

《金融市场研究》专家审稿单 1

稿件篇名	保荐代表人经验差异、信息不对称与新股发行定价
外审意见 (二审)	1. 作者需要进一步凝练本文的理论贡献,“执业经验差异”和“新老搭配”之间是什么关系? 执业经验差异衡量的是一种人力资本,而新老搭配是一种社会关系,文章的理论贡献点在哪? 2. 在承销保荐事务中,虽然是两位保荐代表人,但也有主次之分,一般第一位保荐代表人的责任和贡献更大,如何把他们各自的贡献与执业经验差异结合起来,还需要作者进一步论述。 3. 在实证分析环节,建议执业经验差异的度量指标,可考虑设置两个递进的指标:①两位保荐代表人是否为第一次承担保荐项目;②两位保荐代表人累计保荐项目数量的差异。 4. 主回归中应该控制两位保荐代表人的其他个体特征差异,如性别、年龄、学历等。 5. 各分组检验之间的关系是什么? 为什么要做这些分组,和研究假设有何联系? 以及如何解释分组回归的结果? 这些文中都没有表达清楚。 6. 为什么还要将解释变量执业经验做分组回归? 这样做的意义是什么? 7. 沟通效率机制检验中,将两位保荐代表人合作保荐项目的次数是否大于等于两次作为分类依据进行分组回归,这样处理能验证降低沟通效率机制吗? 沟通时间机制检验中,上市前一年年报时滞受到多方面因素的影响,并不能很好地衡量两位保荐代表人之间的沟通时间。 年 月 日
作者回复	感谢编辑部老师和审稿专家的帮助和指导,审稿意见非常全面细致,对文章质量的提升有很大的帮助。我针对审稿专家给出的几点建议认真做了修改,为方便阐述具体的修改内容,将意见分列为1-7点。 具体如下: 1. 作者需要进一步凝练本文的理论贡献,“执业经验差异”和“新老搭配”之间是什么关系? 执业经验差异衡量的是一种人力资本,而新老搭配是一种社会关系,文章的理论贡献点在哪?

	非常感谢您的建议和指导，原文内容在逻辑上的确存在一定的漏洞和缺陷。为此，我重新调整了文章贡献部分的整体结构，分别从理论贡献和实践贡献角度展开： (1) 理论贡献：原稿将两位保荐代表人“执业经验差异”为代表的人力资本关系与“新老搭配”为代表的社会关系混为一谈，人力资本和社会关系之间存在明显的差异，一并概括将导致准确性的偏差，也会使得文章的主要贡献模糊化。为此，修改稿中弱化了两者之间的模糊关联，将理论贡献专注于“执业经验差异”： 本文以保荐代表人之间的人力资本关系博弈作为全新视角，分析了两者之间的执业经验差异对于新股发行定价准确性的影响。以往的文献主要集中于单一保荐代表人执业经验对于新股定价的影响研究，而忽略了我国特殊保荐政策的背景下，两位保荐代表人之间人力资本关系的博弈效应。本文以执业经验差异为视角分析了对于新股发行定价的影响，丰富了该话题下的研究内容，同时为我国保荐政策的实践提供了微观层面的分析。具体内容请参考修改稿 p4 引言部分，谢谢。 (2) 业务实践贡献：本文研究为保荐机构安排保荐代表人组合、统筹人员结构提供了建议（基本保留原稿内容）。具体内容请参考修改稿 p4 引言部分，谢谢。 2. 在承销保荐事务中，虽然是两位保荐代表人，但也有主次之分，一般第一位保荐代表人的责任和贡献更大，如何把他们各自的贡献与执业经验差异结合起来，还需要作者进一步论述。 非常感谢您的建议和指导，两位保荐代表人之间的签字顺序对于保荐责任和风险具有非常重要的作用，对于丰富本文意义重大。为此，我查阅了相关的文献，但探讨保荐代表人签字顺序的有关研究比较缺乏。为解决该问题，我咨询了相关业内人士，普遍反映首位签字保荐代表人一般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。因此首位签字保荐代表人对于保荐项目的影响和作用都更大。 基于此，我在异质性检验部分设计了“经验优势效应”检验。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）。因此，我们可以预期，如果第一位签字保荐代表人的经验更加丰富，在项目中发挥更加重要的主导作用。其“经验优势效应”将会弱化执业经验差异对于新股发行定价准确
--	---

性的负面影响。

基于此，我将样本分为两组：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保荐代表人，则标记为“经验优势”，若第二位签字保代的累计保荐项目数量大于第一位保代，则标记为“非经验优势”（为避免估计偏误，删除了两者保荐项目数量相等的样本）。根据表 1 结果显示，实证检验符合预期，在经验优势组中，执业经验差异对新股发行定价准确性的负面影响被显著弱化，即存在经验优势效应。因此也可以证明签字顺序在保荐代表人执业中的重要作用。具体的修改内容请参考 p14 异质性检验，谢谢。

表 1 经验优势效应异质性检验

变量名	Return		Adj_Return	
	经验优势	非经验优势	经验优势	非经验优势
DIFF	0.0247 (1.27)	0.0303** (2.04)	0.0234 (1.20)	0.0289** (1.99)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	762	725	762	725
R-sq	0.551	0.540	0.550	0.540
adj. R-sq	0.420	0.416	0.420	0.416

3. 在实证分析环节，建议执业经验差异的度量指标，可考虑设置两个递进的指标：①两位保荐代表人是否为第一次承担保荐项目；②两位保荐代表人累计保荐项目数量的差异。

非常感谢您的建议和指导，增加“是否为第一次承担保荐项目”的确可以在很大程度上丰富自变量的层次性。为此，在“两位保荐代表人累计保荐项目数量差异”作为自变量之外，尝试引入“两位保荐代表人是否为第一次承担保荐项目”作为补充自变量参与主回归检验。

在 1629 个全部样本中，两位保荐代表人其中之一为首次担任保荐项目的样本共有 299 个。根据表 2 描述性统计结果显示，首次承担保荐项目组的 IPO 抑价率（Return & Adj_Return）相对更低，执业经验差异相对较小且波动程度相对较弱，两者在样本特征上存在一定的差异性，设置“两位保荐代表人是否为第一次承担保荐项目”作为自变量可能存在样本选择的偏误差异。

表 2 描述性统计

Panel A: 首次担任签字保荐代表人的样本																														
Variables	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max																						
Return	299	0.739	1.017	- 0.347	0.336	0.440	0.645	6.351																						
Adj_Return	299	0.745	1.028	- 0.354	0.329	0.435	0.646	6.232																						
DIFF	299	5.421	3.545	0.000	3.000	5.000	8.000	14.000																						
Panel B: 非首次担任签字保荐代表人的样本																														
Variables	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max																						
Return	1629	0.766	1.170	- 0.360	0.440	0.440	0.460	19.430																						
Adj_Return	1629	0.762	1.163	- 0.354	0.383	0.435	0.536	18.960																						
DIFF	1629	4.152	3.132	0.000	2.000	3.000	6.000	16.000																						
为进一步检验按照是否首次担任保荐代表人作为自变量的合理性，需要首先确定这种分组机制是否具有经济学意义。基于此。我在此处检验了“首次担任保荐代表人”与“非首次担任保荐代表人”两组之间的系数差异。根据表 3 组间差异系数检验结果显示，组间差异系数并不满足 10%的最低显著性要求，即两组之间的系数特征和经济学意义没有显著差异，因此采用是否首次担任保荐代表人作为自变量可能存在一定问题。 表 3 组间差异系数检验 <table><tr><th rowspan="2">Variables</th><th colspan="2">p-value</th></tr><tr><th>Return</th><th>Adj_Return</th></tr><tr><td>DIFF</td><td>0.120</td><td>0.110</td></tr></table> 最后，执行多元回归进行结果验证。根据表 4 回归结果显示，与上述论证预期一致，首次担任保荐代表人的样本中，执业经验差异系数并不显著，与主检验的结果存在冲突。此外，DIFF 系数数仅为-0.00708，影响强度也显著弱于主检验结果，仅为 30%左右。综上所述，使用是否为首次承担保荐项目作为补充自变量可能会存在多种问题，因此并未将其引入主检验部分。具体的修改内容请您参考 p8 实证结果分析部分，谢谢。 表 4 多元回归结果 <table><tr><th rowspan="2">变量名</th><th colspan="2">Return</th><th colspan="2">Adj_Return</th></tr><tr><th>首次担任</th><th>全量样本</th><th>首次担任</th><th>全量样本</th></tr><tr><td>DIFF</td><td>-0.00708</td><td>0.0255**</td><td>-0.00890</td><td>0.0425**</td></tr></table>									Variables	p-value		Return	Adj_Return	DIFF	0.120	0.110	变量名	Return		Adj_Return		首次担任	全量样本	首次担任	全量样本	DIFF	-0.00708	0.0255**	-0.00890	0.0425**
Variables	p-value																													
	Return	Adj_Return																												
DIFF	0.120	0.110																												
变量名	Return		Adj_Return																											
	首次担任	全量样本	首次担任	全量样本																										
DIFF	-0.00708	0.0255**	-0.00890	0.0425**																										

		(-0.39)	(2.55)	(-0.47)	(2.47)
controls		Y	Y	Y	Y
industry		Y	Y	Y	Y
year		Y	Y	Y	Y
bank		Y	Y	Y	Y
N		299	1629	299	1629
R-sq		0.727	0.487	0.724	0.488
adj. R-sq		0.524	0.417	0.519	0.418

4. 主回归中应该控制两位保荐代表人的其他个体特征差异，如性别、年龄、学历等。

非常感谢您的建议和指导，原文的变量设置主要针对上市公司特征，而忽略了保荐代表人层次的变量设置，对结果的可信度和完整性造成了较大影响。为此，修改稿中我在控制变量中增加了两位保荐代表人各自的性别特征和学历特征变量（sex1/sex2/educ1/educ2）。对于性别变量，若保荐代表人性别为男，则标记为 1 否则为 0；对于学历变量，若保荐代表人学历为本科以上（硕士及博士研究生）则标记为 1 否则标记为 0（本科及大专）。

根据图 1 内容显示，中国证券业协会并未披露保荐代表人年龄相关数据。为此，我尝试使用“登记类别”列中保荐代表人的登记日期对应年份作为年龄的替代变量（如图红框标出部分），但通过咨询业内相关人员，因保代考试难度较大，不同成员考取保荐代表人资格证的时间差异较大且并不具有一般规律性，因此使用该数据作为替代变量并不合适。在补充两位签字保荐代表人的性别和年龄变量后，加之对于保荐机构层面固定效应的控制，基本可以实现对保荐代表人层面变量波动较为全面的控制。对于您提出的引入年龄变量作为控制，囿于数据可得性的问题，难以很好的解决，望您理解。具体修改内容参考修改稿 p7 研究设计部分，谢谢。

姓名		性别	男		
执业机构	安信证券股份有限公司	登记编号			
执业岗位	保荐代表人	学历	硕士研究生		
登记日期	2012-10-19				
登记变更记录					
登记编号	登记日期	执业机构	登记类别	登记状态	注销日期
S1090103100040	2003-08-19	招商证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2003-08-19
S1080100010026	2004-09-13	第一创业证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2007-02-28
S1450107030010	2007-03-08	安信证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2012-10-18
S1450712100002	2012-10-19	安信证券股份有限公司	保荐代表人	正常	

图 1 中国证券业协会保荐代表人信息披露截图

5. 各分组检验之间的关系是什么？为什么要做这些分组，和研究假设有何联系？以及如何解释分组回归的结果？这些文中都没有表达清楚。

非常感谢您的帮助和指导，原稿中的异质性检验结构较为杂乱、缺乏逻辑上的关联性。为修正上述问题，首先在修改稿中删除了原先的性别和学历分组（作为控制变量加入模型）；其次针对您提出的第二点问题——两位保荐代表人的主次之分，本文新增了有关该问题视角下的分组检验；最后重新整理了异质性检验部分的结构，从三个方面展开分析：惩戒效应、监督效应和经验优势效应，具体如下：

（1）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”，可以显著减少违规行为、起到约束作用。若“惩戒效应”在保荐代表人中也存在，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。

为检验上述假设，根据保荐代表人是否受到过证监会的行政处罚为依据，若两位保荐代表人中任意一位有来自证监会的处罚记录，则归类为有处罚记录组，否则标记为无处罚记录组。根据表 5 结果显示，有处罚记录组中执业经验差异的系数均不显著，无处罚记录组中执业经验差异的系数均显著为正，实证检验符合上述预期。可以证明“惩戒效应”成立，即保荐代表人的行政处罚记录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。具体的修改内容请您参考 p11 异质性检验部分，谢谢。

表 5 惩戒效应异质性检验

变量名	Return		Adj_Return	
	有惩罚经历	无惩罚经历	有惩罚经历	无惩罚经历
DIFF	0.00617 (0.27)	0.0281** (2.46)	0.00551 (0.25)	0.0271** (2.39)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	258	1371	258	1371
R-sq	0.710	0.491	0.717	0.491

	adj. R-sq	0.479	0.412	0.492	0.412																																																	
(2) 监督效应：在公司上市流程中，会计师事务所和律师事务所作为关键中介机构，承担核验信息真实性和监督公司财务、法务风险等重要责任，其与保荐机构和保荐代表人之间的协作效果，将对保荐工作质量形成关键影响。已有研究发现，会计师事务所、律师事务所的声誉对于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；叶小杰和贾昊阳，2019；林新波和程金华，2019）。若“监督效应”存在，可以预期高声誉的中介机构（会计师事务所、律师事务所）将会更好的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，以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。 为验证上述假设，分别选取四大会计师事务所作为高声誉会计师事务所，金杜、大成、盈科、锦天城作为高声誉律师事务所进行分组检验。根据表 6 结果显示，高声誉组中执业经验差异的系数不显著，非高声誉组中执业经验差异的系数显著为正，实证检验符合预期，存在“监督效应”，即高声誉的中介机构可以缓解执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响。 表 6 监督效应异质性检验 <table><tr><th rowspan="2">变量名</th><th colspan="4">Return</th></tr><tr><th>高声誉事务所</th><th>非高声誉事务所</th><th>高声誉律所</th><th>非高声誉律所</th></tr><tr><td>DIFF</td><td>0.100 (1.23)</td><td>0.0248** (2.53)</td><td>9.08e-08 (0.00)</td><td>0.0280** (2.56)</td></tr><tr><td>controls</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td></tr><tr><td>industry</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td></tr><tr><td>year</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td></tr><tr><td>bank</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td><td>Y</td></tr><tr><td>N</td><td>83</td><td>1546</td><td>283</td><td>1346</td></tr><tr><td>R-sq</td><td>0.983</td><td>0.494</td><td>0.757</td><td>0.487</td></tr><tr><td>adj. R-sq</td><td>0.831</td><td>0.421</td><td>0.549</td><td>0.405</td></tr></table> (3) 经验优势效应：请参考第二个问题——“在承销保荐事务中，虽然是两位保荐代表人，但也有主次之分，一般第一位保荐代表人的责任和贡献更大，如何把他们各自的贡献与执业经验差异结合起来，还需要作者进一步论述。”的回复部分。具体修改内容请参考 p14 异质性检验部分，谢谢。 6. 为什么还要将解释变量执业经验做分组回归？这样做的意义						变量名	Return				高声誉事务所	非高声誉事务所	高声誉律所	非高声誉律所	DIFF	0.100 (1.23)	0.0248** (2.53)	9.08e-08 (0.00)	0.0280** (2.56)	controls	Y	Y	Y	Y	industry	Y	Y	Y	Y	year	Y	Y	Y	Y	bank	Y	Y	Y	Y	N	83	1546	283	1346	R-sq	0.983	0.494	0.757	0.487	adj. R-sq	0.831	0.421	0.549	0.405
变量名	Return																																																					
	高声誉事务所	非高声誉事务所	高声誉律所	非高声誉律所																																																		
DIFF	0.100 (1.23)	0.0248** (2.53)	9.08e-08 (0.00)	0.0280** (2.56)																																																		
controls	Y	Y	Y	Y																																																		
industry	Y	Y	Y	Y																																																		
year	Y	Y	Y	Y																																																		
bank	Y	Y	Y	Y																																																		
N	83	1546	283	1346																																																		
R-sq	0.983	0.494	0.757	0.487																																																		
adj. R-sq	0.831	0.421	0.549	0.405																																																		

是什么？

非常感谢您的建议。原稿中对于解释变量进行分组检验的原因没有交代清楚，导致异质性检验的意义非常模糊。为此，我在修改稿中对该部分做了如下修改并将其纳入异质性检验部分：

(1) 分组检验目的：在此处设置关于解释变量的分组检验，主要目的是为了验证执业经验差异对于新股发行定价准确性的负向影响效果是否具有边际效应，即是否存在“随着执业经验差异的增加，对于定价准确性的影响会进一步增强或减弱”。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。

(2) 重新设定分组：为检验边际效应的存在，原稿中仅使用中位数“DIFF=3”进行分组，划分层次过少且无法观察梯度递进的效果。为此在修改稿中分别采用 p25/p50/p75 三个分位数进行划分（DIFF>2；DIFF>3；DIFF>6）。

若存在预期的有关执业经验差异的边际递增效应，则在上述三个分组中，解释变量 DIFF 的系数应该呈现显著递增的趋势。根据表 7 结果显示，实证检验基本支持预期假设，DIFF 的系数呈现显著递增的趋势。其中 DIFF>6 的分组中，虽然未满足 10% 的显著性水平，但其显著性水平仍然维持在 15% 左右（ $p=0.165$ ）的相对稳健水平，仍然支持边际效应增强的理论假设。具体的修改内容请参考修改稿 p15 异质性检验部分，谢谢。

表 7 边际效应异质性检验

变量名	Return		
	DIFF>2	DIFF>3	DIFF>6
DIFF	0.0396** (2.53)	0.0450** (2.36)	0.0578 (1.39)
controls	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y
N	1054	805	347
R-sq	0.506	0.513	0.747
adj. R-sq	0.404	0.383	0.610

7. 沟通效率机制检验中，将两位保荐代表人合作保荐项目的次数是否大于等于两次作为分类依据进行分组回归，这样处理能验证

	降低沟通效率机制吗？沟通时间机制检验中，上市前一年年报时滞受到多方面因素的影响，并不能很好地衡量两位保荐代表人之间的沟通时间。 非常感谢您的帮助和指导，您提出的关于机制检验的问题非常准确，原稿中以“两位保荐代表人合作次数是否大于两次”作为沟通效率的分组依据，默认合作次数越多则沟通效率越高，该假设的主观性太强、缺乏理论和实践证据；以“上市前一年年报时滞”作为沟通时间的分组依据，默认年报时滞越长则沟通时间越长，诚如您提到的“上市前一年年报时滞受到多方面因素的影响”，将该时长的变动全部归结于保荐代表人，缺乏理论依据的支持。 为寻找更加合适和恰当的机制变量，我查阅了有关保荐代表人的相关文献：已有研究发现，保荐代表人通过缓解信息不对称为作用机制，发挥中介机构的桥梁作用和信息优势（Booth and Smith, 1986；戴亦一等，2014；李挺等，2019；吕怀立等，2021）。基于上述文献论证可以预期，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，可能通过信息不对称为作用机制而实现。具体而言，两位保荐代表人之间的执业经验差异可能通过弱化或加剧市场参与方之间的信息不对称关系，从而实现对于新股发行定价准确性的促进作用或抑制作用。 基于上述两种观点，本文提出竞争性假设： H1a：两位保荐代表人的执业经验差异越大，将弱化发行人与发审委和投资者之间的信息不对称程度，导致新股发行定价的准确性提升； H1b：两位保荐代表人的执业经验差异越大，将强化发行人与发审委和投资者之间的信息不对称程度，导致新股发行定价的准确性降低。 此外，为进一步检验是否存在通过加剧信息不对称程度从而降低定价准确性的机制，选择发审委出具的问询函文件信息作为风险因素的衡量指标，检验加剧信息不对称的作用机制是否成立。 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上市具有决定性作用。对于提交的申报材料中存在的关健信
--	---

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。

关于“股票发行审核委员会的问询问题”变量指标的选择，我考虑了两个最为明显的文本特征：（1）问询问题的文本字数；（2）问询问题的分条数。对于文本字数，作为问询问题严重程度的最直观反映，字数越多则代表公司存在的潜在风险越多（问询问题由发审委统一出具，不同公司间问询文本的可比性较强）且该变量存在已有文献作为支撑（余明桂和卞诗卉，2020）；对于问题分条数，我考虑使用一级标题的分条数，但部分一级标题下具有多个二级小标题，导致使用一级标题的分条数无法完整表征公司潜在信息风险的强度。如图2所示，分条数为3条和4条的两个公司样本数据，在字符数上的差距将近三倍，分条数不仅无法准确表征风险，而且会与文本字数的表征结果形成较大矛盾和冲突。因此，为保证结果计量的准确性，本文参照余明桂和卞诗卉（2020）的研究设计，选择“问询问题的文本字数”作为机制检验中的分组变量。

公司名称	机构ID	证券代码	工作会议	会议年度	审核结果	问询问题
佳化化学	10102507		2015-02-27	2015	2	1、请保荐代表人说明:(1)未将烟台华诺商贸
沈阳远大	10102117		2015-04-10	2015	2	1、请发行人代表补充说明成都蜀菱等客户
广东壮丽	10102337		2015-05-04	2015	2	1、请发行人代表进一步说明: (1) 控股子
广州复大	10132600		2015-05-18	2015	2	1、请保荐代表人说明发行人的肿瘤冷冻治
江西3L医	10133653		2015-05-18	2015	2	1、招股说明书披露:“公司将产品交付后取

图2 发审委对拟上市公司问询问题的数据统计

根据假设检验论证，若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通过加剧信息不对称为机制实现，则可以预期，在信息不对称程度更高的组别中，上述抑制作用将更加显著。根据可以获得的公开信息披露，共得到835家上市公司的发审委意见，按照发审委意见字数的样本中位数将样本划分为两部分——问询较多组和问询较少组，分别代表较强和较弱的信息不对称程度。根据表8结果显示，在问询较多组中，执业经验差异的系数均显著为正；在问询较少组中，执业经验差异的系数均为负，且在经市场调整的首日个股回报率为因变量的回归中，系数在10%水平下显著为负，实证检验的结果符合机制假设的预期。因此可以证明，保荐代表人之间的执业经验差异通过加剧信息不对称程度为机制，导致新股发行定价的准确性降低。

表8 作用机制检验

变量名	Return	Adj_Return
-----	--------	------------

	问询较多	问询较少	问询较多	问询较少
DIFF	0.0561** (2.36)	-0.00624 (-1.27)	0.0552** (2.33)	-0.00839* (-1.70)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	419	416	419	416
R-sq	0.549	0.586	0.546	0.596
adj. R-sq	0.339	0.385	0.334	0.399
综上所述，根据您提出的建议，对于作用机制检验部分重新做了分析了论证。主要的修改内容在研究假设部分和作用机制检验部分，请您分别参考修改稿的 p5 和 p9，谢谢。 除了您上述提到的宝贵问题之外，我还针对引言部分的逻辑和具体内容做了部分调整，请您参考修改稿 p1-p3 内容。感谢您的宝贵建议，经过您的指点，本文的细节和逻辑有了很大提升，非常高兴并再次感谢您。 2023/9/5 作者：解子恒 2023 年 9 月 5 日				

《金融市场研究》专家审稿单 2

稿件篇名	保荐代表人经验差异、信息不对称与新股发行定价
外审意见 (二审)	论文探究了两位签字保荐代表人之间的执业经验差异对新股发行定价准确性的影响，并进一步证明了执业经验差异影响效果具有惩戒效应、监督效应、经验优势效应与边际递增效应。论文主题明确，但有以下问题想与作者商榷。 第一、目前论文的理论基础及论述还较为薄弱。论文假说的主要逻辑是保荐代表人执业经验差异通过影响公司的信息不对称，从而影响承销公司新股发行定价的准确性。但目前论文中并没有很清晰的说明为什么保荐代表人执业经验差异会影响承销公司的信息不对称，建议论文作者梳理相关的文献，并对此问题加强理论论述。 第二、在作用机制的检验分析中，作者在论文中使用了分组的方法，但该分组的结果仅仅说明了相对于信息不对称较低的承销公司，保荐代表人执业经验差异对于信息不对称较高的承销公司的新股发行定价准确性的负面影响更大，而不能验证保荐代表人执业经验差异是通过影响公司的信息不对称，从而影响承销公司新股发行定价的准确性。建议作者采用中介效应模型来对作用机制进行检验。 第三、在异质性检验分析中，其中对于监督效应的检验，除了论文中现在报告的 Return 结果，为了与主回归和其他异质性检验保持一致，作者还需要同时报告 Adj_Return 的结果。此外，针对该分析中的高声誉事务所的检验，样本量只有 83，过少的样本量会对回归结果产生较大的影响，现在表 6 第（1）列 DIFF 系数不显著是否是由于样本量太少所导致，因此建议作者基于十大事务所来进行分组。最后，针对监督效应的检验，除了论文中目前考察的会计师事务所和律师事务所，建议作者增加对券商本身商誉的考察。 第四、在异质性检验分析的边际效应检验中，更合理的分组应该是基于 $2 < \text{DIFF} < 3$，$3 < \text{DIFF} < 6$ 和 $\text{DIFF} > 6$。此外，对于各组回归系数的差异性比较还需要考虑在统计上是否显著。对于目前表 8 中 $\text{DIFF} > 6$ 这一列，DIFF 的回归系数本身不显著，因此，对于论文中得出的“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”这一结论有待商榷。 第五、在稳健性检验中，关于表 9，建议作者只报告 PSM_OLS 的结果，并增加报告第一阶段匹配的结果。关于表 10，分时段检验的两个时间段应该是 2010-2018 以及 2019-2022，因此表 10 应该将报告 2010-2022 的结果改为报告 2010-2018 的结果。 第六、针对进一步研究中的长期市场表现，更严谨的做法应该是使

	用 BHAR 来衡量公司的长期市场表现。建议作者用 BHAR 而不是当月个股平均回报率对公司的长期市场表现进行衡量。 第七，建议作者在论文中明确是否已对回归中使用的连续变量进行了 winsorize 处理，比如现在描述性统计中的一些变量存在异常值，需要进行 winsorize 处理。另外，为了控制异方差，对于回归建议作者在公司层面进行 cluster。 年 月 日
作者回复	感谢编辑部老师和审稿专家的帮助和指导，审稿意见非常全面细致，涵盖假设逻辑和计量方法等多个方面，弥补了我在第一稿中的诸多欠缺和不足。 为方便阐述据专家意见进行的具体修改内容，将意见列为 1-7 点分别说明： 1. 目前论文的理论基础及论述还较为薄弱。论文假说的主要逻辑是保荐代表人执业经验差异通过影响公司的信息不对称，从而影响承销公司新股发行定价的准确性。但目前论文中并没有很清晰的说明为什么保荐代表人执业经验差异会影响承销公司的信息不对称，建议论文作者梳理相关的文献，并对此问题加强理论论述。 非常感谢专家的意见，原文的研究假设部分内容过于单薄，没有厘清保荐代表人的执业经验差异对于新股发行定价准确性造成影响的中介机制。修改稿中调整了研究假设部分的段落结构分为共三步进行说明： 【具体内容请参照修改稿 p6-p7 研究假设部分】 1. 梳理以往文献有关执业经验差异对于团队工作绩效的影响效果研究； 目前关于执业经验差异对于团队工作绩效影响效果的研究结论主要分为两派：正面影响观和负面影响观。原稿中此处的论证内容和参考文献较为不足，修改稿中分别充实了正面影响观和负面影响观的相关文献，为后文中介机制分析奠定基础（具体内容请参考修改稿原文）。基于上述论述，说明执业经验差异对于团队工作绩效的影响效果具有双重性：既可能促进沟通提升协作效率，又可能因威权主义和服从压力负向影响团队决策。 2. 保荐代表人执业经验差异如何影响拟上市公司的信息不对称行为？ 保荐代表人作为监督拟上市公司信息披露行为的关键负责人，拟上市公司的信息披露质量是其保荐工作质量水平的重要衡量指

标。基于上述文献研究结论，可以推理保荐代表人执业经验差异对于其保荐工作质量——拟上市公司的信息不对称程度——影响效果同样具有两种可能性：正面影响和负面影响。正面影响观下，执业经验差异可能促进团队内更加全面深入的讨论，正向促进监督效率和效果，降低信息不对称程度；负面影响观下，执业经验差异可能导致工作协同性降低，负向抑制监督效率和效果，加剧信息不对称程度。

3. 信息不对称如何影响新股发行定价的准确性？

企业作为信息优势方，信息不对称程度的变化将影响其操纵股价的难度。信息不对称程度越高，企业掌握更多内幕消息，操纵股价的难度越低，投资者和保荐机构难以准确估价，新股发行定价的准确性将显著降低；反之，信息不对称程度越低，企业掌握的内幕消息相对较少，操纵股价的难度越高，投资者和保荐机构利用公开信息可以更加准确估价，新股发行定价的准确性将显著提高。

通过上述三段分析，可以较为完整的呈现“执业经验差异—>信息不对称—>新股发行定价准确性”的完整逻辑链条，为便于呈现逻辑推演关系，修改稿中采取图示的方法进行直观说明（如下图1）。

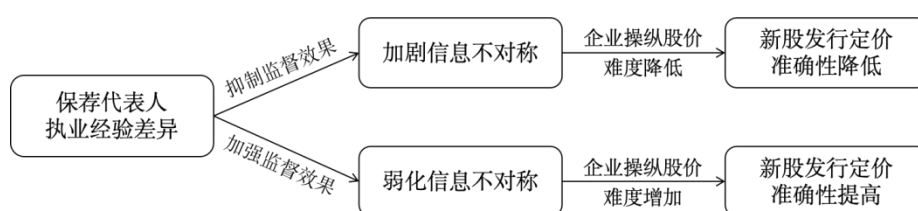


图1 研究假设逻辑

2. 在作用机制的检验分析中，作者在论文中使用了分组的方法，但该分组的结果仅仅说明了相对于信息不对称较低的承销公司，保荐代表人执业经验差异对于信息不对称较高的承销公司的新股发行定价准确性的负面影响更大，而不能验证保荐代表人执业经验差异是通过影响公司的信息不对称，从而影响承销公司新股发行定价的准确性。建议作者采用中介效应模型来对作用机制进行检验。

非常感谢专家的意见，原文中采用分组检验的方法进行机制说明的确存在说服力不足的问题。基于此，我在修改稿中参照您的宝贵意见采用中介效应模型（温忠麟等，2004）进行机制检验。

【具体内容请参照修改稿 p11-p12 中介机制检验部分】

基于研究假设内容，保荐代表人执业经验差异通过作用于信息

不对称程度为中介机制，对于新股发行定价的准确性造成影响。本文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（inquiry）为统计变量，字数越多则说明上市公司存在的信息不对称问题越严重（关于采用该指标的原因说明请参考修改稿原文）。根据下表 1 结果显示，主检验的结果仍然显著成立，且以问询函字数代表的信息不对称水平在其中发挥显著的部分中介作用，因此可以证明，保荐代表人执业经验差异通过加剧信息不对称程度为中介机制，显著降低新股发行定价的准确性。

表 1 中介机制检验

Variables	inquiry	Return	Adj_Return
	(1)	(2)	(3)
DIFF	6.298** (2.03)	0.0127** (2.02)	0.0124* (1.95)
inquiry		0.000240*** (3.19)	0.000238*** (3.14)
controls	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y
N	825	825	825
R-sq	0.601	0.571	0.568
adj. R-sq	0.558	0.524	0.521

3. 在异质性检验分析中，其中对于监督效应的检验，除了论文中现在报告的 Return 结果，为了与主回归和其他异质性检验保持一致，作者还需要同时报告 Adj_Return 的结果。此外，针对该分析中的高声誉事务所的检验，样本量只有 83，过少的样本量会对回归结果产生较大的影响，现在表 6 第（1）列 DIFF 系数不显著是否是由于样本量太少所导致，因此建议作者基于十大事务所来进行分组。最后，针对监督效应的检验，除了论文中目前考察的会计师事务所和律师事务所，建议作者增加对券商本身声誉的考察。

非常感谢专家的意见。您的意见主要可以概括为三个方面，我将分条分别进行修改内容的说明。因为增加了券商角度的声誉效果考察，采用原稿“监督效应”命名不再合适，因此在修改稿中修改为“声誉效应”。

【具体修改内容请参考修改稿 p13-p21 异质性检验部分】

1. 声誉效应检验中须同时列示 Return 和 Adj_Return 结果；

修改稿中的声誉效应检验共涉及三个角度——券商、会计师事务所、律师事务所，均分别在 Return 和 Adj_Return 两个角度进行了回归检验，声誉效应均显著成立，具体内容请参考修改稿原文的表 6、表 7、表 8。

2. 原稿中高声誉事务所的样本量过少，考虑采用前十大事务所重新分组；

原稿中的高声誉分组方法存在小样本偏误的潜在影响，因此需要采用更为广泛性的分组依据。基于此，修改稿中进一步扩大高声誉会计师事务所的范围，通过参考 2022 年中国注册会计师协会公布的百大会计师事务所排行榜信息，选取其中排行前十名的会计师事务所作为高声誉组（普华永道、安永、毕马威、德勤、立信、天健、容诚、信永中和、致同、天职国际），其余作为非高声誉组。重新分组后的回归结果如下表 2 所示，声誉效应仍然成立，即在高声誉事务所中，保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的负向抑制作用得到显著弱化。

表 2 声誉效应异质性检验：会计师事务所

Variables	Return		Adj_Return	
	高声誉事务所	非高声誉事务所	高声誉事务所	非高声誉事务所
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	0.00389 (0.48)	0.0284** (2.53)	0.00360 (0.44)	0.0285** (2.52)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	857	731	857	731
R-sq	0.581	0.620	0.578	0.618
adj. R-sq	0.505	0.536	0.502	0.534

3. 增加对券商声誉的异质性检验。

根据专家意见在声誉效应中增加了对于券商声誉的考察，为避免小样本偏误问题，本文选取样本中累计保荐项目数量前十名的券商机构作为高声誉组（中信证券、海通证券、国信证券、中信建投证券、广发证券、国金证券、民生证券、华泰联合证券、中国国际金融证券、招商证券），其余作为非高声誉组。回归结果如下表 3 所示，声誉效应仍然成立，即在高声誉券商中，保荐代表人执业经

验差异对于新股发行定价准确性的负向抑制作用得到显著弱化。

表 3 声誉效应异质性检验：保荐机构

Variables	Return		Adj_Return	
	高声誉券商	非高声誉券商	高声誉券商	非高声誉券商
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	0.0105 (1.20)	0.0201** (1.97)	0.0108 (1.22)	0.0190* (1.84)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	880	708	880	708
R-sq	0.569	0.601	0.566	0.598
adj. R-sq	0.524	0.509	0.521	0.505

4. 在异质性检验分析的边际效应检验中，更合理的分组应该是基于 $2 < \text{DIFF} < 3$ ， $3 < \text{DIFF} < 6$ 和 $\text{DIFF} > 6$ 。此外，对于各组回归系数的差异性比较还需要考虑在统计上是否显著。对于目前表 8 中 $\text{DIFF} > 6$ 这一列，DIFF 的回归系数本身不显著，因此，对于论文中得出的“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”这一结论有待商榷。

非常感谢审稿专家的意见，原稿中的分组方法存在两个主要问题：1. 分组不合理；2. 回归系数无法严格支持结论。为解决上述两个问题，我在专家建议的基础上做了部分调整。根据描述性统计结果，样本中自变量的 p25/p50/p75 分位数分别 2、3、6，但因为样本分布较为集中，直接采用 2 作为 25 分位数进行分组并不精确，如下表 4 所示， $\text{DIFF}=2$ 的累计占比已达到 35.42%，仍以此作为 p25 分位数进行分组容易导致组间样本量差异较大，无法获取精准的分组回归结果，从而无法准确计量边际效应，同理 75 分位数也部分存在相同问题。为调和样本分布集中的矛盾，修改稿中采取分为两组的方式进行计量，根据下表 4 显示， $\text{DIFF}=3$ 的累计占比达到 50.67%，数值分布非常接近于 p50 分位数，可以很好地避免样本分布集中导致的样本量差异问题，因此以 $\text{DIFF}=3$ 作为分组依据： $\text{DIFF} \leq 3$ 的分为一组， $\text{DIFF} > 3$ 分为另外一组，对比解释变量系数在两组中是否存在显著差异。根据下表 5 结果显示， $\text{DIFF} > 3$ 组别中的解释变量系数显著大于 $\text{DIFF} \leq 3$ 组别中的解释变量系数，可

以证明主检验的结论存在边际递增效应。

【具体内容请参考修改稿 p20-p21】

表 4 解释变量分布（缩尾前）

DIFF	各自占比	累计占比
0	8.63%	8.63%
1	12.52%	21.14%
2	14.28%	35.42%
3	15.25%	50.67%
4	11.12%	61.79%
5	9.66%	71.45%
6	7.23%	78.68%
7	6.38%	85.05%
8	3.95%	89.00%
9	3.95%	92.95%
10	2.49%	95.44%
11	1.64%	97.08%
12	1.46%	98.54%
13	0.55%	99.09%
14	0.85%	99.94%
16	0.06%	100.00%
总计	100.00%	200.00%

表 5 边际效应异质性检验

Variables	Return		Adj_Return	
	DIFF ≤ 3	DIFF > 3	DIFF ≤ 3	DIFF > 3
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	-0.0103 (-0.43)	0.0292** (2.25)	-0.00855 (-0.36)	0.0274** (2.09)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	799	789	799	789
R-sq	0.592	0.599	0.589	0.597
adj. R-sq	0.510	0.522	0.507	0.518

5. 在稳健性检验中，关于表 9，建议作者只报告 PSM_OLS 的结果，并增加报告第一阶段匹配的结果。关于表 10，分时段检验的两个时间段应该是 2010-2018 以及 2019-2022，因此表 10 应该将

报告 2010-2022 的结果改为报告 2010-2018 的结果。

感谢专家的意见，您的意见可以分为两个方面：1. 修改 PSM 检验结果的列示方法；2. 调整分时段检验的设计方法，我将分别从该两方面进行修改说明：

【具体修改内容请参考修改稿 p21-p23 稳健性检验部分】

1. 修改 PSM 检验结果的列示方法；

为更直观的反映 PSM 的匹配情况和回归结果，修改稿中分别汇报了第一阶段匹配后的平衡性检验结果和第二阶段 PSM 的回归结果。为更直观的反映 PSM 第一阶段的匹配结果，本文采用平衡性检验方法，根据下图 2 结果，再匹配明显缩小了变量差异，大部分基本稳定在 5% 的区间内；此外，重新匹配后第二阶段的回归结果中主检验的结论仍然显著成立（如下表 7 第（1）和（2）列所示），证明主检验结论并未受到样本分布的影响。具体修改内容请参考修改稿原文 p21-p22。

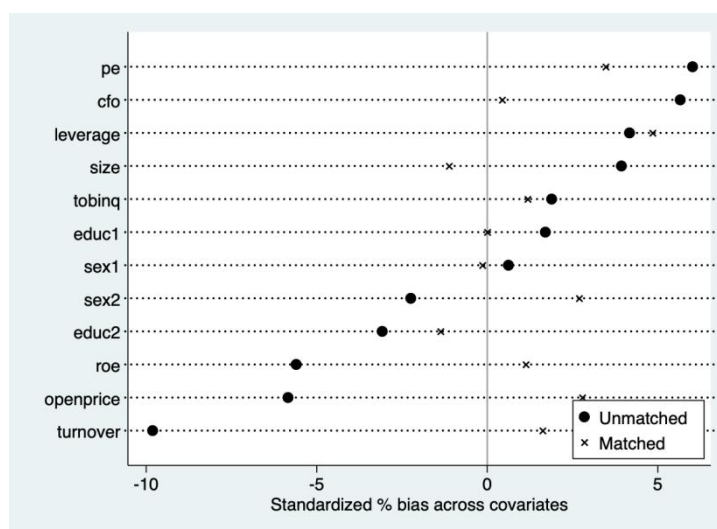


图 2 PSM 平衡性检验

2. 调整分时段检验的设计方法。

感谢专家的意见。原稿中采用分时段的目的为检验主检验的结果是否存在随时间周期的变动的情况，但原稿中的分组设计方式不妥，因此参考您的意见以 2018 年为分割点，分为 2010-2018 和 2019-2022 两组。具体结果如下表 6 所示，两个时段内的回归结果存在显著差异，2019-2022 区间内的解释变量系数更大。

从回归结果来看，不同时段区间内的主检验结论存在显著差异，无法起到稳健性检验的作用，因此分时段检验的方法并不适合；

从分析逻辑来看，本文样本的时间跨度较大，期间涉及到资本

市场、保荐业务和保荐代表人相关的多项政策变动，在多项政策效果的叠加冲击下研究对于本文主检验结论的影响效果，更适合作为异质性检验而非稳健性检验；

从参考文献来看，我在重新梳理了有关 IPO 抑价、保荐代表人、新股发行等关键词的重要代表性文献后，未发现以分时段区间作为稳健性检验的相关方法，在缺乏权威文献支撑的基础下，采用该方法作为稳健性检验也并不合适。

基于上述三个视角，采用分时段检验作为稳健性检验的效果并不理想且缺乏权威文献支持。因此在修改稿中删除了分时段检验方法的稳健性检验，但因为考虑到仅依赖 PSM 结果的稳健性检验内容过于单薄，本文参考了（吕怀立等，2021）的自抽样方法作为补充性的稳健性检验，根据下表 7 第（3）和（4）列结果显示，经过 1000 次重复抽样后，主检验的结论仍然显著成立，有效起到了稳健性检验的作用。

表 6 分时段检验

Variables	Return		Adj_Return	
	2010-2018	2019-2022	2010-2018	2019-2022
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	-0.000371 (-0.18)	0.0156* (1.84)	-0.00205 (-0.94)	0.0159* (1.87)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	580	1008	580	1008
R-sq	0.491	0.599	0.452	0.597
adj. R-sq	0.347	0.545	0.298	0.542

表 7 稳健性检验

Variables	PSM_OLS1	PSM_OLS2	Return	Adj_Return
	(1)	(2)	(3)	(4)
diff	0.0730* (1.95)	0.0735* (1.95)		
DIFF			0.0142** (2.20)	0.0139** (2.22)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y

year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	1459	1459	1588	1588
R-sq	0.563	0.560	0.565	0.563
adj. R-sq	0.512	0.509	0.518	0.515

6. 针对进一步研究中的长期市场表现，更严谨的做法应该是使用 BHAR 来衡量公司的长期市场表现。建议作者用 BHAR 而不是当月个股平均回报率对公司的长期市场表现进行衡量。

感谢专家的意见，原稿中直接采用月个股回报率作为长期业绩指标，方法缺乏文献支持且准确性不足。因此参考您的建议转为使用 BHAR 月度异常收益率作为公司长期业绩的衡量指标。本文以公司上市当月作为开始窗口期，分别计算公司上市后 4 个月、6 个月、12 个月和 24 个月的 BHAR 值。根据下表 8 结果显示，解释变量的系数均不显著，说明保荐代表人执业经验差异对于公司长期业绩表现的影响效果较弱。

【具体修改内容请参考修改稿 p23-p24 进一步研究部分】

表 8 进一步研究

Variables	bhar4	bhar6	bhar12	bhar24
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	-0.00746 (-1.06)	-0.00983 (-1.39)	-0.0106 (-1.31)	-0.00668 (-0.68)
controls	Y	Y	Y	Y
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	1476	1413	1276	886
R-sq	0.300	0.312	0.267	0.208
adj. R-sq	0.199	0.213	0.162	0.093

7. 建议作者在论文中明确是否已对回归中使用的连续变量进行了 winsorize 处理，比如现在描述性统计中的一些变量存在异常值，需要进行 winsorize 处理。另外，为了控制异方差，对于回归建议作者在公司层面进行 cluster。

感谢专家的意见。原稿中的数据中存在部分极端值，可能对回归结果造成影响。为避免极端值的影响，修改稿中分别进行了上下 1% 的 winsorize 缩尾处理，处理后的描述性统计结果中极端值显著减少，具体参考修改稿原文中的表 1。此外，根据您的建议在控制

	已有固定效应的基础上，同时进行了公司层面的聚类调整。 在经过上述缩尾处理和聚类调整后，主检验、中介机制检验和异质性检验的结论仍然显著成立。 【具体内容请参照修改稿 p8 研究设计部分、p9-p11 实证结果分析部分】 除了您上述提到的宝贵问题之外，我还针对引言部分和研究启示做了部分调整，请您参考修改稿 p3-p5 和 p25-p26 内容。感谢您的宝贵建议。经过您的指导，本文在假设推理逻辑和实证分析部分得到了很大提升，非常高兴并再次感谢您！ 2023/10/16 作者：解子恒 2023 年 10 月 16 日
--	--

附文 1：文章主要贡献

本文选择 2010—2022 年申请并最终成功上市的公司为样本，以两位签字保荐代表人之间的博弈关系为视角，研究两位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。研究发现，两位保荐代表人之间的执业经验差异越大，新股发行定价准确性越低，具体表现为 IPO 抑价率水平显著提高。中介机制检验表明，保荐代表人执业经验差异通过加剧拟上市公司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。异质性检验表明，执业经验差异对于新股发行定价准确性的影响效果具有惩戒效应、声誉效应、经验优势效应、和边际递增效应，具体表现为主检验的影响效果在保荐代表人无处罚记录、中介机构（券商、会计师事务所和律师事务所）声誉水平较低、第二位签字保荐代表人经验比第一位丰富时更加显著。主检验的结论在经过倾向得分匹配和分时段检验后，仍然稳健成立。在进一步检验中，证明了执业经验差异对于公司业绩的影响效果具有短期性的特征。

本文主要的贡献有：第一，本文以保荐代表人之间的博弈关系作为全新视角，分析了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。已有研究发现保荐代表人的经验特征对于新股发行定价和 IPO 成功率具有显著影响，但以往文献主要集中于单一保荐代表人执业经验对于新股定价的影响研究，而忽略了我国特殊保荐政策的背景下，两位保荐代表人之间人力资本关系的博弈效应。本文以执业经验差异为视角分析了对于新股发行定价准确性的影响，丰富了该话题下的研究内容，同时为我国保荐政策的实践提供了微观层面的分析。此外，本文利用政策变更作为外生冲击，缓解了该视角下存在的样本量和异质性的问题，为本文研究提供了理想的条件。

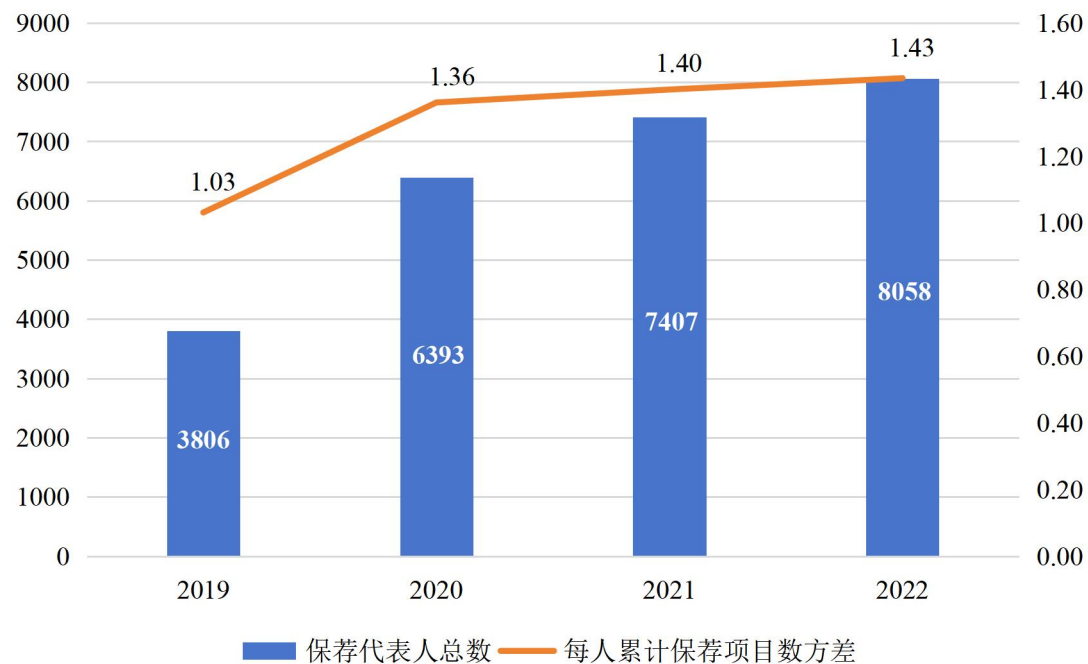
第二，本文研究为保荐机构安排保荐代表人组合、统筹人员结构提供了建议。本文研究结论表明，两位保荐代表人的执业经验差异越大，新股发行定价的准确性越低。基于此，保荐机构可以从执业经验的角度考虑，调整保荐代表人组合、统筹人员结构，有助于提高保荐工作质量。此外本文研究发现，高声誉的中介机构可以显著弱化保荐代表人执业经验差异对于新股发行定价准确性的负面影响，上市公司可以通过聘请专业中介机构的方式缓解上市过程中的信息不对称程度，提高新股发行的准确性、更好地接受投资者和资本市场的监督。

附文 2：研究假设的文献综述

因经验差异导致的代际沟通障碍问题，已经成为现代组织管理中的主要挑战之一（张莹 等，2020）。根据 Kelly Global 的调查数据显示，42%的员工承认在工作场合中遇到过因年龄和经验不同导致的代际差异问题，75%受访者表示会通过调整与存在代际差异的同事之间的沟通方式，以避免相关问题。执业经验差异的本质为人力资本关系，组织管理领域内已有学者针对经验差异对于团队工作绩

效的影响进行了研究（Taylor, 1975; Rhodes, 1983; Avolio & Waldman, 1990; Greller & Simpson, 1999; Huckman et al., 2009）。主要观点分为正反两派：正面影响观点认为，经验差异可以更好地促进组织内的交流互信，对于决策的讨论更加全面充分（Hussein et al., 2019）。针对不同经验或年龄特征的成员采用个性化的激励措施，可以最大化的提高团队绩效和组织价值（Urlick et al., 2017）；其次，通过加强交流沟通的方式，可以将经验差异导致的代际矛盾转化为生产力多样化的优势（Hayes, 2013）。实践角度，为克服经验差异导致的组织沟通障碍，越来越多企业（如谷歌、苹果、微软、亚马逊等）开设了团队沟通课程，用于提高团队的沟通与协作效率；反面影响观点认为，不同经验背景的团队成员因为在工作价值观和行为方式上存在巨大差异（Cogin, 2012），更容易产生矛盾和隔离感（Subramanian, 2017），使得双方之间的沟通交流减少。其次，经验更为丰富的年长者在组织中具有影响他人和团队决策的个人威权主义效应，可能限制员工的意见表达、降低员工的工作参与度和创造性（Burris, 2012）。特别地，个人威权主义在审计领域的影响效果得到广泛验证：Davis et al.（2006）调查发现，超过半数的会计师迫于上级的服从压力而违反政策导致预算松弛；Lord and DeZoort（2001）发现个人威权主义导致的服从压力将显著增加审计师签署存在重大错报审计意见的意愿；此外，DeZoort & Lord（1994）发现来自威权领导的服从压力将对审计师的职业判断造成严重的负面影响。综上所述，执业经验差异对于团队工作绩效的影响效果具有双重性：既可能促进沟通提升协作效率，又可能因威权主义和服从压力负向影响团队决策。

1. 保荐代表人相关数据（附图 1）



附图 1 保荐代表人总数与执业经验差异方差

2. 变量定义（附表 1）

附表 1 变量定义

变量层次	变量符号	变量定义
被解释变量	Return	上市首日个股回报率
	Adj_Return	上市首日报市场调整的个股回报率
解释变量	DIFF	保荐代表人执业经验差异，等于两位保荐代表人的各自累计保荐项目数量的差值
控制变量	size	资产规模指标，等于 IPO 当年年末上市公司资产规模取对数
	leverage	资产负债率，等于 IPO 当年年末上市公司负债总额除以资产总额
	roe	净资产收益率，等于 IPO 当年年末上市公司净利润除以净资产总额
	cfo	经营现金流占比，等于 IPO 当年年末上市公司经营活动现金流除以资产总额
	openprice	首日开盘价，等于 IPO 首日股票开盘的初始价格
	turnover	首日换手率，等于 IPO 首日的成交量与流通股股数的比值
	pe	市盈率，等于 IPO 当年年末上市公司股票价格除以每股收益
	tobinq	托宾 Q 值，等于 IPO 当年年末上市公司市值除以资产总额
	sex1	第一位签字保荐代表人性别，若为男性标记为 1，若为女性标记为 0
	sex2	第二位签字保荐代表人性别，若为男性标记为 1，若为女性标记为 0
	educ1	第一位签字保荐代表人学历，若为硕士及以上标记为 1，否则标记为 0
	educ2	第二位签字保荐代表人学历，若为硕士及以上标记为 1，否则标记为 0
	industry	行业层面固定效应

	year	年度层面固定效应
	bank	保荐机构层面固定效应

3. 描述性统计（附表 2）

附表 2.1 描述性统计

Variable	N	mean	sd	min	p25	p50	p75	max
Return	1588	0.742	0.975	-0.234	0.440	0.440	0.460	5.615
Adj_Return	1588	0.739	0.978	-0.207	0.383	0.435	0.536	5.682
DIFF	1588	4.142	3.100	0.000	2.000	3.000	6.000	13.000
size	1588	21.310	0.777	19.940	20.750	21.180	21.700	23.840
leverage	1588	0.260	0.153	0.036	0.137	0.230	0.355	0.691
roe	1588	0.098	0.047	-0.032	0.069	0.093	0.119	0.283
cfo	1588	0.045	0.073	-0.204	0.010	0.050	0.089	0.227
openprice	1588	36.270	35.320	4.040	15.000	24.510	44.000	217.500
turnover	1588	0.293	0.335	0.000	0.001	0.018	0.671	0.880
pe	1588	55.750	39.650	0.000	31.680	45.180	66.370	240.900
tobinq	1588	1.624	0.520	1.046	1.274	1.461	1.800	3.722
sex1	1588	0.883	0.322	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
sex2	1588	0.845	0.362	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
educ1	1588	0.795	0.404	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
educ2	1588	0.793	0.405	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000

附表 2.2 主检验结果

变量名	Return		Adj_Return	
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	0.0147* (1.74)	0.0142** (2.14)	0.0144* (1.69)	0.0139** (2.08)
size		-0.282*** (-7.89)		-0.286*** (-8.01)
leverage		1.520*** (8.64)		1.522*** (8.65)
roe		2.174*** (3.67)		2.147*** (3.60)
cfo		0.160 (0.50)		0.213 (0.67)
openprice		0.000552 (0.68)		0.000550 (0.68)

turnover		1.990*** (16.92)		1.999*** (16.95)
pe		0.00104 (1.49)		0.00113 (1.61)
tobinq		0.271*** (4.32)		0.270*** (4.29)
sex1		-0.0753 (-1.30)		-0.0775 (-1.32)
sex2		0.0112 (0.23)		0.0135 (0.28)
educ1		0.0367 (0.81)		0.0423 (0.93)
educ2		-0.0486 (-1.11)		-0.0494 (-1.12)
Constant	0.684*** (18.14)	5.051*** (6.66)	0.683*** (18.04)	5.118*** (6.77)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	1588	1588	1588	1588
R-sq	0.308	0.565	0.304	0.563
adj. R-sq	0.240	0.518	0.235	0.515

注：*、**和***分别表示在 1%、5%和 10%的水平下显著，括号中为 t 值。

4. 中介机制检验（附表 3）

附表 3 中介机制检验

Variables	inquiry	Return	Adj_Return
	(1)	(2)	(3)
DIFF	6.298** (2.03)	0.0127** (2.02)	0.0124* (1.95)
inquiry		0.000240*** (3.19)	0.000238*** (3.14)
size	12.19 (0.77)	-0.285*** (-8.02)	-0.289*** (-8.14)
leverage	100.2 (1.31)	1.496*** (8.61)	1.498*** (8.63)

roe	598.7** (2.10)	2.030*** (3.48)	2.004*** (3.42)
cfo	81.41 (0.54)	0.140 (0.45)	0.194 (0.61)
openprice	-0.428 (-1.35)	0.000654 (0.82)	0.000652 (0.81)
turnover	-1017.8*** (-21.62)	2.235*** (14.52)	2.241*** (14.52)
pe	0.546* (1.79)	0.000905 (1.38)	0.000997 (1.50)
tobinq	17.28 (0.65)	0.267*** (4.33)	0.266*** (4.30)
sex1	48.48* (1.73)	-0.0869 (-1.48)	-0.0890 (-1.50)
sex2	-25.16 (-0.99)	0.0172 (0.36)	0.0195 (0.40)
educ1	-11.97 (-0.51)	0.0396 (0.88)	0.0452 (1.00)
educ2	-21.34 (-0.97)	-0.0435 (-1.00)	-0.0443 (-1.02)
Constant	315.6 (0.92)	4.975*** (6.66)	5.043*** (6.76)
industry	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y
N	825	825	825
R-sq	0.601	0.571	0.568
adj. R-sq	0.558	0.524	0.521

注：此处样本量减少的原因因为发审委并非针对全部拟上市公司发布问询函。

5. 异质性检验：惩戒效应（附表4）

附表4 惩戒效应异质性检验

Variables	Return		Adj_Return	
	有惩罚记录	无惩罚记录	有惩罚记录	无惩罚记录
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	-0.00262 (-0.15)	0.0160** (2.14)	-0.00187 (-0.11)	0.0156** (2.07)
size	-0.274**	-0.277***	-0.271**	-0.280***

	(-2.52)	(-6.82)	(-2.56)	(-6.90)
leverage	1.665*** (3.51)	1.440*** (7.21)	1.684*** (3.55)	1.436*** (7.18)
roe	4.243*** (2.96)	1.835*** (2.78)	4.301*** (3.00)	1.781*** (2.69)
cfo	0.0846 (0.08)	0.161 (0.48)	0.0292 (0.03)	0.231 (0.68)
openprice	0.00154 (0.62)	0.000601 (0.68)	0.00133 (0.54)	0.000603 (0.68)
turnover	1.988*** (5.43)	1.963*** (15.64)	1.989*** (5.68)	1.971*** (15.56)
pe	0.00596** (2.30)	0.000501 (0.78)	0.00586** (2.22)	0.000632 (0.97)
tobinq	0.0215 (0.10)	0.276*** (4.21)	0.0419 (0.19)	0.273*** (4.14)
sex1	0.0647 (0.38)	-0.126** (-2.00)	0.0594 (0.35)	-0.131** (-2.06)
sex2	0.198 (1.19)	0.0161 (0.30)	0.208 (1.25)	0.0197 (0.37)
educ1	0.339** (2.50)	0.00681 (0.13)	0.345** (2.52)	0.0122 (0.24)
educ2	0.0581 (0.39)	-0.0517 (-1.06)	0.0618 (0.42)	-0.0511 (-1.04)
Constant	4.178* (1.80)	5.072*** (5.87)	4.077* (1.81)	5.146*** (5.94)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	228	1360	228	1360
R-sq	0.697	0.575	0.700	0.571
adj. R-sq	0.504	0.521	0.510	0.518

6. 异质性检验——声誉效应：券商（附表 5）

附表 5 声誉效应异质性检验：保荐机构

Variables	Return		Adj_Return	
	高声誉券商	非高声誉券商	高声誉券商	非高声誉券商
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	0.0105	0.0201**	0.0108	0.0190*

	(1.20)	(1.97)	(1.22)	(1.84)
size	-0.304*** (-6.85)	-0.218*** (-3.39)	-0.307*** (-6.97)	-0.223*** (-3.45)
leverage	1.751*** (7.27)	1.316*** (4.54)	1.750*** (7.29)	1.326*** (4.54)
roe	1.645** (2.12)	2.122** (2.26)	1.607** (2.08)	2.146** (2.23)
cfo	0.529 (1.22)	-0.385 (-0.79)	0.605 (1.40)	-0.323 (-0.65)
openprice	0.000581 (0.60)	0.000516 (0.34)	0.000626 (0.65)	0.000426 (0.28)
turnover	1.849*** (12.82)	2.107*** (10.79)	1.845*** (12.93)	2.136*** (10.72)
pe	0.000666 (0.80)	0.000881 (0.70)	0.000705 (0.84)	0.00111 (0.87)
tobinq	0.287*** (3.84)	0.318*** (2.73)	0.290*** (3.89)	0.309*** (2.62)
sex1	-0.141** (-1.99)	0.0375 (0.39)	-0.136* (-1.91)	0.0244 (0.25)
sex2	0.00845 (0.14)	-0.0203 (-0.21)	0.00148 (0.02)	-0.00902 (-0.09)
educ1	0.0940 (1.51)	-0.0443 (-0.61)	0.0960 (1.53)	-0.0334 (-0.46)
educ2	-0.0438 (-0.65)	-0.0587 (-0.91)	-0.0401 (-0.59)	-0.0629 (-0.97)
Constant	5.545*** (6.02)	3.664*** (2.61)	5.587*** (6.11)	3.771*** (2.66)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	880	708	880	708
R-sq	0.569	0.601	0.566	0.598
adj. R-sq	0.524	0.509	0.521	0.505

7. 异质性检验——声誉效应：会计师事务所（附表 6）

附表 6 声誉效应异质性检验：会计师事务所

Variables	Return		Adj_Return	
	高声誉事务所	非高声誉事务所	高声誉事务所	非高声誉事务所

	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	0.00389 (0.48)	0.0284** (2.53)	0.00360 (0.44)	0.0285** (2.52)
size	-0.287*** (-6.09)	-0.296*** (-4.60)	-0.287*** (-6.11)	-0.305*** (-4.76)
leverage	1.341*** (5.27)	1.751*** (6.24)	1.321*** (5.23)	1.784*** (6.34)
roe	1.945** (2.20)	2.887*** (3.32)	1.937** (2.19)	2.834*** (3.21)
cfo	0.589 (1.25)	-0.658 (-1.31)	0.612 (1.29)	-0.558 (-1.13)
openprice	0.000755 (0.65)	0.000747 (0.56)	0.000703 (0.60)	0.000845 (0.63)
turnover	1.964*** (12.69)	2.127*** (10.90)	1.964*** (12.61)	2.148*** (10.95)
pe	0.00164 (1.59)	0.000498 (0.51)	0.00175* (1.67)	0.000599 (0.61)
tobinq	0.225** (2.37)	0.327*** (3.67)	0.228** (2.39)	0.324*** (3.66)
sex1	-0.170** (-2.21)	0.0498 (0.59)	-0.171** (-2.24)	0.0531 (0.62)
sex2	-0.0150 (-0.22)	0.0593 (0.76)	-0.0102 (-0.15)	0.0566 (0.72)
educ1	0.119** (2.03)	-0.0409 (-0.55)	0.125** (2.12)	-0.0384 (-0.52)
educ2	-0.0427 (-0.69)	-0.0598 (-0.84)	-0.0381 (-0.62)	-0.0682 (-0.94)
Constant	5.318*** (5.33)	5.021*** (3.77)	5.305*** (5.33)	5.178*** (3.91)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	857	731	857	731
R-sq	0.581	0.620	0.578	0.618
adj. R-sq	0.505	0.536	0.502	0.534

8. 异质性检验——声誉效应：律师事务所（附表7）

附表7 声誉效应异质性检验：律师事务所

Variables	Return		Adj_Return	
	高声誉律所	非高声誉律所	高声誉律所	非高声誉律所
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	-0.00657 (-0.34)	0.0164** (2.26)	-0.00728 (-0.37)	0.0160** (2.19)
size	-0.246*** (-2.72)	-0.279*** (-6.88)	-0.249*** (-2.73)	-0.282*** (-7.00)
leverage	0.842* (1.95)	1.532*** (7.69)	0.837* (1.91)	1.535*** (7.73)
roe	0.811 (0.54)	2.458*** (3.68)	0.752 (0.50)	2.419*** (3.61)
cfo	0.505 (0.49)	0.132 (0.39)	0.518 (0.50)	0.198 (0.59)
openprice	-0.00152 (-0.88)	0.000694 (0.76)	-0.00119 (-0.68)	0.000661 (0.72)
turnover	1.793*** (6.66)	2.018*** (15.11)	1.788*** (6.55)	2.028*** (15.16)
pe	0.000530 (0.38)	0.00122 (1.57)	0.000502 (0.35)	0.00132* (1.68)
tobinq	0.335** (2.23)	0.246*** (3.53)	0.312** (2.07)	0.250*** (3.55)
sex1	-0.262 (-1.63)	-0.0428 (-0.66)	-0.273 (-1.65)	-0.0436 (-0.67)
sex2	0.118 (0.81)	-0.00985 (-0.18)	0.129 (0.87)	-0.0102 (-0.19)
educ1	-0.0428 (-0.27)	0.0682 (1.35)	-0.0348 (-0.22)	0.0752 (1.48)
educ2	-0.170 (-1.05)	-0.0297 (-0.60)	-0.178 (-1.09)	-0.0310 (-0.63)
Constant	4.963*** (2.63)	4.909*** (5.71)	5.049*** (2.66)	4.966*** (5.80)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	260	1328	260	1328
R-sq	0.687	0.572	0.681	0.571
adj. R-sq	0.514	0.519	0.505	0.517

9. 经验优势效应（附表 8）

附表 8 经验优势效应异质性检验

Variables	Return		Adj_Return	
	经验优势	非经验优势	经验优势	非经验优势
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	0.0106 (0.87)	0.0167* (1.73)	0.0099 (0.81)	0.0164* (1.69)
size	-0.259*** (-4.50)	-0.277*** (-5.09)	-0.261*** (-4.56)	-0.280*** (-5.13)
leverage	1.662*** (5.62)	1.151*** (4.32)	1.674*** (5.69)	1.131*** (4.23)
roe	2.600*** (2.68)	2.876*** (3.05)	2.616*** (2.66)	2.767*** (2.93)
cfo	0.177 (0.35)	-0.252 (-0.50)	0.198 (0.39)	-0.122 (-0.24)
openprice	0.000253 (0.18)	0.0000288 (0.02)	0.000166 (0.12)	0.0000753 (0.06)
turnover	2.089*** (11.85)	1.995*** (11.25)	2.103*** (11.87)	2.014*** (11.35)
pe	0.00259* (1.90)	0.000411 (0.51)	0.00266* (1.94)	0.000405 (0.51)
tobinq	0.240** (2.31)	0.268*** (3.09)	0.243** (2.33)	0.261*** (3.03)
sex1	-0.0744 (-0.68)	-0.00793 (-0.10)	-0.0759 (-0.69)	-0.0106 (-0.13)
sex2	-0.0308 (-0.41)	0.0820 (1.16)	-0.0272 (-0.37)	0.0869 (1.22)
educ1	0.0432 (0.60)	0.0843 (1.34)	0.0574 (0.79)	0.0846 (1.34)
educ2	0.00759 (0.09)	0.00110 (0.02)	0.0117 (0.14)	-0.00808 (-0.14)
Constant	4.445*** (3.60)	4.810*** (4.23)	4.458*** (3.62)	4.894*** (4.30)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	718	691	718	691

R-sq	0.604	0.627	0.603	0.621
adj. R-sq	0.519	0.548	0.518	0.541

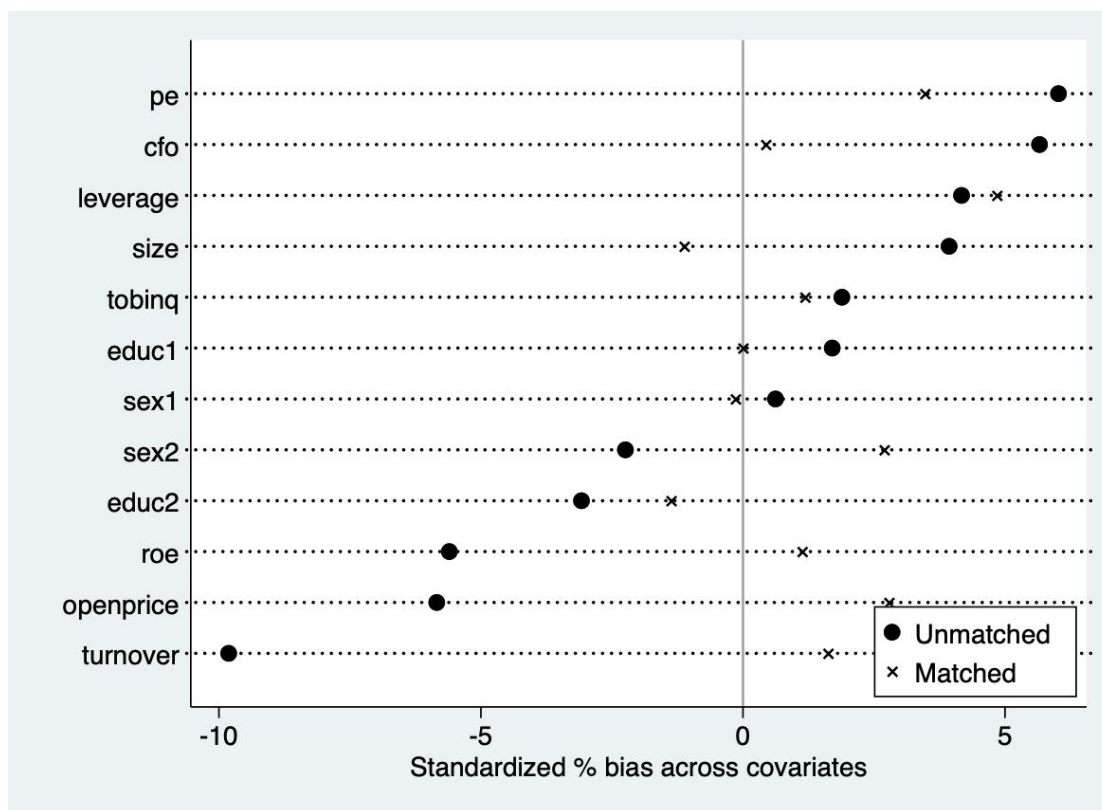
10. 边际递增效应（附表 9）

附表 9 边际效应异质性检验

Variables	Return		Adj_Return	
	DIFF≤3	DIFF>3	DIFF≤3	DIFF>3
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	-0.0103 (-0.43)	0.0292** (2.25)	-0.00855 (-0.36)	0.0274** (2.09)
size	-0.291*** (-5.29)	-0.298*** (-5.68)	-0.288*** (-5.33)	-0.309*** (-5.79)
leverage	1.429*** (5.26)	1.554*** (5.74)	1.413*** (5.26)	1.576*** (5.75)
roe	1.920** (1.98)	2.884*** (3.50)	1.891* (1.96)	2.846*** (3.39)
cfo	-0.0457 (-0.09)	0.247 (0.49)	-0.0112 (-0.02)	0.300 (0.59)
openprice	0.000842 (0.62)	0.000519 (0.50)	0.000774 (0.57)	0.000553 (0.53)
turnover	1.911*** (10.99)	2.105*** (12.42)	1.907*** (10.95)	2.135*** (12.56)
pe	0.00113 (1.23)	0.00164 (1.40)	0.00119 (1.32)	0.00168 (1.42)
tobinq	0.263*** (2.90)	0.229** (2.52)	0.264*** (2.91)	0.228** (2.49)
sex1	-0.0646 (-0.74)	-0.0427 (-0.49)	-0.0626 (-0.72)	-0.0429 (-0.49)
sex2	0.0747 (1.05)	-0.0187 (-0.25)	0.0770 (1.08)	-0.0173 (-0.23)
educ1	0.0385 (0.56)	0.0514 (0.76)	0.0346 (0.51)	0.0659 (0.96)
educ2	-0.0460 (-0.67)	-0.0342 (-0.51)	-0.0516 (-0.75)	-0.0363 (-0.54)
Constant	5.310*** (4.58)	5.164*** (4.59)	5.265*** (4.60)	5.387*** (4.71)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y

bank	Y	Y	Y	Y
N	799	789	799	789
R-sq	0.592	0.599	0.589	0.597
adj. R-sq	0.510	0.522	0.507	0.518

11. 稳健性检验：PSM（附图 2）



附图 2 PSM 平衡性检验

12. 稳健性检验：PSM 第二阶段与自抽样检验（附表 10）

附表 10 稳健性检验

Variables	PSM_OLS1	PSM_OLS2	Return	Adj_Return
	(1)	(2)	(3)	(4)
diff	0.0730* (1.95)	0.0735* (1.95)		
DIFF			0.0142** (2.20)	0.0139** (2.22)
size	-0.250*** (-6.88)	-0.255*** (-7.03)	-0.282*** (-7.59)	-0.286*** (-8.35)
leverage	1.421*** (7.83)	1.426*** (7.87)	1.520*** (8.58)	1.522*** (9.52)
roe	2.261*** (3.58)	2.223*** (3.49)	2.174*** (3.61)	2.147*** (3.45)

cfo	0.127 (0.39)	0.194 (0.60)	0.160 (0.56)	0.213 (0.69)
openprice	0.000178 (0.21)	0.000188 (0.22)	0.000552 (0.78)	0.000550 (0.74)
turnover	1.965*** (16.26)	1.970*** (16.31)	1.990*** (16.13)	1.999*** (18.48)
pe	0.00112 (1.53)	0.00123* (1.66)	0.00104 (1.38)	0.00113 (1.56)
tobinq	0.252*** (3.82)	0.250*** (3.77)	0.271*** (4.46)	0.270*** (4.35)
sex1	-0.0660 (-1.07)	-0.0675 (-1.09)	-0.0753 (-1.26)	-0.0775 (-1.21)
sex2	-0.00909 (-0.18)	-0.00697 (-0.14)	0.0112 (0.26)	0.0135 (0.27)
educ1	0.0318 (0.69)	0.0385 (0.84)	0.0367 (0.83)	0.0423 (0.95)
educ2	-0.0439 (-0.95)	-0.0446 (-0.97)	-0.0486 (-1.10)	-0.0494 (-1.07)
Constant	4.476*** (5.76)	4.565*** (5.89)	5.051*** (6.62)	5.118*** (7.06)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	1459	1459	1588	1588
R-sq	0.563	0.560	0.565	0.563
adj. R-sq	0.512	0.509	0.518	0.515

13. 进一步研究（附表 11）

附表 11 进一步研究

Variables	bhar4	bhar6	bhar12	bhar24
	(1)	(2)	(3)	(4)
DIFF	-0.00746 (-1.06)	-0.00983 (-1.39)	-0.0106 (-1.31)	-0.00668 (-0.68)
size	0.0388 (0.61)	0.0341 (0.54)	0.0854 (1.12)	0.0786 (0.92)
leverage	0.638*** (3.30)	0.792*** (3.51)	0.742*** (3.48)	0.560** (2.11)
roe	3.493***	3.235***	4.019**	3.985*

	(2.81)	(2.80)	(2.26)	(1.79)
cfo	-0.141 (-0.42)	-0.200 (-0.47)	-0.237 (-0.52)	-0.670 (-0.84)
openprice	-0.00280*** (-2.84)	-0.00257*** (-2.77)	-0.00346** (-2.45)	-0.00553*** (-2.93)
turnover	-0.194** (-2.55)	-0.175* (-1.85)	-0.236** (-2.50)	-0.166 (-1.00)
pe	0.00454*** (2.92)	0.00365** (2.49)	0.00422** (2.05)	0.00262 (1.17)
tobinq	0.379*** (2.92)	0.467*** (3.39)	0.537*** (3.57)	0.629*** (2.95)
sex1	-0.0343 (-0.31)	-0.0199 (-0.19)	-0.0429 (-0.27)	0.00443 (0.03)
sex2	0.0282 (0.53)	-0.00552 (-0.09)	0.0630 (1.08)	0.0961 (1.42)
educ1	0.150** (2.53)	0.118** (2.00)	0.147* (1.96)	0.135 (1.53)
educ2	0.0830 (1.39)	0.0592 (1.03)	0.103 (1.37)	0.177** (1.99)
Constant	-2.121 (-1.39)	-2.098 (-1.39)	-3.561* (-1.86)	-3.530 (-1.62)
industry	Y	Y	Y	Y
year	Y	Y	Y	Y
bank	Y	Y	Y	Y
N	1476	1413	1276	886
R-sq	0.300	0.312	0.267	0.208
adj. R-sq	0.199	0.213	0.162	0.093

注：样本数量存在差异的原因为删除了上市时间较晚导致窗口期不足而无法计算 BHAR 的部分样本。