

---

---

# 商业银行混业经营、承销商独立性与 IPO 质量

梁 琪 余峰燕\*

---

**内容提要** 本文借鉴 Fang(2005) 的选择偏差修正模型,从承销商独立性角度,考察了中国商业银行介入证券承销市场的适度性问题。研究发现:总体来看,与成熟市场证据不同,中国银行承销商与一般券商不具有执业质量差异。而在区分金融业混业经营改革阶段后发现,在分业经营阶段,银行承销商承销的 IPO 股票质量显著低于一般券商,而在综合经营阶段,商业银行介入证券承销市场显著改善了承销证券质量,说明外部制度环境是银行承销商成功开展证券承销业务的关键因素。与此同时,组织形式选择也是引起银行承销商执业质量发生变动的因素之一。在综合经营阶段,与商业银行属于同一金融控股集团的银行承销商具有显著的执业质量优势。

**关键词** 银行承销商 IPO 股票质量 承销商独立性 承销商组织形式

---

## 一 引言

近年来,随着主要发达国家的金融业先后进入混业经营时代,允许商业银行涉足证券承销业务已成为各国金融业改革的必然趋势(Kang 和 Liu,2007;秦国楼,2003;田素华,2004;王鹤立,2008)。然而,2007 年次贷危机之后,面对欧美金融机构转型,商

---

\* 梁琪:南开大学经济学院金融学系 电子信箱:liangqi@nankai.edu.cn;余峰燕(通讯作者):天津大学管理与经济学部金融系 电子信箱:yufengyan2008@163.com。

作者感谢国家自然科学基金(71272183、71232004、71172066)、博士后科学基金特别资助项目(2012T50219)的资助。感谢匿名评审人的宝贵意见。当然,文责自负。

业银行是否应该介入证券承销业务重新成为实务界和理论界争议的焦点 (Shivdasani 和 Song, 2011)。传统的“价值鉴证观 (value certification view)”认为承销商通过业务兼营能获得发行人的私有信息, 这有助于提高承销商价值鉴证质量 (Puri, 1996, 1999; Duarte-Silva, 2010)。然而, Kroszner 和 Rajan (1997) 与 Kutsuna 等 (2007) 主张的“利益冲突观”认为, 商业银行介入证券承销业务会导致承销商缺乏独立性, 拥有商业银行背景的承销商容易与发行人勾结串通, 虚假评价发行人质量, 从而把社会资金引入低质量上市公司。发达国家的经验证据大多表明商业银行介入证券承销行业具有净价值鉴证效应 (Kroszner 和 Rajan, 1994; Puri, 1996; Gande 等, 1997; Konishi, 2002; Kutsuna 等, 2007)。比如 Kroszner 和 Rajan (1994) 与 Konishi (2002) 发现, 与一般券商相比, 商业银行承销的债券死亡率 (mortality rates) 和违约率都较低。

然而, 商业银行介入证券承销业务能否发挥积极作用, 通常依赖所在国家或地区的市场约束机制及司法效率、产权保护等制度因素 (Kang 和 Liu, 2007; Yasuda, 2001)。在很多新兴市场国家, 这些机制和制度相对薄弱, 可能会限制其正面效应的发挥。中国金融业在经历股票市场建立初期短暂的自然混业经营阶段之后进入严格的分业经营时期, 直到 2001 年中国监管部门才放松对商业银行分业经营的管制。在其后的 10 多年, 虽然监管部门出台了一系列政策明确深化混业经营改革的立场, 但金融当局对商业银行混业经营的适度性及组织形式仍然具有很大争议。中国商业银行介入证券承销业务是发挥了价值鉴证功能还是引发了利益冲突? 制度因素在其中发挥何种作用? 监管当局限制商业银行参与证券承销业务的组织形式是否必要? 这些问题直接关系到证券行业的发展以及中国证券市场的长期建设。然而, 目前国内对这些问题的研究仅局限于描述性讨论 (秦国楼, 2003; 田素华, 2004; 王鹤立, 2008)。

基于此, 本文利用 1993 ~ 2008 年中国 IPO 股票承销市场数据, 从承销商独立性角度出发, 借鉴 Fang (2005) 的发行人-券商选择偏差修正模型, 对上述问题进行了考察。本研究对已有文献进行了拓展: 其一, 首次从经验研究角度分析和探讨了中国商业银行参与证券承销业务对首次公开发行 (Initial Public Offerings, IPO) 股票质量的影响。本文为 Puri (1996) 以来商业银行是否应介入证券业务的争论提供了来自新兴市场国家的证据。其二, 本文从制度环境和组织形式两个角度诠释了为什么新兴市场国家商业银行混业经营效果与发达国家之间存在的差异。区别于 Yasuda (2001) 与 Kang 和 Liu (2007) 的研究, 我们首先从一国制度环境演进角度, 证实了外部制度环境对于银行承销商 (bank affiliated underwriter) 成功参与证券承销业务的重要性; 与此同时, 从内部分离程度和内部监督制度两个层面分析了合理组织形式是新兴市场国家银行承销

商成功开展证券承销业务的关键。此外,本文在研究方法上借鉴 Fang(2005)的研究,构建了发行人与承销商选择偏差修正模型,该模型根据现实情况放松传统 Heckman 两阶段模型对不同承销商特征变量系数一致性的严格假设,更好地解决发行人与承销商之间选择配对的内生性问题。

## 二 制度演进与理论分析

### (一) 商业银行混业经营改革与组织形式演进

中国的金融机构改革经历了 1993 年前的自然混业经营阶段、1993 ~ 2000 年的分业经营阶段以及 2000 年后的综合经营阶段。<sup>①</sup> 在这个改革过程中,中国银行承销商的组织形式发生了重大变化。这里的银行承销商是指拥有商业银行背景或是与商业银行相关联的承销商。商业银行是中国早期证券承销市场的主要参与者,在自然混业经营阶段,市场上出现了商业银行内部证券部(internal securities department)形式的第一类银行承销商,不过这种特殊的组织形式到了分业经营阶段后期已基本销声匿迹。第二类银行承销商(商业银行全资/控股证券公司)主要是分业经营监管制度下的产物。为了满足分业经营的监管要求,商业银行内部证券部被纷纷剥离出去组建银行全资或者控股证券公司,承销市场上兴起了第二类银行承销商。随着 1999 年四大国有银行的全资信托/证券公司彻底脱离银行组建成银河证券,非国有银行全资或控股券商也逐渐剥离出银行,在 2000 年之后第二类银行承销商的市场份额大幅衰减。第三类银行承销商是与商业银行属于同一金控集团的证券公司,它是综合经营阶段银行承销商特别是股份制银行券商普遍采用的组织模式,它在进入 21 世纪之后得到迅速发展,并逐渐取代其他两类组织形式成为银行承销商的主要组织形式(参见图 1)。从不同改革阶段来看,中国银行承销商的组织形式演变是金融监管部门的政策规定使然,而同一改革阶段不同组织形式的并存是银行承销商在既定监管框架下应对市场竞争的自主选择结果。

### (二) 银行承销商、承销商独立性与 IPO 股票质量

商业银行背景能帮助银行承销商获得发行人私有信息,而私有信息的获得会削弱

---

<sup>①</sup> 中国证券市场建立初期,由于能承担证券承销业务的人力、技术等资源主要掌握在银行系统,所以中国监管部门允许商业银行最先开办证券承销业务,这就是所谓的自然混业阶段。然而,当时的金融监管体制尚不健全,自然混业经营给商业银行带来了一系列的经营风险并导致了金融秩序混乱,监管部门于 1993 年对金融业进行治理整顿并提出了分业经营的管理思路,要求把证券承销业务剥离出商业银行系统。2001 年后,在金融自由化改革和金融创新的驱动下,商业银行又呈现了综合经营的发展态势。

承销商独立性。以往研究都暗含一个重要假设,即承销商不具有发行人的私有信息 (Rock,1986; Benveniste 和 Spint,1989)。然而,随着商业银行兼营证券承销业务,一部分承销商的信息结构发生了根本性变化。这种变化主要体现在:商业银行在提供传统银行业务过程中获得的客户私有信息,通过组织内部信息的传递与共享,可以转化为银行承销商的信息优势。

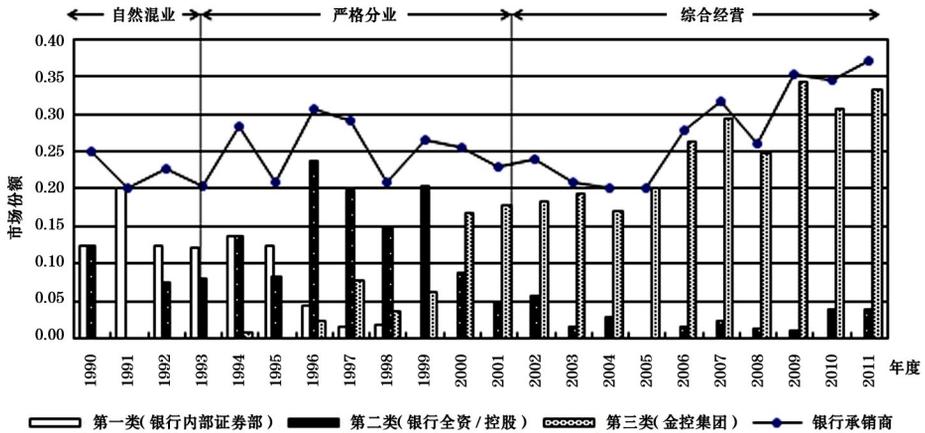


图 1 中国银行承销商承销 IPO 股票的演变情况

说明:样本由 1990~2011 年 2366 个 IPO 股票组成,原始数据来自 CCER 数据库。市场份额由银行承销商承销的 IPO 数与当期发行 IPO 总数的比值反映。

银行承销商的信息垄断优势对承销证券质量的影响可以表现为对立的两个方面:一方面,“价值鉴证观”认为承销商拥有发行人私有信息有助于承销商提供高质量的价值鉴证服务。已有研究指出信贷关系带来的信息垄断优势决定了关系银行 (relationship bank) 的独特性和唯一性 (Campbell 和 Kracaw,1980; Duarte-Silva,2010)。银行承销商对发行人进行价值鉴证,相当于对客户私有信息的再利用,这种信息规模经济 (informational economic of scope) 不仅能降低信息生产成本,而且能提高价值鉴证服务质量 (Schenone,2004; Kang 和 Liu,2007)。Duarte-Silva (2010) 就指出在其他能力相同的情况下,一个具有公司私有信息的承销商其鉴证的公司价值更可信。除此之外,银行还对贷款客户承担着事前筛选和事后监督的职能 (Narayanan 等,2004),这意味着银行承销商能对发行人可能存在的违约、舞弊行为进行更有效的监督和约束。另一方面,“利益冲突观”则认为,如果银行承销商不恰当地利用拥有的客户私有信息进行自利交易,可能引发发行人、承销商和投资者之间的利益冲突,降低承销证券质量。

私有信息获得过程往往是银企关系建立、共同利益培育的过程。为了帮助低质量的借款人从公开市场获得廉价资金,也为自身高风险的银行贷款获得股市背书或股权资金担保,银行承销商会虚假评价公司质量,把低质量借款人推荐上市,产生所谓的信息曲解(information misrepresentation)冲突。在此基础上,还可能要求发行人利用募集资金清偿银行贷款,转嫁贷款损失风险(Puri, 1996; Kroszner 和 Rajan, 1997)。这种对募集资金的不合理利用会进一步损害现有投资者的利益(Kutsuna 等, 2007)。<sup>①</sup>

对同一银行承销商而言,在获取私有信息一定的前提下,“价值鉴证”效应与“利益冲突”效应均有可能发挥作用,银行承销商会在“利用(use)”与“滥用(misuse)”私有信息之间进行权衡(Puri, 1996)。<sup>②</sup> 此时何种效应占优势,一定程度上取决于银行承销商的外部制度环境。Yasuda(2001)与 Kang 和 Liu(2007)也曾指出适宜的市场环境或机制是银行承销商发挥净价值鉴证效应的重要条件。外部制度环境主要包括承销商声誉机制和市场竞争机制两个方面:一方面,完善的承销商声誉机制,使银行承销商因“滥用”私有信息损失的未來收益远大于由此增加的短期收益,从而有效约束银行承销商的机会主义行为(Fang, 2005);另一方面,提高承销市场的竞争程度能一定程度上抑制银行承销商的失信违规行为(Walter, 2004),且市场竞争也能进一步促进承销商声誉机制的完善。从国际比较来看,与发达市场不同,由于中国尚未建立完善的承销商声誉约束机制(郭泓和赵震宇, 2005; 徐浩萍和罗炜, 2007),承销市场建立时间不长、竞争程度较低,所以总体来看,中国商业银行介入证券承销行业不一定能改善承销 IPO 股票质量,其净效应甚至可能相反。而从中国不同改革阶段来看,随着制度演进,中国银行承销商所处的外部制度环境已得到不断改善,如承销商声誉意识慢慢确立、承销市场集中度逐渐降低等。<sup>③</sup> 因此,在相同的条件下,现阶段(综合经营阶段)银行承销商更可能通过有效“利用”私有信息提高承销 IPO 股票质量。

### (三) 银行承销商组织形式、承销商独立性与 IPO 股票质量

银行承销商的“价值鉴证”与“利益冲突”效应谁占优势,除了外部治理环境之外,还取决于银行承销商的内部约束机制,组织形式设计就是其中一种重要机制。组织形

① 如果贷款人格守契约并能按时还本付息,银行会选择持续给企业提供贷款以获取利息收入。相反,银行提前解除金融契约,说明银行通过私有信息已预见企业未来贷款违约风险增加。在这种情形下,银行承销商要求发行人利用募集资金清偿银行债务,实际上意味着把发行人较高的违约风险转嫁给了市场投资者(Hebb 和 Fraser, 2002)。

② 作者感谢匿名评审人就“价值鉴证”与“利益冲突”效应谁占优势问题提出的启发性意见与建议。

③ 根据作者统计,在 IPO 承销市场,前 10 大承销商市场份额的赫芬达尔指数在 1993、2000 以及 2006 年分别为 0.063、0.048 和 0.032,说明 IPO 承销市场集中度逐渐降低。

式设计分为两类:一类会在帮助银行承销商缓解利益冲突的同时,削弱银行承销商有效“利用”发行人私有信息的效率,组织内部分离就属于此类;而另一类能降低银行承销商“滥用”私有信息的可能性,但不会显著影响银行承销商“利用”私有信息的效率,典型的如安排内部监督机制。

从商业银行内部证券部,商业银行全资/控股证券公司,到与商业银行属于同一金控集团的证券公司,银行承销商组织内部分离程度逐渐增大。一方面,内部分离程度会影响私有信息在组织内部传递的时间和难易程度。如对于与商业银行属于同一金控集团的证券公司,其获得的证券发行人私有信息,需经以下途径传递:商业银行某营业网点拥有的贷款人(也是证券发行人)私有信息经过商业银行总行、金控集团、证券总公司,最后再到承担具体承销业务的证券公司营业网点;而银行承销商如采取商业银行内部业务部形式,发行人的私有信息可以在部门层面进行传递与交流,这能减少信息传递的组织层次,节省时间和沟通成本(Puri, 1996; Kroszner 和 Rajan, 1997; Stein, 2002)。另一方面,组织内部分离程度会影响银行承销商获取发行人私有信息的数量和质量。从信息数量角度看,组织内部分离程度越小,银行承销商获得的发行人私有信息越多。Puri (1996)指出,商业银行以业务部形式同时提供贷款和证券承销服务,这种内部分离程度较小的组织形式能提高从信贷部传递到证券部的私有信息流量。而从信息质量角度看,发行人私有信息包括硬信息与软信息(soft information),复杂的组织结构尤其会阻碍软信息的生产、处理和传递(Stein, 2002)。因此,内部分离程度较大的银行承销商获得发行人私有信息较少且以硬信息为主。总之,银行承销商内部分离程度逐渐增大,独立程度也逐渐提高。这一方面会提高券商“滥用”私有信息未来发生机会主义行为的成本,缓解利益相关者之间的利益冲突;另一方面则会阻碍组织内部资源的共享及内部协作,提高信息搜集和挖掘成本,降低银行承销商“利用”私有信息的效率。因此,在假设承销商个体理性服从市场整体理性的前提下,<sup>①</sup>商业银行介入证券承销业务的合理组织形式,是因提高虚假鉴证概率而增加的处罚成本与因节省信息生产成本而增加的承销收益两者权衡的结果。

不同银行承销商在组织形式上的差异还表现在内部监督制度的不同。内部监督制度是否存在及其有效程度会影响银行承销商的执业质量。一方面,相对于商业银行内部证券部,商业银行关联证券公司(包括商业银行全资/控股证券公司、与商业银行

<sup>①</sup> 对银行承销商个体而言,组织形式的理性选择取决于净收益最大化,而对整个市场而言,最优的组织结构应是使银行承销商发挥净鉴证效应的组织形式。每个银行承销商对组织结构的个体理性选择可能导致整个市场的非理性。通过设计有效的监督机制可以使个体理性选择服从市场整体理性。

属于同一金控集团的证券公司),作为一个分立公司,拥有董事会和独立内审机制等内部监督制度。这种制度安排对银行承销商的经营活动及违规违约行为能提供额外的监督与约束(Kroszner 和 Rajan,1997)。另一方面,从内部监督制度的有效性角度看,Kroszner 和 Rajan(1997)指出,银行承销商的董事会中来自关联银行的董事所占比重越大,其承销证券的质量也越低,说明内部监督制度执行者中来自关联银行的人员比重会影响银行承销商内部监督制度的有效性。因此,从内部监督制度角度来看,从商业银行内部证券部、商业银行全资/控股证券公司,到与商业银行属于同一金控集团的证券公司,银行承销商的独立内部监督制度从无到有,且内部监督制度的有效性逐渐增强,所以银行承销商的执业质量也逐渐提高。

国内外对银行承销商合理组织形式的相关研究很少,且缺乏一致结论。仅有 Puri (1996)与 Kroszner 和 Rajan(1997)的研究从证券定价的角度,比较了商业银行内部证券部与银行承销商其他组织形式的优劣。Puri(1996)研究发现,银行承销商采用内部证券部组织结构并不会产生“柠檬”折扣(lemon discount)形式的利益冲突。然而,Kroszner 和 Rajan(1997)却发现,银行承销商采用内部证券部组织形式会导致更高的风险溢价,说明该种组织形式更容易引发利益冲突。上述研究结论的不一致,使得中国商业银行介入 IPO 承销市场的合理组织形式问题更成为一个待解之谜。

### 三 变量、样本与研究方法

#### (一)银行承销商的确认方法

结合中国承销市场的特殊背景,本文设计了银行承销商的确认方法。一方面,结合银行发展历史,确认与银行相关联的券商名称。另一方面,检查券商名称是否包含商业银行的名称信息,初步确定银行承销商的备选对象。在此基础上,根据股本结构、最终控制人信息对备选对象和商业银行的关联关系进行进一步甄别和确认。本文根据主承销商信息判定 IPO 股票的承销商性质,如果 IPO 股票的主承销商属于银行承销商,则认为该股票由银行承销商承销,否则认定 IPO 股票的承销商为一般券商。表 1 以中国银行和招商银行为例,简要说明结合商业银行发展历史确认银行承销商的方法。

#### (二)研究期间、样本选择与数据来源

我们选取 1993~2008 年共 16 年作为样本期。<sup>①</sup> 在此期间,中国沪深证券交易所

<sup>①</sup> 本文未考察 1993 年以前的自然混业阶段是因为该阶段符合要求的研究样本较少(IPO 样本 46 个,其中由银行承销商承销的样本仅 10 个),这可能影响研究结论的代表性。

A 股上市公司共 1608 家。剔除金融行业公司 21 家,主承销商信息缺失公司 26 家,同时由银行承销商和一般券商担任主承销商的公司 3 家,本文最终研究样本为 1558 家。样本总体覆盖率为 96.89%,基本能全面、真实地反映中国银行承销商承销 A 股股票 IPO 的历史全貌。样本期间银行承销商共 26 家,承销 IPO 股票共 398 只。本文的公司特征(包括上市公司注册地、前十大股东信息、上市当期财务数据)、IPO 特征数据(包括 IPO 公司募集资金规模、承销团规模、会计师声誉以及承销费用)以及承销商声誉的基础数据均来自中国经济金融数据库(CCER),消费者价格指数(Consumer Price Index, CPI)数据来自 1991~2009 年的《中国统计年鉴》。对于承销商其他特征数据,按照券商是否上市,我们采用了不同的数据搜集渠道:未上市券商信息(包括注册地、股本结构等数据)来自中国证券业协会网站和券商网站;上市券商信息除了来自网站信息外,还考虑了上市公司招股说明书以及历年年报信息。

表 1 银行承销商的确认方法

银行	银行承销商名称	存在时间	关联关系说明
中国银行	中国银行信托/咨询部	1989-7-18 至 1997-7-17	银行内部业务部
	中国东方信托	1997-7-18 至 2000-8-21	中国银行全资子公司, 2000-8-22 脱离并入银河证券
	中银国际控股	1998-7-10 至今(中国香港)	中国银行全资子公司
	中银国际证券	2002-2-28 至今(上海)	中国银行是其第一大股东, 占股 49%
招商银行	招商银行证券部	1991-8-3 至 1994-9-27	银行内部业务部
	招银证券	1994-9-28 至 1998-11-5	招商银行全资子公司
	国通证券	1998-11-6 至 2001-4-28 2001-4-29 至 2002-6-27	招商银行为其第一大股东 与招商银行 同为招商集团子公司
	招商证券	2002-6-28 至今	与招商银行 同为招商集团子公司

说明:作者根据历年《中国金融年鉴》、银行网站信息、上市银行招股说明书和历年年报等相关资料整理得到。

### (三) 研究模型

按照是否考虑券商-发行人选择内生性问题,本文把模型分为基础模型和选择偏

差修正模型。对于基础模型,重点讨论模型框架、引入变量的理论基础以及变量说明。对于选择偏差修正模型,本文介绍了传统的 Heckman 两阶段模型以及放松不同券商系数一致性假设的选择偏差修正模型。

1. 基础模型。本文借鉴 Puri (1996) 与 Kroszner 和 Rajan (1997) 的研究,构建了公式(1)和(2),并通过两式对论文主要研究问题进行检验。(1)式主要考察在整个事件期以及在中国不同改革阶段银行承销商和一般券商承销证券的质量差异,即商业银行介入证券承销市场是否存在执业质量优势。(2)式则是在(1)式的基础上,剔除了制度背景的影响因子,并对银行承销商按组织形式进行细分,以考察银行承销商组织形式变化对券商执业质量的影响。具体模型如下:

$$Security\ Quality_i = \beta_0 + \beta_{Bank} Bank_i + \beta_{Bankstage} Bank_i \times Stage_i + \sum \beta_{Control}^n Controls_i + \varepsilon_i \quad (1)$$

$$Security\ Quality_i = \beta_0 + \sum_{j=1}^3 \beta_{Form}^j Bankform_{ij} + \sum \beta_{Control}^n Controls_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中,  $Security\ Quality_i$  表示股票  $i$  的质量。本文借鉴徐浩萍和罗炜(2007)的研究,采用“业绩变脸”(  $Quality1$  或  $Quality2$  )度量证券质量。所谓“业绩变脸”是指 IPO 公司在发行股票后较短时间内,财务业绩比发行前发生了大幅度逆转。在监管部门眼里,“业绩变脸”是令其深恶痛绝的现象。<sup>①</sup> 本文把公司上市后 3 年内净利润较 IPO 前一年下降 20% (或 30%) 以上的情形,认定为公司发生了“业绩变脸”。  $Bank_i$  是反映承销商性质的虚拟变量,当承销商是银行承销商时取 1, 否则取 0。  $Stage_i$  反映中国金融业混业经营改革的不同阶段,当股票  $i$  的 IPO 发生在综合经营阶段时,  $Stage_i$  取 1, 当发生在分业经营阶段时取 0。我们用  $Bank_i$  和  $Stage_i$  的交互项反映不同阶段银行承销商执业质量的变化情况。(2)式中的  $Bankform_{ij}$  用来反映银行承销商的组织形式,其中一般券商被定义为默认值 0,  $Bankform_1$ 、 $Bankform_2$ 、 $Bankform_3$  分别表示银行承销商采用商业银行内部证券部、商业银行全资/控股证券公司以及与商业银行属于同一金控集团证券公司的组织形式。

以上模型的控制变量包括公司特征、承销商特征、IPO 特征三个方面(见表 2)。对于承销商特征,除了承销商声誉,我们还考虑了 IPO 之前承销商与发行人之间存在的所有权关系(  $Ownership_i$  )和两者因组织距离(指两者之间的地理距离)以及地方政府干预所建立的关联关系(  $Local\_govern_i$  )。

<sup>①</sup> 中国证监会 2002 年公布的《主承销商执业质量考核暂行办法》中把“业绩变脸”作为扣分幅度最大的项目。徐浩萍和罗炜(2007)认为发行前的财务包装是“变脸”的主因,承销商作为整个发行计划的总策划人应该有能力、有责任识别财务包装的程度。

表 2

变量定义与说明

变量类型	变量名称	变量说明
因变量	<i>Quality1</i>	业绩变脸 1, 如果公司上市 3 年内净利润较 IPO 前 1 年下降 20% 以上取 1, 否则取 0。
	<i>Quality2</i>	业绩变脸 2, 如果公司上市 3 年内净利润较 IPO 前 1 年下降 30% 以上取 1, 否则取 0。
	<i>Convict</i>	质量违约, 如果公司上市 5 年内被证监会、证券交易所批评处罚取 1, 否则取 0。
	<i>Roa_after</i>	资产收益率, 用公司上市后第 1~3 期的多期均值或单期实际值替代。
	<i>Roe_after</i>	净资产收益率, 用公司上市后第 1~3 期的多期均值或单期实际值替代。
	<i>Ros_after</i>	销售利润率, 用公司上市后第 1~3 期的多期均值或单期实际值替代。
	自变量	<i>Bank</i>
<i>Bankform<sub>1</sub></i>		第一类组织形式, 当主承销商是商业银行的内部证券部时取 1, 否则取 0。
<i>Bankform<sub>2</sub></i>		第二类组织形式, 当主承销商是商业银行的全资或控股证券公司时取 1, 否则取 0。
<i>Bankform<sub>3</sub></i>		第三类组织形式, 当主承销商与商业银行属于同一个金控集团时取 1, 否则取 0。
<i>Stage</i>		综合经营阶段, 当股票 IPO 发生在综合经营阶段时取 1, 否则取 0。
公司特征		<i>Age</i>
	<i>Size</i>	IPO 当年年初资产规模, 用公司资产账面价值(万元)的自然对数替代, 为了消除通货膨胀的影响, 资产账面价值按 CPI 统一调整到 1990 年价格。
	<i>Leverage</i>	IPO 当年年初资产负债率, 用负债总额与资产的比率替代。
	<i>Roa</i>	IPO 当年年初资产收益率, 用净利润除以资产的比率替代。
	<i>Zscore</i>	根据 Altman (1968), <i>Zscore</i> 用 IPO 当年年初的以下财务指标计算得到: $Zscore = 0.012 \times (\text{营运资本} / \text{总资产}) + 0.014 \times (\text{留存收益} / \text{总资产}) + 0.033 \times (\text{息税前利润} / \text{总资产}) + 0.006 \times (\text{权益总市值} / \text{负债账面价值}) + 0.999 \times (\text{营业收入} / \text{总资产})$ 。 <i>Zscore</i> 越大, 代表公司出现财务危机的概率越小。
	<i>State_ownership</i>	国有股比例, 用公司 IPO 当年国有股比例替代。
承销商特征	<i>Under_rep</i>	承销商声誉, 如果当期券商承销 IPO 总数排市场前 10 名取 1, 否则取 0。我们还用承销商过去三年滚动平均市场份额来替代承销商声誉。
	<i>Ownership</i>	所有权关系, 如果主承销商是发行人的前 10 大股东取 1, 否则取 0。
	<i>Local_govern</i>	地方政府干预, 如果主承销商注册地与 IPO 公司注册地属于同一省份, 并且两者的最终控制人或控股股东都是该地区的地方政府时取 1, 否则取 0。
IPO 特征	<i>Amount</i>	募集资金规模, 用 IPO 公司募集资金(万元)取自然对数替代, 为了消除通货膨胀的影响, 募集资金按 CPI 统一调整到 1990 年价格。
	<i>Syndicate_size</i>	承销团规模, 用承销团中承销商数量(包括主承销商和副承销商)取对数替代。
	<i>Big_audit</i>	注册会计师声誉, 如果公司受国际四大或国内五大会计师事务所审计取 1, 否则取 0。
	<i>Fee</i>	承销费用, 用承销费用与募集资金的比率替代。
	<i>SME</i>	中小企业板, 如果 IPO 公司在中小企业板上市取 1, 否则取 0。

我们用 Probit 极大似然估计法估计公式(1)和(2)。由于“业绩变脸”与证券质量负相关,如果(1)式中  $\beta_{Bank}$  显著为负,说明银行承销商承销证券质量较高,意味着商业银行介入证券承销行业会提高 IPO 股票质量;如果  $\beta_{Bank}$  显著为正,则说明商业银行介入证券承销行业的影响以“利益冲突”效应为主;如果  $\beta_{Bank}$  不显著,说明两类承销商不存在执业质量差异,商业银行介入证券承销行业对 IPO 股票质量没有显著影响。此外,如果  $\beta_{Bankstage}$  显著,表明混业经营改革背景或制度因素会影响银行承销商的执业质量优势(或劣势)。公式(2)则主要关注参数  $\beta_{Form}^1$ 、 $\beta_{Form}^2$  和  $\beta_{Form}^3$ ,如果这些参数之间存在显著差异,说明组织形式会影响银行承销商的执业质量,否则说明组织形式不是影响银行承销商执业质量的重要因素。

2. 选择偏差修正模型。由于发行人和承销商间的配对并不一定满足随机性,上述模型可能存在内生性问题。根据不同承销商特征变量系数是否一致,借鉴 Puri (1996)、Kang 和 Liu(2007)以及 Fang(2005)的研究,本文采用两种不同方法来解决发行人与承销商之间的选择偏差。以公式(1)为例:

$$I_i^* = Z_i' \gamma + \varepsilon_i \quad I_i = 1 \text{ 如果 } I_i^* > 0; I_i = 0 \text{ 如果 } I_i^* \leq 0 \quad (3)$$

$$y_i = x_i' \beta + u_i \quad \text{如果 } \beta = \beta_1 = \beta_2 \quad (4)$$

$$\begin{cases} y_{1i} = x_i' \beta_1 + u_{1i} & \text{如果 } I_i = 1 \\ y_{2i} = x_i' \beta_2 + u_{2i} & \text{如果 } I_i = 0 \end{cases} \quad (4-1)$$

$$\begin{cases} y_{1i} = x_i' \beta_1 + u_{1i} & \text{如果 } I_i = 1 \\ y_{2i} = x_i' \beta_2 + u_{2i} & \text{如果 } I_i = 0 \end{cases} \quad (4-2)$$

式(3)是隐含的发行人-承销商选择方程, $I_i^*$ 为选择变量,当且仅当证券由银行承销商承销时  $I_i^*$ 取1, $Z_i$ 向量包含了影响双方选择的关键变量。式(4-1)和(4-2)是两类承销商的执业质量方程, $y_{1i}$ 和  $y_{2i}$ 分别代表两类承销商的承销证券质量, $x_i$ 向量代表模型(1)中除了  $Bank_i$ 以外的解释变量。如果  $\beta_1 = \beta_2 = \beta$ ,那么模型(4-1)和模型(4-2)可以合并为模型(4)。

当  $\beta_1 = \beta_2 = \beta$  时,借鉴 Puri(1996)以及 Kang 和 Liu(2007)的研究,本文采用 Heckman 两阶段模型来控制发行人与承销商选择决策的内生性问题。具体方法为:

第一步,用 Probit 极大似然估计式(3)获得  $\gamma$ ,并得到未知因素影响发行人-券商选择的修正信念  $\frac{\varphi(Z_i' \gamma)}{\Phi(Z_i' \gamma)_i}$  和  $\frac{-\varphi(Z_i' \gamma)}{1 - \Phi(Z_i' \gamma)_i}$ ,  $\varphi(\cdot)$  和  $\Phi(\cdot)$  分别是正态分布密度函数和累积分布函数。这里的  $\frac{\varphi(Z_i' \gamma)}{\Phi(Z_i' \gamma)_i}$  和  $\frac{-\varphi(Z_i' \gamma)}{1 - \Phi(Z_i' \gamma)_i}$  叫做反 Mills 比(inverse mills ratio)。第二步,把市场修正信念加入式(4),得到式(5),并采用 Probit 极大似然法予以估计:

$$y_i = x_i \beta + \omega \left[ \frac{\varphi(Z_i' \gamma)}{\Phi(Z_i' \gamma)_i} \times I_i + \frac{-\varphi(Z_i' \gamma)}{1 - \Phi(Z_i' \gamma)_i} \times (1 - I_i) \right] + \mu_i \quad (5)$$

式(5)中括号内的信息简记为  $Inf(Bank)$ , 可以理解为银行承销商拥有的发行人私有信息。当式(5)的参数  $\omega$  显著为正(负)时,说明银行承销商承销的股票质量较低(高),这意味着商业银行介入证券承销行业的影响以“利益冲突”(“价值鉴证”)为主;当  $\omega$  统计上不显著时,说明承销商的商业银行背景不会影响承销证券质量,即银行承销商的“价值鉴证”效应和“利益冲突”效应相互抵消。

然而,假设  $\beta_1 = \beta_2 = \beta$  会存在两个问题:一是限制了不同承销商差异,我们没有理由认为不同类型承销商的特征变量会对承销证券质量产生一样的影响。二是该方法更适合由于数据限制等原因券商实际执业质量无法观察的情形。由于不同类型承销商对承销证券质量的实际影响都是可观察的,本文将借鉴 Fang(2005)的方法,进一步放松不同类型承销商目标系数一致性假设来解决内生性问题。这种方法的估计可分为3个步骤:

首先,通过 Probit 估计得到式(3)中  $\gamma$  的一致估计。然后计算得到式(4-1)和(4-2)所需的反 Mills 比  $\frac{\varphi(Z_i' \gamma)}{\Phi(Z_i' \gamma)_i}$  和  $\frac{-\varphi(Z_i' \gamma)}{1 - \Phi(Z_i' \gamma)_i}$ , 并把它们作为额外自变量分别加入式(4-1)或(4-2);

其次,估计每类承销商的“假设 IPO 股票质量”。对于银行承销商,其“假设 IPO 股票质量”是指同一只股票如果由一般券商承销时的质量,具体公式为:

$$E[y_{2i} | I_i^* > 0] = x_i \beta_2 + \text{cov}(u_{2i}, \varepsilon_i) \frac{\varphi(Z_i' \gamma)}{\Phi(Z_i' \gamma)_i} \quad (6)$$

最后,计算银行承销商的“实际 IPO 股票质量”和“假设 IPO 股票质量”的差异。检验如下两项差异的显著性,得到承销商的商业银行背景对承销 IPO 股票质量的影响:

$$\underbrace{E[y_{2i} | I_i^* > 0]}_{\text{假设质量}} - \underbrace{y_{1i}}_{\text{实际质量}} \quad (7)$$

当“假设 IPO 股票质量”显著大于(小于)“实际 IPO 股票质量”时,说明商业银行背景会显著恶化(提高)券商执业质量,即商业银行介入 IPO 股票承销市场以“利益冲突”(“价值鉴证”)效应为主;当“假设 IPO 股票质量”与“实际 IPO 股票质量”差异不显著时,说明商业银行背景不会影响券商承销的证券质量。对于公式(2),我们采用上述类似方法解决内生性问题。<sup>①</sup>

① 需要注意的是采用第二种方法时须作适当调整,我们将在稳健性检验部分做具体说明。

## 四 经验研究结果与分析

### (一) 样本分布

表3从阶段/组织形式两个层面展示了银行承销商承销股票的样本分布。我们发现:第一,银行承销商在中国股票IPO市场的市场份额在不同阶段内相对稳定。第二,阶段不同,银行承销商的组成结构也不同。在分业经营阶段,商业银行内部证券部、商业银行全资/控股证券公司,这两类组织内部分离程度较小的银行承销商承销股票占74%,而到了综合经营阶段,内部分离程度最高的第三类银行承销商(与商业银行属于同一金控集团的证券公司)承销股票占银行承销商承销总量的91%,成为该阶段银行承销商的主要组织形式。可见,随着时间的推移,银行承销商逐渐选择了相对独立的组织形式。

表3 样本的分布频率

不同改革阶段	IPO 发行 总数	银行承销商按组织形式分类							
		银行承销商		第一类 银行内部证券部		第二类 银行全资/控 股证券公司		第三类 金控集团下与银 行并列子公司	
		IPO数	比例	IPO数	比例	IPO数	比例	IPO数	比例
分业经营阶段(I)	976	258	0.26	46	0.18	144	0.56	68	0.26
综合经营阶段(II)	582	140	0.24	0	0.00	13	0.09	127	0.91
合计	1558	398	0.25	46	0.12	157	0.39	195	0.49

说明:银行承销商栏下的比例是由各阶段银行承销商承销IPO数除以整个事件期IPO总数得到,而按组织形式分类栏下的比例是每一阶段每种组织形式的银行承销商承销的IPO数与该阶段银行承销商承销IPO总数相比得到。

### (二) 多变量检验

在控制其他影响因素的情况下,我们对银行承销商和一般券商的执业质量差异作了进一步检验。表4报告了检验结果。首先,从整个事件期来看,中国商业银行介入证券承销行业不影响IPO股票质量。这一结论与Puri(1996)和Gande等(1997)发现在发达市场商业银行介入证券承销业务存在净鉴证效应的证据存在差异。这可能是由于中国相对薄弱的制度环境,无法对银行承销商潜在的机会主义行

为产生有效约束，这在一定程度上削弱了银行承销商的正面作用。Yasuda (2001) 与 Kang 和 Liu (2007) 就曾指出，适宜的市场环境或机制是银行承销商发挥积极效应的重要基础。

表 4 银行承销商执业质量检验结果

	整个事件期				分业经营阶段(I)		综合经营阶段(II)	
	Quality1	Quality2	Quality1	Quality2	Quality1	Quality2	Quality1	Quality2
<i>Bank</i>	0.12	0.14	0.29***	0.34***	0.27***	0.33***	-0.48**	-0.62***
<i>Bank</i> × <i>Stage</i>			-0.76***	-0.92***				
<i>Age</i>	0.00	-0.02	0.00	-0.02	-0.03	-0.03	0.08	-0.01
<i>Size</i>	0.01	0.05	0.03	0.07	0.07	0.03	-0.02	0.09
<i>Leverage</i>	0.80***	0.67**	0.73***	0.58**	0.80**	0.54	0.28	0.3
<i>Roa</i>	0.05	0.06	0.05	0.06	0.06	0.07	-2.90**	-2.60*
<i>Zscore</i>	-0.44***	-0.32***	-0.43***	-0.30***	-0.52***	-0.28**	-0.31*	-0.33**
<i>State_ownership</i>	0.04	0.01	0.04	0.01	-0.11	-0.11	0.22*	0.14
<i>Under_rep</i>	0.03	-0.01	0.02	-0.02	0.23**	0.18	-0.13	-0.16
<i>Ownership</i>	0.49***	0.47***	0.49***	0.46***	0.48**	0.52***	0.47**	0.39*
<i>Local_govern.</i>	0.28***	0.31***	0.27**	0.30***	0.57***	0.59***	-0.01	0.02
<i>Amount</i>	-0.07	-0.11	-0.09	-0.13*	-0.13	-0.1	-0.04	-0.14
<i>Syndicate_size</i>	-0.11	-0.11	-0.10	-0.09	0.20	0.14	-0.40	-0.36
<i>Big_audit</i>	0.00	-0.05	0.01	-0.04	-0.05	-0.14	0.03	0
<i>Fee</i>	3.76*	3.41*	3.59*	3.27*	0.71	1.47	6.14*	4.91
<i>Bank</i> × <i>SME</i>		0.14	0.54**	0.68**			0.52*	0.69**
截距项	是	是	是	是	是	是	是	是
控制年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量(N)	1558	1558	1558	1558	976	976	582	582
Pseudo R <sup>2</sup> (%)	5.11	4.72	6.15	5.35	8.60	7.54	6.36	5.71

其次，从制度环境演进角度考察制度因素是不是导致中国银行承销商出现执业质量优势不明显（区别于发达国家银行承销商的成功经验）的原因。我们发现金融业混业经营改革阶段不同，中国银行承销商的执业质量也不同。如在整个事件期第二组估计方程中  $Bank_i$  的系数均显著为正，而  $Bank_i \times Stage_i$  系数均显著为负，这一结果也得到了表 4 分阶段检验结果的印证。在分业经营阶段， $Bank_i$  估计系数为正，且在 1% 统计水平上显著，而在综合经营阶段，该系数均显著为负。这说明在分业经营阶段银行承销商发生业绩恶化的概率显著高于一般券商，而在综合经营阶段商业

银行背景能显著提高承销商执业质量。以上证据表明,总体来看中国银行承销商不存在净鉴证效应,且外部制度环境改善是中国商业银行参与证券承销业务发挥积极作用的重要因素。

此外,我们发现承销商特征、公司特征以及 IPO 特征也会影响证券质量。首先,从承销商特征来看,承销商与发行人存在所有权关系会提高证券发生业绩恶化的概率,说明承销商拥有发行人股权会显著影响承销商判断的客观性和公正性。本文结论支持 Puri (1999) 与方军雄(2012)的观点。<sup>①</sup> 另外,地方政府干预是反映发行人与承销商关系的另一个重要变量。根据表 4 的结果显示,一方面, $Local\_govern_i$  的系数大部分显著为正,说明地方政府干预 IPO 承销市场会降低上市公司质量,从而支持了地方政府出于社会或政治目的介入 IPO 承销市场扮演“掠夺之手”的观点(Jia 和 Zhang, 2010); 另一方面,在综合经营阶段(2001 ~ 2008 年), $Local\_govern_i$  的系数不显著,说明制度环境改善,比如 2001 年后中国实行的 IPO 核准制,大大限制了地方政府干预 IPO 承销市场的能力。其次,从公司特征来看, $Leverage_i$  估计系数均为正且大部分在 5% 统计水平上显著,说明企业 IPO 当期负债水平越低,公司发生财务业绩恶化的概率越低。再次,从 IPO 特征来看,承销费用会影响承销证券质量。我们发现,大部分  $Fee_i$  的系数显著为正,说明承销费用越高证券质量越低,这一结论支持了 Duarte-Silva (2010) 的观点。Duarte-Silva (2010) 认为承销费用是对承销商未来收益下滑或遭受声誉损失的一种补偿,因此承销费用与证券质量负相关。最后,大部分  $Bank_i \times SME_i$  估计系数显著为正,考虑到中小企业信息不对称程度较高,这意味着如果银行承销商的承销信息敏感(information-sensitive)程度更高,企业的 IPO 更容易引发利益冲突问题。

表 5 报告了组织形式是否会影响银行承销商承销的 IPO 股票质量的检验结果。我们发现:第一,从整个事件期来看, $Bankform_2$  承销的证券质量显著低于一般券商。有证据显示  $Bankform_2$  的出现主要是为了满足监管部门的管制需要。<sup>②</sup> 这说明组织形式管制反而会降低银行承销商执业质量。Puri (1996) 与 Roten 和 Mullineaux (2002) 也曾证实 20 世纪八九十年代美国监管部门严格限制商业银行参与证券业务的组织形式

① 方军雄(2012)发现承销商通过券商直投公司拥有发行人股权会显著提高发行人上市前的盈余管理水平,而加大上市后会计业绩下滑幅度。

② 如招商证券在招股说明书中明确“1994 年,中国人民银行同意招商银行在原证券业务部基础上组建招银证券公司作为招商银行独资设立的专业证券公司,按照银行业、证券业分业经营、分业管理的原则,招商银行总部及各分支机构在招银证券公司成立后,一律不再经营证券业务。”兴业证券、广发证券等银行承销商在其年报及招股说明书上也都有类似信息。

是低效的。<sup>①</sup> 第二,在综合经营阶段,  $Bankform_3$ (与商业银行属于同一个金控集团的证券公司)的估计系数显著为负,说明在制度环境仍不甚完善的现阶段,选择内部分离程度较大的组织形式有利于提高银行承销商执业质量。这一结果回应了田素华(2004)与王鹤立(2008)关于中国现阶段商业银行介入证券业务适合采用金融控股公司“集团混业”、“子公司分业”组织形式的观点。

表 5 银行承销商组织形式多变量检验结果

	整个事件期		分业经营阶段(I)		综合经营阶段(II)	
	Quality1	Quality2	Quality1	Quality2	Quality1	Quality2
$Bankform_1$	0.19	0.3	0.23	0.31		
$Bankform_2$	0.31 **	0.37 ***	0.33 **	0.39 ***	-0.10	0.11
$Bankform_3$	-0.18	-0.19 *	-0.00	0.00	-0.31 **	-0.34 **
Age	-0.00	-0.03	-0.04	-0.04	0.09	0.01
Size	0.03	0.06	0.08	0.04	-0.04	0.07
Leverage	0.80 ***	0.66 **	0.83 **	0.57	0.41	0.47
Roa	0.05	0.06	0.05	0.07	-2.78 **	-2.44 *
Zscore	-0.43 ***	-0.31 ***	-0.51 ***	-0.27 **	-0.34 **	-0.38 **
State_ownership	0.04	0.01	-0.11	-0.11	0.22 *	0.14
Under_rep	0.06	0.02	0.25 **	0.2	-0.09	-0.1
Ownership	0.49 ***	0.46 ***	0.48 **	0.52 ***	0.49 **	0.40 **
Local_govern	0.27 ***	0.30 ***	0.56 ***	0.58 ***	-0.01	0.03
Amount	-0.08	-0.12	-0.14	-0.11	-0.02	-0.11
Syndicate_size	-0.09	-0.1	0.23	0.17	-0.45 *	-0.43 *
Big_audit	0.01	-0.04	-0.05	-0.13	0.04	0.01
Fee	3.89 *	3.58 *	0.83	1.59	6.52 **	5.38 *
截距项	是	是	是	是	是	是
控制年度效应	是	是	是	是	是	是
样本量(N)	1558	1558	976	976	582	582
Pseudo R <sup>2</sup> (%)	6.87	6.37	9.95	9.41	5.92	4.87

### (三)进一步分析

本部分将对承销商的声誉机制和一般券商内部结构问题展开进一步分析。

<sup>①</sup> 值得注意的是,综合经营阶段的  $Bankform_2$ (银行全资/控股证券公司)已发生了一些改变。一方面,在综合经营阶段的银行承销商选择  $Bankform_2$  组织形式如中银国际,不再是政府管制要求而是自主选择的结果;另一方面,对早在分业阶段采取  $Bankform_2$  组织形式的证券公司,到综合经营阶段其组织形式的不适应性已有所改善。

1. 承销商的声誉机制。Fang(2005)认为虚假评价证券质量虽然能提高短期利润,但是以损害承销商声誉和未来收入为代价。高声誉的承销商会谨慎挑选客户,其承销的证券质量也较高。根据这一观点,理论上,承销商声誉能有效约束银行承销商因缺乏独立性而虚假鉴证证券质量的行为。另外,Chemmanur 和 Fulghieri(1994)与 Gompers 和 Lerner(1999)也指出,如果关联承销存在潜在的利益冲突,承销商声誉应该能一定程度上缓解这种负面影响。然而,这种在发达市场被证实有效的声誉机制,在中国证券市场中是否也能发挥预期作用?我们借鉴 Megginson 和 Weiss(1991)与 Shivdasani 和 Song(2011)的研究,分别采用承销商排名、承销商过去3年平均市场份额来衡量承销商声誉,通过在原有模型上增加承销商声誉与银行承销商的交互项  $Bank_i \times Under\_rep_i$ ,来考察中国承销商声誉机制的有效性。表6报告了检验结果。

表 6 承销商声誉机制分析<sup>①</sup>

事件期 因变量	<i>Under_rep</i> 用承销商排名替代				<i>Under_rep</i> 用承销商过去3年平均 市场份额替代			
	整个事 件期 <i>Quality1</i>	分业经 营阶段 <i>Quality1</i>	综合经 营阶段 <i>Quality1</i>	整个事 件期 <i>Quality1</i>	整个事 件期 <i>Quality1</i>	分业经 营阶段 <i>Quality1</i>	综合经 营阶段 <i>Quality1</i>	整个事 件期 <i>Quality1</i>
<i>Bank</i>	0.34 **	0.52 **	-0.52 **		0.37 **	0.44 **	-0.62 **	
<i>Bank</i> × <i>Stage</i>	-0.49 ***				-0.50 ***			
<i>Bankform</i> <sub>1</sub>				0.17				0.12
<i>Bankform</i> <sub>2</sub>				0.19 **				0.25 **
<i>Bankform</i> <sub>3</sub>				-0.30				-0.23
<i>Under_rep</i>	0.05	0.33 **	-0.16	0.02	0.01	0.02	-0.05	0.00
<i>Bank</i> × <i>Under_rep</i>	-0.07	-0.35	0.11	0.18	-0.02	-0.03	0.04	0.01
控制公司特征	是	是	是	是	是	是	是	是
控制承销商特征	是	是	是	是	是	是	是	是
控制 IPO 特征	是	是	是	是	是	是	是	是
截距项	是	是	是	是	是	是	是	是
控制年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量(N)	1558	976	582	1558	1558	976	582	1558
Pseudo R <sup>2</sup> (%)	6.16	8.82	6.38	6.86	6.16	8.41	6.56	6.86

① 进一步分析以及稳健性检验部分,我们主要报告了 *Quality1* 为因变量的回归结果。以 *Quality2* 为因变量时,我们的主要结论仍然成立,限于篇幅此处不再赘述,如有需要可向作者索取。

我们发现承销商声誉变量  $Under\_rep_i$  以及  $Bank_i \times Under\_rep_i$  的系数均不显著为负, 表明中国承销商声誉对承销证券质量以及银行承销商与证券质量的交互关系都不具有显著的正面影响, 这一结论佐证了郭泓和赵震宇 (2005) 与徐浩萍和罗炜 (2007) 关于中国承销商声誉机制不完美的观点。

2. 一般券商的异质性。前文假设一般券商是同质的, 实际上, 一般券商可以进一步细分为: 全国性的一般券商和具有地方政府背景的地方性券商。前者以中金公司和银行证券为代表。本文的划分标准是: 我们把实际控制人即地方政府或者地方政府下属的国资委的一般券商定义为地方性券商, 其余界定为全国性一般券商。地方性券商与全国性一般券商存在一定差异, 如在客源结构上, 根据本文统计, 地方性券商在分业经营阶段和综合经营阶段的当地客源 (同省) 比例分别为 44% 和 33%, 远高于全国性一般券商在上述两阶段的当地客源比例 25% 和 19%。考虑到地方性证券的资产规模较小、全国市场竞争力较弱以及地方政府为了帮助地方企业上市而建立地方性券商的初衷, 其客户结构中当地客源相对集中也不难理解。因此, 本文将控制一般券商的内部结构, 分别考察银行承销商与不同类型一般券商在不同阶段的执业质量差异。显而易见, 相对于地方性券商, 全国性一般券商更适合充当银行承销商的样本控制组, 因为

表 7 一般券商异质性分析

事件期 因变量	银行承销商与全国性一般券商				银行承销商与地方性券商			
	整个事 件期 $Quality_1$	分业经 营阶段 $Quality_1$	综合经 营阶段 $Quality_1$	整个事 件期 $Quality_1$	整个事 件期 $Quality_1$	分业经 营阶段 $Quality_1$	综合经 营阶段 $Quality_1$	整个事 件期 $Quality_1$
$Bank$	0.27 **	0.26 **	-0.49 **		0.43 ***	0.47 ***	-0.61 **	
$Bank \times Stage$					-0.64 ***			
$Bankform_1$				-0.01				0.48
$Bankform_2$				0.29 **				0.30 *
$Bankform_3$				-0.14				-0.19
控制公司特征	是	是	是	是	是	是	是	是
控制承销商特征	是	是	是	是	是	是	是	是
控制 IPO 特征	是	是	是	是	是	是	是	是
截距项	是	是	是	是	是	是	是	是
控制年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量 (N)	1032	590	442	1032	924	548	376	924
Pseudo $R^2$ (%)	7.60	10.54	5.98	8.27	9.07	10.63	12.31	9.85

后两者在资产规模、声誉资本、客源结构以及地方政府干预能力等方面更具有可比性。表7分别报告了银行承销商与全国性一般券商、银行承销商与地方性券商的检验结果。我们发现商业银行背景对承销商承销股票质量的影响以及在不同阶段的表现,不会受到一般券商(参照组)内部异质性的影响。即使在控制一般券商内部异质性后,我们的主要结论仍然成立。

#### (四) 稳健性检验

本部分从选择配对内生性问题、考虑IPO发行制度的影响、选择IPO质量其他替代变量以及考虑行业效应与次贷危机影响四个方面对前面主要结论进行稳健性检验。

1. 考虑内生性问题。前文采用全国性一般券商作为银行承销商的样本控制组只是在一定程度上缓解了内生性问题,本部分将采用更系统的方法来控制发行公司与承销商选择配对的内生性问题:方法一,采用Heckman两阶段模型来修正券商选择的内生性偏差;方法二,放松传统方法中不同券商系数一致的假设,采用不同券商多个目标方程的方法来控制内生性问题。

表8第1列给出了发行人-券商选择模型的估计结果。我们发现:第一,股权关系会影响发行人与券商之间的选择。银行承销商更可能为存在所有权关系的IPO公司提供证券承销服务。这一方面揭示了中国的银行承销商对实业投资参与程度较高的事实;另一方面也说明股权关系是银行承销商在市场中赢取承销业务、与发行人建立承销关系的重要条件。第二,银行承销商更可能为组织距离较远,承销关系不受地方政府干预的企业提供证券承销服务。<sup>①</sup>第三,声誉资本也是影响券商-发行人选择的重要因素。表8第2列中还报告了假设 $\beta_1 = \beta_2$ 利用Heckman两阶段模型对问题1和问题2重新检验的结果。 $Inf(Bank)$ 用来反映市场无法观察到的、影响发行人选择银行承销商概率的发行人特征。问题1的检验结果显示,银行承销商拥有的发行人私有信息会影响承销证券的质量,但阶段不同其影响也不同。从整个事件期来看,商业银行介入证券承销业务不会对IPO股票质量产生显著影响。在分业经营阶段,银行承销商拥有的发行人私有信息会降低承销证券质量;而在综合经营阶段,银行承销商从信贷业务中获得的发行人私有信息反而会显著提高承销证券质量。同理,在修正了内生性选择偏差后对问题2的检验结果显示,在现阶段(综合经营阶段), $Bankform_3$ 具有执业质量优势。

<sup>①</sup> 考虑到中国商业银行分支机构地域分布较广、数量众多的特点,我们不难理解银行承销商的这种客源结构。

表 8

选择修正模型回归结果

事件期 因变量	Step1 发行人券商 选择模型		假设 $\beta_1 = \beta_2$ 选择偏差修正法 (Step2)				假设 $\beta_1 \neq \beta_2$ 选择 偏差修正法 (Step2)	
	整个事 件期	整个事 件期	研究问题 1		研究问题 2		银行 承销商 整个事 件期	一般 券商 整个事 件期
	<i>Bank</i>	<i>Quality1</i>	<i>Quality1</i>	<i>Quality1</i>	<i>Quality1</i>	<i>Quality1</i>	<i>Quality1</i>	<i>Quality1</i>
<i>Inf(Bank)</i>		0.07	0.17 **	-0.13 *	-0.07	-0.02		
$\frac{\varphi(Z_i\gamma)}{\Phi(Z_i\gamma)}$								-5.74
$\frac{-\varphi(Z_i\gamma)}{1-\Phi(Z_i\gamma)}$							2.43	
<i>Bankform<sub>1</sub></i>					0.36			
<i>Bankform<sub>2</sub></i>					0.82 ***	-0.08		
<i>Bankform<sub>3</sub></i>					0.07	-0.24 *		
<i>Age</i>	-0.03	0.00	-0.03	0.09	-0.02	0.09	-0.17 *	0.06
<i>Size</i>	0.11	0.01	0.08	-0.04	0.08	-0.03	0.04	-0.09
<i>Leverage</i>	0.41	0.81 ***	0.82 **	0.40	0.81 **	0.39	0.65	0.17
<i>Roa</i>	-1.13	0.05	0.05	-2.73 *	0.05	-2.78 *	-3.87	0.14
<i>Zscore</i>	-0.14	-0.44 ***	-0.52 ***	-0.31 **	-0.49 ***	-0.33 *	-0.44 *	-0.32 *
<i>State_ownership</i>	-0.13	0.04	-0.12	0.23 *	-0.10	0.22 *	0.01	0.15
<i>Under_rep</i>	0.37 ***	0.04	0.24 **	-0.13	0.21 *	-0.10	0.07	-0.34
<i>Ownership</i>	0.365 **	0.50 ***	0.49 **	0.46 **	0.47 **	0.48 **	0.68	0.12
<i>Local_govern</i>	-0.28 ***	0.28 ***	0.56 ***	0.01	0.55 ***	-0.00	0.42	0.49 *
<i>Amount</i>	-0.09	-0.08	-0.13	-0.01	-0.14	-0.02	-0.04	-0.02
<i>Syndicate_size</i>	0.03	-0.11	0.20	-0.43 *	0.24	-0.44 *	-0.23	-0.15
<i>Big_audit</i>	-0.03	0.00	-0.06	0.03	-0.02	0.03	-0.09	0.02
<i>Fee</i>	-0.81	3.75 *	0.69	6.86 **	1.18	6.54 **	-2.96	5.68 **
截距项	是	是	是	是	是	是	是	是
控制年度效应	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量(N)	1558	1558	976	582	761	496	398	1160
Pseudo R <sup>2</sup> (%)	5.98	5.66	8.58	5.83	9.97	5.92	11.64	6.66

表 8 第 3 列报告了放松  $\beta_1 = \beta_2$  假设, 采用 Fang(2005) 选择偏差修正法第二步的估计结果。我们发现: 第一, 公司特征, 承销商特征和 IPO 特征对两类券商执业质量的影响存在一些共性。比如公司  $Zscore_i$  与两类券商的承销证券质量显著负相关。这个信息告诉我们采用传统两阶段模型来修正发行人与券商之间的选择偏差具有一定的合

理性。第二,公司特征、承销商特征和 IPO 特征对两类券商执业质量的影响程度存在差异,说明放松对不同承销商影响因素系数一致性的假设更符合经济实际。第三,从银行承销商执业质量方程中反 Mills 比的系数可知,从整个事件期来看,银行承销商通过传统银行业务获得的发行人私有信息,不会对发行人股票发生业绩恶化的概率产生显著影响。

表 9 实际与假设执业质量的比较结果

	银行承销商承销股票				一般券商承销股票			
	实际质量	假设质量	差异	T 值	实际质量	假设质量	差异	T 值
Panel A 问题 1 检验								
整个事件期	0.35	0.33	0.02	0.57	0.30	0.31	-0.01	-1.01
分业经营阶段	0.36	0.32	0.04***	2.76	0.28	0.34	-0.06**	-2.42
综合经营阶段	0.27	0.33	-0.06**	-2.60	0.36	0.32	0.04***	3.21
Panel B 问题 2 检验								
整个事件期								
<i>Bankform</i> <sub>1</sub>	0.35	0.33	0.02	1.35	0.29	0.30	-0.01	-1.05
<i>Bankform</i> <sub>2</sub>	0.36	0.32	0.04***	2.78	0.35	0.38	-0.03***	-2.46
<i>Bankform</i> <sub>3</sub>	0.34	0.37	-0.03	-1.52	0.34	0.32	0.02	0.79
分业经营阶段								
<i>Bankform</i> <sub>1</sub>	0.34	0.33	0.01	1.05	0.29	0.30	-0.01	-1.25
<i>Bankform</i> <sub>2</sub>	0.37	0.31	0.06***	3.18	0.32	0.36	-0.04***	-2.96
<i>Bankform</i> <sub>3</sub>	0.33	0.34	-0.01	0.22	0.27	0.26	0.01	0.49
综合经营阶段								
<i>Bankform</i> <sub>2</sub>	0.32	0.34	-0.02	0.82	0.36	0.34	0.02	0.86
<i>Bankform</i> <sub>3</sub>	0.26	0.30	-0.04*	-1.83	0.36	0.31	0.05**	2.17

表 9 报告了假设  $\beta_1 \neq \beta_2$  选择偏差修正法最后一步的经验研究结果。这个检验结果是通过比较两类券商承销证券的实际质量和假设质量差异得到。假设质量是指,对于实际由 A 券商承销的股票,假设转由 B 券商承销,更换承销商后该证券的业绩表现。需要强调的是,对于问题 1,如果 A 券商是银行承销商,B 就是一般券商,表 9 中 Panel A 报告了问题 1 的检验结果。而对于问题 2,A 券商与 B 券商不只存在商业银行背景差异,而且两者在组织形式上也不同,假设 B 仍是一般券商,A 就是某种组织形式的银行承销商。因此,对问题 2,我们第一步考察每一类组织形式的银行承销商与一般券商的选择模型,接着根据每个选择模型结果计算对应的反 Mills 比,然后把反 Mills 比引入每类承销商的执业质量方程,最后通过 t 检验比较每类承销商实际质量与

假设质量的差异。<sup>①</sup> 对于问题 1,我们发现:第一,从整个事件期来看,银行承销商承销股票的实际变脸率为 0.35,比假设由一般券商承销后的假设变脸率 0.33 高了 0.02,且两者差异不具有统计显著性,说明券商的商业银行背景或者说独立性不会影响承销商执业质量,这与表 8 反 Mills 比系数揭示的信息相类似。第二,分业经营阶段银行承销商存在显著的执业质量劣势,而在综合经营阶段由银行承销商承销的证券质量显著高于一般券商。对于问题 2,我们发现:在整个事件期和分业经营阶段, $Bankform_1$  与  $Bankform_3$  的实际质量与假设质量的差异不具有统计显著性,说明商业银行内部证券部、或者与商业银行属于同一个金控集团的证券公司与一般券商不存在执业质量差异,而由商业银行全资/控股券商承销的证券如果改由一般券商承销,其证券质量显著提高,这意味着采用商业银行全资/控股证券公司的组织形式会显著降低承销证券质量。而在综合经营阶段,银行承销商采用  $Bankform_3$  组织形式承销的证券质量较高。对一般券商承销股票的分析,我们得到类似结论。由此可见,表 9 的经验研究结果,印证了前面的多变量回归以及 Heckman 两阶段模型的主要研究结论。

2. 考虑 IPO 发行制度的影响。<sup>②</sup> 中国 IPO 发行审核制度经历了试点阶段(1992 年前),审批制阶段(1993 ~ 2000 年)以及核准制阶段(2001 年后)。理论上,IPO 发行制度改革会影响银行承销商承销的 IPO 股票质量。<sup>③</sup> 粗略来看,中国 IPO 发行改革阶段与金融业混业经营改革阶段,在时间上大体吻合。这意味着,本文在采用虚拟变量 *Stage* 控制金融业混业经营改革阶段的同时,实际上也控制了 IPO 发行制度改革因素。但严格来说,因为 IPO 核准制阶段可进一步划分为通道制阶段和保荐制阶段,说明在金融业综合经营阶段是存在两种不同的 IPO 发行制度的。鉴于此,我们把综合经营阶段划分为综合经营—通道制阶段和综合经营—保荐制阶段,考察 IPO 发行制度变迁(主要是保荐制的出现)对本文核心结论的影响。自保荐制实施以来,中国上市公司的保荐机构基本都由其主承销商承担。这存在两个对立的观点:一种观点认为保荐制实际上是与承销商声誉机制相类似的、另一种承销商自我约束机制,承担保荐责任的券商对上市公司的督导责任一定程度上类似于商业银行对发行人(贷款人)履行的大债权人监督职能,这说明该制度使一般承销商承担或替代了一部分商业银行的特有职能,因此,从这个角度来看,这种制度安排会弱化银行承销商和一般券商的执业质量差

① 表 8 第 1 和第 3 列即为 Fang(2005)选择偏差修正模型前两步估计结果。

② 限于篇幅第 2~4 部分的稳健性检验未报告回归结果,如有需要可向作者索要。

③ 因为在中国股票发行审核制度改革过程中,上市公司的推荐责任逐渐由行政部门转向市场承销商(徐浩萍和罗炜,2007),所以承销商自身性质(包括是否独立,是否与商业银行有关联)也成为影响承销证券质量的重要因素。

异;另一种观点认为,中国的制度改革普遍存在制度变迁先行于制度需求,制度改革形式重于实质的问题,因此,从这个角度来看,中国 IPO 保荐制可能是无效的,或者说 IPO 保荐制只是在持续督导期内短期有效,在较长的研究期间内它不会对本文核心结论产生影响。本文检验结果支持第二个研究假设。在综合经营阶段, IPO 保荐制的推行与否不影响本文的核心结论。

3. 考虑 IPO 质量其他替代变量。本文前面部分主要采用“业绩变脸”来反映 IPO 质量。它抓住中国 IPO 企业在承销商协助下财务粉饰现象普遍的特点,从证监会管理承销商角度来设计与测度 IPO 质量,侧重对 IPO 公司上市后质量极端恶化这种形式的考量。那么,本文的主要结论是否也适用于反映企业财务业绩的一般指标?为此,作者设计了“质量违约”(Convict)、净资产收益率( $Roe_{after}$ )、资产收益率( $Roa_{after}$ )、销售利润率( $Ros_{after}$ )的多期均值(如 IPO 后 2、3、4、5 期)以及单期实际值来替代 IPO 质量(变量说明参见表 2),对本文的主要结论进行了重新检验。后 3 个指标多期均值能反映 IPO 企业上市后的中长期业绩表现。单期实际值有助于发现企业上市后业绩出现下滑乃至恶化的时间和程度。研究发现,不论采用多期均值还是单期实际值,除个别情况外,本文的核心结论仍然成立。

4. 考虑行业差异与非常经济期间的影响。本文检验了行业差异以及非正常时期(次贷危机)对本文主要结论的影响。本文通过在原模型的基础上引入行业控制变量、剔除发生在次贷危机期间(2007 和 2008 年)的公司样本,重复前面的检验。结果发现,即使在考虑了行业因素以及极端经济状况影响之后,本文的主要结论仍然成立。

## 五 结论与政策建议

一直以来,学术界与实务界对中国商业银行介入证券承销市场的程度和形式充满争议,然而,现有的研究未能提供直接、有力的证据。本文从承销商独立性角度,探讨了商业银行介入证券承销市场对 IPO 股票质量的影响效应及其作用机制。研究发现:从整个事件期来看,中国银行承销商不具有执业质量优势。这一结果与成熟市场银行承销商的成功经验相区别。进一步深入分析后发现:第一,在分业经营阶段(1993 ~ 2001 年),银行承销商的执业质量低下,到了综合经营阶段(2001 年后),商业银行介入证券承销业务能显著提高 IPO 股票质量。这说明外部制度环境是影响中国银行承销商执业质量的重要因素。第二,在外部制度环境一致的前提下,合理的内部组织形式设计也是中国银行承销商在股票 IPO 承销市场获得成功的关键。现阶段(综合经

营阶段), 银行承销商选择证券承销业务与信贷业务内部分离程度较高的组织形式(如以与商业银行属于同一金控集团的证券公司为典型)有助于提高执业质量。第三, 本文还发现中国承销商声誉机制作用有限, 其无法有效约束银行承销商因缺乏独立性而可能发生的机会主义行为。此外, 本文通过对一般券商内部异质性的分析后发现, 相对于资产规模、声誉资本等承销商特征, 独立性已成为影响中国券商执业质量的重要因素。

本文结论说明全能型银行制度(universal banking)未必适合所有国家。在新兴市场国家, 商业银行混业经营所产生的利益冲突更为明显(Kang 和 Liu, 2007)。更重要的是, 外部制度环境和内部组织形式与新兴市场国家银行承销商成功开展证券承销业务息息相关, 为此商业银行介入证券承销业务的改革应从以下两方面着手: 一是要完善以市场竞争机制和承销商声誉机制为核心的外部制度环境, 适当提高承销市场的竞争程度, 并建立一套相对科学公正的承销商声誉评级体系, 以充分发挥市场竞争机制和对承销商声誉的激励、约束作用。二是监管当局可以对商业银行介入证券承销业务的组织形式进行正确引导, 以完善其内部约束机制, 但对商业银行参与证券承销业务的组织形式进行强行管制时应充分考虑短期内市场不适应所产生的管制成本。

### 参考文献:

- 方军雄(2012):《Pre-IPO 券商股权投资: 鉴证功能还是独立受损?》,《证券市场导报》第 1 期。
- 郭泓、赵震宇(2006):《承销商声誉对 IPO 公司定价、初始和长期回报率影响实证研究》,《管理世界》第 3 期。
- 秦国楼(2003):《金融综合经营与分业经营的比较分析与实证研究》,《金融研究》第 9 期。
- 田素华(2004):《商业银行介入证券业务的适度性与中国银行业的选择》,《世界经济》第 2 期。
- 徐浩萍、罗炜(2007):《投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究》,《经济研究》第 2 期。
- 王鹤立(2008):《我国金融混业经营前景研究》,《金融研究》第 9 期。
- Altman, E. "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy." *Journal of Finance*, 1968, 23(4), pp. 589-609.
- Benveniste, L. M. and Spindt, P. A. "How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues." *Journal of Financial Economics*, 1989, 24, pp. 343-361.
- Campbell, T. and Kracaw, W. "Information Production, Market Signaling, and the Theory of Financial Intermediation." *Journal of Finance*, 1980, 35, pp. 863-882.
- Chemmanur, T. and Fulghieri, P. "Investment House Reputation, Information Production and Financial Intermediation." *Journal of Finance*, 1994, 49, pp. 57-79.
- Duarte-Silva, T. "The Market for Certification by External Parties: Evidence from Underwriting and Banking Relationships." *Journal of Financial Economics*, 2010, 98, pp. 568-582.
- Fang, L. H. "Investment Bank Reputation and the Price and Quality of Underwriting Services." *Journal of Finance*, 2005, 60, pp. 2729-2761.
- Fich, E. and Shivdasani, A. "Financial Fraud, Director Reputation, and Shareholder Wealth." *Journal of Fi-*

*nancial Economics*, 2007, 86, pp. 306-336.

Gande, A.; Puri, M.; Saunders, A. and Walter, I. "Bank Underwriting of Debt Securities: Modern Evidence." *Review of Financial Studies*, 1997, 10, pp. 1175-1202.

Gompers, P. and Lerner, J. "An Analysis of Compensation in the U. S. Venture Capital Partnership," *Journal of Financial Economics*, 1999, 51, pp. 3-44.

Hebb, G. and Fraser, D. "Conflict of Interest in Commercial Bank Security Underwritings: Canadian Evidence." *Journal of Banking and Finance*, 2002, 26, pp. 1935-1949.

Jia, N. and Zhang, H. "Impact of Government Ownership on Investment Banks' Underwriting Performance—Evidence from China." *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 2010, 39, pp. 198-228.

Kang, J. and Liu, W. "Is Universal Banking Justified? Evidence from Bank Underwriting of Corporate Bonds in Japan." *Journal of Financial Economics*, 2007, 84, pp. 142-186.

Konishi, M. "Bond Underwriting by Banks and Conflicts of Interest: Evidence from Japan during the Pre-war Period." *Journal of Banking and Finance*, 2002, 26, pp. 767-793.

Kroszner, R. and Rajan, R. "Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U. S. Experience with Universal Banking before 1933." *American Economic Review*, 1994, 84: 810-832.

Kroszner, R. and Rajan, R. "Organization Structure and Credibility: Evidence from Commercial Bank Securities Activities before the Glass-Steagall Act." *Journal of Monetary Economics*, 1997, 39, pp. 475-516.

Kutsuna, K.; Smith, J. K. and Smith, R. "Banking Relationships and Access to Equity Capital Markets: Evidence from Japan's Main Bank System." *Journal of Banking and Finance*, 2007, 31, pp. 335-360.

Meggison, W. L. and Weiss, K. A. "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings." *Journal of Finance*, 1991, 46, pp. 879-903.

Narayanan, R.; Rangan, K. and Rangan, N. "The Role of Syndicate Structure in Bank Underwriting." *Journal of Financial Economics*, 2004, 72, pp. 555-580.

Puri, M. "Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Role?" *Journal of Financial Economics*, 1996, 40, pp. 373-401.

Puri, M. "Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process." *Journal of Financial Economics*, 1999, 54, pp. 133-163.

Roten, I. C. and Mullineaux, D. J. "Debt Underwriting by Commercial Bank-Affiliated Firms and Investment Banks: More Evidence." *Journal of Banking and Finance*, 2002, 26, pp. 689-718.

Rock, K. "Why New Issues are Underpriced." *Journal of Financial Economics*, 1986, 15, pp. 187-212.

Schenone, C. "The Effect of Banking Relationships on the Firm's IPO Underpricing." *Journal of Finance*, 2004, 59, pp. 2903-2958.

Shivdasani, A. and Song, W. "Breaking down the Barriers: Competition, Syndicate Structure and Underwriting Incentives." *Journal of Financial Economics*, 2011, 99, pp. 581-600.

Stein, J. C. "Information Production and Capital Allocation: Decentralized versus Hierarchical Firms." *Journal of Finance*, 2002, 57(5), pp. 1891-1921.

Walter, I. "Conflicts of Interest and Market Discipline Among Financial Service Firms." *European Management Journal*, 2004, 22(4), pp. 361-376.

Yasuda, A. "Institutions, Relationships and Bank Competition in Bond Underwriting Markets: An International Comparative Study." 2001, *University of Pennsylvania working papers*.

(截稿:2013年11月 责任编辑:王徽)