

第1卷 第1期

Vol.1 No.1

总第1期

财务案例评论

REVIEW OF FINANCIAL AND ACCOUNTING CASES

蔡湘鄂 机会主义还是利益激励? ——创业板券商直投对上市公司的影响研究

刘彩霞 湖南移动欠费管理研究

张 岩 订单式生产企业订单成本估算与定价应用研究——以X纸业公司为例

田 雯 财务报表合并范围变化对企业并购行为及效果的影响研究——以上汽集团为例分析

张 琳 基于交通运输行业视角的营业税改征增值税研究



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

财会案例评论

Review of Financial and Accounting Cases

期刊编委会名单

主任

余蔚平/财政部

副主任

杨敏/财政部会计司	陈毓圭/中国注册会计师协会
孙铮/上海财经大学	荆新/中国人民大学

委员（按姓氏笔画）

王化成/中国人民大学	李若山/复旦大学
王永海/武汉大学	孟焰/中央财经大学
刘永泽/东北财经大学	罗飞/中南财经政法大学
刘志远/南开大学	骆家骥/中国机械工业集团有限公司
曲晓辉/厦门大学	夏冬林/清华大学
宋献中/暨南大学	高一斌/财政部会计司
张克慧/中国神华能源股份有限公司	黄世忠/厦门国家会计学院
张俊瑞/西安交通大学	彭韶兵/西南财经大学
张嘉兴/天津财经大学	谢荣/上海国家会计学院
张蕊/江西财经大学	谭劲松/中山大学

主编

王化成/中国人民大学
欧阳宗书/财政部会计司

图书在版编目(CIP)数据

财会案例评论. 第1卷. 第1期/王化成, 欧阳宗书主编. —北京: 北京大学出版社, 2015. 6
ISBN 978-7-301-26173-6

I. ①财… II. ①王… ②欧… III. ①财务会计—案例 IV. ①F234.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 185133 号

书 名 财会案例评论(第1卷第1期)

CAIKUAI ANLI PINGLUN

著作责任者 王化成 欧阳宗书 主编

责任编辑 刘誉阳

标准书号 ISBN 978-7-301-26173-6

出版发行 北京大学出版社

地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址 <http://www.pup.cn>

电子信箱 em@pup.cn QQ:552063295

新浪微博 @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926

印 刷 者 北京大学印刷厂

经 销 者 新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 14.75 印张 321 千字

2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

定 价 48.00 元

International Price U. S. \$30.00

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 侵权必究

举报电话: 010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题, 请与出版部联系, 电话: 010-62756370

财会案例评论

Review of Financial and Accounting Cases

《财会案例评论》是由全国会计专业学位研究生教育指导委员会主办、北京大学出版社出版的专业性实务导向学术刊物，主要刊登有关财务会计、财务管理、管理会计、审计以及与之相关的公司治理、税务、内部控制、风险管理、会计信息系统等领域具有实践价值与理论意义的高水平论文。

本刊鼓励论文从实践中提炼问题，通过研究，分析、解决问题，以服务于组织改善经营管理，实现经济效益和社会效益。论文类型以案例分析、调研（调查）报告、专题研究、组织（管理）诊断为主。

本刊面向会计专业学位教育界以及实务界，通过密切关注经济社会发展的基本趋势，研究当前会计及相关经济、管理领域的重要问题，旨在搭建会计理论界与实务界深入交流的学术平台。

本刊以中文为主，录用的稿件均为原创性研究，不刊登已经在其他刊物发表过及正在其他刊物审稿中的稿件。

《财会案例评论》投稿体例

1.稿件文本须以双倍行距排版,并按顺序标注页码。标题应尽量精简。

2.稿件的第1页应包括以下信息:(1)文章标题;(2)作者姓名、单位,以及通信作者的地址、电话及电子邮件地址;(3)作者及单位的英文信息;(4)致谢及获得资助声明(如果有的话)。稿件的第1页之外不再出现作者信息。

3.稿件的第2页应提供以下信息:(1)文章标题;(2)不超过200字的中文摘要;(3)3-5个中文关键词;(4)文章英文标题;(5)不超过200字的英文摘要;(6)3-5个英文关键词。

4.文章正文的标题、表格、插图、公式必须分别连续编号。第一级标题居中,用中文数字一、二、三等编号;第二级标题左对齐,用中文数字(一)、(二)、(三)等编号;第三级标题以阿拉伯数字1.2.3.等编号;第四级标题以(1)、(2)、(3)等编号。

5.数学公式应单独一行居中表示,公式右边以阿拉伯数字(1)、(2)、(3)等连续编号。

6.图片和表格必须以阿拉伯数字连续编号,如表1、表2、图1、图2等。行文中应标明图表的大体位置。插图必须清晰,达到出版质量。

7.脚注数目应尽量精简,并用连续的阿拉伯数字上标标注。脚注中不得包含图表,尽量不包含公式。

8.所有参考文献出现在文章的末尾。先中文文献,后英文文献。中文文献按第一作者姓氏的汉语拼音从a到z排序,英文文献按第一作者姓氏从A到Z排序。正文提及的文献应与全文最后列出的文献一一对应。

参考文献示例如下:

[1]张维迎、邓峰,2003,信息、激励与连带责任,《中国社会科学》,第3期,第99—112页。

[2]Cochrane, J.H., 2001, *Asset Pricing*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press.

[3]Jensen, M.C. and W. H. Meckling, 1976, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

(注意:引用的英文书名、杂志名要用斜体,除虚词外首字母均大写;引用的文章名用正体,只有第一个单词的首字母大写。引用的英文人名除姓外均用缩写。)

文章中提及参考文献时,应使用“著者+年份”的形式,例如:“厉以宁(1998)认为”“曾有研究者探讨过这一问题(Schipper, 2000)”。

财会案例评论

第 1 卷第 1 期

2015 年 6 月

目 录

机会主义还是利益激励？

——创业板券商直投对上市公司的影响研究

..... 蔡湘鄂 (1)

湖南移动欠费管理研究

..... 刘彩霞 (39)

订单式生产企业订单成本估算与定价应用研究

——以 X 纸业公司为例

..... 张 岩 (89)

财务报表合并范围变化对企业并购行为及效果的影响研究

——以上汽集团为例分析

..... 田 雯 (135)

基于交通运输行业视角的营业税改征增值税研究

..... 张 琳 (169)

Review of Financial and Accounting Cases

Vol. 1 No. 1

June, 2015

CONTENTS

Opportunism or Positive Incentive? Research on the Influences of Investment Banks' Direct Equity Investment on GEM's Firms	Xiang'e Cai (1)
A Research on Arrearage Management of Hunan Mobile	Caixia Liu (39)
Research on Price and Cost Estimation in MTO Enterprises Products: X Paper Co. , Ltd. as an Example	Yan Zhang (89)
Study on the Effects of Changing of Scope of Consolidation of Financial Statement Affect on the Behaviors and Performance of M&A: Based on SAIC	Wen Tian (135)
Research of the VAT instead of Business Tax Based on the Perspective of the Transportation Industry	Lin Zhang (169)

机会主义还是利益激励?

——创业板券商直投对上市公司的影响研究

蔡湘鄂*

摘 要 “保荐+直投”模式因其灰色区域的利益冲突一直是投资者及监管者关注的焦点。本文结合我国的制度背景,采用案例研究与实证分析的方法,检验了上述模式对于上市公司影响的两种理论假说:“机会主义”假说,即券商利用信息优势尽量高价发行;“利益激励”假说,即券商直投通过择优选择信息质量较好的企业投资,并且考虑到市场对潜在利益冲突的预见性,在高价发行的同时考虑了市场的理性抑价要求。本文的研究结果表明,券商直投企业的特点基本符合“利益激励”假说的预测。本文的结论为政府继续扶持券商直投模式的行为提供了支持性证据。

关键词 券商直投 利益冲突 创业板

一、绪 论

2010年4月13日,创业板新贵神州泰岳(300002.SZ)以237.99元的收盘价,成为当时中国资本市场上的第一高价股。金石投资有限公司(以下简称“金石公司”),是该公司的法人发行股东之一,也是该公司上市保荐人——中信证券股份有限公司(以下简称“中信证券”)的直投全资子公司,在上市前四个月通过增资扩股取得发行前2.22%的股份,锁定期三年。在投资后第一年年末该投资账面盈利10.6倍。随着神州泰岳股价回落,至2012年6月末其账面投资回报率仍达4.19倍。

创业板,是中国最年轻的三板之一,开板首日个股平均涨幅106%,市场情绪一度高涨,

* 正佳企业集团有限公司。通信地址:广州市天河区天河路228号之二万豪金殿23A14室;邮编:510620;E-mail:caixiang@163.com。本文是在中山大学管理学院刘峰教授的指导下完成的,并在蔡祥副教授的指导下进行数据的处理工作。在此向他们致以诚挚的感谢,本人对文中的数据结果负责。

推动综指在2010年12月20日创下1220.65点的历史高点。之后各公司年度业绩纷纷变脸,股票发行者们于解禁期后大量减持,部分公司高管不惜请辞套现,再加上受宏观经济低迷的影响,投资者信心倍挫,诸多因素综合导致创业板综指在2012年3月跌至最低613.3点,号称是少数人的财富摇篮,被人们揶揄为“创富板”。IPO企业身后的券商因突击直投入股,短期获取巨额账面浮盈而引人瞩目,以金石公司为代表的“保荐+直投”模式,普遍受到市场对其既当股东又当中介的双重身份的质疑。

作为资本市场中不可或缺的重要中介,在企业IPO进程中,券商不仅收获了巨额的承销收入,而且凭借对企业全面了解的先天优势,充分判断项目的短期投资价值,并通过直投资金成功捕获具有潜力的投资机会。这种“保荐+直投”的投资模式以短、平、快著称。有人认为,在目前阶段,虽然监管部门用多种制度手段为券商直投筑起防火墙,但作为保荐人的证公司与直投全资子公司之间难脱裙带关系,直投模式存在说不清的道德风险,危害保荐工作的客观公正,损害公众投资者的利益。

券商直投在我国一直风波不断。早在2000年前后,部分券商就利用自有资金或客户资金过度炒作房地产,盲目投资中小型非上市企业,“押宝”深圳创业板市场,并挪用客户资金堵塞亏损漏洞,加剧了证券公司的整体性风险,而且直投的业务范围也与当时《证券法》规定的证券公司经营范围不符。为了防范行业风险,规范经营行为,证监会于2001年4月下令禁止证券公司参与直投业务,并对整个行业进行清理整顿。券商只得另觅他路,将直投业务从证券公司剥离,或转换成私募基金等进行曲线运作。

随着我国资本市场的发展,证券公司抵御风险的自控能力不断加强,行业对放开直投业务的呼声见涨。2007年9月,中国证券监管部门同意启动证券公司直投业务试点,国内最大的两家证券公司——中国国际金融公司(以下简称“中金公司”)和中信证券获得试点资格。2008年3月,证监会对证券公司的规模等做出具体限制,符合条件的证券公司可向证监会申请开展直投业务的试点。2009年4月,证监会适度扩大了证券公司的试点范围,在《证券公司直接投资业务试点指引》中下调了对证券公司规模指标的限制,要求开展直投业务试点的证券公司最近12个月的净资本不低于15亿元(原规定为不低于20亿元),具有完善的内部控制和风险管理制度,具有较强的投资银行业务能力,最近三个会计年度担任股票、可转债主承销的项目在5个以上(原规定为10个以上),或者主承销金额在100亿元以上(原规定为150亿元以上),项目运作仅允许依靠自有资金。直投业务开展要求集中在Pre-IPO(投资于企业上市之前)项目上,初步设定了“投资期限不超过3年”等相关规则,并规定在“保荐+直投”模式下,直投公司的参股比例不能超过7%,该规定使得出身于券商的直投与一般的风险投资之间存在较明显的差异。

2011年7月,证监会正式颁布《证券公司直接投资业务监管指引》(以下简称《监管指引》),标志着券商直投业务从五年期的试点阶段转入常规监管阶段。面对市场质疑,我国监管部门一方面加强了对券商直投的制度监管,停止了争议的“保荐+直投”业务模式,另一方

面逐步松绑,放手券商发展直投业务。直投基金模式的放开能帮助券商突破利用自有资金直接投资的额度限制,通过筹资方式发挥杠杆效应,更为广泛地参与投资领域。

在一紧一松的政策导向下,根据清科数据库统计,截至2011年共有38家券商获得了直投业务资格。¹按照券商使用自有资金的直接投资额度上限为证券公司净资本的15%计算,券商可用于直接股权投资的资本量约为561亿元。至2012年6月,券商直投子公司累计已披露的投资达273笔,总投资额约276亿元,仍有较大的投资增长空间。在2009年至2012年上半年期间,券商直投业务成功退出共60笔,均是IPO退出,其中创业板上市公司28家,占46.7%,是券商直投的主要退出通道。退出的60笔投资中,共有57笔属于直投与保荐结合模式,平均回报率为4.86倍,平均投资周期约为17个月,虽回报水平一般,但在投资周期上明显短于创投机构,其中金石公司从投资项目数量等综合指标来看表现最佳。

在国外成熟的资本市场中,国际券商的经营活动普遍涉及直投业务,通常采取设立独立子公司的形式或者单独的投资部门开展直投业务,与券商主体和经纪业务等分隔以防范风险。高盛、美林、摩根士丹利等知名券商在直投业务方面的收入,尤其在中国等新兴市场的收入增速非常快,成功案例较多。如早在1994年6月,高盛直接投资部联合摩根士丹利参股中国平安保险公司(601318.SH),其中高盛投资3500万美元,以当时每股净资产的6倍购入13.7%的股份,2006年通过将大部分股权转让给汇丰银行而成功退出,投资收益达30倍以上;2007年3月,其参股的高盛高华证券公司作为主承销商参与了中国平安的IPO发行。至2010年年初,高盛仍持有中国平安3.8%股份。高盛在长达13年的持股期间,帮助中国平安引进高级专业人才、管理人才以及开展员工海外培训计划等,使其收入获得了巨额增长(袁元、霍俊,2010)。据高盛有关负责人称,2003—2010年,高盛直接投资部在中国共投资了20多家企业,仅退出3家,持股时间一般是5—8年,投资公司组合的平均年复合盈利高于30%,帮助投资企业融资逾100亿美元,并通过在董事会拥有席位等方式,帮助其完善公司治理、拓展国际市场、实现技术人才整合、提供战略建议以及对促进资本结构优化给予建议。²

国内优秀企业在海外上市的进程中通常会进行Pre-IPO的安排,引入有影响力的机构投资者参股帮助IPO定价,该种模式称为引进基石投资者(Cornerstone Investor)。由于该类股权有锁定期的限定要求,故会予以少许折让。如2010年6月,农业银行(601288.SH, 01288.HK)在IPO前夕引入全球11家基石投资者,在每股定价上给予了IPO发行价15%的折让。大比例的基石投资者的引入,被认为是农行IPO逆市成功的重要策略之一。

在我国,长期以来券商只能经营经纪、投行、资产管理和自营等四类与证券交易相关的

¹ 蔡建飞,清科观察:退出回报下行券商直投回归理性, <http://research.pedaily.cn/201208/20120821333293.shtml>, 2012年8月24日。

² 安蓓,高盛亚洲投资:危机后高盛股权投资更关注中国市场, <http://stock.hexun.com/2010-05-27/123817830.html>, 2010年5月27日。

传统业务。券商直投业务的开启,可以帮助券商摆脱对股市行情的依赖,优化业务结构,对券商乃至整个证券行业产生深远的影响。为了正确引导及扶持券商直投,我国证监部门对直投业务制定了多项监管措施。但业内人士认为,不同于国外成熟资本市场的是,我国实行的是上市审批制,狭隘的上市通道导致企业一旦上市价值暴涨,催生权利寻租(叶檀,2010)。券商直投模式下,虽然证监会加强了制度风险防范力度,但是券商与直投子公司之间的利益隔离在实际操作上难以监管,同时作为承销商和投资人的证券公司可能利用信息优势损害投资者的利益。而证监会颁布的指引条款也大有可规避之处,禁止了“保荐+直投”模式,倘若券商提前安排投资,“直投+保荐”也并未说不可行(皮海洲,2011)。³

目前世界主要市场经济国家都已实现证券公司经营模式的转变,提高了券商的综合竞争力和资金使用效率,我国是唯一继续实行分业经营的大国,混业经营的国际主潮流以及我国券商经营模式遭遇的困难,都是目前我国券商出现混业化趋势的主要原因。笔者认为,中国部分优秀企业资源在国外知名券商的保荐下频频奔赴国外资本市场,国内券商尚未具有与之竞争的综合实力。政府目前已逐步放开了对券商的经营约束,通过行政手段帮扶券商摆脱在传统业务领域的低价恶性竞争,我国券商应该抓住机遇、长足发展。其中部分优秀的券商,如中金公司,已开始凭借自身优势参与国外资本市场的角逐。而面对本土一级市场丰厚的投资回报,券商处于关键的利益中心位置,怎可能看着机会白白从手边溜走?2011年国信投行李绍武案⁴,以及2012年招商证券保荐人李黎明案⁵,曝光了个别证券行业人士面对利益违规投资的行为。如果监管部门不予放行,将可能出现更多类似的或更加高明的曲线投资,可能形成滋生腐败的暗床,更不利于监管的公正透明。

在多层次的股权投资市场中,券商直投虽与其他投资类型区别甚多,但同样是给企业提供资金支持,从长期来说有益于行业以及国内资本市场的发展,其关键在于应合理定位,立足于为企业提供增值服务。那么,目前我国券商直投的成功案例中,是否存在利用权益之便“撇奶油”(Cream-skimming)⁶?持股后是出于赚了就走的投机,还是以股东的身份对企业实施监管职责后成功退出?下面将予以分析。

³ 有部分市场人士认为,券商直投模式不适合我国的现行制度,“直投+保荐”的危害性与“保荐+直投”是一致的。

⁴ 李绍武,原国信证券投行四部总经理,因在执业期间利用职务便利安排亲属或其可以控制的公司拟上市公司改制等关键阶段投资入股并获取利润等违法违规事项,在2010年6月被证监会立案稽查,被处以没收违法所得并罚款,被认定为市场禁入者。

⁵ 2012年1月10日,证监会对李黎明涉嫌在从事项目保荐期间的违法违规事项进行立案调查,调查发现,李黎明涉嫌职务侵占、违规购买所保荐的拟上市公司江西科林5%股权等多项违法违规行为。

⁶ 择优行为,通俗说“撇奶油”,最先出自Rothschild and Stiglitz(1976)关于竞争性保险市场的讨论,后来广泛运用于经济学,用于描述公司在提供产品或服务时,只选择低成本或者高价值的产品或服务给顾客的道德风险行为,常见于股票知情交易的讨论中。

二、理论综述

(一) 金融中介的择优行为

券商直投企业是指我国符合条件的证券公司利用自有资金建立的,开展直接股权投资业务的全资子公司。⁷ 其业务范围仅限于券商使用自有资金对境内企业进行股权投资,为客户提供股权投资的财务顾问服务,设立直投基金,筹集并管理客户资金,进行股权投资、闲置资金管理,以及证监会同意的其他业务。根据规定,证券公司的直投业务只能通过券商直投企业开展,证券公司与直投子公司的全资母子公司关系,意味着两者之间的根本利益是完全一致的。

作为金融业的代理中介之一,券商是联系拟上市企业与公众投资者的重要桥梁:在IPO进程中,券商作为上市辅导人,利用专业知识为企业提供包括完善法人治理结构、改制重组等一系列顾问服务,帮助企业塑造成符合上市申请条件的预备公司;在企业获得准予上市资格后,券商作为承销商要主导企业股票的定价、发行和配售,以及上市后的监督工作等,并通过提供以上的服务向企业收取佣金。Leland and Pyle(1976)认为金融机构存在的主要原因之一是缓解了信息不对称问题。张艳(2003)基于国外学者的研究成果,从交易成本的角度分析了金融中介具有以下三点作用:(1) 以较低的资产转换成本提供流动性;(2) 利用专门技术和规模经济降低资产评估和代理监督成本;(3) 通过声誉机制等降低信息获得和甄别的成本。

Bolton, Santos and Scheinkman(2011)在对二级市场的交易性和流动性进行实证检验时发现,在金融业非正式的、不透明的场外交易(OTC)中,代理人存在过多的提取信息租金以及“撇奶油”的行为。相对于场内有组织的市场提供规则、透明的标准普通商品(包括资产、股权、期货等)交易,场外交易市场主要由代理人向客户提供“定制”服务。知情代理人需凭借信息优势为客户提供不可或缺的估值服务,但市场的不透明性可使知情代理人提取较高的租金。交易的双方都有动机脱离有组织的场内市场进行场外交易。IPO市场的投资者因信息不对称可能进行逆向选择,对不了解的交易通常要求折价(Rock, 1986),合资格投资机构(QIBs)买家比一般IPO买家更了解企业,提供的价格更高,因而吸引了大量高品质的发行人。其中一个例子就是自美国证券交易委员会颁布144A条款规定受限的私募股份转让可豁免注册后,美国私募市场的规模迅速扩大。高盛、花旗、美林等券商蜂拥建立自家的交易客户平台,搭建出场外市场的合资格投资机构,利用信息优势“撇奶油”。代理人的“撇奶油”行为促进了私募市场交易,并显然降低了公开交易市场的股票质量。

由于我国的资本市场仍处于发展初期,IPO能给企业家和投资者带来巨大的财富效应和社会声誉,而我国目前的制度环境决定了包装、内幕交易等违规手段未必会受到严厉的法

⁷ 券商直投的概念根据《证券公司直接投资业务监管指引》的内容整理。

律惩治,拟上市企业股份成为股权投资资本追逐的稀缺资源。券商相对于一般投资者信息优势明显,不仅可以通过保荐代理获得大笔的发行佣金,当拟上市企业在IPO前出现投资需求时,券商还可以对好的项目“撇奶油”,交由直投子公司进行投资。据此,业内人士也声称,如果保荐过程中发现好的项目,将首先推荐给直投部门或子公司(李域,2010)。

(二) 券商直投的利益冲突

1. 潜在利益冲突监管的历史演变

我国券商直投业务的开启,激起了业界对券商双重身份可能存在潜在利益冲突问题的质疑。而在美国等成熟的资本市场中,对于此类问题的争论也曾持续了约七十年之久,争论的焦点是全能银行(university bank)同是投资者和承销商而引发的潜在利益冲突。

早在美国20世纪30年代经济大萧条时期,华尔街股市崩盘,最终破产的企业被发现在发行前就背负累累债务。⁸很多批评家指责作为承销商的全能银行出于自身利益的考虑,无视过高的风险,高价发行明显低质的企业证券,导致投资者盲目乐观,是银行不负责任的“临门一脚”最终击溃了股市。在公众的强烈抗议下,1933年美国出台了著名的《格拉斯—斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act),要求商业银行与投资银行业务分离,从此美国进入了长期的金融业分业经营局面。随着现代金融业的发展,该法案受到越来越多商业银行的反对,被认为严重削弱了美国金融机构的竞争力。1999年美国政府颁布了《金融服务现代法案》,废除了《格拉斯—斯蒂格尔法案》中关于限制银行证券分业经营的相关条款。不过有人认为,正是该法案废除后,政府管制的放松和金融业的贪婪扩张最终导致了次贷危机的爆发。

2. 两种研究假说

Kroszner and Rajan(1994)为了研究全能银行在潜在利益冲突压力下的IPO定价行为以及市场投资者的反应,建立了两种截然不同的假说,即“天真的投资者”假说和“理性抑价”假说,Gompers and Lerner(1999)对此进行了完善。

(1) “天真的投资者”假说

Kroszner和Rajan认为,《格拉斯—斯蒂格尔法案》禁止商业银行投资企业,根本在于确定银行的这类直投行为混淆了承销和投资两种业务,产生了重大的利益冲突,侵害了企业的财务稳定性。“天真的投资者”假说建立在该法案所认定的银行无视利益冲突的前提下。如果承销商在确定IPO价格时不顾忌这类冲突,作为企业的股东,承销商将选择尽可能高价发行,就算事前已了解到企业的价值高估,为了使股权能够尽快增值,承销商也可能会选择隐瞒不利的信息,帮助企业欺骗投资者并操纵发行价格。这样,承销商一方面收取高额佣金,另一方面在企业上市后快速抛售股票兑现股权收益。投资者虽因信息不对称通常要求IPO抑价,但在“天真的投资者”假说下,该类公司的IPO抑价率相对更低,由于投资者的投机行

⁸ 《格拉斯—斯蒂格尔法案》的兴废与启示,《金融发展评论》,2011年第4期,第103—107页。

为,以及企业本身的信息质量缺陷,上市后的长期市场表现势必不尽如人意。

(2) “理性抑价”假说

在“理性抑价”假说下,市场可以正确地预见承销商也是企业投资者时会带来的潜在利益冲突,使得承销商对待企业敏感信息时会显得更加谨慎,因此承销商将减少投机性行为。Gompers 等学者认为,如果市场能够理性预见潜在的利益冲突,将会加剧投资者的逆向选择倾向,那么就算承销商仅择优保荐最好的企业,在 IPO 发行时一样会被要求给予较高的“理性抑价”。在该假说下,承销商会主动选择一些信息不太敏感的参股公司承销,公司则体现为 IPO 抑价率相对更高,上市后的长期市场表现较好。

3. 对两种假说的验证

(1) 潜在利益冲突的存在

逆向选择是指在买卖双方信息不对称的情况下,差的商品必将好的商品驱逐出市场,或者说拥有信息优势的一方,在交易中总是趋向于做出尽可能有利于自己而不利于别人的选择,其存在将导致市场价格失灵,资源低效率配置。由于承销商和投资者的目的不一致,券商或全能银行将两种角色集于一身时潜在利益冲突是可能存在的。Myers and Majluf (1984)认为银行的双重身份容易导致逆向选择,因为银行总是对持有股份并承销的企业估值相对过高。Rajan(1992)通过模型揭示了这种冲突的存在,即全能银行能够有效缓解发行人与市场投资者的信息不对称问题,但存在可能欺骗投资者的动机。Gompers and Lerner (1999)认为,双重身份的投资银行在 IPO 发行时的确面临着两难选择:一方面,作为 IPO 项目的承销商,高价发行和尽量超募是有利的,而且发行费用也可以水涨船高;另一方面,发行价过高会损害长期客户的利益,甚至可能破坏自身辛苦建立的声誉。银行会在两难中权衡利弊,在不伤害自身声誉的前提下尽可能最大化地高价发行股票,使得以后出售股份时可以获得更高的股票收益。

(2) “理性抑价”假说的成立

Kroszner 等学者通过对美国 20 世纪 20 年代全能银行的相关数据分析,发现研究结果支持了“理性抑价”假说,身为承销商的全能银行并没有加重利益冲突,该类股票的市场表现甚至好于其他股票。Puri(1994)发现,市场愿意对这类股票掏荷包,且认为全能银行的持股是新发行企业质量的保证。

Gompers and Lerner(1999)根据 1972—1992 年风险投资企业对上市公司的参股情况,以及风险投资企业与投资银行之间的股权关系,建立了一套类似于全能银行的研究数据,对企业 5 年超额回报率、破产率、IPO 抑价以及首日回报等方面的数据进行了全面详尽的分析,研究结果完全验证了“理性抑价”假说。

Gompers 等学者通过对数据的变动观察发现,声誉是影响券商行为的重要因素,高声誉承销商持股的企业特征与由独立承销商保荐的企业相似,看来是更在乎潜在利益冲突带来的消极影响,而且其保荐企业的长期市场表现相对更好。数据显示,企业的长期市场表现

与风险投资的持股变动不相关,但与持有少数股权的券商持股变动具有相关性,这更加证实“天真的投资者”假说不成立。

(3) “理性抑价”假说对委托代理关系的改善

相互独立的发行人与承销商之间通常存在着目标不一致的代理冲突。承销商可以通过高价发行提取更多的发行佣金,同时避免因发行定价低于发行者预期而被其他竞争对手替换的风险。但高质量的发行人通常考虑给予市场折价,以求长期市场表现更好,为日后再融资做准备。大量学者的相关理论研究也证明,高质量的发行人抑价相对较低,长期的市场表现更好。

在“理性抑价”假说下,承销商持股的股权结构,减轻了与发行人的代理冲突。从承销商的双重身份中,市场提前预知了潜在的利益冲突,承销商不得不权衡利弊,并按市场的要求给予理性抑价。投资者似乎更认可承销商持股企业的长期市场表现。对于期望高价的发行者来说,找到好声誉的承销商进行认证是个好办法,因为市场要求的理性抑价会降低一些。

(4) “理性抑价”假说下的认证价值

信号传递是逆向选择的特例,拥有信息优势的一方可以通过信号传递给处于信息劣势的个体,以实现有效率的市场均衡(张维迎,1997)。引入券商直投以及基石投资者,均是利用信号传递的方法来解决市场投资者的逆向选择问题。Puri(1996)认为,投资银行承销新项目时也有潜在的利益冲突存在,因为尽职调查的成本是昂贵的,投资银行有动机避免支出。商业银行因为投资关系的存在拥有了大量的信息,在承销时潜在的利益冲突并未显示恶化,而是为发行人带来了认证价值,这种认证价值的效果在 Booth and Smith(1986)的证明中是显著的。Gregory(2002)的研究显示,由具有投资关系的商业银行承销的 IPO 抑价比投资银行低,而且在美联储放宽了对商业银行承销的限制,尤其是减少了商业银行母公司与附属公司之间的信息流防火墙以后,这种影响变得更强。

(三) 我国券商直投的理论背景分析

经过近二十年的建设,我国的资本市场初步形成了主板、中小板、创业板等场内市场,代办股份转让系统、产权交易市场等场外市场的多层次资本市场结构,尤其是创业板的推出,有效地拓展了投资资本的退出渠道。由于场外交易市场发展缓慢、层次较低,上市退出仍是投资资本的最理想通道。我国目前的上市制度安排造成了上市公司相对非上市公司的大幅度溢价,为了争取上市资格,企业家对企业进行包装上市的动机更加强烈,投资者也力争获取发行股权、赚取二级市场价差的机会。在现行的 IPO 价格询问机制下,机构投资者为了获得企业更多的股票份额可能报高价,发行人与券商在定价时为了显示企业的股票质量,有动机制定较高的价格以区别于其他类股票,券商是承销商也是发行者股东的身份,明显具有信号传递的认证价值,帮助市场投资者认可较高的 IPO 定价,从而导致公司发行价格偏高。在上述国外学者关于潜在利益冲突领域的研究理论基础上,结合我国资本市场的特性,笔者得出以下结论:

1. 基于“天真的投资者”假说的机会主义行为

“天真的投资者”假说虽在美国等成熟的资本市场未取得数据支持,但对于仍处于初级发展阶段的我国资本市场,各方面均尚待健全完善,在资本环境、政治影响、法律制度建设以及投资者教育程度等多种因素的综合影响下,该种假说依然可能存在。由于券商熟悉资本市场规则,可能为企业带来快速上市等好处,企业有动机接受券商直投。直投子公司通过券商得到了拟上市前入股的机会。如果券商无视潜在冲突的存在,由于拟上市企业的股权是稀缺的,那么不管投资的企业信息质量如何,直投子公司都会尽收囊中,并尽可能帮助企业隐瞒敏感信息,通过盈余管理等手段调高预期利润,帮助券商在IPO发行时抬高股票价格,最大化承销收入。直投子公司在股票锁定期满后,迅速高价抛售持有的企业股票,存在“赚了就走”的投机动机。

在该种假说的支持下,直投企业参股公司整体上的成长性并不太好,业绩相对来说并不突出,发行佣金高昂,首日IPO抑价相对较低,总体市场表现较差,应计盈余管理相对较多。直投券商由于具有投机动机,在股票解禁期后有大量抛售股票的举动,可能导致股价出现急促下降。

2. 基于“理性抑价”假说的投资者利益激励

根据“理性抑价”假说,市场能够正确地预见券商直投会带来的潜在利益冲突,并对IPO的定价要求折扣。考虑到市场的这种预见性,券商可能会主动挑选信息质量高的企业进行承销,或者券商直投子公司选择较好的企业参股。由于券商直投在我国是初步实施,券商直投子公司可能希望借此提高自身的声誉,因为对于以后的项目来说,市场对声誉好的券商要求的折扣会低一些。由于需要帮助企业获得好的市场表现,券商在IPO定价时兼顾了市场的折价要求,定价相对来说稍低,首日IPO抑价相对较高。在市场上券商直投向公众投资者传递着公司股票质量好的信号,其认证价值带来了投资者较乐观的预期,从而保持了较好的市场表现。由于该种股权结构的企业受到投资者的欢迎,企业家有动机争取获得券商直投。

在该种假说下,直投企业参股公司本身的成长性较好,业绩较突出,发行佣金虽然较高但也不算太高,首日IPO抑价相对较高,市场表现好。由于企业本身信息质量高,而券商直投处于创声誉时期,对于企业经营业绩以及盈余管理方面起到较好的监督作用,在券商直投期间盈余管理行为可能相应较少。

三、金石公司:一个创业板的直投案例分析

(一) 金石公司简介

经中国证监会批准进行直接股权投资业务试点后,中信证券于2007年10月出资8.31亿元人民币设立全资子公司——金石公司,以自有资金开展直接投资业务试点,其业务范围

限定为股权投资。屡次增资后，金石公司的注册资本为 52 亿元人民币。

遵循安全性、组合性、收益性和流动性的原则，金石公司的投资定位于“有着良好的过往业绩和信誉，经过检验的商业模式，以及具有吸引力的资本市场投资价值的高成长性龙头企业”，主要通过少数股权投资方式，以企业 IPO 上市后在二级市场出售为退出通道，认为“能够在企业已形成的具有可持续竞争优势的基础上，通过运用中信证券的品牌和市场影响力等资源，为企业提供综合的提升其资本市场价值的增值服务，实现企业多梯级的业务发展目标和不同阶段的融资需求”。

据清科数据库统计，截至 2011 年度，金石公司共投资 42 家企业，披露数据的投资事件共 36 例，披露的投资总额为 25.54 亿元人民币（见图 1 和表 1）。在 China-Venture 投中集团连续两年根据管理基金规模、投资案例数量、投资规模、退出案例数量、账面回报规模、回报率等六项指标综合评分排名的“CVAwards 2010 年度中国券商直投公司排行榜”中，金石公司连续两年稳居第一位。

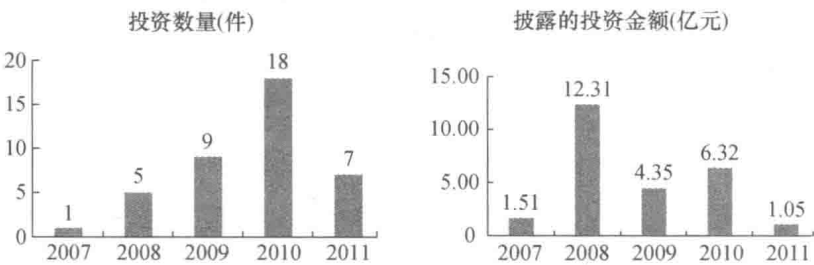


图 1 金石公司投资事件

资料来源：根据清科数据库资料整理。

表 1 金石公司投资事件及披露金额

年度	投资事件	披露金额的投资事件	披露的投资金额(亿元)
2007	1	1	1.51
2008	5	5	12.31
2009	9	9	4.35
2010	18	17	6.32
2011	7	4	1.05
N/A	2	N/A	N/A
合计	42	36	25.54

注：N/A 表示未披露。

资料来源：根据清科数据库资料整理。

截至 2012 年 7 月，金石公司投资的企业中已有 18 家企业成功上市，其中 17 家均是“保荐+直投”模式，按照清科数据库披露的个别投资回报（以 IPO 发行价为口径统计）数据计算，平均投资回报为 3.62 倍，平均投资周期为 18.4 个月。退出通道方面，有 8 家企业通过创业板上市，6 家在沪市主板上市，其余 4 家在中小板上市。最早的退出事件是创业板首批

此为试读，需要完整PDF请访问：www.ertongbook.com