高,发行公司的可操纵应计利润越低,发行折价也越小,这说明市场竞争力来源于执业质量,竞争力强的投行能够鉴证发行公司盈余质量并因此降低公司的 IPO 发行折价。本研究的贡献在于:首先,与以往研究重点关注中小企业债权融资不同,我们检验了中小企业股权融资中以投行为代表的金融中介所起的积极作用。其次,已有研究往往将投行声誉直接和市场竞争力等同起来,但我们认为,在转型中的中国,投行竞争力的形成有不同的途径,它能否反映声誉的内涵,取决于其与执业质量的相关性。这也是实证检验中用市场占有率度量声誉的前提;而本研究为这一前提的有效性提供了证明。最后,由于声誉本身无法直接观测,因此其经济后果需要通过投行竞争力对提高市场效率的作用来体现。本文分别从发行公司盈余质量及发行折价的角度,检验了投行市场竞争力对降低信息不对称以及相应融资成本的作用,为我国中小企业股权融资市场上投行声誉机制有效性提供了全面的证据。

^① 特别是在中国,2009 年以前存在发行市盈率上限管制,发行价格为相对固定的发行市盈率乘以企业每股盈余。

后文结构如下:第二部分是理论回顾和研究假设发展,第三部分是模型设定和变量设置,第四部分提供了样本的描述性统计,第五部分报告了实证检验的结果,第六部分是稳健性检验,最后是全文总结。

二、理论回顾和研究假设发展

(一) 投行市场竞争力的构建

在证券发行过程中,投行作为最活跃的市场参与者之一,主要功能是鉴证和监督发行公司的信息,从而保证发行定价的准确性。Booth 和 Smith(1986)指出,投资者因担心管理层高估发行价格而产生逆向选择行为,为了避免由此造成过高的融资成本,管理层有动机“租用”投行的声誉来鉴证发行价格与企业的真实风险;此外,投行为维护声誉资产的价值,也有动机运用自己的专业能力,监督公司管理层不侵害股东利益(Hansen 和 Torregrosa,1992),特别是监督信息披露质量,从而帮助市场投资者更好地判断投资风险。

成熟市场的研究指出,投行的声誉主要取决于它们完成上述功能的质量,例如,Hansen 和 Torregrosa(1992)指出投行对发行公司的监督可以帮助它们获得“声誉租金”,提高承销费收入;Nanda 和 Yun(1997)以投行市场价值为研究对象,指出承销业务中的错误定价会损害投行市场价值。较高的执业质量作为获得客户认可的手段,能够提高投行的竞争力,扩大市场占有率。Dunbar(2000)发现客户较低的发行折价、公司发行后一年较高的超额收益率以及行业专业性都有助于进一步提高投行的市场份额。投行业务“质”与“量”的一致性,使得投行市场份额被视为声誉的外在表现(Meggison 和 Weiss,1991)。

与成熟市场相比,在中国发行市场中投行扮演了更加重要的角色。至少在发行前一两年,投行就开始帮助企业为发行进行制度和财务上的准备。这些准备工作包括,(1)公司制度的设计和辅导,帮助公司建立符合上市公司要求的决策框架和治理制度;(2)进行尽职调查,整合企业的战略、经营以及财务信息,制作发行材料;(3)这些材料通过投行内部审核后申报证监会,投行需要帮助企业应对证监会提出的修改意见以及通过发审会的答辩。

徐浩萍、罗炜(2007)对 2002~2004 年中国 IPO 主板市场的研究发现,投行的市场份额与其执业质量负相关。徐浩萍、陈超(2009)则指出投行在国有 IPO 发行市场上争取客户时并不依赖“后天”的执业表现,而是更多地依赖“先天”股权背景(如中央政府控股以及国际投行的参股)。对我国主板市场的实证检验表明,投行市场份额的“信号”既不能鉴证企业未来的绩效(徐浩萍、戴晓娟,2007;刘江会、尹伯成和易行健,2005),也不能帮助企业提高发行定价(徐浩萍、罗炜,2007;郭泓、赵震宇,2006;田嘉、占卫华,2000;陈海明、李东,2003;金晓斌等 2005)。黄春铃(2005)对南方证券“麦科特”事件的案例研究发现承销客户的财务丑闻并不能影响投行的市场份额。

与主板发行市场不同,在我国新兴的中小企业板市场,投行业务“质”与“量”的分离却有可能得到缓和。这是因为:首先,与国有大型企业新股发行在一定程度上承担了企业

改制的政治任务不同,以民营企业为主体的中小企业股权融资决策更多地基于经济利益的考虑,对融资成本高度敏感,需要投行更好地执行信息鉴证功能来帮助他们降低融资成本,因此在选择承销商的决策中,投行执业质量受到较多关注;其次,中小企业板的公司大多处于政府管制较弱的竞争性行业,对公共政策的依赖程度低,因而通过有政府背景的投行来构建政治联系的需求较弱;再次,中小企业板以民营企业为主体,和国有企业相比,选择投行的决策受政府干预的可能性较小;最后,如本文第一部分所指出的,中小企业板的监管强调加强投行执业责任,督促其提高执业质量。综合上述原因,我们认为,在中小企业板,投行将更多地依靠执业质量提高竞争力,因此建立以下研究假设:

H1:在中小企业板市场,投行执业质量越高,则市场竞争力越高。

(二) 投行市场竞争力对融资市场效率的作用

中小企业具有发展历史短、不确定程度高的特点,特别是其中的民营企业,缺乏政府股权的“隐形担保”,因此与市场之间信息不对称程度较高。另外,中小企业对发行价格高度敏感,而IPO发行价格往往基于会计盈余和经验或固定市盈率制定,所以发行企业有较强的机会主义动机进行盈余管理,以便获得较高的发行价格(Teoh, Welch 和 Wong, 1998; Teoh, Wong 和 Rao, 1998; Ducharme, Malatesta 和 Sefcik, 2004)。这一现象加剧了投资者对中小企业板公司的逆向选择。为此,盈余管理程度低的中小企业有较强的动机聘用具有市场竞争力的投行发送盈余质量的信号来降低逆向选择造成的融资成本;另一方面,投行为降低自身的风险,维护并提高市场竞争力,也有动机监督客户的信息质量。市场竞争力越强,投行的谈判能力越强,就越有可能说服企业——特别是中小企业接受其监督。Lee 和 Masulis (2008)以及 Brau 和 Johnson (2009)对美国样本的检验都发现投行的信息鉴证功能显著地制约了发行公司盈余管理程度。罗炜、饶品贵(2009)发现中国上市公司再融资时往往根据自身会计盈余质量的变化做出更换主承销商的决策。徐浩萍、陈超(2009)发现2002~2005年中国新股发行中盈余管理程度下降,他们将原因部分地归结为金融市场中中介的监督作用。基于以上分析,我们建立如下假设:

H2:在中小企业板市场,市场竞争力较高的投行,其承销的公司盈余管理程度较低。

投行鉴证盈余质量的目的是为了降低投资者与发行公司之间的信息不对称,提高公司发行价格。发行折价是市场价格与发行价格之差和发行价格之比,也是公司股权融资中的一项重要的机会成本,在中国这项成本又比成熟市场更高(徐浩萍、陈欣、陈超, 2009)。成熟市场大量的研究指出,投行对市场效率的作用体现为降低承销客户的发行折价(Balvers et al., 1988; Carter 和 Monaster, 1990; Michaely 和 Shaw, 1994)。因此我们对投行市场竞争力和发行折价之间的关系建立如下预期:

H3:在中小企业板市场,市场竞争力高的投行,其承销的公司发行折价较小。

三、模型设定与变量设置

以中小企业板IPO市场为研究对象,本文的实证检验主要由两个部分构成。第一部

分以投行为样本,研究投行市场竞争力的决定因素;第二部分以发行公司为样本,分别检验投行竞争力对市场效率的作用。市场竞争力主要体现在拥有较高的市场占有率和利润率上,鉴于投行利润率不是公开数据,所以本文使用市场占有率来衡量市场竞争力。

(一) 投行市场竞争力的决定因素

我们首先检验在中国转型经济制度下,投行在中小企业板的市场竞争力是否依赖其执业质量。检验模型为:

$$MKTSH_i = f(QUALITY_i, OWNERSHIP_i, CONTRL_i) \quad (1)$$

其中,被解释变量为投行在中小企业板的市场竞争力的代理变量——市场占有率(MKTSH),即当年投行*i*在中小企业板IPO承销总金额除以当年中小企业板IPO发行总金额。QUALITY代表了投行的执业质量,在综合相关文献的基础上,用以下变量度量:

1. 前两年投行承销客户的平均异常IPO折价。投行在承销中的首要功能是鉴证合理的发行价格,执业质量高的投行可以帮助企业降低IPO折价带来的融资成本(Carter和Manaster,1990,Balvers et. al. 1988, Michaely和Shaw,1994)。Hoberg(2007)发现投行承销的IPO折价具有持续性。IPO折价定义为上市首日收盘价与发行价格之差除以发行价格,借鉴Dunbar(2000),我们用投行承销历史上客户平均“异常”IPO折价来衡量投行价格鉴证功能的质量,所谓异常IPO折价(ABDIST)是指剔除了发行规模效应以后的折价,为下面回归模型估计的残差,该指标越小,说明投行的价格鉴证能力越高。

$$ADJDIST_j = \beta_0 + \beta_1 * ISSAMT_j + \beta_2 * LNISSAMT_j + \varepsilon \quad (2)$$

其中,ADJDIST为分别经同期市场指数调整后的IPO折价,ISSAMT为发行金额,以亿元为单位,LNISSAMT为发行金额的对数。回归样本为当年全部中小企业板IPO公司。

2. 分析师研究能力。Michaely和Womack(1999)发现投行的分析师在鉴证服务中有积极作用。在发行过程中,水平高的分析师可以帮助投行对企业准确估值和定价。Lin和McNichols(1997)指出发行人倾向于选择对本公司价值持乐观态度的投行。王瑞、洪剑峭(2009)发现中国投行的分析师在发行之前盈利预测更为乐观,这些证据都说明分析师在IPO定价中具有一定的作用。

2003年起《新财富》杂志通过对基金经理的调查对分析师分行业和综合排名。我们用新股发行前一年度各行业和综合排名中前三名分析师所在投行出现的次数占该年度全部行业和综合奖项(前三名)的总人次比例(ANALYST)来衡量投行的研究能力。

3. 前两年投行承销客户的平均IPO后长期业绩。Carter et al. (1998)发现声誉好的投行主承销的IPO公司发行后长期市场回报较高。Bharat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。遵循以上研究,我们用发行公司发行后长期业绩变化来衡量发行公司质量,具体的指标为发行后两年经行业中位数调整的利润增长率(ADJGNI)以及发行后一年经市场指数收益率调整后的股票超额回报(ABRET)。

4. 执业经验。由于具备一定的执业经验是判断执业质量的前提,因此除了上述三个变量,我们还使用执业经验(EXPR)来度量执业质量,如果该投行前两年有IPO承销记

录,则取值为1,其他情况,则取值为0。

模型(1)中的 OWNERSHIP 代表了投行的股权背景,包括哑变量 CENGOV 度量投行的最终控股人是否中央政府,以及哑变量 INTL 度量是否有国际投行参股,这两个变量衡量“先天”股权特征对投行市场份额的影响。

最后,模型(1)中的 CONTRL 代表了控制变量,具体包括:异常承销费率(AB-SPREAD)^①,投行所在券商的资产规模(IBSIZE)^②以及投行的注册地是否在北京、上海、深圳三个金融中心(REGCITY)。

(二) 投行市场竞争力的作用

我们首先检验投行市场竞争力对发行公司盈余管理行为的影响。检验模型分别为:

$$DAC_j = f(MKTSH_j, CONTRL_j) \quad (3)$$

模型(3)中被解释变量为发行前一年盈余管理程度,遵循 Teoh, Wong 和 Rao (1998) 以及 Teoh, Welch 和 Wong (1998) 等文献,我们采用根据修正的琼斯模型(Modified Jones model)估计的可操纵应计利润度量(DAC)。解释变量 MKTSH 为投行的市场占有率,我们预期其符号为负。控制变量(CONTRL)包括审计师声誉(TOP10AU,用市场占有率是否位于前十名度量),发行规模(LNISSAMT,发行金额的自然对数),是否国有企业(STATESH),管理层持股比例(MGMTSH),第一大股东持股比例(LARGESH),发行前三年的平均销售增长率(GSALES),以及市净率(PB)。下标j代表某IPO发行公司。

其次,我们再检验投行市场竞争力对发行折价的影响。

$$ADJDIST_j = f(MKTSH_j, DAC_j, CONTRL_j) \quad (4)$$

模型(4)中被解释变量为发行公司上市首日收盘价与发行价格之差除以发行价格,再减去同期市场回报率。其他变量的定义与模型(3)相同^③。我们分别预期投行市场占有率(MKTSH)和可操纵应计利润(DAC)都与发行折价(ADJDIST)负相关。然而从模型(3)可以看出这两个解释变量之间可能存在某种程度的相关性,所以当它们处于同一回归时,共线性的作用会影响两个变量系数的显著性,我们可以利用这一点来分辨投行市场占有率作用于发行折价的途径是否基于其信息鉴证功能:如是,那么控制了盈余质量之后,投行市场占有率无法“单独”作用于发行折价,其系数将不显著。如果发行折价的降低更多地基于投行信息鉴证功能以外的其他因素,那么在控制了公司盈余质量之后,投行市场占有率的系数应当保持显著性。

① 承销费率定义为发行招股说明书中披露的发行费用与承销金额之比。为了剔除发行规模的影响,借鉴 Dunbar (2000), $SPREAD = r_0 + r_1 \cdot ISSAMT + r_2 \cdot LNISSAMT + \varepsilon$ 定义异常承销费率为下面回归模型估计的残差,回归样本为当年所有中小企业板 IPO 公司。

② 因为券商的资产规模为非公开数据,所以我们用该券商是否净资产排名在行业前十位来度量资产规模,历年的排名在中国证券业协会网站披露。

③ 模型(3)、(4)对变量的定义相同,不同之处在于,模型(4)中:(1)PB没有作为控制变量出现在回归模型中,主要原因是由于计算发行折价时用到的上市后价格与PB中的价格有直接相关性;(2)回归模型中加入行业变量以控制不同行业对发行折价的影响。

为了进一步控制发行公司选择投行的内生性,我们还使用了两阶段回归,第一阶段用 logistic 回归检验公司特征对投行选择的影响(见模型(5)),然后再用第一阶段回归得到的预测值代入回归(3)和(4)的解释变量中。

$$TOP10UW_j = f(LNASSETS_j, SPREAD_j, EPS_j) \quad (5)$$

其中 TOP10UW 为哑变量,取 1 表示选择当年市场占有率处于中小企业板前 10 名的投行,取 0 表示其他;LNASSETS 为公司发行前总资产对数;SPREAD 为发行费用与发行金额之比,EPS 为发行前一年的每股盈余。

四、样本及描述性统计

中小企业板市场在 2004 年创建,因此本文样本区间为 2004 ~ 2008 年 272 家在中小板首次公开发行的公司,共涉及 128 家年度 - 投行样本(共涉及 61 家投行)。发行公司数据来自 WIND 数据库,投行相关特征的数据用手工收集,来源为中国证券业协会网站及证券公司网站。

样本区间内中小企业板 IPO 市场的基本情况见表 1 Panel A。由于 2005 年 6 月至 2006 年 6 月间进行股权分置改革,证监会暂停新股上市,因此 2005 年样本数仅为 12 家。除此之外,在中小企业板上市的公司家数总体呈上升趋势,在 2007 年达到最大值 95 家。而担任 2004 ~ 2008 年中小企业板发行主承销商的投行共有 128 家。

表 1 的 Panel B 描述了主承销商的股东背景。在全部 128 家年度 - 投行样本中,有 47 例是中央政府控股的样本,占样本量的 36.71%;61 例地方控股样本,占 47.66%;以及 20 例民营投行样本,占 15.63%。除了上述 121 例本土投行之外,另有 7 例国际投行参股的样本,占样本量的 5.47%^①。

表 1 2004 ~ 2008 年中小企业板 IPO 市场描述性统计

Panel A: - 年度样本分布

	IPO 公司家数	担任主承销商 的投行家数	投行平均市场 占有率	平均 IPO 折价	平均发行 费用	IPO 公司平均 发行金额(亿元)
2004	38	26	4.79%	68.03%	6.03%	2.40
2005	12	10	1.13%	37.75%	7.67%	2.42
2006	56	30	5.70%	95.86%	6.96%	3.20
2007	95	34	5.99%	214.40%	6.89%	3.89
2008	71	28	6.25%	120.41%	6.76%	4.24
样本平均	272	128	6.06%	137.22%	6.79%	3.56

① 由于国际投行在中国不允许全资控股,因此本文所提及国际投行参股投行意为两种股权分类交叉。如样本中 7 个国际投行参股投行中,3 例为中央政府控股的投行,3 例为地方政府控股投行,1 例为民营投行控股投行。

Panel B: 不同股东背景的投行家数 - 年度样本分布

	中央政府 控股投行	地方政府 控股投行	民营投行	国际投行 参股投行	本土投行	担任主承销商 的投行家数
2004	9 (34.62%)	12 (46.15%)	5 (19.23%)	2 (7.69%)	24 (92.31%)	26 (100%)
2005	3 (30%)	5 (50%)	2 (20%)	0 (0%)	10 (100%)	10 (100%)
2006	11 (36.67%)	15 (50%)	4 (13.33%)	2 (6.67%)	28 (93.33%)	30 (100%)
2007	12 (35.29%)	17 (50.00%)	5 (14.71%)	2 (5.88%)	32 (94.12%)	34 (100%)
2008	12 (42.86%)	12 (42.86%)	4 (14.29%)	1 (3.57%)	27 (96.43%)	28 (100%)
2004 ~ 2008	47 (36.71%)	61 (47.66%)	20 (15.63%)	7 (5.47%)	121 (94.53%)	128 (100%)

表 2 列出了样本区间内中小企业板 IPO 发行中累计市场占有率位于前十位的投行的总承销家数、承销金额及市场占有率。

表 2 2004 ~ 2008 年中小企业板 IPO 发行中累计市场占有率前十名的投行

投行	承销家数	承销金额(亿元)	市场占有率
国信证券	33	12.94	4.59%
平安证券	27	8.58	2.50%
广发证券	24	8.67	2.34%
招商证券	11	3.46	0.75%
海通证券	13	5.20	0.73%
中信证券	9	5.33	0.58%
兴业证券	8	2.97	0.46%
华泰证券	10	3.73	0.42%
光大证券	10	2.89	0.41%
东北证券	7	1.72	0.39%
合计	152	55.49	13.17%

表 3 变量的描述性统计

Panel A 投行样本的描述性统计

	N	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
因变量						
MKTSH	128	0.039	0.025	0.210	0.000	0.039
自变量						
EXPRCE	128	0.750	1.000	1.000	0.000	0.435
ABDIST	96	-0.022	0.000	1.380	-0.9400	0.2887

续表

	N	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
ANALYST	128	0.021	0.000	0.225	0.000	0.470
ABRET	96	0.159	0.008	2.400	-1.7600	0.7070
ADJGNI	96	0.055	0.146	1.380	-5.040	0.752
ABSPREAD	96	-0.003	0.000	0.060	-0.020	0.009
IBSIZE	128	0.266	0.000	1.000	0.000	0.443
REGCITY	128	0.539	1.000	1.000	0.000	0.500
CENGOV	128	0.367	0.000	1.000	0.000	0.484
INTL	128	0.055	0.000	1.000	0.000	0.228

Panel B: 发行公司样本的描述性统计

	N	均值	中位数	最大值	最小值	标准差
应变量						
DAC	272	0.150	0.140	1.250	-1.070	0.192
ADJDIST	272	1.360	1.045	5.190	-0.070	1.051
自变量						
TOP10AU	272	0.596	1	1	0	0.492
STATESH	272	0.254	0	1	0	0.436
MGMTSH	272	0.103	0	1	0	0.304
LARGESH	272	0.410	0.400	0.920	0.090	0.158
GSALES	272	1.460	1.040	18.340	-0.170	1.773
PB	272	4.557	3.610	24.360	0	3.080

注:2004~2008 中小企业板 IPO 市场。MKTSH 为市场占有率,即某一年投行*i*承销金额占该年所有承销金额百分比;DAC 为可操纵应计利润,使用修正琼斯模型估计;ADJDIST 为年度调整的发行折价,发行折价即上市首日收盘价与发行价格之比减 1;哑变量 CENGOV 取 1,若该年度投行控制股东为中央政府,其他取 0;哑变量 INTL 取 1,若该投行具有国际投行股权背景,其他取 0;哑变量 EXPRCE 取 1,若该投行前两年有 IPO 承销活动,其他取 0;ABDIST 为发行前两年该投行承销 IPO 业务的平均异常发行折价;ANALYST 为上年度《新财富》分析师排行榜各行业或奖项前三名中该投行分析师所占比例;ABRET 为发行前两年该投行承销 IPO 公司在发行后一年的超额股票回报;ADJGNI 为前两年该投行承销 IPO 在发行后两年与发行前比较,经行业中位数调整的利润额变化率均值;ABSPREAD 为发行前两年该投行承销 IPO 业务的平均异常承销费用;哑变量 IBSIZE 取 1,若该投行在上年度净资产排名位于前 10 名,其他取 0;哑变量 REGCITY 取 1,若该投行注册地在北京、上海或深圳,其他取 0;LNISAMT 为发行金额的自然对数;哑变量 TOP10AU 取 1,若该上市公司审计师为前 10 大,其他取 0;哑变量 STATESH 取 1,若该公司最终控制人为政府,其他取 0;哑变量 MGMTSH 取 1,若管理层持有公司股份,其他取 0;LARGESH 为公司大股东持股比例;GSALES 为收入增长率;PB 为市净率。GMKTSH 仅对 2005~2008 年样本有效,ABDIST,ABRET,ADJGNI,ABSPREAD 四个变量仅对前两年有 IPO 承销业务的样本(EXPRCE=1)有效。

五、实证检验结果

(一) 投行市场竞争力的构建基础

表 4 以样本区间内所有参与中小企业板 IPO 发行的投行为样本,考察投行市场竞争力的决定因素。由于 ABDIST、ABRET、ADJGNI 及 ABSPREAD 等变量均要求投行前两年有承销 IPO 新股的记录,因此模型(1)、(3)使用的是相应期间的全样本,模型(2)、(4)使

用的则是前两年有 IPO 承销记录的样本。模型(1)、(2)中的被解释变量为投行市场占有率(MKTSH)的连续变量,模型(3)、(4)则以市场占有率为前十大投行的哑变量(TOP10UW)为被解释变量进行 Logistic 回归。回归结果显示,EXPRCE 的系数虽然大于零,但不显著。ANALYST 的系数在除了模型(4)以外的各回归模型中均显著大于零:如在模型(1)中,ANALYST 的系数为 0.185,在 1% 水平下显著,表明较强的分析师研究能力能够提高投行的市场占有率。模型(2)中,投行承销历史上客户发行后利润变化率(ADJGNI)的系数在 10% 水平显著大于零,模型(4)中,投行承销历史上客户平均异常发行折价(ABDIST)的系数在 5% 的水平显著小于零,表明客户发行后的长期业绩越好、发行折价越小,投行的市场占有率越高。这些都与本文假设 H1 一致。另外,股权特征的代理变量 CENGOV 的系数在模型(1)、(2)中于 10% 水平显著小于零,在模型(3)、(4)中则不显著;而 INTL 的系数在所有模型中均不显著,这些证据表明,中央政府控股或国际投行参

表 4 2004 ~ 2008 年中小企业板 IPO 市场投行市场竞争力决定因素分析

	MKTSH(OLS)		TOP10UW (LOGISTIC)	
	(1)	(2)	(3)	(4)
INTERCEPT	0.026 *** (4.87)	0.025 *** (2.73)	-3.115 *** (10.52)	-0.969 ** (5.941)
EXPRCE	0.010 (1.50)		1.304 ** (2.58)	
ANALYST	0.185 *** (2.73)	0.167 ** (2.11)	13.087 ** (5.24)	-0.877 (0.03)
ABDIST		0.003 (0.28)		-1.879 ** (4.34)
ABRET		-0.004 (-0.69)		-0.170 (0.63)
ADJGNI		0.009 * (1.69)		0.280 (0.57)
CENGOV	-0.012 * (-1.92)	-0.014 * (-1.71)	-0.533 (0.92)	0.060 (0.01)
INTL	0.009 (-0.47)	-0.012 (-0.64)	-0.066 (0.00)	-20.542 (0.00)
ABSPREAD		0.262 (0.76)		-0.532 (0.23)
IBSIZE	0.019 *** (2.78)	0.018 ** (2.27)	1.435 *** (8.22)	1.708 *** (10.01)
REGCITY	0.009 (1.38)	0.011 (1.26)	-0.028 (0.00)	-0.502 (0.72)
Year Dummies	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	128	96	128	96
ADJ R ²	35.8%	31.9%	23.8%	20.2%

注:模型(1)、(3)取全部投行-年度样本,模型(2)、(4)取有前两年有 IPO 承销活动的样本(EXPRCE = 1)。被解释变量为以承销金额计算的市场占有率(MKTSH)和市场占有率为前十大投行的哑变量(TOP10UW)。括号内为 OLS 回归 t 值或 LOGISTIC 回归 WALT 值,***, **, * 分别代表在 1%, 5%, 10% 水平显著。

股并不能帮助投行获得市场竞争力。控制变量中 IBSIZE 的系数在所有模型中显著大于零,显示投行的资产规模与其市场占有率呈正比;而其他控制变量(ABSPREAD、REGCITY)均不显著。表 4 的结果表明,在中小企业板 IPO 市场上,决定投行市场竞争力的因素主要为执业质量而非其先天股权特征,执业质量与市场占有率的统一,为投行声誉的有效性提供了实证支持。

(二) 投行市场竞争力的作用

1. 对盈余管理的作用

表 4 的实证结果表明投行在中小企业板的市场竞争力来源于执业质量,下面我们进一步考察市场竞争力强的投行是否有助于降低公司在新股发行前的盈余管理。表 5 以中小企业板发行公司为样本,检验投行市场竞争力与发行前可操纵应计利润的关系。用市

表 5 2004 ~ 2008 年中小企业板 IPO 市场发行前应计利润决定因素

	(I) OLS		(II) 2SLS	
INTERCEPT	-0.622 (-1.53)	-0.615 (-1.55)	-1.088* (-1.881)	-1.355*** (-2.81)
MKTSH	-0.657*** (-2.62)		-3.524* (-1.731)	
TOP10UW		-0.051** (-2.20)		-0.461*** (-3.68)
TOP10AU	0.028 (1.22)	0.027 (1.19)	0.032 (1.382)	0.029 (1.24)
LNISAMT	0.035* (1.69)	0.031 (1.50)	0.070** (2.008)	0.086*** (3.19)
STATESH	-0.064** (-2.45)	-0.056** (-2.18)	-0.053** (-2.036)	-0.039 (-1.47)
MGMTSH	0.006 (0.15)	-0.002 (-0.06)	0.000 (-0.003)	0.017 (0.44)
LARGESH	0.048 (0.67)	0.025 (0.34)	0.037 (0.515)	0.046 (0.63)
GSALES	-0.003 (-0.39)	-0.004 (-0.53)	-0.003 (-0.427)	-0.001 (-0.20)
PB	0.018*** (3.45)	0.019*** (3.55)	0.018*** (3.443)	0.013** (2.35)
Year Dummies	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	272	272	272	272
ADJ R ²	14.5%	13.9%	13.3%	17.2%

注:被解释变量为可操纵应计利润(DAC),使用修正琼斯模型估计;解释变量 MKTSH 为投行以发行金额计算的市场占有率, TOP10UW 取 1 表示为市场占有率前 10 名的投行,取 0 表示其他,在两阶段回归(2SLS)中,该变量为 logistic 模型 $TOP10UW = \gamma_0 + \gamma_1 LNASSETS + \gamma_2 SPREAD + \gamma_3 EPS + \varepsilon$ 的预测值。哑变量 TOP10AU 取 1,若该上市公司审计师为前 10 大,其他取 0; LNISAMT 为发行金额的自然对数;哑变量 STATESH 取 1,若该公司最终控制人为政府,其他取 0;哑变量 MGMTSH 取 1,若管理层持有公司股份,其他取 0; LARGESH 为公司大股东持股比例; GSALES 为收入增长率; PB 为市净率。括号内为 t 值, ***, **, * 分别代表在 1%, 5%, 10% 水平显著。

市场占有率衡量投行的竞争力,第(I)部分显示了以市场占有率(MKTSH)的连续变量以及市场占有率排在前十大的哑变量(TOP10UW)为解释变量的一阶段OLS回归结果。第(II)部分显示控制了承销商选择决策的内生性后二阶段回归(2SLS)结果^①。结果显示所有估计模型中用连续变量度量的市场占有率或表示市场占有率排名前十的哑变量的系数均显著小于零:以二阶段回归模型为例,MKTSH的系数为-3.524,在10%的水平下显著, TOP10UW的系数为-0.461,在1%的水平显著异于零。这一结果支持本文假设H2:投行的市场占有率与发行前盈余管理程度显著负相关。表5的结果表明,投行为了维护市场竞争优势,会履行鉴证发行公司信息质量的功能。

2. 对发行折价的作用

表6以所有中小企业板发行公司为样本,检验投行市场竞争力与发行折价的关系。同样使用二阶段回归模型来控制内生性问题^②,模型(1)以市场占有率为解释变量,结果显示,加入控制变量后, TOP10UW的系数在10%水平下显著为负。表明投行市场占有率与发行折价负相关,这与本文假设H3一致。模型(2)将发行前可操纵应计利润(DAC)作为主要解释变量,发现该变量与发行折价显著正相关,即发行前盈余管理程度越低的IPO公司发行折价越小。我们进而将市场占有率和可操纵应计利润同时作为主要的解释变量(模型(3)),回归结果表明,可操纵应计利润的系数在5%水平显著大于零,而投行市场占有率的系数则不显著,这说明投行对发行折价的作用,在很大程度上来源于对发行前盈余质量的鉴证。表6的结果显示市场占有率高的投行有助于公司降低发行折价,而约束公司发行前的盈余管理行为是发挥这一作用的主要途径。与表4相呼应,表5、6的结果从投行市场竞争力的作用方面论证了投行声誉机制的有效性。

表6 2004~2008年中小企业板发行折价决定因素

	(1)	(2)	(3)
INTERCEPT	8.037*** (3.63)	10.171*** (5.18)	8.911*** (3.99)
TOP10UW	-0.976* (-1.67)		-0.704 (-1.19)
DAC		0.709** (2.49)	0.636** (2.19)
TOP10AU	-0.143 (-1.33)	-0.164 (-1.53)	-0.162 (-1.51)
LNISAMT	-0.362*** (-2.99)	-0.492*** (-4.78)	-0.413*** (-3.37)
STATESH	0.121 (0.95)	0.133 (1.05)	0.143 (1.13)

① 由于DAC的计算方法中已经控制了行业因素,因此在估计DAC的模型中没有再次包含行业影响。

② 一阶段回归OLS的结果与二阶段回归统计上没有差异,简洁起见,文中只报告二阶回归结果。

续表

	(1)	(2)	(3)
MGMTSH	0.658 *** (3.74)	0.630 *** (3.61)	0.648 *** (3.71)
LARGESH	-0.045 (-0.13)	-0.111 (-0.32)	-0.071 (-0.20)
GSALES	0.092 *** (2.93)	0.086 *** (2.76)	0.089 *** (2.83)
Industry Dummies	Controlled	Controlled	Controlled
Year Dummies	Controlled	Controlled	Controlled
N	272	272	272
ADJ R ²	37.8%	38.6%	38.7%

注:被解释变量为经年度调整的发行折价(ADJDIST),发行折价即上市首日收盘价与发行价格之比减1;解释变量 MKTSH 为投行以发行金额计算的市场占有率,哑变量 TOP10UW 取1表示为市场占有率前10名的投行,取0表示其他,回归中取该变量在 logistic 模型 $TOP10UW = \gamma_0 + \gamma_1 LNASSETS + \gamma_2 SPREAD + \gamma_3 EPS + \varepsilon$ 的预测值。DAC 为可操纵应计利润,使用修正琼斯模型估计;哑变量 TOP10AU 取1,若该上市公司审计师为前10大,其他取0;LNISSAMT 为发行金额的自然对数;哑变量 STATESH 取1,若该公司最终控制人为政府,其他取0;哑变量 MGMTSH 取1,若管理层持有公司股份,其他取0;LARGESH 为公司大股东持股比例;GSALES 为收入增长率。括号内为 t 值,***, **, * 分别代表在 1%,5%,10% 水平显著。

六、稳健性检验

(一) 对盈余管理相对程度的衡量

表5中被解释变量是可操纵应计利润(DAC)的连续变量。但投行对可操纵应计利润的敏感程度可能不是线性变化的,而是根据盈余管理的相对程度,设置某一阈值,并由此决定监督的力度。因此我们使用哑变量(DDAC)衡量发行公司盈余管理的相对程度。若DAC大于全部样本的中位数,则DDAC取1,否则取0。表7列出该稳健性检验的结果:以连续变量 MKTSH 为解释变量时,系数在10%水平显著小于零;以哑变量 TOP10UW 为解释变量时,系数小于零但不显著;二阶段回归中,系数在1%水平显著小于零,与表5结果基本一致。

(二) 根据承销家数计算投行市场占有率

除了上述检验中根据承销金额计算投行市场占有率之外,我们还使用投行承销的发行公司家数计算市场占有率。表8 Panel A 显示此时投行市场占有率的决定因素:ANALYST 与 ADJGNI 的系数仍然显著大于零,表明投行执业质量与市场占有率成正比;EXPRCE 在10%水平显著,表明有IPO承销经验的投行市场占有率较高,与假设H1一致。表8 Panel B 报告了投行市场占有率对盈余管理以及IPO折价的影响。模型(1)以发行前可操纵应计利润DAC为被解释变量,模型(2)~(4)以发行折价ADJDIST为被解释变量,均使用二阶段回归模型。统计结果与表5及表6中的发现基本一致:投行市场占有率显著降低发行前应计利润(模型1);在单变量回归中对减小发行折价亦有显著作用(模型

2),但在加入控制变量之后该作用显著性下降(模型3);投行市场占有率对发行折价的作用主要来自与投行对信息质量的监督(模型4)。其他控制变量与主要回归模型结果在统计上没有显著差异。

表 7 2004 ~ 2008 年中小企业板 IPO 市场发行前应计利润的稳健性检验

	(I) OLS		(II) 2SLS
INTERCEPT	-1.981 * (- 1.86)	-1.779 * (- 1.68)	-3.944 *** (- 3.25)
MKTSH	-1.134 * (- 1.70)		
TOP10UW		-0.062 (- 1.01)	-1.134 *** (- 3.60)
TOP10AU	-0.015 (- 0.25)	-0.015 (- 0.25)	-0.015 (- 0.25)
LNISAMT	0.113 ** (2.01)	0.101 * (1.81)	0.236 *** (3.51)
STATESH	-0.204 *** (- 2.94)	-0.190 ** (- 2.75)	-0.156 ** (- 2.28)
MGMTSH	-0.190 * (- 1.92)	-0.204 ** (- 2.06)	-0.167 * (- 1.72)
LARGESH	0.130 (0.68)	0.092 (0.48)	0.157 (0.83)
GSALES	-0.011 (- 0.63)	-0.014 (- 0.75)	-0.009 (- 0.50)
PB	0.032 ** (2.26)	0.033 ** (2.34)	0.023 (1.64)
Year Dummies	Controlled	Controlled	Controlled
N	272	272	272
ADJ R ²	9.66%	9.01%	12.99%

注:被解释变量为可操纵应计利润程度的哑变量(DDAC),取1表示可操纵应计利润DAC大于全部样本中位数,取0表示其他。可操纵应计利润DAC使用修正琼斯模型估计。其余变量同表5。

表 8 2004 ~ 2008 年中小企业板根据承销家数计算
投行市场占有率的稳健性检验

	(1)		(2)	
	Coeff.	t value	Coeff.	t value
INTERCEPT	0.030 ***	4.13	0.025	2.73
EXPRCE	0.012 *	1.96		
ANALYST	0.115 *	1.86	0.167 **	2.11
ABDIST			0.003	0.28

续表

	(1)	(2)		
	Coeff.	t value	Coeff.	t value
ABRET			-0.004	-0.69
ADJGNI			0.009 *	1.69
ABSPREAD			0.262	0.76
CENGOV	-0.008	-1.42	-0.014	-1.71
INTL	-0.005	-0.42	-0.012	-0.64
IBSIZE	0.011 *	1.75	0.018 *	2.27
REGCITY	0.006	0.91	0.011	1.26
<i>Year Dummies</i>	Controlled	Controlled		
N	128	96		
ADJ R ²	32.5%	31.9%		

Panel A 被解释变量为根据投行承销家数计算的年市场占有率,以投行-年度为样本。模型(1)取全部投行-年度样本,模型(2)取有前两年有 IPO 承销活动的样本(EXPRCE=1)。

	(1) DAC	(2) ADJDIST	(3) ADJDIST	(4) ADJDIST
INTERCEPT	-0.554 (-1.41)	1.158 *** (3.90)	9.676 *** (4.91)	10.112 *** (5.15)
TOP10UW	-0.265 ** (-2.31)	-1.030 * (-1.78)	-0.872 (-1.56)	-0.699 (-1.25)
DAC				0.666 ** (2.33)
TOP10AU	0.031 (1.37)		-0.144 (-1.33)	-0.163 (-1.52)
LNISSAMT	0.033 (1.59)		-0.446 *** (-4.28)	-0.473 *** (-4.56)
STATESH	-0.049 * (-1.89)		0.115 (0.90)	0.141 (1.11)
MGMTSH	-0.001 (-0.01)		0.640 *** (3.64)	0.636 *** (3.65)
LARGESH	0.028 (0.39)		0.095 (0.27)	-0.109 (-0.31)
GSALES	-0.004 (-0.52)		0.094 *** (2.97)	0.090 *** (2.87)
PB	0.019 *** (3.51)			
<i>Industry Dummies</i>		Controlled	Controlled	Controlled
<i>Year Dummies</i>	Controlled	Controlled	Controlled	Controlled
N	272	272	272	272
ADJ R ²	14.0%	30.1%	37.7%	38.8%

Panel B 被解释变量分别为使用修正琼斯模型估计的可操纵应计利润 DAC 以及经市场收益率调整的发行折价 (ADJDIST),发行折价即上市首日收盘价与发行价格之比减 1。以发行公司-年度为样本。

七、总 结

以我国新兴的中小企业板 IPO 市场为研究对象,本文通过考察投行市场竞争力的构建、对发行公司盈余管理的约束以及对新股发行折价的影响,检验了以投行为代表的金融中介声誉机制的有效性。与主板相比,中小企业板对投行的职责要求更高,对披露要求更加严格,而发行公司以民营企业居多,集中于竞争性较强的行业和地区,这些特征都为投行在市场化的环境中构建以执业质量为基础的市场竞争力,进而建立有效的声誉机制创造了外部条件。我们以 2004~2008 年参与中小企业板新股发行的 128 例投行-年度数据及 272 家中小企业板 IPO 公司为样本,用市场占有率度量投行竞争力,研究发现:首先,分析师研究能力强、投行承销记录中发行折价低、及承销记录中客户 IPO 后长期业绩好的投行市场占有率高,而中央政府控股、国际投行参股等股权特征并不能提高投行市场占有率,这表明投行市场竞争力的基础主要是以往表现出的执业质量,而不是依赖于“先天”的股权背景。其次,投行市场占有率与企业新股发行前的盈余管理程度负相关,说明市场占有率高的投行能有效鉴别和监督企业的盈余质量;最后,市场占有率较高的投行,承销的新股发行折价较小,进一步的检验表明,这一作用主要是通过投行的信息鉴证功能而完成。本文的研究显示,在中小企业板 IPO 市场上,以执业质量为基础构建的投行市场竞争力,能够有效地降低中小企业股权融资中的信息不对称程度以及由此带来的融资成本,从而提高融资效率。本文的结论为我国中小企业股权融资市场投行声誉机制有效性提供了实证支持。

参 考 文 献

- [1]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页。
- [2]陈忠阳、郭三野、刘吕科,2009,《我国小企业信贷模式与风险管理研究》,《金融研究》第5期169~185页。
- [3]黄春铃,2005,《证券监管效率和承销商声誉——基于南方证券麦科特事件的案例研究》,《管理世界》第7期129~138页。
- [4]郭泓、赵震宇,2006,《承销商声誉对IPO公司定价、初始和长期回报影响实证研究》,《管理世界》第3期22~28页。
- [5]金晓斌等,2005,《投资银行声誉、IPO质量分布与发行制度创新》,《上交所研究报告》。
- [6]林毅夫、李永军,2001,《中小金融机构发展与中小企业融资》,《经济研究》第1期10~18页。
- [7]林毅夫、孙希芳,2005,《信息、非正规金融与中小企业融资》,《经济研究》第7期35~43页。
- [8]刘力,2007,《公司财务》,北京大学出版社。
- [9]刘江会、尹伯成、易行健,2005,《我国证券承销商声誉与IPO企业质量关系的实证研究》,《财贸经济》第3期9~16页。
- [10]陆正飞、祝继高、樊铮,2009,《银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失》,《金融研究》第8期124~136页。
- [11]罗炜、饶品贵,2009,《盈余质量、制度环境和投行变更》,北京大学工作论文。
- [12]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 页。

- [13] 田秀娟, 2009, 《我国农村中小企业融资渠道选择的实证研究》, 《金融研究》第 7 期 146~160 页。
- [14] 王瑞、洪剑峭, 2009, 《承销商分析师的盈利预测行为分析》, 复旦大学工作论文。
- [15] 王霄、张捷, 2003, 《银行信贷配给与中小企业贷款——一个内生性抵押品和企业规模的理论模型》, 《经济研究》第 7 期 68~75 页。
- [16] 徐浩萍、陈超, 2009, 《股权背景、执业质量与投资银行的 IPO 市场份额》, 复旦大学工作论文。
- [17] 徐浩萍、陈超, 2009, 《会计盈余质量、新股定价与长期绩效——来自中国 IPO 市场发行制度改革后的证据》, 《管理世界》第 8 期 25~38 页。
- [18] 徐浩萍、陈欣、陈超, 2009, 《国有企业 IPO 发行折价: 基于政策信号理论的解释》, 《金融研究》第 10 期 133~149 页。
- [19] 徐浩萍、戴晓娟, 2007, 《投资银行声誉与发行公司质量》, 《南大商学评论》第 11 期 81~95 页。
- [20] 徐浩萍、罗炜, 2007, 《投资银行声誉有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究》, 《经济研究》第 2 期 124~136 页。
- [21] 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 50~54 页。
- [22] 张捷, 2002, 《中小企业关系型借贷与银行组织结构》, 《经济研究》第 6 期 32~37 页。
- [23] Balvers, Ronald J., Bill McDonald, and Robert E. Miller. 1988, "Underpricing of new issues and the choice of auditor as a signal of investment banker reputation", *The Accounting Review*, 63, pp. 605~622.
- [24] Bharat J. A., and M. Kini, 1999, "On investment banker monitoring in the new issue market", *Journal of Banking & Finance*, 23, pp. 49~84.
- [25] Booth, J. R., and L. Smith, 1986, "Capital raising, underwriting and certification hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 261~281.
- [26] Bradford W., and C. Chen, 2004, "Creating Government Financing programs for Small - and Medium - Sized Enterprises in China", *China and World Economy*, 12, pp. 50~65.
- [27] Brau, J. C., and P. M. Johnson, 2009, "Earnings management in IPOs: Post - engagement third - party mitigation or issuer signaling?", *Advances in Accounting*, 25, pp. 1~11.
- [28] Carter, R., and S. Manaster, 1990, "Initial public offering and underwriter reputation", *Journal of Finance*, 45, pp. 1045~1068.
- [29] Cerasi, Vittoria, Barbara Chizzolini, and Marc Ivaldi, 2010, "The impact of mergers on the degree of competition in the banking industry", SSRN working paper.
- [30] Diamond, D. W., 1989, "Reputation Acquisition in Debt Markets", *The Journal of Political Economy*, 7, pp. 828~862.
- [31] DuCharme, L., P. Malatesta, and S. Sefcik., 2004, "Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits", *Journal of Financial Economics*, 71, pp. 27~49.
- [32] Dunbar, C. G., 2000, "Factors affecting investment bank initial public offering market share", *Journal of Financial Economics*, 55, pp. 3~41.
- [33] Hansen, R. S., and P., Torregrosa, 1992, "Underwriter compensation and corporate monitoring", *Journal of Finance*, 57, pp. 1537~1555.
- [34] Hoberg, Gerard, 2007, "The underwriter persistence phenomenon", SSRN working paper.
- [35] Lee, G., and R. W. Masulis, 2008, "Do underwriters or venture capitalists restrain earnings management by IPO issuers?", University of Alabama and Vanderbilt University, Working paper.
- [36] Lin, H., and M., McNichols, 1997, "Underwriter relationships and analysts' earnings forecasts and investment recommendations", Stanford University, Working paper.

- [37] Megginson, W. , and K. Weiss, 1991, "Venture capitalist certification in initial public offerings", *Journal of Finance*, 46, pp. 879 ~ 904.
- [38] Michaely, R. , and K. Womack, 1999, "Conflict of interest and the credibility of underwriter analyst recommendations", *Review of Financial Studies*, 12, pp. 653 ~ 686.
- [39] Michaely, R. , and W. H. Shaw, 1994, "The Pricing of Initial Public Offerings: Test of Adverse - Selection and Signaling Theories", *The Review of Financial Studies*, 7, pp. 279 ~ 319.
- [40] Nanda, V. , and Yun Y. ,1997, "Reputation and Financial Intermediation: An Empirical Investigation of the Impact of IPO Mispricing on Underwriter Market Value", *Journal of Financial Intermediation*, 6, pp. 39 ~ 63.
- [41] Teoh, S. H. , I. Welch, and T. J. Wong, 1998, "Earnings management and long - run market performance of initial public offerings", *Journal of Finance*, 53, pp. 1935 ~ 1974.
- [42] Teoh, S. H. , T. J. Wong, and G. R. Rao, 1998, "Are accrual during initial public offerings opportunistic?" *Review of Accounting Studies*, 3, pp. 175 ~ 208.
- [43] Titman, S. , and B. Trueman, 1986, "Information quality and the valuation of new issues", *Journal of Accounting and Economics*, 8, pp. 159 ~ 172.
- [44] Tsai, Wenpin, Kuo - Hsien Su, and Ming - Jer Chen, 2010, "Seeing through the eyes of a rival: Competitor acumen based on rival - centric perceptions", *Academy of Management Journal*, forthcoming.

Abstract: This paper studies the determinants and consequences of investment banks' competitiveness on the fast growing IPO market of Small and Medium Enterprises (SME). The results show that underwriting quality measured by research ability, IPO discount and post-IPO long-term performance of existing clients, determinate investment banks' competitiveness. In comparison, investment banks' ownership background cannot drive competitiveness. Furthermore, investment banks' competitiveness is negatively associated with the level of earnings management and IPO discount of the SME issuers.

Key Words: investment banks, competitiveness, SME

(责任编辑:王 鹏)(校对:WH)