

**CITY UNIVERSITY OF HONG KONG**  
**香港城市大學**

**Ownership Structure and IPO**  
**Underpricing: Evidence from Private Listed**  
**Companies in China**  
**民營上市公司股權結構與新股發行抑價**

**Submitted to**  
**College of Business**  
**商學院**  
**in Partial Fulfillment of the Requirements**  
**for the Degree of Doctor of Business Administration**  
**工商管理學博士學位**

**by**

**Huang Juntao**  
**黃俊濤**

**July 2014**  
**二零一四年七月**

## 摘要

新股發行抑價是發行方、承銷商、投資者三者資訊不對稱情況下的對於企業定價的博弈結果，對於發行方來說，面臨著如何降低該間接發行成本的問題。在新股上市階段，發行方基於企業發展融資要求引入外部投資者，對股權結構進行重新設計，伴隨著創始團隊持股比例的下降將會增加其與外部股東利益不一致所帶來的代理成本，同時股權結構作為擬上市公司的重要特徵，也是發行方傳遞公司品質私有資訊的重要方式；股權結構將對公司新股發行抑價產生重要影響。本文研究發現實際控制人的持股比例與新股發行抑價之間呈現 U 型關係，在我國法律和監管制度不健全的市場環境下，在證監會規定新股上市三年內實際控制人不能轉讓其股份的制度背景下，實際控制人的存在可以起到對經營層的監督作用從而提高企業價值，當實際控制人持股比例越高，其承擔的新股發行抑價損失比例越大，實際控制人越有動機監督管理層、承銷商讓發行價接近公司的真實價值。實際控制人持股比例高也向投資者傳遞了對於公司品質的信心，降低發行方與投資者之間的資訊不對稱所帶來的風險折價。而當實際控制人持股比例過高的時候，公司股東之間的制衡作用減弱，公司的經營決策風險集中於在實際控制人個體上，因此對於此類公司，投資者要求更高的 IPO 抑價。

本文從我國資本市場的實際情況出發，擴展了關於股權結構的代理理論、信號理論在我國法律不健全、投資保護弱的環境下的運用，提供了在新股發行股權結構進行重新設計時，股權結構對於投資者定價所產生的影響的實證證據。同時由於我國新股配售上採取比例配售的方式，承銷商並沒有配售對象的選擇權，國外文獻中從新股配售路徑來解釋股權結構與新股發行抑價的關係並不適用。本文基於代理理論和信號理念的視角，提供了對於我國民營上市公司股權結構對於新股發行抑價影響路徑的解釋。

**關鍵字：** 民營上市公司 股權結構 新股發行抑價

## Abstract

IPO underpricing is indirect cost of issuers, as a result of the information asymmetry among issuers, underwriters and investors. How to reduce IPO underpricing is an important problem to issuers. During IPO process, the ultimate owners invite new investors based on the financial plan. The ownership structure of enterprises is redesigned. The agency cost between ultimate owners and outside investors will increase due to the less share proportion hold by ultimate owner. Besides, ownership structure is also an important way for issuers to convey their private information about enterprises to investors. Therefore, ownership structure is an important factor to IPO underpricing. This paper shows that there is a U shape relationship between the share proportion of ultimate owners and IPO underpricing. Since the investors' protection law system is weak in China, Chinese SEC requires that ultimate owners can't sell their stock in three years after IPO. Therefore, when share proportion of the ultimate owner is higher, they will be charged larger loss caused by IPO underpricing. The ultimate owners incline to monitor managers and underwriters to reduce the gap between offer price and true value of their enterprise. However, when the ultimate owner is too high, the alignment effect is dominated by the entrenchment effect. The outside stockholders will argue for high IPO underpricing.

This paper empirically tests the relationship between ownership structure and enterprise valuation during ownership redesign in IPO process and extends the application of agency theory and signal theory in Chinese weak investor protection environment. Since the Chinese SEC requires that a particular size have an equal opportunity to accept IPO shares allocation in IPO process, the underwriters can't choose investors. Therefore the investor discrimination theory cannot explain the relationship between the ownership structure and IPO underpricing in China. This paper provides an alternative explanation based on agency theory and signal theory.

**Key Words:** Private company      Ownership structure      IPO underpricing

## 目錄

摘要.....	i
Abstract.....	ii
Qualifying Panel and Examination Panel .....	iii
圖表目錄.....	vi
1.1 研究背景.....	1
1.2 研究問題.....	4
1.3 研究方法與主要發現.....	5
1.4 研究意義.....	5
1.5 本文框架.....	6
第二章 文獻回顧.....	8
2.1 股權結構與企業價值.....	8
2.2 新股發行抑價的資訊不對稱理論.....	10
2.2.1 投資者與發行主體的資訊不對稱 .....	11
2.2.2 發行方與承銷商之間的資訊不對稱 .....	13
2.2.3 發行主體的資訊在投資者之間存在不均勻的分配 .....	13
2.3 股權結構與新股發行抑價.....	14
2.4 股權結構與市場化水準.....	17
2.5 文獻總結.....	18
第三章 制度背景.....	21
3.1 新股發行制度.....	21
3.2 股權分置改革.....	24
第四章 研究假設與研究設計.....	27
4.1 研究假設.....	27
4.2 研究設計.....	29
4.2.1 變量設計 .....	29
4.2.2 實證模型 .....	33
4.2.3 樣本的來源.....	35
第五章 實證結果及分析.....	37

5.1 描述性統計.....	37
5.2 假說 1 的回歸結果.....	39
5.3 假說 2 的回歸結果.....	42
5.4 穩健性檢驗.....	43
5.4.1 承銷費用率與實際控制人持股比例回歸結果 .....	43
5.4.2 中簽率與實際控制人持股比例的回歸結果 .....	44
第六章 結論.....	46
6.1 研究結論及主要貢獻.....	46
6.1.1 研究結論.....	46
6.1.2 主要貢獻.....	48
6.2 研究局限及未來研究方向.....	49
6.2.1 研究局限.....	49
6.2.2 未來研究方向 .....	50
參考文獻.....	52

## 圖表目錄

表格 1 我國新股發行制度發展歷程.....	59
表格 2 各個變量的定義以及計算方法.....	60
表格 3 樣本的年度分佈.....	62
表格 4 樣本的行業分佈.....	63
表格 5 全樣本描述性統計.....	64
表格 6 市場化水準低的一組的描述性統計.....	65
表格 7 市場化水準高的一組的描述性統計.....	66
表格 8 按照市场化水平分组后样本的差異性检验.....	67
表格 9 主要變量的相關性係數矩陣.....	68
表格 10 新股發行抑價與實際控制人持股比例回歸結果.....	69
表格 11 市場化水準分組新股發行抑價與實際控制人持股比例回歸結果....	70
表格 12 承銷費用率與實際控制人持股比例的回歸結果.....	71
表格 13 中籤率與實際控制人持股比例的回歸結果.....	72
圖 1 先河環保實際控制人股權結構圖(招股書原文).....	73
圖 2 先河環保實際控制人股權結構圖(按照一致行動人調整後).....	74
圖 3 四方股份實際控制人控制關係圖.....	75