政治关联和我国股票发行抑价：“政企不分”如何影响证券市场？

田利辉，张　伟
（南开大学 金融发展研究院，天津 300071）

摘　要：政企不分是我国企业的痼疾。在我国上市公司中，董事长和总经理具有政治关联的比例高达 46％。政治关联是否影响了企业行为呢？文章以我国 561 家上市公司作为研究样本，发现存在政治关联的公司 *IPO* 抑价率高达 129％，而无政治关联的企业 *IPO* 抑价率为 118％。文章进一步分析了政治关联与不同产权性质公司 *IPO* 抑价的关系，发现政治关联显著加剧了国有上市公司的 *IPO* 抑价，而对民营上市公司的 *IPO* 抑价则不存在显著影响。文章认为，我国政府的改革目标和国企高管的个人利益这两大因素助推了国有上市公司的超高抑价，我国 *IPO* 市场化改革成功的前提条件之一是约束政治关联。

关键词：控股股东；政治关联；*IPO* 抑价；市场化改革

中图分类号：F275　**文献标识码**：A　**文章编号**：1001-9952(2014)06-0016-12

一、引　言

十八届三中全会决定推进股票发行制度改革。[①]然而，照搬欧美式的新股注册制改革未必一定能够根除我国新股发行（*IPO*）市场的弊病。原因在于，单纯的注册制市场化改革并未考虑我国特有的一些问题，如拟上市公司的政治关联因素等。[②]在新股发行市场上，高达 85％的国有上市公司和 78％的民营上市公司具有政治关联。那么，政治关联是否扭曲了新股发行抑价呢？本文试图通过实证研究政治关联与发行抑价的关系来探讨政治关联对 *IPO* 市场化改革的影响。

IPO 抑价意味着新股一级市场的发行价低于上市首日二级市场的收盘价。经典学术理论从信息不对称角度出发，发展了投资银行模型（Barron，1982）、逆向选择模型（Rock，1986）、信号显示模型（Allen 和 Faulhaber，1989；Grinlatt 和 Hwang，1989；Welch，1989）等来解释 *IPO* 抑价的成因。Su 和 Fleisher（1999）、陈工孟和高宁（2000）等利用西方学术理论研究框架，试图解释我国的新股发行抑价。而我国 *IPO* 抑价率高达 123％，远高于英美等

收稿日期：2014-01-06

基金项目：国家自然科学基金项目（71272179）；教育部重大课题攻关项目（13JZD006）；教育部新世纪优秀人才支持计划（NCET-12-0288）

作者简介：田利辉（1973－），男，河北无极人，南开大学金融发展研究院教授；
张　伟（1979－），男，河南安阳人，南开大学金融发展研究院博士研究生。

①十八届三中全会决定推进新股发行市场化改革，即股票发行实行注册制。注册制的核心是以发行人信息披露为中心，确保拟上市公司披露信息的全面性、准确性、真实性以及有效性，即只对拟上市公司进行合规性审查，而不对其投资价值作出实质性判断。

②田利辉和张伟（2013）指出，作为一种重要的制度安排，政治关联所具有的政策负担效应、产权保护效应和政府偏袒效应对公司价值具有重要影响。

西方经济体,源自西方资本市场的经典金融理论显然难以有效解释我国的抑价。我国一些学者从监管制度的角度解释了 *IPO* 抑价。如田利辉(2010)和 Tian(2011)实证检验了政府监管因素的影响,指出我国的 *IPO* 超额抑价是制度性抑价。作为另一种具有中国特色的制度性因素,公司高管的政治关联如何影响 *IPO* 抑价呢? Fan 等(2007)发现,*CEO* 的政治关联显著降低了新股发行抑价。Francis 等(2009)也发现,政治关联显著降低了新股首日回报率。目前研究政治关联与新股首日抑价的文献尚不够丰富,因此,我们需要进一步检验我国上市公司政治关联与新股超额抑价的关系。

本文选取了在沪深交易所上市的 561 只股票作为研究样本,按照实际控制人性质将其划为国有控股公司和民营控股公司,实证分析了政治关联对不同产权性质公司 *IPO* 抑价的影响。我们发现,我国上市公司中董事长总经理具有政治关联的比例达 46%,董事会成员具有政治关联的比例高达 82%;存在政治关联公司的 *IPO* 抑价率高达 129%,而无政治关联公司的 *IPO* 抑价率为 118%。本文还发现,政治关联的超额抑价主要来源于国有上市公司,政治关联对新股超额抑价的影响在民营上市公司中并不明显。

本文的学术贡献在于:第一,考察了政治关联对不同产权性质公司 *IPO* 抑价的影响,发现政治关联显著提高了国有企业的新股发行抑价,而对民营企业的影响不明显。这与 Fan 等(2007)和 Francis 等(2009)的结论不尽相同,但印证了 Perotti(1995)、Dewenter 和 Malatesta(1997)、Jones 等(1999)、Bias 和 Perotti(2002)、Chen 等(2011)等文献的研究结果。我们认为,国有公司上市不仅承载着政府的政治经济任务,而且夹杂着国企高管谋求更高政府职位的仕途诉求,从而助推了存在政治关联国有上市公司的高抑价。而民营企业上市的主要目的是融资,更多地表现为企业的商业行为,而与政治经济目标或个人政治诉求的关系不大,因此政治关联对民营公司 *IPO* 抑价的影响并不显著。第二,发展了 Fan 等(2007)及相关文献的实证设计。Fan 等(2007)的样本公司绝大多数是国有企业。而本文则研究了政治关联对不同产权性质公司新股首日抑价的影响,丰富了有关政治关联影响 *IPO* 抑价的文献。另外,Fan 等(2007)仅仅考察了我国公司 *CEO* 的政治关联,本文则全面分析了董事长、总经理和董事会成员的政治关联,并将高管的人大代表和政协委员身份纳入政治关联范畴,从而弥补了 Fan 等(2007)的不足。第三,在实证检验政治关联对不同产权性质公司 *IPO* 抑价影响的基础上,进一步探讨了政治关联与 *IPO* 后短期表现以及政治关联与发行价格、发行成本的关系。本文发现,在国有上市公司中,政治关联能够显著提高新股的短期回报率,降低其发行价格和发行成本。

二、文献回顾与研究假说

(一)文献回顾

新股发行抑价是指新股上市首日收盘价高于发行价的现象。国外经典理论建立了投资银行模型(Barron,1982)、逆向选择模型(Beatty 和 Ritter,1986)、信号显示模型(Allen 和 Faulhaber,1989;Grinlatt 和 Hwang,1989;Welch,1989)等来解释 *IPO* 抑价。关于我国 *IPO* 抑价的现有研究多数沿袭西方理论框架。Su 和 Fleisher(1999)认为,发行人通过抑价发行向投资者传递有关公司价值的信息。陈工孟和高宁(2000)发现,发行人采用市价账面价值比和预期市盈率向市场发送关于公司内在价值和发行抑价的信号。我国一些学者分析了具有中国特色的 *IPO* 抑价的制度性因素。Mok 和 Hui(1998)及 Chan 等(2004)认为,政府管制和股权分置导致了我国新股超额抑价。田利辉(2010)和 Tian(2011)则进一步指出,

我国的 *IPO* 超额抑价是制度性抑价，是市场机制下计划性管理方式导致的。

政治关联是一种重要的制度性因素(Allen 等，2005)，但目前研究其与新股首日回报率的文献尚不丰富。Fan 等(2007)发现，*CEO* 的政治关联显著降低了新股发行抑价。他们认为这是由两方面原因造成的：一方面，二级市场的投资者预期到高管的政治关联可能招致政府"掠夺之手"，从而不愿购买具有政治关联公司的股票，这降低了二级市场的交易价格；另一方面，非干涉型政府折价发行股票是向投资者传递其要放松管制的信息。Francis 等(2009)发现，政治关联与 *IPO* 抑价显著负相关，政治关联同样降低了非国有企业的新股首日抑价。综合关于政治关联与 *IPO* 抑价的现有文献，我们认为可以在以下几个方面有所发展：

首先，Fan 等(2007)只考察 *CEO* 的政治关联有所偏颇，董事会成员(如董事长)的政治关联亦不可忽视。在美国成熟市场上，上市公司股权较为分散，董事会成员由 *CEO* 提名。而在我国上市公司中，总经理仅仅是董事会决策的执行者。同时，我国董事长比总经理拥有更大职权。现行《公司法》规定董事长可以担任公司法人代表，但并未明确法人代表的具体权利和义务，而法人代表是公司的实际负责人。[①] 现实中，董事长往往"亲自"过问公司经营管理中的具体事务，对上市公司的实际经营具有决定性的发言权。其次，Fan 等(2007)的政治关联定义并未将人大代表、政协委员纳入其中。目前，人大代表和政协委员等政治身份已经成为企业家参政议政的重要途径，如三一重工董事长梁稳根是第八、第九、第十届全国人大代表。最后，现有文献没有深入探讨政治关联与不同产权性质公司 *IPO* 抑价的关系。Fan 等(2007)的研究样本中绝大多数是国有企业。Francis 等(2009)选取的样本区间为1994—1999 年，且理论分析不够深入。

(二)研究假说

我国上市公司中国有企业仍占有很大比重。在我国政府管制的发行制度下，证监会长期采用审核制度和定价制度，对一级市场的供求进行行政性干预，甚至一度采用暂停 *IPO* 的极端做法。[②] 这种行政性干预的实质即为政治因素对新股发行市场的干预，而作为国有控股公司的控制人，政府更易对其发行新股进行干预。

国有企业上市不仅承载着政府的经济和政治任务，而且夹杂着国企高管谋求个人政治晋升的职业诉求。North(1994)指出，国有企业上市可以看作是一个获取企业高管、员工以及新股投资者许可的政治交换过程。因此在国企改制上市过程中，同时扮演国有企业所有者和改革者两种角色的政府有必要让渡部分所有权给国企高管、员工以及其他利益相关者。这是因为公司利益相关者可能阻碍私有化，得不到其支持的私有化是难以成功的。因此，公司将高抑价的股票派发给利益相关者的目的便是消除他们对私有化的阻碍。Jones 等(1999)发现，政府倾向于向公司高管和员工发行内部股以取悦于公司内部人，同时通过折价方式向国内投资者发行新股以取信于外部人，从而实现其预定的政治经济目标。Dewenter 和 Malatesta(1997)指出，政府并不是追求发行收益最大化，而是追求其他政治和经济目标；政府及其代理人国企高管倾向于折价发行新股，从而获得企业高管、员工以及投资者对私有化的支持；折价发行新股还可能使国企高管的政治盟友受惠。正因为政府追求政治经济目

①《民法通则》第三十八条规定，"依照法律或者法人组织章程规定，代表法人行使职权的负责人，是法人的法定代表人。"

②田利辉等(2013)对我国新股发行市场化改革历程的研究显示，证监会在 2005 年 5 月至 2006 年 6 月暂停 *IPO* 长达一年。自 2012 年 11 月 2 日浙江世宝上市以来，*IPO* 停摆已逾一年，成为 *A* 股历史上 8 次 *IPO* 暂停中时间最长的一次。参见 http://www.cs.com.cn/ssgs/hyzx/201312/t20131211_4241804.html 以及田利辉等(2013)。

标,相对于存在政治关联的民营企业,存在政治关联的国有企业发行折价程度更大。

新股抑价发行向投资者传递出政府将不会干预企业私有化的信号。Megginson 等(2001)指出,国有企业上市增加了政府干预企业经营决策的成本,因而可以看作是政府放松管制、减少干预的信号。徐浩萍等(2009)发现,国有企业较高的 *IPO* 折价是政府主动向市场投资者传递的政策信号,是表明维护长期股权价值的政策主张。Perotti(1995)、Jones 等(1999)以及 Bias 和 Perotti(2002)认为,降低发行价格、提高新股抑价是政府减少干预企业经营决策的一种可信信号。

同时,国有企业上市过程中夹杂着作为政府代理人的国企高管的职业晋升诉求。田利辉和张伟(2013)发现,我国国企高管和政府官员的职业生涯界限并不清晰,这意味着国企高管存在政治晋升的职业诉求。Hung 等(2012)发现,在海外上市的政治关联企业更有可能受到新闻媒体的关注,有助于其高管获得政府高官职位。Chen 等(2011)发现,国企高管通过新股抑价并分配给相关利益集团获得了更高的政府职位。

的确,国有控股公司中政治关联对企业价值的“帮助之手”和“掠夺之手”是并存的(田利辉,2005),对公司价值的影响取决于两者孰强孰弱(Tian 和 Estrin,2008)。田利辉和张伟(2013)发现,国有上市公司的政治关联对公司价值的影响不明显。但与上市前相比,国企上市后效率却是提高的。Perotti(1995)和吴延兵(2012)研究发现,国企上市在一定程度上完善了对经营者的监督和激励机制,使经理层的剩余索取权与剩余控制权相对应。白重恩等(2006)发现,改制后企业经济效益的提高来自代理成本的降低。刘小玄和李利英(2005)研究发现,政府股权的增加降低了企业效率,而私人股权的增加则提高了企业效率。因此有理由相信,与上市前相比,国企上市后效率有所提高,更受投资者追捧。基于上述分析,我们提出以下假说:

假说 1:政治关联与国有控股公司的 *IPO* 抑价正相关。

与国有控股公司不同,民营企业并没有承载着政府的政治经济任务,其高管也无意通过上市获得政治晋升。民营企业上市的直接目的是筹措资金,其商业行为多于政治行为。民营企业的股票发行价格偏高可能导致其上市失败,难以筹集到企业发展所急需的资金,因而它们更可能折价发行新股。同时,民营企业建立政治关联是适应制度环境的一种积极反应。Allen 等(2005)指出,我国市场化水平不高,法制不健全,缺乏产权保护,民营企业面临所在地政府的“掠夺之手”。正式制度的缺失促使民营企业转而寻求其他途径来保护自身权益,建立政治关联就是其中一种途径。民营企业的政治关联不仅可以帮助其获得融资优惠(Khwaja 和 Mian,2005;田利辉和叶瑶,2013)、税收优惠(Faccio,2006;吴文锋等,2009)、财政补贴(Faccio 等,2006)等,而且可以保护私有产权免遭政府掠夺之手的侵害(Chen 等,2011;田利辉和张伟,2013)。胡旭阳(2006)认为,董事长鲁冠球的政治关联帮助万向集团先后获得了财务、证券、信托、保险等金融业务的经营资格。于蔚等(2012)认为,政治关联企业更有可能是经营效率较高的优质企业。因此,相对于无政治关联的民营企业,具有政治关联的民营企业价值可能更高,更加受到投资者的青睐。基于上述分析,我们提出以下假说:

假说 2:政治关联与民营控股公司的 *IPO* 抑价正相关。

三、研究设计

(一)样本说明

本文选取了 2001－2008 年在沪深证券交易所上市的 *A* 股公司作为研究样本。在样本

选取过程中，我们剔除了招股说明书难以获得以及招股说明书中高管个人信息披露过少的样本，仅保留了公司实际控制人为地方政府、中央政府、个人和家族的样本。① 经过上述筛选，最终的研究样本为561家公司。

本文所需数据包括新股上市、财务、实际控制人、审计师、承销商以及高管政治关联六个方面。*IPO* 公司的上市数据和财务数据取自CCER经济金融数据库。审计师数据和承销商数据分别取自中国证券业协会网站（www.sac.net.cn）和Wind金融数据库。实际控制人和高管政治关联数据通过手工收集获得。高管包括董事长、副董事长、总经理、副总经理、执行董事以及非执行董事，但不包括独立非执行董事。

表1报告了国有控股与民营控股样本公司的分布情况。国有控股是指实际控制人为中央政府或地方政府，而民营控股是指实际控制人为个人或家族。我们分别报告了具有董事长政治关联、董事长和总经理政治关联以及董事会政治关联的公司数及所占比例。具有董事长政治关联的公司在全样本、国有控股样本以及民营控股样本中的比例约为40%，具有董事长和总经理政治关联的公司在三者中的比例约为46%，具有董事会政治关联的公司在三者中的比例在82%左右。

表1　样本描述

		公司数	董事长政治关联	董事长和总经理政治关联	董事会政治关联
全样本	数量	561	225	259	459
	比例（%）		40.11	46.17	81.81
国有控股	数量	315	129	146	267
	比例（%）		40.95	46.35	84.76
民营控股	数量	246	96	113	192
	比例（%）		39.02	45.93	78.05

（二）模型设定

$$\begin{aligned} Adj\_IR = &\alpha_0+\alpha_1 POL+\beta_1 Timelag+\beta_2 Proceed+\beta_3 Leverage+\beta_4 Stateshare \\ &+\beta_5 \mathrm{Ln}asset+\beta_6 Accrank\_10+\beta_7 IBrank\_10+\beta_8 Regulated \\ &+\beta_9 Regulated+\beta_{10} Industry+\beta_{11} Year+\varepsilon \end{aligned}$$

其中，*Adj_IR* 表示经过沪深两市市值加权平均收益调整的新股首日收益率，②我们还选用经过行业中位值调整的新股首日回报率作为替代变量进行稳健性检验。*POL* 表示政治关联。参考吴文锋等（2009）及Liu和Tian（2012），本文以董事长和总经理的政治身份来反映政治关联。同时，本文还选取董事长政治关联和董事会政治关联作为政治关联的替代变量进行稳健性检验。

参考Fan等（2007）等文献，本文选取了 *Leverage*、*Stateshare*、Ln*asset*、*Timelag*、*Proceed*、*Regulated*、*Year* 等控制变量。参考Megginson和Weiss（1991）、郭泓和赵震宇（2006）、王兵等（2009）以及潘越等（2011），我们分别界定了审计师哑变量和承销商哑变量。参考Peng等（2011）及Liu和Tian（2012），我们按照2001年中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》将样本公司划分为12个行业。变量定义见表2。

①本文研究样本包括金融类上市公司，即使剔除金融类公司，分析结果也没有变化。Fan等（2007）也未剔除金融类上市公司。

②我们还采用经过沪深两市等值加权收益调整的新股首日回报率进行分析，结论没有变化。

表 2　变量定义

变量符号	变量定义
Adj_IR	经过沪深两市市值加权平均收益调整的首日回报率
BHARi	经过沪深两市等值加权平均收益调整的买入并持有收益率,其中 i=5、10、15、20
Offer_Price	新股发行价格
Cost	每股平均发行费用
POL	政治关联哑变量,如果董事长和总经理现在或曾经任职于政府部门、军队,或者现任或曾任人大代表、政协委员,则取 1,否则取 0
POL_Gov_Former	曾任政府官员哑变量,如果董事长和总经理曾经任职于政府部门、军队,则取 1,否则取 0
POL_Gov_Curr	现任政府官员哑变量,如果董事长和总经理现在任职于政府部门、军队,则取 1,否则取 0
POL_NPC_CPPC	人大代表哑变量,如果董事长和总经理现任或曾任人大代表或政协委员,则取 1,否则取 0
Timelag	上市时间间隔,即公司上市日期与发布招股说明书日期之间间隔的天数
Proceed	新股发行规模(取对数)
Leverage	财务杠杆,公司 *IPO* 当年的资产负债率
Stateshare	国有股比例
L*nasset*	总资产(取对数)
*Accrank*_10	审计师哑变量,如果会计师事务所在上一年为前十大所,则取 1,否则取 0
*IBrank*_10	承销商声誉哑变量,如果承销商上一年在 *IPO* 承销市场的占有率排在前十位,则取 1,否则取 0
Regulated	管制行业哑变量,如果公司所属行业为自然资源、公用事业、金融或房地产行业,则取 1,否则取 0,参见 Fan 等(2007)
State	国有产权哑变量,如果上市公司实际控制人为地方政府或中央政府,则取 1,否则取 0
Year	上市时间哑变量
Industry	公司所属行业哑变量

四、实证结果及分析

本文首先分析政治关联与 *IPO* 抑价的关系,然后考察产权因素对政治关联与 *IPO* 抑价关系的影响,以及政治关联与 *IPO* 后短期回报率、发行价格和发行成本的关系,最后进行稳健性检验。

(一)政治关联与 *IPO* 抑价

表 3 报告了政治关联与 *IPO* 抑价关系的统计特征。*Panel A* 报告了总体的情形。在全样本中,首日抑价率为 123%。政治关联公司的 *IPO* 抑价率(129%)高于无政治关联公司(118%)。而在 Fan 等(2007)的研究中,政治关联公司的首日抑价率(208%)显著低于无政治关联公司(253%)。在 Francis 等(2009)的研究中,政治关联较强公司的首日抑价率为 104.7%,显著低于政治关联较弱公司的 137.3%。在国有控股公司中,首日抑价率为 119%,政治关联公司的新股抑价率(132%)在 10% 水平上显著高于无政治关联公司(108%)。这与 Fan 等(2007)和 Francis 等(2009)的结果是不同的。而在民营控股公司中,政治关联公司的首日抑价率为 124%,无政治关联公司为 131%,两者在统计上不存在显著的差异。*Panel B* 和 *Panel C* 分别报告了分年度和分行业的 *IPO* 抑价情况。*Panel B* 表明,2001—2008 年,政治关联公司的 *IPO* 抑价与无政治关联公司不存在显著差异。*Panel C* 表明,在全样本和国有控股样本中,金融房地产业中政治关联公司的抑价率显著高于无政治关联公司。表 3 表明,政治关联能够显著提高国有控股公司的 *IPO* 抑价,但对民营控股公司 *IPO* 抑价的影响不明显。同时,对于不同上市时间和不同行业,政治关联对 *IPO* 抑价的影响不同。因此,我们将上市时间和行业哑变量引入到回归模型中。

表 4 报告了政治关联与 *IPO* 抑价关系的回归结果。在全样本中，政治关联与 *IPO* 抑价正相关但不显著。这与 Fan 等(2007)和 Francis 等(2009)的结果存在较大差异。在国有控股公司中，政治关联与 *IPO* 抑价显著正相关，说明政治关联显著提高了国有控股公司的 *IPO* 抑价。这与假说 1 相符，但不同于 Fan 等(2007)和 Francis 等(2009)的研究结果。而在民营控股公司中，政治关联与 *IPO* 抑价的关系不显著，这与假说 2 不符，与 Francis 等(2009)的结果也不同。其原因可能是：在我国证券市场中，投资者与上市公司之间的信息流动不顺畅，存在严重的信息不对称，导致新股投资者并没有及时充分认识到民营控股公司政治关联的价值，从而二级市场的交易价格较低，*IPO* 抑价也较低。

表 3 政治关联与 IPO 抑价关系的统计描述

		全样本				国有控股				民营控股			
		总体	政治关联	无政治关联	*T* 值(*Z* 值)	总体	政治关联	无政治关联	*T* 值(*Z* 值)	总体	政治关联	无政治关联	*T* 值(*Z* 值)
Panel A：总体													
	均值	1.23	1.29	1.18	1.18	1.19	1.32	1.08	1.89*	1.28	1.24	1.31	−0.035
	中位数	1.15	1.24	1.08	1.59	1.15	1.26	1.04	2.34**	1.17	1.08	1.24	−0.02
Panel B：上市年份													
2001	均值	1.55	1.6	1.47	0.39	1.56	1.63	1.47	0.44	1.47	1.47		
	中位数	1.41	1.49	1.39	0.63	1.46	1.56	1.39	0.68	1.13	1.13		
2002	均值	1.42	1.68	1.23	1.23	1.4	1.60	1.22	0.98	1.54	2.67	1.26	1.10
	中位数	1.55	1.68	1.22	1.13	1.55	1.68	1.22	0.94	1.46	2.67	1.34	1.04
2003	均值	0.784	0.76	0.80	−0.15	0.953	1.18	0.81	1.20	0.41	0.04	0.782	−1.49
	中位数	0.884	0.90	0.87	−0.07	1.02	1.33	0.94	1.10	0.37	0.08	0.676	−1.36
2004	均值	1.04	1.13	0.973	0.57	0.98	1.3	0.76	1.51	1.11	0.97	1.26	−0.67
	中位数	0.983	0.96	0.98	0.59	0.984	1.44	0.96	1.27	0.96	0.88	1.2	−0.38
2005	均值	0.987	1.6	0.48	1.34	1.96	2.01	1.78		0.43	0.98	0.22	0.61
	中位数	0.919	1.68	0.06	1.46	1.85	1.92	1.78	0.45	0.09	0.98	0.02	1.16
2006	均值	0.552	0.38	0.7	−0.90	0.69	0.53	0.82	−0.50	0.41	0.208	0.57	−0.86
	中位数	0.645	0.79	0.56	−0.81	0.87	0.65	1.13	−0.40	0.51	0.789	0.45	−0.75
2007	均值	1.39	1.31	1.46	−0.41	1.09	0.94	1.24	−0.54	1.60	1.6	1.60	0.01
	中位数	1.2	1.19	1.20	−0.42	0.817	0.75	0.87	−0.61	1.40	1.6	1.39	−0.01
2008	均值	1.7	1.84	1.59	0.48	1.45	1.75	1.23	0.44	1.79	1.86	1.72	0.26
	中位数	1.93	1.96	1.93	0.49	1.41	1.98	0.56	0.42	2.09	1.96	2.09	0.29
Panel C：行业													
金融房地产	均值	1.34	1.71	0.21	2.93***	1.26	1.55	0.18	2.33**	1.62	2.52	0.267	1.95**
	中位数	1.21	1.43	0.23	3.02***	1.23	1.38	0.15	2.26**	0.977	3.32	0.338	1.495
制造业	均值	1.33	1.32	1.34	−0.08	1.37	1.51	1.28	0.80	1.3	1.19	1.39	−0.715
	中位数	1.25	1.32	1.20	0.07	1.26	1.65	1.14	1.13	1.25	1.21	1.25	−0.625
自然资源	均值	0.947	0.905	0.98	−0.25	0.922	0.901	0.94	−0.09	0.99	0.909	1.15	−0.37
	中位数	0.749	0.75	0.75	−0.06	0.919	0.941	0.9	0.22	0.49	0.543	0.43	−0.21
公用事业	均值	1.31	1.66	0.97	1.06	1.28	1.66	0.87	1.16	1.85		1.85	
	中位数	1.63	1.79	0.60	1.21	1.61	1.79	0.59	1.39	1.85		1.85	
服务贸易	均值	1.14	1.16	1.12	0.12	1.00	1.01	0.99	0.06	1.33	1.47	1.25	0.41
	中位数	1.01	1.01	1.02	−0.08	0.901	0.784	0.99	−0.15	1.15	1.12	1.31	0.43

注：*、** 和 *** 分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著，下表同。我们还按照 12 个行业大类统计了政治关联公司与无政治关联公司的新股发行抑价，限于篇幅未报告。

表 4　政治关联与 IPO 抑价关系的回归结果

	全样本			国有控股			民营控股		
POL	0.177	0.246	0.183	0.429**	0.412**	0.316*	−0.008	−0.033	−0.013
	(1.29)	(1.62)	(1.23)	(2.42)	(2.17)	(1.66)	(−0.04)	(−0.14)	(−0.05)
Timelag		−0.008	0.004		0.010	0.010		−0.028	−0.007
		(−0.44)	(0.42)		(0.48)	(0.93)		(−0.86)	(−0.41)
Proceed		0.034	0.082		0.201	0.152		−0.325	0.246
		(0.18)	(0.42)		(1.12)	(0.71)		(−1.17)	(0.70)
Leverage		0.019	0.015		−0.014	−0.010		0.033	0.023
		(0.76)	(0.60)		(−0.41)	(−0.27)		(1.12)	(0.64)
Stateshare		0.100	0.030		−0.086	−0.189		−0.248	−0.654
		(0.36)	(0.10)		(−0.39)	(−0.83)		(−0.29)	(−0.70)
L*nasset*		−0.146	−0.096		−0.340**	−0.034		0.203	−0.194
		(−0.96)	(−0.59)		(−2.01)	(−0.20)		(0.87)	(−0.79)
*Accrank*_10		0.159	0.268		0.038	0.066		0.465	0.543*
		(0.83)	(1.42)		(0.16)	(0.28)		(1.63)	(1.91)
*IBrank*_10		−0.120	−0.241		−0.104	−0.265		−0.256	−0.221
		(−0.69)	(−1.40)		(−0.50)	(−1.26)		(−0.97)	(−0.73)
Regulated		−0.160	−0.331		−0.169	−0.309		−0.087	−0.300
		(−0.92)	(−1.47)		(−0.87)	(−1.14)		(−0.25)	(−0.78)
Year 和 *Industry*	未控制	未控制	控制	未控制	未控制	控制	未控制	未控制	控制
Intercept	0.190**	3.065*	0.961	0.003	4.565***	0.264	0.313**	2.950	1.459
	(2.05)	(1.84)	(0.44)	(0.03)	(2.65)	(0.13)	(2.05)	(0.66)	(0.27)
N	561	561	561	315	315	315	246	246	246
adj. R^2	0.001	0.038	0.084	0.015	0.019	0.074	−0.004	−0.011	0.064
F	1.656	3.200***	2.978***	5.857***	1.671*	1.960**	0.001	0.977	

表 3 和表 4 表明，政治关联能够显著提高国有控股公司的 *IPO* 抑价，但对民营控股公司的影响不明显。

（二）进一步检验

上述研究表明，政治关联对不同产权性质公司的 *IPO* 抑价存在不同影响。本文进一步研究了国有产权与政治关联对新股发行抑价的影响，表 5 报告了回归结果。列（1）中，国有产权与新股首日抑价正相关但不显著。列（2）—列（5）中，国有产权与政治关联的交叉项 *State*×*POL* 与新股首日回报率显著正相关，说明政治关联显著提高了国有控股公司的首日抑价率。列（6）—列（9）结果表明，在政治关联样本中，国有产权显著提高了新股首日抑价，而在无政治关联样本中，国有产权对 *IPO* 首日抑价的影响不明显。

表 5　国有产权与政治关联对 IPO 抑价影响的回归结果

	全样本					政治关联		无政治关联	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
POL			−0.059		−0.066				
			(−0.92)		(−0.89)				
State	0.065			0.021	−0.011	0.559**	0.670*	−0.062	−0.141
	(0.95)			(0.29)	(−0.13)	(2.04)	(1.81)	(−0.26)	(−0.52)
POL×*State*		0.145**	0.162**	0.121*	0.187*				
		(2.12)	(1.97)	(1.94)	(1.87)				
N	561	561	561	561	561	259	259	302	302
adj. R^2	0.522	0.501	0.570	0.524	0.523	0.022	0.109	0.041	0.046
F	22.114***	15.959***	28.506***	21.653***	22.963***	1.755**	2.219***	2.805***	3.238***

注：限于篇幅，表中未报告控制变量的检验结果。

为了进一步检验上述实证结果，本文还研究了政治关联与新股上市之后短期表现的关

系。本文分别采用了新股上市之后5日、10日、15日和20日的经过沪深两市市值加权收益调整的买入并持有收益率来衡量新股短期表现。表6结果表明,在国有控股公司中,政治关联能够显著提高新股短期收益率,而在民营控股公司中,政治关联对新股上市之后的短期收益率则不存在显著影响。

另外,本文还检验了政治关联与新股发行价格、发行成本之间的关系。参考Dewenter和Malatesta(1997),本文采用新股发行者一级市场的发行价格来度量发行价格。参考Francis等(2009),本文采用每股平均发行费用来衡量发行成本。表7报告了回归结果。结果表明,在国有控股公司中,政治关联显著降低了新股发行价格,表明政治关联能够促使国有控股公司折价发行新股。这与Perotti(1995)、Dewenter和Malatesta(1997)以及Jones等(1999)的研究结果一致。同时,政治关联能够显著降低国有控股公司的新股发行成本,这与Francis等(2009)的结果一致。而在民营控股公司中,政治关联对发行价格和发行成本的影响不明显。

表6 政治关联与IPO后短期表现关系的回归结果

	*BHAR*5			*BHAR*10			*BHAR*15			*BHAR*20		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Panel A:国有控股												
POL	0.018**	0.016*	0.019*	0.027**	0.023**	0.020*	0.029**	0.029**	0.027**	0.030**	0.030**	0.024*
	(1.99)	(1.78)	(1.93)	(2.53)	(2.06)	(1.73)	(2.40)	(2.45)	(2.09)	(2.18)	(2.21)	(1.67)
N	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315
adj. R^2	0.009	0.028	0.038	0.017	0.039	0.037	0.015	0.044	0.049	0.012	0.071	0.095
F	3.976	1.905	1.541	6.387	2.282	1.524	5.755	2.460	1.709	4.748	3.399	2.434
Panel B:民营控股												
POL	−0.002	0.004	0.005	−0.006	−0.006	0.004	0.002	−0.002	0.011	−0.006	−0.016	−0.000
	(−0.16)	(0.26)	(0.33)	(−0.38)	(−0.38)	(0.21)	(0.10)	(−0.10)	(0.59)	(−0.28)	(−0.80)	(−0.02)
N	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246
adj. R^2	−0.004	−0.010	0.021	−0.004	−0.008	0.035	−0.004	−0.011	0.078	−0.004	−0.012	0.075
F	0.027	0.751	1.241	0.142	0.805	1.403	0.010	0.722	1.943	0.081	0.699	1.907

注:列(1)、列(4)、列(7)和列(10)中没有控制其他变量,列(2)、列(5)、列(8)和列(11)中控制了*Timelag*、*Proceed*、*Leverage*、*Stateshare*、Ln*asset*、*Accrank*_10、*IBrank*_10、*Regulated*等变量,列(3)、列(6)、列(9)和列(12)中控制了*Timelag*、*Proceed*、*Leverage*、*Stateshare*、Ln*asset*、*Accrank*_10、*IBrank*_10、*Regulated*、*Industry*、*Year*等变量。限于篇幅,表中未报告控制变量的检验结果。下表同。

表7 政治关联与发行价格、发行成本关系的回归结果

	国有控股						民营控股					
	Offer_price			*Cost*			*Offer_price*			*Cost*		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
POL	−0.727*	−0.535*	−0.538*	−0.086***	−0.040**	−0.022*	0.245	0.116	0.050	−0.005	−0.010	−0.008
	(−1.77)	(−1.69)	(−1.65)	(−3.74)	(−2.22)	(−1.87)	(0.47)	(0.40)	(0.18)	(−0.14)	(−0.39)	(−0.36)
N	315	315	315	315	315	315	246	246	246	246	246	246
adj. R^2	0.006	0.317	0.409	0.040	0.466	0.630	−0.003	0.696	0.753	−0.004	0.511	0.619
F	3.134	12.918	10.248	14.012	31.480	22.406	0.220	62.056		0.021	29.428	

(三)稳健性检验

为了保证上述结论的可靠性,本文进行了以下稳健性检验:(1)本文选取经过行业中位值调整的新股首日抑价作为新股首日回报率的替代变量,重新考察了政治关联与*IPO*抑价的关系。① 研究结果与表4保持一致。(2)本文还以董事长政治关联和董事会政治关联来判断企业的政治关联情况,重新检验了本文结论。实证结果与表4一致。同时,我们还将董

①限于篇幅,稳健性检验结果未报告,如有兴趣,来函可取。

事长和总经理政治关联分解为曾任政府官员、现任政府官员以及人大代表/政协委员等三个哑变量，检验了政治关联分解变量对 *IPO* 抑价的影响。(3)Li 等(2006)、Fan 等(2007)以及 Chen 等(2011)研究发现，政治关联可能受到人均 *GDP*、财政赤字、失业率、市场化程度、政府干预程度、法治水平等外部因素的影响。参考盛丹(2013)的研究，我们采用 *Propensity Score Matching*(*PSM*)方法检验了政治关联的内生性。研究发现，政治关联的内生性问题并不影响本文结果，本文的研究结论是稳健的。

五、结　论

作为一种重要的制度因素，政治关联影响着新股发行市场化改革。我国新股发行市场存在一定程度的扭曲，新股发行抑价率平均高达 123%，其中政治关联公司的 *IPO* 抑价率高达 129%，而无政治关联公司为 118%。本文选取 2001－2008 年在沪深交易所上市的 561 只股票作为样本，实证检验了政治关联与不同产权性质公司 *IPO* 抑价的关系。研究发现，政治关联能够显著提高国有控股公司的 *IPO* 抑价率，而对民营控股公司的影响则并不明显。本文的研究结果与 Fan 等(2007)和 Francis 等(2009)的不尽相同。

本文的实证结果在一定程度上印证了 Perotti(1995)、Dewenter 和 Malatesta(1997)、Jones 等(1999)、Bias 和 Perotti(2002)、Chen 等(2011)等文献的结论，深化了对政治关联影响不同产权性质公司 *IPO* 抑价的认识。国有企业上市不仅承载着政府的政治和经济任务，而且夹杂着国企高管追求政治晋升的职业诉求。在国企改制上市过程中，政府股东需要让利给国企高管、员工以及其他利益相关者。这就是说，低价发行、让利给所谓的一级市场投资者，可以获得市场和大众对国有企业股权多元化和市场化的支持，也让发行更易成功。此外，国企改制上市过程中必然夹杂着企业经理人的职业晋升诉求，发行上市成功对于其个人职业发展至关重要；更为重要的是，在一级市场上低价派发股票可以使个人和利益相关者获得巨大财富。本文发现，存在政治关联的国有企业更倾向于在一级市场压低发行价格，从而形成了更为严重的超额抑价。与国有控股公司不同，民营企业上市的直接目的是获取资金，更多的是一种商业行为，而非政治行为。由于我国证券市场非有效，信息流动并不顺畅，投资者与上市公司之间存在严重的信息不对称，民营企业的政治关联并不一定能够成为其发展前景的有效信号。本文发现，政治关联对民营上市公司新股首日抑价的影响不明显。

我国资本市场改革已经步入深水区，需要进一步推进新股发行制度改革。然而，在新股发行市场化改革过程中，我国上市公司具有的制度性因素如政治关联等不可忽视。本文研究表明，公司的政治关联扭曲了市场参与主体的行为，推高了国有上市公司的新股发行抑价。在法制不完善的制度背景下，政治关联也有可能影响新股发行市场化改革的效果。因此，新股发行市场化改革必须要有与之相配合的制度设计和法治实施，必须处理好政企关系、约束政治关联。

主要参考文献：

[1]白重恩，陶志刚，路江涌.国有企业改制效果的实证研究[J].经济研究，2006，(8)：4－13.

[2]陈工孟，高宇.股票一级市场发行抑价的程度与原因[J].金融研究，2000，(8)：1－12.

[3]郭泓，赵震宇.承销商声誉对 IPO 公司定价、初始和长期回报影响实证研究[J].管理世界，2006，(3)：122－128.

[4]胡旭阳.民营企业家的政治身份与民营企业的融资便利[J].管理世界，2006，(5)：107－113.

[5]刘小玄，李利英.企业产权改革的效率分析[J].中国社会科学，2005，(2)：4－16.

[6]潘越,戴亦一,刘思超.我国承销商利用分析师报告托市了吗?[J].经济研究,2011,(3):131－144.
[7]盛丹.国有企业改制、竞争程度与社会福利[J].经济学(季刊),2013,(4):1465－1490.
[8]田利辉.国有产权、预算软约束和中国上市公司杠杆治理[J].管理世界,2005,(7):26－37.
[9]田利辉.金融管制、投资风险和新股发行的超额抑价[J].金融研究,2010,(4):85－100.
[10]田利辉,叶瑶.政治关联与企业绩效:促进还是抑制——来自中国上市公司资本结构视角的分析[J].经济科学,2013,(6):89－100.
[11]田利辉,张伟,王冠英.新股发行:渐进式市场化改革是否可行?[J].南开管理评论,2013,(2):116－132.
[12]田利辉,张伟.政治关联影响我国上市公司公司长期绩效的三大效应[J].经济研究,2013,(11):71－86.
[13]王兵,辛清泉,杨德明.审计师声誉影响股票定价吗?[J].会计研究,2009,(11):73－81.
[14]吴延兵.国有企业双重效率损失研究[J].经济研究,2012,(3):15－27.
[15]吴文锋,吴冲锋,芮萌.中国上市公司高管的政府背景与税收优惠[J].管理世界,2009,(3):134－142.
[16]徐浩萍,陈欣,陈超.国有企业 IPO 发行折价:基于政策信号理论的解释[J].金融研究,2009,(10):133－149.
[17]于蔚,汪淼军,金祥荣.政治关联与融资约束:信息效应与资源效应[J].经济研究,2012,(9):125－138.
[18]Allen F,Faulhaber G.Signaling by underpricing in the IPO market[J].Journal of Financial Economics,1989,23(2):303－323.
[19]Allen F,Qian J,Qian M.Law,finance,and economic growth in China[J].Journal of Financial Economics,2005,77(1):57－116.
[20]Biais B,Perotti E.Machiavellian privatization[J].American Economic Review,2002,92(1):240－258.
[21]Chen S,Sun Z,Tang S,et al.Government intervention and investment efficiency:Evidence from China[J].Journal of Corporate Finance,2011,17(2):259－271.
[22]Dewenter K L,Malatesta P H.Public offerings of state-owned and privately-owned enterprises:An international comparison[J].Journal of Finance,1997,52(4):1659－1679.
[23]Faccio M,Masulis R,McConnell J.Political connections and corporate bailouts[J].Journal of Finance,2006,61(6):2597－2635.
[24]Faccio M.Politically connected firms[J].American Economic Review,2006,96(1):369－386.
[25]Fan J,Wong T,Zhang T.Politically connected CEOs,corporate governance and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J].Journal of Financial Economics,2007,84(2):330－357.
[26]Hung M,Wong T J,Zhang T.Political considerations in the decision of Chinese SOEs to list in Hong Kong[J].Journal of Accounting and Economics,2012,53(1):435－449.
[27]Khwaja A,Mian A.Do lenders favor politically-connected firms? Rent provision in an emerging financial market[J].Quarterly Journal of Economics,2005,120(4):1371－1411.
[28]Peng W Q,Wei K C,Yang Z.Tunneling or propping:Evidence from connected transactions in China[J].Journal of Corporate Finance,2011,17(2):306－325.
[29]Rock K.Why new issues are underpriced?[J].Journal of Financial Economics,1986,15(1):187－212.
[30]Su D,Fleisher B.An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs[J].Pacific-Basin Finance Journal,1999,7(2):173－202.
[31]Tian L.Regulatory underpricing:Determinants of Chinese extreme IPO returns[J].Journal of Empirical Finance,2011,18(1):78－90.
[32]Tian L,Estrin S.Retained state shareholding in Chinese PLCs:Does government ownership always reduce corporate value?[J].Journal of Comparative Economics,2008,36(1):74－89.
[33]Welch I.Seasoned offerings,imitation costs,and the underpricing of initial public offerings[J].Journal of Finance,1989,44(2):421－449.

(下转第 120 页)

tiles by reconstruction of weights and recentralization of effect function. This paper draws the following conclusions: firstly, as for vertical changes, in terms of different quantiles of wage distribution, the composition effect of wage differences has a gradually weakening tendency and the structural effect resulting from market discrimination experiences a continuously increasing tendency; secondly, the wage differences between urban local and migrant labor is featured by asymmetry and the wage gap in the bottom of wage distribution is wider which is in accord with "sticky floor" effect, and in terms of the reasons for wage differences, structural effect is significantly stronger than composition effect; thirdly, "sticky floor" effect is linked with some features of migrant labor groups with low income; fourthly, wage differences between urban local and migrant workers at the top of wage distribution are smaller, owing to smaller differences of observable characteristics like education level as well as smaller structural effect.

Key words: urban local and migrant labor; wage difference; counterfactual distribution; RIF quantile regression

（责任编辑 康 健）

（上接第 26 页）

Political Connections and IPO Underpricing in China: How Does the Integration of Government Administration with Enterprise Affect Securities Market?

TIAN Li-hui, ZHANG Wei

(*Institute of Finance and Development*, *Nankai University*, *Tianjin* 300071, *China*)

Abstract: The integration of government administration with enterprise is a chronic illness in Chinese enterprises. The percentage of chairmen of boards and general managers with political connections is still as high as 46% in the Chinese listed companies. Do political connections affect corporate behavior? Based on a sample of 561 listed companies in China, this paper comes to the conclusion that firms with political connections are underpriced by 129% and these without connections by 118%. It further makes the analysis of the relationship between political connections and IPO underpricing in companies with different ownership and shows that political connections significantly intensify IPO underpricing in state-owned enterprises and have no significant effect on IPO underpricing in private listed companies. It argues that two factors, reform aim of Chinese government and SOE executives' interests, help to advance ultrahigh underpricing in state-owned listed companies and the restriction on political connections is prerequisite for the success of IPO market-oriented reform in China.

Key words: controlling shareholder; political connection; IPO underpricing; market-oriented reform

（责任编辑 康 健）