

# 股票承销市场中的个人社会关系研究

——基于承销双方、承销团成员多重关系视角

余峰燕 傅颖诗 卜林 梁琪 李温玉\*

**摘要** 本文基于 69 家券商 2 359 位高管及 1 504 家上市公司 10 388 位高管简历,从校友关系视角考察个人社会关系对 IPO 承销商选择及承销效果的影响。研究发现:异质主体(承销双方)校友关系能提高券商进入承销团或担任主承销商的概率。同质主体(承销商内部)校友关系会抑制合作。且承销双方高管存在校友关系时,发行人上市后财务业绩与市场表现更优,而券商高管校友关系不对其产生影响。本文有助于从个人社会关系异质性视角剖析“关系承销”的经济后果。

**关键词** 校友关系,关系承销,个人社会关系异质性

**DOI:** 10.13821/j.cnki.ceq.2021.06.10

## 一、引言

2018 年我国银、保监会合并标志我国金融混业经营改革迈出关键一步。金融混业经营除允许券商从事传统投资银行业务外,放松了券商兼营其他金融业务的限制,使得承销商与发行人间的关系日趋复杂、多样。承销商独立性或关系承销 (relationship underwriting) 问题由此成为学术界与实务界关注的焦点。

过去三十年里大量文献探讨了债权债务关系、股权关系、连续承销以及地方关系等组织关系对承销商微观经济行为的影响 (Puri, 1996, 1999; Burch *et al.*, 2005; Kang and Liu, 2007; 梁琪和余峰燕, 2014; 余峰燕和梁琪, 2017; 余峰燕等, 2020)。近期,学者发现金融机构与客户组织关系断裂或改变后,原关系效应仍存在,由此引起学界对关系性质的深层次思考 (Khwaja and Mian,

\* 余峰燕、傅颖诗,天津大学管理与经济学部金融学系;卜林,天津财经大学金融学院;梁琪、李温玉,南开大学经济学院财金所。通信作者及地址:卜林,天津市河西区珠江道 25 号天津财经大学金融学院,300222;电话:13920007309;E-mail:bulin@tjufe.edu.cn。本研究受国家自然科学基金项目(71872127、71790594、71532009)支持。感谢 2019 年中国金融论坛国际年会专家学者及两位匿名审稿人的宝贵意见与建议,感谢编辑部老师的细心服务。当然,文责自负。

2005): 人与人的关系(非正式关系)可能是组织关系(正式关系)的根源或重要衍生。这是因为:第一,人与人之间的关系往往是组织关系建立的诱因,如发行人选择承销商时优先考虑高管推荐的熟人公司(Kuhnen, 2009)。第二,人与人之间的关系往往比组织关系更稳定。鉴于此,从组织背后的个人社会关系(social ties)视角考察关系对承销商微观经济行为的影响具有重要的理论与现实意义。

此外,在中国市场研究个人社会关系有其重要意义。中国是典型的“关系型”社会,“关系型交易”在中国社会具有深厚的文化基础。中国儒家文化崇尚阶级伦理,讲求互赖、互助。关系在中国传统意义上就是指非正式、个人间的关系,现已成为中国企业获取资源的重要途径。关系在成熟市场被证实有助于提高资源配置效率,但在制度欠完善的新兴市场国家易导致合谋、滋生腐败(Houston *et al.*, 2014)。2013年我国中央组织部发布《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职(任职)问题的意见》,严查党政领导到营利性单位兼职、任职行为。该政策的快速出台反映了中国新一届政府对政商滥用“关系”问题的重视和担心。然而,虽然国内学者对社会关系理论的讨论由来已久,但目前少有研究深入组织背后的个人社会关系视角,系统剖析中国金融市场尤其是承销市场中关系的作用及影响,进而为监管部门正确引导关系在商业与金融领域的合理运用提供理论基础与经验证据。

鉴于此,本文利用手工整理的69家券商2359位高管及1504家上市公司10388位高管的个人简历信息,以典型的熟人关系——校友关系刻画个人社会关系,系统考察了2008—2016年股票IPO承销市场中,承销商与发行人(异质主体)及承销商内部(同质主体)个人社会关系对承销商选择及承销效果的影响。本文可能的贡献在以下三方面。第一,结合我国儒家关系文化背景,本文将研究视角从组织关系聚焦到组织背后人与人之间的社会关系,探讨个人社会关系对承销商行为与承销效果的影响,拓展了“关系承销”研究。第二,基于企业战略管理理论,本文系统考察了校友关系在同质与异质主体间发挥的截然不同的作用。一方面,校友关系有利于信息流通,促进成员间的信任、互助与协作;另一方面,校友关系能反映同质性,相似的能力结构、知识体系、市场经验会引致内部竞争。本文为企业战略联盟研究提供了来自承销市场的最新证据,丰富了该领域研究。第三,银、保监会合并标志我国金融混业经营迈出关键一步。随着金融机构与企业的关系日趋复杂多样,“关系承销”亦成为关注焦点。本研究为金融混业经营背景下改善券商执业质量提供了理论基础和经验证据。

## 二、文献综述与理论分析

### （一）组织关系承销与个人社会关系研究

组织关系承销研究可分为“维系旧关系”与“建立新关系”两大类。发行人与承销商之间存在承销业务多次合作的情形，称为“连续承销”。“维系旧关系”关注连续承销业务中原承销关系价值，其备受承销市场重视是因为连续承销中信息生产规模经济节省的成本可惠及承销双方或其中一方（Burch *et al.*, 2005）。“建立新关系”探讨承销双方除承销关系外其他组织关系的作用，最早可追溯到20世纪末兴起的全球金融混业经营改革，典型地包括债权债务关系承销（Puri, 1996；Kang and Liu, 2007；梁琪和余峰燕，2014），股权关系承销（Puri, 1999）及地方关系承销（余峰燕和梁琪，2017；余峰燕等，2020）。

组织关系一般缘起于个人关系，又依赖个人关系更好地存续。个人社会关系研究源于社会学，最近在管理学及公司金融领域引起学者广泛关注。如部分学者认为个人社会关系对企业有利，具体表现在提高信息传递与监督效率（Cai and Sevilir, 2012），改善执业质量（Cohen *et al.*, 2010），降低融资成本（Engelberg *et al.*, 2012）及扩大企业潜在合作基础（Hochberg *et al.*, 2007）。另一部分学者则认为个人社会关系也可能损害公司利益，包括削弱董事会监督力度（Fracassi and Tate, 2012），降低审计师执业质量（Guan *et al.*, 2016），降低高管薪酬、换届与业绩敏感性（Hwang and Kim, 2009；Butler and Gurun, 2012）及提高盈余管理（Hwang and Kim, 2009）等。

随着个人社会关系研究的兴起，探讨个人社会关系在承销市场的作用成为关系承销领域的重要研究方向。最近，Cooney *et al.* (2015) 把个人社会关系引入承销市场并获得了有趣结论，掀起承销市场中个人社会关系研究的序幕。本文是对 Cooney *et al.* (2015) 研究的重要拓展与补充。与之相比，本文特色在于探讨了个人社会关系在同质主体与异质主体建立承销联盟以及承销效果层面的作用差异，打开了个人社会关系的“黑匣子”，也为企业战略联盟的“竞合（alliances and competition）关系”研究提供重要证据。<sup>1</sup>

### （二）理论分析与研究假设

本文从承销市场的异质主体（发行人与承销商）与同质主体（承销商内

<sup>1</sup> 此外，区别于 Cooney *et al.* (2015) 从承销双方——承销商与 IPO 前原始股东角度分析承销效果，本文除关注承销商双方利益，更注重从广大投资者利益视角评价个人社会关系承销的经济后果。

部)两个维度分析个人社会关系在承销市场的作用。

鉴于个人社会关系具有信任基础、道德约束和同类偏好,本文认为承销双方高管间的个人社会关系能提高该券商进入承销团或成为主承销商的概率。首先,区别于组织关系,个人社会关系以感情、信任为基础,更利于软信息与敏感信息的流通(Granovetter, 2005),因而在传递私有信息时独具优势(Hong *et al.*, 2004)。现有研究证实,由于个人社会关系在降低信息不对称性方面的优势,与上市公司高管存在个人社会关系的证券分析师、基金经理及信贷供给者均获得了更好业绩(Cohen *et al.*, 2008; Cohen *et al.*, 2010; Engelberg *et al.*, 2012)。其次,个人社会关系构建的网络(如校友圈、老乡圈、同门圈)会对内部成员产生情感与道德的双重约束(Silver, 1990),从而降低承销双方的道德风险,兼顾彼此利益(McEvily *et al.*, 2003),提高协作效率(Corwin and Schultz, 2005)。Greif(1993)指出个人社会关系网络能通过声誉效应对网络成员实行监督。最后,个人社会关系揭示个体间拥有某一维度的相同特性,如相同方言、相似求学经历。由于同类易触发好感,人们偏好与同类人交往或交易。如Kuhnen(2009)发现企业倾向聘请与董事会成员存在个人社会关系的公司担任顾问。Cooney *et al.*(2015)也发现承销双方高管间存在个人社会关系时,该券商更易被选入承销团。综上,我们提出研究假设1。

**假设1** 承销双方个人社会关系会显著提高关系券商进入承销团或成为主承销商的概率。

本文认为承销双方的个人社会关系对承销效果的影响是“价值鉴证”效应与“利益冲突”效应的权衡。根据信息不对称理论,关系券商能凭借信息优势降低信息生产成本、提高信息生产效率与尽职调查准确性。同时,关系承销双方相互认同度高,能提升协作效率,从而提高价值鉴证质量(Puri, 1996; Burch *et al.*, 2005)。然而,若关系承销商“滥用”信息优势,承销双方协同合谋会引致两类利益冲突。第一类利益冲突指承销双方合谋、培育共同利益,侵占以投资者为代表的第三方利益。如承销商包装装饰发行人质量,把社会资金引流到低质量证券,损害投资者利益(Puri, 1996)。第二类利益冲突存在于承销双方内部。信息垄断租金理论认为券商会利用关系培育过程中获得的发行人私有信息“锁定”(hold-up)客户,攫取信息垄断租金(Kang and Liu, 2007)。如券商为便于证券销售,过度压低证券价格、侵害发行人利益。研究表明,价值鉴证效应与利益冲突效应可能同时发挥作用,而何者占主导,既取决于内部关系异质性(Puri, 1999),也取决于外部市场机制的完善程度(Puri, 1996; Burch *et al.*, 2005; Kang and Liu, 2007)。由此,我

们提出研究假设2。

**假设2A** 承销双方个人社会关系会显著提高承销效果。

**假设2B** 承销双方个人社会关系会显著降低承销效果。

那么，券商内部个人社会关系如何影响承销商选择与承销效果？一方面，个人社会关系有利于承销团内部信息流通，改善协作效率（Corwin and Schultz, 2005），从而提高合作概率与承销效率。大量战略管理领域文献发现，公司会选择与关系成员合作以降低不确定性（Diestre and Rajagopalan, 2012；Reuer and Lahiri, 2014）。这是因为关系成员更易认同或遵守同一规则，有助于培养战略联盟内部的信任与互助，促进战略联盟形成与稳定（Asgari *et al.*, 2018）；而异质成员加入会提高风险与不确定性，因为这类成员的知识基础、背景经验与现有成员存在差异，成功磨合耗时耗力（Kang and Zaheer, 2018）。金融研究文献也部分支持该观点。如 Corwin and Schultz（2005）发现与主承销商同地的券商更易被选入承销团。Champagne and Kryzanowski（2007）发现过去银团合作关系显著提高了两家银行再次合作的概率。Dass *et al.*（2020）也认为主承销商会选择与自己具有过去合作关系的券商加入承销团，以降低承销团内部尤其是主承销商与其他承销成员间的信息不对称与利益冲突。

另一方面，券商业属于人力资源密集型行业，以校友关系为代表的个人社会关系很大程度上能刻画券商间的同质性，如趋同的知识结构、类似的市场经验。同质性较高的承销商更可能成为潜在竞争对手（Asgari *et al.*, 2018），导致较差的合作协同效应或较低承销效果。Cui *et al.*（2018）指出企业合作联盟内部成员同质性增加，易激发成员间的竞争行为。无独有偶，Khanna *et al.*（1998）也指出关系成员更了解目标公司的知识体系和技术结构，这使其更易遭受关系成员的攻击。相反，差异性较大的联盟成员可带来全新知识（Zollo *et al.*, 2002），承销团成员间能力互补（而非背景相同）更利于提高承销服务质量（Song, 2004）。

基于以上分析，本文提出研究假设3和假设4。

**假设3A** 券商内部个人社会关系会显著提高关系券商进入承销团的概率。

**假设3B** 券商内部个人社会关系会显著降低关系券商进入承销团的概率。

**假设4A** 承销商内部个人社会关系会显著提高承销效果。

**假设4B** 承销商内部个人社会关系会显著降低承销效果。

### 三、数据来源、样本与研究方法

#### （一）研究期间、样本选择及数据来源

鉴于2008年前上市公司高管个人简历信息缺失严重，本文以2008—2016

年为研究期间。样本期内,在沪深A股交易所IPO的上市公司有1545家,剔除采用联合主承销商承销的公司22家(该情况下承销团内部关系不易刻画),剔除金融类公司19家,最终得到IPO公司样本1504家。

本文主要考虑的个人社会关系是券商与上市公司高管间,以及券商高管间的校友关系。就个人社会关系信息而言,针对上市公司高管,本文首先通过CSMAR数据库的上市公司人物特征子数据库查询上市公司高管的毕业院校数据。其次,从数据库导出高管简历信息,通过计算机核查,附加手工核对方式校对其毕业院校数据,补全简历提及的从专科至博士所有毕业院校信息,并统一高校校名(因研究期间部分高校经历重组改革,更名情况较普遍)。最终,本文1504家上市公司共包含10388位高管的毕业院校数据。针对券商高管,本文依据证券业协会公布的证券公司各年财报及券商官网披露信息,手工整理券商高管教育历史信息,最终数据包含69家券商2359位高管。此外,本文组织关系特征、上市公司特征、其他承销商特征、IPO特征数据来自Wind、CCER和CSMAR金融数据库,未上市券商信息通过手工整理券商年报或券商网站信息得到。

## (二) 个人社会关系界定

参考Engelberg *et al.* (2012)和Cooney *et al.* (2015),本文利用高管间的校友关系刻画个人社会关系<sup>2</sup>,构建两类指标:第一,上市公司与券商高管间的校友关系(*F\_S\_school\_tie*);第二,券商高管间的校友关系(*S\_Lead\_school\_tie*)。具体而言,承销双方高管间的校友关系(*F\_S\_school\_tie*),当同年在券商和上市公司任职的高管存在校友关系时取1,否则为0。券商高管间的校友关系(*S\_Lead\_school\_tie*),当某券商高管与主承销商高管存在校友关系时取1,否则为0。此外,本文既考虑校友关系是否存在,也以校友关系对的数量衡量校友关系密度。在探究承销效果时,本文还考察主承销商与其他承销成员高管的校友关系(*Lead\_Syndicate\_school\_tie*)。

## (三) 研究模型

### 1. 个人社会关系对承销商选择的影响

借鉴Corwin and Schultz (2005),本文假定每家IPO公司在发行时与当

<sup>2</sup> 本文所选高管包括公司年报披露的所有董事会及高级管理团队人员。参考Guan *et al.* (2016),校友关系的构建依据高管所有教育经历而非仅最高学历,只要两高管曾在同一教育机构就读即认为存在校友关系,不考虑学历层次、毕业年份、专业、校区是否相同。这契合六度分隔理论(Six Degrees of Separation),即个人社会关系存在传递性,校友关系可通过校友介绍等渠道延伸与拓展。

时市场上有股票承销资格的券商都存在潜在承销关系，并以2008—2016年间1504家IPO公司为基础得到175500个观测值。<sup>3</sup>承销团 (*Underwriting\_syndicate*) 由主承销商 (*Lead\_underwriter*) 与一般承销商 (*Participant*) 组成，本文构建模型 (1) 与 (2) 分别刻画承销团组建的两个重要阶段。阶段一，发行人选择主承销商，模型 (1) 探讨券商与发行人间的个人社会关系对承销商选择 ( $Y_i$ ) 的影响，包括券商成为主承销商 (*Lead\_underwriter*) 与进入承销团 (*Underwriting\_syndicate*)。阶段二，发行人与主承销商共同决策，从剩余有承销资格的券商中选择其他承销成员。模型 (2) 刻画此阶段，考察券商与发行人及券商与主承销商高管间的个人社会关系如何影响其被选为一般承销商 (*Participant*) 的概率。模型如下：

$$Y_i = \alpha_0 + \alpha_1 \times F\_S\_school\_tie_i + \alpha_2 \times F\_S\_ownership_i + \alpha_3 \times F\_S\_location_i + \sum \alpha_{control}^n \times Other\_control_i^n + \epsilon_i, \quad (1)$$

$$Participant_i = \gamma_0 + \gamma_1 \times F\_S\_school\_tie_i + \gamma_2 \times F\_S\_ownership_i + \gamma_3 \times F\_S\_location_i + \gamma_4 \times S\_Lead\_school\_tie_i + \gamma_5 \times S\_Lead\_cooperation_i + \gamma_6 \times S\_Lead\_location_i + \sum \gamma_{control}^n \times Other\_control_i^n + \epsilon_i. \quad (2)$$

对于承销双方个人社会关系，本文既考虑校友关系是否存在 (*F\_S\_school\_tie*)，也以校友关系对的数量 (*F\_S\_school\_tie\_n*) 衡量个人关系密度。对券商高管间个人社会关系，本文也从校友关系是否存在 (*S\_Lead\_school\_tie*) 及关系密度 (*S\_Lead\_school\_tie\_n*) 进行刻画。

本文控制了承销双方的组织关系，包括股权关系 (*F\_S\_ownership*) 和同地关系 (*F\_S\_location*)。对券商间的组织关系，除同地关系 (*S\_Lead\_location*)，本文还考虑过去合作关系 (*S\_Lead\_cooperation*)。其他控制变量包括IPO特征、发行人特征、券商特征及区域特征四类。

## 2. 个人社会关系对承销效果的影响

本文构建模型 (3) 研究主承销商与发行人，主承销商与一般承销商高管间个人社会关系对承销效果的影响。基于1504家IPO公司样本，本文构建模型 (3)。

<sup>3</sup> 本文在研究期间每年构建潜在承销关系矩阵，矩阵行代表在  $t$  年 IPO 的所有公司 ( $n$ )，列代表  $t$  年市场上所有具有证券承销资格的券商 ( $m$ )，加总得到样本  $N = 175500 = \sum_{t=2008}^{2016} m_t \times n_t$ ，矩阵中每个元素  $a_{ijt}$  代表一个观测值。以因变量 *Lead\_underwriter* 为例，当券商  $j$  是在  $t$  年上市的公司  $i$  的主承销商时  $a_{ijt}$  为 1，否则为 0。

$$\begin{aligned}
Z_i = & \delta_0 + \delta_1 \times F\_S\_school\_tie_i + \delta_2 \times Lead\_Syndicate\_school\_tie_i \\
& + \delta_3 \times F\_S\_ownership_i + \delta_4 \times F\_S\_location_i \\
& + \delta_5 \times Lead\_Syndicate\_cooperation_i + \delta_6 \times Lead\_Syndicate\_location_i \\
& + \sum \delta_{control}^n Other\ control_i^n + \epsilon_i,
\end{aligned} \tag{3}$$

其中,  $Z_i$  代表承销效果, 从财务业绩和市场表现两个维度衡量。对于财务业绩, 本文既考虑上市后 3 年较前 3 年平均营业收入增长率 ( $Sales$ ), 也考虑公司盈利能力, 包括上市前后各 3 年平均 ROA 差值 ( $ROA$ ) 及 ROE 差值 ( $ROE$ )。市场表现则通过发行后半年、1 年和 2 年调整收益率 ( $Semi\_YearHPRAdj$ 、 $YearHPRAdj$ 、 $2YearHPRAdj$ ) 刻画。关系变量界定与模型 (1)、(2) 类似, 但承销双方关系限定为发行人与主承销商的关系, 券商特征限定为主承销商特征。特别地, 模型 (3) 取主承销商与其他承销商间平均个人社会关系数 ( $Lead\_Syndicate\_school\_tie\_n$ )、平均同地关系数 ( $Lead\_Syndicate\_location$ ) 与平均组织合作关系数 ( $Lead\_Syndicate\_cooperation$ ) 的对数衡量关系强弱。所有变量定义及说明见表 1。

表 1 变量定义与说明

| 变量名称                          | 变量说明  |
|-------------------------------|---|
| <i>Underwriting_syndicate</i> | 券商为承销团成员时为 1, 否则为 0。  |
| <i>Lead_underwriter</i>       | 券商为主承销商时为 1, 否则为 0。   |
| <i>Participant</i>            | 券商为除主承销商外的一般承销商时为 1, 否则为 0。   |
| <i>Sales</i>                  | 上市前后营业收入变化率, 为上市后 3 年与前 3 年平均营业收入差额除以上市前 3 年平均营业收入。                                   |
| <i>ROA</i>                    | 上市前后 ROA 差值, 为上市后 3 年平均 ROA 减前 3 年平均 ROA, 单位%。本文也用该 ROA 差值除以上市前 3 年平均 ROA 替代, 核心结果不变。 |
| <i>ROE</i>                    | 上市前后 ROE 差值, 为上市后 3 年平均 ROE 减前 3 年平均 ROE, 单位%。本文也用该 ROE 差值除以上市前 3 年平均 ROE 替代, 核心结果不变。 |
| <i>Semi_YearHPRAdj</i>        | 上市后半年调整后收益率, IPO 后 120 个交易日收益率 (除上市当日) 减同期 A 股指数收益率。                                  |
| <i>YearHPRAdj</i>             | 上市后 1 年调整后收益率, IPO 后 252 个交易日收益率 (除上市当日) 减同期 A 股指数收益率。                                |
| <i>2YearHPRAdj</i>            | 上市后 2 年调整后收益率, IPO 后 504 个交易日收益率 (除上市当日) 减同期 A 股指数收益率。                                |



(续表)

| 变量名称                               | 变量说明  |
|------------------------------------|---|
| 个人社会关系                             |   |
| <i>F_S_school_tie</i>              | 券商与上市公司高管存在校友关系时取 1，否则取 0。                          |
| <i>F_S_school_tie_n</i>            | 券商与上市公司高管的校友关系对数量加 1 取自然对数。                         |
| <i>S_Lead_school_tie</i>           | 券商与主承销商高管存在校友关系时取 1，否则取 0。                          |
| <i>S_Lead_school_tie_n</i>         | 券商与主承销商高管校友关系对数量加 1 取自然对数。                          |
| <i>Lead_Syndicate_school_tie</i>   | 主承销商与其他承销团成员高管存在校友关系时取 1，否则取 0。                     |
| <i>Lead_Syndicate_school_tie_n</i> | 主承销商与其他承销团成员高管校友关系对平均数量，即校友关系对总数除以非主承销商数，加 1 取自然对数。 |
| 组织关系                               |   |
| <i>F_S_ownership</i>               | 券商是上市公司前 10 大股东时取 1，否则取 0。                          |
| <i>F_S_location</i>                | 券商与上市公司注册地同省时取 1，否则取 0。                             |
| <i>S_Lead_location</i>             | 券商与主承销商注册地同省时取 1，否则取 0。                             |
| <i>Lead_Syndicate_location</i>     | 主承销商与其他承销商注册地相同（同省）数量除以非主承销商数量。                     |
| <i>S_Lead_cooperation</i>          | 券商与主承销商在过去 5 年曾合作承销股票时取 1，否则取 0。                    |
| <i>Lead_Syndicate_cooperation</i>  | 主承销商与承销团其他成员过去 5 年合作承销股票的平均次数，即合作发行次数总和除以非主承销商数。    |
| 券商特征                               |   |
| <i>S_lnage</i>                     | 承销当年券商成立年限取自然对数。                                    |
| <i>S_lnsize</i>                    | 券商规模，注册资本（单位 100 万元）加 1 取自然对数。                      |
| <i>S_reputation</i>                | 券商声誉，当年券商承销 IPO 募资总额排市场前 10 名时取 1，否则取 0。            |
| IPO 特征                             |   |
| <i>Syndicate_lnsize</i>            | 承销团规模，承销团中承销商数量加 1 取自然对数。                           |
| <i>lnproceeds</i>                  | 募集资金规模，发行人募资总额（单位亿元）加 1 取自然对数。                      |
| 上市公司与区域特征                          |   |
| <i>F_lnage</i>                     | 公司上市时成立年限，为上市年份减成立年份加 1 取自然对数。                      |
| <i>F_lnsize</i>                    | 公司规模，为上市当期总资产（单位 100 万元）取自然对数。                      |
| <i>F_leverage</i>                  | 公司资产负债率，为上市当期负债除以总资产。                               |
| <i>F_asset_turnover</i>            | 公司总资产周转率，为上市当期销售收入除以平均总资产。                          |
| <i>F_SOE</i>                       | 公司为国有企业时取 1，否则取 0。                                  |
| <i>Local_market_index</i>          | 公司上市当年注册省份的地方市场化指数取自然对数，来自王小鲁等《中国分省份市场化指数报告（2018）》。 |

## 四、实证研究结果与分析

### (一) 个人社会关系对承销商选择的影响

表2报告了模型(1)和(2)的检验结果,发现:第一,券商与发行人高管校友关系(*F\_S\_school\_tie*)的估计系数均显著为正,说明承销双方高管间的校友关系有助于该券商进入承销团(成为主承销商或一般承销商的几率均提高约60%),支持了Cooney *et al.* (2015)结论。第二,券商与主承销商间的校友关系(*S\_Lead\_school\_tie*)抑制该券商参与承销(成为一般承销商的几率降低62.13%)。

表2 个人社会关系对IPO承销商选择的影响

|                           | <i>Underwriting_syndicate</i> |                         | <i>Lead_underwriter</i> |                         | <i>Participant</i>   |                         |
|---------------------------|-------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|-------------------------|
|                           | 系数<br>( <i>t</i> 值)           | Change of<br>odds ratio | 系数<br>( <i>t</i> 值)     | Change of<br>odds ratio | 系数<br>( <i>t</i> 值)  | Change of<br>odds ratio |
|                           | (1)                           | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                  | (6)                     |
| <i>F_S_school_tie</i>     | 0.464***<br>(7.16)            | 59.04%                  | 0.470***<br>(6.72)      | 60.00%                  | 0.488***<br>(2.87)   | 62.91%                  |
| <i>S_Lead_school_tie</i>  |                               |                         |                         |                         | -0.971***<br>(-3.29) | -62.13%                 |
| <i>F_S_ownership</i>      | 1.256***<br>(5.88)            | 251.13%                 | 1.175***<br>(4.85)      | 223.81%                 | 1.152***<br>(2.87)   | 216.45%                 |
| <i>F_S_location</i>       | 0.952***<br>(14.60)           | 159.09%                 | 1.024***<br>(14.65)     | 178.43%                 | 0.282<br>(1.51)      | 32.58%                  |
| <i>S_Lead_cooperation</i> |                               |                         |                         |                         | 0.828***<br>(6.97)   | 128.87%                 |
| <i>S_Lead_location</i>    |                               |                         |                         |                         | 0.185<br>(1.28)      | 20.32%                  |
| <i>Syndicate_insize</i>   | 1.479***<br>(18.17)           | 338.86%                 | -0.015<br>(-0.12)       | -1.49%                  | 4.110***<br>(24.25)  | 5994.67%                |
| <i>lnproceeds</i>         | -0.008<br>(-0.12)             | -0.80%                  | -0.002<br>(-0.03)       | -0.20%                  | 0.146<br>(0.92)      | 15.72%                  |
| <i>S_lnage</i>            | 0.334***<br>(5.90)            | 39.65%                  | 0.448***<br>(6.46)      | 56.52%                  | -0.060<br>(-0.61)    | -5.82%                  |
| <i>S_insize</i>           | 0.305***<br>(9.92)            | 35.66%                  | 0.289***<br>(8.27)      | 33.51%                  | 0.334***<br>(4.81)   | 39.65%                  |

(续表)

|                              | <i>Underwriting_syndicate</i> |                         | <i>Lead_underwriter</i> |                         | <i>Participant</i>   |                         |
|------------------------------|-------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------|-------------------------|
|                              | 系数<br>( <i>t</i> 值)           | Change of<br>odds ratio | 系数<br>( <i>t</i> 值)     | Change of<br>odds ratio | 系数<br>( <i>t</i> 值)  | Change of<br>odds ratio |
|                              | (1)                           | (2)                     | (3)                     | (4)                     | (5)                  | (6)                     |
| <i>S_reputation</i>          | 1.455***<br>(25.74)           | 328.45%                 | 1.620***<br>(26.00)     | 405.31%                 | 0.304*<br>(1.94)     | 35.53%                  |
| <i>F_inage</i>               | 0.017<br>(0.26)               | 1.71%                   | -0.008<br>(-0.11)       | -0.80%                  | 0.369**<br>(2.34)    | 44.63%                  |
| <i>F_insize</i>              | -0.006<br>(-0.13)             | -0.60%                  | 0.012<br>(0.23)         | 1.21%                   | -0.320***<br>(-2.96) | -27.39%                 |
| <i>F_leverage</i>            | -0.032<br>(-0.21)             | -3.15%                  | 0.004<br>(0.03)         | 0.40%                   | -0.423<br>(-1.09)    | -34.49%                 |
| <i>F_asset_turnover</i>      | 0.029<br>(0.38)               | 2.94%                   | 0.021<br>(0.25)         | 2.12%                   | 0.440***<br>(2.81)   | 55.27%                  |
| <i>F_SOE</i>                 | -0.001<br>(-0.54)             | -0.10%                  | -0.001<br>(-0.65)       | -0.10%                  | 0.009<br>(0.68)      | 0.90%                   |
| <i>Local_market_index</i>    | -0.230***<br>(-2.82)          | -20.55%                 | -0.268***<br>(-3.20)    | -23.51%                 | 0.263<br>(0.87)      | 30.08%                  |
| <i>Constant</i>              | 是                             |                         | 是                       |                         | 是                    |                         |
| <i>Year Fixed Effect</i>     | 是                             |                         | 是                       |                         | 是                    |                         |
| <i>Industry Fixed Effect</i> | 是                             |                         | 是                       |                         | 是                    |                         |
| <i>N</i>                     | 175 500                       |                         | 175 500                 |                         | 175 500              |                         |
| <i>Pseudo R<sup>2</sup></i>  | 0.113                         |                         | 0.103                   |                         | 0.292                |                         |

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%统计水平上显著。括号中为异方差稳健标准误调整后的*t*值。

从组织关系看，承销双方股权关系 (*F\_S\_ownership*) 显著提高券商进入承销团、成为主承销商或一般承销商的概率。而承销双方同地关系 (*F\_S\_location*) 有助于券商以主承销商身份进入承销团，但不显著影响其成为一般承销商的概率。另外，券商间过去合作关系 (*S\_Lead\_cooperation*) 有助于券商参与承销，但券商间同地关系 (*S\_Lead\_location*) 不影响券商参与承销的概率。由此可见，第一，总体看，组织关系能促进异质或同质主体合作；第二，若把券商间建立承销团看作一类组织关系，则本研究证实个人社会关系确实影响组织关系缔结。

此外，IPO 特征与券商特征亦影响承销商选择。首先，从 IPO 特征看，

承销团规模增大有助于券商成为一般承销商或进入承销团,但不提高其成为主承销商的概率。其次,从券商特征看,券商成立年限、规模和声誉能显著提升承销商进入承销团、成为主承销商或一般承销商的概率,说明发行人更青睐优质券商。最后,公司特征对承销商选择的影响不明显。

## (二) 个人社会关系对承销效果的影响

表3报告了模型(3)检验结果,发现:第一,主承销商和发行人高管间校友关系( $F\_S\_school\_tie$ )的估计系数均显著为正,表明承销双方高管校友关系有助于识别上市后财务绩效更好、市场表现更佳的高质量发行人,发挥了价值鉴证作用。第二,承销团内部高管间的校友关系( $Lead\_Syndicate\_school\_tie$ )对承销效果无显著影响。第三,承销双方的组织关系(包括股权关系 $F\_S\_ownership$ 、地方关系 $F\_S\_location$ )及券商内部过去合作关系( $Lead\_Syndicate\_cooperation$ )的估计系数统计上均不显著,但券商内部同地关系( $Lead\_Syndicate\_location$ )显著降低市场表现。

表3 个人社会关系对承销效果的影响

|                                   | 财务业绩         |            |            | 市场表现                        |                        |                         |
|-----------------------------------|--------------|------------|------------|-----------------------------|------------------------|-------------------------|
|                                   | <i>Sales</i> | <i>ROA</i> | <i>ROE</i> | <i>Semi_Year<br/>HPRAdj</i> | <i>Year<br/>HPRAdj</i> | <i>2Year<br/>HPRAdj</i> |
|                                   | (1)          | (2)        | (3)        | (4)                         | (5)                    | (6)                     |
| <i>F_S_school_tie</i>             | 0.137*       | 0.027***   | 0.066***   | 0.205***                    | 0.146**                | 0.078*                  |
|                                   | (1.73)       | (5.80)     | (7.50)     | (2.72)                      | (2.37)                 | (1.77)                  |
| <i>Lead_Syndicate_school_tie</i>  | -0.019       | 0.006      | -0.009     | -0.036                      | -0.137                 | -0.071                  |
|                                   | (-0.08)      | (0.42)     | (-0.27)    | (-0.27)                     | (-0.89)                | (-0.59)                 |
| <i>F_S_ownership</i>              | 0.089        | 0.006      | 0.003      | -0.241                      | -0.132                 | 0.090                   |
|                                   | (0.47)       | (0.54)     | (0.19)     | (-1.20)                     | (-0.85)                | (0.56)                  |
| <i>F_S_location</i>               | 0.002        | 0.004      | 0.017**    | 0.073                       | 0.018                  | 0.026                   |
|                                   | (0.02)       | (0.84)     | (2.27)     | (1.01)                      | (0.31)                 | (0.59)                  |
| <i>Lead_Syndicate_cooperation</i> | -0.258       | -0.012     | 0.000      | 0.051*                      | 0.177                  | 0.037                   |
|                                   | (-1.01)      | (-0.97)    | (0.01)     | (1.68)                      | (1.35)                 | (0.64)                  |
| <i>Lead_Syndicate_location</i>    | 0.026        | -0.000     | 0.001      | -0.295**                    | -0.227*                | -0.187*                 |
|                                   | (0.38)       | (-0.17)    | (0.51)     | (-2.07)                     | (-1.65)                | (-1.95)                 |
| <i>Syndicate_Insiz</i>            | -0.048       | 0.002      | 0.009**    | 0.123***                    | 0.385**                | 0.403***                |
|                                   | (-1.59)      | (1.19)     | (2.21)     | (4.24)                      | (2.35)                 | (3.73)                  |

(续表)

|                              | 财务业绩                 |                      |                      | 市场表现                               |                               |                                |
|------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
|                              | <i>Sales</i>         | <i>ROA</i>           | <i>ROE</i>           | <i>Semi_Year</i><br><i>HPRAAdj</i> | <i>Year</i><br><i>HPRAAdj</i> | <i>2Year</i><br><i>HPRAAdj</i> |
|                              | (1)                  | (2)                  | (3)                  | (4)                                | (5)                           | (6)                            |
| <i>Inproceeds</i>            | 0.211<br>(1.26)      | -0.033***<br>(-5.35) | -0.080***<br>(-8.65) | -0.756***<br>(-6.65)               | -0.540***<br>(-5.89)          | -0.440***<br>(-6.55)           |
| <i>S_lnage</i>               | 0.010<br>(0.16)      | -0.002<br>(-0.54)    | -0.002<br>(-0.37)    | -0.028<br>(-0.52)                  | -0.009<br>(-0.22)             | 0.007<br>(0.22)                |
| <i>S_lnsize</i>              | -0.055<br>(-1.15)    | -0.003<br>(-1.40)    | -0.006*<br>(-1.71)   | 0.006<br>(0.16)                    | -0.032<br>(-1.07)             | 0.021<br>(0.95)                |
| <i>S_reputation</i>          | 0.126<br>(1.21)      | 0.002<br>(0.49)      | 0.004<br>(0.52)      | -0.015<br>(-0.24)                  | 0.071<br>(1.38)               | 0.030<br>(0.77)                |
| <i>F_lnage</i>               | -1.021***<br>(-5.09) | 0.047***<br>(4.01)   | 0.059***<br>(2.98)   | -0.125<br>(-0.75)                  | -0.195<br>(-1.55)             | -0.019<br>(-0.19)              |
| <i>F_lnsize</i>              | -0.342***<br>(-3.61) | 0.024***<br>(5.70)   | 0.038***<br>(5.93)   | 0.171**<br>(2.40)                  | 0.089<br>(1.58)               | 0.132***<br>(2.78)             |
| <i>F_leverage</i>            | 0.929***<br>(2.59)   | 0.078***<br>(6.00)   | 0.027<br>(1.27)      | -0.065<br>(-0.40)                  | 0.121<br>(0.93)               | -0.118<br>(-1.15)              |
| <i>F_asset_turnover</i>      | 0.025<br>(0.18)      | 0.028***<br>(4.63)   | 0.024**<br>(2.58)    | 0.020<br>(0.23)                    | 0.072<br>(0.99)               | 0.050<br>(1.00)                |
| <i>F_SOE</i>                 | 0.001<br>(0.29)      | 0.000<br>(0.55)      | 0.000<br>(0.48)      | -0.001<br>(-0.55)                  | -0.001<br>(-0.90)             | 0.000<br>(0.12)                |
| <i>Local_market_index</i>    | 0.056***<br>(2.73)   | -0.002<br>(-1.54)    | -0.002<br>(-0.82)    | -0.027<br>(-1.59)                  | -0.019<br>(-1.35)             | 0.009<br>(0.85)                |
| <i>Constant</i>              | 是                    | 是                    | 是                    | 是                                  | 是                             | 是                              |
| <i>Year Fixed Effect</i>     | 是                    | 是                    | 是                    | 是                                  | 是                             | 是                              |
| <i>Industry Fixed Effect</i> | 是                    | 是                    | 是                    | 是                                  | 是                             | 是                              |
| <i>N</i>                     | 1 504                | 1 504                | 1 504                | 1 504                              | 1 504                         | 1 504                          |
| <i>R<sup>2</sup></i>         | 0.164                | 0.290                | 0.269                | 0.471                              | 0.451                         | 0.344                          |

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著。括号中为异方差稳健标准误调整后的t值。

这些结果表明，第一，虽然组织关系与个人社会关系均影响企业IPO时的承销商选择，但唯有个人社会关系有助于提高承销效果，意味着个人社会

关系发挥了组织关系不可替代的作用。第二,从投资者视角看,不同主体间的个人社会关系在鉴证发行人质量时作用迥异,仅承销双方的个人社会关系能发挥积极作用。说明券商高管间个人社会关系抑制券商加入承销团的现象不会导致不良经济后果,而承销双方高管间的个人社会关系虽不易识别、但应引起投资者高度重视。

此外,从控制变量看,发行人财务业绩或市场表现不受承销商特征影响,而主要取决于IPO特征与发行人特征。就财务业绩而言,从IPO特征看,募资规模越大,则发行人盈利能力越弱,但募资规模不显著影响发行人销售能力;从发行人特征看,公司成立时间越长、规模越大、财务杠杆越高、总资产周转越快,则其IPO后盈利能力越强;但规模大、成立时间长的公司销售能力相对较弱。就市场表现而言,从IPO特征角度,承销团规模越大、募资越少时,股票的市场价值越高;从发行人特征角度,大规模企业更受市场投资者青睐。

### (三) 稳健性检验<sup>4</sup>

本小节从以下五方面进行稳健性检验。第一,考虑承销效果模型中选择偏差产生的内生性问题。第二,考虑承销商选择的潜在候选人偏差。第三,控制券商高管间的老乡关系。第四,考虑个别高校的特殊影响。第五,考虑个人与组织关系密度。

#### 1. 考虑选择偏差产生的内生性问题

由于本文校友关系基于毕业院校(排除在读)界定,承销双方及承销商间的校友关系往往建立在IPO承销前,则本文不存在双向因果导致的内生性问题(Engelberg *et al.*, 2012);如券商被选入承销团后,其高管才与发行人高管建立私人关系。然而,若上市公司特征(或承销商特征等)既影响IPO承销效果,又影响发行人与存在个人社会关系的券商建立承销关系,本文结果可能存在偏差。

因此,本文采用倾向得分匹配法(propensity score matching),通过将承销商存在个人社会关系的上市公司组(处理组)和与之不存在个人社会关系的上市公司组(控制组)在可观察变量上匹配,来消除这些变量造成的虚假结果,从而缓解内生性问题。匹配后,两类样本间差距仅限承销双方是否存在个人社会关系。步骤如下:

首先,运用Imbens and Rubin (2015)的方法,从除 $F\_S\_school\_tie$ 的其他所有解释变量中选择协变量的一阶和二阶形式,得到含常数项的向量函数 $h(\cdot)$ 。其次,用Probit模型估计给定年份发行人与主承销商高管存在个人社会关系的倾向得分,模型如下:

<sup>4</sup> 限于篇幅第二至第五方面的稳健性检验结果未报告,读者如感兴趣可向作者索取。

$$P(F\_S\_school\_tie_i) = F(h(x_i')g) . \quad (4)$$

$F\_S\_school\_tie_i$  为刻画第  $i$  个 IPO 公司与主承销商存在个人社会关系的虚拟变量,  $x_i'$  代表选择的协变量,  $F(\cdot)$  代表正态分布的累积概率密度函数。估计的  $g$  值用来构造每一公司与主承销商高管存在个人社会关系的预测概率, 即倾向得分。

本文利用半径 (0.0025) 来匹配与承销商有个人社会关系的 IPO 公司 (处理组) 与跟承销商无个人社会关系的 IPO 公司 (控制组)。我们不要求每一处理组样本都有相匹配的控制组样本, 而是删除两组中没有匹配成功的 IPO 样本, 则匹配后样本只包括与承销商高管拥有个人社会关系的概率相似的公司样本, 样本合计 1 063 个。我们还用最近邻匹配法 (1:10) 获得匹配样本 1 096 个。表 4 分别展示了半径 (0.0025) 及最近邻匹配 (1:10) 下个人社会关系对承销效果的影响, 可知承销双方的个人社会关系对公司财务绩效与市场表现的影响仍显著为正。该结论与前文一致, 说明考虑内生性问题后本文结果稳健。

## 2. 考虑承销商选择的潜在候选人偏差

在承销商选择问题中, 本文可能因潜在候选人范围过大而夸大个人社会关系的影响。据 Kuhnen (2009) 和 Cooney *et al.* (2015), 公司 IPO 时市场存在部分实际缺乏资格被选为承销商的券商, 如券商 IPO 承揽不活跃, 或已实际退出该业务, 则其能否进入承销团 (甚至成为主承销商) 不受 IPO 公司或主承销商决策影响。因此, 我们利用承销商选择模型中个人社会关系及组织关系外的其他控制变量, 估计券商被选入承销团 (或被选为特定角色承销商) 的倾向得分, 并对每个 IPO 事件保留 (包括实际被选券商在内的) 20 个倾向得分最高的券商作为潜在候选人。结果显示, 限制潜在候选人范围后, 本文承销商选择结论不变, 可排除该偏差的影响。

## 3. 控制券商高管间的老乡关系

由于在同所高校就读的高管可能来自同省份, 本文拟控制高管间老乡关系以排除干扰。券商高管的籍贯信息主要来自以下渠道: 其一, 年报或公司官网列示的高管个人简历; 其二, 依据证监会官网公示的批复文件中高管身份证前六位, 参考全国行政区划代码确定券商高管籍贯信息。最终, 得到 1 823 位券商高管的籍贯信息, 占券商高管总数的 77.28%。然而, 上市公司高管籍贯数据缺失严重且缺乏有效渠道补充, 利用 CSMAR 数据库整理的所有上市公司高管中 22 170 位有毕业院校数据, 其中仅 316 位披露籍贯信息。因此, 作者重点控制券商高管间的老乡关系, 发现: 第一, 券商与主承销商高管间的老乡关系促进该券商参与承销, 即促进承销联盟建立。第二, 券商高管间的老乡关系不会显著影响承销效果。第三, 控制券商间老乡关系后, 本文核心结论仍成立。





(续表)

|                       |       | (PSM 1; 10)    |       |                  |             |              |       |             |       |                  |             |              |  |
|-----------------------|-------|----------------|-------|------------------|-------------|--------------|-------|-------------|-------|------------------|-------------|--------------|--|
|                       |       | (PSM R=0.0025) |       |                  |             |              |       | (PSM 1; 10) |       |                  |             |              |  |
|                       | Sales | ROA            | ROE   | Semi Year HPRAdj | Year HPRAdj | 2Year HPRAdj | Sales | ROA         | ROE   | Semi Year HPRAdj | Year HPRAdj | 2Year HPRAdj |  |
|                       | (1)   | (2)            | (3)   | (4)              | (5)         | (6)          | (7)   | (8)         | (9)   | (10)             | (11)        | (12)         |  |
| 控制 IPO 特征             | 是     | 是              | 是     | 是                | 是           | 是            | 是     | 是           | 是     | 是                | 是           | 是            |  |
| 控制公司特征                | 是     | 是              | 是     | 是                | 是           | 是            | 是     | 是           | 是     | 是                | 是           | 是            |  |
| 控制区域特征                | 是     | 是              | 是     | 是                | 是           | 是            | 是     | 是           | 是     | 是                | 是           | 是            |  |
| Constant              | 是     | 是              | 是     | 是                | 是           | 是            | 是     | 是           | 是     | 是                | 是           | 是            |  |
| Year Fixed Effect     | 是     | 是              | 是     | 是                | 是           | 是            | 是     | 是           | 是     | 是                | 是           | 是            |  |
| Industry Fixed Effect | 是     | 是              | 是     | 是                | 是           | 是            | 是     | 是           | 是     | 是                | 是           | 是            |  |
| N                     | 1 063 | 1 063          | 1 063 | 1 063            | 1 063       | 1 063        | 1 096 | 1 096       | 1 096 | 1 096            | 1 096       | 1 096        |  |
| R <sup>2</sup>        | 0.175 | 0.177          | 0.190 | 0.459            | 0.443       | 0.357        | 0.169 | 0.166       | 0.176 | 0.462            | 0.445       | 0.351        |  |

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示在10%、5%和1%的统计水平上显著。括号中为异方差稳健标准误差调整后的t值。此表中ROA (ROE) 为上市前后3年ROA (ROE) 差值除以上市前3年平均ROA (ROE) 替代，如改用上市前后3年ROA (ROE) 差值度量核心结果不变。

#### 4. 考虑个别高校的特殊性

校友关系对承销市场的影响可能是个别高校驱动的结果,如知名高校毕业的高管可能更聪明,财经学科优势高校毕业的高管专业技能更强。因上述两类高校在本文校友关系样本中占比很高,借鉴 Cohen *et al.* (2010) 的研究,我们去除校友关系最多的前三所高校重新构建校友关系变量。重构校友关系变量后,实证结果仍支持本文核心结论。

#### 5. 考虑个人与组织关系密度

本文采用个人与组织关系密度指标展开进一步研究。对承销商选择模型,  $F\_S\_school\_tie\_n$  的估计系数均显著为正,  $S\_Lead\_school\_tie\_n$  的估计系数在 1% 统计水平上显著为负,说明承销双方个人社会关系越强,券商越可能进入承销团、成为主承销商或一般承销商,而券商与主承销商间个人社会关系密度会降低券商成为一般承销商的可能性。对承销效果而言,承销双方个人社会关系越强, IPO 后发行人财务业绩越好、市场调整回报率越高(除  $2YearHPRAdj$  指标),说明承销双方个人社会关系存在价值鉴证效应。上述结论与前文一致。

## 五、研究结论与政策建议

金融混业经营改革使得承销商与发行人间的关系日趋复杂、多样,关系承销问题引起了学术界与实务界的广泛关注。近年来,组织关系背后的个人社会关系受到学界重视,而金融领域的个人社会关系研究依然罕见。

本文在考察股权关系、同地关系及过去合作关系等组织关系的基础上,系统探讨了主承销商、发行人与其他券商高管之间的校友关系对承销商选择以及承销效果的影响。发现:第一,承销双方高管间的校友关系能显著提高该承销商进入承销团或成为主承销商的概率,支持了 Corwin and Schultz (2005) 及 Asgari *et al.* (2018) 的观点,即关系有利于信息流通,提高信任与协作。第二,承销商内部,券商与主承销商高管间的校友关系会阻碍其进入承销团。说明校友这类个人社会关系能促进异质主体(承销双方)合作,但对同质主体(券商内部)而言,揭示券商同质性的校友关系会抑制合作。第三,本文从财务业绩和市场表现两个层面衡量承销效果,发现当承销双方高管间存在校友关系时,发行人上市后的财务业绩与市场表现显著更优,而券商高管间的校友关系无显著影响。此外,承销双方间的组织关系(股权关系与地方关系),以及券商间的组织关系(过去业务合作关系)均能显著提高该券商成为主承销商或其他承销成员的概率,但组织关系不显著影响发行人上市后的财务绩效与市场表现。通过考虑个人社会关系密度,采用倾向得分

匹配法、缩小候选人范围方法缓解内生性问题，控制券商高管其他个人社会关系（老乡关系），以及剔除个别高校特殊影响进行稳健性检验，本文核心结论依然成立。

本文研究结果表明：第一，在股票承销市场，个人社会关系能发挥组织关系无法替代的作用，组织关系只影响承销选择，承销双方高管间的个人社会关系不仅影响承销选择，还能发挥积极的“价值鉴证”效应，且该效应能被市场投资者有效识别。第二，个人社会关系存在异质性，区别于承销双方高管个人社会关系在承销市场发挥积极作用，券商高管间的个人社会关系会抑制券商合作，但该现象不会产生显著经济后果。本文结论有助于学术界与实务界客观评价金融混业背景下个人社会关系对承销商独立性的影响及经济后果，也从个人社会关系角度丰富了企业战略联盟的“竞合关系”研究。

## 参 考 文 献

- [1] Asgari, N., V. Tandon, K. Singh, and W. Mitchell, "Creating and Taming Discord: How Firms Manage Embedded Competition in Alliance Portfolios to Limit Alliance Termination", *Strategic Management Journal*, 2018, 39 (12), 3273-3299.
- [2] Burch, T. R., V. Nanda, and V. Warther, "Does It Pay to be Loyal? An Empirical Analysis of Underwriting Relationships and Fees", *Journal of Financial Economics*, 2005, 77 (3), 673-699.
- [3] Butler, A. W., and U. G. Gurun, "Educational Networks, Mutual Fund Voting Patterns, and CEO Compensation", *Review of Financial Studies*, 2012, 25 (8), 2533-2562.
- [4] Cai, Y., and M. Sevilir, "Board Connections and M&A Transactions", *Journal of Financial Economics*, 2012, 103 (2), 327-349.
- [5] Champagne, C., and L. Kryzanowski, "Are Current Syndicated Loan Alliances Related to Past Alliances?", *Journal of Banking & Finance*, 2007, 31 (10), 3145-3161.
- [6] Cohen, L., A. Frazzini, and C. Malloy, "The Small World of Investing: Board Connections and Mutual Fund Returns", *Journal of Political Economy*, 2008, 116 (5), 951-979.
- [7] Cohen, L., A. Frazzini, and C. Malloy, "Sell-Side School Ties", *Journal of Finance*, 2010, 65 (4), 1409-1437.
- [8] Cooney, J. W., L. Madureira, A. K. Singh, and K. Yang, "Social Ties and IPO Outcomes", *Journal of Corporate Finance*, 2015, 33, 129-146.
- [9] Corwin, S. A., and P. Schultz, "The Role of IPO Underwriting Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition", *Journal of Finance*, 2005, 60 (1), 443-486.
- [10] Cui, V., H. Yang, and I. Vertinsky, "Attacking Your Partners: Strategic Alliances and Competition Between Partners in Product Markets", *Strategic Management Journal*, 2018, 39 (12), 3116-3139.
- [11] Dass, N., V. Nanda, and Q. Wang, "Within-Syndicate Conflicts, Loan Covenants, and Syndicate Formation", *Financial Management*, 2020, 49 (2), 547-583.

- [12] Diestre, L., and N. Rajagopalan, "Are All 'Sharks' Dangerous? New Biotechnology Ventures and Partner Selection in R&D Alliances", *Strategic Management Journal*, 2012, 33 (10), 1115-1134.
- [13] Engelberg, J., P. Gao, and C. A. Parsons, "Friends with Money", *Journal of Financial Economics*, 2012, 103 (1), 169-188.
- [14] Fracassi, C., and G. Tate, "External Networking and Internal Firm Governance", *Journal of Finance*, 2012, 67 (1), 153-194.
- [15] Granovetter, M., "The Impact of Social Structure on Economic Outcomes", *Journal of Economic Perspectives*, 2005, 19 (1), 33-50.
- [16] Greif, A., "Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition", *American Economic Review*, 1993, 83 (3), 525-548.
- [17] Guan, Y., L. N. Su, D. Wu, and Z. Yang, "Do School Ties Between Auditors and Client Executives Influence Audit Outcomes?", *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61 (2-3), 506-525.
- [18] Hochberg, Y. V., A. Ljungqvist, and Y. Lu, "Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance", *Journal of Finance*, 2007, 62 (1), 251-301.
- [19] Hong, H., J. D. Kubik, and J. C. Stein, "Social Interaction and Stock-Market Participation", *Journal of Finance*, 2004, 59 (1), 137-163.
- [20] Houston, J. F., L. Jiang, C. Lin, and Y. Ma, "Political Connections and the Cost of Bank Loans", *Journal of Accounting Research*, 2014, 52 (1), 193-243.
- [21] Hwang, B. H., and S. Kim, "It Pays to Have Friends", *Journal of Financial Economics*, 2009, 93 (1), 138-158.
- [22] Imbens, G. W., and D. B. Rubin, *Causal Inference in Statistics, Social, and Biomedical Sciences*. Cambridge: Cambridge University Press, 2015.
- [23] Kang, J., and W. Liu, "Is Universal Banking Justified? Evidence from Bank Underwriting of Corporate Bonds in Japan", *Journal of Financial Economics*, 2007, 84 (1), 142-186.
- [24] Kang, R., and A. Zaheer, "Determinants of Alliance Partner Choice: Network Distance, Managerial Incentives, and Board Monitoring", *Strategic Management Journal*, 2018, 39 (10), 2745-2769.
- [25] Khanna, T., R. Gulati, and N. Nohria, "The Dynamics of Learning Alliances: Competition, Cooperation, and Relative Scope", *Strategic Management Journal*, 1998, 19 (3), 193-210.
- [26] Khwaja, A. I., and A. Mian, "Unchecked Intermediaries: Price Manipulation in an Emerging Stock Market", *Journal of Financial Economics*, 2005, 78 (1), 203-241.
- [27] Kuhnen, C. M., "Business Networks, Corporate Governance, and Contracting in the Mutual Fund Industry", *Journal of Finance*, 2009, 64 (5), 2185-2220.
- [28] 梁琪、余峰燕, "商业银行混业经营、承销商独立性与 IPO 质量", 《世界经济》, 2014 年第 1 期, 第 81—105 页。
- [29] McEvily, B., V. Perrone, and A. Zaheer, "Trust as an Organizing Principle", *Organization Science*, 2003, 14 (1), 91-103.
- [30] Puri, M., "Commercial Banks as Underwriters: Implications for the Going Public Process", *Journal of Financial Economics*, 1999, 54 (2), 133-163.
- [31] Puri, M., "Commercial Banks in Investment Banking Conflict of Interest or Certification Role?",

- Journal of Financial Economics*, 1996, 40 (3), 373-401.
- [32] Reuer, J., and N. Lahiri, "Searching for Alliance Partners: Effects of Geographic Distance on the Formation of R&D Collaborations", *Organization Science*, 2014, 25 (1), 283-298.
- [33] Silver, A., "Friendship in Commercial Society: Eighteenth-Century Social Theory and Modern Sociology", *American Journal of Sociology*, 1990, 95 (6), 1474-1504.
- [34] Song, W., "Competition and Coalition among Underwriters: The Decision to Join a Syndicate", *The Journal of Finance*, 2004, 59 (5), 2421-2444.
- [35] 王小鲁、樊纲、胡李鹏,《中国分省份市场化指数报告(2018)》。北京:社会科学文献出版社,2019年。
- [36] 余峰燕、梁琪,“地方关系承销与市场定价有效性研究——基于承销商独立性视角”,《金融研究》,2017年第5期,第143—159页。
- [37] 余峰燕、李温玉、梁琪,“中国城投债市场的制度环境与地方关系承销研究”,《管理科学学报》,2020年第8期,第78—100页。
- [38] Zollo, M., J. J. Reuer, and H. Singh, "Interorganizational Routines and Performance in Strategic Alliances", *Organization Science*, 2002, 13 (6), 701-713.

## The Social Tie in Equity IPO Underwriting Market —Perspective from Heterogeneous Ties among Issuers, Lead and Participant Underwriters

FENGYAN YU YINGSHI FU

(*Tianjin University*)

LIN BU\*

(*Tianjin University of Finance and Economics*)

QI LIANG WENYU LI

(*Nankai University*)

**Abstract** Based on personal information from 2 359 executives from 69 underwriters and 10 388 managers from 1 504 listed firms, we investigate the effects of school tie on underwriter selection and corresponding outcomes in equity IPO underwriting market. We find that, first, school ties of heterogeneous parties (underwriter-issuer) promote a security com-

---

\* Corresponding Author: Lin Bu, College of Finance, Tianjin University of Finance and Economics, No. 25 Zhujiang Road, Hexi District, Tianjin 300222, China; Tel: 86-13920007309; E-mail: bulin@tjufe.edu.cn.

pany to be selected as lead or participant underwriter. Second, school ties among securities, revealing partner similarity, inhibit cooperation. Third, school tie of underwriter-issuer is associated with better financial performance and market return, while school ties among securities exert limited impact. Our study emphasizes the value of unpacking “relationship underwriting” from the perspective of social tie heterogeneity.

**Keywords** school tie, relationship underwriting, social tie heterogeneity

**JEL Classification** G21, G24, G30