

# 我国承销商声誉与承销服务费用 关系的研究\*

刘江会

(复旦大学 经济系, 上海 200433)

**摘要:**市场为高声誉承销商提供比低声誉承销商更高的承销服务费用是对承销商建立和保持市场声誉、提高承销服务质量的一种补偿和激励,因而也是确保证券发行市场有效性的一个重要机制。文章利用中国证券发行市场上的数据资料检验了我国承销商声誉与承销服务费用之间的关系,实证分析的结果显示虽然我国承销费用率与承销商声誉值正相关,但是不同声誉等级承销商之间的承销服务价格差别很小,这种状况既不利于承销商声誉资本的形成,也弱化了声誉机制对我国承销商行为的约束力,究其原因就在于我国缺乏市场化的承销服务费用率的形成机制。有鉴于此,文章认为要改变这种状况必须放松当前对承销服务费用的管制,建立市场化的承销服务价格形成机制。

**关键词:**认证中介;承销商声誉;承销服务费用

**中图分类号:**F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2004)04-0108-11

## 一、承销商声誉与承销服务费用的基本关系

在证券发行市场上,承销商的价值首先表现为其在证券分配和销售方面的专业性,这种专业性可以降低证券发行人的融资成本,承销商另一个不太醒目但是非常重要的价值在于它是证券发行市场中的信息的生产者。企业在进行IPO(首次公开发行)时雇佣承销商的一个重要的目的就在于通过承销商来证明其IPO价格是与其内部信息和内在投资价值相一致的。发行企业拥有关于企业未来现金流的信息,而投资者并不具有该信息,如果发行企业可以无成本地向投资者传递它们的私有信息,则发行企业与投资者之间的信息不对称以及由此而出现的“逆向选择”问题就不会产生,但是发行企业通过自己宣布一个“正确”的发行价格(即与其内部信息和投资价值相一致的发行价格)并不能够解决信息不对称和“逆向选择”问题,因为,投资者认为发行企业有动机通过说谎和欺骗来谋取利益。要解决这一问题,信息必须是可信的,因此发行

收稿日期:2004-01-16

作者简介:刘江会(1971—),男,江西南昌人,复旦大学经济学博士生,江西财经大学经济学院讲师。

企业要使投资者相信自己,就必须通过值得信任的第三方来向投资者传递信息,并通过第三方来证明根据此信息而制定的发行价格是正确反映企业价值的发行价格,在证券发行市场中,承销商正是发行企业所需要的这种第三方“认证中介”(certifying agent)。那么投资者怎样就能相信承销商的“认证中介”的角色呢?也就是说投资者又如何能相信承销商所确证的发行价格就是一个正确反映了企业价值的发行价格呢?承销商的这种“认证中介”职能要得到投资者的认同就必须满足两个基本条件:其一,承销商必须拥有一个“不可补救的声誉资本”,并且这种声誉资本与承销商的未来收益流密切相关;其二,如果承销商有欺骗行为,则其声誉投资的收益率就会受到伤害,承销商的欺骗行为将使其无可挽回地失去自己的声誉资本,从而失去在证券发行市场中的市场份额,并因此而不得不降低提供承销服务的费用。所以,只要声誉投资所获收益的净现值超过欺骗的收益,则理性的承销商就会正确地评估 IPO 企业的价值并尽可能准确地认证发行价格。

因此声誉对于承销商的信息认证功能至关重要,声誉是承销商充当“认证中介”的基础,Booth 和 Smith(1986)认为承销服务费用(Underwriter Fee)在很大程度上就是承销商作为第三方向投资者传递有关发行企业信息的一种补偿,这种补偿是企业价值不确定性的增函数,也是承销商声誉的增函数。因此,出于对自己声誉和未来收益的关切,承销商有一个挑选 IPO 企业的机制,越是有声望的承销商越是与那些风险低的发行相联系,这意味着承销商会像一个风险厌恶者那样行事,它们承揽的 IPO 业务往往是那些前景看好、风险不大的企业的 IPO。投资者知道承销商在进行承销决策时会考虑自己的声誉,所以承销商一旦答应承销某个企业的 IPO 业务,投资者就可以从中获得一些有关企业的正面信号,在其他条件相同的情况下,发行企业的证券就能够获得一个不错的市场出清价格,声誉好的承销商也可以凭借其声誉而索取较高的承销费用,这种较高费用是对其建立和保持市场声誉的一种补偿,也是承销商关切自身声誉的持续动力。

根据以上的分析,我们可以得到这样两个推论:其一,声誉资本是承销商作为第三方向投资者传递有关发行企业内部信息的前提,因此也是承销商发挥“认证中介”职能,缓解证券发行市场信息不对称的基础;其二,承销费用不仅是对承销商向投资者分配和销售证券的一种补偿,更是对承销商作为第三方向投资者传递有关发行企业信息的一种补偿,由于承销商的声誉越高,其缓解投资者与发行企业之间信息不对称的功能就越强,因此市场提供给高声誉承销商的承销服务费用也就越高,即承销商声誉与承销服务费用正相关,这种关系是承销商进行声誉资本投资、提供高质量承销服务的持续动力,因而也是确保证券发行市场有效性的一个重要机制。

以上关于承销商声誉与承销服务费用之间关系的结论是根据对成熟市场

的分析而得出来的,但这些结论是否适用于新兴市场还有待检验,中国的证券发行市场具有新兴市场的典型特征,那么在中国证券发行市场中,承销商的声誉与承销服务费用之间的关系又如何呢?本文将运用中国证券发行市场中的数据资料来对中国承销商的声誉与承销服务费用之间的关系进行实证分析,并从中探究我国证券承销服务费用改革的政策选择。

## 二、我国承销商声誉与承销服务费用的基本情况

### (一)我国承销商声誉等级排名的基本情况

对承销商的声誉等级进行度量的研究最早可以追溯到 Haye(1971),他指出证券承销业是一个建立在等级森严的科层制度基础之上的行业,承销商的等级区分非常明显。Haye 之后,Logue 在 1973 年的一篇关于 SEO(再次公开发行)定价的文献中最早研究了衡量承销商声誉度的方法,随后许多金融学家在分析券商的承销行为时,都涉及到了券商声誉的衡量问题,并发展出许多衡量承销商声誉等级的方法,其中最具代表性的衡量方法有两种:(1)C-M 法:这种方法是由美国的两位金融学家 Carter 和 Manaster(1990)提出来的。Carter 和 Manaster 依据 IPO 的墓碑公告<sup>①</sup>中承销商的排名次序作为衡量承销商声誉的一个重要参考依据,并据此对不同承销商的声誉进行分级,C-M 承销商声誉分级方法在西方金融理论文献中的引用率极高,是研究证券承销市场上承销商声誉度的最为流行的方法之一。(2)M-W 排名系统:Megginsion 和 Weiss(1991)以各承销商在证券承销市场中的份额作为投资银行声誉的衡量指标(M-W 排名系统),市场份额越大的投资银行其声誉也越高。

迄今为止,我国没有任何一个学术团体和研究机构能提供像美国 Carter Manaster 那样的专门针对承销商声誉的排名系统,这与我国 IPO 的发行公告与美国的 IPO 墓碑公告的格式不同相关,也与我国证券发行市场的发展历史不长有关。因此,我国现有的有关承销商声誉等级的排名都是按照各承销商的业务量计算出来的,基本类似于 Megginson Wess(M-W)的排名系统。根据我们所掌握的资料,目前我国与承销商 IPO 业务相关的排名主要有以下几种:一是中国证券业协会每年定期公布券商的经营业绩排名,该排名包括了各主承销商的承销家数和承销金额的排名情况(见 <http://www.s-a-c.org.cn>);二是伟海投资咨询公司提供的券商业务价值量排名系统(见 <http://www.wei hai com. cn>),该系统也包括各券商承销证券的家数和承销金额的排名;三是上海证券报推出的券商综合实力排行榜,该排行榜以不同业务(经纪业务和承销业务)为券商产生的收入比例为权重,加权计算得出各券商的综合业务价值量,并据此为各券商进行排名;四是聂祖荣、李波(2003)提出券商竞争力排名体系,该排名分别从经营能力、核心业务能力、创新能力、风险管理能力、治理结构、企业文化、人力资源等 7 个方面对券商的竞争力进行排名,其

中券商的承销业务排名情况被反映在核心业务能力这个指标上。

对以上排名,他们都以各承销商的承销新股的业务量来衡量承销商在证券承销领域中的实力,在比较和借鉴上述几个排名的基础上,我们也采用 M-W 方法对我国承销商历年来承销新股(IPO)的情况进行排名,并以此作为承销商声誉等级的衡量指标。我们的样本数据包括从 1991 年初至 2003 年 8 月 30 日之前在沪深两市发行且在 2003 年 10 月 30 日之前上市的 1078 只 A 股新股,样本数据全部来源于色诺芬(Sinofin)信息服务有限公司提供的中国证券市场 IPO 数据库和中国上市公司资讯网(<http://www.cnlist.com>)中的相关资料。首先我们统计了各承销商在 1991~2003 年期间作为主承销商承销 IPO 的累计次数以及在上述 IPO 中为发行企业筹集的资金总额,然后根据各承销商的承销次数和筹资总额分别在总样本中所占的比例来给各承销商计分<sup>②</sup>,再根据各承销商的得分算出承销商的排名顺序,最后根据这一排名顺序将我国承销商分成 3 个等级,业绩排名在 1~10 位的为高声誉等级的承销商,业绩排名在 11~30 位为中声誉等级的承销商,而业绩排名在 30 位以后的为低声誉等级的承销商,据此我们就可以考察我国证券发行市场中承销商的声誉与承销服务费用之间的关系。

## (二)我国承销服务费用的基本情况

在研究我国证券承销服务费用问题时有两个特征不得不考虑:

其一,我国证券承销服务收费标准受到政府的严格管制。1993 年 5 月,中国证监会发布了《关于发布 1993 年新股承销收费的规定的通知》,该通知规定无论采用代销方式或包销方式,承销机构收取的承销费用应为承销股票总金额的 1%~2.5%,在这一范围内,实际承销收费比例可由发行人和承销机构协商确定。1996 年 12 月中国证监会在《关于股票发行工作若干规定的通知》中调整了承销服务收费标准,在包销方式下承销收费的具体标准如表 1 所示,证监会规定的这一收费标准(除承销费用不超过 1 000 万元以上这一条外)一直沿用至今,由此可见我国证券承销服务费用的定价方式并没有完全市场化。

表 1 证监会规定的我国承销服务收费标准

承销金额	收费标准
2 亿元以内	1.5%~3.0%
3 亿元以内	1.5%~2.5%
4 亿元以内	1.5%~2.0%
4 亿元以上	网上发行方式不超过 900 万元;网下发行方式不超过 1 000 万元

其二,我国证券发行市场长期处于卖方市场态势,证券承销方式绝大多数采用包销的方式。由于我国证券发行市场供求不平衡,发行市场的供给大大小于需求,证券发行市场发展的初期阶段尤其如此,在证券发行市场长期处于卖方市场的态势下,证券销售的风险几乎为零,因此我国承销商在承揽证券发

行业务时基本上采用包销的方式。以上两个特征对我国承销商的承销服务费用有重要的影响,因而也必然影响我国承销商声誉与承销服务费用之间的关系,所以下文对我国承销商声誉与承销服务费用关系的研究也是建立在这一背景基础之上的。

由于我国证券发行服务费用受到监管部门的严格管制,这决定了我国证券承销服务费用不会有太大幅度的波动。根据 Sionfin 信息服务公司一级市场数据库提供的数据,我们计算了我国 1996~2003 年各年 IPO 承销服务率<sup>③</sup>的均值,基本情况如图 1 所示。1996 年 12 月证监会调整了我国证券承销服务费用的收费标准,规定承销商的承销费用是提取承销金额的 1.5%~3%,此后的 1997~2001 年我国证券承销服务的平均收费率基本上没有什么变化。但是 2001 年之后,承销服务费用有较明显的上升趋势,本文认为其中的原因可能与以下两点相关:

其一,承销业务市场集中度有所提高,承销商的谈判地位上升。近年来我国承销服务市场的集中度有所提升,一些承销商在市场中具有了一定的垄断力,虽然承销业务仍然存在较激烈的竞争,但是相对于以前,承销商在与发行企业的谈判过程中的弱势地位有所改变,这导致承销商可以向发行企业要求更高的承销服务费用率。

其二,“通道制”的实行。2001 年 4 月起,中国证监会取消了以前股票发行的额度管理,而代之以“通道制”,在“通道制”下,每家承销商一次只能推荐一定数量的企业申请发行股票,而且所推荐的企业每核准一家才能再上报一家,有主承销资格的券商拥有的通道最多只有 8 条。“通道制”的实行使得企业由以前向行政部门申请批准、争取额度,改为拥有通道资源的承销商争取通道,由于每一家承销商拥有通道资源的数量有限,而需要通道资源的上市企业又很多,在这种情况下,承销商必然会要求提高承销服务费用,因此 2001 年以后承销服务费用的上升趋势可以说是通道资源稀缺性的一种体现。

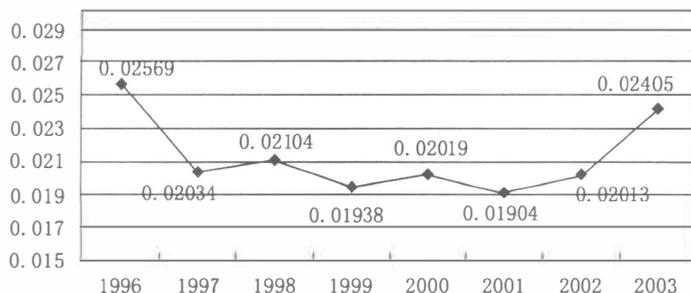


图 1 历年来我国 IPO 平均承销费用率均值的波动情况

### 三、我国不同声誉等级承销商服务费用的比较

从理论上讲,声誉越高的承销商在承揽证券发行业务时收取的承销服务费用越高,这是对承销商声誉资本投资的一种补偿。那么,在我国证券发行市场上,承销商声誉与承销服务费用之间是否亦存在这种关系呢?为了回答这一问题,我们对我国不同声誉等级承销商的 IPO 承销服务费用进行了比较。我们收集了 1993~2003 年间不同承销商所承销的 IPO 的资料,其中有承销费用数据的 IPO 有 850 个,剔除一些有异常值的 IPO 后,最后得到的样本数据为 775 个,全部样本数据均源自 Sinofin 信息服务公司一级市场数据库。

根据样本数据,我们计算了我国不同声誉等级承销商收取的 IPO 承销服务费用率的平均值,其中,高声誉等级承销商的 IPO 承销费用率平均为 2.238%;中声誉等级承销商的 IPO 承销费用率平均为 2.227%;而低声誉等级承销商的 IPO 承销费用率为 2.215%。因此,就 IPO 承销费用率的均值而言,我们大概可以得到这样一个判断,即我国证券发行市场上越是声誉等级高的承销商,收取的承销服务费用越高。但是,不同声誉等级承销商承销服务费用率之间的差距并没有拉开,高声誉承销商的承销服务费用率仅比低声誉承销商高 0.023 个百分点,而中等声誉承销商的承销服务费用率与高声誉承销商之间的差距只有 0.011 个百分点。不同声誉等级承销商之间承销费用率之间的微小差距表明,在我国证券发行市场上,承销商的声誉资本价值并没有得到充分的体现。

### 四、我国证券发行市场承销商声誉与承销服务费用关系的回归分析

以上对我国不同声誉等级承销商的承销费用率进行了一个初步的分析,发现就 IPO 承销费用率的均值而言,越是声誉高的承销商,收取的承销服务费用的比率越高,但是不同声誉等级承销商的承销服务费用率之间的差别非常微小,没有充分体现承销商声誉资本的价值。为了进一步探究我国承销商声誉与承销服务费用之间的关系,以下我们对我国证券发行市场承销商声誉与承销服务费用关系进行回归分析。

#### (一)回归方程的构建

承销商的声誉仅是影响承销服务费用的重要因素之一,除了承销商的声誉以外,承销服务费用还受发行规模、发行价格、发行风险、发行企业的规模以及发行企业与承销商之间的关系等因素的影响,由于承销服务费用是由这些因素综合决定的,因此要准确判断承销商声誉对承销服务费用影响的大小,就不能忽视影响承销服务费用的其他因素,为此,我们通过建立多元线性回归模型,从影响承销服务费用的一系列主要因素当中分解出承销商声誉对承销服务费用的影响,并据此来分析我国承销商声誉与承销服务费用之间的关系。

我们的多元线性回归模型如下：

$$FEE_i = \beta_0 + \beta_1 RP_i + \beta_2 \ln(\text{PROCEEDS})_i + \beta_3 \ln(\text{ASSET})_i + \beta_4 (1/\text{PRICE}_i) + \epsilon_i$$

其中， $FEE_i$  为发行企业  $i$  首次发行(IPO)的承销费用率； $RP$  为发行企业  $i$  首次发行承销商的声誉值； $\ln(\text{PROCEEDS})_i$  为发行企业  $i$  首次发行规模的自然对数，以发行总金额为代表； $\ln(\text{ASSET})_i$  为发行企业  $i$  在 IPO 时规模的自然对数，以发行当年企业总资产为代表； $\text{PRICE}_i$  为发行企业  $i$  首次发行的发行价格。

### (二) 样本数据及变量统计特征

本文选取了 1998 年 1 月 1 日至 2003 年 10 月 30 日之间在深沪两市发行并上市的 447 个企业的 IPO，这些 IPO 的承销方式均为包销，在选取样本时，我们去掉了没有承销费用信息的 IPO。样本中的承销费用率、发行价格、发行规模等数据源于色诺芬(Sinofin)信息服务有限公司一级市场数据库，承销商的声誉值根据中国承销商的排名得分来表示计算，而发行企业规模的资料源于中国证券网(www.stocknews.com.cn)。表 2 对样本中的数据进行了一些描述。

表 2 中国证券发行市场 IPO 承销服务费用(1998~2003 年)  
回归模型变量描述(N=447)

变量	FEE (%)	RP (%)	PROCEEDS(百万元)	ASSET(百万元)	PRICE(元)
均值	2.289296	4.586933	607.5148	3293.9690	7.523870
中值	2.259561	4.121222	403.2000	940.8021	6.600000
最大值	3.278267	13.657440	11816.0000	360294.0000	36.680000
最小值	1.037315	0.070352	100.0000	119.1508	2.200000
标准差	0.532164	3.964980	1025.4270	21915.5400	3.655223

注：(1)各承销商声誉值(RP)=(50%×承销家数占总样本的比例)+50%×(承销总量占总样本的比例)；(2)IPO 企业规模以发行企业在 IPO 时的总资产来表示；(3)样本容量为 447。

### (三) 基本假设

在进行回归分析之前，先提出模型的一些基本假设：

假设 1：承销商声誉值(RP)和承销服务费用(FEE)正相关( $\beta_1 > 0$ )。

声誉等级越高的承销商越能够准确地制定发行价格，同时，投资者对高声誉承销商所承销的证券也更加信赖。因此越是声誉等级高的承销商越是能够为发行企业提供高质量的承销服务，相应地，其收取的承销服务费用也越高。

假设 2: IPO 发行规模(PROCEEDS)和承销服务费用负相关( $\beta_2 < 0$ )。

一般认为发行规模越大,承销服务费用越低。Hansen(1986)认为之所以如此,一方面是因为发行规模越大则每股摊派的承销固定成本就越小,另一方面是因为规模经济的存在,会使得随着发行规模的增加,承销平均成本下降,因此承销费用也相应降低。

假设 3: IPO 企业的规模(ASSET)和承销服务费用负相关( $\beta_3 < 0$ )。

一般而言, IPO 企业规模越大(在本文的模型中以企业的总资产作为反映企业规模的指标),则投资者对发行企业越信任,在这种情形下,发行就会越顺利,发行的困难和风险也越小,因此承销商索要的承销服务费用也就越低。另一方面, IPO 企业规模越大,发行企业讨价还价的能力就越强,因此在与承销商的谈判过程中,规模越大的发行企业获得的承销条件越优越,支付的承销服务费用也就更低。

假设 4: IPO 的发行价格(PRICE)和承销服务费用正相关( $\beta_4 < 0$ )。

发行价格越高,发行价格与发行企业价值偏离的可能性就越大,如果一旦发行价格大大偏离发行企业的真实价值,承销商为此要承担连带责任,因此发行价格越高,承销商的风险就越大,为此其收取的承销服务费用也就越高。

以下将样本数据代入模型做多元回归分析,以检验上述假说是否与我国证券发行市场的实际情况相吻合。

#### (四)回归检验与结果分析

运用 OLS 方法,对 1998~2003 年间影响我国 IPO 承销服务费用率的各因素进行回归分析,回归结果如表 3 所示。它表明:

1.  $\beta_1 > 0$ , 并且显著性较强,这与模型的假设相符。可见在我国 IPO 发行市场上,承销商声誉等级越高,其承销服务的收费也相对越高。但是,承销服务费用率与承销商声誉值之间的系数比较小, $\beta_1$  只有 0.011658,是模型所有系数中最小的。

2.  $\beta_2 < 0$ , 并且显著性很强,与模型的假设一致,因此在我国证券发行市场中, IPO 发行规模越大,承销费用率越低。这说明在我国证券发行市场中存在着一定的规模经济效应。

3.  $\beta_3 < 0$ , 并且在统计上有比较强的显著性,与模型假设一致,也与我们的经验观察一致,比如中国石化和中国联通都是超大型国有垄断性企业,其 IPO 的承销费用率均为证监会规定的底线(即筹资额的 1.5%)。

4.  $\beta_4 > 0$ , 即承销费用率与变量  $1/PRICE$  正相关,这意味着承销费用率与发行价格(PRICE)负相关,即发行价格越高,承销服务费用率越低,这与模型的假设不相符,其中的原因可能与我国 IPO 定价市场化程度不高有关。

5. 就模型的整体有效性而言,样本数据可在 1% 的水平下通过 F 检验,说明模型整体有效性较强,因此该模型可以用于检验我国承销商声誉等因素

对 IPO 承销费用的影响。

表 3 影响我国 IPO 承销服务费用率各因素回归分析的结果

因变量: SPREAD; 回归方法: OLS; 样本容量: 447			
变量	系数	标准误	t 统计量
RP( $\beta_1$ )	0.011658	0.005061	2.303672**
LN(PROCEEDS) ( $\beta_2$ )	-0.393877	0.063872	-6.166619***
LN(ASSET) ( $\beta_3$ )	-0.100437	0.044321	-2.266146**
1/PRICE ( $\beta_4$ )	0.620913	0.384451	1.615063*
常数项( $\beta_0$ )	5.239306	0.210659	24.871060***
回归方程的拟合优度和整体显著性		R <sup>2</sup> =0.396524; 调整的 R <sup>2</sup> =0.391062 F-统计量=72.60578	

注: \*\*\* 表示在 1% 的水平下显著, \*\* 表示在 5% 水平下显著, \* 表示在 10% 的水平下显著。

总之, 回归检验的结果证实了这样一个事实, 即在控制其他变量对承销费用影响的情况下, 相对于影响承销服务费用率的其他因素而言, 我国证券发行市场中的承销商声誉对承销服务费用率的影响较小。因此可以说我国承销费用率对承销商声誉值的变化反应不灵敏。这进一步说明, 在我国证券发行市场中承销商声誉资本的价值没有得到充分的体现。

### 五、结论和政策建议

我国 IPO 承销服务费用率与承销商声誉值之间的弹性系数之所以较小, 本文认为其中最主要的原因就在于我国缺乏市场化的承销服务费用率形成机制。长期以来我国 IPO 承销服务费用率一直受到管理层的严格管制, 承销服务费用率的波动幅度被限制在一定的范围之内(1.5%~3.0%), 因此高声誉等级承销商与低声誉等级承销商之间的承销服务费用率无法拉开差距, 从而也无法通过市场竞争来形成充分反映承销服务质量和声誉资本价值的承销服务价格, 其主要后果有三: 其一, 导致我国证券发行市场上承销商忽视承销服务的质量, 一味追求承销业务的数量, 使得我国承销商之间的竞争停留在低层次的数量竞争基础之上, 从而不利于高、中、低端承销市场的形成; 其二, 不同声誉等级承销商之间的承销服务价格差距无法拉开制约了承销商之间的竞争, 使得承销商淘汰机制弱化, 这不利于承销商之间的重组兼并, 阻碍了证券承销业务市场集中度的提高; 其三, 市场为高声誉承销商提供比低声誉承销商更高的承销服务价格是对承销商建立和保持市场声誉的一种补偿和激励, 也是承销商关切自身声誉的持续动力。因此, 我国证券发行市场中, 不同声誉等级承销商之间的承销服务价格差别不大的状况不利于声誉资本的形成, 弱化了声誉机制对承销商行为的约束力。

鉴于此, 本文认为放松对承销服务费用率的管制, 建立市场化的承销服务价格形成机制对于优化我国承销服务市场的结构, 促进我国承销商声誉机制的完

善和规范承销商的竞争行为具有十分重要的意义。为此提出以下三点建议:

1. 逐步建立自由浮动的承销费用制度。由于承销服务价格自由化的程度还取决于我国证券市场自身的成熟程度,取决于证券市场业务创新的进展,还取决于券商抗风险能力的提高。只有券商的业务实现了多元化,才会从容面对承销服务价格自由化带来的冲击。考虑到目前我国证券发行市场如果对承销服务价格一步完全放开,会从整体上减少承销商的收入来源,容易引发不计成本的价格竞争,因此我们认为短期内进行全面放开对承销服务费用的管制的条件还不成熟,现实的选择是先适当放宽承销服务费用的浮动范围,最终分步实现完全自由浮动的承销服务费用制目标。

2. 在建立自由浮动的承销费用制度过程中,首先取消现行承销费用制度中的价格上限(即承销费不能超过承销金额的3%的上限),而价格下限暂时维持不变,其目的在于避免承销商之间的恶性价格竞争,维持承销市场正常交易秩序。

3. 加强有效监管。实施承销服务价格市场化改革后,承销商的经营风险会在某种程度上增加,因此有必要进一步强化证券监管,确保承销商稳健经营。其中,一个重要的方面是,必须完善和健全证券公司内控机制,着力提高其风险分析、预测和规避能力。

\* 本文是本人博士论文和中国证券业协会2003年度课题项目之一《中国证券市场券商信誉问题研究》的部分研究成果。作者感谢中国证券业协会和天同证券提供的帮助,在本文写作过程中复旦大学经济系宋瑞波博士、世界经济系莫万贵博士以及上海财经大学金融学院彭玉韬博士参与了本文的讨论,作者在此表示感谢,但文中错误由作者负责。

#### 注释:

- ①所谓墓碑公告是指刊登在金融报纸和其他报刊杂志的金融或商业版中,对新股发行予以介绍的一种公告,其内容包括拟上市公司名称、承销商名称、发行总股份和每股价格等。墓碑公告既可以与招股说明书同时发布,也可以在发行期间或发行结束后发布,这种行为不会被SEC认为是非法的促销行为。
- ②各承销商的排名得分=50%×承销家数占总样本的比例+50%×承销总量占总样本的比例。
- ③在本文中承销费用率等于承销费与承销总金额之间的比率。

#### 参考文献:

- [1] 聂祖荣,李波. 证券公司竞争力评价方法和实证研究[J]. 中国证券业研究,2003,(1).
- [2] 田嘉,占卫华. 投资银行声誉与IPO定价偏低关系的实证分析[J]. 中国社会科学院研究生学报,2000,(4).
- [3] Beatty R, Ritter J. . Investment banking, reputation, and the underpricing of initial public offerings[J]. Journal of Financial Economics,1986,15: 213~232.
- [4] Booth J, Smith R. . Capital raising, underwriting and the certification process[J]. Journal of Financial Economics,1986,15:261~281.
- [5] Carter R, Manaster S. . Initial public offerings and underwriter reputation[J]. Journal

- of Finance, 1990, 45: 1045~1067.
- [6] Hansen R. . Evaluating the cost of a new equity issue[J]. Midland Corporate Finance Journal, 1986: 42~55.
- [7] Hayes S. . Investment banking: power structure in flux[J]. Harvard Business Review , 1971, 49: 136~152.
- [8] Meggison W L, K Weiss. Venture capitalist certification in initial public offerings [J]. Journal of Finance, 1991, 46(3): 879~901.
- [9] Sami Torstila. The distribution of fee within the IPO syndicate[R]. Financial Management. 2001, Winter Page: 25~43.

## An Empirical Analysis on the Relationship between Underwriter's Reputation and Underwriting Fee in China

LIU Jiang-hui

(School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China)

**Abstract:** The fact that the market offers much more underwriting fee to underwriters with higher reputation than to those with lower reputation is an important compensation and encouragement for underwriters to build, maintain their reputation and improve quality of underwriting service, therefore it is also an important mechanism to keep the effectiveness of the issuance market of security. This paper tests the relationship between the reputation of underwriters and underwriting fee in China by using data from China's security issuing market. The results of the empirical analysis show that, China's underwriting fee is positive in relation with the underwriters' reputation, the price difference between underwriters of different reputation rang is very little, which not only obstructs the formation of reputation capital of underwriters but also weakens the effects of reputation mechanism on the behavior of underwriters, because there is no market mechanism of underwriting fee in China. To change this situation analysed above, this paper suggests that China should deregulate fee of underwriting services in order to build market mechanism of underwriting price.

**Key words:** certifying agent; underwriter's reputation; underwriting fee