

管理评论

LUOJIA MANAGEMENT REVIEW

2014年卷 第2辑 (总第15辑)

武汉大学经济与管理学院主办

■ 潘红波 易梅芳 刘慧玲

股权集中度、制度背景与民营企业风险承受

■ 韩 翼 陈 翔

工作中的活力：理论基础、概念与理论模型

■ 黎建新 罗 晶 刘洪深 秦惠娟

服务员工该如何应对顾客不兼容？

——考察员工反应方式和努力程度的兼容性管理效果

■ 王启飞 夏雪垠 李建斌

有限产能下多渠道闭环供应链优化研究



WUHAN UNIVERSITY PRESS

武汉大学出版社

珞珈管理评论

Luojia Management Review

2014 年卷 第 2 辑(总第 15 辑)

武汉大学经济与管理学院 主办



武汉大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

珞珈管理评论. 2014 年卷. 第 2 辑: 总第 15 辑/武汉大学经济与管理学院
主办. —武汉: 武汉大学出版社, 2015. 1

ISBN 978-7-307-14954-0

I. 珞… II. 武… III. 企业管理—文集 IV. F270-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 291289 号

责任编辑: 柴 艺 责任校对: 汪欣怡 版式设计: 韩闻锦

出版发行: 武汉大学出版社 (430072 武昌 珞珈山)

(电子邮件: cbs22@whu.edu.cn 网址: www.wdp.com.cn)

印刷: 军事经济学院印刷厂

开本: 787 × 1092 1/16 印张: 11.75 字数: 270 千字

版次: 2015 年 1 月第 1 版 2015 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-307-14954-0 定价: 28.00 元

版权所有, 不得翻印; 凡购买我社的图书, 如有质量问题, 请与当地图书销售部门联系调换。

目 录

投行、财务欺诈与溢出效应

——来自万福生科与平安证券的经验证据

..... 李青原 张肖星 (1)

股权集中度、制度背景与民营企业风险承受

..... 潘红波 易梅芳 刘慧玲 (13)

价值创造、战略协同与企业社会责任决策

..... 刘建秋 刘雅琴 黄蕴洁 (28)

财税政策与企业经营绩效

——基于中国上市公司数据的实证分析

..... 卢盛峰 付爱军 (40)

人民币汇率对产业结构调整影响的实证研究

..... 王博雅 刘思跃 (57)

共享领导与层级领导：共享还是独享的领导责任？

..... 王丹妮 黄 惠 段承瑶 (69)

领导力本土化研究：理论与现实

..... 杜 旌 尹 晶 (79)

工作中的活力：理论基础、概念与理论模型

..... 韩 翼 陈 翔 (92)

基于消费者感知的企业善因营销对品牌构建影响研究

..... 王 娟 熊 凯 (107)

服务员工该如何应对顾客不兼容？

——考察员工反应方式和努力程度的兼容性管理效果

..... 黎建新 罗 晶 刘洪深 秦惠娟 (119)

情绪对动机及心理模拟—消费者延迟反转关系的调节作用研究

..... 李 晓 程 琪 尹聪聪 (130)

基于百度指数的旅游目的地关注度研究

——以武汉市为例

..... 邓爱民 王瑞娟 (143)

加法需求函数下延迟策略对企业最优决策的影响研究

..... 许明辉 陈枝玉 李建斌 (153)

有限产能下多渠道闭环供应链优化研究

..... 王启飞 夏雪垠 李建斌 (166)

CONTENTS

Investment Bank, Financial Fraud and Spiover Effects

—Evidence from Wanfu Biotechnology and Ping'an Security

..... Li Qingyuan Zhang Xiaoxing(1)

Ownership Concentration, Institution Environments and Corporate Risk-Taking

..... Pan Hongbo Yi Meifang Liu Huiling(13)

Value Creation, Strategic Synergy and Corporate Social Responsibility Decision

..... Liu Jianqiu Liu Yaqin Huang Yunjie(28)

Fiscal Policies and Firm Operating Performance

—Empirical Evidence from Chinese Listed Companies Lu Shenfeng Fu Aijun(40)

An Empirical Analysis of the Impact of RMB Exchange Rate on Industrial Restructure

..... Wang Boya Liu Siyue(57)

Shared Leadership and Hierarchical Leadership: Do One or All Taking the Leadership Responsibility?

..... Wang Danni Huang Hui Du Chengyao(69)

Indigenous Leadership: Theoretical Research and Practice

..... Du Jing Yin Jing(79)

Vigor at Work: Theoretical Basis, Construct, and Conceptual Model

..... Han Yi Chen Xiang(92)

Study on Influence of Enterprises' Cause-related Marketing on Brand Construction Based on Consumer Perception

..... Wang Juan Xiong Kai(107)

How Would Service Employee Deal with Customer Incompatibility?

—Exploring the Effect of Employee Response and Efforts on Customer Satisfaction

..... Li Jianxin Luo Jing Liu Hongshen Qing Huijuan(119)

Research on Affect Moderating Effect on Motivation Mode, Mental Simulation-the Reversal of Consumer Deferral Purchase

..... Li Xiao Cheng Qi Yin Congcong(130)

A Research on Travel Destinations Attention Based on Baidu Index

—A Case of Wuhan Deng Aimin Wang Ruijuan(143)

Impacts of Postponement Strategies on a Firm's Optimal Decisions with Additive Demand Model

..... Xu Minghui Chen Zhiyu Li Jianbin(153)

Research on Multi-channel Closed-loop Supply Chain with Limited Capacity

..... Wang Qifei Xia Xueyin Li Jianbin(166)

投行、财务欺诈与溢出效应^{*}

——来自万福生科与平安证券的经验证据

● 李青原¹ 张肖星²

(1, 2 武汉大学经济与管理学院 武汉 430072)

【摘 要】万福生科的财务欺诈事件在中国的资本市场上引起了轩然大波。本文在此背景下研究了平安证券客户公司投资者的反应，发现财务欺诈的经济后果会通过投行—公司关系向外传播，具体表现为投行的其他股票承销客户显著的价值损失，即溢出效应，但这种效应仅局限于股票承销客户；此外，这种溢出效应的强弱取决于投行—公司关系的强弱、公司自身的资源依赖性和公司所在产品市场的竞争程度。

【关键词】投行—公司关系 财务欺诈 溢出效应

1. 引言

投行—公司关系是当下组织间关系网络的研究热点之一。过去的许多研究证实了这种关系可能影响公司价值^①，大多数研究者关注投行—公司关系的正向价值提升作用，如公司可以从投行处获取信息增量、获得决策支持、获得来自于投行圈子的投资等。也有许多研究者关注这种关系的负向影响，投行的某种不利状况，如遭受 SEC 的调查或破产时，都会给其顾客带来价值损失的溢出效应。然而，尽管有许多研究关注了投行—公司的关系带来的或好或坏的影响，却鲜有研究关注客户质量对投行其他客户的间接价值影响。此外，有许多研究表明，投行在选择承销客户的时候存在一些标准，如绩效、信誉、财务状况等，这是因为承销客户质量的好坏会对投行的声誉产生作用，从而影响投行价值，那么这种影响是否也会通过投行—公司关系向其他公司蔓延呢？这也为我们研究投行的单个客户质量对其他客户的价值影响提供了动机。

^{*} 本研究得到教育部新世纪优秀人才支持计划项目 (NECT-120432)、国家自然科学基金面上项目 (71272228、71072103) 和教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目 (10JZD0019) 的资助。

通讯作者：张肖星，E-mail: zhang_xiaoxing@163.com。

^① Fernando, C. S., May, A. D., and Megginson, W. L. The value of investment banking relationships: Evidence from the collapse of Lehman Brothers[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1): 235-270.

基于此,本文研究了投行—公司关系是否扮演了由客户质量引起的投行声誉损失溢出效应的渠道。万福生科(300268.SZ)的财务欺诈事件则为我们的研究提供了一个自然实验平台。

2012年9月18日,万福生科收到《中国证券监督管理委员会调查通知书》,因涉嫌违反证券法律法规被立案调查,10月25日晚紧急发布了关于重要信息披露的补充和2012年中报更正的公告。公告显示,公司在2012年半年报中虚增营业收入187590816.61元、虚增营业成本145558495.31元、虚增利润40231595.41元,未披露公司上半年停产事项。

作为万福生科IPO的保荐人和首席承销商,平安证券对万福生科的上市提供了持续的服务与督导。11月23日,深交所公告称,因2012年半年报存虚假记载和重大遗漏,对万福生科及公司全体董监高人员予以公开谴责,并对平安证券予以通报批评。

此公告一出,万福生科(300268.SZ)和中国平安(601318.SH)的股票市场都受到了一定程度的影响,二者的股价均从11月23日起持续呈下滑之势,至11月29日,万福生科从6.99元/股的收盘价跌至5.63元/股,中国平安则从37.12元/股跌至35.82元/股。2013年7月的证监会券商分类评级结果中,平安证券的评级由A级急降至C级,是114家证券公司中的评级级别最低的两家券商之一。

基于此事件,本文用事件研究法检验了平安证券除万福生科外的股票承销客户及其他客户在2012年11月23日及其附近的股票市场反应。之所以选择2012年11月23日作为事件日,是因为深交所在这一天的公告首次将万福生科事件与平安证券联系在一起,向资本市场发出了它们之间投行—公司关系的提醒信号。本文的研究发现,万福生科造假事件给平安证券的股票承销客户带来了价值损失的溢出效应,同时,这种溢出效应的强弱与投行—公司的关系强弱、公司自身状况及公司所在行业市场竞争度有关。

2. 研究背景

2.1 投行—公司关系

2.1.1 股票承销关系

股票承销关系对于客户公司来说是十分重要的。过去的许多研究证实了长期的股票承销关系可以给投行以及公司都创造价值。James和Burch等发现,在IPO中对券商付出的成本可以创造一种“关系资本”,这种资本的价值主要体现为后期再融资的费用减少^①。股票承销商在承销业务的发展中对客户的外部治理、投资、关系支持等行为都可以从提供决策信息、提高治理效应、减少资本成本等方面为客户公司创造价值^②。此外,公司对券

① Burch, T. R., Nanda, V., and Warther, V.. Does it pay to be loyal? An empirical analysis of underwriting relationships and fees[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(3): 673-699.

② Hansen, R. S., and Torregrosa, P.. Underwriter compensation and corporate monitoring[J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(4): 1537-1555.

商的转换成本也说明了稳定的投行—公司关系的重要性^{①②}。

投行的个体情况好坏也会通过股票承销关系对其客户公司的价值产生影响。为了澄清这种影响, Beatty 等研究发现, SEC 对承销商的调查会间接影响该承销商的承销客户价值, 尤其是 IPO 客户, 公司价值与它的承销商是息息相关的, 承销商的声誉损坏会加强信息不对称, 增加市场对其客户公司现金流评价的不确定性, 从而影响投资者决策。Kovner 研究了 2008 年在金融危机中 Bear Stearns、Lehman Brothers、Merrill Lynch 和 Wachovia 这几大投行的倒塌, 发现这些事件发生后, 其 IPO 客户的股价下跌了平均 5%, 其平均异常收益率比其他新上市的公司低了约 1%, 这意味着承销商对其承销的新上市客户的非凡意义。Fernando 等、Benveniste 等、Chakrabarty 等研究了 Lehman Brothers 的破产事件, 发现该事件为其股票承销顾客带来了总计约 230 亿美元的损失, 并对其他的金融业公司也有一些影响。这些研究说明, 当投行处于某种不利情况时, 其股票承销客户很可能会因为与投行的关系而遭受价值损失。

2.1.2 其他客户关系

相对股票承销关系而言, 其他客户与投行间的关系则显得不是那么重要。

Burch 等的研究提出, 公司从其债券承销商处几乎是没有任何价值的, 相对于股票承销商所提供的较低的再融资成本, 债券承销商往往对其客户收取更高的再融资费用, 以确保债务安全, 过高的融资成本很容易将关系资本抵消。然而, 在 Fernando 等对雷曼破产事件的研究中, 雷曼的债券承销客户也在事件期遭受到了一定的损失, 但该损失相对于其股票承销客户来说要轻得多。此外, Yasuda 和 Bharath 等认为长期的借贷关系能同时为银行与公司都带来价值, 但此结论是否能推广到债券承销关系还未可知。

在与投行—公司关系的研究中, Mikhail 等和 Ivković 等都提到, 投行的分析业务能够为公司创造价值, 但这种价值的来源究竟是投行—公司关系还是分析师—公司关系却难以确认。也有研究者研究了投行提供的投资咨询、资产管理、公司理财等业务为公司带来的价值, 发现这些业务仅在公司 IPO 后短期内为公司创造价值。同时, 这些业务的短期性与低转换成本让其难以产生关系资本, 因而很难对公司发生价值影响。

就现在已有的研究来看, 投行与公司除股票承销关系外的其他关系是否会给公司带来或好或坏的价值影响仍然处于未知状态。鉴于此, 本文也对万福生科事件对平安证券的其他客户的股票市场反应进行了检验。

2.2 财务欺诈的经济后果

财务欺诈对公司价值存在显著的负向影响。Karpoff 等研究了 SEC 对虚假陈述的强制执行过程, 发现在这期间, 虚假陈述公司的价值显著降低, 这种现象也被称为声誉损失。

① Burch, T. R., V. Nanda, and V. Warther. Does it pay to be loyal? An empirical analysis of underwriting relationships and fees[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(3): 673-699.

② Ellis, K., Michaely, R., and Hara, M. O.. Competition in investment banking[J]. *Review of Development Finance*, 2011, 1(1): 28-46.

声誉损失可能来自于管理层的失察、公司在信誉的丧失与资本成本的提高^{①②③}。

财务欺诈带来的声誉损失却远远不仅局限于欺诈公司，它还会依据欺诈公司所在的关系网络向外蔓延，即声誉损失的溢出效应。溢出效应是组织间关系网络研究的热点之一，在财务重述、公司治理失败、审计失败等有关的很多研究中都有涉及。Kang 等研究了董事连锁带来的溢出效应，发现财务重述带来的公司价值损失会通过某董事成员的兼任向外蔓延。Fich 等也发现，当某公司发生了财务欺诈，则与其共享董事的公司也会发生价值损失。然而，这些研究者们对董事连锁的研究可能并不足以说明所有关系网络的溢出效应。

信号理论和归因理论为关系网络溢出效应的产生提供了解释。在股票投资的背景下，公司的可见信号能够减少投资者在对公司价值评价中遇到的不确定性，投资者往往会主动寻求与目标公司有关的信号以支持投资决策，此时，目标公司存在关联的公司的财务欺诈事件便进入投资者眼中。同时，该财务欺诈事件曝光则会促使投资者对该事件进行归因，一旦发现欺诈公司与自己的投资目标公司有某种关联，便会对这种关联产生归因联想。

投行—公司关系，尤其是股票承销关系为投资者的归因提供了一条思路。在我国，《证券法》要求证券承销商承担保证责任。财务欺诈事件的曝出很可能导致投资者对公司股票承销商的质疑，从而增强对该承销商的其他股票承销客户公司的信息不对称感知，影响投资决策，最终给这些公司带来溢出效应。

这种溢出效应的影响对于那些相对更加依赖外部资源的公司可能显得更为重要。首先，这些公司往往对其股票承销商投入更多的关系资本，从而可能遭受到更为严重的关系资本损失；其次，对关系资本的依赖也让它们转换券商的成本显得格外昂贵，继而不能及时从声誉受到损害的承销关系中抽身出来。因此，本文假设，在面对股票承销商其他客户的财务欺诈事件时，对外部资源依赖性更强公司遭受的溢出效应更为严重。

同时，溢出效应的强弱也与公司所在的产品市场环境密不可分。在一个竞争性强的市场环境中，投资者可以自由选择投资的对象，一旦识别出与处于坏消息中的投行存在股票承销关系的公司，便能轻松舍弃该公司，将投资目光转向行业内其他公司。但在一个竞争性弱的市场中，较少的公司数量则让投资者难以转换投资对象，较大的产品市场集中度也更能让投资者对此行业中的公司保持信心。因此，本文假设，在面对股票承销商其他客户的财务欺诈事件时，处于高产品市场竞争度行业的公司遭受的溢出效应更为严重。

① Jarrell, G., and Peltzman, S. The impact of product recalls on the wealth of sellers[J]. *The Journal of Political Economy*, 1985, 93(3): 512-536.

② Klein, B., and Leffler, K. B. The role of market forces in assuring contractual performance[J]. *The Journal of Political Economy*, 1981, 2: 615-641.

③ Karpoff, J. M., and Lott Jr, J. R. Reputational penalty firms bear from committing criminal fraud [J]. *The Journal of Law and Economics*, 1993, 36: 757.

3. 研究方法

3.1 样本选择和数据来源

本文的初始样本选自平安证券成立以来的所有上市公司投行客户，剔除了在事件窗口与估计窗口的股票处于非正常交易状态的公司、相关数据缺失公司与金融业公司(因为深交所对平安证券的通报批评可能会对其他金融业公司产生影响)，最终得到 256 个有效样本。其中，股票承销客户(包括 IPO 承销客户与再融资客户)的甄别来自于国泰安信息技术公司开发的 CSMAR 数据库，共计 210 个；其他客户的甄别来自于平安证券官方网站，共计 58 个；12 个客户既属于股票承销客户，又属于其他客户。

鉴于深交所对平安证券的通报批评可能会引发市场对投行行业的整体质疑，万福生科事件的影响可能不仅局限于平安证券的股票承销客户。为了澄清万福生科事件的影响范围，本文采用以公司规模、年龄、成长性、行业、资产结构为依据的 PSM 配对法选取了与万福生科在投行、董事连锁、事务所、持股股东几个方面都没有任何关系的一组样本作为平安证券股票承销客户的对照组，对它们在事件期间股票市场的表现进行了检验。

3.2 研究方法

本文采用事件研究法检验万福生科事件的网络影响。对溢出效应的计量即市场模型计算得到的累计异常收益率(CAR)。市场模型在对关系网络溢出效应的检验中曾被广泛应用，其核心便是异常收益率的计算：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

在模型(1)中， AR_{it} 即公司 i 在第 t 天的股票市场异常收益率，由公司 i 在第 t 天的股票市场实际收益率(R_{it})与正常收益率($E(R_{it})$)之差求得。 $E(R_{it})$ 即假设事件没有发生时估计得到的收益率。对 $E(R_{it})$ 的估计需要一个远离事件窗口的估计窗口，本文将 2012 年 11 月 23 日设定为事件日(Day 0)，将估计窗口设为事件窗口前的 150 到 90 个交易日 $(-150, -90)$ ， $E(R_{it})$ 由以下模型得到：

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

在模型(2)中， α_i 是常数项， β_i 代表公司 i 的系统风险， R_{mt} 则指第 t 天的市场回报率，本文采用 A 股市场的综合回报率作为替代， ε_{it} 是残差项。

在计算出 AR_{it} 后，根据模型(3)得出事件窗口的公司 i 的累计异常收益率 $CAR_{i(t_1, t_2)}$ 。

$$CAR_{i(t_1, t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (3)$$

鉴于事件研究法的假设之一是有效市场，市场信息发出后，能够很快在股价中得到反映，因此，本文选择了较短期的(0, 1)作为事件窗口。样本公司在(0, 1)窗口内的 CAR 反映了其所受到万福生科事件溢出效应的影响。

为了澄清投行—公司关系、公司个体状况与公司所在市场竞争性强弱对万福生科事件溢出效应强弱的影响，本文采用多元线性回归对平安证券的股票承销客户进行了进一步的探索，回归模型如下：

$$CAR_i = \beta_0 + \beta_1 IPO + \beta_2 LEAD + \beta_3 Z_score + \beta_4 HHI + \gamma_j Controls + \varepsilon \tag{4}$$

在模型(4)中, CAR_i的定义与模型(3)相同。IPO 是虚拟变量, 当该公司的 IPO 承销商是平安证券时取值为 1, 否则取值为 0; LEAD 也是虚拟变量, 当平安证券至少有一次担任该公司的主承销商时取值为 1, 否则取值为 0。IPO 和 LEAD 是表示投行—公司关系强弱的变量, 以往研究中, 投行—公司关系的价值来源主要来自于 IPO 承销关系中发生的关系资本, 因此, 本文认为 IPO 承销中产生的关系比增发配股中产生的关系更为密切。Z_ score 来自于 Altman 的修正 Z 模型, 该模型用来判别公司的财务状况, Z_ score 越小, 公司的财务状况越差, 对外部资源的依赖性越强。HHI 则用来计量公司所在行业的产品市场竞争性, 由行业内各公司市场占有率的平方和计算得出, HHI 越大, 产品市场竞争度越小。Controls 则指可能对 CAR_i有影响的控制变量。具体而言, 包括公司规模(SIZE), 取上年末市值的自然对数, 投资者可能不容易对规模较大的公司失去信心; 公司年龄(AGE), 取企业成立年数的自然对数, 公司成立的时间越长, 市场占有率可能越稳定, 投资者可能相对更为乐观; 成长性(GROWTH), 用账面市值比计量, 成长性对投资者的影响尚不确定, 一方面, 高成长意味着更多的机会; 另一方面, 也为投资者带来了更大的风险; 上一年度的每股收益(EPS)用来计量公司的绩效; 机构投资者持股比例(Inst_ share), 机构投资者一般更为理性, 持股比例高的机构投资者也往往会对公司进行外部治理, 从而更了解公司的实际情况, 面临更少的不确定性; 所在地区市场化程度(M_ degree), 用 2009 年的樊纲市场化指数计量, 市场化程度越高的地区, 信息不对称相对越弱。ε 表示回归残差。

各变量定义如表 1 所示。此外, 为了避免极端值的影响, 本文在回归中对所有连续变量的观测值上下两端各 1% 进行了极值的处理(Winsorize)。

表 1 变 量 定 义

变量	变量名称	定 义
AR	异常收益率	公司在事件期间的日异常收益率
CAR	累计异常收益率	公司在事件窗口的累计异常收益率
IPO	首发承销	该公司的 IPO 承销商是平安证券时取值为 1, 否则取值为 0
LEAD	主承销	虚拟变量, 平安证券至少有一次担任该公司的主承销商时取 1, 否则取 0
Z_score	资源依赖性	Allman(2000)的修正 Z 模型计算得出
HHI	产品市场集中度	行业内各公司市场占有率的平方和
SIZE	规模	公司规模, 上期期末市场价值以 10 为底的对数
AGE	公司年限	公司成立年限对数
GROWTH	成长性	期末总资产/市场价值
EPS	公司绩效	上年度每股收益
Inst_share	机构持股比例	机构投资者持股数/总股数
M_degree	所在地区市场化程度	2009 年樊纲市场化指数

4. 研究结果

4.1 万福生科事件对平安证券客户的影响

4.1.1 股票承销客户

图 1 展示了在万福生科事件前后 21 天内平安证券的股票承销客户的平均日异常收益率状况，在 2012 年 11 月 23 日(day0)之前，平安证券股票承销客户的异常收益率较为平稳的在 0 附近波动，而在 11 月 23 日当天却遭受了平均为-0.410% 的显著的异常收益率，并在之后持续下降，到 11 月 27 日(day2)跌至最低点-1.962% 后才有所回转。

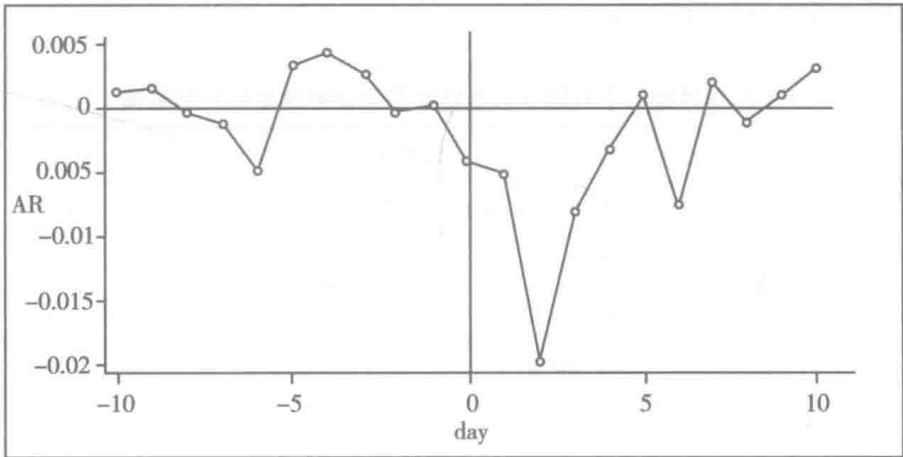


图 1 万福生科事件期间平安证券股票承销客户 AR 走势图

表 2 则展示了在不同的事件窗口下平安证券的股票承销客户与对照组的平均累计异常收益率情况。可以看出，在各事件窗口下，平安证券的股票承销客户都遭受了显著为负的

表 2 不同事件窗口下万福生科事件对平安证券的股票承销客户及其对照组影响

事件窗口	平安证券股票承销客户 (N=210)		对照组 (N=210)		均值差	
	(1)CAR	T 值	(2)CAR	T 值	(1)-(2)	T 值
(-5, 5)	-2.904% ***	-5.516	-1.854% ***	-5.443	-1.050% *	-1.674
(0, 0)	-0.410% ***	-3.858	0.055%	0.673	-0.465% ***	-3.469
(-1, 0)	-0.382% ***	-2.699	0.108%	0.889	-0.490% ***	-2.629
(0, 1)	-0.925% ***	-5.374	-0.096%	-0.680	-0.829% ***	-3.715
(-2, 2)	-2.901% ***	-8.854	-1.497% ***	-7.110	-1.404% ***	-3.606
(-3, 3)	-3.464% ***	-8.799	-2.410% ***	-8.761	-1.054% **	-2.195

注：*、**、*** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 以下水平统计显著。

异常收益率,而在(-2, 2)、(-3, 3)、(-5, 5)这三个跨度相对较大的事件窗口中,对照组也遭受了显著为负的异常收益率,说明深交所针对万福生科事件所作出的谴责与批评的溢出效应可能并不仅局限于平安证券的股票承销客户。同时,在所有窗口下,平安证券的股票承销客户的异常收益率都显著小于对照组,遭受了比对照组更为严重的损失。

由此可以得出,深交所对万福生科的公开谴责及对平安证券的通报批评对平安证券除万福生科外的其他股票承销客户带来了负面的价值影响,财务欺诈带来的声誉损失会通过投行—公司的股票承销关系向外溢出。

4.1.2 其他客户

表3展示了在不同的事件窗口下平安证券股票承销客户外的其他客户平均累计异常收益率情况。可以看出,除了(-3, 3)窗口外,其他事件窗口下其他客户的平均累计异常收益率和0相比均没有显著差异,也就是说,除股票承销关系外的其他投行—公司关系并没有充当财务欺诈溢出效应的渠道。

表3 不同事件窗口下万福生科事件对平安证券其他客户的影响

事件窗口	平安证券其他客户(N=46)	
	平均日非正常收益率	T 值
(-5, 5)	-1.550%	-1.483
(0, 0)	-0.192%	-1.491
(-1, 0)	-0.308%	-1.619
(0, 1)	0.135%	0.730
(-2, 2)	-1.477%	-2.599
(-3, 3)	-2.525% ***	-3.378

注: *、**、*** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 以下水平统计显著。

4.2 对万福生科财务欺诈事件溢出效应的进一步分析

表4提供了模型(4)的逐步回归结果。列(1)是仅包括因变量和自变量的模型。列(2)是在列(1)的基础上加入了投行—公司关系强弱变量(即 IPO 与 LEAD),相对列(1)来说,模型的拟合度明显提高(Adjusted R²由 0.0919 升至 0.1526),整体的显著性也由不显著变为显著(p 值从 0.317 到 0.025),说明投行—公司关系能够从很大程度上解释财务欺诈的溢出效应。列(3)是在列(2)的基础上加入了公司资源依赖性变量(即 Z-score),加入此变量后,模型的拟合度进一步明显提高(Adjusted R²由 0.1526 升至 0.1757),整体的显著性也进一步增强(p 值从 0.025 到 0.008),说明公司资源依赖性也能从很大程度上解释该溢出效应。列(4)则是在列(3)的基础上加入了公司所处市场的产品市场竞争性变量(即 HHI),加入此变量后,模型的拟合度再一次明显提高(Adjusted R²由 0.1757 升至 0.1912),整体的显著性也在此增强(p 值从 0.008 到 0.004),进一步增强了模型对溢出效应的解释力度。

列(4)中，IPO 与 LEAD 的系数均显著为负(p 值均在 0.1 水平以下)，即与平安证券关系越密切的公司在(0, 1)窗口内遭受的累计异常收益率越小，价值损失越大，溢出效应越强；Z-score 的系数显著为正，则说明资源依赖性越强的公司在(0, 1)窗口内遭受的累计异常收益率越大，价值损失越小，溢出效应越弱；HHI 的系数显著为正，说明所在产品市场竞争性越强的公司在(0, 1)窗口内遭受的累计异常收益率越小，价值损失越小，溢出效应越弱。此外，列(4)中各控制变量均不显著，说明溢出效应的强弱主要是由投行—公司关系、公司资源依赖性和公司所在产品市场竞争性决定的。

表 4 万福生科财务欺诈事件溢出效应的进一步分析

	(1)	(2)	(3)	(4)
IPO		-0.010 **	-0.008 **	-0.008 **
		(0.017)	(0.038)	(0.040)
LEAD		-0.006 **	-0.008 **	-0.008 **
		(0.048)	(0.018)	(0.016)
Z-score			0.001 **	0.001 **
			(0.023)	(0.028)
HHI				0.111 ***
				(0.002)
GROWTH	0.008	0.007	0.007	0.008
	(0.340)	(0.422)	(0.403)	(0.366)
SIZE	-0.001	-0.002	-0.001	-0.001
	(0.849)	(0.156)	(0.364)	(0.370)
AGE	0.004	-0.001	-0.001	0.001
	(0.229)	(0.850)	(0.947)	(0.914)
M_degree	0.001	0.001	0.001	0.001
	(0.564)	(0.525)	(0.550)	(0.670)
EPS	-0.001	0.001	0.001	0.001
	(0.841)	(0.719)	(0.932)	(0.944)
Inst_share	0.006	0.004	0.006	0.006
	(0.418)	(0.628)	(0.453)	(0.402)
Intercept	-0.025	0.044	0.016	0.008
	(0.438)	(0.244)	(0.652)	(0.829)
行业	控制	控制	控制	控制
N	210	210	210	210
F 值	1.14	1.80 **	2.01 ***	2.12 ***
	(0.317)	(0.025)	(0.008)	(0.004)
Adjusted R ²	0.0919	0.1526	0.1757	0.1912

注:括号内为 p 值, *、**、*** 分别表示在 0.10、0.05、0.01 以下水平统计显著。

5. 研究结论

本文以万福生科财务欺诈事件及其与平安证券的关系为背景研究了财务欺诈通过投行—公司关系传播的溢出效应。研究发现,投行的某股票承销客户的财务欺诈事件会对其其他股票承销客户带来显著的负面价值影响,即溢出效应,但这种效应仅局限于股票承销客户;此外,这种溢出效应的强弱取决于投行—公司关系的强弱、公司自身的资源依赖性和公司所在产品市场的竞争程度。本文澄清了投行—公司关系在财务欺诈条件下对公司价值的影响,也扩充了以往研究中对财务欺诈经济后果溢出效应的传播途径的理解,为社会网络、公司价值等相关领域的研究提供了新的证据。

尽管如此,本文仍留下了许多需要进一步研究的问题:(1)本文仅研究了投行—公司关系,但组织间还有很多其他关系,如事务所—公司关系、共同股东关系等,这些关系是否也会扮演溢出效应的渠道?(2)本文采取溢出效应计量方法是市场模型下的累计异常收益,是否还有其他模型能更全面准确地反映溢出效应?(3)本文仅从投行—公司关系的强弱、公司自身的资源依赖性和公司所在产品市场的竞争程度三个方面探讨了溢出效应强弱,是否有其他影响溢出效应的因素?这些都需要我们进一步研究。

◎ 参考文献

- [1] Akhigbe, A., and Madura, J.. Industry signals relayed by corporate earnings restatements [J]. *Financial Review*, 2008, 43(4).
- [2] Altman, E. I.. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy [J]. *The Journal of Finance*, 1968, 23(4).
- [3] Beatty, R. P., H. Bunsis, and J. R. Hand. The indirect economic penalties in SEC investigations of underwriters [J]. *Journal of Financial Economics*, 1998, 50(2).
- [4] Benveniste, L. M., and Wilhelm, W. J.. A comparative analysis of IPO proceeds under alternative regulatory environments [J]. *Journal of Financial Economics*, 1990, 28(1).
- [5] Bharath, S., et al.. So what do I get? The bank's view of lending relationships [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 85(2).
- [6] Chakrabarty, B., and Zhang, G.. Credit contagion channels: Market microstructure evidence from Lehman Brothers bankruptcy [J]. *Financial Management*, 2012, 41(2).
- [7] Cornelli, F., and Goldreich, D.. Bookbuilding and strategic allocation [J]. *The Journal of Finance*, 2001, 56(6).
- [8] Corwin, S. A., Harris, J. H., and Lipson, M. L.. The development of secondary market liquidity for NYSE-listed IPOs [J]. *The Journal of Finance*, 2004, 59(5).
- [9] Drucker, S., and Puri, M.. On the benefits of concurrent lending and underwriting [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(6).
- [10] Ellis, K., Michaely, R., and O'Hara, M.. When the underwriter is the market maker: An

- examination of trading in the IPO aftermarket[J]. *The Journal of Finance*, 2000, 55(3).
- [11] Fernando, C. S. , May , A. D. , and Megginson, W. L. . The value of investment banking relationships: Evidence from the collapse of Lehman Brothers[J]. *The Journal of Finance*, 2012, 67(1).
- [12] Fernando, C. S. , Gatchev, V. A. , and Spindt, P. A. . Wanna dance? How firms and underwriters choose each other[J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(5).
- [13] Fich, E. M. , and Shivdasani, A. . Financial fraud, director reputation, and shareholder wealth [J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(2).
- [14] Francis, J. R. , and Michas , P. N. . The contagion effect of low-quality audits [J]. *The Accounting Review*, 2012, 88(2).
- [15] Gleason, C. A. , Jenkins, N. T. , and Johnson, W. B. . The contagion effects of accounting restatements[J]. *The Accounting Review*, 2008, 83(1).
- [16] James, C. , Relationship-specific assets and the pricing of underwriter services [J]. *The Journal of Finance*, 1992, 47(5).
- [17] Kovner, A. . Do underwriters matter? The impact of the near failure of an equity underwriter [J]. *Journal of Financial Intermediation*, 2012, 21(3).
- [18] Krigman, L. , Shaw, W. H. , and Womack, K. L. . Why do firms switch underwriters? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2001, 60(2).
- [19] Ivković, Z. , and Jegadeesh, N. . The timing and value of forecast and recommendation revisions[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 73(3).
- [20] Jarrell, G. , and Peltzman, S. . The impact of product recalls on the wealth of sellers[J]. *The Journal of Political Economy*, 1985, 93(3).
- [21] Kang, E. . Director interlock and spillover effects of reputational penalties from financial reporting fraud[J]. *Academy of Management Journal*, 2008, 51(3).
- [22] Karpoff, J. M. , Lee , D. S. , and Martin, G. S. . The cost to firms of cooking the books [J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2008, 43(3).
- [23] Kedia, S. , Koh, K. , and Rajgopal, S. . Evidence on contagion in corporate misconduct [C]. AFA 2011 Denver Meetings Paper, 2010.
- [24] Ljungqvist, A. P. , Jenkinson, T. , and Wilhelm , W. J. Jr. . Global integration in primary equity markets: The role of US banks and US investors [J]. *Review of Financial Studies*, 2003, 16(1).
- [25] McWilliams, A. , and Siegel, D. . Event studies in management research: Theoretical and empirical issues[J]. *Academy of Management Journal*, 1997, 40(3).
- [26] Mikhail, M. B. , Walther , B. R. , and Willis, R. H. . Do security analysts exhibit persistent differences in stock picking ability? [J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 74(1).
- [27] Ritter, J. R. , and Welch , I. . A review of IPO activity, pricing, and allocations [J]. *The Journal of Finance*, 2002, 57(4).
- [28] Schenone, C. . The effect of banking relationships on the firm's IPO underpricing [J]. *The*

Journal of Finance, 2004, 59(6).

[29] Yasuda, A. . Do bank relationships affect the firm's underwriter choice in the corporate-bond underwriting market? [J]. *The Journal of Finance*, 2005, 60(3).

Investment Bank, Financial Fraud and Spillover Effects

—Evidence from Wanfu Biotechnology and Ping'an Security

Li Qingyuan Zhang Xiaoxing

(1,2 Economics and Management School of Wuhan University, Wuhan, 430072)

Abstract: The financial fraud of Wan Fu Biotechnology has caused quite a stir in Chinese capital market. This paper researches the reaction of Ping An Security's customers' investors in the background. We find that the economic consequences of financial fraud spread out through investment banks—company relationship. The specific performance named spillover effect, which refers to the investment bank's other equity underwriting customers' significant value loss. And the spillover effect only happens to equity underwriting customers. In addition, the spillover effect depends on the strength of the relationship between investment banks and company, the company's own resources dependence and product market competition.

Key words: Investment banks-company relationship; Financial fraud; Spillover effect

专业主编:李青原