

保荐人项目经验、IPO审核与资源配置效率

李挺¹, 赵宇², 位豪强³, 蓝博靖⁴

(1. 上海对外经贸大学 会计学院, 上海 201620; 2. 上海财经大学 会计学院, 上海 200433;
3. 上海国家会计学院, 上海 201702; 4. 广发证券股份有限公司, 上海 200120)

摘要: 文章以2007—2015年申请A股上市的公司为样本,从项目经验这一独特视角,考察了公司IPO过程中保荐人扮演的角色。研究发现,保荐人的项目经验有助于提高拟上市公司的IPO审核通过率,且这种提升作用在保荐机构声誉不足、企业属于民营性质以及企业业务复杂时更加明显。进一步分析表明,保荐人的项目经验主要通过减少发行人与发审委之间的信息不对称和提高企业上市的合规性而产生作用。从经济后果看,如果保荐人的项目经验丰富,则企业上市后股票收益更高,经营业绩更好。这表明保荐人项目经验对公司IPO的积极影响提高了资本市场的资源配置效率。文章的研究有助于深化对我国现行股票发审制度的认识。

关键词: 保荐代表人; 项目经验; IPO审核; 资源配置效率

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2019)11-0070-13

DOI: 10.16538/j.cnki.jfe.2019.11.006

一、引言

从我国新股发行是否应采用注册制的争论,到IPO监管“去行政化”的探讨,首次公开发行(IPO)一直是资本市场热议的话题,也是学术界研究的热点。我国IPO发审制度主要经历了审批制和核准制两个阶段。从2004年起,我国A股市场采用核准制下的保荐制,呈现“双重保荐”的特点,即除了保荐机构外,还设置了保荐代表人(以下简称保荐人)。根据中国证监会2009年4月通过的《关于修改〈证券发行上市保荐业务管理办法〉的决定》和2012年3月颁布的《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》,保荐机构和保荐人在新股发行过程中主要负责上市前的保荐工作及上市后对发行人的持续督导。从两者的关系看,保荐人与保荐机构既相互依托,又相互独立,在IPO过程中扮演着重要角色(戴亦一等,2014)。

近年来,我国的IPO发审受到学者的广泛关注。例如,胡旭阳(2011)考察了拟发行人的财务与行业特征对IPO审核通过率的影响。Yang(2013)、李敏才和刘峰(2012)、陈运森等(2014)以及黄亮华和谢德仁(2016)研究发现,与发审委的社会关联有助于企业成功过会。Liu等(2013)以及蔡卫星等(2013)分析发现,企业的政治关联对IPO发审具有正向作用。曾庆生等(2016)指出,引入风险投资提高了IPO过会率,加快了IPO进程。Huang和Li(2016)的研究显示,IPO审核通过

收稿日期: 2018-03-12

基金项目: 教育部人文社会科学研究青年基金项目(19YJC790066); 上海市浦江人才计划资助项目(18PJC064); 上海财经大学研究生创新基金项目(CXJJ-2016-301)

作者简介: 李挺(1990—)(通讯作者),男,浙江永康人,上海对外经贸大学会计学院讲师,硕士生导师;
赵宇(1991—),男,安徽蚌埠人,上海财经大学会计学院博士研究生;
位豪强(1990—),男,山东烟台人,上海国家会计学院讲师,硕士生导师;
蓝博靖(1991—),男,浙江丽水人,广发证券股份有限公司投行业务岗。

率与企业上市前的盈余管理程度负相关。

作为“双重保荐”制度下的重要一环，保荐人代表保荐机构执行承销保荐工作，并以个人名义承担责任与风险。项目经验丰富的保荐人与监管机构有着密切互动，在发审过程中能够减少发行人与发审委之间的信息不对称，从而有助于企业通过 IPO 审核。同时，项目经验丰富的保荐人对证监会及发审委的审核标准更加熟悉，能够更好地解读监管机构监管思路的变化，这也会影响公司 IPO 发审。然而，鲜有文献考察保荐人项目经验与 IPO 发审的关系。保荐人的项目经验是否会影响 IPO 通过率？如果有影响，这种影响与哪些因素有关？背后的影响机制是什么？回答这些问题对于认识保荐人在公司 IPO 发审中的作用，以及评判我国现行股票发行制度具有重要的现实意义。

本文以 2007—2015 年申请上市的公司为样本，研究发现保荐人的项目经验有助于提高拟上市公司的 IPO 审核通过率，且这一作用在保荐机构声誉不足、企业属于民营性质以及企业业务复杂时更加明显。进一步分析表明，保荐人的项目经验主要通过减少发行人与发审委之间的信息不对称和提高企业上市的合规性而产生作用。从经济后果看，如果保荐人的项目经验丰富，则企业上市后股票收益更高，经营业绩更好。

本文的研究贡献体现在：第一，在我国“双重保荐”制度下，现有文献大多考察了保荐机构对 IPO 发审的影响，而忽视了保荐人的作用。本文探讨了保荐人在 IPO 发审中扮演的角色，拓展和丰富了现有文献。第二，现有文献探讨了影响 IPO 审核通过率的诸多因素，如拟上市公司的财务特征、政治关联、发审委社会资本等，本文则关注了保荐人项目经验这一因素，实证分析了其对 IPO 发审的影及背后的机制。第三，本文研究表明，保荐人项目经验能够提高企业的 IPO 过会率，且对企业上市后的绩效表现具有正向影响。这一发现有助于深化对我国现行股票发行制度的认识，以优化资本市场的资源配置。第四，本文丰富了 IPO 过程中的信息不对称理论。我国保荐制下的信息不对称更多地体现在发行人与发审委之间。发审委的审核决定仍不够公开透明，拥有较大的裁量权（戴亦一等，2014）。现有研究较少解答如何缓解这一问题。本文指出，保荐人的项目经验可以在一定程度上减少发行人与发审委之间的信息不对称，这为研究 IPO 问题提供了新的视角。

二、制度背景与文献回顾

（一）新股发行制度变迁

我国新股发行制度变迁主要经历了审批制和核准制两个阶段。审批制始于 1990 年，其特点是政府主管部门对发行规模、数量和节奏进行严格控制。2001 年起，我国股票发行制度采用核准制。2001 年 4 月，为了配合推行核准制，提高上市公司质量，减小股票市场的扩容压力，首先实行的是通道制，虽然改变了以往证券发行中严格的额度控制，但是监管机构依然通过“通道”来控制发行数量和节奏，仍带有计划调控色彩（杨荣国，2009）。为了更加有效地发挥核准制的作用，增强中介机构对发行人的把关责任，2004 年起我国开始施行保荐制。与国外的保荐制度不同，我国股票市场保荐制的一个鲜明特征是“双重保荐”，即在保荐机构下设置保荐人，以个人名义承担保荐工作及风险。保荐人负责证券发行的承销工作，依法对公司公开发行募集文件进行实质核查，向证监会出具保荐意见。保荐制试图通过连带责任机制，将发行人的质量与保荐人的利益直接挂钩。如果保荐人督导不力，在保荐责任期间出现严重的大股东、董事或经理层侵占公司利益等违法违规现象，保荐人将承担连带责任（杨荣国，2009）。

（二）文献回顾

1. IPO 发审研究。胡旭阳（2011）研究了拟发行人的财务与行业特征对 IPO 审核通过率的影

响,发现规模越大、负债水平越低以及行业排名越靠前的公司越有可能通过发行审核。Liu 等(2013)、章铁生等(2012)以及蔡卫星等(2013)都发现,有政治关系的企业通过 IPO 审核的可能性更高。章铁生等(2016)发现,市场低迷时 IPO 核准速度较慢。曾庆生等(2016)指出,引入风险投资提高了 IPO 过会率,加快了 IPO 进程。

以发审委社会资本为研究视角,李敏才和刘峰(2012)、陈运森等(2014)以及杜兴强等(2013)发现,拟上市企业聘请的中介机构拥有更多的社会资本和社会联系时,IPO 通过率更高。黄亮华和谢德仁(2016)则发现,拟上市公司的承销商通过其他 IPO 客户的审计业务,与发审委委员之间建立了间接关联关系,从而提高了 IPO 过会率。Huang 和 Li(2016)发现,IPO 审核通过率与公司上市前的盈余管理程度负相关,而这一关系仅在公司盈余管理程度较高时成立。

2. 保荐人研究。随着证监会保荐信用监管系统的正式上线及保荐业务数据的披露,一些学者开始分析保荐人及其行为,相关研究主要集中在保荐人变更和保荐人声誉两方面。付娟和任颀(2012)研究发现,持续督导期内保荐人更换与上市公司信息披露质量整体上呈负相关关系。罗党论和汪弘(2013)从有女性保荐人参与保荐、保荐人年龄、受教育程度以及从注册到项目受理的时间四个维度来衡量其声誉,发现保荐人的声誉越好,IPO 过会时间越短。戴亦一等(2014)研究了“双重保荐”制度与 IPO 过会之间的关系。他们指出,与保荐机构相比,保荐人在 IPO 申请与审核过程中起到更加关键的作用。拟上市企业可以通过高声誉保荐人,向外界传递出自身高质量的信号,从而更利于通过 IPO 审核。

随着信息披露的不断完善,不少学者开始研究我国保荐人的行为。而现有文献更多的是考察保荐机构的影响,而忽视了保荐人在 IPO 发审中的作用。本文拟探讨保荐人项目经验对公司 IPO 审核的影响及机制,以深入认识保荐人在 IPO 发审中扮演的角色,丰富现有研究文献。

三、理论分析与假说发展

在保荐制度下,监管机构实质上将部分的审核权力交给保荐人,并由其承担上市前的保荐工作及上市后的持续督导责任。现有研究表明,IPO 发审受诸多因素影响,如拟上市公司的财务特征(胡旭阳,2011)、企业政治关联(Liu 等,2013;章铁生等,2012;蔡卫星等,2013)以及发审委社会资本(Yang,2013;李敏才和刘峰,2012;陈运森等,2014;黄亮华和谢德仁,2016)等。那么,保荐人如何影响企业 IPO 过会?以往的项目经验是否会对 IPO 审核通过率产生影响?

根据现行的《中国证券监督管理委员会发行审核委员会办法》,发审委会议对发行人的股票发行申请形成审核意见之前,可以请发行人代表和保荐人到会陈述和接受发审委委员的询问。此外,根据该办法,发审委委员每届任期两年,可以连任。项目经验丰富的保荐人与监管机构互动密切,在发审委审核的过程中更易形成信号传递机制,减少发行人与发审委之间的信息不对称,从而有助于企业成功过会。同时,除了法律法规和部门规章外,证监会还采取临时性的窗口指导,如证监会网站上的“发行监管问答”、组织投行召开临时性会议等。因此,项目经验丰富的保荐人对证监会及发审委的审核标准更加熟悉,能够更好地解读监管机构的监管重点,从而提高其保荐项目的 IPO 审核通过率。

在现行的“双重保荐”制度下,当公司出现 IPO 舞弊或其他违规行为时,保荐机构与保荐人都会受到严厉的处罚。在 IPO 舞弊案中,保荐人受到的处罚更加严厉。^①保荐人声誉的建立是一

^① 在 2011 年胜景山河的 IPO 造假案中,证监会对保荐机构平安证券仅出具了警示函,而撤销了保荐人林晖和周凌云的保荐代表人资格;在 2013 年万福生科的 IPO 造假案中,证监会对保荐机构平安证券给予警告,没收上市业务收入并处 2 倍罚款,同时暂停保荐机构资格三个月;而对保荐人吴文浩和何涛给予警告,分别处以 30 万元罚款,撤销保荐代表人资格和证券从业资格。

个漫长的过程,项目经验丰富的保荐人更加重视维护自身声誉。为了避免业务风险和监管处罚,项目经验丰富的保荐人更有动机实施审慎的 *IPO* 核查及保荐,以满足企业上市的合规性。此外,为了获得长期利益,项目经验丰富的保荐人更倾向于遵守契约,减少机会主义行为。综上分析,如果保荐人的项目经验丰富,则企业更易通过 *IPO* 审核。由此,本文提出以下假说:

假说 1: 保荐人的项目经验有助于提高拟上市公司的 *IPO* 审核通过率。

在我国,保荐人与保荐机构既相互依托,又相互独立。不同声誉的保荐机构对 *IPO* 审核的影响不同(戴亦一等,2014)。如果保荐机构的声誉较高,则公司 *IPO* 抑价较低,长期回报较高(Chemmanur 和 Fulghieri, 1994; Carter 等, 1998)。因此,在信息不对称的情况下,拟上市公司更有动机通过聘请高声誉保荐机构,向市场传递高质量的信号(Carter 和 Manaster, 1990)。此外,保荐机构的声誉反映了其社会资源、公关能力和实务经验。由于业务范围较广,保荐机构与其他中介机构(如会计师事务所、律师事务所等)建立了稳固的合作关系,从而可以通过其他中介机构的发审委社会资本对 *IPO* 审核产生影响。而声誉较低的保荐机构缺乏上述的正向信号传递机制,所以希望通过聘请项目经验丰富的保荐人来提升整体业务水平与保荐能力。我们认为,如果保荐人所属保荐机构的声誉较高,则其项目经验对 *IPO* 审核通过率的正向影响较小。由此,本文提出以下假说:

假说 2: 与高声誉保荐机构相比,低声誉保荐机构中的保荐人项目经验对 *IPO* 审核通过率的提升作用更加明显。

我国资本市场伴随经济体制改革而建立发展,证券交易所设立的初衷是为国有企业融资解困。随着资本市场的发展,越来越多的非国有企业上市。与民营企业相比,国有企业与政府有着天然的“联系”(黄俊和李挺,2016),因而其上市更容易获得政府支持。虽然在核准制下政府主管部门退出了初审程序,但是企业发行上市仍需考虑地方政府的利益和意见(夏立军,2005; 陈运森等,2014)。我们预期,企业的国有性质会弱化保荐人项目经验对 *IPO* 审核的积极作用。由此,本文提出以下假说:

假说 3: 与国有企业相比,保荐人项目经验对民营企业 *IPO* 审核通过率的提升作用更加明显。

经营业务复杂的公司透明度相对较低,这会增加公司与发审委委员之间的信息不对称(黄俊和李挺,2016)。项目经验丰富的保荐人更加清楚证监会及发审委委员的审核要点,在招股说明书撰写、反馈意见答复等方面能够更加合理地梳理阐明企业的经营业务,从而有助于其成功过会。我们预期,保荐人项目经验对 *IPO* 审核通过率的提升作用在经营业务复杂的公司中更加显著。由此,本文提出以下假说:

假说 4: 当公司经营业务复杂时,保荐人项目经验对 *IPO* 审核通过率的提升作用更加明显。

四、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文以 2007—2015 年申请 A 股上市的公司作为初始样本。本文剔除了金融业和相关数据缺失的公司,最终得到 1 722 个样本。其中,1 480 家公司通过了 *IPO* 审核,242 家没有通过审核,整体通过率为 85.95%。本文数据来自中国证监会网站和中国证券业协会网站以及 WIND 和 CSMAR 数据库。为了避免研究结果受极端值影响,我们对所有连续变量进行了上下 1% 的 *Winsorize* 处理。

(二)模型设定与变量说明

为了考察保荐人项目经验对 *IPO* 审核通过率的影响,本文构建了如下 *Probit* 模型:

$$\begin{aligned}
 Prob(PASS) = & \alpha_0 + \alpha_1 Experience + \alpha_2 Female + \alpha_3 Underwriter + \alpha_4 SOE + \alpha_5 BIG4 \\
 & + \alpha_6 SIZE + \alpha_7 ROE + \alpha_8 LEV + \alpha_9 CFO + \alpha_{10} GORWTH \\
 & + \alpha_{11} MAIN + \alpha_{12} SMALL + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{1}$$

其中, *PASS* 表示拟上市公司是否通过 *IPO* 审核, 若通过取值为 1, 否则为 0。 *Experience* 表示保荐人项目经验, 等于拟上市公司的两位签字保荐人在申报本项目之前担任融资项目(包括首次公开发行、增发、配股、可转债、分离债等)保荐人的数量总和。我国《证券发行上市保荐制度暂行办法》规定, 股份有限公司首次公开发行股票及上市公司发行新股、可转换公司债券等, 需要保荐机构和保荐代表人保荐, 保荐机构应当指定两名^①保荐代表人具体负责一家发行人的保荐工作。

参考现有文献, 本文控制了可能影响公司 *IPO* 发审通过率的其他因素, 具体包括: (1) 保荐人性别(*Female*), 若拟上市公司的两位保荐人中有一位为女性, 则赋值为 1, 否则为 0; (2) 保荐机构声誉(*Underwriter*), 若保荐机构在中国证券业协会发布的年度“承销与保荐业务净收入”排名中位列前十, 则取值为 1, 否则为 0; (3) 所有权性质(*SOE*), 若拟上市公司为国有企业, 则赋值为 1, 否则为 0; (4) 审计师(*BIG4*), 若公司 *IPO* 聘请“四大所”审计, 则取值为 1, 否则为 0; (5) 公司规模(*SIZE*), 等于公司总资产的自然对数值; (6) 公司业绩(*ROE*), 等于公司净利润除以净资产; (7) 负债率(*LEV*), 等于公司总负债与总资产的比值; (8) 现金流(*CFO*), 等于公司经营活动产生的净现金流量与总资产的比值; (9) 公司成长性(*GORWTH*), 等于公司年销售收入的增长率; (10) 主板上市(*MAIN*), 若公司申请主板上市, 则取值为 1, 否则为 0; (11) 中小板上市(*SMALL*), 若公司申请中小板上市时, 则赋值为 1, 否则取 0。此外, 本文还控制了行业效应(*IND*)和年度效应(*YEAR*)。

五、实证结果分析

(一) 描述性统计

表 1 报告了本文主要变量的描述性统计结果。2007—2015 年, 在剔除了金融业和数据缺失的样本后, 共有 1 722 家企业申请上市, 其中 1 480 家通过 *IPO* 审核, 占样本总数的 85.95%。拟上市公司的两位保荐人在项目申报之前平均担任了 4.53 个融资项目的保荐人; 同时, 保荐人之间的项目经验差异明显, 项目经验最丰富的之前保荐了 15 个项目, 而有些则没有保荐经验。在本文样本中, 27.1% 的公司至少有一位保荐人是女性。45% 的拟上市公司聘请声誉较高的保荐机构作为承销商, 而聘请国际“四大所”的公司比例仅为 3.4%。11.7% 的拟上市公司为国有企业。样本公司的平均净资产收益率为 2.54%, 负债率均值为 45.7%, 年销售收入平均增长率为 2.75%。此外, 16% 的公司申请在主板上市, 45.2% 的公司则申请在中小板上市。

表 1 主要变量描述性统计

变量	观测值	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>PASS</i>	1 722	0.859	1.000	0.348	0.000	1.000
<i>Experience</i>	1 722	4.530	4.000	2.936	0.000	15.000
<i>Female</i>	1 722	0.271	0.000	0.445	0.000	1.000
<i>Underwriter</i>	1 722	0.450	0.000	0.498	0.000	1.000
<i>SOE</i>	1 722	0.117	0.000	0.322	0.000	1.000
<i>BIG4</i>	1 722	0.034	0.000	0.180	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	1 722	20.197	20.008	1.005	18.496	23.889
<i>ROE</i>	1 722	0.254	0.237	0.099	0.071	0.601
<i>LEV</i>	1 722	0.457	0.457	0.165	0.083	0.836
<i>CFO</i>	1 722	0.127	0.119	0.097	-0.099	0.409
<i>GROWTH</i>	1 722	0.275	0.220	0.292	-0.225	1.573
<i>MAIN</i>	1 722	0.160	0.000	0.366	0.000	1.000
<i>SMALL</i>	1 722	0.452	0.000	0.498	0.000	1.000

^① 实际中也存在超过两位保荐人的情况。

(二)基本回归分析

表 2 报告了模型(1)的回归结果。列(1)是单变量回归分析, *Experience* 的系数为 0.051, 在 1% 的水平上显著; 列(2)加入了控制变量, *Experience* 的系数仍显著为正。这表明, 拟上市公司的保荐人项目经验越丰富, *IPO* 审核通过率越高。就经济意义而言, 保荐人项目经验对 *IPO* 审核的作用也很显著。以多变量回归为例, 列(3)中 *Experience* 的 *Odds Ratio* 为 1.077, 说明保荐人每增加一个项目的经验, 保荐的企业 *IPO* 审核通过概率提高 7.7%。上述分析证实了保荐人项目经验有助于提高公司 *IPO* 过会率。受篇幅限制, 表中未列示控制变量结果, 其中 *Underwriter* 的系数为 0.180, 在 5% 的水平上显著, 表明保荐机构的声誉有助于提高拟上市公司 *IPO* 审核通过率; *SIZE* 和 *ROE* 的系数都显著为正, 说明规模越大、业绩越好的公司 *IPO* 过会率越高; 申请在主板上市的公司 *IPO* 审核通过率显著较低。

(三)分组回归分析

1. 保荐机构声誉。我们根据保荐机构声誉对样本进行了分组回归。根据中国证券业协会发布的年度排名, 若保荐机构的“承销与保荐业务净收入”位列前十, 则为高声誉保荐机构, 否则为低声誉保荐机构。分组回归结果见表 3 中列(1)和列(2), *Experience* 的系数在低声誉保荐机构样本组中显著为正, 说明对于聘请低声誉保荐机构的拟上市公司, 保荐人项目经验越丰富, *IPO* 审核通过率越高。而 *Experience* 在高声誉保荐机构样本组中并不显著。高声誉组与低声誉组的 *Experience* 系数存在显著差异。上述结果与假说 2 的预期相符, 即保荐人项目经验对 *IPO* 审核通过率的提升作用对于低声誉保荐机构保荐的企业更加有效。

表 3 保荐机构声誉、所有权性质和业务复杂度的分组回归结果

	保荐机构声誉		所有权性质		业务复杂度	
	高声誉	低声誉	国有企业	民营企业	业务简单	业务复杂
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Experience</i>	0.034 (0.027)	0.048** (0.022)	0.125 (0.081)	0.037** (0.017)	0.040 (0.029)	0.046** (0.021)
<i>Controls, IND 和 YEARR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	684	946	160	1 520	631	1 091
<i>Pseudo R²</i>	0.082	0.050	0.355	0.054	0.110	0.044
<i>Log likelihood</i>	-249.589	-391.262	-46.856	-586.238	-215.336	-436.439
<i>SUE Test</i>	$Chi^2=3.64, P$ 值=0.057		$Chi^2=3.98, P$ 值=0.046		$Chi^2=2.84, P$ 值=0.092	

2. 所有权性质。为了验证本文的研究假说 3, 即与国有企业相比, 保荐人项目经验更有利于帮助民营企业通过 *IPO* 审核, 我们将样本公司按照所有权性质分为国有和民营企业两组, 分组回归结果见表 3 中列(3)和列(4)。可以看到, *Experience* 的系数在民营企业组中为 0.037, 在 5% 的水平上显著; 而对于国有企业, 保荐人项目经验对 *IPO* 审核通过率的影响并不显著。两组样本的 *Experience* 系数存在显著差异。这说明保荐人项目经验对 *IPO* 审核通过率的影响在民营

企业中更加明显。

3. 业务复杂度。我们接下来考察公司业务复杂度如何影响保荐人项目经验与 IPO 审核通过率的关系。借鉴储一昀和谢香兵(2008)的研究,本文选用控股子公司数量(*SEGMENT*)、公司成立年限(*AGE*)和公司规模(*SIZE*)三个变量,采用主成分分析法构造了企业业务复杂度指标 *Complication*。这一指标数值越大,拟上市公司的经营业务越复杂。我们进一步将样本公司分为业务复杂和业务简单两组。若企业的 *Complication* 大于样本均值,则为业务复杂企业,否则为业务简单企业。分组回归结果见表 3 中列(5)和列(6)。可以看到, *Experience* 的系数仅在业务复杂组中显著为正,而在业务简单组不显著。两组样本的 *Experience* 系数存在显著差异。这验证了本文的研究假说 4,即保荐人项目经验对 IPO 审核的影响在经营业务复杂的公司中更加明显。

六、进一步分析

(一)保荐人项目经验与公司盈余管理

上述分析表明,保荐人项目经验有助于提高拟上市公司的 IPO 审核通过率,且这种作用在保荐机构声誉不足、企业属于民营性质以及经营业务复杂时更加明显。我们在理论分析时指出,项目经验丰富的保荐人通过减少发行人与发审委之间的信息不对称和提高上市合规性来帮助企业成功过会。然而,对本文结果的另一种解释是,项目经验丰富的保荐人通过上市前的财务包装而使其保荐的项目更易通过发审委审核。为了获得上市资格并以高价格发行股份,拟上市公司有强烈的动机进行财务包装,提高上市前的盈余水平(Aharony 等, 1993; Teoh 等, 1998; Dechow 和 Skinner, 2000)。另外, Huang 和 Li(2016)发现发审委并不能完全“看穿”企业 IPO 过程中的盈余管理行为,且 IPO 审核还会受到政治关联和关系网络的影响(Liu 等, 2013; Yang, 2013; 陈运森等, 2014)。为了排除这种解释,我们构建了如下模型来考察 IPO 过程中企业的盈余管理行为:

$$\begin{aligned}
 DTAC = & \beta_0 + \beta_1 Experience + \beta_2 Female + \beta_3 Underwriter + \beta_4 SOE + \beta_5 BIG4 \\
 & + \beta_6 SIZE + \beta_7 ROE + \beta_8 LEV + \beta_9 CFO + \beta_{10} GORWTH \\
 & + \beta_{11} MAIN + \beta_{12} SMALL + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{2}$$

其中, *DTAC* 表示拟上市公司的盈余管理水平。需要注意的是,直接使用该模型可能会产生内生性问题: 盈余管理水平低的“好公司”可能选择项目经验丰富的保荐人,项目经验丰富的保荐人也可能“择优”,挑选盈余管理水平低的公司。为此,我们采用工具变量(*IV*)和倾向得分匹配(*PSM*)两种方法来证明保荐人项目经验确实降低了企业的盈余管理水平。

我们选择保荐人的注册时间长度 *Time* 作为工具变量。我国《证券发行上市保荐制度暂行办法》规定,保荐代表人需经证监会注册登记后才可从事保荐工作。保荐人注册时间越长,获得保荐资格的时间越早,项目经验可能越丰富,从而满足工具变量的相关性要求。另外,保荐人的注册时间长度与公司盈余管理不存在明确的关系,注册早晚并不会对拟上市公司的盈余管理产生影响,从而也满足了工具变量的外生性要求。

工具变量 *Time* 的计算分为两步。首先,我们用保荐人所负责的每个项目受理日期减去其注册日期,得到中间变量 *Gap*, *Gap* 的数值越大,保荐人的执业时间越长,注册时间越早。考虑到注册时间长度不具有可加性,我们取两位保荐人中 *Gap* 较大者作为工具变量 *Time*,即 $Time = \max(Gap1, Gap2)$ 。另外,本文采用修正的 Jones 模型来估计拟上市公司的可操纵性应计利润,以其绝对值来衡量盈余管理水平(*DTAC*)。

表 4 列示了模型(2)的工具变量两阶段回归结果。本文区分了全样本、上调盈余样本和下调

盈余样本。在列(2)和列(4), *Experience* 的系数都显著为负, 说明保荐人项目经验确实降低了企业的盈余管理水平。而在下调盈余样本中, *Experience* 的系数虽然为负, 但是并不显著。这可能是因为, 为了达到发行股票的财务要求, 在 IPO 之前, 企业更可能采取向上的盈余管理进行财务包装, 保荐人审核拟上市企业的主要任务和目的是防止企业虚增利润。因此, 我们只观察到在上调盈余样本中, 保荐人项目经验显著减少了企业盈余管理。这一结果排除了上述的“财务包装”假说, 表明项目经验丰富的保荐人能够充分认识到发审委对发行人盈余管理行为的关注 (Chen 和 Yuan, 2004; Huang 和 Li, 2016), 审慎核查发行人收入的真实性, 减少拟上市公司的盈余管理, 以更好地满足企业上市的合规性, 从而帮助企业成功过会。

表 4 保荐人项目经验与公司盈余管理的回归结果 (工具变量法)

	全样本		上调盈余样本		下调盈余样本	
	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段	第一阶段	第二阶段
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Experience</i>		-0.009** (0.005)		-0.007* (0.004)		-0.002 (0.004)
<i>Time</i>	0.208*** (0.038)		0.228*** (0.052)		0.178*** (0.058)	
<i>Controls</i> 、 <i>IND</i> 和 <i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 597	1 597	843	843	754	754
<i>Adj. R</i> ²	0.281	0.765	0.296	0.554	0.259	0.587

我们还使用倾向得分匹配 (PSM) 方法来解决可能存在的内生性问题, 具体处理过程如下: 第一步, 根据公司是否聘请项目经验丰富的保荐人, 构造虚拟变量 *Dummy*。如果公司聘请的保荐人项目经验 *Experience* 高于样本 75% 分位数, 则 *Dummy* 取 1, 这类公司进入处理组, 否则取 0, 进入控制组。第二步, 基于 *Logit* 模型, 以 *Dummy* 作为被解释变量, 以模型(2)中除 *Experience* 以外的其他变量作为解释变量, 估计各公司聘请项目经验丰富保荐人的概率。第三步, 根据最近邻匹配方法, 对处理组公司进行 1:1 匹配。处理组与控制组样本在财务、治理、资质等特征上尽可能接近, 只是保荐人项目经验不同, 处理组的保荐人项目经验较丰富。

倾向得分匹配后的模型(2)回归结果见表 5。表 5 保荐人项目经验与公司盈余管理的回归结果 (倾向得分匹配法)

与平均处理效应的结果类似, *Experience* 的系数在全样本中为 -0.003, 在 5% 的水平上显著。在上调盈余样本中其系数为 -0.002, 在 1% 的水平上显著, 但在下调盈余样本中不显著。这一结果也与工具变量回归结果类似。综上分析, 保荐人项目经验的确能够降低企业的盈余管理水平。

(二) 保荐人项目经验与资源配置效率

我们接下来考察保荐人项目经验如何影响资本市场的资源配置效率。我们从企业上市后的股票收益和经营业绩两方面进行分析, 构建了如下模型:

$$\begin{aligned}
 BHAR/DROA = & \gamma_0 + \gamma_1 Experience + \gamma_2 Female + \gamma_3 Underwriter + \gamma_4 SOE + \gamma_5 BIG4 \\
 & + \gamma_6 SIZE + \gamma_7 ROE + \gamma_8 LEV + \gamma_9 CFO + \gamma_{10} GORWTH \\
 & + \gamma_{11} MAIN + \gamma_{12} SMALL + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned} \quad (3)$$

其中, *BHAR* 表示公司上市后经市场调整的购买持有超额收益率, 我们分别考察了 *IPO* 之后窗口期为 20 天、90 天、180 天和 360 天的情形。参考 Yang(2013) 的研究, *DROA* 等于 *IPO* 公司上市当年 *ROA* 减去上市前一年 *ROA*。表 6 中 *Panel A* 列(1)至列(4)报告了 *IPO* 公司上市后股票收益的检验结果。可以看到, *Experience* 的系数在 1% 的水平上显著为正, 表明保荐人项目经验越丰富, 保荐的公司上市后股票超额收益率越高。列(5)列示了经营业绩的回归结果。我们发现, *Experience* 的系数在 5% 的水平上显著为正, 说明保荐人项目经验越丰富, 企业上市后的经营业绩越好。

表 6 保荐人项目经验与公司上市后续效表现的回归结果

Panel A: 保荐人项目经验与公司上市后续效表现					
	股票收益				经营业绩
	<i>BHAR</i> (1, 20)	<i>BHAR</i> (1, 90)	<i>BHAR</i> (1, 180)	<i>BHAR</i> (1, 360)	<i>DROA</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Experience</i>	0.059*** (0.013)	0.048*** (0.015)	0.071*** (0.017)	0.067*** (0.016)	0.001** (0.000)
<i>Controls</i> 、 <i>IND</i> 和 <i>YEAR</i>	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	1 322	1 322	1 322	1 322	1 383
<i>Adj. R</i> ²	0.182	0.133	0.118	0.135	0.744

Panel B: 考虑上市首日涨幅限制				
	<i>BHAR</i> (21, 90)	<i>BHAR</i> (21, 180)	<i>BHAR</i> (21, 360)	
	(1)	(2)	(3)	
<i>Experience</i>	0.006* (0.004)	0.017*** (0.006)	0.015** (0.006)	
<i>Controls</i> 、 <i>IND</i> 和 <i>YEAR</i>	控制	控制	控制	
<i>N</i>	1 322	1 322	1 322	
<i>Adj. R</i> ²	0.023	0.021	0.032	

从 2014 年 1 月开始, 新上市股票首日最高涨幅被限制为 44%, 使得新股上市后长时间连续涨停, 因而表 6 中 *Panel A* 的结果可能是涨幅限制所造成的, 即 *IPO* 抑价被转移到股票的后续收益率中。为了考察是否存在这一问题, 我们进一步检验了保荐人项目经验对窗口期(21, 90)、(21, 180)和(21, 360)内超额收益率的影响。如 *Panel B* 所示, 保荐人项目经验对 20 天之后的超额收益率依然存在显著的正向影响, 说明上述结果并不是新股涨幅限制所造成的。这进一步支持了本文的研究结论, 即项目经验丰富的保荐人通过减少发行人与发审委之间的信息不对称和提高企业上市的合规性, 向市场传递了积极信号, 引导资金流向, 提高了市场资源配置效率。

(三) 稳健性检验

第一, 保荐人是否在挑选好公司。上文研究证实, 保荐人项目经验越丰富, *IPO* 审核通过率越高。然而, 本文面临的一个内生性问题是, 项目经验丰富的保荐人可能选择了资质更好、合规性更高或规模更大的企业, 从而 *IPO* 审核通过率更高。也就是说, 影响 *IPO* 审核通过率的实质上是拟上市公司本身的特性, 而不是保荐人的项目经验。为了解决这个问题, 我们从企业的资质、合规性和规模三个方面来考察项目经验丰富的保荐人是否挑选公司。我们构建了如下 *Probit* 模型进行检验:

$$\begin{aligned}
 Prob(Y) = & \delta_0 + \delta_1 Experience + \delta_2 Female + \delta_3 Underwriter + \delta_4 SOE + \delta_5 BIG4 + \delta_6 SIZE \\
 & + \delta_7 LEV + \delta_8 CFO + \delta_9 GORWTH + \sum IND + \sum YEAR + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{4}$$

其中, Y 表示拟上市公司三个方面的特性: 公司资质、公司治理和公司规模。我们以业绩虚拟变量 $AVGROE$ 和经行业调整后的业绩虚拟变量 $AVGROE_IND$ 来衡量公司资质, 使用股权制衡虚拟变量 $GQZH$ 和机构投资者持股虚拟变量 $AVGINST$ 来衡量公司合规性, 使用虚拟变量 AVG_SIZE 来衡量公司规模。若拟上市公司 IPO 前三年平均 ROE 大于样本均值, 则 $AVGROE$ 取值为 1, 表示资质较好, 否则 $AVGROE$ 为 0。 $AVGROE_IND$ 、 $AVGINST$ 和 AVG_SIZE 的计算方法与之类似。我们借鉴赵景文和于增彪(2005)以及李琳等(2009)的做法, 将股权制衡定义为: 当 $0.1 < Shr1 < 0.5$, $Shr2 > 0.1$ 且 $Shr1 < Shr2 + Shr3 + Shr4 + Shr5$ 时, $GQZH$ 取值为 1, 说明股东之间能够相互制衡, 相互监督, 公司合规性较好, 否则 $GQZH$ 取值为 0。其中, $Shr1$ 和 $Shr2$ 分别表示拟上市公司上市前一年的第一大股东和第二大股东持股比例, 以此类推。回归结果显示, $Experience$ 的系数不显著, 说明项目经验丰富的保荐人没有挑选拟上市公司, 这排除了可能存在的内生性问题。

第二, 遗漏变量问题。为了进一步排除可能由遗漏变量引起的内生性问题, 在保荐人项目经验与 IPO 审核通过率回归中, 我们以 $Time$ 作为工具变量重新进行了分析。结果显示, $Experience$ 的系数为 0.112, 在 5% 的水平上显著。这说明在控制了可能存在的遗漏变量问题之后, 保荐人项目经验仍显著提高了 IPO 审核通过率, 从而进一步证实了本文的研究结论。

第三, 更换代理变量。在上文中, 我们使用拟上市公司的两位签字保荐人在申报本项目前担任融资项目保荐人的数量之和, 作为保荐人项目经验的代理变量。在这里, 我们分别用保荐经验较丰富(即过往担任股权融资项目保荐人数量较多)的保荐人在申报本项目前担任融资项目保荐人的数量($Experience2$)、两位签字保荐人在申报本项目前担任 IPO 项目保荐人的数量之和($Experience3$)以及两位保荐人在申报本项目前做过的同行业项目数量之和($Experience4$)来代替上述项目经验代理变量, 重新进行了回归分析。结果显示, 更换代理变量后, 保荐人项目经验变量的系数都显著为正, 同样支持了本文的研究假说。

第四, 其他敏感性测试。(1)对于保荐人项目经验与公司盈余管理的检验, 为了控制业绩变化对公司盈余管理的影响, 本文借鉴 Kothari 等(2005)的业绩匹配 $Jones$ 模型, 在估计模型中加入当期的总资产回报率 ROA 来控制应计利润与业绩之间的非线性关系。基于业绩匹配 $Jones$ 模型计算得到的盈余管理变量, 我们对模型(2)重新进行了回归分析, 结果没有发生实质性改变。(2)在计算公司长期股票收益时, 我们用购买持有收益率 BHR 代替经市场调整的购买持有收益率 $BHAR$, 对上市后公司市场绩效重新进行了检验, 得到了与上文一致的结果。

七、结论与建议

在我国现行的保荐制度下, 保荐人在公司股票发行上市过程中扮演着关键角色。而对于保荐人如何影响 IPO 发审, 我们却知之甚少。为此, 本文以 2007—2015 年申请上市的公司为样本, 考察了保荐人项目经验对 IPO 审核的影响。研究发现, 保荐人的项目经验有助于提高拟上市公司 IPO 审核通过率, 且这种提升作用在保荐机构声誉不足、企业属于民营性质以及企业业务复杂时更加明显。进一步分析表明, 保荐人的项目经验主要通过减少发行人与发审委之间的信息不对称和提高企业上市的合规性而产生作用。从经济后果看, 如果保荐人的项目经验丰富, 则企业上市后股票收益更高, 经营业绩更好。这表明保荐人项目经验对公司 IPO 的积极影响提高了资本市场的资源配置效率。

自 2004 年我国股票发行实施保荐制以来, 证监会将部分审核权力下放给保荐人。本文研究表明, 项目经验丰富的保荐人通过减少信息不对称和提高上市合规性, 帮助企业成功过会, 而非通过“财务包装”行为。这在一定程度上说明我国保荐人群体逐渐规范化, 发挥了应有的鉴证职能, 从而提高了资本市场的资源配置效率。另外, 本文的结论对于拟申请上市的企业也具有重要

的借鉴意义。企业在选择保荐中介时,除了保荐机构的声誉外,还应关注保荐人的保荐项目经验,这对于企业成功上市具有重要的作用。

参考文献:

- [1]蔡卫星,胡志颖,何枫. 政治关系、风险投资与 IPO 机会——基于创业板申请上市公司的经验分析[J]. 财经研究, 2013, (5): 51-61.
- [2]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.
- [3]储一昀,谢香兵. 业务复杂度、股权特征与董事会结构[J]. 财经研究, 2008, (3): 132-143.
- [4]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.
- [5]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.
- [6]付娟,任颀. 持续督导期内保荐代表人更换与上市公司信息披露[J]. 首都经济贸易大学学报, 2012, (4): 63-70.
- [7]胡旭阳. 什么样的拟发行人受发审委“青睐”——我国股票发行审核委员会审核行为的实证分析[J]. 财贸经济, 2011, (6): 60-67.
- [8]黄俊,李挺. 盈余管理、IPO 审核与资源配置效率[J]. 会计研究, 2016, (7): 10-18.
- [9]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.
- [10]李琳,刘凤委,卢文彬. 基于公司业绩波动性的股权制衡治理效应研究[J]. 管理世界, 2009, (5): 145-151.
- [11]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.
- [12]罗党论,汪弘. 公司性质、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.
- [13]夏立军. 政府干预与市场失灵——上市公司之会计师事务所选择研究[D]. 上海: 上海财经大学博士学位论文, 2005.
- [14]杨荣国. 我国证券发行监管制度变迁的有效性及其制度选择研究[D]. 上海: 上海交通大学博士学位论文, 2009.
- [15]曾庆生,陈信元,洪亮. 风险投资入股、首次过会概率与 IPO 耗时——来自我国中小板和创业板的经验证据[J]. 管理科学学报, 2016, (9): 18-33.
- [16]章铁生,林钟高,徐德信,等. 证券监管的选择性执行: 以 IPO 核准为例[J]. 会计与经济研究, 2016, (3): 80-98.
- [17]章铁生,徐德信,祝传玲. 政治关系与民营企业 IPO 机会[J]. 审计与经济研究, 2012, (3): 76-85.
- [18]赵景文,于增彪. 股权制衡与公司经营业绩[J]. 会计研究, 2005, (12): 59-64.
- [19]Aharony J, Lin C J, Loeb M P. Initial public offerings, accounting choices, and earnings management[J]. *Contemporary Accounting Research*, 1993, 10(1): 61-81.
- [20]Carter R, Manaster S. Initial public offerings and underwriter reputation[J]. *The Journal of Finance*, 1990, 45(4): 1045-1067.
- [21]Carter R B, Dark F H, Singh A K. Underwriter reputation, initial returns, and the long-run performance of IPO stocks[J]. *The Journal of Finance*, 1998, 53(1): 285-311.
- [22]Chemmanur T J, Fulghieri P. Investment bank reputation, information production, and financial intermediation[J]. *The Journal of Finance*, 1994, 49(1): 57-79.
- [23]Chen K C W, Yuan H Q. Earnings management and capital resource allocation: Evidence from China's accounting-based regulation of rights issues[J]. *The Accounting Review*, 2004, 79(3): 645-665.
- [24]Dechow P M, Skinner D J. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators[J]. *Accounting Horizons*, 2000, 14(2): 235-250.

- [25]Huang J, Li T. Earnings management, IPO screening and resource allocation efficiency[J]. *China Journal of Accounting Studies*, 2016, 4(1): 15–33.
- [26]Kothari S P, Leone A J, Wasley C E. Performance matched discretionary accrual measures[J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2005, 39(1): 163–197.
- [27]Liu Q G, Tang J H, Tian G G. Does political capital create value in the IPO market? Evidence from China[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 23(4): 395–413.
- [28]Teoh S H, Wong T J, Rao G R. Are accruals during initial public offerings opportunistic?[J]. *Review of Accounting Studies*, 1998, 3(1–2): 175–208.
- [29]Yang Z F. Do political connections add value to audit firms? Evidence from IPO audits in China[J]. *Contemporary Accounting Research*, 2013, 30(3): 891–921.

Sponsor Representatives' Project Experience, IPO Passing Rate and the Efficiency of Resource Allocation

Li Ting¹, Zhao Yu², Wei Haoqiang³, Lan Bojing⁴

(1. *Accounting School, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China;*

2. *School of Accountancy, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China;*

3. *Shanghai National Accounting Institute, Shanghai 201702, China;*

4. *GF Securities Co., Ltd., Shanghai 200120, China)*

Summary: Since 2004, China's A-share stock market has begun to implement the sponsorship system, which is characterized by "double sponsorship". In addition to the sponsor institution, it also sets up the position of sponsor representatives, who perform the underwriting sponsorship on behalf of the sponsor institution, taking the responsibility and risks individually. In the reviewing process of the Issuance Appraisal Committee, sponsor representatives frequently attend the meeting of the Issuance Appraisal Committee and interact closely with the regulatory authorities, which play an important role in the company's IPO passing rate. However, looking at the existing literature, few studies have examined the relationship between sponsor representatives' project experience and the IPO passing rate. Does sponsor representatives' project experience affect the IPO passing rate? What is the impact mechanism behind it?

Taking companies applying for listing in 2007—2015 as samples, this paper examines the impact of sponsor representatives' project experience on the IPO passing rate. Our research finds that sponsor representatives' project experience helps to improve the IPO passing rate of applying companies, and this promotion is more obvious in companies sponsored by less-reputed securities companies, private companies and companies with complex business. Further analyses show that the impact of sponsor representatives' project experience on the IPO passing rate is mainly caused by reducing the information asymmetry between issuers and the Issuance Appraisal Committee and improving the compliance of applying companies. Finally, from the perspective of economic consequences, the company sponsored by the project's experienced representatives has higher stock returns and better operating performance, which indicates that sponsor representatives' project experience has improved the IPO approval rate of listed companies and the efficiency of resource allocation in the capital market.

The contributions of this paper are as follows: First, this paper analyzes the IPO reviewing of companies from the perspective of sponsor representatives' project experience, broadens the understanding of representatives' role in the IPO reviewing, which is complementary to the existing literature. Second, although there have been many studies examining the factors affecting the passing rate of applying companies, there has not been any in-depth analysis of the role of representatives. We pay attention to the impact of sponsor representatives' project experience on the IPO reviewing, and further explore the mechanism behind its impact from an empirical perspective for the first time. Third, the research in this paper shows that sponsor representatives' project experience can improve the company's passing rate and have a positive impact on the company's performance after listing. This finding helps to deepen the understanding of China's current stock review system, and provide policy recommendations for the optimal allocation of China's capital market resources. Fourth, this paper theoretically enriches the information asymmetry theory in the IPO process under the Chinese institutional background. The information asymmetry in the context of China's sponsorship system is mainly reflected in the information difference between issuers and the Issuance Appraisal Committee. The research theoretically points out that sponsor representatives' project experience can cope with the special information asymmetry in the Chinese institutional environment and provide a new perspective for the study of IPO issues.

Key words: sponsor representatives; project experience; IPO passing rate; the efficiency of resource allocation

(责任编辑 康健)

~~~~~  
(上接第 69 页)

which makes up for the deficiency of existing studies. (2) It not only focuses on the impact of environmental responsibility on loan interest rates, but also examines the possible impact of other social responsibility, further enriching the research on the relationship between corporate social responsibilities and financing costs. (3) It demonstrates that in the context of building an ecological civilized society and strengthening environmental protection regulation, the environmental risk is also an important factor affecting the loan interest rates of China's commercial banks, enriching the literature related to loan pricing decision of China's commercial banks.

Based on the loan data of listed companies, this paper empirically studies the impact of the environmental responsibility score on the loan interest rates of commercial banks. It has some implications for policy-makers and analysts. Firstly, listed companies should further perfect their disclosure of environmental responsibility and improve the quality of information, so as to reduce the information asymmetry between listed companies and commercial banks, and then cut down the cost of loans. Secondly, listed companies should pay attention to their environmental responsibility, increase investment in environmental responsibility, improve the level of environmental responsibility management, and scientifically understand the relationship between environmental responsibility and financing costs.

**Key words:** commercial banks; loan pricing; environmental responsibility score

(责任编辑 康健)