

IPO 配售中的利益联盟^{*}

——基于基金公司与保荐机构的证据

孙淑伟¹, 肖土盛², 付宇翔¹, 陈信元³

(1. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433; 2. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081;
3. 上海财经大学 会计与财务研究院, 上海 200433)

摘要:文章通过考察基金公司支付给保荐机构的佣金与 IPO 网下发行获配概率之间的关系, 研究了我国 IPO 配售中的公平性问题。研究结果显示, 在 IPO 前一年, 基金公司支付给保荐机构的佣金越多, 其获得配售的概率越高, 且这一现象主要存在于收益率较高的样本组。由于我国保荐机构并没有自主配售权, 文章进一步考察了基金公司为提高获配概率所采取的措施。研究发现, 基金公司主要通过提高报价和申购数量的方式达到获配的目的, 这一现象亦在收益率较高的样本组中更加明显。上述证据表明, 我国 IPO 配售中存在基金公司、保荐机构结成利益联盟的现象, 即保荐机构获得了高额的佣金, 基金公司则提前从保荐机构获得发行人的敏感信息, 重点参与收益率较高的新股发行项目以获得丰厚的收益。文章的结论对于监管部门改进 IPO 询价制度具有借鉴价值。

关键词:新股配售; 网下发行; 利益联盟; 保荐机构

中图分类号:F830.9 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2015)05-0090-12

一、引言

2010 年 11 月 1 日开始实施的《关于深化新股发行体制改革的指导意见》规定:“在中小型企业新股发行中, 发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况, 合理设定每笔网下配售的配售量, 以促进询价对象认真定价。根据每笔配售量确定可获配机构的数量, 再对发行价格以上的入围报价进行配售, 如果入围机构较多应进行随机摇号, 根据摇号结果进行配售。”

在这一时期, 机构投资者只能选择网上和网下其中一种方式进行申购。相对于网上发行, 网下发行的中签率较高, 竞争不那么激烈。据 Wind 数据库统计, 2011 年和 2012 年网下发行的平均中签率为 13.21%, 而网上发行仅为 2.16%。面对可观的“打新股”收益, 基金公司倾向于选择网下申购。一旦网下申购没有获得配售, 也不能再参与网上申购。因此, 本文研究的第一个问题是, 基金公司是否会利用与保荐机构的佣金关系在询价前获得发行公司的部分信息,^①重点参与收益率较高的新股发行项目? 研究这一问题能够为我国新股发行制度改革提供新的思考视角。

收稿日期: 2014-12-02

基金项目: 国家自然科学基金项目(71402089, 71402197)

作者简介: 孙淑伟(1986—), 男, 山东枣庄人, 上海财经大学会计学院博士研究生;

肖土盛(1987—), 男, 江西赣州人, 中央财经大学会计学院讲师, 博士;

付宇翔(1989—), 男, 安徽凤阳人, 上海财经大学会计学院博士研究生;

陈信元(1964—), 男, 浙江宁波人, 上海财经大学会计与财务研究院教授, 博士生导师。

①在公开发行的前一年, 如果参与询价的基金公司支付给保荐机构分仓佣金, 那么我们认为两者之间存在佣金关系。

国外学者普遍认为,主承销商有动机利用自主配售权向相关利益团体进行利益输送或转移(Reuter,2006;Binay 等,2007;Jenkinson 和 Jones,2009)。我国 IPO 配售中的利益输送行为,即新股发行的公平性问题,并未引起国内学者的重视(刘志远等,2011)。部分学者认为在中国特色的监管体制下,保荐机构缺乏新股自主配售权,这种有倾向性的配售行为对于解释我国的 IPO 现象是不重要的。而彭文平(2013)考察了在我国承销商不存在自主配售权的情况下,关联基金和非关联基金“打新股”行为的不同。研究发现,在牛市和热门 IPO 配售时,承销商的承销压力不大,关联基金会向承销商“送礼祝贺”,申购其中较差的 IPO;而在熊市和冷门 IPO 配售时,关联基金则成为关系户,其利益得到了保护。这说明承销商与基金公司的利益冲突在我国也是存在的,只不过在独特的询价制度下联盟方式有所不同,新股配售中可能存在利益输送现象。本文以 2011—2012 年的 IPO 公司为研究对象,考察了基金公司支付给保荐机构的佣金对获配概率的影响。实证结果表明,基金公司在 IPO 前一年给保荐机构的分仓佣金越多,获得新股配售的概率就越高,且这一现象主要存在于收益率较高的样本组中。

理论上,我国的新股网下发行采用随机摇号的方式选择配售对象,这种制度安排可以阻断机构投资者通过输送经济利益从保荐机构获取高收益率股票的动机。因此,本文研究的第二个问题是,基金公司如何在以摇号决定配售对象的发行方式下仍可以通过支付高额佣金来获得配售资格?为了回答这一问题,本文考察了基金公司在 IPO 时成功获得配售的两个要件,即询价阶段的申报价格和拟申购数量。研究结果显示,基金公司在 IPO 前一年给保荐机构的分仓佣金越多,在询价阶段的申报价格就越高,拟申购数量也越多,且这一现象在收益率较高的样本组中更加明显。这意味着在 IPO 配售过程中,基金公司与保荐机构结成了利益联盟,基金公司将高额的佣金分仓给保荐机构,从而提前获得发行人的敏感信息,重点参与收益率较高的新股发行项目,实现了利益“共赢”。

本文研究的理论意义在于首次检验了我国 IPO 配售中的公平性问题。目前,我国学者更多的是关注 IPO 的定价效率,而忽视了新股配售的公平性。本文利用真实且准确的网下发行数据,检验了我国 IPO 配售过程中部分询价机构可能与保荐机构结成联盟进行利益输送,而且揭示了在保荐机构无自主配售权的情况下,基金公司如何以高额佣金获得较高获配概率。

从现实意义来看,本文的研究结论对于我国新股发行制度改革具有一定的政策启示。新股发行方式一直在探索中前行,市场上也存在多种声音。保荐机构自主配售下涌现的寻租现象使加强监管的呼声又起。在我国当前的市场环境下,给予保荐机构多大的自主配售权以及如何合理分配网下和网上发行股份的比例,仍值得研究和探索。本文的结论对于证券监管部门进一步完善 IPO 询价制度具有借鉴价值。

二、制度背景与理论分析

(一)我国新股发行询价制度的演变

近二十年来,我国新股发行体制经历了重大变革,从资本市场成立初期的新股认购证到现行的询价制度,每一次变革都引起了市场的强烈反响。1996 年 11 月之前,如果要购买首次公开发行的股票,投资者必须先购买新股认购证。1996 年 12 月至 1999 年 9 月,主承销商是股票的唯一卖方,所有投资者都需在指定时间内向上市推荐机构进行股票申购。1999 年 9 月至 2001 年 11 月,我国采用上网发行与对法人配售相结合的发行方式,推荐机构具有

一定的定价权利。2001 年 11 月至 2002 年 5 月,我国实行完全市场化的发行方式,即上网竞价发行。2002 年 5 月至 2004 年 12 月,二级市场投资者根据持有的上市流通证券的市值和折算申购限量自愿申购新股。

2004 年 12 月 7 日,我国证监会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》,要求自 2005 年 1 月起实施询价制度。此时,询价分为两个阶段,即初步询价和累积投标询价。在初步询价阶段,保荐机构应向询价对象提供价值投资报告,询价对象在研究发行公司投资价值 and 市场需求信息后进行独立报价。发行公司和保荐机构根据询价对象的报价情况确定发行价格区间和发行市盈率区间。在发行价格区间确定后,进入累积投标询价阶段,机构投资者在发行价格区间内进行投标申购,发行公司和保荐机构根据累积投标询价结果确定最终的发行价格,并报送证监会备案。

之后,证监会对询价制度进行了一系列改革,但改革措施并没有改变询价的本质——向询价对象询价以确定股票的发行价格。2009 年 6 月 10 日,证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,对我国 IPO 询价制进行了第一阶段的改革。改革的目的在于坚持市场化方向,促进新股定价进一步市场化,注重培育市场约束机制,推动发行人、投资人、承销商等市场主体归位尽责,重视中小投资人的参与意愿。这一时期的改革重点包括:督促保荐机构采取措施杜绝高报不买和低报高买的现象;将网上和网下申购对象分开,所有参与对象只能选择一种方式申购新股;设置网上单个申购账户的申购数量上限。

2010 年 10 月,证监会发布了《关于深化新股发行体制改革的指导意见》,开始了第二阶段的改革,改革的重点是提高定价信息透明度、完善回拨机制和中止发行机制。在这一阶段的改革中,证监会要求发行公司及其保荐机构必须公开披露参与询价的机构投资者的申报价格、拟申购数量以及最终获得配售的机构名称和股票数量。这为本文直接检验我国 IPO 配售中的利益输送行为提供了数据。

2012 年 4 月,证监会发布了《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,市场称其为第三阶段的改革,改革的重点包括:扩大了询价对象的范围,提高了网下配售份额;增加了网下向网上回拨机制,回拨由单向改为双向;取消了网下配售三个月的锁定期。^①

(二)理论分析与研究假说

国外关于主承销商在 IPO 时如何决定最终获配对象的研究文献主要有以下三种观点:第一种是信息反映观,认为主承销商会利用自主配售权激励投资者真实反映需求信息,而这些信息影响最终的发行定价(Benveniste 和 Spindt, 1989; Benveniste 和 Wilhelm, 1990; Sherman, 2000; Sherman 和 Titman, 2002)。第二种观点认为,主承销商倾向于将新股配售给长期持有者而不是短期投机者。第三种观点认为,主承销商为谋取私利,用自主配售来回报与其有某种经济利益关系的投资者,即本文研究的 IPO 配售中的利益输送行为。例如, Loughran 和 Ritter(2004)认为,承销商将新股低价配售给预期未来上市公司的高管以及这些公司风险投资者的合伙人,以换取这些公司未来上市的承销业务。Ritter 和 Zhang(2007)发现,承销商倾向于将热销 IPO 公司股份配售给关联基金公司。Reuter(2006)以美国 IPO 公司为研究样本,发现主承销商会将抑价发行的股票更多地配售给与其有佣金关系的基金公司,且这一现象在上市首日收益率高于 20% 的样本组中最为明显,这说明基金公

^①2013 年 11 月,证监会发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,这次改革是推进股票发行从核准制向注册制过渡的重要步骤。这次改革不在本文的样本期间内,从而没有进行详细介绍。

司通过支付较多的经纪业务交易佣金来争取主承销商的优待,进而获得更多的可为其带来盈利的新股。

我国的新股发行人和保荐机构并不会基于“信息反映观”来选择配售对象,主要原因是:在询价阶段,机构投资者需报出申购价格和拟申购数量,只有申购价格不低于发行价格才能进入摇号抽签阶段。因此,机构投资者能否获得配售取决于事前报出的申购价格和拟申购数量,而并不是由保荐机构根据报价的信息含量来决定的。另外,我国 IPO 网下发行的获配股份普遍存在三个月的锁定期,不论长期还是短期投资者在三个月内都无法在二级市场上卖出获配股份,从而保荐机构选择长期持有者的动机相对较弱,即“第二种观点”的影响较小。

本文的样本期间内新股发行的数量较多,平均每个交易日都有新股上市,基金公司研究团队的时间与精力有限,无法覆盖全部新股。作为所有中介机构中拥有信息最全面的一方,保荐机构对发行人的经营状况、未来成长性以及市场需求都了如指掌。在发行前,保荐机构会组织路演,向基金公司介绍发行人的相关情况。虽然基金公司可以通过公开披露的文件(如招股说明书)进行研究分析,但社会科学领域的学者普遍认为,社会关系能够为双方交流敏感信息提供保障,这些信息并不能被所有人公开获得。Gu 等(2013)利用我国的佣金分仓数据,发现基金公司会以佣金促使券商分析师对其重仓持股的公司出具乐观意见。遵循同样的逻辑,基金公司拥有给予或取消佣金业务的权利,而且券商提供交易通道的服务已是完全竞争的。除了研究咨询质量存在差异外,各券商提供的交易通道基本上属于无差异服务。那么,面对“打新股”的可观收益,基金公司有动机以高额佣金来影响保荐机构的决策,在询价之前从保荐机构获得发行公司的敏感信息,成为知情交易者,重点参与收益率较高的发行项目。

Goldstein 等(2011)以 IPO 前 270 个交易日内机构投资者向主承销商支付的交易佣金占承销商同期佣金收入的比重来衡量客户经纪业务的重要性,发现主承销商主要以此来配售新股。虽然基金公司的分仓佣金与投资银行部门的业绩并无直接关系,但代理买卖证券的佣金收入是保荐机构总收入的最重要来源。2012 年中国证券业协会的统计数据显示,114 家证券公司全年实现营业收入 1 294.71 亿元,其中代理买卖证券业务的净收入为 504.07 亿元,证券承销与保荐业务的净收入为 177.44 亿元。代理买卖证券业务的收入即保荐机构从基金公司获得的交易佣金占总收入的 38.93%,而承销与保荐收入仅占 13.70%。由此可见,保荐机构的收入主要来源于基金公司支付的交易佣金。基于保荐机构的自利动机,为了维系这一最重要的利润来源,他们有动机将发行公司的私有信息提前传递给支付高额佣金的基金公司,基金公司则能够提前布局,重点选择“打新股”的对象。综上分析,我们预期在面对“打新股”的高额回报时,基金公司有强烈的动机以高额佣金作为筹码,从保荐机构获得发行人的敏感信息以提高获配概率,且上市首日的收益率越高,这一现象会越明显。据此,我们提出以下研究假说:

假说 1:基金公司支付给保荐机构的佣金越多,获得配售的概率就越高,且这一现象在收益率较高的样本组中更加明显。

保荐机构在接受申购者订单确定发行价格后,只能向入围的机构投资者分配新股。目前我国的网下发行步骤如下:首先是询价阶段,所有参与询价的机构投资者均需报出申购价格和拟申购数量,保荐机构和发行公司根据询价阶段的市场需求情况,确定最终的发行价格和发行数量。报价不低于发行价格的机构投资者入围网下申购,并需及时足额地缴纳申购

款,最终以摇号的方式确定获配对象及获配数量。

可见,我国的询价制与美国的询价制并不相同,关键区别在于:美国的承销商具有自主配售权,他们可以综合考量询价对象所提供报价订单的信息含量、与承销商的社会关系以及是否为长期持有者等诸多因素,自主决定新股获配对象以及股票数量的分配;而我国的保荐机构在新股配售时没有自主选择的权利,只能通过摇号抽签的方式选择配售对象和配售数量。从表面上看,摇号抽签方式能够阻断保荐机构与基金公司结成联盟的动机。然而,保荐机构作为资本市场上的专业服务机构,掌握着关于发行公司最全面的信息,它们能够在询价前就识别出公司质量的好坏以及发行价格的大致范围。而申购者的中签概率取决于两个因素:一是申报价格,只有高于发行价格进入摇号抽签阶段才有获配的可能;二是拟申购数量,投资者掌握的抽签号码越多,可能中签的数量就越多。根据上文分析,虽然中美两国的询价制度不同,但是这一差异并不能完全阻断保荐机构与基金公司的自利动机,而可能只是改变了询价对象提高获配概率的方式。基金公司可在询价前获知发行公司的质量等信息,从而通过重点参与收益率较高的新股发行项目获益。

基金公司为了获得新股网下配售份额,必须在询价阶段报出高价,以进入有效报价的区间。基金公司报出的高价并不是相对于新股的内在价值而是相对于其他机构的报价而言的,只有高于其他机构报价中的较高者才有较大概率获得新股配售(俞红海等,2013)。我们认为,基金公司为了获得配售资格必然会报出较高的价格,因为这种行为是近乎无成本的,报出高价的基金公司最终不必以申报的价格购买股票,而只需以统一的发行价格购买,而且知情交易者毕竟是少数,它们的报价对发行价格的影响较小。据此,我们提出以下研究假说:

假说 2:基金公司支付给保荐机构的佣金越多,在询价阶段的报价就越高,且这一现象在收益率较高的样本组中更加明显。

在报出较高价格获得参与网下配售资格后,基金公司还可以通过提高拟申购数量来增加摇号获配的概率。但这种方式是有成本的,因为基金公司在获得配售资格后需及时足额地缴纳申购款。从目前的实际情况来看,基金公司平均的拟申购数量是 IPO 公司网下发行总股数的 1.175 倍,^①已经处于较高的水平,提高拟申购数量可能导致资金成本急剧上升。在 IPO 结束后,虽然发行公司会将多余的申购款退还给申购者,但是较高的拟申购数量需要巨额的申购款,这对基金公司来说可能难以实现或成本过高。对于基金公司是否会采用这种方式来增加获配概率,本文提出以下两个竞争性的研究假说:

假说 3a:基金公司支付给保荐机构的佣金越多,在询价阶段的拟申购数量就越多,且这一现象在收益率较高的样本组中更加明显。

假说 3b:基金公司支付给保荐机构的佣金对其在询价阶段的拟申购数量没有影响,且这一现象在收益率不同的样本组中不存在差异。

三、研究设计

(一)样本与数据

本文以 2011—2012 年我国 A 股市场上的 IPO 公司为研究样本。选择 2011—2012 年作为样本期间,是因为这两年的 IPO 公司被要求披露询价阶段所有机构投资者的申报价格

^①见表 1 中的描述性统计结果。

和拟申购数量。本文所需的基金公司的申报价格、拟申购数量、网下摇号中签结果以及保荐机构出具的发行人合理的价格区间数据来自公司公告——网下摇号中签及网下配售结果公告,通过手工收集获得。公司财务数据、基金财务数据、基金重仓持股明细数据以及保荐机构市场份额数据来源于 Wind 数据库。为了减轻异常值的影响,本文对所有连续变量进行了上下 1% 的 *Winsorize* 处理。

(二)模型与变量

借鉴 Reuter(2006)及 Binay 等(2007)的研究,我们利用模型(1)一模型(3)来检验本文的研究假说。

$$\begin{aligned} HP_{ij} = & \alpha + \beta_1 Commission_{ij} + \beta_2 Size_{ij} + \beta_3 Cta_{ij} + \beta_4 Lev_{ij} + \beta_5 Shares_{ij} \\ & + \beta_6 Reputation_{ij} + \beta_7 FundNum_{ij} + \beta_8 FundSize_{ij} + \beta_9 Hold_D_{ij} \\ & + \beta_{10} Cold_D_{ij} + \beta_{11} Above_D_{ij} + \beta_{12} Below_D_{ij} + \sum Industry \\ & + \sum Year + \epsilon_{ij} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Bias_{ij} = & \alpha + \beta_1 Commission_{ij} + \beta_2 Size_{ij} + \beta_3 Cta_{ij} + \beta_4 Lev_{ij} + \beta_5 Shares_{ij} \\ & + \beta_6 Reputation_{ij} + \beta_7 FundNum_{ij} + \beta_8 FundSize_{ij} + \beta_9 Hold_D_{ij} \\ & + \beta_{10} Cold_D_{ij} + \beta_{11} Above_D_{ij} + \beta_{12} Below_D_{ij} + \sum Industry \\ & + \sum Year + \epsilon_{ij} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} SGBL_{ij} = & \alpha + \beta_1 Commission_{ij} + \beta_2 Size_{ij} + \beta_3 Cta_{ij} + \beta_4 Lev_{ij} + \beta_5 Shares_{ij} \\ & + \beta_6 Reputation_{ij} + \beta_7 FundNum_{ij} + \beta_8 FundSize_{ij} + \beta_9 Hold_D_{ij} \\ & + \beta_{10} Cold_D_{ij} + \beta_{11} Above_D_{ij} + \beta_{12} Below_D_{ij} + \sum Industry \\ & + \sum Year + \epsilon_{ij} \end{aligned} \quad (3)$$

本文尽可能地控制各种因素对基金公司在 IPO 配售过程中行为(申购价格和拟申购数量)的影响,但一些不可观测的因素仍会产生影响,如报出较高的价格可能是基金公司的出价风格,从而使同一家基金公司在不同 IPO 配售过程中的行为存在相关性。为了解决这一问题,本文对回归标准差进行了基金公司层面的 *Cluster* 处理(Peterson, 2009)。

模型中各变量的定义如下:

1. 被解释变量。 HP_{ij} 表示参与发行公司 j 询价阶段的基金公司 i 是否获得配售,如果获得配售,则 HP_{ij} 取值为 1,否则为 0。 $Bias_{ij}$ 表示基金公司 i 报价的乐观程度,其计算公式为: $Bias_{ij} = (\text{基金公司 } i \text{ 的申报价格} - \text{发行公司 } j \text{ 的发行价格}) / \text{发行公司 } j \text{ 的发行价格}$ 。如果基金公司 i 同时报出多个价格,则其申报价格取均值。该指标值越大,表明基金公司 i 对发行公司 j 的报价越乐观。 $SGBL_{ij}$ 表示基金公司 i 拟申购股票比例,等于基金公司 i 拟申购的总股数除以发行公司 j 网下发行的总股数。该指标值越大,表明基金公司 i 的拟申购发行公司 j 的股票比例越高。

2. 解释变量。 $Commission_{ij}$ 衡量基金公司 与保荐机构之间的佣金关系,参照 Gu 等(2013)的研究,本文用 IPO 前一年基金公司 i 给发行公司 j 的保荐机构分仓佣金总额的自然对数来表示。佣金明细数据来源于 Wind 数据库的机构研究板块,数据涵盖了每一年每家基金公司通过证券公司的交易席位买卖证券而支付给各家证券公司的交易佣金。如果存在联席保荐的情况,则将基金公司 i 给所有保荐机构的分仓佣金加总再取自然对数。

3. 控制变量。 $Size_{ij}$ 表示发行公司 j 的规模,等于发行当年年末总资产的自然对数。

Cta_{ij} 表示发行公司 j 的盈利能力,等于(净利润+折旧)/年末总资产。 Lev_{ij} 表示发行公司 j 的资产负债率,等于年末负债总额除以年末资产总额。 $Shares_{ij}$ 表示发行公司 j 公开发行总股数的自然对数。 $Reputation_{ij}$ 表示发行公司 j 的保荐机构声誉,以当年保荐机构的募集资金额与市场总募集资金额的比值来表示。如果存在联席保荐的情况,则使用发行公司 j 的所有保荐机构的市场份额之和来计算。 $FundNum_{ij}$ 表示参与发行公司 j 初步询价阶段的基金公司数量的自然对数。 $FundSize_{ij}$ 表示参与发行公司 j 初步询价阶段的基金公司 i 的规模,以年度平均净值的自然对数来表示。 $Hold_D_{ij}$ 表示发行公司 j 的保荐机构是否为基金公司 i 的股东,如果 IPO 当年保荐机构持有基金公司 i 的股份,则 $Hold_D_{ij}$ 取值为 1,否则为 0。 $Cold_D_{ij}$ 表示参与发行公司 j 初步询价阶段的基金公司 i 在年末二十大重仓股中是否持有发行公司 j 的保荐机构承销的“破发”(首日收盘价低于发行价)股票,如果持有这类股票,则 $Cold_D_{ij}$ 取值为 1,否则为 0。 $Above_D_{ij}$ 为虚拟变量,如果发行公司 j 的发行价格高于公司股票合理价格区间的最大值,则取值为 1,否则为 0。 $Below_D_{ij}$ 为虚拟变量,如果发行公司 j 的发行价格低于公司股票合理价格区间的最小值,则取值为 1,否则为 0。

4. 分组变量。 $Return$ 表示 IPO 首日收益率,等于(IPO 首日收盘价-发行价)/发行价。我们借鉴 Reuter(2006)的方法,将 IPO 首日收益率大于等于 20% 的样本归入收益率较高组,收益率大于等于 0 但小于 20% 的归入收益率正常组,收益率为负的则归入收益率较低组。

四、实证结果分析

(一)描述性统计

表 1 报告了主要变量的描述性统计结果,并按照发行公司首日收益率进行了分组统计。不难发现,HP 的均值为 0.198,表明 19.8% 的基金公司样本最终获得了配售股份,而且在 IPO 首日收益率较高组中获配概率较低,这可能与收益率越高,参与询价的基金公司数量越多有关。 $Bias$ 的均值为-0.077,表明基金公司的平均申报价格小于发行价格,而 IPO 首日收益率越高,基金公司的申报价格越接近于发行价格。 $SGBL$ 的均值为 1.175,表明基金公司平均的拟申购数量是 IPO 公司网下发行总股数的 1.175 倍,而且随着 IPO 首日收益率的上升,基金公司的拟申购数量呈现递增的趋势。 $Commission$ 的均值在收益率不同的样本组中则并不存在显著差异。

表 1 主要变量描述性统计

	(1) 全样本		(2) IPO 首日收益率 $\geq 20\%$		(3) IPO 首日收益率 $\in [0\%, 20\%)$		(4) IPO 首日收益率 ≤ 0	
	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
HP	0.198	0.000	0.179	0.000	0.223	0.000	0.204	0.000
Bias	-0.077	-0.074	-0.066	-0.067	-0.079	-0.072	-0.099	-0.087
SGBL	1.175	0.667	1.340	0.800	1.091	0.643	0.957	0.500
Commission	11.727	14.490	11.430	14.387	12.071	14.627	11.895	14.461
Hold_D	0.002	0.000	0.001	0.000	0.003	0.000	0.004	0.000
Cold_D	0.109	0.000	0.092	0.000	0.109	0.000	0.141	0.000
Return (%)	26.746	17.214	54.322	40.625	10.230	10.650	-7.093	-6.353
样本量	6 512		3 058		1 879		1 575	

(二)实证结果

表 2 报告了运用模型(1)对假说 1 的检验结果,限于篇幅,仅给出了部分控制变量的回归系数。其中,列(1)为全样本的 Logit 回归结果。我们发现,在控制了其他因素后,Com-

mission 的系数为 0.022,在 1%的水平上显著为正,表明基金公司给保荐机构的分仓佣金越多,获得配售的概率越高。从控制变量来看,*Hold_D* 的系数显著为正,表明当发行公司的保荐机构为基金公司股东时,基金公司获得配售的概率更高。*Cold_D* 的系数显著为正,表明如果保荐机构前期将“破发”股票配售给基金公司,之后会将高收益率的股票更多地配售给该基金公司作为补偿,这在一定程度上支持了 Ritter 和 Zhang (2007) 的倾销场所 (*Dumping Ground*) 假说。*FundSize* 的系数为正,表明大基金公司获得配售的概率更高。列(2)—列(4)报告了按 IPO 首日收益率分组的回归结果。可以看到,*Commission* 的系数分别为 0.026、0.019 和 0.006,虽然系数均为正,但仅在 IPO 首日收益率较高组中显著。总体而言,表 2 的结果支持了本文的假说 1。

表 2 假说 1 的检验结果

因变量:HP	(1) 全样本	(2) IPO 首日收益率≥20%	(3) IPO 首日收益率∈[0%, 20%)	(4) IPO 首日收益率<0
<i>Intercept</i>	-20.159*** (-7.90)	-16.288*** (-4.66)	-32.024*** (-7.86)	-13.498*** (-4.38)
<i>Commission</i>	0.022*** (2.91)	0.026** (2.13)	0.019 (1.34)	0.006 (0.41)
<i>FundSize</i>	0.168** (2.05)	0.195** (1.99)	0.269** (2.42)	0.084 (0.84)
<i>Hold_D</i>	0.664*** (5.10)	1.208** (2.03)	0.453 (1.56)	0.711 (1.48)
<i>Cold_D</i>	0.171* (1.74)	-0.482*** (-3.07)	0.208 (1.19)	0.798*** (4.91)
<i>Pseudo R</i> ²	0.095	0.103	0.197	0.056
<i>N</i>	6 512	3 058	1 879	1 575

注:***、**和*分别表示在 1%、5%和 10%的水平上显著。括号内为 *z* 统计值,经基金公司层面的 Cluster 处理(Peterson,2009)。下表同。

表 3 报告了运用模型(2)对假说 2 的检验结果,限于篇幅,仅给出了部分控制变量的回归系数。其中,列(1)为全样本的回归结果。不难发现,*Commission* 的系数为 0.001,在 1%的水平上显著,表明基金公司给保荐机构的分仓佣金越多,在询价阶段的报价就越高。列(2)—列(4)报告了按照 IPO 首日收益率分组的回归结果。列(2)中 *Commission* 的系数为 0.002,在 1%的水平上显著;列(3)中 *Commission* 的系数为 0.001,在 10%的水平上显著;列(4)中 *Commission* 系数为 0.000,统计上并不显著。从中可以看出,基金公司给保荐机构的分仓佣金越多,在询价阶段的报价就越高,且这一现象在 IPO 首日收益率较高的样本组中更加明显,在收益率为负的样本组中则不显著。本文的假说 2 得到了验证。

表 4 报告了运用模型(3)对假说 3 的检验结果,限于篇幅,仅给出了部分控制变量的回归系数。列(1)为全样本的回归结果。不难发现,*Commission* 的系数为 0.009,在 10%的水平上显著为正。这说明虽然提高拟申购数量要求缴纳更多的申购款,是一种有成本的哄抬报价方式,但是基金公司会通过提高拟申购数量的方式来增加抽签获配的概率,以获取与保荐机构合谋的收益。列(2)—列(4)报告了按 IPO 首日收益率分组的回归结果。结果显示,*Commission* 的系数分别为 0.020、0.007 和 0.006,虽然系数均为正,但仅在 IPO 首日收益率较高组中显著。从中可以看出,基金公司给保荐机构的分仓佣金越多,拟申购数量就越多,且这一现象仅在收益率较高的样本组中存在。本文的假说 3a 得到了验证。

表 3 假说 2 的检验结果

因变量: <i>Bias</i>	(1) 全样本	(2) <i>IPO</i> 首日收益率 $\geq 20\%$	(3) <i>IPO</i> 首日收益率 $\in [0\%, 20\%)$	(4) <i>IPO</i> 首日收益率 < 0
<i>Intercept</i>	-0.103 (-1.00)	-0.187 (-1.34)	-0.375** (-2.52)	-0.049 (-0.23)
<i>Commission</i>	0.001*** (4.05)	0.002*** (3.33)	0.001* (1.75)	0.000 (0.55)
<i>FundSize</i>	-0.004 (-1.28)	-0.006 (-1.59)	-0.005 (-1.34)	0.003 (0.54)
<i>Hold_D</i>	-0.001 (-0.07)	0.116*** (14.57)	-0.051* (-1.74)	-0.001 (-0.04)
<i>Cold_D</i>	-0.003 (-0.43)	-0.018* (-1.86)	0.006 (0.64)	0.015 (1.47)
<i>Adj. R</i> ²	0.104	0.242	0.147	0.089
<i>N</i>	6 512	3 058	1 879	1 575

表 4 假说 3 的检验结果

因变量: <i>SGBL</i>	(1) 全样本	(2) <i>IPO</i> 首日收益率 $\geq 20\%$	(3) <i>IPO</i> 首日收益率 $\in [0\%, 20\%)$	(4) <i>IPO</i> 首日收益率 < 0
<i>Intercept</i>	-1.400 (-0.32)	-5.065 (-0.99)	-0.707 (-0.19)	2.047 (0.51)
<i>Commission</i>	0.009* (1.83)	0.020*** (2.78)	0.007 (1.44)	0.006 (0.89)
<i>FundSize</i>	0.397** (2.12)	0.497** (2.43)	0.332* (1.82)	0.274 (1.62)
<i>Hold_D</i>	-0.460 (-1.45)	0.091 (0.23)	-0.222 (-0.67)	-0.572* (-1.83)
<i>Cold_D</i>	-0.071 (-1.15)	-0.209 (-1.61)	-0.008 (-0.09)	0.045 (0.63)
<i>Adj. R</i> ²	0.143	0.158	0.149	0.141
<i>N</i>	6 512	3 058	1 879	1 575

五、稳健性检验^①

(一)改变分组变量

在上文的检验中,我们以 *IPO* 首日收益率作为分组的依据。而网下发行获得配售的股份通常存在 3 个月的锁定期,^②在锁定期内股份不能卖出。这意味着 *IPO* 首日收益率并不能被基金公司及时获得。作为稳健性检验,我们以 *IPO* 公司上市后持有 3 个月的收益率(理论上这部分收益可被基金公司获得)来替代首日收益率进行了分组回归,检验结果仍支持本文的研究假说。

(二)剔除联席保荐的样本

本文的研究样本中包含 5 家存在联席保荐的 *IPO* 公司。一方面,这 5 家公司的发行总股数远大于其他公司;另一方面,在计算基金公司给保荐机构的分仓佣金时采用的方法略有

^①受篇幅限制,文中未报告稳健性检验结果,如有需要可向作者索取。
^②2012 年 4 月 28 日,证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,取消了网下配售股份 3 个月的锁定期。当然,对于发行人、承销商与投资者自主约定的锁定期,不受此限制。

不同。因此，我们剔除了这 5 家存在联席保荐的 IPO 公司，重新检验了本文的研究假说，结论并没有发生实质性变化。

（三）以基金公司拟申购数量为权重计算加权平均的申报价格

部分基金公司在询价阶段会采用阶梯报价的策略，同时报出多个价格。在上文假说 2 的检验中，我们简单地以同一基金公司报出的多个价格的均值来衡量其申报价格。作为稳健性检验，我们采用以拟申购数量为权重的加权平均价格来衡量申报价格。本文的假说 2 仍成立。

（四）剔除申报价格低于发行价格的样本

询价阶段中申报价格低于发行价格的机构投资者不能入围网下申购，即没有资格参与网下摇号抽签配售环节。这类机构投资者可能对公司股份的需求不强烈，会随意地给出拟申购数量。为此，我们剔除了申报价格低于发行价格的样本，重新检验了假说 3，研究结论并没有发生实质性变化。

（五）改变按收益率分组的临界值

为了保证本文结论的稳健性，我们分别采用 23.66% 和 15.62%（受篇幅限制，未列示中位数的描述性统计）的收益率作为临界值来区分收益率较高组和正常组。本文的研究结论并没有发生实质性变化，IPO 配售过程中基金公司与保荐机构之间的利益输送行为在收益率较高的样本组中更加明显。

六、结 论

尽管我国新股网下发行采用摇号抽签的方式选择获配对象，但保荐机构作为所有发行中介机构中掌握信息最多的一方，仍能大致判断新股定价的范围以及上市后的股价表现。基金公司通过支付给保荐机构超额佣金来提前获知相关信息成为知情交易者，它们利用信息优势根据收益率的高低有选择地调整申购策略。实证结果显示，基金公司支付给保荐机构的佣金越多，申购价格就越高，拟申购数量也越多，且这一现象在收益率较高的样本组中更加明显。这表明，在我国 IPO 配售过程中，基金公司存在强烈的动机与保荐机构结成利益联盟。在询价阶段，它们通过哄抬报价，陷其他申购者于不利地位。特别是在收益率较高的 IPO 公司中，这一现象更加明显。如此，保荐机构获得了较高的分仓佣金，基金公司则从重点参与高收益率的新股发行中获益。

本文的研究结论对证券监管部门和投资者具有一定的借鉴价值。对证券监管部门而言，需要进一步关注询价机构与保荐机构之间的业务关系，加强对 IPO 过程中利益输送行为的监管。对投资者而言，在“打新股”时可以将进入摇号抽签阶段的询价对象与保荐机构的业务关系作为考量 IPO 公司质量的关键因素之一。

2013 年 11 月 30 日，证监会发布了《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，其中第四条规定“引入主承销商自主配售机制”。本文研究发现，在现行的 IPO 配售制度下，基金公司与保荐机构尚可结成利益联盟。那么，一旦引入自主配售权，这一利益交换现象在中国资本市场是否会愈演愈烈？这不仅是未来的研究方向，也能够为监管层加强对新股发行中利益输送行为的监管提供依据。

* 本文还得到北京市教育委员会共建项目、北京市会计类专业群(改革试点)建设项目和上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2013-305)的资助。

参考文献:

- [1]刘志远,郑凯,何亚南.询价制度第一阶段改革有效吗?[J].金融研究,2011,(4):158—173.
- [2]彭文平.基金打新是“送礼祝贺”吗?——基于中国特色 IPO 配售制度的研究[J].财经研究,2013,(8): 87—98.
- [3]俞红海,刘烨,李心丹.询价制度改革与中国股市 IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J].金融研究,2013,(10):167—180.
- [4]Benveniste L, Spindt P. How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 24(2): 343—361.
- [5]Benveniste L, Wilhelm W. A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments[J]. Journal of Financial Economics, 1990, 28(1—2): 173—207.
- [6]Binay M, Gatchev V, Pirinsky C. The role of underwriter-investor relationships in the IPO process[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007, 42(3): 785—809.
- [7]Goldstein A, Irvine P, Puckett A. Purchasing IPOs with commissions[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2011, 46(5): 1193—1225.
- [8]Gu Z, Li Z, Yang Y. Monitors or predators: The influence of institutional investors on sell-side analysts [J]. The Accounting Review, 2013, 88(1): 137—169.
- [9]Jenkinson T, Jones H. IPO pricing and allocation: A survey of the views of institutional investors[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(4): 1477—1504.
- [10]Loughran T, Ritter J. Why has IPO underpricing changed over time?[J]. Financial Management, 2004, 33(3): 5—37.
- [11]Petersen M. Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches[J]. Review of Financial Studies, 2009, 22(1): 435—480.
- [12]Reuter J. Are IPO allocations for sale? Evidence from mutual funds[J]. Journal of Finance, 2006, 61(5): 2289—2324.
- [13]Ritter J, Zhang D. Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2): 337—368.
- [14]Sherman A. IPOs and long-term relationships: An advantage of book building[J]. Review of Financial Studies, 2000, 13(3): 697—714.
- [15]Sherman A, Titman S. Building the IPO order book: Underpricing and participation limits with costly information[J]. Journal of Financial Economics, 2002, 65(1): 3—29.

The Interest Alliances in the IPO Process: Evidence from Mutual Fund Families and Sponsors

Sun Shuwei¹, Xiao Tusheng², Fu Yuxiang¹, Chen Xinyuan³

(1.School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;

2.School of Accountancy, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China;

3.Institute of Accounting and Finance, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: By the analysis of the relationship between brokerage commissions paid to sponsors by mutual fund families and the probability of holding IPOs in the offline ration, this paper studies the fairness in IPO process. It arrives at the conclusions that in the previ-

ous one year before IPO, more brokerage commissions paid to sponsors by mutual fund families lead to higher probability of holding IPOs in the offline ration, which is more suitable to a sample set with higher returns. Owing to no autonomous ration in China, it further studies the measures to raise the probability of holding IPOs in the offline ration taken by mutual fund families, and reaches the conclusion that mutual fund families offer higher bids and more purchase numbers to achieve the allocation target, especially in a sample set with higher returns. The conclusions above-mentioned show that there are interest alliances in the IPO process between mutual fund families and sponsors, namely sponsors obtain higher brokerage commissions and mutual fund families acquire sensitive information of underwriters from sponsors in advance & place emphasis on IPO programs with higher returns to earn huge profits. This paper provides references for the improvement of IPO inquiry system as for regulation authorities.

Key words: IPO; offline ration; interest alliance; sponsor

(责任编辑 康健)

(上接第 13 页)

Dual Transition, Incentive Design of Formal Financial Contracts and Farmers' Financing Constraints

Xu Yueli, Wang Fei

(School of Economics and Management, Zhejiang Sci-tech University, Hangzhou 310018, China)

Abstract: This paper intends to solve the common plight of farmers' financing difficulty which is caused by the particularity of rural financial market. From a new perspective of incentive design of formal financial contracts in rural areas during dual transition period it thoroughly analyzes its microeconomic mechanism leading to farmers' financing difficulty based on incomplete contract theory under asymmetry information. It comes to the conclusions as follows: firstly, dual transition is the key factor promoting the increase in supply and demand of formal finance in rural areas, but only results in the significant changes in the demand of informal finance in rural areas and has no significant effect on the supply of informal finance; secondly, the optimization of incentive structure of debt contracts helps to advance the rise in credit supply of formal financial institutions in rural areas, but does not lead to an effective substitute for informal finance; thirdly, the introduction of new financial institutions in rural areas is conducive to the optimization of incentive structure of debt contracts in rural areas, but does not obviously change financial constraints facing rural households.

Key words: dual transition; incentive design of debt contracts; financing constraint

(责任编辑 康健)