

【国民经济】

核准制下 IPO 市场寻租研究:基于承销商灰色关联视角

黄亮华¹, 谢德仁²

- (1. 首都经济贸易大学会计学院, 北京 100070;
2. 清华大学经济管理学院, 北京 100084)

[摘要] 发审委制度作为新股发行中的群体决策制度,其有效性一直备受关注。本文研究发现,拟 IPO 公司的承销商作为公司和发审委员之间联系的桥梁,通过承销其他公司的审计业务同发审委员构建了灰色关联,并据此来帮助公司顺利通过发审会。承销商的关联发审委员越多,其承销的拟 IPO 公司 IPO 申请被否决的概率越低,而且这种关联起作用的范围限于有着承销商关联的发审委员参加了拟 IPO 公司的发审会之子样本中。本文的发现说明,承销商和发审委员间存在灰色的利益交换,发审委员的承销商关联为 IPO 利益相关方的 IPO 寻租活动提供了可能的途径,相关制度安排不仅需约束利益相关者的直接关联关系,也需关注和约束他们的灰色关联关系。

[关键词] 发审委员; 承销商; IPO 寻租; 灰色关联

[中图分类号]F832 **[文献标识码]**A **[文章编号]**1006-480X(2016)03-0020-16

一、问题提出

发行审核委员会制度(简称发审委)是中国新股发行核准制中最重要的制度设计之一。为了保证该制度的有效性,中国证券监督管理委员会(简称证监会)对发审委员的独立性做了详细的要求,限制了发审委员因所曾任职的会计师事务所或律师事务所同发行人存在利益关联而在审核过程中可能的有失公允的行为,加之发审委制度中还引入了记名式投票和问责制。这些制度安排无不是为了保障发审委员能“独立、客观、公正地对股票发行申请进行审核”。但随着“立立电子”、“新大地”、“胜景山河”等拟 IPO 公司造假事件的曝光,发审委制度的有效性却备受诟病。IPO^①审核过程中的“寻租”活动使得一些不符合上市要求的公司得以成功 IPO 被认为是现行发审制度的重要不足。

一些学者的研究发现发审委员的身份确为曾任职的会计师事务所带来了更多的审计业务^[1]。如果拟 IPO 公司的审计业务由发审委员曾任职的会计师事务所负责,这些公司通过发审委员会(简称过会)的概率会更高,但过会后的业绩表现却并不尽如人意^[2,3],上市首日的抑价表现较低^[3,4]。这些研

[收稿日期] 2015-11-20

[基金项目] 首都经济贸易大学青年教师科研启动基金(批准号 00691654490320)。

[作者简介] 黄亮华(1981—),男,湖北潜江人,首都经济贸易大学会计学院讲师;谢德仁(1972—),男,安徽黄山人,清华大学经济管理学院教授,博士生导师。通讯作者:黄亮华,电子邮箱:d9huang@163.com。

① IPO(Initial Public Offering),即首次公开发行,是指经由证券交易所,将公司的股份首次向社会公众出售,以期募集到资金用于企业进一步的发展。在此之后,公司的股份将可以在资本市场上自由地交易和转让。

究认为,前述结果是由于拟 IPO 公司利用自身的审计等业务来寻租,通过聘请发审委员曾任职的会计师事务所来与之取得联系,借此提高了自身的过会概率^[2-6]。但仔细考察发审委员的独立性要求和发审过程中的各项制度安排,可以发现拟 IPO 公司同参加发审会的发审委员之间的“直接关联”是被禁止的,“直接关联”关系能发挥作用的的空间极为有限,发审委员实无直接的租金攫取通道,因此发审委员攫取到的租金之变现途径依然颇令人困惑。

随着中国新股发行制度改革的推进,新股审核的权限将从中国证监会下放到交易所,且不再对审核对象进行价值判断。审核制度也将从核准制下的发审委制度改为注册制下的聆讯委员会制度,但从已披露的信息看,聆讯委员会的组成和决策方式同发审委并无明显的变化,仍由会计师、律师、交易所专员和技术专家等组成,决策方式也仍然采用委员会集体决策的方式。本文基于 2003—2012 年的 IPO 审核数据,尝试解开前述困惑,探究承销商在 IPO 社会网络群体“灰色”利益交换过程中的作用,对注册制下的审核制度安排也将具有一定的参考意义。

二、制度背景与理论分析

1. 发审委制度简述

依据《中国证监会发行监管部首次公开发行股票审核工作流程》,中国的 IPO 核准过程包括材料受理、见面会、问核、反馈会、预披露、初审会、发审会、封卷、会后事项、核准发行等环节,全程强调“对每一个发行人的审核决定均通过会议以集体讨论的方式提出意见,避免个人决断”。作为集体决策的代表,发审委制度自 1993 年设立实施以来,虽然经历了多次调整和修改,仍一直是中国新股发行核准中极其重要的环节。按照现行发审委制度安排,发审委员共包括创业板发审委员 35 人和主板发审委员 25 人,委员每届任期一年,可以连任,但连续任期最长不超过 3 届。公司 IPO 审核以发审会的形式进行,要求发行申请人代表、项目签字保荐代表各 2 名到会聆询。发审会召开 5 天前由中国证监会发布公告公布发审会审核的发行申请人名单、会议时间、参会发审委委员名单等。为保障发审会的客观公正性,中国证监会在《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》中对发审会参会人员需要回避的情形作了详细的规定,其中包括发审委委员或者其所在工作单位近两年来为发行人提供保荐、承销、审计、评估、法律咨询等服务的情形,避免参会人员同被审核公司存在直接或间接的利益关联。并在《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会工作细则》中进一步规定“委员应当将须回避的有关情况及时上报发行监管部。若发现存在须回避情形或者已确定出席发审委会议后又因特殊原因不能出席会议的,参加新股发行发审委会议的委员应在会议召开 3 天前通知发行监管部并提出书面申请及理由,发行监管部经核实后对参会委员作相应调整,及时履行上网公告程序”。

发审会上,各参会委员独立发表审核意见,发行申请人聆询时间为 45 分钟,聆询结束后由委员投票表决。如果委员认为发行申请单位存在尚待调查的问题,经出席会议半数以上的委员同意,可以对其发行申请暂缓表决。与会委员以投票方式对 IPO 申请进行表决,提出审核意见。每次会议由 7 名委员参会,独立进行表决,同意票数达到 5 票为通过。投票表决采用记名投票方式,不得弃权。在发审会前须撰写工作底稿,会议全程录音。对未通过的发行申请,发行申请单位可以向证监会申请复审,复审申请仅能提出一次。

随着中国新股发行制度由核准制向注册制转变,IPO 审核的工作将交由深圳证券交易所和上海证券交易所设立的聆讯委员会具体实施,但审核的方式仍将是委员会集体决策的方式进行,委员会的构成也不会有显著的变化。

2. 公司和发审委员直接关联寻租的可行性分析

从已有的文献可以看出,现有的相关研究认为拟 IPO 公司同发审委员间的显性直接关联(本文以下所谓直接关联均是显性的,而隐性的直接关联无法被外界观察到)是 IPO 寻租活动发生的途径^[2-4]。但结合证监会对发审委员选聘、发审会的流程和公司上市申请的整个过程,拟 IPO 公司通过直接关联发审委员来“寻租”,帮助公司过会,操作起来并不容易甚至不可行。

(1)对于直接关联的发审委员自身而言,既不具备可行性,也缺乏足够的动机来实现“攫租”。由于发审委制度设立了回避制度,和拟 IPO 公司直接关联的发审委员不得出席公司的发审会,因而直接在发审会议上对关联公司进行“照顾”的可能性为零。而如果寻租确实是通过存在直接关联的发审委员来完成的,则需要该发审委员透露发审会的关键信息或者直接对出席发审会的发审委员进行游说。但在 2004 年的“王小石事件”后,出席发审会的委员名单在会议召开的前 5 个工作日确定和公开,提前透露发审会信息已不具可行性。而如进行游说,考虑到出席发审会的委员共 7 名,成功过会至少需要 5 名参会委员一致同意,在如此短的时间内成功游说的难度相当大。而且考虑到其中一些发审委员曾任职的事务所是曾经的或者潜在的竞争对手,一旦游说的对象不予配合,关联发审委员自身将面临极大风险。因此,发审委员为了某一家直接关联的拟 IPO 公司,在如此短的时间内,冒如此大的风险,游说如此多的发审委员实无必要和可能。如果此过程中存在所谓的寻租,那将仅可能是拟 IPO 公司向直接关联的发审委员寻求某些相关的信息(如某个时期证监会对拟 IPO 公司哪些方面的风险给予重点关注)和经验指导。

(2)从拟 IPO 公司自身的角度而言,虽然能否成功过会的确是其最关心的问题,但通过聘请会计师事务所等中介机构与发审委员构建直接的社会关联,实施寻租的可能性也不大。公司准备 IPO 是一个漫长的过程。在进行发审会之前,需要经历改制、上市辅导、申报等众多环节。公司通常在改制阶段就需要选定 IPO 过程中的中介机构,包括承销商、会计师事务所和律师事务所等。这些中介机构一旦确立,除特殊情况外,极少发生变更。在此之后,需经历半年到一年的上市辅导期,最后进入 IPO 申请文件的准备、申报和审核阶段,整个过程经历的时间一般超过一年。如果遇到 IPO 暂停等阶段,整个过程需要等待的时间更长。而发审委员的任期最长为 3 年(即连任 3 届),从统计结果看,大部分的委员只任职了 2 年就不再担任发审委员,而且基本不会有再次出任发审委员的机会。^①如果拟 IPO 公司试图通过公司的审计、法律等业务同发审委员构建直接关联,则需要提前同公司在参加发审会时可能在任的发审委员建立联系。如此,则拟 IPO 公司需要提早且准确地预测发审委员人选。但拟 IPO 公司对审计和法律等行业通常缺乏足够的了解,要成功预测发审委员的人选可能性非常小。因此拟 IPO 公司主动通过这些业务来构建关联,进而寻租的可行性是极低的。此外,参加发审会对大部分拟 IPO 公司而言是一次性行为,同发审委员的关联即使能发挥作用,也是一次性的。对于此种构建难度较高,又不确定能否发挥作用,而且即使发挥作用,也只是一次性收益的关联,拟 IPO 公司主动构建的可能性不高。

综上,拟 IPO 公司通过自身的会计、法律业务和发审委员建立直接联系,并借此来实现 IPO 过程中的寻租活动,对于拟 IPO 公司和发审委员双方而言,可行性极低,故直接关联关系无法成为寻租活动最有效的途径。

3. 以承销商为中介的公司和发审委员灰色关联寻租的可行性分析

企业 IPO 是一个复杂的过程,涉及利益相关者众多,包括拟 IPO 公司、承销商、会计师事务所、

^① 截至 2013 年,在历届发审委成员中,只有谭红旭在担任过第 10—11 届主板的发审委员后,担任过第 3 届的创业板发审委员。

律师事务所和各级监管部门等。这些利益相关者作为社交网络中的节点(Nodes),彼此关联构成了一个 IPO 社会网络。已有的相关研究发现个体在社会网络中的位置会影响信息的传递和资源的获取^[7],居于某些特殊的非中心位置的个体将具有一些特殊的优势,如图 1 中的个人 C,作为 A、B 两个公司社会网络的“桥”,在两个公司的社会网络中居于“结构洞”(Structure Hole)的位置。该位置能给 C 带来信息的获取(Access)、时效(Timing)与举荐(Referrals)等三个方面的优势,使其占据更多信息流和商业机会,从而容易获得中介利益^[8,9],是居于网络中心位置的中国企业家所探索和构建关联的重要对象^[10]。而在经由企业间合作构成的创新网络中,居于结构洞位置的企业在创新活动中的表现会更好^[11]。承销商作为 IPO 过程中最为重要的信息中介,在 IPO 社会网络中居于“桥”的位置,能够据此为自身谋得一些灰色利益。不同于中国的 IPO 制度,美国等资本市场上的承销商可以自主选择配售的对象和对之配售的份额。已有的相关研究发现承销商会利用自身的中介地位在 IPO 过程中“钓鱼”(Spinning),通过向 IPO 公司的高管配售一些其他热门公司的新股,来降低 IPO 公司的发行价^[12]。虽然中国的承销商没有新股的配售权,但新股的成功过会能够为其带来可观的承销收入。如果 IPO 审核过程中确有寻租活动,承销商作为公司 IPO 过程的“总协调人”,很可能成为拟 IPO 公司同发审委员间的寻租活动所依赖的行为主体。

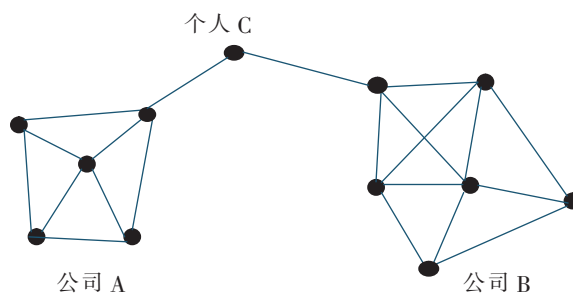


图 1 社会网络中的结构洞示意

资料来源:作者绘制。

证监会对发审委员独立性的要求,使得拟 IPO 公司和发审委员间的社会网络出现了“结构洞”,需要通过第三方才能取得联系。拟 IPO 公司的承销商不仅需要全程参与拟 IPO 公司的整个 IPO 准备活动,而且通过承销的多家公司的发审会等活动,同整个发审委员群体存在多次见面和沟通的机会,是拟 IPO 公司和发审委员之间天然的联系人。独立性的要求只能对直接的利益关联进行约束,而对非直接的关联却基本无能为力。在拟 IPO 公司同发审委员之间的直接联系被阻断的情况下,拟 IPO 公司可以通过承销商同没有与其存在直接业务关联的发审委员取得联系。这种间接的关联并未违背相关制度对发审委员独立性的要求,已有的关于独立董事独立性的研究^[13]发现,公司乐意聘请对公司业绩预测偏乐观的分析师做独立董事,这些“合规”的独立董事实际上并不“独立”。同样,发审委员独立性的要求只限制了拟 IPO 公司和发审委员之间的直接业务关联,而没有对双方通过其他途径如拟 IPO 公司的承销商等金融中介所构建的非直接关联进行约束。承销商作为拟 IPO 公司和发审委员之间的桥梁,拥有自身特有的信息优势,具有不可替代性,能够为自身攫取利益,甚至可以主导整个寻租活动。

当拟 IPO 公司和审核 IPO 申请的发审委员通过承销商间接构建起关联时,看似“独立”的发审委员,就成为具有实质关联的委员,此种间接关联即为本文所研究的以承销商为中介的拟 IPO 公司和发审委员间的灰色关联。拟 IPO 公司和发审委员之间存在非公开且合法的利益交换,也可借由此

灰色关联来实现。图 2 示例了拟 IPO 公司和发审委员之间以承销商为中介而构建的灰色关联及其可能被用于寻租活动的路径。假定两家拟 IPO 公司 M 和 N 为同一家承销商(X)。两个发审委员 a 和 b 分别来自会计师事务所 A、B。公司 M 聘请了会计师事务所 A, 由于独立性要求, 发审委员 a 对公司 M 的 IPO 审核发挥的作用有限, 但通过承销商 X, 拟 IPO 公司 M 和发审委员 b 之间就存在了非直接的关联关系, 拟 IPO 公司 N 和发审委员 a 之间亦是如此。按照相关制度安排, 发审委员 b 对于 M 的发审会是符合独立性要求的, 可以且可能参加 M 的发审会。当发审委员 b 参加了 M 的发审会, 在发审会时“关照”M 就成为可能。而发审委员 b 通过这一“关照”得到的合法利益就是其所在会计师事务所承接的承销商承销的另一拟 IPO 公司 N 的审计业务, 以及来自 M 的审计师 A 会计师事务所的发审委员 a 对其客户 M 的 IPO 申请的“关照”。同理, 发审委员 a 所能攫取到的租金亦是如此。当然, 发审委员 b(a) 也可能没有参加 M(N) 的发审会, 但可以为 M 和 N 的 IPO 申请发挥信息和经验支持(出谋划策)作用乃至进一步“中介”其他发审委员的寻租。当承销商市场份额较高, 承销的 IPO 项目较多时, 实现图 2 中的间接、隐性和“合法”的利益交换之概率是较高的。此外需指出的是, 在此分析中, 拟 IPO 公司 M 和 N 申请 IPO 的时间顺序并不重要, 此处仅为举例说明。

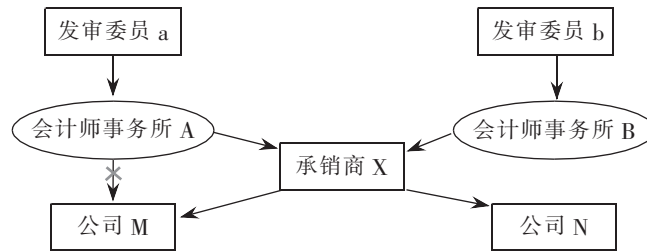


图 2 承销商、拟 IPO 公司和发审委员之间的“桥”

资料来源: 作者绘制。

从发审委员的角度看, 由于发审委员通常是其来源事务所的合伙人或股东, 享有事务所利润的分红权, 而且在发审委员的工作结束后会返回原事务所工作。发审委员显然同其来源事务所之间存在天然的利益关联。而拟 IPO 公司的审计、法律业务通常利润丰厚, 而且一旦公司成功上市, 一般能够继续提供后续几年的业务。基于审计和咨询市场的充分竞争性^[4], 事务所不会拒绝业务。正是由于拟 IPO 公司的审计和咨询业务的重要性, IPO 审核过程中如果存在寻租活动, 那么这些业务将是发审委员“攫租”的重要标的。虽然发审委员拥有关于公司过会的标准、上会的注意事项等特有信息, 抑或是直接在公司发审会上给予“关照”的权力, 却因为自身的独立性要求和能否及时知悉自身是否参加发审会的及时性存在问题等因素, 自身无法直接找到攫租对象, 需要承销商的中介。

从拟 IPO 公司的角度看, 拟 IPO 公司对金融中介行业常常缺乏足够的了解, 无法充分感知金融中介机构的声誉, 在挑选时往往无从分辨会计师事务所、律师事务所等专业机构的优劣。拟 IPO 公司的承销商在此方面具有天然优势, 通过日常业务和所承销的多家公司, 在同这些金融中介的多次接触中, 自然拥有更多的信息。在拟 IPO 公司选择会计师事务所和律师事务所时, 承销商往往具有重要的建议权甚至决定权。

正是基于自身的信息优势和 IPO 过程中的“总协调人”角色, 所承销的拟 IPO 公司的审计和法律服务等业务就成为承销商和拟 IPO 公司向发审委员寻租的标的, 承销商可以运用自身在拟 IPO 公司选择这些金融中介时的建议权, 将一部分公司的审计和法律咨询业务“介绍”给相关的发审委

员,借此构建和发审委员之间的关联。作为对承销商介绍业务的回报,发审委员对其承销的拟 IPO 公司予以 IPO 审核信息支持乃至发审会中的“直接关照”。而对于拟 IPO 公司本身而言,这些业务也是必不可少的,委托给承销商来安排,不但在时间和精力上是一种节约,而且还能借此提升自身过会的概率。故拟 IPO 公司、承销商和发审委员在此过程中均能提升自己的个体效用,IPO 审核过程中的寻租活动也得以顺利实现。按照现有制度安排,整个过程完全是合法合规的,参与的各方彼此之间甚至可以对之心照不宣,无需任何正式或非正式的沟通,极具隐蔽性和可行性。即使监管机构有意对之查究,也无可作为。

综上,可以预见当拟 IPO 公司的承销商通过所承销的 IPO 公司的审计、法律等业务而关联的发审委员越多,拟 IPO 公司在 IPO 审核过程中将越可能获得关联发审委员的帮助,IPO 被否的概率也就越低,故在此提出本文待检验的研究假说:

与拟 IPO 公司的承销商关联的发审委员越多,拟 IPO 公司 IPO 被否的概率越低。

需指出的是,前述假说检验结果的显著性存在被低估的可能,原因如下:①在本文的分析框架下,能观察到的承销商和发审委员之间的关联,将仅限于发审委员来源的事务所承担了承销商所服务的拟 IPO 公司的审计、法律业务。但这不是拟 IPO 公司、承销商和发审委员联系的唯一方式,这种定义会导致一些本来存在其他直接或间接关联的发审委员被认定为不存在关联关系的发审委员。②由于寻租活动的非正当性,成功实施的寻租活动通常都极具隐蔽性,特别是考虑到声誉在金融业中的重要作用,情况更甚。如可能存在的寻租活动是由拟 IPO 公司通过承销商的“牵线搭桥”与发审委员取得私下联系,进而实施非法寻租。但此类隐性的寻租活动很难被公开观测到,而且承销商和发审委员都有意愿隐藏和模糊化二者之间的关联。③承销商也并非拟 IPO 公司同发审委员之间唯一的中介。上述因素都可能掩盖可直接观测到的承销商同发审委员间灰色关联关系的作用,导致实证结果的显著性被低估。

三、研究设计

本文的被解释变量为公司是否成功过会(*NOPASS*),如果被否则为 1,通过则为 0,主要的解释变量为同拟 IPO 公司所聘请的承销商存在关联的来自会计师事务所的发审委员人数(*AUDNUM*),即当发审委员曾任职的会计师事务所至少为拟 IPO 公司所聘请的主承销商所承销的一家拟 IPO 公司提供 IPO 审计服务,就认为两者间存在关联(本文称之为审计师发审委员)。需要说明的是,本文在界定发审委员的承销商关联关系时,仅考虑源自会计师事务所的审计师发审委员,而不考虑源自律师事务所的发审委员(后者留待稳健性检验中进行)。这里主要是出于前文已述及的检验结果的显著性可能被低估的考虑,需要找到最可能的寻租设定来进行检验。

选用 IPO 审计业务关联将比考察法律服务业务关联更具优势,这是因为:①从证监会披露的历年公司 IPO 申请被否原因看,IPO 被否的原因多为持续盈利能力、独立性等的考虑,大都是基于财务信息而提出的问题或者直接是财务问题,这正是审计师发审委员的专长所在,故拟 IPO 公司和承销商最需要建立关联的发审委员是审计师发审委员,而非律师发审委员。②从发审委员角度看,IPO 业务的审计收费相比律所的法律服务收费更高,前者平均为 307 万元,约为后者平均收费(134 万元)的 2.3 倍,前者甚至存在低于 30 万元的情形。从利益交换的长期性看,一旦 IPO 成功后,上市公司通常会继续聘任负责 IPO 审计业务的事务所进行年报的审计等服务,并延续多年,但法律服务却不具有此种明显的业务收入持续性。如以《中注协发布 2013 年年报审计情况快报(第十六期)》中披露的年报审计平均费用(156.31 万元)和《关于证券期货审计业务签字注册会计师定期轮换的规定》

中要求的 5 年签字年数计算^①,审计业务的重要性更加明显,审计师发审委员攫租动机也更强。^③从发审委员组成的客观结构看,源自会计师事务所的发审委员人数也要远高于源自律师事务所的发审委员人数。截至 2012 年,历届 25 名主板的发审委员中,平均有 8.9 名的审计师发审委员和 5 名律师发审委员;而在 35 名创业板的发审委员中,分别平均有 13.6 名审计师发审委员和 6.4 名律师发审委员,审计师发审委员占全部委员的比例为 37.14%,律师发审委员的占比为 19.14%;从出席每次发审会的 7 名发审委员统计看,通常有 3 名或以上的审计师发审委员(中位数为 3,均值为 3.34),律师发审委员通常为 1 到 2 名(中位数为 2,均值为 1.71)。拟 IPO 公司、承销商和发审委员之间建立隐秘的关联关系从审计师发审委员方面入手将更方便、更高效。

在控制变量方面,本文参考相关的研究^[2,3],对公司的业绩(*ROA*)和财务杠杆(*LEV*)等进行了控制。由于中国的 IPO 市场受到管制,证监会会依据资本市场的情况决定是否进行新股的发行,在市场低迷时,可能公司过会的概率也不一样,为此沿用 Pagan and Sossounov^[15]和权小锋等^[16]对市场“牛熊”的分类标准对资本市场态势(*BULL*)进行控制。此外,考虑到发审委员的社会人属性,决策时会受到外界市场氛围的影响,故对投资者的情绪(*SENTIMENT*)进行控制,借鉴 Lee et al.^[17]的研究,选用了发审会时封闭式基金的折价率来进行度量。除客观要求外,公司能否过会更多地依赖发审委员的主观判断,为此,本文翻阅了证监会披露的公司未能成功过会的原因,对提及的相关指标进行了控制。主要包括两大类:①财务指标,包括公司的营业收入增长率(*GROWTH*),用来表征公司的成长性;公司的存货周转率(*INVTURN*),反映公司存货的变化情况;应收账款周转率(*ACRECTURN*),考察公司销售回款的情况;以及产品销售的毛利率(*MARGIN*),用来衡量产品市场的竞争程度和发展前景;此外,还控制了应计总额(*TACC*),用来衡量盈利的质量;②公司的治理情况,主要包括关联交易(*TUNNEL*),用以衡量拟 IPO 公司业务的独立性;股权结构(*FSHR*)和股权制衡度(*BAL*),分别用第一大股东持股比例和上市前一年第二大至第十大股东持股比例除以第一大股东持股比例来衡量。考虑到《中国证监会创业板发行监管部首次公开发行股票审核工作流程》中有提及 IPO 时可能存在对某些经济不发达地区的照顾,以及对不同所有权性质的公司的偏好,对公司的地域(*PLACE*)和是否为国有控股(*SOE*)也进行控制。除此之外,由于首次申请和多次申请时公司对于发审会的了解可能存在差异,对是否为首次申请(*FTIME*)也进行控制。而由于不同的拟上市板块的标准和发审委成员存在一定的差异,对于拟上市的板块(*MARKET*)也进行控制。为控制可能存在的发审委员在任职的不同时期对公司过会要求可能存在的差异,本文对出席公司发审会的 7 名发审委员平均的任职时间(*TENURE*)进行控制。考虑到金融中介的影响,对于会计师事务所和券商的声誉进行控制,借鉴以往的相关文献,分别用是否为十大会计师事务所(*BIG10*)和十大券商(*BIGUNDR*)来度量。又考虑到拟 IPO 公司和发审委审计师委员之间的直接关联(*CPAIN*)对公司的过会概率也可能存在影响,故对之进行控制。此外,本文对公司的行业、审核的年份等变量(*CONTROLS*)也进行了控制,具体的变量定义参见表 1。

具体的 Logit 回归模型参见式(1)。该式用来检验假设,期望拟 IPO 公司承销商的关联发审委员(*AUDNUM*)越多,公司过会被否的概率越低,系数 β_2 显著为负。

$$\begin{aligned}
 NOPASS = & \alpha + \beta_1 AUDNUM + \beta_2 TENURE + \beta_3 CPAIN + \beta_4 BIGUNDR + \beta_5 BIG10 + \beta_6 GROWTH + \beta_7 SIZE \\
 & + \beta_8 LEV + \beta_9 ROA + \beta_{10} FSHR + \beta_{11} FSHR^2 + \beta_{12} BAL + \beta_{13} FTIME + \beta_{14} SENTIMENT + \beta_{15} BULL + \beta_{16} SOE \\
 & + \beta_{17} PLACE1 + \beta_{18} PLACE2 + \beta_{19} MARKET1 + \sum_{i=1}^n CONTROLS_i + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

^① 实际上,签字会计师的轮换通常并不意味着签字事务所的轮换,会计师事务所实际能连续服务的年份更长。

表1 变量定义

| 变量代码 | 变量含义 | 变量定义 |
|------------------|-------------------------|--|
| <i>NOPASS</i> | IPO 被否 | IPO 被否取值为 1,通过的取值为 0 |
| <i>AUDNUM</i> | 和拟 IPO 公司的承销商关联的审计师委员人数 | 当发审委员曾任职的会计师事务所至少为拟 IPO 公司所聘请的主承销商所承销的一家拟 IPO 公司提供 IPO 审计服务时,为关联发审委员,计其人数 |
| <i>IECAUD</i> | 出席 IPO 公司发审会关联审计师委员数 | 出席公司发审会的 7 名委员中存在关联的审计师委员人数,关联的定义同 <i>AUDNUM</i> |
| <i>CAPIN</i> | 拟 IPO 公司和发审委审计师委员直接关联 | 当届的发审委成员中存在曾任职于拟 IPO 公司聘请的会计师事务所的委员为 1,否则为 0 |
| <i>TENURE</i> | 发审会成员任期 | 参加发审会的 7 名发审委员,每人已经连续任职的年份数的均值 |
| <i>BIGUNDR</i> | 券商声誉 | 是否为“十大”券商,判断标准为证券业协会公告的年度营业收入前十名 |
| <i>BIG10</i> | 会计师事务所声誉 | 拟 IPO 公司的审计师是否为“十大”会计师事务所,判断标准为中注协公告的事务所年营业收入前十名 |
| <i>GROWTH</i> | 成长性 | 拟 IPO 公司上市前两年平均的营业收入增长率 |
| <i>TUNNEL</i> | 关联交易 | 拟 IPO 公司上市前三年(其他应收款-其他应付款)/总资产的均值 |
| <i>INVTURN</i> | 存货周转率 | $2 \times \text{营业成本} / (\text{期初存货} + \text{期末存货})$,拟 IPO 公司上市前两年的均值 |
| <i>ACRECTURN</i> | 应收账款周转率 | $2 \times \text{营业收入} / (\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款})$,拟 IPO 公司上市前两年的均值 |
| <i>AGENCY</i> | 代理成本 | 现金流量表中“支付的其他和经营活动有关的现金”/资产总额,拟 IPO 公司上市前三年均值 |
| <i>TACC</i> | 应计总额 | $(\text{净利润} - \text{经营活动现金净流量}) / \text{资产总额}$,拟 IPO 公司上市前三年均值 |
| <i>MARGIN</i> | 毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入}$,拟 IPO 公司上市前三年的均值 |
| <i>SIZE</i> | 公司规模 | 拟 IPO 公司上市前三年平均总资产的自然对数 |
| <i>LEV</i> | 财务杠杆 | 拟 IPO 公司上市前三年平均资产负债率 |
| <i>ROA</i> | 资产净利率 | 拟 IPO 公司上市前三年平均的资产净利率 |
| <i>FSHR</i> | 第一大股东持股比例 | 拟 IPO 公司上市前一年第一大股东持股比例 $\times 100$ |
| <i>BAL</i> | 股权制衡度 | 拟 IPO 公司上市前一年第二大至第 10 大股东持股比例除以第一大股东持股比例 |
| <i>SENTIMENT</i> | 投资者情绪 | 发审会时封闭式基金折价率 |
| <i>BULL</i> | 市场牛熊 | 市场处于牛市时为 1,市场处于熊市时为 0 |
| <i>SOE</i> | 是否国有 | 拟 IPO 公司控股股东为国有时取 1,否则为 0 |
| <i>FTIME</i> | 是否首次申请 | 拟 IPO 公司如果是首次申请 IPO 则取值为 1,否则为 0 |
| <i>PLACE1</i> | 是否非中西部公司 | 拟 IPO 公司所处地区为非中西部则取 1,否则为 0 |
| <i>PLACE2</i> | 是否中部公司 | 拟 IPO 公司所处地区为中部则为 1,否则为 0 |
| <i>MARKET1</i> | 是否为创业板 | 拟 IPO 公司若拟挂牌创业板取 1,否则为 0 |
| <i>MARKET2</i> | 是否为中小板 | 拟 IPO 公司若拟挂牌中小板取 1,否则为 0 |
| <i>CONTROLS</i> | 年份和行业 | 拟 IPO 公司发审会的年份和拟 IPO 公司所属的行业 |

资料来源:作者整理。

在上述回归中, 本文并不区分关联发审委员是否参加了具体某个拟 IPO 公司的发审会, 故发审委员回报的方式包括了 IPO 信息支持和发审会中的“直接关照”。但如前述, 从发审委员回报承销商和拟 IPO 公司的方式看, 以往的研究认为由于直接关联的发审委员不能出席拟 IPO 公司的发审会, 与 IPO 审核相关的各类信息是寻租对象从直接关联发审委员处获得的重要回报, 如证监会关于审核动向、发审委员的个人偏好等内部信息^[2,4]。这些信息无疑能够帮助拟 IPO 公司更好地准备发审会, 降低被否的风险。拟 IPO 公司对此类信息存在切实的需求, 无论是直接关联还是灰色关联的发审委员又的确能够提供此类信息。故而 IPO 审核的相关信息和经验可以是发审委员回报的方式。但另一种更直接、更见效的方式是在发审会环节给予拟 IPO 公司“关照”: 如关联的发审委员可以通过直接在发审会上投赞成票(由于发审会的参会委员人数为 7 人, 单个委员赞成票就可以保证 14% 的过会概率); 在发审会的聆听问询等环节故意询问非重要问题, 间接阻止其他与会发审委员问询拟 IPO 公司可能的重点缺陷; 甚至对其他与会委员施加潜在的影响等各种方式助力公司过会。如果拟 IPO 公司本身的资质距离过会的要求存在些微差距, 关联发审委员的作用将尤其显著。

为了对上述两种发审委员可能的回报方式加以区分, 本文进一步实施了两组检验。对于是否存在直接在发审会环节对拟 IPO 公司进行“关照”, 本文将式(1)中的发审委员关联人数(AUDNUM)替换成(2)式中的出席某个拟 IPO 公司发审会的关联发审委员数(IECAUD)。依然期望系数 β_2 显著为负, 如此则说明关联的发审委员通过在发审会环节直接对拟 IPO 公司“关照”来回报承销商和拟 IPO 公司。

$$\begin{aligned} NOPASS = & \alpha + \beta_2 IECAUD + \beta_3 TENURE + \beta_4 CPAIN + \beta_5 BIGUNDR + \beta_6 BIG10 + \beta_7 GROWTH + \beta_8 SIZE \\ & + \beta_9 LEV + \beta_{10} ROA + \beta_{11} FSHR + \beta_{12} FSHR^2 + \beta_{13} BAL + \beta_{14} FTIME + \beta_{15} SENTIMENT + \beta_{16} BULL + \beta_{17} SOE \\ & + \beta_{18} PLACE1 + \beta_{19} PLACE2 + \beta_{20} MARKET1 + \sum_{i=1}^n CONTROLS_i + \varepsilon \end{aligned} \quad (2)$$

与之类似, 对于发审委员是否存在通过提供信息支持来予以回报的方式, 选取不存在关联发审委员出席发审会(即 IECAUD=0)的子样本来运用式(1)进行检验。

在上述回归中, 对连续变量均进行上下 1% 的 Winsorize 处理, 以消除极端值的影响。此外对回归残差进行异方差处理。考虑到存在多次申请的公司可能导致残差序列相关, 本文进行了公司层面的 Cluster 处理。

四、样本选择与描述性统计

本研究选取 2003 年 1 月 1 日至 2012 年 10 月 10 日(此后一年多时间内 IPO 一直处于暂停状态)发审委审核的拟 IPO 公司^①。对于成功过会且已经发行的公司, 其财务数据源自国泰安(CSMAR)数据库, IPO 前的股权数据源自锐思金融研究(RESSET)数据库, 行业等信息则取自 WIND 中国金融数据库; 对于成功过会, 但尚未发行的公司和未过会的公司, 本文则从招股说明书中摘录了未过会时的财务数据和发行前的股权结构, 所属的行业来自 WIND 数据库。对于历届发审委员的相关信息和公司聘请的金融中介数据, 包括尚处于上市辅导期公司的相关信息也取自 WIND 中国金融数据库。而对于券商排名数据则源自证券业协会网站, 会计师事务所排名数据源自中国注册会计师协

① 2014 年 1 月 IPO 再次重启, 但 2014—2015 年正处于注册制改革推进时期, 发审委的去留问题尚未有定论。时任的发审委员一度被认为是最后的发审委员。考虑到变革期可能对发审委员的行为存在影响, 故未包含此部分样本。

会网站。考虑股权分置改革后 IPO 于 2006 年 6 月 2 日重启,在此前后资本市场的情况发生了显著变化,故而去掉了那些在此之前的观测。另外,招股说明书需要披露的是上会时近三年及一期的财务报表,出于相关指标可比性的要求,对于数据存在缺失的观测进行了剔除。

表 2 列出了发审委审核结果各年的通过情况,可以看到平均的被否率均为 18%。在 2006 年后,除 2007 年和 2011 年的通过率略低于 80%外,其他各年的通过率差别不大。表 3 是各个不同市场板块的过会率情况,可以发现主板市场的被否率最低,约为 11.5%,明显低于中小板和创业板的被否率。这与样本期间在主板 IPO 的公司大多为超大型国有企业回归 A 股市场的情形是相吻合的。借鉴李敏才和刘峰^[5],陈运森等^[9]最终剔除了沪市主板的拟 IPO 公司。

表 2 2003—2012 年 IPO 通过率统计

| | 年份 | 2006 前 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 合计 |
|------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全部审核 | 被否 | 37 | 11 | 38 | 20 | 28 | 62 | 72 | 37 | 305 |
| | 通过 | 75 | 62 | 117 | 96 | 169 | 345 | 265 | 176 | 1305 |
| | 通过率(%) | 66.96 | 84.93 | 75.48 | 82.76 | 85.79 | 84.77 | 78.64 | 82.63 | 81.05 |
| 样本 | 被否 | | 0 | 16 | 15 | 24 | 55 | 63 | 37 | 210 |
| | 通过 | | 50 | 93 | 62 | 155 | 314 | 223 | 151 | 1048 |
| | 通过率(%) | | 100.00 | 85.32 | 80.52 | 86.59 | 85.09 | 77.97 | 80.32 | 83.31 |

资料来源:作者计算整理。

表 3 2003—2012 年分市场 IPO 被否率统计

| | 全部审核 | | | | 样本 | | | |
|-----|------|------|-----|--------|------|------|-----|--------|
| | 审核 | 通过 | 被否 | 被否率(%) | 审核 | 通过 | 被否 | 被否率(%) |
| 主板 | 183 | 162 | 21 | 11.48 | | | | |
| 中小板 | 936 | 734 | 202 | 21.58 | 774 | 642 | 132 | 17.05 |
| 创业板 | 491 | 409 | 82 | 16.70 | 484 | 406 | 78 | 16.12 |
| 合计 | 1610 | 1305 | 305 | 18.94 | 1258 | 1048 | 210 | 16.69 |

资料来源:作者计算整理。

表 4 展示了变量描述性统计结果。拟 IPO 公司聘任的承销商通常与在任的 2 名会计背景的发审委员存在关联(AUDNUM 中位数为 2,均值为 2.1660)。而出席公司发审会的 7 名发审委员中,通常有 3 名或以上的审计师发审委员(ACCOUNT 中位数为 3,均值为 3.3392),与会人员中出现关联的审计师发审委员并不普遍(IECAUD 中位数为 0),但也有 25%的公司的发审会有 1 名关联委员(75%分位数为 1),最高的情况下 7 名中有 3 名是关联委员。可见证监会对于籍由承销商构建的关联并没有做出约束。从各变量的相关系数可以看出,市场状况同公司过会的概率之间存在关联,投资者情绪和市场的牛熊均与被否概率负相关,相关系数分别为-0.0707 和-0.0995,说明市场越热,被否的概率越低。其他变量中,7 名发审委所处的平均任期(TENURE)与过会是否被否存在显著的负相关关系,相关系数为-0.0949,说明任期越高,被否概率越低。主要解释变量之间的相关系数均小于 0.7,说明不存在显著的共线性问题。

五、实证结果与分析

表 5 列示了研究假说的检验结果。表 5 列(1)显示,拟 IPO 公司和发审委审计师委员关联人数(AUDNUM)对过会与否(NOPASS)的回归系数为-0.1309(Z 值为-2.6053),在 1%的显著性水平上异

表 4 主要变量的描述性统计

| 变量名 | N | Mean | S.D. | Min | 0.250 | Mdn | 0.750 | Max |
|-----------------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| <i>NOPASS</i> | 1258 | 0.1668 | 0.3729 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>AUDNUM</i> | 1258 | 2.1660 | 2.1569 | 0.0000 | 0.0000 | 2.0000 | 3.0000 | 10.0000 |
| <i>IECAUD</i> | 1258 | 0.6426 | 0.8885 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 3.0000 |
| <i>CPAIN</i> | 1258 | 0.2145 | 0.4106 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 |
| <i>BIGUNDR</i> | 1258 | 0.3820 | 0.4861 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| <i>BIG10</i> | 1258 | 0.3426 | 0.4748 | 0.0000 | 0.0000 | 0.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| <i>TENURE</i> | 1258 | 0.3681 | 0.2961 | -0.0676 | 0.1909 | 0.2973 | 0.4724 | 1.7524 |
| <i>GROWTH</i> | 1257 | -0.0047 | 0.0462 | -0.1681 | -0.0210 | -0.0011 | 0.0148 | 0.1388 |
| <i>TUNNEL</i> | 1238 | 8.9161 | 23.1783 | 0.7684 | 2.6533 | 4.1829 | 6.8762 | 201.4612 |
| <i>INVTURN</i> | 1216 | 20.5559 | 58.0256 | 1.6862 | 4.2395 | 6.3064 | 12.2860 | 455.0534 |
| <i>ACRETURN</i> | 1247 | 0.1180 | 0.0896 | 0.0117 | 0.0593 | 0.0937 | 0.1501 | 0.5207 |
| <i>AGENCY</i> | 1255 | 0.0175 | 0.0654 | -0.1364 | -0.0254 | 0.0129 | 0.0561 | 0.2026 |
| <i>TACC</i> | 1254 | 0.3483 | 0.1717 | 0.0665 | 0.2254 | 0.3073 | 0.4456 | 0.8995 |
| <i>MARGIN</i> | 1257 | 19.6076 | 0.8325 | 17.7610 | 19.0623 | 19.5404 | 20.0977 | 24.4405 |
| <i>SIZE</i> | 1257 | 0.4995 | 0.1539 | 0.1374 | 0.3918 | 0.5090 | 0.6131 | 0.8653 |
| <i>LEV</i> | 1257 | 0.1381 | 0.0688 | 0.0292 | 0.0867 | 0.1242 | 0.1711 | 0.3757 |
| <i>ROA</i> | 1256 | 49.4235 | 18.4720 | 12.0247 | 35.5000 | 48.8600 | 62.9668 | 95.1000 |
| <i>FSHR</i> | 1258 | 1.1993 | 0.8765 | 0.0515 | 0.5455 | 0.9806 | 1.5887 | 4.3711 |
| <i>BAL</i> | 1255 | 0.1467 | 0.0544 | 0.0567 | 0.1065 | 0.1335 | 0.1831 | 0.3047 |

资料来源:作者计算整理。

于零,表明二者之间是显著为负的相关关系。表 5 列(2)的结果也显示,审计师发审委员关联人数(*AUDNUM*)对过会与否(*NOPASS*)的回归系数为-0.1466(*Z* 值为-2.8390),在 1%的水平上显著异零,也表明二者之间是负相关的关系。两列的结果基本一致,回归系数间的微小差别在于在列(2)的回归中加入了发审委员任期(*TENURE*)这一控制变量。列(1)和列(2)的结果均揭示拟 IPO 公司和发审委审计师委员关联的人数越多,IPO 申请被否决的概率越低,支持了本文的研究假说。

从表 5 的列(1)和(2)结果中还可以看到,公司规模越大,IPO 被否概率越低,这一结果同前述相关研究的结果是一致的,通常而言公司规模越大,风险越低,更容易通过发审会;公司业绩(*ROA*)同过会是否被否(*NOPASS*)也是显著的负相关关系,说明业绩越好的公司,过会的概率越高,这与我国目前 IPO 公司需要满足一定的业绩要求的现状相符。在公司治理的指标方面,可以看到第一大股东持股(*FSHR*)与过会被否的概率之间呈倒“U”型关系,一次项的回归系数为正,二次项的系数为负,两者均在 5%的显著性水平上异于零,这与公司代理问题的严重程度随着股权集中度的上升而先上升后下降的假说是符合的^[18],公司代理问题越严重,公司过会的概率越低;股权制衡度与公司过会被否的概率显著正相关,可能的原因在于上市公司通常都有实际控制人,股权制衡度越高,说明股权越分散,公司可能的第二类代理问题越严重。总之,从财务特征指标和治理指标的回归结果看,整体上发审委员对拟 IPO 公司进行了一定的筛选,公司状况越好,治理问题越少,过会的概率越高。发审委挑选了相对优质的公司进行 IPO,对投资者而言具有一定的保护功能。

回归的结果显示,IPO 公司过会的概率事实上还受到资本市场整体环境的影响,当市场处于牛

表5 发审委员承销商关联和IPO被否概率的关系

| | (1) NOPASS | (2) NOPASS | (3) NOPASS | (4) NOPASS | (5) NOPASS | (6) NOPASS |
|-------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| AUDNUM | -0.1309*** (-2.6053) | -0.1446*** (-2.8390) | -0.0160 (-0.1345) | -0.0229 (-0.1900) | | |
| IECAUD | | | | | -0.2109* (-1.9195) | -0.2343** (-2.1004) |
| TENURE | | -0.5714*** (-2.8046) | | -0.5464** (-2.0608) | | -0.5533*** (-2.7357) |
| CPAIN | 0.0947 (0.4280) | 0.1112 (0.5018) | -0.0630 (-0.1769) | -0.0621 (-0.1734) | -0.0354 (-0.1620) | -0.0282 (-0.1281) |
| BIGUNDR | 0.1710 (0.8994) | 0.2035 (1.0553) | -0.3551 (-1.2541) | -0.3452 (-1.2054) | 0.0618 (0.3379) | 0.0803 (0.4375) |
| BIG10 | 0.1256 (0.6880) | 0.1061 (0.5809) | 0.1210 (0.4711) | 0.0938 (0.3665) | 0.1303 (0.7144) | 0.1132 (0.6201) |
| GROWTH | -0.1915 (-0.5464) | -0.2219 (-0.6268) | -0.1289 (-0.2730) | -0.1955 (-0.4126) | -0.1778 (-0.5005) | -0.2049 (-0.5708) |
| TUNNEL | 1.5410 (0.7866) | 1.8719 (0.9597) | 2.0360 (0.6513) | 2.6131 (0.8372) | 1.4637 (0.7529) | 1.7625 (0.9086) |
| INVTURN | -0.0013 (-0.2903) | -0.0017 (-0.4068) | -0.0018 (-0.2873) | -0.0021 (-0.3212) | -0.0011 (-0.2639) | -0.0016 (-0.3733) |
| ACRECTURN | 0.0030** (2.1356) | 0.0031** (2.1897) | 0.0049*** (2.6552) | 0.0054*** (3.0062) | 0.0029** (2.0527) | 0.0030** (2.1155) |
| AGENCY | 1.5147 (1.2330) | 1.6694 (1.3618) | 3.0101* (1.9085) | 3.1805** (2.0192) | 1.4282 (1.1627) | 1.5694 (1.2785) |
| TACC | 2.8041* (1.7478) | 2.5771 (1.6186) | 5.6354** (2.2723) | 5.5110** (2.2463) | 2.8697* (1.7755) | 2.6564* (1.6543) |
| MARGIN | 0.0439 (0.0569) | 0.0926 (0.1197) | -0.7780 (-0.7244) | -0.8353 (-0.7702) | 0.1288 (0.1650) | 0.1868 (0.2383) |
| SIZE | -0.6630*** (-3.1795) | -0.6560*** (-3.1168) | -0.9161*** (-2.8447) | -0.9099*** (-2.8018) | -0.6567*** (-3.1443) | -0.6518*** (-3.0877) |
| LEV | 0.6961 (0.6736) | 0.6293 (0.6169) | 0.5317 (0.3806) | 0.2308 (0.1686) | 0.7925 (0.7781) | 0.7501 (0.7465) |
| ROA | -5.4848** (-2.3872) | -5.7555** (-2.5183) | -6.6172** (-2.0168) | -7.2010** (-2.1967) | -5.4465** (-2.4126) | -5.7074** (-2.5421) |
| FSHR | 0.1164*** (2.7176) | 0.1151*** (2.6115) | 0.0422 (0.8945) | 0.0399 (0.8587) | 0.1123*** (2.6055) | 0.1105** (2.4912) |
| FSHR ² | -0.0008*** (-2.6406) | -0.0008** (-2.5140) | -0.0004 (-1.1557) | -0.0004 (-1.0791) | -0.0008** (-2.5387) | -0.0008** (-2.4064) |
| BAL | 0.7477*** (2.6083) | 0.7450** (2.5449) | 0.0812 (0.2635) | 0.0963 (0.3170) | 0.7330** (2.5437) | 0.7272** (2.4706) |
| SENTIMENT | 13.5075*** (3.1648) | 14.6851*** (3.4845) | 15.9494*** (3.0146) | 16.6817*** (3.2011) | 12.8738*** (3.0232) | 13.9864*** (3.3232) |
| BULL | -0.6056* (-1.9218) | -0.7309** (-2.2838) | -0.5286 (-1.3171) | -0.6436 (-1.5925) | -0.5840* (-1.8508) | -0.7044** (-2.1901) |
| 其他控制变量 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| 截距 | 5.9710 (1.2285) | 6.6721 (1.3345) | 15.6622** (2.2894) | 16.5217** (2.3379) | 5.7598 (1.1926) | 6.4816 (1.3053) |
| N | 1131 | 1131 | 628 | 628 | 1131 | 1131 |
| chi2 | 95.4493*** | 100.7536*** | 77.9594*** | 84.0066*** | 93.6055*** | 98.2455*** |
| r2_p | 0.0907 | 0.0984 | 0.1413 | 0.1484 | 0.0884 | 0.0956 |

注:括号内为z值;* ** *** 分别表示在10%、5%、1%的水平上显著。

资料来源:作者计算整理。

市,投资者情绪高涨时,公司过会的概率越高,这与公司 IPO 的择时理论相符合,只是此处的择时是发审委的择时。

表 5 的列(3)至列(6)是区分发审委员回报关联承销商和拟 IPO 公司是信息与经验的支持还是在发审会上直接关照,而对研究假说做进一步检验的结果。

表 5 的列(3)和列(4)是对关联的发审委员没有出席拟 IPO 公司的发审会的子样本进行回归的结果,列(4)的结果显示虽然关联的发审委员人数同过会概率之间的回归系数为 -0.0229 ,但 Z 值为 -0.1900 ,其值并不显著异于零,说明当关联的发审委员没有出席拟 IPO 公司的发审会时,关联发审委员人数的多少,并不能影响公司过会的概率。经验证据没有支持发行审核的相关信息和经验是关联发审委员回报方式的猜想。还需要指出的是,此时主要财务指标的回归系数的显著性均有所提高,特别是表征会计盈余质量的应计总额(TACC)、代理成本(AGENCY),说明对于没有关联的公司群体而言,财务特征对公司过会与否可能存在更重要的影响。其他主要控制变量的回归结果同表 5 中列(1)和列(2)的结果基本一致。

表 5 的列(5)和列(6)是对关联的发审委员是否直接在发审会环节对关联的拟 IPO 公司予以“直接关照”进行检验的结果。可以看到,同列(1)和列(2)的结论是一致的。列(5)和列(6)分别是区分了是否控制了发审委员届次的情况下的回归结果,两者的结果差别不明显。从列(6)的结果可以看到,公司关联委员人数(IECAUD)的回归系数为 -0.2343 ,Z 值为 -2.1004 ,在 5%的显著性水平上显著异于零,表明出席公司发审会的关联委员越多,公司 IPO 被否的概率越低,的确存在关联发审委员直接在发审会环节对拟 IPO 公司予以“关照”的情形。

综合表 5 的实证结果,可以发现关联发审委员回报承销商和拟 IPO 公司,更多地可能是通过关联的发审委员在发审会环节对拟 IPO 公司进行“关照”,而非通过提供发行审核的相关信息来实现的。这一个结果和发审委员只有在任时,事务所的 IPO 业务才有显著的提高,一旦发审委员离职或离任后,相关的业务就会迅速下降的现象是契合的。

六、稳健性检验

前文对发审委员承销商关联和拟 IPO 公司过会概率进行检验时,对关联发审委员的界定是直接从事拟 IPO 公司承销商的角度进行度量的。如前所述,有学者认为,尽管来自为某个拟 IPO 公司提供审计服务的会计师事务所的审计师发审委员不能参加该拟 IPO 公司的发审会,但他(她)还是可以为该拟 IPO 公司提供包括信息和经验支持等方面的帮助,这是无需承销商进行“中介”的。为控制此类关联发审委员对本文实证结果的影响,在此剔除了在当届发审委员会中存在来自为拟 IPO 公司提供审计服务的会计师事务所的审计师发审委员的拟 IPO 公司观测(即选择 CPAIN=1 的观测),然后运用模型(1)进行回归检验。具体检验结果参见表 6 的列(1)和(2),结果同表 5 的列(1)和列(2)一致,发审委员的承销商关联有助于拟 IPO 公司成功过会,发审委员回报承销商和拟 IPO 公司的方式是在发审会中直接给予支持过会的关照。

本文还检验了发审委员的承销商关联与公司上市后业绩发生“变脸”的概率之间的关系,发现二者是显著为正的相关关系,即当拟 IPO 公司和发审委审计师委员关联人数(AUDNUM)越多时,公司上市当年发生业绩“变脸”的概率越高。说明关联的发审委员越多,公司成功过会后的表现越差,确实存在过会公司质量不佳的情况。限于篇幅,不在此列出。

另外,除审计业务外,本文还考虑了通过拟 IPO 公司的法律业务而间接关联的律师发审委员对公司过会概率的影响,结果同审计事务关联的发审委员类似,但缺乏统计意义上的显著性。限于篇

表 6 基于当届发审委中无直接关联审计师发审委员的拟 IPO 公司的检验

| | (1) NOPASS | (2) NOPASS |
|----------------|-------------------------|-------------------------|
| <i>AUDNUM</i> | -0.1206** (-2.1446) | |
| <i>IECAUD</i> | | -0.2771** (-2.1927) |
| <i>TENURE</i> | -0.6643*** (-2.9266) | -0.6479*** (-2.8733) |
| <i>BIGUNDR</i> | 0.3030 (1.4158) | 0.2295 (1.1213) |
| <i>BIG10</i> | -0.0257 (-0.1190) | -0.0053 (-0.0244) |
| 其他控制变量 | 控制 | 控制 |
| 截距 | 8.0869 (1.3660) | 8.1408 (1.3872) |
| N | 881 | 881 |
| chi2 | 88.4974*** | 88.0392*** |
| r2_p | 0.1088 | 0.1100 |

注:括号内为 z 值;*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1%的水平上显著。

资料来源:作者根据 Stata 统计结果整理。

幅,不在此列出,说明审计业务是更被看重的寻租标的,这与已有主要文献的研究结果^[2-4,6]是契合的,也支持了证监会在 2014 年的发审委换届时降低审计师比重的行为。

七、研究结论及政策建议

1. 研究结论

本文研究了拟 IPO 公司是否借助同发审委员间的承销商关联关系来提升 IPO 申请获得成功的概率。运用 2003 年至 2012 年发审委审核的 IPO 申请数据,实证检验发现拟 IPO 公司的承销商和关联发审委员间存在灰色的利益交换。相比拟 IPO 公司和发审委员的直接关联,承销商作为二者之间的“桥”(Bridge),为 IPO 寻租活动提供了更可行的途径。具体而言,负责拟 IPO 公司承销事务的承销商作为拟 IPO 公司和发审委员之间的“中介”,借由承销的其他拟 IPO 公司的审计业务同发审委员之间构建了关联关系,进而这些关联的发审委员帮助拟 IPO 公司提高了过会的概率。进一步的检验发现,只有当这些关联的发审委员参加公司的发审会时才能发挥作用。这一研究结果表明,现行的发审委制度虽然限制了参会的发审委员和拟 IPO 公司之间的“直接关联”,但对拟 IPO 公司借由自身的承销商同发审委员的灰色关联并未限制。由此,IPO 发行审核过程中“寻租”仍有实现的途径。

2. 政策建议

本文研究成果的政策意义在于,虽然现行的《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》对发审委员的职责做有明确的要求,对审核人员需要回避的情形也进行了详细的规定,但券商和审核人员间的关联却不受这些规定约束,这为发审委员“攫租”提供了可能。因此有必要对此类关联进行约束,以提升中国 IPO 审核制度的有效性,具体而言:

(1)将发审委员专职化,不再以短期选聘的方式来临时招募发审委员。从前文的分析可以发现,审计师发审委员的寻租标的主要是拟 IPO 公司的审计等业务。如若将审计师发审委员专职化,发审委员将不再能以会计师事务所合伙人的身份分享事务所的审计业务收入,也就无从获得以之为标的的寻租收入。故而发审委员的专职化、职业化,将能阻断发审委员这种看似合规合理,但又能绕过独立性要求的规则而实现寻租的途径。

(2)扩大发审委员的队伍。IPO 核准制中发审委员包括主板的 25 名委员和创业板的 35 名委员,考虑到独立性要求中需要委员回避的情形,委员的个人事务档期和发审会参会人员的要求等,在某一具体公司的发审会上,符合参会条件的发审委员人选可能并不充裕,甚至可以预测可能参会的发审委员,这提高了承销商借由灰色关联进行各类寻租成功的概率。如果扩大发审委员的队伍,从而扩大发审会参会委员的挑选空间,既可以增加承销商建立灰色关联的难度,又降低了借由灰色关联成功寻租的可能性。

(3)完善和改进发审会的决策机制,提高审核过会的标准或增加发审会与会委员的人数。①提高审核过会的标准。在 IPO 核准制下,公司的 IPO 申请需要通过发审会 7 名与会人员中的 5 名及以上委员赞同,参考 Klevorick et al.^[19]和 Li^[20]对美国陪审团制度的研究,提高过会的标准能鼓励群体决策的参与人员整理和综合各类信息,也有助于克服群体决策中决策人员易搭便车的缺点。如果将过会的标准改为与会委员中 6 票通过甚至全票一致通过,将可以充分发挥参会人员的主观能动性,提高寻租的难度。②适当增加发审会参会人员的人数。在过会所要求的赞同比例不变的情况下增加参会的人员,如由原本的 7 人参会改为类似陪审团的 12 人参会,进而将过会标准由 5 名及以上改为 9 名及以上委员赞同,也可以增加灰色关联发挥作用的难度。以上两种完善和改进发审会决策机制的设计均可以从整体上压缩灰色关联寻租的空间。

(4)加强对承销商的约束,保留新股的配售权,不将之下放给承销商。不同于欧美等国的承销商拥有对新股的配售权,可以自主确定新股配售的对象和配售的份额,中国的承销商并未被赋予该项权力。但在 IPO 制度的改革中,赋予承销商的自主权越来越大,自 2010 年 10 月已开始允许承销商“自主推荐一定数量的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者”参加新股的询价和认购。参考本文的结论,考虑到承销商在 IPO 过程中所拥有的信息优势,居于 IPO 各参与主体所构成的社交网络的中介位置,为防止承销商利用其优势地位,同 IPO 活动的其他参与主体进行类似的 IPO 寻租活动,如针对 IPO 公司高管的钓鱼 (Spinning) 活动和针对有意认购新股的机构投资者的造梯 (Laddering) 活动等,有必要对承销商的配售权继续予以限制和约束。

[参考文献]

- [1]王兵,辛清泉. 寻租动机与审计市场需求:基于民营 IPO 公司的证据[J]. 审计研究, 2009,(3):74-80.
- [2]杜兴强,赖少娟,杜颖洁. “发审委”联系,潜规则与 IPO 市场的资源配置效率[J]. 金融研究, 2013,(3):143-156.
- [3]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[J]. 会计研究, 2014,(2):12-19.
- [4]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[J]. 投资研究, 2012,(12):10-32.
- [5]李敏才,刘峰. 社会资本,产权性质与上市资格——来自中小板 IPO 的实证证据[J]. 管理世界, 2012,(11):110-123.
- [6]Yang, Z. Do Political Connections Add Value to Audit Firms? Evidence from IPO Audits in China [J]. Contemporary Accounting Research, 2013,30(3):891-921.
- [7]Larcker, D. F., E. C. So, and C. C. Wang. Boardroom Centrality and Firm Performance [J]. Journal of

- Accounting and Economics, 2013,55(2):225-250.
- [8]Burt, R. S. Structural Holes versus Network Closure as Social Capital[R]. Social Capital: Theory and Research, 2001.
- [9]陈运森. 社会网络与企业效率: 基于结构洞位置的证据[J]. 会计研究, 2015,(1):1-7.
- [10]罗珉, 高强. 中国网络组织: 网络封闭和结构洞的悖论[J]. 中国工业经济, 2011,(11):90-99.
- [11]钱锡红, 徐万里, 杨永福. 企业网络位置, 间接联系与创新绩效[J]. 中国工业经济, 2010,(2):78-88.
- [12]Liu, X., and J. R. Ritter. The Economic Consequences of IPO Spinning [J]. Review of Financial Studies, 2010,23(5):2024-2059
- [13]Wang, Q., T. Wong, and L. Xia. Hiring Cheerleaders: Board Appointments of “Independent” Directors[J]. Management Science, 2012,58(6):1039-1058.
- [14]Wang, Q., T. Wong, and L. Xia. State Ownership, the Institutional Environment, and Auditor Choice: Evidence from China[J]. Journal of Accounting and Economics, 2008,46(1):112-134.
- [15]Pagan, A. R., and K. A. Sossounov. A Simple Framework for Analyzing Bull and Bear Markets [J]. Journal of Applied Econometrics, 2003,18(1):23-46.
- [16]权小锋, 洪涛, 吴世农. 选择性关注、鸵鸟效应与市场异象[J]. 金融研究, 2012,(3):109-123.
- [17]Lee, C., A. Shleifer, and R. H. Thaler. Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle[J]. The Journal of Finance, 1991,46(1):75-109.
- [18]Gul, F. A., J. Kim, and A. A. Qiu. Ownership Concentration, Foreign Shareholding, Audit Quality, and Stock Price Synchronicity: Evidence from China[J]. Journal of Financial Economics, 2010,95(3):425-442.
- [19]Klevorick, A. K., M. Rothschild, and C. Winship. Information Processing and Jury Decision making[J]. Journal of Public Economics, 1984,23(3):245-278.
- [20]Li, H. A Theory of Conservatism[J]. Journal of Political Economy, 2001,109(3):617-636.

Rent Seeking in Approval-based IPO System: Based on the Perspective of the Indirect Connections between IEC Members and Underwriters

HUANG Liang-hua¹, XIE De-ren²

- (1. School of Accounting, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070;
2. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084)

Abstract: The Issuance Examination Committee(IEC) Institution is a kind of special institutional arrangement regarding IPOs' permission in China. The IEC makes group decision about IPO application. However, the IEC's effectiveness is often under the spotlight. Based on the IPO data, we document that the underwriters connected with the IEC members by introducing the audit service to the pre-IPO companies. The indirect connection helps the pre-IPO companies pass the IEC meeting. Moreover, the connection only works when the indirectly connected IEC members appeared on the IEC meeting. The indirectly connected IEC members reciprocated the underwriters. The indirect connections between the underwriters and IEC members could supply a rent-seeking channel for the IPO stakeholders. Consequently, the institutional arrangement should also restrict the indirect connection among the IPO stakeholders.

Key Words: IEC member; underwriter; IPO rent-seeking; indirect connections

JEL Classification: G18 G23 M42

[责任编辑:马丽梅]