

IPO 保荐机构主动担责与投资者利益保护

张晓东

[摘要] 2013年5月10日,平安证券开创了“先行赔付”的先例,即在行政处罚程序尚未终结并且未被起诉的情况下,出资3亿元设立赔偿基金先行赔付投资者。虽然“先行赔付”为投资者利益保护提供了新的途径,得到了监管方的赞同并加以推广,但投资者对“先行赔付”的态度尚不明确。本文利用市场反应考察投资者对于“先行赔付”的认同程度,并比较了不同投资者类型和投资行为特征是否影响“先行赔付”的认同程度。研究表明,“先行赔付”从整体上得到了投资者的认同,但中小投资者对“先行赔付”表现出显著负面的反应,这与理论预期截然相反。进一步的研究表明,这主要是由于中小投资者对于风险的偏好与“先行赔付”降低风险的效应产生冲突所致。从投资行为特征看,长期持股的投资者对于“先行赔付”的认同程度更高。本文的研究结论表明,在中国投资者保护法律尚不完善的情况下,通过强化中介机构问责机制来提高投资者保护水平,能够得到投资者的认可。但是,现有投资者保护制度对于不同类型投资者的风险偏好判断可能存在偏差。为进一步发挥“先行赔付”的作用,监管方应在制度建设的同时,开展投资者教育,降低投资行为的非理性程度。

[关键词] 先行赔付; 风险偏好; IPO 保荐制; 投资者利益保护

[中图分类号]F832 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2017)02-0079-19

一、问题提出

在中国 IPO 保荐制下,保荐机构因“荐而不保”受到资本市场投资者诟病。保荐机构更关注能否成功推荐发行人上市,并没有对发行人质量承担起应有的担保责任。2013年5月10日,平安证券以“先行赔付”方式打破了保荐人不对发行人质量承担责任的惯例。在未经司法诉讼且监管机构尚未做出最终裁决的情况下,万福生科股份有限公司(以下简称万福生科)的保荐机构平安证券,主动出资3亿元设立赔付基金先行向投资者支付及时足额的补偿金,以弥补其投资于万福生科而遭受到的损失。从制度设计上,“先行赔付”避免了司法诉讼中可能出现的各种不确定性,缩短了投资者获得补偿的时间,确保投资者收到充足的补偿金额,这极大地保护了投资者的利益。因此,“先行赔付”受到了市场监管方和社会舆论等诸多方面的认可,将其作为司法保护体系尚不完善的环境下,

[收稿日期] 2016-12-08

[基金项目] 国家自然科学基金青年项目“规避行为对量化监管有效性的影响”(批准号 71202039);辽宁省高等学校杰出青年学者成长计划“保荐人声誉机制研究”(批准号 WJQ2014038)。

[作者简介] 张晓东(1979—),男,辽宁辽阳人,东北财经大学会计学院副教授、中国内部控制研究中心研究员,管理学博士。电子邮箱:xiaodongzhang@dufe.edu.cn。感谢匿名评审专家和编辑部的宝贵意见,文责自负。

投资者利益保护机制的重要创新;特别是,作为资本市场监管方,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)给予了“先行赔付”高度肯定并将“先行赔付”制度化。2015年11月6日,“证监会完善新股发行制度重启新股发行”通知发布,其明确要求“保荐机构在公开募集及上市文件中做出先行赔付的承诺”。

能够有效地满足投资者保护自身利益的需求,是监管方认可“先行赔付”的重要原因之一。但是,“先行赔付”是否满足了投资者的需求,尚无实证研究直接对其进行检验。市场反应是投资者用投资行为来表达自身需求是否得到满足的体现,可信度较高。特别是,市场反应能够反映不同类型投资者对“先行赔付”认可程度的差异,有助于了解投资者需求的详细信息,进而能够更加深入地理解中国投资者行为背后的驱动因素。与其他投资者保护政策相同,为引导投资者理性投资,“先行赔付”也对投资者进行了区别对待。“先行赔付”所认定可以获得赔偿的“适格投资者”需要满足特定条件,即投资者遭受的损失与发行人提供的虚假信息存在因果关系。这意味着,投资行为特征直接影响投资者投资损失能否得到补偿。伴随着“先行赔付”制度化,“适格投资者”标准的合理性会对投资者未来的行为产生深远而显著的影响。因此,考察投资者是否认同“先行赔付”,不同类型和不同行为特征的投资者的认同程度是否存在差异,不但有利于确认“先行赔付”的有效性,更有利于提供进一步完善投资者保护制度的思路。从理论上讲,法律与金融的研究文献表明,投资者保护,尤其是中小投资者利益保护,对于资本市场的健康发展至关重要 (Porta et al.,1998;Porta et al.,2002;McLean et al.,2012);而在法律制度保护不充分的情况下,替代机制能否发挥作用会对资本市场发展有重要影响(Allen et al.,2005)。平安证券主动实施“先行赔付”,可以视为市场自发形成的投资者法律保护替代机制。本文的研究有助于理解中国转轨背景下市场替代机制的投资者保护作用,进一步丰富现有投资者保护的研究文献。

本文以平安证券先行赔付万福生科投资者作为切入点,利用市场反应考察投资者对于“先行赔付”的认同程度,并比较认同程度在不同类型投资者和不同投资行为特征之间是否存在差异。研究发现,投资者认同了“先行赔付”的积极作用。与保荐机构和监管方的预期相一致,当保荐机构实施“先行赔付”时,市场会呈现出显著的正面反应。但进一步的分析发现,不同类型的投资者对“先行赔付”的认同程度存在显著差异。虽然理论上中小投资者从“先行赔付”中获益最多,但中小投资者并没有对“先行赔付”表现出更高的认同程度,反而呈现出显著的负面态度。这表明中小投资者的需求与预期之间可能存在明显差异。在投资行为特征方面,与理论预期一致,持股时间较长的投资者表现出显著更高的认同程度。这表明“先行赔付”有助于引导投资者成为基于基本面信息进行投资的长期投资者。

本文可能的贡献在于:①提供了保荐机构“先行赔付”能否得到投资者认同的直接证据,有助于探索在中国投资者保护法律不完善的环境下,通过强化中介机构问责机制来提高投资者保护水平的可行性;②考察不同类型投资者对于“先行赔付”认同的差异,有助于理解中国资本市场投资者对投资者保护制度的偏好,为未来制度的完善提供有益的帮助;③比较“先行赔付”认同程度在不同投资行为特征间存在的差异,为进一步完善“先行赔付”制度的操作细节,有效引导投资者投资行为创造条件。

二、制度背景和案例简介

1. IPO 保荐制

与其他 IPO 制度相比,在保荐制下,除扮演股票定价、发行并上市的承销商角色外,保荐机构还

需要对上市公司的信息披露质量承担担保责任。保荐制是指由合格的保荐人(保荐机构和保荐代表人)按照法律规定推荐公司上市,并在一定期限内对其持续督导的制度。从工作职责看,保荐机构的工作包括上市前“尽职推荐”阶段和上市后“持续督导”阶段。从工作内容看,在尽职推荐阶段,保荐机构的主要工作包括“保”和“荐”两方面。“保”是指保荐机构对发行人的信息披露质量做出相应的承诺和保证,即对发行人进行尽职调查,确保发行人申请文件、证券发行募集文件的内容与实际情况不存在实质性差异,确保发行人符合法律、行政法规和证监会的有关规定。“荐”是保荐机构推荐发行人证券发行上市。从上市流程看,监管方将保荐机构的“保”作为“荐”的基础。根据《证券发行上市保荐业务管理办法》,保荐机构需要向监管机构提交“发行保荐书”和“上市保荐书”,对发行人的合规性和信息披露质量做出承诺。在此之后,保荐机构才进入“荐”的阶段,配合证监会进行审查,并推荐发行人上市。

除了将“保”作为“荐”的前置环节之外,监管部门还特别强调保荐机构对于其他中介机构的领导地位。《证券发行上市保荐业务管理办法》规定,保荐机构应当对证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容进行审慎核查。这事实上将发行人质量的担保责任交由保荐机构来承担。值得注意的是,虽然监管部门的政策取向对于保荐机构的“保”异常关注,但是保荐机构在IPO实践中更多地强调如何将发行人成功推荐上市,并没有对发行人的质量承担担保责任,这形成了“荐而不保”的现象。与之相一致,学术研究并没有给予保荐机构的“保”行为足够的重视,更多关注保荐制下的“荐”环节,主要考察保荐机构和保荐代表人对于审查通过率和审查时间的影响(罗党论和汪弘,2013;戴亦一等,2014;黄亮华和谢德仁,2016)。此外,由于保荐机构还同时承担着承销商的角色,也有研究考察了保荐机构对于IPO抑价所产生的影响(罗党论和杨毓,2013)。由于保荐机构和承销商由同一家投资银行承担,部分研究开始关注“投资银行”的作用。例如,许荣等(2013)、施海娜等(2011)以及徐浩萍和罗炜(2007)。这些研究通常从声誉机制入手,考察投资银行声誉对IPO抑价的影响。从严格意义上看,IPO抑价属于定价范围,因此,抑价水平与保荐机构的关系更主要集中于“推荐上市”而非“承诺担保”。

2. 与虚假信息披露相关的投资者保护制度

尽管中国资本市场中虚假信息披露案例层出不穷,但是司法制度对投资者的保护水平并不高。截至2002年1月15日,最高人民法院发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》(以下简称《通知》),才首次明确要求法院受理虚假陈述民事赔偿案件。2003年1月9日,最高人民法院发布《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《规定》),在《通知》的基础上,对审理虚假陈述民事赔偿案件做出了更为详细的规定。《通知》和《规定》的发布,为投资者利用司法途径获得补偿创造了条件,改善了投资者保护的外部环境。陈信元等(2010)发现,投资者认同《通知》的投资者保护效果。需要指出的是,虽然《通知》和《规定》为投资者开通了利用司法诉讼得到补偿的途径,但是由于案件前置程序和诉讼方式等方面的要求,其实施效果并不理想。当投资者利益受到侵害时,得到补偿的时间较长,且难以在数额上得到足额补偿。

在前置程序上,《通知》和《规定》分别要求取得“处罚决定”和“行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书”后,才能进入司法诉讼程序。由于行政处罚和刑事审判受到诸多因素影响,不可避免会出现久拖不决的情况,这将直接延缓投资者的诉讼进程。特别是,如果上市公司对行政处罚结果提起行政复议或者行政诉讼,会导致民事诉讼中止,进一步延缓投资者权益合法补偿进程。在诉讼方式上,《通知》和《规定》都没有引入“集体诉讼”机制,仅提供了“单独诉讼”和“共同诉讼”两种方式。在“单独诉讼”中,由于缺乏财力、精力和专业知识,投资者很难在“单独诉讼”中应对复杂繁琐的诉

讼程序。在“共同诉讼”方式中,由于原告人数众多,通常采用“代表人”诉讼的方式,并进行权利登记。对于广大中小股东而言,这将不可避免地导致集体行动中的“搭便车”行为,同时也无法确保“代表人”体现全体当事人的利益(张东昌,2015)。综上所述,虽然现有法律规定提供了投资者利用司法诉讼获得补偿的途径,但由于法律执行过程中的诸多限制,投资者很难通过民事诉讼来弥补自身遭受的损失。

3. 案例介绍

2013年5月10日,平安证券召开新闻发布会发布《关于设立万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告》(以下简称《公告》),设立3亿元的赔偿基金先行赔付因万福生科事件而受损的投资者,开创中国资本市场先行赔付的先例,打破了保荐机构“荐而不保”的局面。

2011年9月27日,万福生科(股票代码300268)经平安证券保荐在深圳证券交易所创业板挂牌上市。2012年9月14日,万福生科发布公告称,收到湖南证监局的《立案稽查通知书》,因涉嫌违反相关法规被立案调查。2013年5月10日,在例行新闻发布会上,证监会新闻发言人披露了对万福生科的调查进展和预处理意见:作为保荐机构,平安证券将被处以警告处分并没收其万福生科发行上市项目的业务收入2555万元,并处以2倍的罚款,暂停其保荐机构资格3个月;而万福生科将被处以警告处分,并处以30万元罚款。

2013年5月10日,平安证券发布《公告》,主动设立3亿元的赔偿基金对符合条件的投资者先行赔付。基金补偿的金额以符合条件的投资者因万福生科虚假陈述而实际发生的直接损失为限。根据公告,适格投资者的补偿金额包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税以及资金利息三部分。

2013年7月3日,补偿专项基金工作组发布公告,提示赔偿金划转工作完成。根据投保基金公司专项补偿基金工作组等(2015),同时完成网签及有效申报、与平安证券达成有效和解的适格投资者人数达12756人,占适格投资者总人数的95.01%,对适格投资者支付的补偿金额达1.78亿元,占应补偿总金额的99.56%。2013年10月18日,证监会正式对外披露对万福生科及保荐机构等中介机构的最终处罚结果。万福生科虚假信息披露案例的行政处罚程序全部完成。

平安证券的“先行赔付”是目前唯一由保荐机构主动提出,并已经完成赔付工作的案例。平安证券在公告日当天即设立赔付基金并进入赔付程序。虽然在平安证券之后,也有保荐机构尝试采用相同方法保护投资者,但是在公告之后,长期未见赔偿基金设立,其效率远低于平安证券。此外,平安证券实施“先行赔付”时,证监会尚未强制要求保荐机构承诺先行赔付。因此,平安证券是考察投资者对于保荐机构主动担责认同程度的最佳选择。

三、理论分析与研究假设

1. “先行赔付”的市场反应与投资者认同

“先行赔付”提供了保荐机构利用民事和解方式弥补投资者损失的途径。与司法诉讼相比,“先行赔付”具有两方面的优势:获得补偿的及时性和补偿金额的足额度。

(1)“先行赔付”没有前置程序的要求,极大地缩短了投资者获得赔偿的时间。“先行赔付”方案提出时(2013年5月10日),证监会尚未做出最终的行政处罚决定。根据新闻发布会提供的信息,赔偿基金计划拟在2个月内履行投资者赔偿的全部手续,完成赔偿金的划转手续。与事先承诺相一致,赔偿基金后续公告显示,2013年7月3日,赔偿金划转工作全部结束。投资者若选择“先行赔付”方式获得赔偿的时间不足2个月,远低于司法诉讼所需时间。若采用司法诉讼方式,只有在证监

会公布正式行政处罚结果之后(2013年10月18日),投资者才有资格获得申请立案进入司法赔偿程序。而此时,平安证券已经通过“先行赔付”将赔偿金足额支付给投资者。

(2)“先行赔付”给予投资者足额的赔偿金额。在司法诉讼中,投资者获得的赔偿金额存在不确定性,且比例不高。根据《规定》和《通知》,投资者需要在上市公司所在地法院提起诉讼。考虑到中国法制进程的阶段和地方保护主义等因素,法院最终结果通常会降低投资者获得赔偿的比例(陈信元等,2010)。从现有的民事赔偿案例看,投资者获得的赔偿比例很低。例如,在银广夏案例中,投资者得到的赔偿比例不足50%(章武生,2010)。“先行赔付”不但消除了投资者胜诉的不确定性,还按照《规定》和《通知》,给予投资者足额补偿。在本案例中,投资者的全部损失几乎都得到了赔偿,获得赔偿占应补偿总额的99.56%。

综上所述,相对于现行的司法途径,无论是从赔偿速度角度还是从赔偿比例角度讲,“先行赔付”都会给予投资者更好的保护,会得到投资者的认同。

需要指出的是,“先行赔付”并非对市场上所有的投资者都会产生影响。投资者对于“先行赔付”的认同,通过保荐机构的声誉机制,体现在实施“先行赔付”保荐机构所保荐的非涉事客户^①的市场反应中。由于负面事件的溢出作用,相关公司会因此而受到波及(刘海建,2016),根据 Beatty et al. (1998)、Chaney and Philipich(2002)和朱红军等(2008)的研究,当市场中介机构遭受行政处罚或者司法诉讼时,由于声誉机制的作用,中介机构的非涉事客户会出现显著的负面市场反应。平安证券因万福生科而遭到处罚,表明保荐机构存在行为不当之处,造成最终的虚假信息披露。非涉事客户和万福生科由相同机构保荐上市,同样可能存在因保荐机构工作不当而出现虚假信息披露。因此,当保荐机构因IPO虚假信息被证监会处罚时,其保荐上市的非涉事客户也会出现负面的市场反应。在IPO虚假信息陈述案件中,并非所有的保荐机构都提出了“先行赔付”方案。在同期因IPO虚假信息披露被证监会立案调查的保荐机构中,仅有平安证券采用了“先行赔付”方法。“先行赔付”成为平安证券致力于积极保护投资者利益的信号,并将其与同受证监会调查的保荐机构区分开。平安证券非涉事客户的投资者处于更为积极有效的投资者保护范围中。即便非涉事客户因虚假陈述被处罚,平安证券也能够采用“先行赔付”方式给予投资者及时足额的补偿。投资者对于“先行赔付”认同,会削弱甚至抵消监管部门对保荐机构处罚给非涉事客户带来的负面影响。据此,本文提出:

假设1:与其他遭受监管部门处罚的保荐机构相比,当保荐机构宣布实施“先行赔付”时,其保荐的非涉事客户会产生显著正面的市场反应。

2. 投资者类型与“先行赔付”认同程度

由于投资者类型和投资行为特征的差异,不同投资者对于“先行赔付”的认同程度可能也会存在较大的差异。从理论上讲,“先行赔付”的动机是更好地保护投资者利益,而中小投资者通常被视为投资者利益保护中的薄弱环节。一方面,中小投资者掌握的资金数量较少,且绝大多数属于“非职业”投资者,缺少维护自身权利的专业知识,也难以应对漫长复杂的法律诉讼所需要的时间,因此仅依靠其自身力量维护其自身利益的成本更高;另一方面,中小投资者人数众多且分散,只有通过集体行动才可能保护其自身利益。在缺少“集体诉讼”的制度下,增加了其维护自身利益而采取集体行动的成本,形成一致性行动的难度也更大,获得赔偿的投资者占比非常低。“先行赔付”避免了司法诉讼程序对于投资者时间精力、专业知识和法律技能等方面的要求,极大地降低了中小投资者获得补偿的成本。“先行赔付”只需投资者单独提交申请即可获得补偿,使中小投资者摆脱了集体行动的困境。“先行赔付”能够对中小投资者利益保护产生更为显著的作用。因此,相比于其他类型的投资

^① 非涉事客户是指被其保荐上市,但是并未涉及IPO虚假陈述的上市公司。

者,中小投资者对“先行赔付”的认同程度更高。据此,本文提出:

假设 2:当保荐机构实施“先行赔付”时,非涉事客户的中小投资者持股水平与其市场反应正相关。

3. 不同行为特征与“先行赔付”认同程度

从投资行为特征看,持股时间较长的投资者更容易从“先行赔付”中受益。赔偿基金确定能够获得赔偿的适格投资者需要一定的前提条件,即投资者损失与虚假信息披露存在因果关系。根据《规定》第十八条,确认投资者损失与虚假信息披露存在因果关系的条件是:①投资者需要在虚假陈述实施日及以后,至揭露日或者更正日之前买入该证券;②在虚假陈述揭露日或者更正日及以后,因卖出该证券发生亏损,或者因持续持有该证券而产生亏损。与《规定》要求相一致,赔偿基金确定的“先行赔付”范围是,在万福生科发布《首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》(虚假信息陈述日)之后买入股票,在《关于重要信息披露的补充和 2012 年中报更正的公告》(虚假信息更正日)或《关于重大事项披露及股票复牌的公告》及立案公告日(虚假信息揭露日)之后卖出股票的投资者。

从投资行为看,“赔偿基金”设定的赔偿资格要求投资者持股时间横跨虚假信息更正日或揭露日,这将短期投资者排除在赔偿范围之外。通常而言,持股时间越长的投资者越有可能是价值投资者,而持股时间越短的投资者越有可能是基于噪音的投机者 (Bushee,1998;Gaspar et al.,2005; Gaspar et al.,2013;支晓强等,2014)。投资者持股时间较短的主要原因在于其投资决策更多地依赖于市场上的各种噪音,而不是基于公司价值的相关信息,因此,倾向于频繁交易。相比之下,长期投资者的投资决策更加倾向于依靠基本面信息,在基本面信息没有出现变动时,买卖出股票的概率比较小。赔偿基金依据《规定》设置赔偿范围,若非涉事客户的股东为长期投资者,那么发生虚假信息陈述时,其更容易成为适格投资者得到赔偿;而公司的短期投资者则可能因为频繁交易而失去赔偿资格。据此,本文提出:

假设 3:当保荐机构实施“先行赔付”时,其保荐的非涉事客户的投资者持股时间与其市场反应正相关。

四、研究设计和样本选择

根据研究假设,本文选择平安证券发布公告设立“赔偿基金”作为研究时点,采用事件研究法,度量平安证券非涉事客户的市场反应来考察投资者对于“先行赔付”的认同程度。

1. 投资者认同程度的度量

本文采用非涉事客户的市场反应度量投资者对“先行赔付”的认同程度。受到声誉机制的作用,在平安证券宣告“先行赔付”时间窗口期间,其非涉事客户的累计超额收益率(CAR)能够表达投资者对于“先行赔付”投资者保护效应的认同程度。本文采用与 Beatty et al.(1998)、Chaney and Philipich (2002)、Skinner and Srinivasan(2012)以及朱红军等(2008)相同的方法,利用估计期数据估计市场模型中的参数,再据此计算窗口期的超额收益率。本文采用事件点前[-153,-4]的数据对模型(1)进行回归,估计其中的 α_i 和 β_i ,从而确定公司 i 的收益率与市场收益率的关系。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon \quad (1)$$

其中, R_{it} 为公司 i 在第 t 个交易日的收益率, R_{mt} 为第 t 个交易日的市场收益率;若公司 i 为上海证券交易所的上市公司, R_{mt} 则为沪市市场收益率;若公司 i 为深圳证券交易所的上市公司, R_{mt} 则为

深市市场收益率。将事件窗口期的公司收益率和市场收益率代入模型(2)中,根据各公司的 α_i 和 β_i 估计值,计算窗口期超额收益率 AR_{it} 。

$$AR_{it} = R_{it} - \bar{R}_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \times R_{mt}) \quad (2)$$

其中, AR_{it} 为公司 i 在第 t 个交易日的超额收益率, R_{it} 为公司 i 在第 t 个交易日的收益率, $\hat{\alpha}_i$ 和 $\hat{\beta}_i$ 为模型(1)中公司 i 的参数估计值, \bar{R}_{it} 为利用模型(1)计算得到的窗口期预期收益率。利用模型(3)计算每家公司在 $[-t, +t]$ 期间的累计超额收益率 CAR_i 。

$$CAR_i = \sum_{j=-t}^t AR_{ij} \quad (3)$$

2. 研究时点和样本选择

本文研究的核心问题是保荐机构“先行赔付”是否得到投资者的认同,因此,研究时点的确定和样本选择都需要以保荐机构作为基准。前述理论分析表明,投资者对“先行赔付”的认同通过保荐机构声誉机制来发挥作用。因此,本文选择平安证券的非涉事客户作为研究样本;控制样本则为其他因 IPO 虚假信息披露被证监会处罚的保荐机构(以下简称“其他保荐机构”)的非涉事客户。这里需要强调的是,控制样本的选取标准应为受到证监会处罚的保荐机构,而非受到处罚的 IPO 公司。对于受到处罚的 IPO 公司,其保荐机构并非总被证监会认定为有过错;在这种情况下,保荐机构声誉机制不会发挥作用。证监会对保荐机构的行政处罚,是确定保荐机构在 IPO 过程存在过错的可靠证据。以此作为控制样本选择的标准,能够更为准确度量投资者对“先行赔付”的认同程度。

在研究时点上,本文选定的事件日是“先行赔付”信息公布的时间,即平安证券设立“先行赔付”基金的公告日(2013年5月10日),但是在赔偿基金设立公告日(2013年5月10日),证监会发布针对平安证券的“行政处罚事先告知书”(以下简称“事先告知书”),在“事先告知书”中,证监会确认平安证券对万福生科 IPO 虚假信息披露负有责任,并公布拟对平安证券采取的具体行政处罚措施,因此,选择2013年5月10日作为事件时点,研究结果将同时包括“先行赔付”和“事先告知书”两项事件的共同影响。为了准确度量投资者对于“先行赔付”的认同程度,本文需要将“事先告知书”的影响剔除。通过比较研究样本(平安证券的非涉事客户)和控制样本(其他保荐机构非涉事客户)在“事先告知书”日的累计超额收益率,检验“先行赔付”是否缓解了证监会行政处罚的负面效应,从而度量投资者对于“先行赔付”所产生的认同程度。

根据样本选择和研究时点的确定,本文样本包括平安证券的非涉事客户和其他保荐机构的非涉事客户。对于控制样本,还需要能够确定其保荐机构被证监会出具“事先告知书”的时点。2016年起,证监会将“先行赔付”作为保荐机构的要求之一。为保证样本的一致性,本文样本控制在2016年之前。表1列示了研究样本和控制样本的分布情况。

3. 研究设计

根据假设1,本文设计模型(4)考察非涉事客户的市场反应是否与其保荐机构“先行赔付”行为显著正相关。在模型(4)中, CAR 为非涉事客户在事先告知日的市场反应,采用市场模型加以计算; $Spon$ 为哑变量,当非涉事客户的保荐机构宣告采用“先行赔付”补偿投资者(当上市公司 IPO 的保荐机构为平安证券)时取1,否则取0。为控制公司自身特征的影响,模型(4)中还加入了公司规模($Size$)、负债水平(Lev)、盈利能力(ROE)、上市时间(Age)、成长机会(MB)、管理层持股水平($Manager$)、两合一情况($Dual$)、公司所属板块(GEM)、企业产权性质(SOE)和行业($Industry$)等控

制变量。各变量具体定义及计算方法见表 2。

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \times Spon + \beta_2 \times Size + \beta_3 \times Lev + \beta_4 \times Age + \beta_5 \times ROE + \beta_6 \times MB + \beta_7 \times Manager + \beta_8 \times Dual + \beta_9 \times GEM + \beta_{10} \times SOE + \sum Industry + \varepsilon \quad (4)$$

表 1 研究样本与控制样本分布

样本分类	保荐机构	涉事客户	处罚事先告知日	
			日期	非涉事客户(家数)
研究样本	平安证券	万福生科(300268)	2013/5/10	119
控制样本	联合证券	绿大地(002200)	2013/2/27	43
	民生证券	天能科技(未上市)	2013/5/31	26
	南京证券	新大地(撤回上市申请)	2013/5/31	6
	光大证券	天丰节能(未上市)	2013/11/22	33

资料来源:根据证监会网站新闻公告汇总整理。

表 2 变量定义与度量

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	累计超额收益率	<i>CAR</i>	采用市场模型计算,与 Beatty et al.(1998)、Chaney and Philipich (2002)、Skinner and Srinivasan (2012)以及朱红军等(2008)相同的方法
解释变量	先行赔付	<i>Spon</i>	虚拟变量,当保荐机构采用“先行赔付”方式赔偿投资者时,取值为 1;否则为 0
	中小投资者持股水平	<i>Small</i>	(流通股比例-前十大流通股股东持股比例)/流通股比例;采用上一年度年末数值计算
	持股时间	<i>Turnover</i>	采用事件日前 6 个月的换手率平均值加以计算;月度换手率=月度股票交易数量/流通股数量
控制变量	规模	<i>Size</i>	上一年年末总资产的自然对数
	负债水平	<i>Lev</i>	上一年年末负债比率
	上市时间	<i>Age</i>	上市年限加 1 后,取自然对数
	盈利水平	<i>ROE</i>	上一年净资产收益率
	成长机会	<i>MB</i>	上一年末账面价值与市场价值之比
	管理层持股水平	<i>Manager</i>	上一年末管理层持股比例
	两职合一情况	<i>Dual</i>	虚拟变量,当董事长和总理由同一人担任时,取值为 1;否则为 0
	公司所属板块	<i>GEM</i>	虚拟变量,当公司在创业板上市时,取值为 1;否则为 0
	企业产权性质	<i>SOE</i>	虚拟变量,当公司为国有企业时,取值为 1;否则为 0
	行业变量	<i>Industry</i>	虚拟变量,采用证监会行业代码来设定,制造业按照二级代码,其他行业按照一级代码

注:与各变量相关的财务数据、公司治理数据和行业数据均来自国泰安数据库或 Wind 数据库。

资料来源:作者整理。

为考察中小投资者对于“先行赔付”的认同程度,将 *Small* 加入到模型(4)中,并构造其与哑变量 *Spon* 的交乘项,进而得到模型(5)。*Small* 为剔除前十大流通股股东后的公司流通股比例,该指标越大说明在公司股东结构中,中小投资者的水平越高。中小投资者与其他投资者对于“先行赔付”认同程度的差异,会通过交乘项系数加以反映。

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \times Spon + \beta_2 \times Spon \times Small + \beta_3 \times Small + \beta_4 \times Size + \beta_5 \times Lev + \beta_6 \times Age + \beta_7 \times ROE + \beta_8 \times MB + \beta_9 \times Manager + \beta_{10} \times Dual + \beta_{11} \times GEM + \beta_{12} \times SOE + \sum Industry + \varepsilon \quad (5)$$

为考察投资者持股时间的影响,本文采用与刘行等(2015)相同的方法构造换手率指标 *Turnover*。*Turnover* 为股票交易数量与流通在外股票数量之比。为准确度量投资者持股时间,*Turnover* 为事件日前6个月的平均值。将 *Turnover* 加入到模型(4)之中,并构造其与 *Spon* 的交乘项,进而得到模型(6)。模型(6)中交乘项的系数能够反映不同持股时间的投资者对于“先行赔付”认同程度的差异。为避免公司特征的影响,本文在所有回归过程中均将误差项按照公司进行聚类。

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 \times Spon + \beta_2 \times Spon \times Turnover + \beta_3 \times Turnover + \beta_4 \times Size + \beta_5 \times Lev + \beta_6 \times Age + \beta_7 \times ROE + \beta_8 \times MB + \beta_9 \times Manager + \beta_{10} \times Dual + \beta_{11} \times Gem + \beta_{12} \times SOE + \sum Industry + \varepsilon \quad (6)$$

4. 描述性统计

表3列示了主要变量的描述性统计和组间比较。根据表3的Panel A,中小股东在上市公司的流通股中占据主导地位。*Small* 的平均值为0.68,表明中小股东占流通股比例超过50%。*Turnover* 的平均值和中位数均为0.03左右,表明研究样本和控制样本的整体换手率水平并不高。在全部样本中,国有企业比例较低,*SOE* 的平均值不到10%。为了避免异常值对于研究结论的影响,在回归过程中,本文对连续变量在1%和99%水平上进行了缩尾处理。

表3的Panel B列示了研究样本和控制样本的组间比较。除负债水平的均值和中位数分别在10%和5%的统计水平上存在差异之外,其他控制变量均不存在显著差异。Panel B表明,“平安证券”和其他保荐机构的非涉事客户之间,并没有系统性的差异。在事件日窗口期,研究样本和控制样本之间市场反应的差异,不应归结于两类公司的自身特征差异。

五、实证结果

1. 投资者对于“先行赔付”的认同程度

图1列示了“先行赔付”事件日市场累计超额收益率走势,时间窗口为事件日前后3个交易日。根据图1,平安证券非涉事客户的超额收益率在事件日前2个交易日即为正值,并且呈现逐渐上升的趋势。这表明当平安证券提出“先行赔付”方案后,其所保荐的非涉事客户出现了显著为正的市场反应。投资者对于“先行赔付”方案表现出积极的认可态度。特别值得注意的是,平安证券宣告“先行赔付”的事件日,证监会还公布了针对平安证券的“事先告知书”。因此,图1中采用控制样本的市场反应度量了投资者对“事先告知书”的态度。控制样本的累计超额收益率,从事件日前1个交易日转为负值,且持续下降,在事件日后第2个交易日才会出现回升,并在事件日后第3个交易日转为正值。这表明,在没有“先行赔付”方案时,保荐机构遭受行政处罚,市场会对其呈现负面反应。控制样本表现说明,当保荐机构受到处罚时,其非涉事客户会因声誉机制而产生负面的市场反应。这也与Beatty et al.(1998)、Chaney and Philipich(2002)以及朱红军等(2008)的研究相一致。

表4比较了不同窗口期下,平安证券非涉事客户和控制样本的市场反应差异。在[0,1]、[-1,1]和[-2,2]窗口期,平安证券非涉事客户 *CAR* 均值和中位数均为正,而控制样本的 *CAR* 均为负。从组间

表 3 主要变量描述性统计

Panel A: 主要变量描述性统计

变量名	总样本数	均值	最小值	最大值	p25	p50	p75
<i>Small</i>	227	0.6798	0.0981	0.9467	0.5627	0.7232	0.8194
<i>Turnover</i>	227	0.0315	0.0024	0.1173	0.0153	0.0257	0.0419
<i>Size</i>	227	21.1486	18.8556	24.0549	20.6367	21.0879	21.5875
<i>Lev</i>	227	0.2925	0.0140	0.8201	0.1441	0.2554	0.4176
<i>Age</i>	227	1.3698	0.6931	2.3026	1.0986	1.3863	1.6094
<i>ROE</i>	227	0.0632	-0.5352	0.3084	0.0329	0.0644	0.1091
<i>MB</i>	227	2.5710	1.1047	9.6648	1.7121	2.2276	2.8731
<i>Manager</i>	227	0.2958	0.0000	0.7486	0.0151	0.3036	0.5302
<i>Dual</i>	227	0.4361	0.0000	1.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>GEM</i>	227	0.3084	0.0000	1.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>SOE</i>	227	0.0837	0.0000	1.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Panel B: 主要变量组间比较

变量名	(1)研究样本 平安证券的非涉事客户			(2)控制样本 其他保荐机构的非涉事客户			(1)-(2)	
	样本数	均值	中位数	样本数	均值	中位数	均值差异	中位数差异
<i>Small</i>	119	0.6690	0.7300	108	0.6920	0.7120	-0.0220	-0.0180
<i>Turnover</i>	119	0.0310	0.0260	108	0.0320	0.0250	-0.0020	0.0010
<i>Size</i>	119	21.2200	21.1440	108	21.0700	20.9990	0.1500	-0.1450
<i>Lev</i>	119	0.3120	0.2910	108	0.2710	0.2330	0.0400*	0.0580**
<i>Age</i>	119	1.3890	1.3860	108	1.3490	1.3860	0.0400	0.0000
<i>ROE</i>	119	0.0650	0.0650	108	0.0610	0.0640	0.0030	0.0010
<i>MB</i>	119	2.6700	2.1610	108	2.4610	2.2740	0.2090	0.0870
<i>Manager</i>	119	0.3050	0.3390	108	0.2860	0.2670	0.0190	0.0720
<i>Dual</i>	119	0.4290	0.0000	108	0.4440	0.0000	-0.0160	0.0000
<i>GEM</i>	119	0.3360	0.0000	108	0.2780	0.0000	0.0580	0.0000
<i>SOE</i>	119	0.0760	0.0000	108	0.0930	0.0000	-0.0170	0.0000

注:p25、p50 和 p75 分别对应 25%的分位数、中位数和 75%的分位数; *、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信水平上显著。
资料来源:作者利用 Stata 软件计算。

比较看,在[0,1]、[-1,1]和[-2,2]窗口期,平安证券非涉事客户的 *CAR* 至少在 10%的统计水平上显著高于控制样本。与图 1 相一致,表 4 的结果表明投资者对“先行赔付”持认同态度,基本与假设 1 相符合。需要指出的是,从经济意义上看,无论是控制样本的负面反应,还是平安证券非涉事客户的正面反应,并不算显著。这也间接表明,中国投资者对虚假信息相关的处罚关注程度较低。Chen et al.

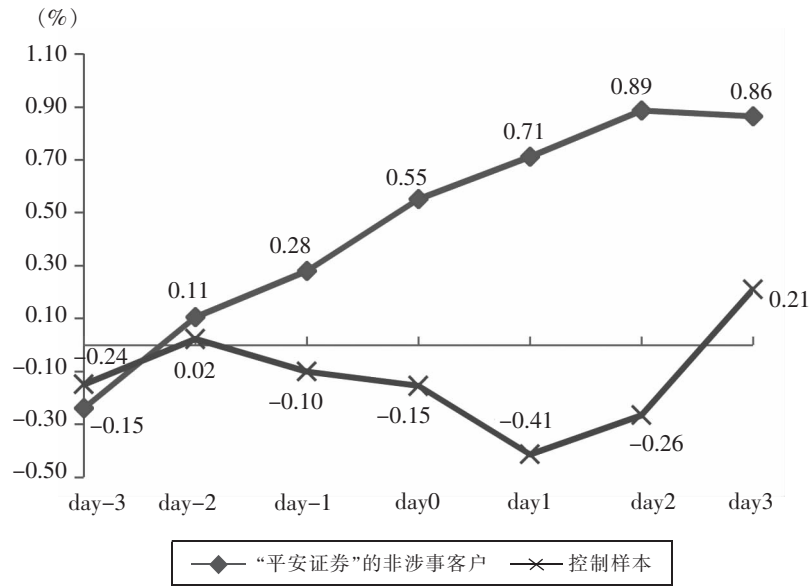


图1 “先行赔付”事件日 CAR 趋势

资料来源:作者绘制。

表4 事件窗口期超额累计收益率比较

CAR	(1)研究样本 平安证券的非涉事客户			(2)控制样本 其他保荐机构的非涉事客户			(1)-(2)	
	样本数	均值	中位数	样本数	均值	中位数	均值差异	中位数差异
[0, 1]	119	0.0040	0.0030	108	-0.0030	-0.0030	0.0070*	0.0060**
[-1, 1]	119	0.0060	0.0050	108	-0.0020	-0.0040	0.0100**	0.0090*
[-2, 2]	119	0.0110	0.0120	108	-0.0010	-0.0010	0.0120**	0.0130**

注:*, **, *** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信水平上显著。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算。

(2011)以及吴溪和张俊生(2014)均发现,行政处罚对于直接涉事公司所产生的市场反应较小。本文的研究样本和控制样本均为没有直接受到处罚的非涉事公司,仅因相同的保荐机构而与直接受到处罚的涉事公司发生关联,因而其市场反应的水平更低。

为了准确考察投资者对于“先行赔付”的认同程度,本文还采用模型(4)对假设 1 进行检验。表 5 列示了模型(4)的回归结果。与表 4 结果相一致,在控制了公司特征因素影响后,*Spon* 的回归系数在[-1, 1]和[-2, 2]窗口期均在 10%的统计水平显著为正。这符合假设 1 的预期。平安证券宣告实施“先行赔付”,获得了投资者的认同,降低了证监会行政处罚“事先告知书”的负面影响,从而使得其保荐的非涉事客户产生了正面的市场反应。表 5 中 *Spon* 的系数并不具有经济意义上的显著性,在[-1, 1]和[-2, 2]窗口期,仅能为投资者带来 0.84%和 1.14%的超额收益率,与表 4 中的组间差异基本相一致。与表 4 相比,表 5 控制了公司特征因素的影响。表 4 和表 5 的结论在符号方向和系数水平

表 5 投资者对于“先行赔付”认同程度的多元回归

变量	CAR		
	[0, 1]	[-1, 1]	[-2, 2]
<i>Spon</i>	0.0058 (1.43)	0.0084* (1.73)	0.0114* (1.84)
<i>Size</i>	0.0004 (0.12)	0.0024 (0.58)	0.0050 (0.93)
<i>Lev</i>	-0.0173 (-1.24)	-0.0303* (-1.70)	-0.0374* (-1.74)
<i>Age</i>	0.0045 (0.75)	0.0054 (0.68)	0.0081 (0.86)
<i>MB</i>	-0.0002 (-0.11)	0.0010 (0.58)	0.0003 (0.14)
<i>ROE</i>	-0.0527* (-1.92)	-0.0933** (-2.46)	-0.1218*** (-2.78)
<i>Manager</i>	0.0145* (1.80)	0.0272*** (2.60)	0.0275** (2.18)
<i>Dual</i>	-0.0003 (-0.08)	0.0012 (0.24)	0.0055 (0.95)
<i>GEM</i>	-0.0040 (-0.79)	-0.0034 (-0.52)	-0.0052 (-0.64)
<i>SOE</i>	0.0102 (1.36)	0.0245** (2.28)	0.0306** (2.28)
<i>Constant</i>	-0.0109 (-0.16)	-0.0433 (-0.57)	-0.0856 (-0.83)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
Observations	227	227	227
Adjusted R-squared	0.0093	0.0537	0.0633

注:①括号中为 t 值;②*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信水平上显著。

资料来源:作者利用 Stata 软件估计。

上仍然保持一致,这也从侧面说明,公司特征不是造成研究样本与控制样本市场反应差异的原因。平安证券非涉事客户的市场反应符合投资者对于“先行赔付”的认同态度,基本符合假设 1 的预期。

根据研究设计,表 5 中控制变量的回归系数度量了公司特征对“事先告知书”日市场反应的影响。在控制变量中,*SOE* 和 *Manager* 在[-1, 1]和[-2, 2]窗口期均显著为正,表明国有企业性质和管理层持股水平,有助于缓解投资者对于非涉事客户 IPO 过程中虚假信息披露的担忧。国有企业利用上市获取的私有收益较小,且企业产权性质使在公司审批过程中具有优势地位,因此,在 IPO 过程中实施虚假信息披露的动机较弱;管理层持股水平有助于实现管理人员和股东的利益一致性,会降低

IPO过程中虚假信息披露发生的概率。 Lev 和 ROE 的回归系数在 $[-1, 1]$ 和 $[-2, 2]$ 窗口期均显著为负,这表明过高的负债水平和盈利能力,会诱发投资者的负面反应。负债水平越高,财务风险越大,能够保障股东得到补偿的资产数额越低,因此,投资者的市场反应更加负面。 ROE 的回归系数显著为负,反映了投资者会依据会计盈利水平对定价进行调整。在不涉及虚假信息披露时,较高的会计收益率水平会受到投资者的认可和追捧,股票价格会走高。但非涉事客户因保荐机构而可能与虚假信息披露相关时,原有市场价格的基础会受到质疑,因此,投资者调低对会计收益率的定价水平,进而产生更加负面的市场反应。

2. 不同投资者类型对于“先行赔付”认同程度的差异

表6列示了对模型(5)的回归结果。在表6中,当控制相关变量后,在 $[0, 1]$ 和 $[-1, 1]$ 窗口期, $Spon$ 的回归系数在1%的统计水平上显著;在 $[-2, 2]$ 窗口期, $Spon$ 的回归系数在10%的统计水平上显著。这表明,在事件时点,平安证券提出“先行赔付”方案产生了显著的正面反应。值得注意的是,与表5相比,表6中 $Spon$ 的回归系数具有经济意义上的显著提升,“先行赔付”方案为平安证券非涉事客户带来约4%的超额收益率。在 $[-1, 1]$ 和 $[-2, 2]$ 窗口期 $Spon$ 的回归系数均在0.04左右,高于表5中 $Spon$ 的回归系数。同时,与表5相比,表6中 $[0, 1]$ 窗口期的 $Spon$ 回归系数显著上升,并且在1%水平上显著为正。表6中的控制变量回归系数符号及显著性与表5基本一致。

但是,表6的结果表明,平安证券的“先行赔付”并未获得中小股东的认可, $Spon$ 与 $Small$ 的交乘项在 $[0, 1]$ 和 $[-1, 1]$ 窗口期均显著为负,与假设2截然相反。这说明,分散的中小投资者对于“先行赔付”认同程度不是更高,而是更低。本文认为这可能是受到中小投资者的风险偏好类型影响。假设2以投资者属于规避风险类型作为前提。在规避风险的前提下,“先行赔付”能够通过降低投资者保护难度来降低非涉事客户潜在风险水平,从而得到投资者的认同。中小投资者因投资者保护成本下降较大,对“先行赔付”产生更高的认同程度。但是,并非所有投资者都属于规避风险型。史永东等(2009)利用不同类型投资者的交易数据发现,不同类型投资者的风险偏好存在差异,中小投资者属于偏好风险型。“先行赔付”降低非涉事客户的风险水平,能够获得规避风险型投资者的认同;但是也会降低股票对于偏好风险型投资者的价值。在表6中, $Small$ 的回归系数在全部窗口期间都显著为正,表明在“事先告知书”窗口期,中小投资者持股水平与市场超额收益率显著正相关。这也部分支持了中小投资者偏好风险的倾向。

表7列示了不同持股时间的投资者对于“先行赔付”的市场反应情况。与表6相一致,在加入持股时间影响后,表7中 $Spon$ 的回归系数符号保持不变,并且回归系数的经济意义显著性和统计意义显著性均较表5有所提升。除 Lev 回归系数不显著外,表7控制变量的回归系数符号和显著性水平与表5和表6的结果基本保持一致。在表7中,在 $[0, 1]$ 、 $[-1, 1]$ 和 $[-2, 2]$ 窗口期, $Spon \times Turnover$ 的回归系数均为负,且在5%统计水平上保持显著。这表明持股时间越短,投资者对于“先行赔付”的认同程度越低,这与假设3相一致。通常而言,持股时间较短是投资者频繁交易的结果。而频繁交易的投资者,其决策基础通常是各种噪音信息而非公司价值相关的基本面信息。而“先行赔付”设定标准是要求投资者股票买入和卖出,需要横跨基本面信息披露时点。相对于基于噪音交易的短期持股投资者,基于公司价值基本面信息进行交易的长期持股投资者更容易成为获得赔偿资格的投资者。

3. 稳健性检验

为了进一步考察投资者对于“先行赔付”的认同程度,本文还从投资者风险偏好类型、投资者后续行为等方面进行了稳健性检验。

表6中,受到投资者风险偏好类型的影响,模型(5)的回归结果与假设2相反。为了进一步考察

表 6 中小投资者对于“先行赔付”的市场反应

变量	CAR		
	[0,1]	[-1,1]	[-2,2]
<i>Spon</i>	0.0346*** (2.68)	0.0440*** (2.66)	0.0410* (1.80)
<i>Spon</i> × <i>Small</i>	-0.0416** (-2.29)	-0.0513** (-2.15)	-0.0424 (-1.34)
<i>Small</i>	0.0422** (2.54)	0.0627*** (2.96)	0.0572** (2.08)
<i>Size</i>	0.0005 (0.16)	0.0028 (0.73)	0.0056 (1.08)
<i>Lev</i>	-0.0179 (-1.30)	-0.0312* (-1.76)	-0.0382* (-1.80)
<i>Age</i>	0.0071 (1.09)	0.0100 (1.18)	0.0127 (1.24)
<i>MB</i>	0.0000 (0.03)	0.0015 (0.84)	0.0008 (0.36)
<i>ROE</i>	-0.0532* (-1.92)	-0.0906** (-2.39)	-0.1178*** (-2.67)
<i>Manager</i>	0.0122 (1.56)	0.0235** (2.35)	0.0241** (1.99)
<i>Dual</i>	0.0001 (0.01)	0.0015 (0.31)	0.0057 (0.99)
<i>GEM</i>	-0.0031 (-0.64)	-0.0022 (-0.33)	-0.0041 (-0.51)
<i>SOE</i>	0.0145* (1.81)	0.0313*** (2.80)	0.0370*** (2.62)
<i>Constant</i>	-0.0463 (-0.69)	-0.1044 (-1.34)	-0.1450 (-1.43)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
Observations	227	227	227
Adjusted R-squared	0.0271	0.0811	0.0753

注:①括号中为 t 值;②*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信水平上显著。

资料来源:作者利用 Stata 软件估计。

投资者风险偏好类型对于假设 2 的影响,本文考察机构投资者对于“先行赔付”的市场反应。史永东等(2009)和陈炜等(2013)均发现,中国资本市场机构投资者的投资策略和投资行为与中小投资者存在显著差异。特别是,史永东等(2009)发现,机构投资者属于规避风险型,与中小投资者截然相反。若表6的回归结果是由于中小投资者偏好风险造成的,那么,采用机构持股比例替代中小投资

表 7 持股时间对于“先行赔付”的市场反应

变量	CAR		
	[0,1]	[-1,1]	[-2,2]
<i>Spon</i>	0.0192*** (2.86)	0.0227*** (2.73)	0.0337*** (3.01)
<i>Spon</i> × <i>Turnover</i>	-0.4230** (-2.59)	-0.4514** (-2.17)	-0.7028** (-2.27)
<i>Turnover</i>	0.1497 (1.10)	0.1354 (0.86)	0.2345 (0.88)
<i>Size</i>	-0.0009 (-0.26)	0.0008 (0.21)	0.0028 (0.54)
<i>Lev</i>	-0.0148 (-1.05)	-0.0271 (-1.51)	-0.0328 (-1.59)
<i>Age</i>	0.0020 (0.30)	0.0022 (0.25)	0.0037 (0.37)
<i>MB</i>	-0.0006 (-0.39)	0.0006 (0.34)	-0.0003 (-0.14)
<i>ROE</i>	-0.0567** (-2.10)	-0.0986*** (-2.65)	-0.1291*** (-2.79)
<i>Manager</i>	0.0137* (1.70)	0.0262** (2.50)	0.0261** (2.08)
<i>Dual</i>	0.0005 (0.12)	0.0020 (0.42)	0.0069 (1.18)
<i>GEM</i>	-0.0043 (-0.87)	-0.0037 (-0.58)	-0.0057 (-0.70)
<i>SOE</i>	0.0105 (1.41)	0.0245** (2.28)	0.0308** (2.27)
<i>Constant</i>	0.0174 (0.26)	-0.0082 (-0.11)	-0.0357 (-0.35)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
Observations	227	227	227
Adjusted R-squared	0.0265	0.0640	0.0857

注:①括号中为 t 值;②*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信水平上显著。

资料来源:作者利用 Stata 软件估计。

者持股比例,将发现机构持股比例较高的公司,对于“先行赔付”的认同程度更高。

表 8 列示了采用上一年度机构持股比例(*Ins*)替代中小股东持股比例后,对模型(5)所进行的回归。在表 8 中,在[0,1]和[-1,1]窗口期,*Ins*×*Spon* 的回归系数分别在 1%和 5%的统计水平上显著为正,*Ins* 的回归系数至少在 5%统计水平上显著为负,而 *Spon* 系数不再显著。这说明,投资者对于“先行赔付”的认可态度主要来自于规避风险类型的投资者。表 8 中投资者类型变量及其与 *Spon* 的交

表 8 机构投资者对先行赔付的市场反应

变量	CAR		
	[0, 1]	[-1, 1]	[-2, 2]
<i>Spon</i>	-0.0045 (-0.85)	-0.0020 (-0.29)	0.0046 (0.53)
<i>Spon×Ins</i>	0.0415*** (2.87)	0.0410** (2.12)	0.0269 (0.97)
<i>Ins</i>	-0.0365*** (-2.68)	-0.0524*** (-3.05)	-0.0374 (-1.44)
<i>Size</i>	0.0009 (0.26)	0.0046 (1.15)	0.0069 (1.31)
<i>Lev</i>	-0.0193 (-1.41)	-0.0346* (-1.93)	-0.0406* (-1.91)
<i>Industry</i>	Yes	Yes	Yes
Observations	227	227	227
Adjusted R-squared	0.0343	0.0832	0.0676

注:①括号中为 t 值;②*、**、*** 分别表示在 10%、5%和 1%的置信水平上显著;③限于篇幅,表中未列示全部回归结果,可登陆《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载附件。

资料来源:作者利用 Stata 软件估计。

乘项的符号方向与表 6 截然相反。这能够验证本文基于投资者风险偏好类型对于表 6 结果的解释。

投资者对于“先行赔付”的认同不单会体现在市场反应上,同时还会体现在投资行为的变化趋势上。表 9 列示了事件日前后投资者行为的变化。Panel A 和 Panel B 分别列示了事件日前后研究样本和控制样本非涉事客户的投资者类型和投资行为特征。根据 Panel A,在事件日之前,中小股东的持股水平、机构持股水平和换手率在研究样本和控制样本间,都没有显著的差异。Panel B 表明,在事件发生后,与控制样本相比,研究样本公司的机构持股水平显著上升,中小股东持股比率显著下降。表 9 的结果与此前的多元回归基本保持一致。表 9 的结果说明,当平安证券采用“先行赔付”方式补偿投资者后,机构投资者会更多持有其保荐上市公司的股票,而中小投资者则减少持股水平。

六、结论及政策建议

1. 研究结论

2013 年 5 月 10 日,平安证券召开记者招待会,宣布自行出资设立赔偿基金对投资者进行赔偿,开创了保荐机构主动履行保荐职责,先行赔付投资者的先例。本文以此为事件点,利用平安证券非涉事客户的市场反应,考察投资者对于“先行赔付”的认同程度。研究发现,在平安证券的非涉事客户中,“先行赔付”产生了显著的正面市场反应。这表明,在投资者利益司法保护较弱的条件下,市场产生的替代性保护机制得到了投资者的认同。不同类型的投资者对“先行赔付”的认同程度存在

表9 事件前后投资者行为的组间比较

Panel A: 事件前主要变量组间比较

变量名	(1)研究样本 平安证券非涉事客户			(2)控制样本 其他保荐机构非涉事客户			(1)-(2)	
	样本数	均值	中位数	样本数	均值	中位数	均值差异	中位数差异
<i>Small</i>	119	0.6690	0.7300	108	0.6920	0.7120	-0.0230	0.0180
<i>Ins</i>	119	0.2560	0.1460	108	0.2520	0.1690	0.0040	-0.0230
<i>Turnover</i>	119	0.0310	0.0260	108	0.0320	0.0250	-0.0010	0.0010

Panel B: 事件后主要变量组间比较

变量名	(1)研究样本 平安证券非涉事客户			(2)控制样本 其他保荐机构非涉事客户			(1)-(2)	
	样本数	均值	中位数	样本数	均值	中位数	均值差异	中位数差异
<i>Change_Small</i>	119	-0.0770	-0.0310	108	-0.0640	0.0010	-0.0130	-0.0320*
<i>Change_Ins</i>	119	0.0660	0.0150	108	0.0370	-0.0070	0.0290	0.0220*
<i>Change_Turnover</i>	119	0.0060	0.0020	108	0.0040	0.0020	0.0020	0.0000

注:*,**,*** 分别表示在 10%,5%和 1%的置信水平上显著。

资料来源:作者利用 Stata 软件计算。

显著差异。理论上能够被“先行赔付”更好保护的中小投资者,并未表现出更高的认同程度。本文认为,这主要是由于中小投资者的风险偏好类型与理论假定存在差异。从理论上讲,投资者风险类型通常被设定为规避风险型,但是中国中小投资者可能属于偏好风险型。“先行赔付”降低风险的效应,与中小投资者偏好风险的特征相冲突,导致其产生负面的市场反应。从投资行为特征看,持股时间较长的投资者对“先行赔付”的认同程度更高。“先行赔付”认定的适格投资者,是依据公司基本面信息作为前提条件。持股时间较长的投资者,更倾向于依据公司基本面信息做出决策,因此,更容易获得赔付,进而带来更为显著的正面市场反应。

2. 政策建议

根据研究结论,本文对如何强化保荐机构责任及完善投资者保护机制提出如下建议:

(1)在法制环境尚不健全的情况下,应将“先行赔付”制度化,以更好地保护投资者的利益。“先行赔付”制度充分发挥了保荐机构在投资者保护中的重要作用,缩短了赔偿时间,并同时提升了赔付的充足率。这既提升了现有投资者保护的力度,也将增强资本市场对于潜在投资者的吸引力,进而完善资本市场的制度建设水平。

(2)增强投资者风险教育,转变中小投资者风险偏好。“先行赔付”效果的进一步发挥,有赖于投资者风险意识的增强。本文的研究发现,中小投资者对于“先行赔付”呈现显著负面的反应。这与“先行赔付”制度的初衷截然相反。受制于自身特征,中小投资者本应从“先行赔付”中受益最大,但是由于风险意识的偏差,造成了“先行赔付”对中小投资者“失效”。中国资本市场建立初期的制度并不完

善,使中小投资者形成了偏好风险的取向。这种类型的风险偏好阻碍了资本市场制度的建设和完善,同时也妨碍了各种制度作用的发挥。只有通过投资者教育改变中小投资者偏好风险的意识,才能确保投资者保护制度效果的发挥。

(3)突出基于价值的投资理念,避免基于噪音的频繁交易。现行的投资者保护政策需要以理性的投资决策作为基础,即投资者基于价值相关的基本面信息而不是噪音做出投资决策。本文的研究发现,基于基本面信息的长期投资者对于“先行赔付”更为认同。这表明,“先行赔付”作用的发挥,需要以投资者的理性投资决策作为先决条件。利用“先行赔付”的示范作用,引导投资者依据价值相关信息进行投资决策,将引导投资者与投资者保护政策的良性互动。

[参考文献]

- [1]陈炜,袁子甲,何基报. 异质投资者行为与价格形成机制研究[J]. 经济研究, 2013, (4):43-54.
- [2]陈信元,李莫愁,芮萌,夏立军. 司法独立性与投资者保护法律实施——最高人民法院“1/15 通知”的市场反应[J]. 经济学(季刊), 2010, (1):1-28.
- [3]戴亦一,潘越,陈静. 双重保荐声誉、社会诚信与 IPO 过会[J]. 金融研究, 2014, (6):146-161.
- [4]黄亮华,谢德仁. 核准制下 IPO 市场寻租研究——基于发审委员和承销商灰色关联视角[J]. 中国工业经济, 2016, (3):20-35.
- [5]刘海建. 捐赠行为的信号机制与投资者解读——基于负溢出情境中波及者的研究[J]. 中国工业经济, 2016, (11):144-160.
- [6]刘行, 张艺馨,高升好. 股利税与资本结构:中国的经验证据[J]. 会计研究, 2015, (10):66-73.
- [7]罗党论,汪弘. 公司特质、保荐人与过会时间——来自中国创业板上市公司的经验证据[J]. 证券市场导报, 2013, (3):17-24.
- [8]罗党论,杨毓. 保荐人声誉与上市公司 IPO 表现[J]. 会计与经济研究, 2013, (4):3-17.
- [9]史永东, 李竹薇,陈炜. 中国证券投资者交易行为的实证研究[J]. 金融研究, 2009, (11):129-142.
- [10]施海娜, 徐浩萍,陈超. 中小企业股权融资中投资银行市场竞争力构建与作用[J]. 金融研究, 2011, (2):95-113.
- [11]投保基金公司专项补偿基金工作组, 黄子波,王旭. 证券市场投资者保护新机制探索[J]. 证券市场导报, 2015, (3):40-44.
- [12]吴溪,张俊生. 上市公司立案公告的市场反应及其含义[J]. 会计研究, 2014, (4):10-18+95.
- [13]徐浩萍,罗炜. 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[J]. 经济研究, 2007, (2):124-136.
- [14]许荣, 蒋庆欣,李星汉. 信息不对称程度增加是否有助于投行声誉功能发挥?——基于中国创业板制度实施的证据[J]. 金融研究, 2013, (7):166-179.
- [15]张东昌. 证券市场先行赔付制度的法律构造——以投资者保护基金为中心[J]. 证券市场导报, 2015, (2):65-71.
- [16]章武生. 类似案件的迥异判决——银广夏虚假陈述证券民事赔偿案评析[J]. 华东政法大学学报, 2010, (2):38-47.
- [17]朱红军,何贤杰,孙跃,吕伟. 市场在关注审计师的职业声誉吗?——基于“科龙电器事件”的经验与启示[J]. 审计研究, 2008, (4):44-52.
- [18]支晓强,胡聪慧,吴偲立,刘玉珍. 现金分红迎合了投资者吗——来自交易行为的证据[J]. 金融研究, 2014, (5):143-161.
- [19]Allen, F., J. Qian, and M. Qian. Law, Finance, and Economic Growth in China [J]. Journal of Financial Economics, 2005, 77(1):57-116.
- [20]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):151-186.
- [21]Bushee, B. J. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior [J]. *The Accounting Review*, 1998,73(3):305-333.
- [22]Chaney, P. K., and K. L. Philipich. Shredded Reputation: The Cost of Audit Failure[J]. *Journal of Accounting Research*, 2002,40(4):1221-1245.
- [23]Chen, D., Y. Guan, G. Zhao, and F. Wu. Securities Regulation and Implicit Penalties [J]. *China Journal of Accounting Research*, 2011,4(1):47-62.
- [24]Gaspar, J. M., M. Massa, and P. Matos. Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control[J]. *Journal of Financial Economics*, 2005,76(1):135-165.
- [25]Gaspar, J. M., M. Massa, P. Matos, R. Patgiri, and Z. Rehman. Payout Policy Choices and Shareholder Investment Horizons[J]. *Review of Finance*, 2013,17(1):261-320.
- [26]McLean, R. D., T. Zhang, and M. Zhao. Why Does the Law Matter? Investor Protection and Its Effects on Investment, Finance, and Growth[J]. *The Journal of Finance*, 2012,67(1):313-350.
- [27]Porta, R. L., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. Law and Finance [J]. *Journal of Political Economy*, 1998,106(6):1113-1155.
- [28]Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. Investor Protection and Corporate Valuation[J]. *The Journal of Finance*, 2002,57(3):1147-1170.
- [29]Skinner, D. J., and S. Srinivasan. Audit Quality and Auditor Reputation: Evidence from Japan [J]. *The Accounting Review*, 2012,87(5):1737-1765.

Indemnity Offer of IPO Sponsor and Investor's Interest Protection

ZHANG Xiao-dong

(School of Accounting of Dongbei University of Finance and Economics, Dalian 116025, China)

Abstract: Ping An Security Company set up a fund of 300 million to pay indemnity to investors in advance on May 10th, 2013. However, the regulatory authority has not made the final decision on administrative punishment and there are no law suit brought up. "Indemnity in Advance" provides investors an alternative way to get their interests protected, which gains the approval and promotion from regulatory authority. However, whether investors care about the "Indemnity in Advance" is still unknown. This paper uses market reaction to examine whether investors pay attention to the "Indemnity in Advance" and whether there are differences among investors. The results show that "Indemnity in Advance" has won the approval by investors in general. But small and medium investors show significant negative reaction to the "Indemnity in Advance", which is contrary to expectation. Further studies show that this is mainly due to small and medium investors' preference for risk. From the view of investment behavior characteristics, long-term investors give "Indemnity in Advance" higher recognition. The conclusion shows that, when the investor protection by law is weak, strengthening the accountability of intermediary institution gains approval from investors. In order to further deepen the positive effect of "Indemnity in Advance", the regulatory authority should educate investors on risk preference and reduce the degree of irrational in investment decision.

Key Words: indemnity in advance; risk appetite; IPO sponsor system; investor' interest protection

JEL Classification: G14 G24 G32

[责任编辑:马丽梅]