

“关系”还是能力？

—基于企业再融资承销商变更的实证检验

孔祥¹， 贾倩¹

(1, 2.上海财经大学 会计学院， 上海 200439)

摘要：本文以新制度经济学特别是管制理论和专用性投资理论为基础，分析了在我国资本市场发行管制特征下，企业对股票发行的重要中介组织-承销商的作用评价。借助上市公司再融资时是否选择IPO时期承销商为研究视角，本文发现影响再融资续聘承销商的因素一方面在于承销商IPO时期向管制部门“公关”的能力，“公关”能力越强，企业再融资时更容易续聘；另一方面在于承销商向企业做出的专用性投资的水平有关，表现在IPO与SEO之间间隔时间越短，企业SEO前承销商关联分析师跟踪越及时，企业再融资时更容易续聘承销商；进一步的，通过对企业再融资公告的事件研究发现，相对于承销商变更组，投资者对承销商续聘组反应更为负面，支持了承销商与企业的“串谋”效应。本文的经验研究可以帮助我们理解在资本市场管制的制度背景下，财务中介组织发挥作用的表现形式。

关键词：管制； 专用性投资； 承销商变更； 关联分析师

中图分类号： **文献标识码：** A

一、引言

投资银行是在资本市场上为企业发行**债券**、股票，筹集长期资金提供中介服务的金融机构，在成熟资本市场的新股发行和再融资工作中，投资银行一方面要为发行人提供到位的金融中介服务，包括财务管理与资本运作等，另一方面也要为投资者提供尽职的投资价值分析服务，两方面的结合才能使新股发行和再融资活动成为一个有效的体系。

我国投资银行承销业务开展与中国证券市场发行的市场化改革相联系：1999年《证券法》实施要求金融行业实施分业经营，银行和信托不能进行承销业务，从而提高了承销行业的专业性，2001年新股发行制度由之前的审批制向核准制进行改革，推荐上市公司的责任由政府部门转向投资银行承销商，证监会的职责是向承销商分配发行“通道”，并对发行文件和过程进行程序性审核。在通道制的限制下，证券公司角色在股票发行过程中一方面被赋予更多空间，一方面也面临了更多市场化竞争。2005年后，证监会实行核准制度下的保荐制，放松了投行承销新股家数的管制，同时将IPO公司治理与投资银行从业人员职业生涯联系在一起，承销商因IPO或SEO违规要承担连带责任，责任进一步加大。总体来说，随着我国资本市场发审制度的改革，政府管制的作用相对减少，作为市场上重要的金融中介，承销商的作用不断增强。

尽管如此，我国资本市场发展过程中，政府管制占仍主导公司上市和再融资过程（李东平，1999^[1]，陈信元、叶鹏飞、陈冬华，2003^[2]，Chen和Yuan, 2004^[3]，夏立军、方轶强，

2005等^[4])。由于制度环境的差异,如何评价作为市场中介力量的代表——承销商的作用成为和海外研究迥异的问题。以往国内学者常常借鉴海外文献的研究设计,如检验承销商的声誉是否影响企业IPO抑价等问题,发现的结果不尽一致,遗憾的是,较多文献未能结合我国实际制度背景进行具体分析,如在我国造成首日发行抑价的制度背景如何,是否和西方文献一致,承销商的声誉可以起到减少IPO抑价的作用(如Carter和Macaste, 1990^[5])。因此,结合我国制度背景,分析承销商在股票发行的作用是本文研究的问题。

和以往文献不同,本文并未从解释IPO抑价的角度分析承销商的作用,而是从上市公司再融资(SEO)是否继续聘请首发(IPO)承销商的视角进行研究,这样的好处在于,以往的研究设计均将首日发行抑价作为衡量承销商作用的解释变量,假定了我国上市公司IPO抑价由于企业自身动机,企业用IPO抑价水平评定承销商的服务,但在中国制度背景下,这些假定未必合理,而通过再融资承销商是否更换的研究设计可以更直接的检验这类问题。本文以2001年审批制之后首次再融资的175家上市公司为研究样本,发现有113家(65%)企业再融资时会变更承销商,我们从承销商的服务质量和对企业专用性投资水平两个角度分析了企业再融资选聘承销商的动机,我们发现,影响企业再融资续聘承销商的因素一方面在于承销商IPO时期对管制部门的公关能力,IPO上市等待期越短,企业再融资时更容易续聘;另一方面在于承销商向企业做出的专用性投资的水平有关,表现在IPO与SEO之间间隔时间越短,企业SEO前承销商关联分析师跟踪越及时,企业再融资时更容易续聘承销商,我们没有发现承销商IPO的定价表现(以IPO抑价水平表示)和职业声誉(以承销的上市公司“变脸率”表示)影响企业再融资续聘决策的经验证据。进一步的,我们考察了投资者对承销商续聘的反应,通过对企业再融资公告的事件研究发现,相对于承销商变更组,投资者对承销商续聘组反应更为负面,我们归结于企业再融资时续聘IPO时承销商可能传递了与承销商“串谋”,进而损害投资者利益的信号。

本文在两方面对理论做出贡献,一方面目前结合我国实际制度背景对承销商中介作用的研究较少,本文很好的补充了此类文献;另一方面,本文以新制度经济学特别是管制和专用性投资理论作为基础,本文的经验证据也是对相关理论的直接验证。本文的研究顺序如下:本文第二部分是理论分析、制度背景和研究假说,首先综述了海外和国内相关文献,进而提出了本文的两个研究假说:服务能力假说与专用性投资假说,第三部分是本文的研究设计,第四部分是本文的经验研究结果,第五部分站在投资者角度上研究了承销商续聘的经济后果,第六部分是本文结论,总结了本文的发现和研究的不足。

二、理论分析、制度背景与研究假说

(一) 相关文献综述

关于企业融资时对承销商的选择研究,海外文献从承销商的服务能力和与上市公司专用型投资的角度两个方面进行研究。在承销商的服务能力方面,Carter和Macaster(1990)^[5]强调了承销商的声誉对公司IPO股票定价的作用,发现较高的承销商声誉有利于投资者对股票价值取得一致的判断从而减少了发行方的发行折价;Krigman, Shaw, Womack(2001)^[6]从券商服务能力对再融资时承销商的选择进行了研究,在样本中,大约30%公司再融资时更换了投承销商,作者发现,企业再融资投资银行的更换一方面存在“毕业效应”(graduation effect),公司再融资时会选更有市场声誉的承销商,另一方面主要在于公司IPO后投资银行的后续服务质量,特别是承销商分析师的跟踪及时性,当IPO承销商分析师跟踪不够及时,公司会在再融资的时候予以更换。Morrison和Wilhelm(2007)^[7]指出投资银行的作用在于帮助企业建立“关系网络”(network),“关系网络”的作用体现在获得更多股票需求方的信息,一方面有利于对发行价格定价;另一方面提高股票的流动性。在经验验证上,James(1992)^[8]发现,当公司SEO和IPO间

隔时间越长，公司与券商专用性投资越少，“关系”更难以维持，因此企业再融资时越容易更换承销商，为了建立长期业务关系，承销商会在 IPO 时要求更低的承销费用。

值得注意的是，在上述两篇实证文章中，作为 IPO 时券商的重要的服务能力指标—首日抑价程度在影响公司再融资承销商变更时并没有统一的结论，James (1992)^[8]发现公司首日抑价程度无论过高过低，都会影响公司再融资承销商变更，Krigman 等 (2001)^[6]发现，公司首日抑价程度越低，越容易在再融资时更换承销商。综上所述，目前海外文献从服务水平和专用性投资维持的角度均找到了有利的证据，对两种假说的进一步区分还需未来进一步的研究。

对于承销商的选择和服务质量的研究，我国学者早期参考海外文献方法¹对投资银行声誉进行计量，并没有发现承销商的声誉影响 IPO 抑价的可靠证据（金晓彬、吴淑琨、陈代云，2003 等^[9]），徐浩萍、罗炜（2007）^[10]从承销商的执业质量和市场份额综合考虑了承销商的声誉机制，发现只有市场份额高同时职业质量好的投行才可以起到“声誉”的作用，降低 IPO 公司的发行抑价，从而找到了承销商服务质量产生经济后果的证据。原红旗、黄倩茹（2007）^[11]从隶属于 IPO 承销商的分析师预测评级角度进行了检验，承销商和上市公司的“关系”给分析师的工作造成了利益冲突，同非承销商分析师相比，更容易发布乐观的预测评级，本文的经验证据表明承销商为了维护与 IPO 顾客关系容易损害关联分析师部分的独立性，为上市公司与承销商的关系维护提供了证据。

罗炜、饶品贵（2010）^[12]首次分析了上市公司再融资承销商变更的动机，发现我国 1997 年至 2008 年 300 次增发活动（包括了定向增发和公开增发）中，同 IPO 时承销商相比，有 263 家变更了承销商，作者将公司再融资承销商变更归结为公司盈余质量的变化，公司的产权性质和所处地区的市场化进程也对这企业这一决策也有影响。尽管这给我们对该问题的认识提供了基于中国制度背景的新的视角，但企业盈余质量变化的动机和经济含义仍然不清楚，以往文献表明，上市公司盈余质量一方面和企业上市前财务包装程度有关（Aharony Lee、TJ，2000^[13]）；另一方面和上市后企业为满足证监会基于再融资的刚性管制有关（李增泉，2001^[14]，陈信元、叶鹏飞、陈冬华，2003 等^[2]），此外还会受到诸如公司治理机制等一系列因素的影响（朱松，2006^[15]、陈俊、陈汉文，2007 等^[16]）。因此以盈余质量的变化视角分析企业再融资投资银行的选择，未必帮助我们理清其中原因。针对于此，本文结合我国的实际制度背景，从承销商的服务能力和与上市公司专用性投资的维系两个角度，分析再融资承销商变更的原因，下文具体展开分析。

（二）假说推演——服务能力假说

根据新制度经济学的观点，我们将政府的管制行为解释为政府对产权的重新厘定，特别指政府在保护产权、执行合同以及维护市场秩序之外其它的对产权的界定行为。与自由股票市场不同，我国资本市场早期担负了为国有企业改革和脱困的目的，我国政府为我国股票设定了大量的管制规则，具体的，陈信元、叶鹏飞、陈冬华（2003^[2]）对我国证监会的管制职能做了区分，证监会对上市公司在制度行为方面是否符合法律规范进行管制，属于支持性监管；另一方面证监会是资本市场进入资格的审批者，表现在对公司上市资格的审批和再融资资格的审批，这类管制可称之为“替代性管制”。本文对管制的行为主要集中在替代性管制方面。

我国 IPO 发行制度由审批制到核准制的转变。2001 年之前，我国企业发行上市主要采取政府管制为主导的“审批制”，在“审批制”下，地方政府与行业主管部门掌握了选择发行公司的实际决定权，证券监管部门主要负责对上市额度的核准和对申报材料的审查。在这种审批制度下，行政管制占据企业发行上市的全过程，承销商利用市场机制在股票发行中几乎不起作用。2000 年 3 月，中国证监会颁行《股票发行审核程序》，规定股票发行采

用核准制，并于 2001 年 3 月正式施行。核准制下强调了承销商的责任，及“主承销商在报送申请文件前，应对发行人辅导一年”，并且作为核准制下的重要配套机制，股票的发行通道具体落在哪家公司不再由地方政府或者中央企业主管部门决定，而是由承销商根据拟发股公司的具体情况决定，但承销商的通道个数仍旧被证监会管制。2005 年后，证监会实行核准制度下的保荐制，放松了投行承销新股家数的管制，同时将 IPO 公司上市后表现与投资银行从业人员职业生涯联系在一起，承销商因 IPO 或 SEO 违规要承担连带责任，责任进一步加大。从我国上市公司 IPO 过程的管制制度看，随着证监会的管制作用减弱，承销商的基于市场的定价作用和服务功能不断增强。

尽管如此，即使证监会在新股发行审核制度中，证监会的管制作用较审批制有所减弱，但政府部门的重要性仍不言而喻：核准制下，申请设立股份公司、发行股票等事项仍需要省级人民政府或者主管部门批准，地方政府或者主管部门对发行公司仍具有很大的选择权；公司能否发行股票最终还是由中国证监会决定。在成熟的 IPO 市场中，新股发行有一个有发行方和承销商沟通对新股进行估值定价的过程，但在我国，IPO 定价机制受到政府管制，如 1999 年之前和 2001 至 2004 年之间两个时间段内，证监会采取固定市盈率方式对新股进行定价，1999 年至 2001 年和 2005 年之后，证监会一方面放开了对市盈率定价的刚性管制，但同时继续以定价核准或者窗口指导的方式进行隐形的管制。此外，陈冬华等（2008^[17]）研究了证监会可能的隐形管制措施，一方面证监会在各地区分配 IPO 资源时，会通过考虑各地区上市公司发生丑闻的频率和严重层度，对地方政府进行隐性惩罚；另一方面，证监会对违规上市公司的承销商在其后两年所承销的其他上市公司，显著增加进行其上市报批的时间，对证券承销商进行隐形惩罚。

本文结合证监会的管制行为对企业对承销商的服务质量评价进行分析。一方面，政府难以获得分散的个体所拥有的特殊知识和信息（Hayek, 1945^[18]），相对于市场利用价格机制处理这类特殊知识，政府更难以进行资源的有效配置，在股票市场的发行方面表现为政府对市场规模的控制，股票需求方可以自由地进入市场，但股票的供给方进入市场受到严格的控制，同时我国公司股票大部分难以流通，从而造成了我国股票一级市场上长期的供不应求的状况，公司股票发行失败的可能性比较低，同时股票在一级市场上首日发行抑价由于管制因素被拉高（刘煜辉、熊鹏，2005^[19]；朱红军、钱友文，2010 等^[20]），因此公司只需要满足政府的管制要求，即可将股票成功发行，利用市场机制或定价机制对承销商的评价功能有限；另一方面，股票的发行需要承销商与上市公司能与政府监管部门特别是证监会发审委沟通，即使在公司的再融资的过程中，配股和增发股票的定价一般由企业和主承销商协商确定，再融资定价同股票首次发行相比，受证监会的管制较少，但上市公司再融资的施行仍需要证监会的审批完成¹¹。管制部门由政府官员组成，政府官员基于个人私利，有可能利用管制的权利进行设租（Stigler, 1971^[21]，Krueger, 1974^[22]），在股票发行过程中，这表现为不同的企业发行审批的获得概率不同、等待时间不同，善于迎合发审委设租要求的承销商保荐的上市公司更能获得审批资格，上市等待时间更短。刘煜辉、熊鹏（2005）^[19]发现我国上市公司从 IPO 募股公告书发布至股票首发上市之间的等待时间间隔非常长，认为上市等待期至少在某种程度能折射出 IPO 准入过程中寻租行为的某些信息。过长的等待期会影响到一级市场投资人的成本，因此发行方会竭力减少等待期的持续时间。综上所述，在我国证监会的管制背景下，一方面我国上市公司一级市场发行失败概率低，定价管制和股票市场的供给不足造成首日一级市场“被抑价”，上市公司难以通过市场定价评价承销商服务质量；另一方面，企业无论首发还是再融资过程为必须达到监管部门的审批要求，为满足这种审批要求需要上市公司更看重承销商对管制相关部门“公关”能力“公关能力”较弱的承销商未来更难接到项目，再融资时容易被原 IPO 所服务的公司更换，

因此我们提出假说 1:

假说 1: 服务能力假说, 上市公司对承销商的服务质量评价更多体现在承销商与管制部门沟通能力上; 企业再融资承销商的选择与 IPO 时承销商服务质量有关, 原承销商服务质量越低, 再融资时越容易被更换。

(三) 假说推演——专用性投资假说

根据新制度经济学的观点, 我们将上市公司—承销商关系看作一种契约关系, 公司再融资时是否续聘原 IPO 时承销商体现了契约性质的不同, 特别的, 续聘行为更多体现了关系型契约的特征, 问题是, 什么样的交易特征容易使上市公司和承销商形成关系型的交易下文将从专用性投资的角度进行分析。

作为中介组织, 承销商对 IPO 和 SEO 时公司的服务, 如尽职调查 (*Due Diligence*) 的进行、企业价值的评估、路演的策划、后续咨询等活动的开展更多的依赖是一种经验和特定的专有知识, 而不是一般化的通用知识。获得这种知识是需要付出成本的 (Stigler, 1971), 可以视为承销商对企业作出的专用性投资。Klein、Crawford 和 Alchain (1978)^[23]提出了专用性投资的概念, 当交易特征存在某种专用性投资时, 就会产生一种专用性准租 (*quasi-rents*), 准租大小等于最优使用价值与次优使用价值的差额, 资产专用性程度越大, 专用性准租就越大; 对于专用性准租的存在, 交易另一方可能以终止交易相威胁, 达到“敲竹杠” (*Hold up*) 的目的, 对于高资产专用性的投资, 利用市场的签约模式难以减少这种“敲竹杠”的行为, 因此, 双方为减少这种机会主义行为带来的交易费用, 会通过签署“关系型”契约进行交易 (Willmson, 1979^[24]), 在我们的研究场景中, 表现在企业会在 SEO 时继续聘请 IPO 时选聘的承销商, 达到长期合作的目的, IPO 与 SEO 之间间隔时间越短, IPO 时期积累的专有知识延用的越多, 进而专用性投资水平越大, 企业与承销商的签订“关系型”合约的动机越强, 表现在 SEO 时承销商仍会被续聘。

在“关系型”契约的治理下, 交易双方签订的是隐形契约, 由于缺乏明确的刚性规定, 契约的维系无法通过法院等第三方仲裁加以干预, 因此一方面, 维系双方的关系需要自我约束机制, 表现为声誉的作用; 另一方面事后专用性投资的继续投入, 这时候专用性投资相当于一种抵押品 (*Hostage*), 一经投入, 便构成了参与的可置信的承诺, 投入者形成实施的单边协议, 形成不断交易的自我约束激励 (Willmson, 1983^[25])。

作为专用性投资的投入方承销商, 我们从 IPO 承销商后续的服务角度衡量继续投入水平ⁱⁱⁱ, 后续的服务多不可观测, 我们主要从与承销商附属于同一券商的分析师的跟踪行为进行研究。一方面, 站在公司角度分析, 再融资活动时发行方希望分析师可以及时跟随, 从而增强股票的流动性, 分析师的乐观报告可以树立企业未来发展良好的前景有利于再融资活动的顺利开展, 另一方面, 站在承销商角度分析, 证券公司承销业务占据总收入的绝大部分, 研究部门报告的独立性可能会受投资银行业务部门影响, 承销商部门有动机影响同一券商控制下的分析师部门跟踪承销公司, 并且出具更乐观的估值报告。Lin 和 McNichols (1998)^[26]、原红旗和黄倩茹 (2007)^[11]结合美国和我国的数据均发现, 承销商分析师发布的评级类型比非承销商分析师更为乐观, 同时, Lin 和 McNichols (1998)^[26]从投资者市场反应的角度发现, 承销商关联的分析师报告投资者反应更不强烈, 表明这种乐观程度损害了分析师的独立性, 承销商为专用性投资付出的成本。

我们将承销商与公司的专用性投资按事前与事后划分为两个部分, 事前的专用性投资表现在 IPO 阶段承销商积累的专有知识, IPO 与首次 SEO 之间的持续时间越短, 专有知识越不容易耗散, 企业与承销商更容易形成“关系型”合约, SEO 时更容易继续选聘, 事后的专用性投资表现在 IPO 之后首次 SEO 之前承销商分析师的跟踪程度, 分析师跟踪程度越多,

承销商事后的专用性投资水平追加越高,“关系型”契约越容易维持,企业 SEO 时原承销商越不容易被更换,因此,我们提出假说 2:

假说 2: 专用性投资假说,企业再融资承销商的更换与 IPO 时承销商与之建立的专用性投资水平有关,承销商专用性投资水平(包括初始的和事后追加的专用性水平)越低,企业在再融资时越容易更换承销商。

三、研究设计

参照以前文献和作者思考,本文用以下指标分别衡量承销商的服务能力和承销商与上市公司的专用性投资水平。

服务能力(Ability)指标:我们用以下3个指标代替,其中前两个指标是基于市场定价水平对承销商服务质量的评价,后一指标是基于与管制部门沟通能力上的能力评价指标。

1. 参照James (1992)^[8]、Krigman, Shaw, Womack (2001)^[6]的研究设计,我们用IPO时股票的抑价程度作为投行IPO服务能力的指标之一。“IPO抑价”指的是IPO股票在上市前由承销商制定的发行价格大大低于上市后首日由公开交易产生的市场价格现象。对于发行方来说,将股票发行价格定的过低减少了IPO当期的融资金额,把这部分应得的资金转让给了投资者,海外文献称之为把“放到桌子上的钱”(the money on the table),属于上市公司IPO融资的重要机会成本。Carter和Macaster (1990)^[5]发现投资银行声誉机制可以减少IPO抑价程度,考虑到1999年之后,我国证监会定价管制放松使承销商开始在企业股票发行定价上发挥作用,我们认为IPO抑价水平可以成为代理投行IPO定价服务的合理变量,公司时IPO抑价越低,说明承销商IPO定价服务能力越高。

2. 参照徐浩萍、罗炜 (2007)^[10]的研究设计,我们用投行承销新股的“变脸率”来表示投行IPO服务能力的指标之一,“变脸”指的是上市公司IPO发行股票后,经营业绩较发行前发生幅度较大的逆转,证监会的2002年颁行的对投资银行职业质量的考核办法将业绩“变脸”作为扣分最大的项目。徐浩萍、罗炜 (2007)^[10]认为“变脸率”可以作为投资银行声誉(reputation)的有效变量,与他们的指标定义相一致,即我们将定义IPO当年与其后两年净利润较IPO前一年下降30%以上的发行公司为“变脸”公司,将投资银行主承销的“变脸”公司数量与其同时期所主承销的全部IPO公司数量之比定义为“变脸率”,变脸率越高,投资银行服务质量越差。

3. 参照刘煜辉、熊鹏 (2005)^[19]的研究设计,我们用 IPO 时股票上市等待期作为承销商与管制部门沟通能力的代理变量,即用上市企业 IPO 募股公告书发布至股票首发上市之间的等待时间衡量,同文献一致,我们对间隔时间取对数处理,时间间隔越短,承销商与证监会管制部门的“公关能力”越强,也是高服务质量的重要体现。

投资银行与 IPO 公司专用性投资指标:我们用以下 2 个指标代替,第一个指标考察了上市公司 IPO 时与承销商初始的专用性投资程度,第二个指标用分析师的跟踪程度考察了IPO 之后承销商的专用性投资的追加水平。

1. 按照 James (1992)^[8]的研究设计,我们用上市公司 IPO 与 SEO 之间的间隔时间来表示投资银行与上市公司 IPO 时建立的专用型投资的强度,同文献一致,我们对间隔时间取对数处理。

2. 我们考虑了公司 SEO 之前承销商附属分析师的跟踪程度,具体的,我们用哑变量表示,当 SEO 之前一年附属分析师有跟踪并出具分析报告,取值为 1,附属分析师没有跟踪或者即使有跟踪 SEO 之前一年没有出具分析报告,则取值为 0。

根据 Krigman, Shaw, Womack (2001)^[6]、罗炜、饶品贵 (2010)^[12]的研究设计,我们用以下 Logit 回归模型对假说 1 和假说 2 进行检验:

$$\text{Logit}(1=\text{switch})=\beta_0+\beta_1\text{Ability}+\beta_2\text{SpecificInvestment}+\beta_3\text{Croa}+\beta_4\text{Vol}+\beta_5\text{SOE} \\ +\beta_6\text{CMV}+\text{IndustryDummy}+\text{YearDummy}+\varepsilon$$

各控制变量含义如下：CROA 代理上市公司 IPO 和 SEO 之间盈利能力的变化，我们选用上市公司总资产回报率作为回归的控制变量；VOL 代理公司的风险水平，我们用上市公司在 IPO 和 SEO 之间股票日回报的波动性来计量；SOE 为表示企业的产权性质的哑变量，国有企业为 1，非国有企业取值为 0，CMV 表示上市公司在 IPO 和 SEO 之间对数化后的总市值变化，行业哑变量按照 CSMAR 数据库划分，时间哑变量按照 SEO 年度划分。

和罗炜、饶品贵（2010）^[12]的研究设计不同，我们的主要选择了 2001 年核准制之后上市的公司为研究样本，主要原因在于：根据前文制度背景分析，审批制制度下政府在 IPO 发行过程中的管制作用占主导，承销商的 IPO 中作用有限。此外，对于 2001 年以后上市的公司，我们又剔除了在公司再融资之前被证监会强制关闭的承销商样本^{iv}，最终我们得到的样本有 175 个，样本分布可参见附录，具体的样本选择过程如下：

此处插入表一

四、实证检验结果

表二给出了本研究设计主要变量的描述性统计量，为避免异常值的情况，我们对所有变量的 1%水平上进行了 winsorize 处理。在我们的样本中，35%的企业（62 家）再融资时会保留 IPO 时选择的承销商，*underpricing* 均值为 1.045，表明相对于成熟市场（大约 20%-30%水平）相比，我国股票首日发行抑价较高，符合前文制度分析中由于我国 IPO 市场管制造成的发行方一级市场供不应求的情况，*interval* 和 *waiting period* 最小值和最大值之间分布较广，表明不同上市公司之间 IPO 等待期、IPO 和 SEO 之间间隔时间分布均有较大差别，*analyst coverage* 均值为 0.4，表明有 70 家公司 SEO 之前一年内有 IPO 承销商关联分析师跟踪并出具估值报告；*change* 均值为 0.085，表明在变脸率这一指标衡量我国承销商的职业声誉下，我国承销商执行质量基本良好，但也有部分承销商声誉较差（*change* 最大值为 1），控制变量分布正常。

此处插入表二

进一步的，根据待检验的假说，表三给出了按 SEO 阶段是否变更承销商进行分组后的，主要解释变量之间差别的 T 检验统计量：承销商不变更组 IPO 首日抑价水平（1.193）高于承销商变更组（0.964），且在 10%水平上显著（ $T=1.58$ ），与我们的预期相反，承销商不变更组等待期（2.736）和间隔期（6.909）均小于承销商变更组（分别为 2.862 和 7.286），且在 1%水平上显著（ T 值为 -2.85 和 -4.87），与我们预期一致；承销商不变更组 *analyst coverage* 均值为 0.565，表明该组中，超过一半以上的承销商都在 SEO 之前一年及时跟踪上市公司，在 1%水平上（ T 值为 3.38）高于承销商不变更组（均值为 0.310），与我们的预期相一致；承销商不变更组的变脸率（均值为 0.048）低于变更组（均值为 0.104），表明不变更组承销商执业声誉更高，但在统计上不显著。

此处插入表三

对于分析师跟踪的变量 *analyst coverage*，表四和图一给出了更详细的描述性分析，按照原红旗和黄倩茹（2007）^[11]的研究设计，我们将与承销商附属于同一家券商的分析师（后文统称为关联分析师）SEO 一年内出具的报告进行了汇总，分为卖出、减持、观望、增持、买入五类，报告的推荐程度依次提高，分析师报告在两组均以较乐观的评级为主，如果我们将增持和买入作为推荐评级，不变更组关联分析师评级（37.14%+48.57%=85.71%）乐观程度高于变更组关联分析师评级（45.71%+25.71%=71.42%）。

此处插入表四

此处插入图一

表五给出了变量的相关系数矩阵，和描述性统计量中T检验相一致，被解释变量 *Switch* 与间隔期 (*interval*)、等待期 (*waiting period*) 显著正相关，与表示分析师跟进水平的 *analyst coverage* 的显著负相关，表明 IPO 与 SEO 之间间隔期越长，IPO 上市等待期越长，SEO 之前关联分析师不跟踪公司，再融资时券商更容易被更换，与我们假说相一致，*underpricing* 符号为负，*change* 符号为正，但在 10% 水平上不显著；在控制变量上，*Switch* 与公司市值变化 (*cmv*) 显著正相关，表明企业经营规模的变化会影响再融资时承销商变更，*soe* 相关系数显著为正，表明国有企业更倾向于再融资时变更承销商；解释变量相关系数均较小，多重共线性问题不严重。以上均为描述性统计量的分析结果，下文根据多元回归结果做出进一步的分析。

此处插入表五

表六给出了假说 1 的回归结果，*underpricing* 符号为负，与预期符号相反，在 10% 内统计水平上不显著，*interval* 符号显著为正，与预期一致，*change* 符号为正，与预期一致，但不显著，控制变量中，*soe* 显著为正，表明产权性质会显著影响再融资承销商的更换行为，国有企业更倾向于更换承销商，其他控制变量不显著，三个回归方程 R^2 大于 10%，拟合优度良好。综合三个方程的回归结果，在服务能力假说中，承销商政府“公关能力”是企业选择承销商较为重要的因素，并得到了统计上的验证，但我们没有发现公司会根据承销商的职业质量和在 IPO 时定价表现决定是否续聘承销商的经验证据，假说 1 即服务能力假说得到了部分验证。

此处插入表六

表七给出了假说 2 的回归结果，*interval* 符号显著为正，*analyst coverage* 符号显著为负，与假说预期均一致，控制变量中，解释变量为 *analyst coverage* 回归方程中，*soe* 显著为正，其他控制变量均不显著，方程 R^2 大于 15%，拟合优度良好。综合两个回归方程的结果，企业再融资时承销商的选聘会考虑承销商与企业专用性投资程度，IPO 与 SEO 间隔期间越短，SEO 之前关联分析师跟踪程度越强，企业再融资时更倾向于续聘 IPO 时承销商。假说 2 专用性投资假说得到了很好的验证。

此处插入表七

综上所述，我们的实证结果总体支持“专用性投资”假说：一方面，再融资与 IPO 间隔时间越短，公司与承销商之间的关系型投资越多，公司越有动机选择 IPO 时期的承销商，另一方面，借助分析师跟踪的途径，IPO 承销商与公司“关系”的维护有利于保证其 SEO 时期不被更换；此外，我们的经验证据也表明公司会通过 SEO 时期的承销商选择对 IPO 时承销商服务做出评价，即公司更看重承销商与政府的“公关”能力，上市等待期越短，承销商越不容易被更换，但我们没有发现承销商会因职业质量和 IPO 时定价表现被更换的经验证据。

五、进一步的研究：投资者对再融资承销商选择的理解

根据上文分析，我们发现，拥有较强的政府“公关”能力或者与上市公司建立较多专用性投资形成“关系型”合约的承销商在融资时不会被更换，进一步的，我们考察承销商选择的经济后果。

杜丽虹、朱武祥 (2004) [27] 用大股东的代理问题角度解释了我国 2001 年投资者对增发公报负面反应的原因，认为投资者在管理层缺乏管制制约下，将增发视为大股东“圈钱”的信号。徐浩萍 (2005) [10] 从非流通股与流通股并存的制度环境分析了我国上市公司再融资行为对公司价值的影响，再融资行为一方面可以降低公司股权融资成本，提高公司价值

另一方面会诱使大股东获得控制权收益并掏空中小股东利益，再融资行为损害公司价值。2002年6月证监会颁布的《关于上市公司增发新股有关条件的通知》，提高了上市公司获得增发资格的门槛，增发行为得到了市场的肯定，2002年之后，股票市场对增发以正面反应为主（杜丽虹、朱武祥，2004）^[27]。朱红军、何贤杰、陈信元（2008）^[28]借助了驰宏锌锗的定向增发案例，发现由于缺乏相应的制度保证，标榜保护中小股东利益行为定向增发行为反而成为了大股东从上市公司进行利益输出的工具。以上文献主要从投资者产权保护的角度分析了我国再融资行为，但较少关注再融资过程中承销商的作用，朱凯、陈信元（2004）^[29]用代理理论研究了配股发行折价的原因，理论预期高的承销商声誉可以减少大股东与中小投资者的代理问题从而减少配股折价，但在实证上没有发现显著证据，本文从承销商与上市公司的“关系型”合约的角度分析这一问题。

在我们的175家的再融资样本中，以增发方式为主（162家），少数为配股方式（13家），在企业再融资时，作为承销商一方面要保证发行的成功，公司能筹集到期望的资金，另一方面要使得投资者购买所有的配股/增发股票。企业与承销商“关系型”合约的确立可能对再融资行为有两种不同的解释：一方面，企业选择和它有专用性投资的承销商，可以在再融资时更好的利用企业的特殊知识，有利于再融资价格的确定和再融资募集资金的合理使用，同时，专用性投资的建立限制了承销商的机会主义行为，如减少了承销商利用增发时间的选择提高自身承销费用但同时增大公司在融资成本的代理行为（Loughran and Ritter, 2001^[30], 2002^[31]），从这个角度看，选择有专有投资的承销商向投资者传递了良好的信号，投资者会做出正面反应，站在投资者角度上，我们称为“协同（Synergy）假说”；另一方面，再融资包销协议的存在，使承销商为避免发行失败，有动机对公司控股股东的代理行为构成制约，企业与承销商的“关系型”合约可能减少制约作用，这样，公司大股东利用再融资行为损害投资者产权的行为更加严重，企业选择有专有投资的承销商向投资者传递了未来承销商监督不力的信号，投资者做出负面反应，站在投资者角度上，我们称为“合谋（Collusion）假说”。对两种竞争性假说的辨别，我们用事件研究的方法，通过投资者对企业再融资公告的市场反应进行检验^v。

表八给出了175家公司首次SEO时颁布再融资公告的市场累计超额收益率（CAR），表A给出了总样本前后一天（CAR（-1, +1））、前后三天（CAR（-3, +3））、前后五天（CAR（-5, +5））的描述性统计量，由于我们样本增发公告都是在2004年之后，和杜丽虹、朱武祥（2004）研究结论一致，平均而言，投资者将企业再融资公告视为好消息，三个期间内CAR值分别为0.01%、1.40%、0.01%，T值为2.41、2.05、1.73，均在10%以上统计水平上显著为正；进一步的，我们按承销商是否在融资时是否变更分为两组，其中承销商SEO变更组CAR值均在5%水平上显著为正，有趣的是，企业IPO与SEO承销商选聘一致的公司再融资公告CAR均值为0.24%、-0.71%、-0.46%，在统计意义上均不显著，我们无法拒绝原CAR值为0的假设，我们比较均值发现两组均值差异显著，CAR（-3, +3）、CAR（-5, +5）组承销商不变更组均在10%统计水平上大于承销商变更组，表明投资者对承销商不变更组相对做出负面的反应，有可能投资者认为企业选择了与其有“关系”的承销商增大了两者的“串谋”行为，不利于保护投资者产权，投资者反应更负面，这为我们的“串谋”假说提供了直接的证据。

此处插入表八

六、研究结论及局限性

在我国管制和市场竞争同时发挥作用的资本市场下，如何评价承销商这一资本市场中介组织成为一个重要而有趣的问题。和以往文献主要从IPO定价效率等角度研究承销商的作用不同，本文通过企业再融资时是否选择IPO承销商为研究视角，从上市公司角度分析对承销商的作用进行评价，本文的经验证据发现总结如下：

此处插入表九

本文的研究意义在于，一方面可以帮助我们理解在我国的实际制度环境下，企业怎样评定承销商的服务质量，进而可以理解在管制的环境下，资本市场上的中介组织为了迎合管制机构怎样发挥作用，另一方面，Morrison 和 Wilhelm (2007)^[7]、Allen 和 Babus (2008)^[32]强调了投资银行与企业建立“关系网络”(social network)发挥的作用，本文借助制度经济学“专用性投资”和“关系型合约”的角度对此做了分析并提供了经验证据。

本文的研究缺陷在于，由于我们的样本量比较小，一方面没有包含 2001 年之前实施审核制上市公司的样本，另一方面，本文只选择有再融资行为的公司，之前在证监会较强管制时期承销商发挥怎样的作用或者没有进行再融资行为公司怎样评价 IPO 承销商的作用，本文并不能做出回答，此外，我们对经济后果的串谋假说研究仅仅依赖于描述性统计量，得到的结论较为粗糙，投资者对承销商的作用怎样做出评价，应该是未来继续研究的选题。

参考文献

- [1]李东平,1999,大股东控制盈余管理与上市公司业绩滑坡,上海财经大学博士论文。
- [2]陈信元,叶鹏飞,陈冬华,2003,机会主义重组与刚性管制,《经济研究》第5期
- [3] Chen,Yuan,Earnings Management and Capital Resource Allocation: Evidence from China's Accounting-based Regulation of Rights Issues", The Accounting Review, Vol. 79, 645-665.
- [4] 夏立军、方轶强,2005,政府控制、治理环境与公司价值——来自中国证券市场的经验证据,《经济研究》第5期
- [5] Carter, R. and S. Manaster (1990). "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation." The Journal of Finance 45(4): 1045-1067.
- [6] Krigman, L., W. H. Shaw, et al. (2001). "Why do firms switch underwriters?" Journal of Financial Economics 60(2-3): 245-284.
- [7] Morrison, A., and J.W. Wilhelm (2007): Investment Banking: Institutions, Politics and Law. Oxford and New York: Oxford University Press.
- [8] James, C. (1992). "Relationship-Specific Assets and the Pricing of Underwriter Services." The Journal of Finance 47(5): 1865-1885.
- [9] 金晓彬、吴淑琨、陈代云,2003,《中国投资银行声誉、IPO 质量分布与发行制度创新》,深圳证券交易所第六届会员单位及基金管理公司优秀成果论文选。
- [10] 徐浩萍、罗炜,2007,《投资银行声誉机制有效性—职业质量与市场份额双重视角的研究》,《经济研究》第2期。
- [11] 原红旗、黄倩茹,2007,承销商分析师与非承销商分析师预测评级比较研究,《中国会计评论》第5卷第3期。
- [12] 罗炜、饶品贵,2010,盈余质量、制度环境与投行变更,《管理世界》第3期。
- [13] Aharony, J., C.-W. J. Lee, et al. (2000). "Financial Packaging of IPO Firms in China." Journal of Accounting Research 38(1): 103-126.
- [14] 李增泉,2001,我国上市公司资产减值政策的实证研究,《中国会计与财务研究》第4期。
- [15] 朱松,2006,《最终控制人特征与盈余信息质量》,《中国会计与财务研究》第1期。
- [16] 陈俊、陈汉文,2007,公司治理、会计准则执行与盈余价值相关性——来自中国证券市场的经验证据,《审计研究》第2期。
- [17] 陈冬华、章铁生、李翔,2008,法律环境、政府管制与隐性契约,《经济研究》第3期。
- [18] Hayek, F.A. (1945). The Use of Scientific Knowledge in Society. American Economic Review 35:

519-530.

- [19] 刘煜辉、熊鹏，2005，股权分置、政府管制和中国 IPO 抑价，《经济研究》第 5 期
- [20] 朱红军、钱有文，2010，中国 IPO 高抑价之谜：‘定价效率观’还是‘租金分配观’？《管理世界》第 6 期。
- [21] Stigler, G.J., (1971) , The Theory of Economic Regulation, Bell Journal of Economic and Management Science 2, 3-21.
- [22] Krueger, A., (1974) . The Political Economy of the Rent-Seeking Society. American Economic Review, 64,291–303.
- [23] Klein, B., R.A. Crawford, and A.A. Alchian, (1978) , Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process, Journal of Law and Economics 21, 297-326.
- [24] Williamson, O.E., (1979) , Transaction Cost Economies: The Governance of Contractual Relations, Journal of Law and Economics, 22, 233-261.
- [25] Williamson, O.E., (1983) , Credible Commitments: Using Hostages to Support Exchange, American Economic Review 73, 519-540.
- [26] Lin, H.-w. and M. F. McNichols (1998). "Underwriting relationships, analysts' earnings forecasts and investment recommendations." Journal of Accounting and Economics 25(1): 101-127.
- [27] 杜丽虹、朱武祥，2004，增发市场反应研究及理论解释，《中国会计评论》第 2 卷第 3 期。
- [28] 朱红军、何贤杰、陈信元，2008，定向增发“盛宴”背后的利益输送：现象、理论根源与制度成因，《管理世界》第 6 期。
- [29] 朱凯、陈信元，配股发行折价：从代理理论角度进行的解释，2004，《中国会计评论》第 1 期
- [30] Loughran,T and Ritter,Jay R.(2002),"Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?," Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 2 , pp. 413-443.
- [31] Loughran,T and Ritter,Jay R.(2002),"why has IPO underpricing increased over time," working paper,University of Florida.
- [32] Allen, F,and Babus, A, Networks in Finance (August 2008). Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 08-07.

表一：样本筛选顺序

样本选择过程	样本量
2001 年实施核准制后上市公司	1033
剔除没有进行 SEO 后观测样本	263
保留首次 SEO 后并不考虑多家主承销商观测样本	220
只保留一家主承销商的观测样本	208
剔除承销商被证监会关闭后的最终样本	175

表二：描述性统计量

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
Switch	175	0.650	0.478	0.000	1.000
underpricing	175	1.045	0.925	-0.052	4.788
interval	175	7.154	0.522	5.572	8.016
waiting period	175	2.818	0.285	2.197	4.025
analyst coverage	175	0.400	0.491	0.000	1.000
change	175	0.085	0.279	0.000	1.000
cmv	175	0.883	0.548	-0.282	2.549
croa	175	0.000	0.040	-0.149	0.149
soe	175	0.525	0.501	0.000	1.000
vol	175	0.150	0.039	0.071	0.278

表三：针对被解释变量的分组 T 检验

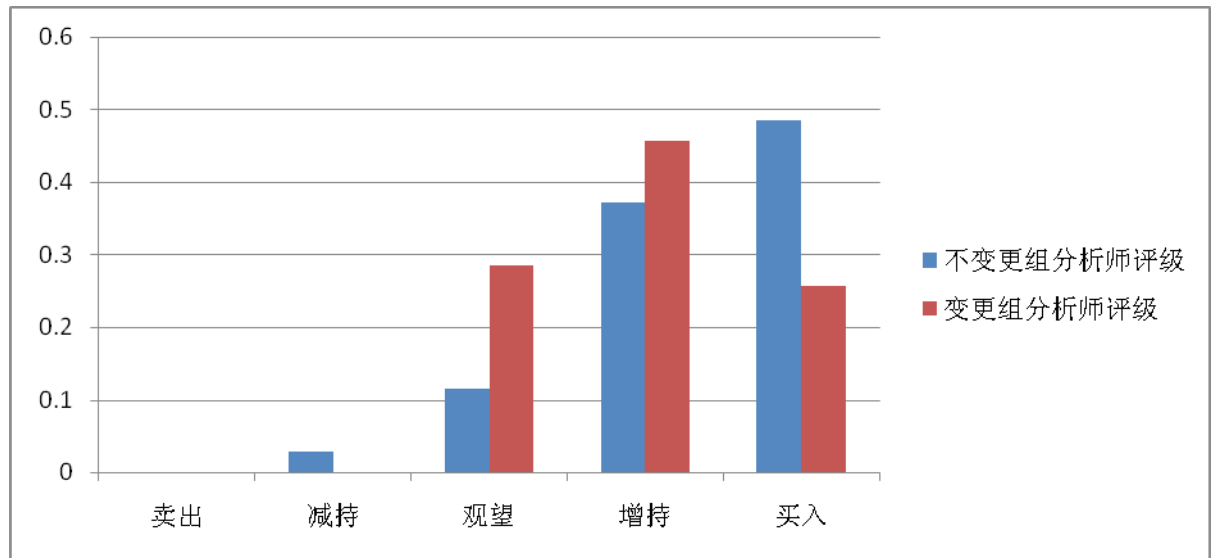
	不变更组均值 (N=62)	变更组均值(N=113)	T 检验
underpricing	1.193	0.964	1.58*
waiting period	2.736	2.862	-2.85***
change	0.048	0.104	-1.27
interval	6.909	7.286	-4.87***
analyst coverage	0.565	0.310	3.38***

表四：承销商关联分析师评级情况说明（按比例划分）

		不变更组分析师评级	变更组分析师评级
1	卖出	0	0
2	减持	2.86%	0
3	观望	11.43%	28.57%
4	增持	37.14%	45.71%
5	买入	48.57%	25.71%

说明：表中百分比比例为出具给层级的分析师占改组分析师报告总数的比例。

图一：承销商关联分析师评级说明图（按比例划分）



表五：相关系数矩阵

	<i>var1</i>	<i>var2</i>	<i>var3</i>	<i>var4</i>	<i>var5</i>	<i>var6</i>	<i>var7</i>	<i>var8</i>	<i>var9</i>	<i>var10</i>
Switch	1.000 <i>0.000</i>									
underpricing	-0.119 <i>0.116</i>	1.000 <i>0.000</i>								
interval	0.346 <i>0.000</i>	-0.148 <i>0.049</i>	1.000 <i>0.000</i>							
waiting period	0.211 <i>0.005</i>	-0.035 <i>0.644</i>	0.245 <i>0.001</i>	1.000 <i>0.000</i>						
analyst coverage	-0.249 <i>0.001</i>	-0.080 <i>0.294</i>	0.048 <i>0.531</i>	-0.099 <i>0.194</i>	1.000 <i>0.000</i>					
change	0.096 <i>0.204</i>	-0.066 <i>0.385</i>	0.103 <i>0.172</i>	0.046 <i>0.543</i>	-0.125 <i>0.099</i>	1.000 <i>0.000</i>				
cmv	0.158 <i>0.037</i>	-0.036 <i>0.636</i>	0.510 <i>0.000</i>	0.199 <i>0.008</i>	0.033 <i>0.667</i>	-0.169 <i>0.025</i>	1.000 <i>0.000</i>			
croa	0.116 <i>0.126</i>	-0.032 <i>0.051</i>	0.038 <i>0.621</i>	0.048 <i>0.531</i>	0.047 <i>0.543</i>	-0.151 <i>0.046</i>	0.131 <i>0.083</i>	1.000 <i>0.000</i>		
soe	0.227 <i>0.002</i>	-0.136 <i>0.072</i>	0.381 <i>0.000</i>	0.193 <i>0.010</i>	-0.079 <i>0.296</i>	0.127 <i>0.093</i>	0.322 <i>0.000</i>	0.004 <i>0.960</i>	1.000 <i>0.000</i>	
vol	-0.107 <i>0.158</i>	0.179 <i>0.017</i>	-0.116 <i>0.125</i>	-0.094 <i>0.213</i>	-0.011 <i>0.886</i>	0.172 <i>0.022</i>	0.079 <i>0.296</i>	-0.062 <i>0.411</i>	-0.067 <i>0.377</i>	1.000 <i>0.000</i>

表六：假说 1 的多元变量回归结果

变量	预期符号	<i>Switch</i>		<i>Switch</i>		<i>Switch</i>	
		系数	Z 值	系数	Z 值	系数	Z 值
underpricing	+	-0.303	-1.37				
waiting period	+			1.401*	1.77		
change	+					0.981	1.25
cmv		0.325	0.86	0.184	0.47	0.416	1.03
croa		4.145	0.83	4.427	0.88	5.823	1.18
soe		0.870**	2.31	0.843**	2.22	0.850**	2.18
vol		-7.078	-1.21	-7.323	-1.19	-9.260	-1.54
Constant		0.236	0.17	-3.411	-1.28	1.283	1.04
<i>Industry</i>		CONTROL		CONTROL		CONTROL	
<i>YEAR</i>		CONTROL		CONTROL		CONTROL	
N		175		175		175	
ADJUST-R ²		0.121		0.127		0.118	
Wald 值		19.66		22.55		24.11	

注：*,**,***分别表示系数在 10%，5%和 1%水平上显著。各变量的定义见研究设计变量说明。

表七：假说 2 的多元变量回归结果

变量	预期符号	<i>Switch</i>		<i>Switch</i>	
		系数	Z 值	系数	Z 值
interval	+	1.824***	3.99		
analyst coverage	—			-1.119***	-2.96
cmv		-0.646	-1.54	0.279	0.69
croa		5.540	1.02	5.956	1.18
soe		0.582	1.47	0.738*	1.89
vol		-1.824	-0.3	-8.563	-1.28
Constant		-11.983***	-3.69	2.450*	1.57
<i>Industry</i>		CONTROL		CONTROL	
<i>YEAR</i>		CONTROL		CONTROL	
N		175		175	
ADJUST-R ²		0.185		0.156	
Wald 值		31.12		23.41	

注：*,**,***分别表示系数在 10%，5%和 1%水平上显著。各变量的定义见研究设计变量说明。

表八

表 A

	均值 (N=175)	T 值
CAR(-1,+1)	0.01%	2.41**
CAR(-3,+3)	1.40%	2.05 **
CAR(-5,+5)	0.01%	1.73*

注: *,**,***分别表示系数在 10%, 5%和 1%水平上显著。各变量的定义见研究设计变量说明。

表 B

	承销商续聘组均值 (N=62)	T 值	承销商不变更组均值 (N=113)	T 值	两组差异的 显著性 T 值
CAR(-1,+1)	0.24%	0.36	1.61%	2.60***	-1.40
CAR(-3,+3)	-0.71%	-0.74	2.55%	2.84***	-2.33 **
CAR(-5,+5)	-0.46%	-0.35	2.42%	2.38**	-1.71*

注: *,**,***分别表示系数在 10%, 5%和 1%水平上显著。各变量的定义见研究设计变量说明。

表九:

理论推断	理论预期结果	实证结果	实证结论
假说 1: 服务能力假说, 上市公司对承销商的服务质量评价更多体现在承销商与管制部门沟通能力上; 企业再融资承销商的选择与 IPO 时承销商服务质量有关, 原承销商服务质量越低, 再融资时越容易被更换。	假说 1 预期: 1. 承销商 IPO 定价服务越好, 企业 SEO 时越不容易更换承销商。 2. IPO 承销商职业声誉越高, 企业 SEO 时越不容易更换。 3. 承销商 IPO 时政府公关能力越强, 企业 SEO 时越不容易更换。	1.1 不支持 1.2 不支持 1.3 支持	1. 服务能力假说得到了部分验证, 表明我国企业对承销商的评价更多的体现在政府“公共”能力上, 专用性投资假说得到了较好的验证, 表明承销商专用性投资水平越高, 企业——承销商关系型合约程度越大, 从而影响企业续聘决策。 2. 投资者将承销商——公司的合作关系视为损害投资者产权的串谋行为。
假说 2: 专用性投资假说, 企业再融资承销商的更换与 IPO 时承销商与之建立的专用性投资水平有关, 承销商专用性投资水平 (包括初始的和事后追加的专用性水平) 越低, 企业在再融资时越容易更换承销商。	假说 2 预期: 1. 作为衡量事前的专用性投资水平变量 IPO 与 SEO 之间间隔时间越短, 企业 SEO 时越不容易更换承销商。 2. 作为衡量事后的专用性投资水平变量, IPO 承销商关联分析师 SEO 前能够跟踪企业, 企业 SEO 时越不容易更换承销商。	2.1 支持 2.2 支持	
经济后果研究: 协同假说与串谋假说	1. 协同假说预期, 承销商-企业的长期合作可以更好的使用企业专有知识, 有利于再融资资金使用, 投资者有正面反应。 2. 串谋假说预期, 承销商-企业的长期合作约	3.1 不支持 3.2 支持	

束了承销商减少监督企业代理行为的动机，

投资者产权更容易受到损害，反应更为负面。

附录：样本分布表

	SEO year						
IPO year	2004	2006	2007	2008	2009	2010	Total
2001	3	3	6	1	4	0	17
2002	1	6	14	3	3	2	29
2003	0	4	8	6	5	2	25
2004	0	2	20	8	3	5	38
2005	0	0	1	1	3	1	6
2006	0	0	8	5	4	7	24
2007	0	0	2	3	7	13	25
2008	0	0	0	0	2	9	11
Total	4	15	59	27	31	39	175

Network or Ability?

-----Empirical evidence on why firms switch underwriters?

Kong,xiang¹ , Jia,qian²

(1,2.Accounting college , Shanghai university of finance and economy , Shanghai,200439)

Abstract: Based on new institutional economy especially on regulation and specific investment theory, we analyzes how the company evaluate the role of financial intermediary—underwriter under the regulation ground of China's capital market. We find that the reason on why firms switch underwriters mainly due to public relations ability with the regulation department and the network between the company and underwriter. More public relation ability with regulation department or closer network between the company, company will not change underwriter in IPO during SEO process. Further, through the event study on SEO announcement day, we find that investors react more negatively on the companies which do not switch underwriter in IPO, which support the collusion argument between company and underwriters. This study can help us understand the role played by financial intermediary under China's institutional background.

Key words: regulation, specific investment, underwriter switch, afflicted analysts

ⁱ¹ Carter 和 Macaster（1990）以公司 IPO 时发布的承销商排名作为声誉的代理变量，这是海外学者通用的代理变量，但我国目前不存在类似的排名，我国学者早期以投行市场份额作为声誉的代理变量。

ⁱⁱ² 2001 年中，我国证监会颁布的《上市公司新股发行管理办法》，规定上市公司配股或者增发审核的主要程序为：（1）主承销商向中国证监会推荐；（2）发审委审核上市公司新股发行申请；（3）中国证监会根据发审委审核意见依法做出核准或不予核准的决定。

ⁱⁱⁱ³ 我们的分析思路和投资银行实务操作相一致，如前君安研究所所长，我国投资银行业务早期开创者王明夫（1999）指出，“从国内情况看，上市公司的需求是立体而多面的……绝大多数企业都希望券商能够提供“一揽子”服务，它们对券商只做承销、不提供后续服务的方法很不满意。一线上的券商业务人员都有深切感受，“单打一”式的争项目越来越难，后续及全方位服务的能力越来越成为客户选择券商的重要考虑因素。”表明实务界也关注承销商 IPO 之后的辅助业务的进行。

^{iv4} 根据马庆泉等（2009）的统计，2003 年起，我国证监会加大了对券商违规问题的查处力度，2004 至 2007 年间，有 31 家证券公司被强制托管或关闭，被关闭证券公司名单来自于《中国证券史（第二卷）》P394-P396。

^{v5} 我国上市再融资行为持续时间较长，我们统一取再融资公告日作为事件日。