



# 保荐代表人经验差异、信息不对称与新股发行定价

解子恒

**摘要：**随着我国资本市场的快速发展，新晋保荐代表人的数量迅速增加，保荐行业中跨经验合作的现象愈发普遍。本文以两位保荐代表人之间的博弈关系为研究视角，探究两位签字保荐代表人之间的执业经验差异对于新股发行定价准确性的影响。结果表明，两位保荐代表人的执业经验差异越大，新股发行定价的准确性越低，具体表现为IPO抑价率水平显著提高。本研究为保荐机构统筹人员安排、上市公司提高信息质量和政府机构履行监督职权提供了建议，对于我国资本市场的高质量发展具有重要意义。

**关键词：**保荐代表人 执业经验差异 IPO 抑价 新股发行

## 一、引言

目前我国资本市场发展尚不成熟，较为严重的信息不对称问题导致了众多非理性现象，尤其以IPO抑价现象为代表（汪昌云和武佳薇，2015；宋顺林，2022；张宗新和张园园，2023）。IPO抑价水平越高，则新股发行定价准确性越低，说明信息不对称现象越严重。Ritter & Welch (2002) 研究表明，发达国家证券市场的IPO首日抑价率基本稳定在10%~30%之间。Ritter (2014) 统计显示，1990—2013年我国IPO抑价率为118.4%，远高于发达国家水平，IPO高抑价现象仍是当前我国资本市场面临的主要挑战（汪昌云等，2015）。保荐代表人作为新股发行上市中的关键角

色，其执业经验对于新股发行定价起到重要作用。探究保荐代表人执业经验特征的影响效果对于缓解信息不对称、提高新股发行定价准确性和健全资本市场高质量发展具有重要意义。

保荐代表人执业经验对于新股发行定价的影响，已有国内外学者进行了相关研究：Tinic (1988) 研究发现经验丰富的保荐代表人，因尽职调查技能水平更高从而可以降低IPO发行抑价率；Loughran et al. (2004) 研究发现执业经验丰富、声誉良好的保荐代表人能够显著降低IPO抑价率；吕怀立等 (2021) 研究发现，保荐代表人在核准制市场的保荐次数越多，其科创板客户的IPO抑价水平越低。综上所述，

解子恒，暨南大学管理学院。



目前已有研究证明执业经验丰富的保荐代表人，可以显著提高新股发行定价的准确性。现有文献虽证明了保荐代表人执业经验与新股发行定价准确性的关系，但忽略了我国保荐业务中特殊的“双保荐人<sup>①</sup>”制度设计的影响效果。不同于英美等国的团队保荐代表制度<sup>②</sup>，我国的“双保荐人”制度设计将保荐工作责任落实到两位签字保荐代表人，因此保荐代表人在我国的上市申报流程中发挥着至关重要的作用。而以往文献主要从单一保荐代表人的执业经验视角出发，忽略了在我国特殊的制度背景下，两位保荐代表人之间执业经验差异的博弈关系对于新股发行定价准确性的影响。但受限于保荐代表人整体数量较少、保荐代表人之间的执业经验差异较小且相对稳定的特征，以两位保荐代表人执业经验差异为视角展开分析面临样本量较小、执业经验差异方面异质性有限的问题。

随着我国保荐代表人制度的改革，外生的政策冲击为该视角下的研究提供了理想的实验条件。为满足资本市场需求、促进保荐业务发展，证监会于2020年6月出台了《证券发行上市保荐业务管理办法》

(以下简称《管理办法》)，大幅降低了保荐代表人的准入门槛<sup>③</sup>，新晋保荐代表人的数量快速上升，缓解了实证研究中样本量较小、经验结构异质性不足的问题。根据附图1<sup>④</sup>显示，保荐代表人数量角度，自2020年6月出台《管理办法》后，保荐代表人数量迅速增长，截至2022年底，保荐代表人数量已经超过2019年底人数的两倍。随着保荐代表人数量的快速增长和执业经验差异度的提升，新晋行业的保荐代表人与经验丰富的保荐代表人跨经验合作执业的现象越来越普遍，研究以执业经验差异为代表的人力资本关系之间的博弈，对于保荐工作质量和新股发行上市定价具有重要意义。

## 二、制度背景与研究假设

### (一) 制度背景：股票发行制度与“双保荐人”制度

我国的股票发行制度可以大致分为三个阶段：审批制、核准制和注册制。审批制下的公司上市完全由政府主导，发行额度和发行价格都由政府统一规定，但强力政府干预和审批使得资源配置严重缺乏效

① 根据《证券发行上市保荐制度暂行办法》，保荐机构应当指定两名保荐代表人具体负责一家发行人的保荐工作，并确保保荐机构有关部门和人员有效分工协作。

② 英国AMI市场实行“终身保荐制度”，要求上市企业聘请一名符合法定资格的公司作为保荐人；美国纳斯达克市场实行“什锦保荐制度”，即通过承销商、做市商和分析师三者共同合作执行保荐业务。

③ 2020年6月发布的《证券发行上市保荐业务管理办法》，取消了两项关于保荐代表人资格的要求：①申请保荐代表人资格时担任过项目协办人；②通过保荐代表人资格考试。修改后的保荐代表人资格认证将成为“非准入型的水平评价测试”。

④ 附文1~2、附图1~2、附表1~11见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

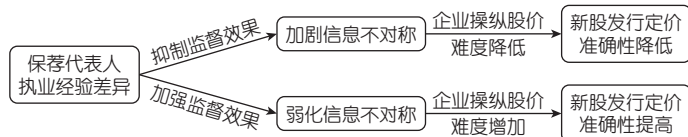


图 1 研究假设逻辑

率。1999 年证券法生效后，我国的 IPO 审核制度逐步转变为核准制。与审批制相比，核准制的主要差别在于拟上市公司的推荐权由各地政府转向了具备相关资质的中介机构。核准制初期采用的是“通道制”，即证监会根据承销商资质，授予每家承销机构数量不等的通道，通道数量即为指定期间内承销商可同时推荐发行企业的数量。该方法虽避免了承销商盲目推荐的行为，但因为“通道数量”的严格限制，不同规模和声誉的承销商在承销数量上的差异较小，导致市场淘汰机制无法发挥作用。

随着通道制弊端日渐显现，2003 年出台的《证券发行上市保荐制度暂行办法》开始推行“双保荐人”制度：要求拟上市公司必须由保荐机构出具保荐意见书，并由两个保荐代表人签字后方能推荐上市。保荐机构及保荐代表人具有核查并确保申报文件真实性、准确性与完整性的责任，对于保荐责任期间出现的重大风险或利益侵占等行为，保荐机构和两位保荐代表人承担重大连带责任。尽管股票发行制度不断改革，但“双保荐人”体系始终作为股票发行制度的核心并沿用至今。随着发行制度改革，资本市场对于保荐代表人的监

督责任和执业能力提出了更高的要求。

## （二）研究假设

保荐代表人作为监督拟上市公司信息披露规范性的负责人，执业经验差异对于其监督上市公司信息披露行为效果的影响可能同样具有双重性：正面影响角度，保荐代表人的执业经验差异越大，两者对于关键风险的认定更有可能存在差异，使团队内探讨更加全面深入，有助于提高协作效率，各自分工负责形成监督合力，正向促进监督效率和监督效果，降低信息不对称程度；反面影响角度，两位保荐代表人的执业经验差异越大，两者可能在工作方式和工作侧重点上存在较大差异，导致协作效率偏低，无法达成一致目标形成合力，负向抑制监督效率和监督效果，加剧信息不对称程度。综上所述，执业经验差异可能抑制或促进保荐代表人的监督效果和监督效率，导致上市公司与保荐代表人、与投资者之间的信息不对称程度降低或加剧。

信息不对称程度的变化，将影响企业利用内幕消息操纵股价的难度（肖奇和吴文锋，2023），对于保荐代表的风险认定和外部投资者的决策行为造成影响：若信息不对称程度越高，上市公司相对于保荐



代表人和投资者的信息优势越明显，企业利用内幕消息操纵发行股价的难度更低，导致保荐代表人无法准确定价、投资者无法合理估价，新股发行定价的准确性显著降低；若信息不对称程度越低，上市公司相对于保荐代表人和投资者之间的信息优势不再明显，企业利用内幕消息操纵股价的难度更高，使得保荐代表人可以准确定价、投资者可以合理估价，新股发行定价的准确性显著提高。基于上述分析，两位保荐代表人的执业经验差异通过加剧或弱化上市公司的信息不对称程度为中介机制，降低或提高新股发行定价的准确性水平。

基于上述两种观点，本文提出竞争性假设：

H1：两位保荐代表人的执业经验差异越大，通过加剧拟上市公司的信息不对称为作用机制，导致新股发行定价的准确性降低；

H2：两位保荐代表人的执业经验差异越大，通过弱化拟上市公司的信息不对称为作用机制，导致新股发行定价的准确性提高。

### 三、研究设计

#### （一）数据来源

本文选取 2010—2022 年期间我国申请并成功上市的公司为样本，剔除期间的 ST 公司、金融类公司、缺失保荐代表人数据和缺失相关变量数据的样本。此外，为避免极端值的影响，本文对样本进行了上下 1% 水平的 winsorize 缩尾处理，经过上述处理后共得到有效样本 1 588 个。本文有关保荐代表人的执业经验数据信息来

自中国证券业协会网站，并与公开发布的招股说明书信息进行交叉验证，其余有关上市公司的财务和非财务数据信息来自 CSMAR 数据库。

#### （二）模型设计与变量定义

##### 1. 模型设计

参考吕怀立等（2021）、赵岩和孙文琛（2016）的模型设定，以 IPO 抑价率作为因变量，以两位保荐代表人之间的执业经验差异作为自变量，以公司层面的财务和非财务指标作为控制变量，同时控制行业(industry)、年度(year)和保荐机构(bank)层面的固定效应。特别地，为缓解序列相关导致的异方差问题，对回归标准误进行公司层面的聚类调整。据此构建如下模型：

$$Ret_{i,t} = \alpha + \beta_1 DIFF_{i,t} + \beta_2 Controls_{i,t} + industry_i + year_i + bank_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

##### 2. 因变量选择

参考赵岩和孙文琛（2016）、郭泓和赵震宇（2006）的研究，选择“上市首日的个股回报率(Return)”和“上市首日经市场调整的个股回报率(Adj\_Return)”作为因变量计量 IPO 抑价率水平，抑价率水平越高则新股发行定价准确性越低。

##### 3. 自变量选择

参考吕怀立等（2021）研究，以截至 IPO 当年签字保荐代表人累计保荐项目的数量作为保荐代表人执业经验水平的计量指标。两位保荐代表人各自累计保荐项目数量差值的绝对值作为执业经验差异的计量指标，绝对值越大，则说明两位保荐代表人的执业经验差异越大。



#### 4. 控制变量选择

参考吕怀立等(2021)、张学勇和张叶青(2016)、赵岩和孙文琛(2016)的研究,公司层面的控制变量选择资产规模(size)、资产负债率(leverage)、净资产收益率(roe)、经营现金流占资产比重(cfo)、首日开盘价(openprice)、首日换手率(turnover)、市盈率(pe)、托宾Q值(tobinq)作为控制变量,保荐代表人层面的控制变量分别选择两位保荐代表人的性别特征(sex1和sex2)和学历特征(educ1和educ2),变量的具体定义方式详见附表1。

### 四、实证结果分析

#### (一) 描述性统计

根据附表2.1结果显示,上市首日个股回报率均值为74.2%,最大值为561.5%,上市首日常市场调整的个股回报率均值为73.9%,最大值为568.2%,说明我国的证券市场存在较为严重的IPO抑价现象。执业经验差异指标的最小值为0,最大值为13,均值为4.142,说明保荐代表人组合中存在执业经验差异的现象较为普遍。此外,第一和第二保荐代表人性别变量的均值分别为0.883和0.845,说明保荐代表人中男性从业人员占绝大部分;第一和第二保荐代表人学历变量的均值分别为0.795和0.793,说明保荐代表人群体中整体学历水平较高(硕士研究生及以上)。

#### (二) 主检验结果

本文采取逐步回归的方式进行列示,表2.2第(1)和(3)列为不包含控制变

量的回归结果,第(2)和(4)列为包含控制变量的回归结果,所有列均控制了行业、年度和保荐机构层面的固定效应,并在公司个体层面进行聚类调整。根据附表2.2结果显示,第(1)~(4)列解释变量的系数均显著为正,说明执业经验差异对新股发行定价的准确性均有显著的抑制作用,具体表现为IPO抑价率(上市首日个股回报率Return、经市场调整的上市首日个股回报率Adj\_Return)的显著增加,初步证明假设H1成立。

### 五、中介机制检验

主回归结果表明,两位保荐代表人的执业经验差异越大,新股发行定价的准确性越低。基于H1研究假设推理,保荐代表人的执业经验差异通过加剧拟上市公司的信息不对称程度为中介机制,实现对于新股发行定价准确性的抑制效果。本文选择发审委出具的问询函文件信息作为拟上市公司信息质量的衡量指标,检验加剧信息不对称的中介机制是否成立。采用问询函文件信息作为信息质量和信息不对称程度的衡量指标的原因主要有二:第一,拟上市公司的财务报表在上市前并未公开,无法通过公开披露数据计算如盈余质量、会计稳健性等会计信息质量指标;第二,发审委作为审核拟上市公司申报材料的关键机构,具有权威性和专业性的特征,其出具的意见文件可以作为公司信息不对称程度的直观衡量指标。

作为一种非处罚性的行政措施,问询



函起到了信息质量监督的重要作用。已有学者分别基于证监会问询函、交易所问询函等研究了其对于信息质量监督和信息质量提升的作用（陈运森等，2018；陈运森等，2019；张俊生等，2018；李晓溪等，2019）。发审委作为负责股票发行审核工作的核心部门，其问询函的内容对于公司能否成功申报上市具有决定性作用。对于提交申报材料中存在的键信息缺失或错误等信息不对称问题，发审委会以问询函的形式反馈给中介机构和发行人，要求限期补充资料并就存在的问题进行说明。问询函中的问题越多，则代表拟上市公司的信息披露质量越差，信息不对称问题越严重。参考余明桂和卞诗卉（2020）对发审委问询函统计的方法，以发审委问询函中的总字数为统计变量，字数越多则说明上市公司存在的键信息不对称问题越严重。

根据附表3结果显示，解释变量系数显著为正，说明保荐代表人执业经验差异可以显著加剧拟上市公司的键信息不对称程度，具体表现为发审委出具问询函中的字数显著增加。此外，问询函变量 inquiry 系数显著为正，说明在主检验结论显著成立的基础上，问询函变量显著发挥部分中介作用，可以证明保荐代表人执业经验差异通过加剧键信息不对称程度为中介机制，实现对于新股发行定价准确性的负向抑制作用。

## 六、异质性检验

### （一）惩戒效应

已有研究发现，行政处罚对于上市公

司（朱春艳和伍利娜，2009）和审计师（刘笑霞，2013；谢获宝等，2018）具有“惩戒效应”，具体表现为行政处罚经历可以显著减少违规行为、起到约束作用。若“惩戒效应”在保荐代表人中存在，则可以预期证监会对于保荐代表人的行政处罚记录，将抑制执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响。

为验证上述假设，本文参考中国证券业协会中披露的保荐代表人处罚记录，若两位保荐代表人中任意一位有来自证监会的处罚记录，则归类为有惩罚记录组，否则标记为无惩罚记录组。根据附表4结果显示，相比于无惩罚记录组，保荐代表人执业经验差异降低新股发行定价准确性的作用效果在有惩罚记录组被显著弱化，可以证明“惩戒效应”成立。

### （二）声誉效应

在公司上市流程中，券商、会计师事务所和律师事务所作为关键中介机构，承担发现潜在风险、核验信息真实性和监督经营合法性等重要责任。已有研究发现，券商、会计师事务所和律师事务所的声誉对于其执业质量具有显著影响，声誉越高的中介机构对于公司行为的监督效果越强（王兵等，2009；方红星和戴捷敏，2012；戴亦一等，2014；叶小杰和贾昊阳，2019；林新波和程金华，2019）。若“声誉效应”存在，则可以预期高声誉的中介机构（券商、会计师事务所、律师事务所）将更好地监督公司行为并为保荐代表人提供更加充分的证据资料支持、缓解信息不



对称问题，从而弱化执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响。为检验该假设，本文按照中介机构的行业声誉水平，将保荐机构、会计师事务所和律师事务所分为两组——高声誉组和非高声誉组，以探究不同声誉水平的中介机构对于主检验结果的影响。<sup>①</sup>

### （三）经验优势效应

根据《管理办法》规定，新股发行上市业务须经由两位保荐代表人共同签字担保。一般而言，首位签字保荐代表人担任现场负责人职务，在项目现场的时间更长，负责更多具体内容，对于项目更加熟悉。因此相较于第二位签字保荐代表人，首位签字保荐代表人对于保荐项目的影响和作用都更大。已有研究发现，保荐经历越丰富的保荐代表人，其保荐项目的新股发行定价准确性越高（吕怀立等，2021）。基于此可以预期，若首位签字保荐代表人的经验更加丰富，可能通过其“经验优势效应”弱化执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响。

为检验上述假设，本文通过对比两位

签字保荐代表人的累计项目经验，若第一位签字保荐代表人的累计保荐项目数量大于第二位签字保荐代表人，则标记为“经验优势组”；若第一位签字保荐代表人的累计项目数量小于第二位签字保荐代表人，则标记为“非经验优势”（为避免干扰，删除了两位保荐代表人保荐经验相同的样本）。根据附表8结果显示，相比于经验优势组，保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的抑制作用在非经验优势组更加显著，实证检验符合预期。可以证明，保荐代表人的签字顺序中存在“经验优势效应”，当首位签字保荐代表人的经验更加丰富时，可以弱化保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响。

### （四）边际递增效应

主检验结果表明，执业经验差异对新股发行定价准确性具有显著的抑制作用。样本中执业经验差异数值的方差和极值均较大。随着执业经验差异数值的逐步增大，其对于定价准确性影响效果的边际效应值得进一步研究。若存在边际递增效应，则在执业经验差异较大的分组中，执业经验

① 券商角度，参考本文样本中各券商累计保荐项目数量排行，选择累计保荐项目数量前十名的券商作为高声誉组，其余券商作为非高声誉组。根据附表5结果显示，相比于高声誉券商，保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的抑制作用在非高声誉券商中更加显著，可以证明“声誉效应”在券商层面成立。

会计师事务所角度，参考2022年中国注册会计师协会公布的百大事务所排行榜，选择综合得分前十名的事务所作为高声誉组，其余事务所作为非高声誉组。根据附表6结果显示，相比于高声誉会计师事务所，保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的抑制作用在非高声誉会计师事务所中更加显著，可以证明“声誉效应”在会计师事务所层面成立。

律师事务所角度，参考2022年中国律师事务所业务规模排行，选择其中前四名作为高声誉组，其余事务所作为非高声誉组。根据附表7结果显示，相比于高声誉律师事务所，保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的抑制作用在非高声誉律师事务所中更加显著，可以证明“声誉效应”在律师事务所层面成立。



差异的系数应该更大；若存在边际递减效应，则在执业经验差异较大的分组中，执业经验差异的系数应该更小。

为检验边际效应的特征，本文按照中位数（DIFF=3）将样本划分为两组检验系数差异。根据附表 9 结果显示，相比于小于等于中位数的样本组，解释变量的系数在大于中位数的样本组显著更大。因此可以证明，执业经验差异对于新股发行定价准确性的影响效果具有边际递增效应，即随着执业经验差异的增加，其对于新股发行定价准确性的负面影响效果会进一步增强。

## 七、稳健性检验

### （一）倾向得分匹配

保荐机构针对不同类型、不同风险特征的拟申报上市公司，可能会安排特定组合形式的保荐代表人，导致存在内生性隐患。为检验样本结果是否受到内生性的影响，本节使用倾向得分匹配（PSM）的方法对样本重新进行回归，为满足 PSM 回归要求，以执业经验差异的中位数（DIFF=3）作为参照点将样本分为两部分，并设置虚拟变量 diff，执业经验差异大于中位数的样本标记 diff=1，小于等于中位数的样本标记为 diff=0，按照一对一、有放回的原则进行匹配。根据附图 2 平衡性检验结果，经过 PSM 第一阶段再匹配后变量内部差异明显缩小，大部分基本稳定在 5% 的区间内。根据附表 10 结果显示，第（1）和（2）列分别使用 Return 和 Adj\_Return 作为因变量，两者的解释变量系数均显著为正，说

明主检验的回归结果并未受到选择性偏差的影响，执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响效果仍然存在。

### （二）自抽样检验

由于主检验样本有限，可能使得研究结论受到小样本的影响，为排除干扰，本文参考吕怀立等（2021）研究方法，采用重复抽样的方法进行稳健性检验。本文使用 Bootstrap 方法对本文的研究样本重复抽样 1 000 次进行检验。根据附表 10 结果显示，第（3）和（4）列解释变量系数均在 5% 水平上显著为正，说明主检验的结论并未受到小样本的影响。

## 八、进一步研究

为促进资本市场对初期上市公司的培育功能，同时落实保荐机构和保荐代表人对于上市公司的长期监督辅导责任，《管理办法》作出规定：首次公开发行新股并在主板上市的公司，持续督导期间为上市当年及其后 2 个完整的会计年度；主板上市公司发行新股和可转债，持续督导期间为上市当年及其后 1 个完整的会计年度。为进一步检验保荐代表人的执业经验差异对于公司长期市场表现（持续督导期内）的影响，本文选择公司上市当月作为开始窗口期，采用事件研究法分别选取公司上市后 4 个月、6 个月、12 个月、24 个月的平均异常收益率水平（BHAR）作为公司长期市场表现的衡量指标。

根据附表 11 结果显示，解释变量的系数均不显著，具体表现为保荐代表人执业经



验差异对于公司上市后4个月、6个月、12个月和24个月的BHAR值均无显著影响。结论证明保荐代表人的执业经验差异对于公司市场表现的影响具有短期性，随着时间延长，执业经验差异通过信息不对称作用于公司长期业绩表现的影响效果不再显著。

## 九、研究结论与启示

### （一）研究结论

随着我国保荐制度的改革，我国保荐代表人市场中跨经验背景合作的现象愈发普遍，但基于我国“双保荐人”特殊制度设计背景下研究该现象的文献仍然较为匮乏。本文选择人力资本关系中的特殊视角——经验差异，研究了两位保荐代表人的执业经验差异对于新股发行定价准确性的影响。结果表明，两位签字保荐代表人之间的执业差异将导致新股发行定价的准确性显著降低，具体表现为IPO抑价率显著提高。中介机制检验表明，执业经验差异通过加剧拟上市公司的信息不对称程度为中介机制，降低新股发行定价的准确性。异质性检验表明，主检验的作用效果存在惩戒效应、声誉效应、经验优势效应和边际递增效应。进一步研究表明，保荐代表人执业经验差异对于公司业绩的影响效果具有明显的短期性特征。本文为拟上市公司缓解信息不对称、保荐机构提高保荐工作质量提供了经验，同时为提高资本市场的信息透明度和有效性提供了全新启发，有助于我国资本市场的高质量发展。

### （二）研究启示

目前我国资本市场仍处于弱式有效阶段，如何提高资本市场的信息透明度和有效性成为上市公司和广大投资者面临的主要挑战。IPO抑价作为信息不对称导致的代表非理性现象之一，对于我国资本市场和上市公司的高质量发展具有重要影响。本文的研究结论证明保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的影响效果，对于资本市场的多方参与者具有广泛启示作用。

政府监管机构作为具有强制性和权威性特征的监督力量，在新股发行上市的过程中发挥着不可替代的关键作用。本文研究证明了惩戒效应，即在具有监管处罚经历的保荐代表人组合中，保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响被显著弱化，证明了政府监管制度的有效性，对于保荐代表人积极履行监督职责具有明显的促进作用。因此为规范资本市场发展、缓解信息不对称现象，监管机构需要进一步提高监管力度、优化监管方式，充分发挥强制性监管手段的监督震慑作用。

保荐机构作为新股发行上市流程中的主要执行人和负责人，其工作质量水平对于新股发行上市流程的效率和效果具有重要影响。本文研究证明保荐代表人执业经验差异将显著降低新股发行定价的准确性，且存在边际递增效应。基于本文研究结论，保荐机构可以通过调整保荐团队人员安排的方式加强对于拟上市公司信息披露行为规范性的监督效果，切实提高保荐



工作质量。

当前我国资本市场发展尚不完善，仍处于弱式有效市场阶段，上市公司与投资者之间存在的信息不对称是阻碍资本市场高质量发展的关键因素。本文研究证明通过聘请高声誉的中介机构（券商、会计师事务所、律师事务所），可以显著弱化保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准

确性的负向抑制作用。因此为取信于投资者、取信于资本市场，上市公司一方面需要聘请高声誉的第三方中介机构，规范上市流程，另一方面需要主动做好信息披露，积极配合中介机构相关工作，共同协作形成合力以提高信息披露质量水平。[N]

学术编辑：曾一巳

#### 参考文献

- [1] 陈运森,邓祎璐,李哲.非处罚性监管具有信息含量吗?——基于问询函的证据[J].金融研究,2018,(04):155-171.
- [2] 陈运森,邓祎璐,李哲.证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据[J].管理世界,2019,35(03):169-185+208.
- [3] 戴亦一,潘越,陈静.双重保荐声誉、社会诚信与IPO过会[J].金融研究,2014,(06):146-161.
- [4] 方红星,戴捷敏.公司动机、审计师声誉和自愿性内部控制鉴证报告——基于A股公司2008—2009年年报的经验研究[J].会计研究,2012,(02):87-95+97.
- [5] 郭泓,赵震宇.承销商声誉对IPO公司定价、初始和长期回报影响实证研究[J].管理世界,2006,(03):122-128.
- [6] 李晓溪,饶品贵,岳衡.年报问询函与管理层业绩预告[J].管理世界,2019,35(08):173-188+192.
- [7] 林新波,程金华.中国律所IPO业务声誉报告:1990—2017年[J].中国法律评论,2019,(06):103-124.
- [8] 刘笑霞.审计师惩戒与审计定价——基于中国证监会2008-2010年行政处罚案的研究[J].审计研究,2013,(02):90-98.
- [9] 吕怀立,贾琬娇,李婉丽.核准制保荐经历与科创板IPO定价——来自保荐代表人的经验证据[J].会计研究,2021,(05):95-106.
- [10] 宋顺林.中国式IPO定价:一个文献综述[J].中央财经大学学报,2022,(01):51-63.
- [11] 江昌云,武佳薇,孙艳梅.等公司的媒体信息管理行为与IPO定价效率[J].管理世界,2015,(01):118-128.
- [12] 江昌云,武佳薇.媒体语气、投资者情绪与IPO定价[J].金融研究,2015,(09):174-189.
- [13] 王兵,辛清泉,杨德明.审计师声誉影响股票定价吗——来自IPO定价市场化的证据[J].会计研究,2009,(11):73-81+96.
- [14] 肖奇,吴文锋.投资者关注具有治理功用吗?——基于公司违规行为的考察[J].经济评论,2023,(03):152-168.
- [15] 谢荻宝,刘芬芬,惠丽丽.能力不足还是独立性缺失——基于污点审计师审计质量的实证检验[J].审计研究,2018,(03):71-79.
- [16] 叶小杰,贾昊阳.风险投资支持、金融中介声誉是否影响新三板企业入选创新层[J].山西财经大学学报,2020,42(02):29-43.
- [17] 余明桂,卞诗舟.高质量的内部控制能否减少监管问询?——来自交易所年报问询函的证据[J].中南大学学报(社会科学版),2020,26(01):22-31.
- [18] 张俊生,汤晓建,李广众.预防性监管能够抑制股价崩盘风险吗?——基于交易所年报问询函的研究[J].管理科学学报,2018,21(10):112-126.
- [19] 张学勇,张叶青.风险投资、创新能力与公司IPO的市场表现[J].经济研究,2016,51(10):112-125.
- [20] 张莹,张剑,张大龙.员工目标内容对突破性创造力和渐进性创造力的影响:基于代际比较视角[J].管理评论,2020,32(01):166-175.
- [21] 张宗新,张园园.注册制下询价机构“抱团报价”行为如何影响IPO定价效率[J].财贸经济,2023,44(06):35-50.
- [22] 赵岩,孙文琛.券商声誉、机构投资者持股与IPO抑价[J].经济管理,2016,38(12):112-131.
- [23] 朱春艳,伍利娜.上市公司违规问题的审计后果研究——基于证券监管部门处罚公告的分析[J].审计研究,2009,(04):42-51.
- [24] Avolio Bruce J,David A Waldman.An examination of age and cognitive test performance across job complexity and occupational types[J].Journal of Applied Psychology,1990,75(1):43.



- [25] Burriss Ethan R. The risks and rewards of speaking up: Managerial responses to employee voice[J]. *Academy of Management Journal*, 2012, 55(4):851-875.
- [26] Cogin Julie. Are generational differences in work values fact or fiction? Multi-country evidence and implications[J]. *The International Journal of Human Resource Management*, 2012, 23(11):2268-2294.
- [27] Davis Stan, F Todd DeZoort, Lori S Kopp. The effect of obedience pressure and perceived responsibility on management accountants' creation of budgetary slack[J]. *Behavioral Research in Accounting*, 2006, 18(1):19-35.
- [28] DeZoort F Todd, Alan T Lord. An investigation of obedience pressure effects on auditors' judgments[J]. *Behavioral Research in Accounting*, 1994, 6(1):1-30.
- [29] Greller Martin M, Patricia Simpson. In search of late career: A review of contemporary social science research applicable to the understanding of late career[J]. *Human Resource Management Review*, 1999, 9(3):309-347.
- [30] Hayes Benjamin R. The implications of multigenerational differences within the workforce[R]. Southern Illinois University Carbondale Research Papers, Paper 407, 2013.
- [31] Huckman Robert S, Bradley R Staats, David M Upton. Team familiarity, role experience, and performance: Evidence from Indian software services[J]. *Management Science*, 2009, 55(1):85-100.
- [32] Hussein Abdul Fattah Farea, Yaser Hasan Salem Al-Mamary. Conflicts: Their types, and their negative and positive effects on organizations[J]. *International Journal of Scientific & Technology Research*, 2019, 8(8):10-13.
- [33] Kelly Global Workforce Index. Acquisition And retention in the wAr for tAlent[Z]. Kellyservice, 2012-02-15.
- [34] Lord Alan T, F Todd DeZoort. The impact of commitment and moral reasoning on auditors' responses to social influence pressure[J]. *Accounting, Organizations and Society*, 2001, 26(3):215-235.
- [35] Loughran Tim, Jay Ritter. Why has IPO underpricing changed over time?[J]. *Financial Management*, 2004:5-37.
- [36] Rhodes Susan R. Age-related differences in work attitudes and behavior: A review and conceptual analysis[J]. *Psychological Bulletin*, 1983, 93(2):328.
- [37] Ritter Jay R, Ivo Welch. A review of IPO activity, pricing, and allocations[J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(4):1795-1828.
- [38] Ritter Jay R. Initial public offerings: Updated statistics[Z]. 2014-10-04.
- [39] Subramanian K R. The generation gap and employee relationship[J]. *International Journal of Engineering and Management Research*, 2017, 7(6):59-67.
- [40] Taylor Ronald N. Age and experience as determinants of managerial information processing and decision making performance[J]. *Academy of Management Journal*, 1975, 18(1):74-81.
- [41] Tinic Seha M. Anatomy of initial public offerings of common stock[J]. *The Journal of Finance*, 1988, 43(4):789-822.
- [42] Urlick Michael J, et al. Understanding and managing intergenerational conflict: An examination of influences and strategies[J]. *Work, Aging and Retirement*, 2017, 3(2):166-185.

### Information Asymmetry and the Pricing of IPOs

XIE Ziheng

(School of Management, Jinan University)

**Abstract** With the rapid development of China's capital market, the number of newly promoted sponsor representatives has increased rapidly, and the phenomenon of cross-experience cooperation in the sponsor industry has become more and more common. This paper takes the competitive relationship between two sponsor representatives as its research perspective to explore the impact of different degrees of practical experience of sponsor representatives on the accuracy of IPO pricing. The results show that the greater the difference in practical experience between sponsor representatives, the lower the accuracy of IPO pricing. This study provides suggestions for enlisting high caliber personnel at sponsor agencies, improving the quality of information of listed companies and enhancing the performance of supervisory capabilities of government agencies. These factors are of considerable significance in promoting high-quality development of China's capital market.

**Keywords** Sponsor Representative, Differences in Practical Experience, IPO Underpricing, New Issues

**JEL Classification** D52 E61 G15