

从关系到市场:声誉机制与IPO过会

黄勇升 程金华

摘要: 关系与声誉是衡量非市场机制和市场机制的两大指标。2014年IPO重启至今,以中介机构声誉为代表的市场因素相较于以发审联系为代表的非市场因素,更能影响IPO申请企业的过会率。通过对2014年至2018年共1343家向证监会申请IPO的企业研究,发现“发审委关系”这一因素并不能影响过会;在中介机构层面,承销商声誉和律师声誉在IPO过会中起作用,但是律师事务所和会计师事务所声誉并不能影响IPO过会。在未来新股发行体制改革中,应当重视中介机构的声誉鉴证效应,形成通过“声誉”消除“关系”的市场化发行机制。

关键词: IPO过会; 声誉机制; 发审委联系; 律师声誉

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2020.06.003

一、引言

信息不对称是资本市场无法回避的问题。在实行注册制的股票发行市场,承销商的声誉被用于衡量发行人与投资人信息不对称的严重程度——高声誉承销商承销的股票质量高,其发行价格趋近其实际价值,因此该新股进入二级市场交易时抑价率低。在实行核准制的我国资本市场,信息不对称不仅存在于发行人与投资者之间,发审委与企业之间也同样存在信息不对称。

在发行人与发审委信息不对称层面,市场与关系两大因素究竟谁在主导发审委审核,影响IPO过会?如果市场在IPO过程中发挥作用,则中介机构声誉应当对发审委审核结果产生影响;反之,如果非市场性的因素——关系要素在发审委审核中占主导作用,那么声誉机制在IPO过程中可能失灵。就IPO过会中的声誉与关系论题,有学者指出发审委审核过程中的“潜规则”问题,并创造了“发审委联系”这一概念,认为中介机构在发审委任职能显著提高其所服务公司IPO成功的概率^①。也有观点认为承销商声誉和保代声誉对IPO过会成功有双重保荐效应^②。但是,就关系要素而言,相关研究大都选取2013年以前的数据。或许是受到相关理论影响,2014年以后,中国资本市场进行了大规模改革,发审委成员也有重大调整,中介机构在发审委中的任职比例降低;就声誉要素而言,相关研究集中在承销商声誉上,对律师、律所这一重要中介机构的声誉并未进行深入研究。

基于此,本文主要研究两个问题:第一,历经2013年IPO中断和2014年发审委成员改革,广为业界诟病的发审委员寻租现象是否仍然影响IPO过会,也即关系要素是否仍然在暗中主导发审委审核

收稿日期:2019-10-10

基金项目:国家社科基金重大项目“大数据与审判体系和审判能力现代化研究”(17ZDA130);国家社科基金重大项目“合作治理:国家治理体系现代化与国家责任研究”(15ZDA031)。

作者简介:黄勇升,上海交通大学凯原法学院博士研究生(上海200030;huangys@sjtu.edu.cn);程金华,上海交通大学凯原法学院教授,博士生导师(上海200030;chengjinhua@sjtu.edu.cn)。上海交通大学凯原法学院硕士研究生林新波同学在本文撰写过程中做了大量数据收集和整理工作,在此表示感谢。

① 杜兴强、赖少娟、杜颖洁:《“发审委”联系、潜规则与市场的资源配置效率》,《金融研究》2013年第3期。

② 戴亦一、潘越、陈静:《双重保荐声誉、社会诚信与IPO过会》,《金融研究》2014年第6期。

结果? 第二,如果 2014 年以后的 IPO 过会更加公正和市场化,那么承销商、律师事务所和会计师事务所谁在发挥影响过会的角色? 其中律师事务所或者律师的声誉在企业申请 IPO 过会的过程中对发审委有无鉴证效应?

二、理论分析与研究假设

(一)文献综述

1. 资本市场信息不对称与金融中介声誉

资本市场存在广泛的信息不对称(Information Asymmetry)现象,Leland 和 Pyle 认为在事前信息不对称前提下,一方面信息生产者因为信息的公共产品属性,导致信息购买者可以任意分享和转售信息而侵害信息生产者对信息利益的独占权利;另一方面市场上潜在的信息购买者由于缺乏对信息质量优劣的鉴别能力,导致信息市场出现逆向选择效应。而金融中介则可以通过持有金融产品,将作为公共产品的信息转化为私有产品,进而通过对金融产品的合理定价来解决信息质量的可靠性问题。因此,金融中介存在于资本市场的重要作用之一就是解决资本市场的信息不对称问题。^① Beatty 和 Ritter 将投资人在股票发行前对股票价值的不确定认知定义为事前不确定性(Ex Ante Uncertainty),并用这一概念衡量 IPO 前投资人与发行人之间的信息不对称程度,承销商和会计师事务所的作用就是降低这种事前不确定性。一旦承销商在证券发行中有欺诈行为导致事前不确定增大,其自身声誉资本因此降低,从而导致客户流失,使得其市场份额减少。^②

Booth 和 Smith 提出并证明了 IPO 中的承销商声誉鉴证假说(Certification Hypothesis)。从发行人角度而言,发行人对承销商的选择作为向投资者传递其股票风险的信号。而从承销商角度,高声誉券商囿于诉讼风险,会谨慎地对发行人质量进行评估以决定是否担任其 IPO 承销商。同时,为了避免潜在的声誉损害风险,高声誉承销商通常拒绝担任低质量高风险企业的 IPO 承销商,从而低质量企业只能寻求低声誉承销商为其发行证券。久之,承销商声誉对发行人质量起到鉴证作用。^③ Carter 和 Manaster 认为发行人风险大小与承销商声誉高低成反比,高声誉承销商承销的股票风险低。因此,承销商声誉作为信号媒介向市场传递发行人风险信息。^④ Chemmanur 和 Fulghieri 认为金融中介声誉获取(Reputation Acquisition)动机能够消除其在信息生产过程中制造虚假信息的道德风险^⑤。Beatty 和 Welch 发现高声誉承销商能精确定股票发行人价值^⑥。除承销商外,会计师事务所同样对 IPO 发行人财务信息具有鉴证作用,聘请高声誉会计师事务所担任审计机构的发行人资产信息更可靠^⑦。

作为资本市场另一重要参与者,律师事务所承担着对发行人合规性出具独立意见的功能。

^① Leland H. E., Pyle D. H., "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 1977, 32(2), pp. 371-387.

^② Beatty R. P., Ritter J. R., "Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings", *Journal of Financial Economics*, 1986, 15(1-2), pp. 213-232.

^③ Booth J. R., Smith R. L., "Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 1986, 15(1-2), pp. 261-281.

^④ Carter R., Manaster S., "Initial Public Offerings and Underwriter Reputation", *Journal of Finance*, 1990, 45(4), pp. 1045-1067.

^⑤ Chemmanur, Thomas J., Fulghieri P., "Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, 1994, 49(1), pp. 57-79.

^⑥ Beatty R. P., Welch I., "Issuer Expenses and Legal Liability in Initial Public Offerings", *Journal of Law & Economics*, 1996, 39(2), pp. 545-602.

^⑦ Tomczyk S., "Auditor Reputation and Initial Public Offerings by Foreign Companies", *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*, 1996, 5(2), pp. 249-262.

Kraakman 提出的看门人(Gatekeeper)理论,认为资本市场的看门人作为专业人士,能够独立通过不合作的方式阻断发行人的违法行为,而律师和会计师则是天然的看门人^①。科菲强调看门人的声誉见证效应,律师通过其声誉资本(Reputation Capital)为资本市场投资人把控法律风险^②。

2. 中国资本市场的信息不对称、声誉机制与 IPO 过会

国内学术界对信息不对称背景下的中国 IPO 市场与金融中介机构作用的研究集中在两方面:

第一,基于发行人与发审委信息不对称条件下的 IPO 过会率研究。一种理论认为,发审委作为最终决定发行人能否成功过会的关键因素,发行人申请 IPO 能否过会与发审委关系密切,信息不对称为发审委留下非市场化操作的空间。赖少娟和杜兴强发现聘请有会计师在发审委中任职的会计师事务所显著提高了发行人过会概率^③。杜兴强等提出发审委联系理论,认为在当届上发审会的发行人,若其聘请的承销商、律师事务所、会计师事务所有供职于当届发审会的,则认为该发行人与发审委之间存在联系,其研究表明,有发审委联系的企业过会率更高^④。陈运森等以民营企业作为研究对象,发现中介机构发审委社会关系显著提高民营企业过会成功率。特别的,该过会成功率的提高主要由会计师事务所带来^⑤。黄亮华和谢德仁认为核准制下,IPO 市场广泛存在着发审委员与承销商之间的寻租行为^⑥。Yang 以会计师事务所合伙人是否担任过发审委委员作为会计师事务所的政治联系(Political Connection)衡量指标,发现有政治联系的会计师事务所能减少其服务企业的 IPO 被否率^⑦。Chen 等以承销商总经理(董事长)的从政经历作为衡量承销商政治联系的指标,发现 IPO 过会率与发行人聘请承销商的政治联系具有正相关性^⑧。另一种理论认为,中介机构声誉的鉴证效应在发行人与发审委之间同样存在。戴亦一等认为 IPO 企业过会概率与其所聘请的承销商和签字保荐代表人声誉相关,在承销商和保荐代表人双重声誉保障下,高声誉保荐机构能提高发行企业的过会率^⑨。但是关于声誉理论研究较少,仅有零星文献研究承销商声誉与过会率的关系,尤其是自 2014 年新股发行制度改革以来相关研究缺失。

关于律师事务所和证券律师的声誉中介效应,程金华发现,从当前从事资本市场业务的律所份额看,声誉较好的品牌所已经形成了较为稳定的梯队,发行人需要律师事务所为其进行“声誉担保”^⑩。郭露认为证券律师的职责体现在为发行人或承销商提供法律服务、以独立专家身份为发行人提供信誉保障和作为资本市场看门人为投资人提供保护三个方面^⑪。也有学者从资本市场看门人角度,将律师事务所看作与承销商和会计师事务所相同的看门人角色,独立通过其声誉资本向其他资本市场主体传导发行人合法性信息^⑫。

第二,基于金融中介与发行人信息不对称、发行人与投资人信息不对称背景下的金融中介声誉制度研究。Su 和 Bangassa 以承销商注册资本、相关市场份额、承销 IPO 数量分别作为衡量承销商声誉

① Kraakman R. H., “Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy”, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, 1986, 2(1), pp. 53-104.

② 科菲·约翰:《看门人机制——市场中介与公司治理》,黄辉、王长河译,北京:北京大学出版社,2011年,第218页。

③ 赖少娟、杜兴强:《权力的“恶之花”:IPO中的寻租、审计市场异化与资本市场惩戒》,《投资研究》2012年第12期。

④ 杜兴强、赖少娟、杜颖洁:《“发审委”联系、潜规则与市场的资源配置效率》,《金融研究》2013年第3期。

⑤ 陈运森、郑登津、李路:《民营企业发审委社会关系、IPO资格与上市后表现》,《会计研究》2014年第2期。

⑥ 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》,《中国工业经济》2016年第3期。

⑦ Yang Z. F., “Do Political Connections Add Value to Audit Firms? Evidence from IPO Audits in China”, *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(3), pp. 891-921.

⑧ Chen D. H., Guan Y. Y., Zhang T. Y., Zhao G., “Political Connection of Financial Intermediaries: Evidence from China’s IPO Market”, *Journal of Banking & Finance*, 2017, 76, pp. 15-31.

⑨ 戴亦一、潘越、陈静:《双重保荐声誉、社会诚信与IPO过会》,《金融研究》2014年第6期。

⑩ 程金华:《中国证券发行人及其律师》,《中国证券法律评论》2015年辑刊。

⑪ 郭露:《中国证券律师的职责与前景》,《证券法苑》2012年第2期。

⑫ 刘志云、史欣媛:《论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位》,《现代法学》2017年第4期。

的指标,发现承销商声誉不影响新股抑价率,但是与长期股票收益率正相关^①。Chan 等指出中国 A 股市场是非有效证券市场,具有高度信息不对称特征,高声誉承销商有利于消除信息不对称^②。何平等认为中国 A 股市场与国外资本市场具有相似特征,高声誉承销商能减少新股的价值不确定特征,对新股估值更精准,从而减少新股抑价率,降低投资人与发行人的信息不对称,声誉鉴证机制在中国股票发行市场同样有效^③。总之,金融中介机构在减少中国资本市场的信息不对称问题上发挥着重要作用^④。

(二)文献评述

现有研究表明,学者对中国资本市场信息不对称问题的研究主要集中于以承销商为主的金融中介机构、发行人与投资人之间,其背后机理是:中介机构为了避免客户流失、维护自身市场份额,有动机为资产状况良好、风险低的企业担任发行中介,在动态的市场中形成了自身的声誉资本,高声誉中介机构一方面保证自己所服务企业的质量良好,另一方面将对发行企业价值的判断反映在新股价格上——承销商消除发行人与投资人之间信息不对称越彻底,新股定价越准确,则抑价率越低。在此过程中,中介机构声誉发挥信号传递作用,投资者通过承销商声誉来判断发行人质量状况、新股定价是否合理,以此作出投资决定。作为市场化资本市场的共同特征,中国资本市场这一层面的“声誉鉴证效应”已经被实证经验所证实。

另一层面的信息不对称——发行人与发审委之间的信息不对称,则是中国资本市场独有特征,其直接体现在发行人能否“过会”。相关研究注重研究“关系”等因素在发行人过会率中的作用,个别研究声誉机制鉴证效应的文献也仅局限在承销商的作用,对于会计师事务所和律师事务所在其中是否发挥作用则缺乏研究。但是从中国股票发行制度的演进历程和 2014 年开启的新股发行改革来看,股票发行制度逐步朝着市场化方向前进,发审委的人员构成迎来重大调整^⑤,其独立性和廉洁性不断增强。在此基础上,我们主要观察在 2014 年资本市场改革后,原先存在的发审委关系这一要素是否被市场化的声誉要素所取代,即 2014 年的改革是否是一项从关系到市场的运动。

综上,现有研究存在三个问题:第一,过度重视对发审委与中介机构关系的研究而忽视对中国证监会市场化改革效果的关注;第二,忽略同样作为发行中介机构的律师事务所和证券律师在发行过会中发挥的作用;第三,缺乏对 2014 年 IPO 重启后的新股发行体制改革的研究。

(三)研究假设

关系(Relationship)和声誉(Reputation)是影响中国市场经济运行中的两大重要因素,前者在法治不健全、信息不对称的经济体制下甚至发挥比正式制度更重要的作用;后者则是市场化的产物,声誉作为信号传递媒介调节市场参与者的优胜劣汰^⑥。那么,在 2014 年开启新股发行市场化改革和发审委改革的双重背景下,改革前的“发审委关系”因素是否仍然影响 IPO 过会,是本文要研究的第一个问题。据此,提出第一个假设:

H1:在同等条件下“发审委关系”与 IPO 过会正相关。

如果市场化改革具有成效,那么中介机构的声誉机制应当在 IPO 过程中发挥作用,高声誉中介机

① Su C., Bangassa K., “The Impact of Underwriter Reputation on Initial Returns and Long-run Performance of Chinese IPOs”, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2011, 21(5), pp. 760-791.

② Chan K., Menkveld A. J., Yang Z., “Information Asymmetry and Asset Prices: Evidence from the China Foreign Share Discount”, *Journal of Finance*, 2008, 63(1), pp. 159-196.

③ 何平、李瑞鹏、吴边:《机构投资者询价制下主承销商声誉能帮助公司降低 IPO 抑价吗?》,《投资研究》2014 年第 3 期。

④ Azevedo A., Guney Y., Leng J., “Initial Public Offerings in China: Underpricing, Statistics and Developing Literature”, *Research in International Business and Finance*, 2018, 46, pp. 387-398.

⑤ 晓晴:《中介机构“告别”发审委 IPO 重启前证监会“查漏补缺”》,《21 世纪经济报道》2014 年 4 月 17 日,第 16 版。

⑥ Allen F., Qian J., Qian J. M., “Law, Finance, and Economic Growth in China”, *Journal of Financial Economics*, 2005, 77(1), pp. 57-116.

构服务的企业过会率较高。承销商和保荐代表人声誉已经被证明对 IPO 过会具有正面效应,但是作为中介机构重要组成部分的律师事务所,其声誉机制是否发挥作用则尚未明确。如果律师和律师事务所的声誉鉴证效应成立,其背后机理应当是:一方面,高声誉律师事务所在筛选发行人时,为避免上会不成功和被处罚风险,注重发行人质量,不会为存在严重法律问题的企业出具法律意见书;另一方面,以自身声誉为发行人向发审委提供声誉担保。据此,本文提出第二个研究假设:

H2a:在同等条件下,律所声誉与 IPO 过会正相关。

前述学者在研究律师事务所声誉时,通常将律师事务所与律师混同不加区别。但是,中国的律师事务所通常采取合伙制经营模式,人合性是这种经营模式的重要特征。在合伙制模式下,证券律师往往以合伙人为核心,形成稳定的团队,其收入、工作方式也与团队高度相关。与律师事务所不同,设立证券公司和从事承销保荐业务应当经中国证监会批准,保荐代表人的保荐资格依赖于其供职的证券公司为其申请,其奖金、工资的发放数额和形式也严重依赖于证券公司。而律师事务所的人合性决定其较少受到事务所约束,律师原则上不依赖于其供职的律所均可从事证券业务。与保荐代表人相比,律师独立性更强。因此,本文对律师与律师事务所加以区别,在第二个研究假设上进一步提出:

H2b:在同等条件下,律师团声誉与 IPO 过会正相关。

三、研究设计

(一)样本选取与数据来源

选取 2014 年 4 月 18 日至 2018 年 12 月 31 日向中国证监会申请 IPO 的公司作为初始样本,共得到样本 1379 个。同时,对初始样本作了如下筛选:第一,因为金融机构的财务指标、股权结构与市场地位等方面的特殊性,剔除 36 家金融公司样本;第二,对于同一家公司多次上发审会的情况,由于每次上会其包括财务因素在内的各项因素都发生变化,因此按照不同公司对待,对每一次上会情况予以保留;第三,对审核通过、暂缓表决、取消审核和不予通过的样本均予以保留。经过筛选,共得到有效样本数量 1343 个。

选取该时间段的原因在于:(1)自 2012 年 11 月至 2013 年 12 月 30 日,中国新股发行中断^①,为保证样本数据的连续性,本文选取 2014 年 IPO 重启之后的数据作为研究对象;(2)2013 年 11 月 30 日中国证监会出台《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(证监会公告[2013]42 号),为避免 IPO 新政以前的政策影响,确保研究对象处于同一政策环境下,本文未将该意见出台之前申报 IPO 的公司纳入研究范围;(3)从数据可获取性考虑,中国证监会信息披露系统最早可追溯的数据时间是 2014 年 4 月 18 日,在此之前的数据只包含已经上市的公司,未过会的公司无法获取。

数据来源:(1)发行人信息、发审委人员构成和发审会结果相关数据全部来源于 Wind 数据库;(2)对于缺失数据手工收集自中国证监会信息披露网站;(3)承销商市场份额排名来源于中国证券业协会网站;(4)会计师事务所排名来源于中国注册会计师协会网站。

(二)变量设置

1. 被解释变量

参照戴亦一等^②、Yang^③、Chen 等^④的研究,以发行人上发审会的审核结果(*Approval*)作为被解

① 陈婷婷:《回顾 A 股 IPO 闯关往事》,《北京商报》2013 年 10 月 14 日,第 A02 版。

② 戴亦一、潘越、陈静:《双重保荐声誉、社会诚信与 IPO 过会》,《金融研究》2014 年第 6 期。

③ Yang Z. F., "Do Political Connections Add Value to Audit Firms? Evidence from IPO Audits in China", *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(3), pp. 891-921.

④ Chen D. H., Guan Y. Y., Zhang T. Y., Zhao G., "Political Connection of Financial Intermediaries: Evidence from China's IPO Market", *Journal of Banking & Finance*, 2017, 76(C), pp. 15-31.

释变量:通过发审委审核记为 1,否则记为 0。

2. 解释变量

(1)承销商声誉(*Rep-Underwriter*):参照 Megginson 和 Weiss 的研究,以其股票承销的市场份额为基础进行排名^①。由于 2012、2013 年新股发行中断,中国证券业协会未公布国内券商股票承销市场份额排名。本文以 2011 年、2014 至 2017 年五年中国证券业协会公布的承销商排名为标准,以五年中有四年市场份额排名在前十名的券商作为高声誉承销商,赋值为 1,否则为 0。(2)会计师事务所声誉(*Rep-Audit*):国内唯一的官方排名是中国注册会计师协会每年发布的会计师事务所综合评价排名,本文以 2013 年至 2017 年五年的排名为基准,五年中有四年被排在前十名的会计师事务所作为高声誉会计师事务所,赋值为 1,否则为 0。(3)律师事务所声誉(*Rep-Lawfirm*):国内尚无官方机构对律师事务所进行评价或排名,本文以林新波和程金华按照主成分分析法所做的律所声誉排名为基准^②,将 2013 至 2017 年五年内四次排名在前十名的律师事务所作为高声誉律师事务所,赋值为 1,否则为 0。(4)律师团声誉(*Rep-lawyer*):参考林新波和程金华的研究,以 2005 年《证券法》颁行、股权分置改革后的证券律师为样本,以证券律师成功参与 IPO 并签字的次数作为律师声誉的评价基础,截至 2017 年底,2005-2017 年成功参与 IPO 并签字的总次数为 18679,律师团数量为 1343 个,则律师团的平均声誉值为 $18679/1343=13.91$ ^③。本文取高于平均声誉值的律师团作为高声誉律师团,即律师团律师成功参与 IPO 并签字的次数总和在 14 及以上的是高声誉律师团,赋值为 1,否则为 0^④。(5)发审委关系(*IECR, Insurance Examination Commission Relationship*):本文参照赖少娟和杜兴强^⑤、杜兴强等^⑥、陈运森等^⑦、黄亮华和谢德仁^⑧、Yang^⑨ 等学者的研究,以中介机构与发审委的关系作为衡量发审委关系的指标。即当届发审委组成人员有发行人聘请的承销商、会计师事务所、律师事务所三家中介机构中的任意一家人员担任,则认为该发行人与发审委建立关系,有一家记为 1,两家记为 2,三家记为 3,没有记为 0。

3. 控制变量

(1)发行人财务指标:发行人成功上市的硬性条件是满足相关上市法律法规中的财务质量规定^⑩。本文从资产规模、经营能力、杠杆率、运营能力、盈利能力五个方面衡量发行人财务状况,选取发行人资产总额(*Asset*)、营业收入增长率(*Growth*)、资产负债率(*Leverage*)、总资产周转率(*TAT*)、

① Megginson W. L., Weiss K. A., "Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 1991, 46 (3), pp. 879-903.

② 林新波、程金华:《中国律所 IPO 业务声誉报告:1990-2017》,《中国法律评论》2019 年第 6 期。

③ 林新波、程金华:《中国律所 IPO 业务声誉报告:1990-2017》,《中国法律评论》2019 年第 6 期。

④ 关于承销商、律师事务所、会计师事务所三类中介机构的声誉定义,本文统一取相关排名中有四年排名为前十的机构作为高声誉中介机构。主要原因在于,声誉是一项具有累积效应的变量,仅凭借某一年的市场份额或者排名不能完全反映市场对该机构的认可度。本文选取的时间段是 2014 年到 2018 年,在这五年期间,如果五年市场份额都是排名前列,那么毫无疑问是高声誉中介机构。但是根据实际观察,有些在十名边缘的承销商和会计师事务所,可能某一年市场份额排名稍低(如大华会计师事务所 2015 年 12 名,其余年份均是前十名;平安证券 2011 年进入前十名,但是因 2013 年财务核查中被查出财务造假,再也未进入过前十,显然不能基于其 2011 年排名而在 2014 年将其定义为高声誉券商),如果严格按照前十名为高声誉中介机构的方法,那么这种评价机制是相当不公正的。考虑到声誉累积效应、五年时间段长度,本文采取五年中有四年都在前十名的中介机构作为高声誉中介机构。

⑤ 赖少娟、杜兴强:《权力的“恶之花”:IPO 中的寻租、审计市场化与资本市场惩戒》,《投资研究》2012 年第 12 期。

⑥ 杜兴强、赖少娟、杜颖洁:《“发审委”联系、潜规则与市场的资源配置效率》,《金融研究》2013 年第 3 期。

⑦ 陈运森、郑登津、李路:《民营企业发审委社会关系、IPO 资格与上市后表现》,《会计研究》2014 年第 2 期。

⑧ 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》,《中国工业经济》2016 年第 3 期。

⑨ Yang Z. F., "Do Political Connections Add Value to Audit Firms? Evidence from IPO Audits in China", *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(3), pp. 891-921.

⑩ 《首次公开发行股票并上市管理办法》第二十六条与《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》第十一条。

净资产收益率(ROE)作为财务指标控制变量。其中,对上述指标,取其上会之日前三个会计年度相关财务数据的平均值计算,由于营业收入增长率的特殊性,取发行人三年营业收入增长率的几何平均数以得出复合增长率;考虑到资产规模与其他变量数量级不一致,为尽量消除异方差,在模型计算时取其自然对数。(2)行业因素(*Industry*):考虑到国家产业政策对IPO过会率的影响,以Wind数据库收录的中国证监会行业分类为标准,设置除金融业以外的16个虚拟变量。(3)企业性质(*State Owned Enterprises, SOEs*):为排除政治因素对研究结论的影响,以企业最终控制人为标准,将国有企业记为1,非国有企业记为0。(4)地域因素(*Province*):不同省份经济发展水平各异,国家政策倾向也不尽相同,尤其在2016年中国证监会出台了《中国证监会关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》后,地域差异导致的政策导向尤为明显。因此,本文设置了31个省级单位虚拟变量。(5)上市板块因素(*Market*):由于不同板块的融资需求和审核标准不同,设置主板、创业板、中小板三个虚拟变量。

(三)检验模型

为检验假设H1和H2a,构造Logistic模型1:

$$Approval = \beta + \alpha_1 Asset + \alpha_2 Growth + \alpha_3 Leverage + \alpha_4 TAT + \alpha_5 ROE + \alpha_6 Rep\text{-}Underwriter + \alpha_7 Rep\text{-}Lawfirm + \alpha_8 Rep\text{-}Audit + \alpha_9 IECR + \alpha_{10} Industry + \alpha_{11} SOEs + \alpha_{12} Province + \alpha_{13} Market + \epsilon \quad (1)$$

为检验假设H1和H2b,构造Logistic模型2:

$$Approval = \beta + \alpha_1 Asset + \alpha_2 Growth + \alpha_3 Leverage + \alpha_4 TAT + \alpha_5 ROE + \alpha_6 Rep\text{-}Underwriter + \alpha_7 Rep\text{-}Lawyer + \alpha_8 Rep\text{-}Audit + \alpha_9 IECR + \alpha_{10} Industry + \alpha_{11} SOEs + \alpha_{12} Province + \alpha_{13} Market + \epsilon \quad (2)$$

其中 α 为方程变量系数, β 为方程截距项, ϵ 为残差项。

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

表1为模型主要变量的描述性统计。

表1 变量描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	中位数	最大数
<i>Asset</i>	11.20	0.97	8.95	11.02	16.79
<i>Growth</i>	15.78	19.13	-30.57	12.85	124.12
<i>Leverage</i>	42.79	16.76	4.76	42.67	96.92
<i>TAT</i>	1.00	0.48	0.08	0.92	3.96
<i>ROE</i>	21.46	9.10	-12.15	19.85	83.57
<i>Rep-Underwriter</i>	0.38	0.48	0	0	1
<i>Rep-Audit</i>	0.64	0.48	0	1	1
<i>Rep-Lawfirm</i>	0.57	0.49	0	1	1
<i>Rep-Lawyer</i>	0.38	0.48	0	0	1
<i>SOEs</i>	0.09	0.29	0	0	1
<i>IECR</i>	0.26	0.49	0	0	3

(二)回归结果与分析

表 2 为模型 1 和模型 2 的回归结果。

表 2 模型回归结果

变量	模型 1		模型 2	
	系数	P 值	系数	P 值
<i>Asset</i>	0.567***	0.000	0.553***	0.000
<i>Growth</i>	-0.011***	0.003	-0.010***	0.005
<i>Leverage</i>	-0.014***	0.008	-0.014**	0.012
<i>TAT</i>	-0.147	0.389	-0.173	0.312
<i>ROE</i>	0.024**	0.012	0.024**	0.010
<i>Rep-Underwriter</i>	0.364**	0.023	0.349**	0.031
<i>Rep-Audit</i>	-0.196	0.210	-0.198	0.206
<i>Rep-Law firm</i>	0.220	0.145	—	—
<i>Rep-Lawyer</i>	—	—	0.501***	0.002
<i>SOEs</i>	-0.247	0.365	-0.271	0.320
<i>IECR</i>	-0.227	0.122	-0.197	0.171
<i>Industry</i>	控制		控制	
<i>Market</i>	控制		控制	
<i>Province</i>	控制		控制	
<i>Number</i>	1343		1343	
<i>Accuracy</i>	80.04%		80.34%	
<i>Hosmer-Lemeshow</i>	0.130		0.163	

注: * 代表 10% 水平显著, ** 代表 5% 水平显著, *** 代表 1% 水平显著。下同。

模型 1 中解释变量发审委关系(*IECR*)P 值为 0.122,未通过显著性检验,表明本文假设 H1 不成立,即 2014 年 IPO 重启后,聘请具有发审委联系的中介机构并不能提高其过会概率,与已有研究结论相反。本文认为,这一结果由两方面原因造成。

第一,中介机构人员占发审委委员比例下降。在第一届至第五届创业板发审委委员中,承销商、律所和会所人员在发审委成员中的总人数稳定在 20 人,三类中介机构占发审委总人数的比例稳定为 57.14%。但是这一状况在 2014 年 8 月 31 日第六届创业板发审委被打破,三类中介机构成员占发审委总人数比例降至 34.29%,人数降为 12 人。自 2014 年 5 月 26 日履职的第十六届主板中小板发审委开始,中介机构人员担任发审委成员人数降至 3 人,占比降至 12%。因此,中介机构人员在发审委委员组成数量上的大幅下降直接导致了发审委关系因素在统计学意义上不显著^①。

第二,发审委改革减少发审委权力滥用。第六届创业板发审委自 2014 年 8 月 31 日开始履职,第十六届主板中小板发审委自 2014 年 5 月 26 日开始履职,这一时间点恰好是中国证监会结束上市公司 IPO 财务核查工作后,此后陆续有发审委成员因在 IPO 审核中的违法行为而被查处,其中不乏中

^① 历届主板发审委的总人数均为 25 人,创业板发审委的总人数均为 35 人。2017 年 9 月 30 日主板和创业板发审委合并,组建大发审委,总人数为 63 人。资料来源:Wind 数据库。

中介机构人员^①。因此,在这一背景下,发审委在2014年之前的腐败现象得到遏制。并且,由于中介机构在发审委成员中占比大幅下降,在对发审委委员从严监督的环境下,当有发审委联系的公司上会时,发审会成员甚至还会从避嫌角度考虑而从严审核。

律所声誉(*Rep-Lawfirm*)未通过显著性检验但是律师团声誉(*Rep-Lawyer*)通过1%显著性水平检验且系数为正,表明律师声誉能显著提高发行人IPO过会率,但律所声誉却不起作用。这一结果表明,一方面律所的声誉鉴证效应在解决发行人与发审委之间的信息不对称上并未发挥显著作用;另一方面,发行人聘请高声誉律师作为法律意见书起草人比笼统地选择高声誉律所更有效。这一结果基于三种原因:第一,高声誉律师团的承做经验丰富。高声誉律师团IPO成功过会数量多,经验丰富且成功率高的律师知晓发审委审核要点,更能够确保自身提供的法律意见符合发审委审核要求。第二,律师声誉对发审委具有鉴证效应。高声誉律师服务的企业成功通过IPO发审委审核的概率大,长此以往,发审委对于高声誉律师承做的项目信任感增强,律师声誉的鉴证效应发挥隐性作用。第三,律所声誉不等同于律师声誉。高声誉律师如果遇到律所声誉下降的情况,可以通过跳槽转投其他律所的方式继续开展业务,不影响其声誉值。

会计师事务所声誉(*Rep-Audit*)未通过显著性检验,这与2014年IPO中断前的历史背景有关。中国证监会自2012年12月起开展了为期一年的上市公司财务核查^②,在IPO财务造假的公司中,不乏知名会计师事务所担任中介机构的公司。财务核查工作结束后,中国证监会在后续的IPO审核中减少依赖会计师事务所的声誉来判断发行人财务状况。在诸多财务造假丑闻的背景下,会计师事务所丧失了声誉资本。因此,发审委在审核过程中对发行人财务尤其重视,即使是高声誉会计师事务所出具的审计报告,也并不能使发审委放松对发行人财务问题警惕。这一结论证明,在IPO市场中会计师事务所存在声誉减损机制^③。

承销商声誉(*Rep-Underwriter*)通过5%的显著性水平检验,证明当发行人选取高声誉承销商作为保荐机构时,其通过发审委审核的概率增大,这一结论符合中国IPO市场的实际状况。2004年开始,中国IPO市场进入核准制下的保荐制阶段。中国中介机构的权责分配模式强化了承销商的保荐责任,律师事务所和会计师事务所的法律定位是配合承销商履行保荐职责,长此以往形成了以承销商为核心,律师事务所和会计师事务所为辅助的保荐制度,相较于律师事务所和会计师事务所,承销商声誉对发审委的鉴证效应更为显著。

(三)稳健性检验

本文用律师事务所累计市场份额、律师事务所累计IPO数作为律师事务所声誉替代指标,进行稳健性检验,并未改变主要结论,限于篇幅未在正文中列出^④。

五、结论与政策建议

研究结论证明,在2014年新股发行体制改革与发审委改革后,先前广泛存在的“发审委关系”要素已经不足以影响企业IPO过会。而另一重要因素——中介机构声誉,尤其是承销商声誉和律师声誉,却在企业IPO过会中发挥重要作用。

就关系要素而言,虽然经过新股发行制度市场化改革、发审委组成和监督机制改革,中介机构与

① 《为什么四位发审委委员都落马了?》, <http://sn.people.com.cn/n2/2017/0424/c378291-30078581.html>, 访问日期:2018年11月21日。

② 潘晟:《“最严财务核查风暴”挤干IPO水分》,《上海金融报》2013年2月5日,第A02版。

③ Gopalan R., Nanda V., Yerramilli V., “Does Poor Performance Damage the Reputation of Financial Intermediaries? Evidence from the Loan Syndication Market”, *Journal of Finance*, 2011, 66(6), pp. 2083-2120.

④ 本文还对主要变量的多重共线性进行了检测,其VIF值均小于10,本文不存在多重共线性问题。

发审委之间的联系减少,但是本文并未证明是否存在其他关系影响企业 IPO 过会。然而,至少从当前来看,中国新股发行体制改革依然在向市场化方向迈进。就声誉要素而言,中国尚未形成统一、公认的声誉评价机制,中介机构并不能完全通过市场化的方式发挥自身声誉鉴证作用。尤其在以承销商为核心,律师事务所和会计师事务所为辅助的保荐制模式下,后两者的地位更加尴尬——律师事务所仅仅是因为中国证监会要求才存在于资本市场,会计师事务所因未尽勤勉职责而导致声誉减损机制生效。而证券律师这一长期被忽视的群体,在 IPO 过会中发挥重要作用——证券律师一方面从维护自身声誉的角度考虑而不会出具虚假法律意见书,另一方面经验值越丰富的证券律师其声誉越高,对发审委的声誉鉴证效应也越强。

关系与声誉是衡量非市场机制和市场机制的两大指标,基于本文研究结论,在未来新股发行体制改革中,应当注重中介机构声誉作用的发挥,建立官方性质的声誉评价机制,使中介机构声誉在企业 IPO 过会中发挥作用。诚然,中国证监会的“父爱主义”监管理念^①,以及中国“官场+市场”的经济发展模式^②,在未来长期都将影响 IPO 市场化改革进程。但从长远看来,中国证监会的新股发行体制改革正在不断地向市场化方向努力。在此过程中,中介机构的声誉鉴证效应应当得到重视,通过声誉消除关系应当是未来新股发行市场化改革的良好机制。

From Relationship to Market: Reputation Mechanism and IPO Approval

Huang Yongsheng Cheng Jinhua

(Koguan School of Law, Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, P. R. China)

Abstract: In the context of IPO restart in 2014, this paper aims to search for the factors that affect IPO approval rate from the perspectives of market and relation in China's securities market. By studying 1343 companies that applied for IPO from 2014 to 2018, we have drawn two conclusions. Firstly, the factor that IPO Insurance Examination Commission Relationship (IECR) couldn't affect the IPO approval rate. Secondly, as far as financial intermediaries are concerned, the reputation of underwriter and lawyer affect the outcome. These results mean that the rent-seeking of the Examination Commission is decreasing, while the certification effect of financial intermediaries' reputation is increasing since 2014. In another word, China's IPO issuance system is changing from relation-oriented to market-oriented, and eliminating the relationship through reputation should be the direction of the IPO review system reform in the future.

Keywords: IPO approval; Reputation mechanism; IPO Insurance Examination Commission Relationship; Lawyer reputation

[责任编辑:纪小乐]

① 张建伟:《制度基因、金融发展与“法律家长主义”进和退(下)——功能视角下的“中国悖论”及求解》,《交大法学》2016年第3期。

② 周黎安:《“官场+市场”与中国增长故事》,《社会》2018年第2期。