

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

**The Empirical Analysis of Influence of Board  
Secretary on IPO Underpricing – Evidence  
from Chinese Non-State Owned Firms**  
董事會秘書背景對中國民營企業 IPO 抑價  
的影響之實證分析

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

**Hua Jiarong**  
华家蓉

**June 2015**  
二零一五年六月

## 摘要

新股發行是企業從資本市場上獲取發展所需資金的重要途徑，在企業的發展進程中發揮重要作用，特別對於民營企業，他們難以獲取銀行貸款支持，更依賴於從資本市場融資。而新股發行抑價是發行方、承銷商、投資者三者資訊不對稱的情況下對於發行定價的博弈結果，對於發行方來說是一種間接的發行成本。以往文獻對新股發行抑價進行了深入的研究，基於新股發行抑價的資訊不對稱理論，本文研究了董事會秘書的個人特徵以及職權背景是否影響其在新股發行中的角色發揮，即通過降低發行人與承銷商、投資人之間的資訊不對稱，降低 IPO 抑價。

2006 年《公司法》確認了董事會秘書在資訊披露中的角色，之後也有一些學者從資訊披露品質的角度對董事會秘書的角色進行了研究和分析，但是仍沒有董事會秘書背景對 IPO 抑價影響的研究。本文從董事會秘書是否為職業董事會秘書、是否持股、是否兼任 CFO、是否為董事會成員等背景出發，研究上述背景對 IPO 抑價的影響，提供了在新股發行股權結構進行重新設計時，董事會秘書背景通過影響資訊不對稱從而影響新股抑價的證據。

本文以中國 2006-2012 年 A 股民營上市公司為樣本研究，研究發現：（1）當董事會秘書具有職業董事會秘書背景時，有職業董事會秘書的公司並不能顯著的降低所在公司的 IPO 抑價，但是方向符合預期，只是不具有統計意義上的顯著性；（2）當董事會秘書持有公司股份時，可以顯著地降低 IPO 抑價；（3）董事會秘書兼任 CFO 也可以顯著降低公司的 IPO 抑價率；（4）董事會秘書兼任董

事會成員可以顯著地降低公司的 IPO 抑價率；（5）董事會秘書年齡、是否為女性以及進入公司年限等特徵作用不明顯。

與以往基於公司所有權性質、定價機制設計、配售機制設計等角度研究新股發行抑價的文獻相比，本文的發現補充了新股發行抑價的資訊不對稱理論，通過降低發行過程中的資訊不對稱理論，可以降低發行抑價率。我們同時也提供了管理層個人特徵對公司行為影響的新證據，豐富了“高管梯隊理論”，同時有助於企業，特別是民營企業在擬 IPO 前期選擇董事會秘書時作為決策參考。在研究設計上，本文採用直接新股發行上市的民營企業，排除借殼上市的民營企業，與代理理論、信號理論的市場化企業的前提更一致。並且民營公司已經成為我國新股上市公司的最大來源，針對這一樣本的研究與分析，對於理解職業董事會秘書的定位、以及職業董事會秘書對民營企業 IPO 估值的影響等實際問題，對推動中國上市公司和資本市場的發展與創新有積極的意義。

**關鍵字：**民營上市公司 董事會秘書 新股發行抑價

## **Abstract**

Initial Public Offerings (IPO) is one of the most important process where firms receive external capital, especially for the non-state owned firms who are confronted with discrimination from banking systems. Thus, IPO underpricing is the consequence of games played by issuers, underwriters and investors, and also an indirect cost born by the issuers. Prior literature has provided abundant evidence about the IPO underpricing phenomena and its explanations, among which the information asymmetry theory is the most developed one. Based on the information asymmetry theory, we examine whether the board secretaries' characteristics influence their functions during the IPO process through better communications and lowering the information asymmetries between related parties in the game.

There are some literatures about the board secretaries' roles in information disclosures since Corporate Law confirmed their legal rights and obligations of information disclosures in 2006. However, neither is under the IPO setting where information asymmetries have great impact. We provide evidence that board secretaries' characteristics, like their past experience, their stock holdings, or whether they have CFO and board occupations at the same time, indicate their capabilities and incentives to disclose information related to IPO.

With the non-state owned firms listed during 2006-2012 as sample, we find that board secretaries with past IPO experience do decrease the IPO underpricing, but the effect is rather humble. However, those firms with board secretaries holding stock

shares or holding the CFO or board member positions at the same time experience significantly lower underpricing. While other personal characteristics like the gender or age have no effect on the board secretaries' capabilities or incentives to influence IPO process.

Our findings may enrich the IPO underpricing literatures with information asymmetry explanations that certain person within the firm could decrease information asymmetry by better disclosures and thorough communications. Those results would also provide further support for the "Upper Echelons Theory" where top management team's characteristics may influence firms' behaviors. To implement our results in reality, non-state owned firms could choose board secretaries based on their past experience and background and grant them more stock holdings as well as more rights matching their obligations.

**Key Words: IPO Underpricing , Board Secretaries, Upper Echelons**

# 目錄

摘要 .....	i
Abstract .....	iii
Qualifying Panel and Examination Panel.....	v
目錄 .....	vi
第一章 導論.....	1
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 .....	7
1.5 本文框架 .....	8
第二章 文獻回顧.....	11
2.1 IPO 抑價理論.....	11
2.1.1 新股發行抑價的信息不對稱理論.....	11
2.1.1.1 贏家詛咒.....	11
2.1.1.2 委託代理理論.....	13
2.1.1.3 信號理論.....	14
2.1.2 新股發行抑價的制度背景解釋.....	15
2.1.2.1 訴訟風險假說.....	15
2.1.2.2 價格支持理論.....	16
2.1.2.3 稅收假說.....	16
2.1.3 控制權與發行抑價 .....	17
2.1.4 行為金融學相關假說.....	17
2.1.4.1 信息疊加理論.....	17
2.1.4.2 投資者情緒假說 .....	18
2.1.5 國內文獻綜述.....	18
2.1.5.1 制度背景假說.....	18
2.1.5.2 投資者情緒假說 .....	19

2.1.5.3 信息不對稱理論 .....	20
2.1.5.4 信號理論 .....	23
2.1.5.5 初始回報理論 .....	23
2.1.6 文獻評述 .....	25
2.2 高管梯队理论 .....	26
2.2.1 管理層特質對公司行為的影響 .....	27
2.2.2 企業家特質對公司行為的影響 .....	29
2.2.3 國內管理者特質文獻綜述 .....	31
2.2.3.1 董事會秘書特質相關文獻 .....	31
2.2.3.2 管理團隊特質相關文獻 .....	32
2.2.3.3 高管與業績 .....	33
2.2.3.4 高管與會計資訊品質 .....	36
2.2.3.5 高管與企業效率 .....	37
2.2.3.6 經理層治理指數 .....	38
2.2.4 管理者特質文獻評述 .....	38
第三章 制度背景與研究假設 .....	40
3.1 制度背景 .....	40
3.1.1 新股發行制度 .....	40
3.1.2 股權分置改革 .....	43
3.1.3 IPO 抑價 .....	45
3.1.4 董事會秘書 .....	45
3.1.4.1 董事會秘書的職業風險 .....	47
3.1.4.2 董事會秘書的薪酬 .....	48
3.1.4.3 职业董事會秘書的任職時間及股權 .....	51
3.2 理论分析 .....	53
3.2.1 影響高管人選及任命的因素 .....	54
3.2.2 影響高管薪酬的因素 .....	54
3.3 研究假設 .....	56
第四章 實證分析及結果 .....	62

4.1 研究設計 .....	62
4.1.1 實證模型 .....	62
4.1.2 變量定義 .....	62
4.1.2.1 因變量 .....	62
4.1.2.2 自變量 .....	63
4.1.2.3 控制變量 .....	64
4.1.3 樣本處理 .....	66
4.2 樣本分佈 .....	66
4.3 描述性統計 .....	67
4.4 單變量檢驗 .....	69
4.5 多變量回歸結果 .....	70
4.5.1 假設 1 的回歸結果 .....	70
4.5.2 假設 2 的回歸結果 .....	71
4.5.3 假設 3 的回歸結果 .....	72
4.5.4 假設 4 的回歸結果 .....	73
4.5.5 假設 5 的回歸結果 .....	74
4.5.6 假設 6 的回歸結果 .....	75
4.6 穩健性檢驗 .....	75
4.6.1 抑價率的替代變量 .....	75
4.6.2 控制 CEO 個人特徵 .....	76
第五章 結論 .....	78
5.1 研究結論及主要貢獻 .....	78
5.1.1 研究結論 .....	78
5.1.2 主要貢獻 .....	80
5.2 研究局限及未來研究方向 .....	81
5.2.1 研究局限 .....	81
5.2.2 未來研究方向 .....	82
參考文獻 .....	84



## 图表目录

表格 1	中國新股發行制度發展歷程 .....	100
表格 2	2006 年—2013 年董事會秘書薪酬 .....	101
表格 3	各個變量的定義以及計算方法 .....	102
表格 4	職業董事會秘書構成.....	103
表格 5	職業董事會秘書樣本年度分佈 .....	104
表格 6	職業董事會秘書樣本的行業分佈.....	105
表格 7	董事會秘書背景變量描述性統計 .....	107
表格 8	回歸變量描述性統計 .....	108
表格 9	變量間相關係數矩陣.....	110
表格 10	職業董事會秘書是否降低 IPO 抑價率單變量檢驗 .....	112
表格 11	董事會秘書背景對 IPO 抑價影響單變量檢驗 .....	114
表格 12	職業董事會秘書對 IPO 抑價影響的多元回歸分析.....	116
表格 13	董事會秘書是否持股對 IPO 抑價影響的多元回歸分析.....	118
表格 14	董事會秘書是否兼任 CFO 對 IPO 抑價影響的多元回歸分析 .....	121
表格 15	董事會秘書是否兼任董事對 IPO 抑價影響的多元回歸分析.....	122
表格 16	董事會秘書任職時間對 IPO 抑價影響的多元回歸分析.....	123
表格 17	董事會秘書性別對 IPO 抑價影響的多元回歸分析.....	125
表格 18	使用上市首日超額收益率作為抑價率的替代變量.....	126
表格 19	控制 CEO 個人特徵後的多元回歸結果 .....	129
圖 1	全部 A 股上市公司抑價率分佈 .....	133