

Shouci Gongkai Faxing Shichang
Zhunru Guanzhi Jingji Xiaoying
de Liangmianxing



首次公开发行市场准入管制 经济效应的两面性

基于股票发行审核委员会审核行为的实证分析

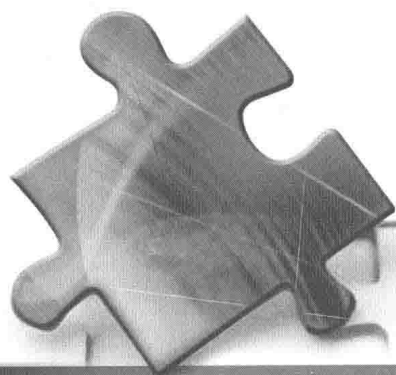
胡旭阳 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

Shouci Gongkai Faxing Shichang
Zhunru Guanzhi Jingji Xiaoying
de Liangmianxing



首次公开发行股票行市场准入管制 经济效应的两面性

基于股票发行审核委员会审核行为的实证分析

胡旭阳 著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

首次公开发行市场准入管制经济效应的两面性：基于股票发行审核委员会审核行为的实证分析 / 胡旭阳著.
—杭州：浙江大学出版社，2015.12

ISBN 978-7-308-15519-9

I. ①首… II. ①胡… III. ①股票发行—市场准入—影响—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 002003 号

首次公开发行市场准入管制经济效应的两面性：
基于股票发行审核委员会审核行为的实证分析
胡旭阳 著

责任编辑 葛娟

责任校对 王元新

封面设计 春天书装

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州中大图文设计有限公司

印 刷 杭州日报报业集团盛元印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 15.75

字 数 283 千

版 次 2015 年 12 月第 1 版 2015 年 12 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-15519-9

定 价 46.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行中心联系方式: 0571-88925591; <http://zjdxcbbs.tmall.com>

前 言

首次公开发行市场的股票发行人与投资者之间存在严重的信息不对称,为了防范上述信息不对称引发的市场失灵并提高市场效率,各国(地区)证券市场监管部门均重视对首次公开发行市场的监管。中国证券市场监管部门也不例外,并一直在探索完善首次公开发行市场监管制度。

新股发行审批制作为中国首次公开发行市场的初始监管政策,脱胎于计划经济并因种种弊端于2001年3月被核准制所取代。中国新股发行审批制和核准制都对IPO市场准入进行管制,但准入管制方式存在差异。在审批制下,政府监管部门通过额度对IPO市场准入进行管制,发行人只有取得计划额度方能发行股票;在核准制下,股票发行审核委员会的发行审核取代计划额度成为政府监管部门实施IPO市场准入管制的新手段。

本书以股票发行审核委员会为研究对象来考察核准制下IPO市场准入管制对中国资本市场发展的影响。通过对影响股票发行审核委员会审核行为的研究,本书发现,核准制下IPO市场准入管制对中国资本市场发展的影响具有两面性,其中IPO市场准入管制对资本市场发展影响的正面效应体现在对中小投资者利益保护和资本市场中介机构声誉的培育,而IPO市场准入管制的负面效应体现在市场准入歧视和IPO审计市场的不公平竞争。

IPO市场准入管制对中国资本市场发展的正面效应。本书主要从法与金融学(law and finance)和资本市场的信息不对称角度

分析 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展的积极影响。

第一, IPO 市场准入管制与中小投资者保护。法与金融学强调投资者法律保护对资本市场发展的重要性,而在法律制度对中小投资者保护不充分的情况下,替代机制能发挥重要作用,其中积极的政府监管就是重要的法律替代机制之一。而本书的研究发现,在 IPO 市场准入管制中,股票发行审核委员会重视拟发行人的公司治理结构,那些公司治理结构完善的拟发行人通过股票发行审核获得上市资格的可能性更大。而完善的公司治理结构有助于抑制内部人对外部股东的利益侵害,进而促进资本市场的发展。

第二, IPO 市场准入管制与资本市场中介机构声誉的培育。信息不对称是影响 IPO 市场效率的重要因素,而资本市场中介机构的声誉被认为是降低信息不对称不利影响和提升市场效率的重要机制。在审批制下,计划额度、计划价格的监管模式造成对资本市场中介机构声誉的内在需求缺乏,不利于资本市场中介机构声誉的培育。而本书的研究发现,在核准制下,拟发行人聘请的中介机构(会计师事务所和主承销商)的声誉越高,拟发行人通过发行审核获得上市资格的可能性越大。这表明,在 IPO 市场准入管制中,股票发行审核委员会重视中介机构的声誉,这对中国资本市场中介机构声誉的培育起到积极作用,进而间接促进资本市场的发展。

IPO 市场准入管制对中国资本市场发展的负面效应。本书主要从所有制歧视和 IPO 审计市场竞争的不公平性角度分析 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展的负面效应。

第一, IPO 市场准入管制与市场准入歧视。本书把拟发行人的条件划分为易于比较的定量因素和不易比较的定性因素,然后通过非线性 Blinder-Oaxaca 分解方法分析拟发行人的定量因素和定性因素对股票发行审核委员会审核行为的影响。结果发现,股票发行审核委员会在难以比较的定性因素上对民营拟发行人提出了比国有拟发行人更高的要求,这表明, IPO 市场准入管制存在一定程度的所有制歧视;此外,仅仅因为规模的原因,中央企业比非央企更可

能通过股票发行审核获得上市资格。由此可见,在核准制下,IPO市场准入管制带来了市场准入歧视的负面效应,这不利于中国资本市场健康发展。

第二,IPO市场准入管制与IPO审计市场竞争的不公平性。中国证监会完善核准制的一项重要举措就是提高股票发行审核委员会专家委员的比例,这使来自会计师事务所、律师事务所的专家委员比例大幅度上升。而本书的研究表明,上述改革举措虽然提升了股票发行审核委员会审核行为的专业性,但也带来一定的代价。这种代价来源于对IPO审计市场竞争的公平性带来的负面效应:会计师事务所的IPO审计市场占有率与员工担任发审委委员之间存在显著的正相关关系,这造成不同会计师事务所之间的不公平竞争。

本书的研究结论显示,一方面,核准制下IPO市场准入管制带来的市场准入歧视和IPO审计市场竞争的不公平性表明了新股发行监管制度进一步改革的必要性;另一方面,重视IPO市场准入管制对中小投资者利益保护可以为新股发行监管制度改革指明方向,而IPO市场准入管制对中介机构声誉的培育起到的积极作用,将为新股发行制度市场化改革打下良好的基础。

作者

2015年12月

目 录

第一部分 导 论

绪 论	3
第一章 首次公开发行 IPO 市场监管概述	9
第一节 首次公开发行(IPO)市场概述	9
第二节 首次公开发行市场政府监管的经济学分析	13
第三节 首次公开发行市场监管模式比较	18
第四节 我国首次公开发行市场监管制度变迁	22
第二章 股票发行审核委员会审核与 IPO 市场准入管制	27
第一节 股票发行审核委员会委员组成结构分析	27
第二节 股票发行审核委员会的发行审核运作	37
第三节 核准制下我国 IPO 市场准入管制特征分析	43
第四节 核准制下 IPO 市场准入管制需要进一步研究的问题	50

第二部分 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展的正面效应

第三章 IPO 市场准入管制与投资者利益保护	61
第一节 投资者法律保护与资本市场发展	61
第二节 政府监管与投资者法律保护的替代机制	69
第三节 IPO 市场准入管制、公司治理质量与投资者保护	76
第四节 结论性评述	99
第四章 IPO 市场准入管制与中国资本市场中介机构声誉机制的培育	101
第一节 中介机构声誉对资本市场发展的影响	101

第二节	IPO 市场准入管制对中介机构声誉培育影响的理论分析	103
第三节	IPO 市场准入管制对中介机构声誉培育影响的实证分析	107
第四节	结论性评述	116
第三部分 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展的负面效应		
第五章	IPO 市场准入管制与市场准入歧视	121
第一节	中国转轨过程中的所有制歧视现象	121
第二节	市场准入管制中隐性所有制歧视形成机理分析	125
第三节	IPO 市场准入管制的隐性所有制歧视实证检验研究设计	130
第四节	IPO 准入管制与隐性所有制歧视的实证检验	140
第六章	IPO 市场准入管制与 IPO 审计市场竞争的不公平性	156
第一节	会计师事务所介入 IPO 市场准入管制的一些事实	156
第二节	会计师事务所介入对拟发行人过会影响的实证分析	166
第三节	会计师事务所介入对 IPO 审计市场份额的影响	176
第四部分 结论与政策建议		
第七章	结论与政策建议	197
第一节	IPO 市场准入管制对资本市场发展影响的两面性	197
第二节	进一步完善股票发行监管核准制的政策建议	201
第三节	关于新股发行监管制度实施注册制的必要性和建议	203
参考文献		207
附录 1	历届主板市场股票发行审核委员会委员名单	216
附录 2	历届创业板市场发行审核委员会委员名单	223
附录 3	主板市场发审委中来自会计师事务所的委员名单	227
附录 4	主板市场历届 IPO 市场占有率情况	229
索引		243

第一部分<<<

导 论

绪 论

一、本书研究的现实背景

作为资本市场的重要组成部分,首次公开发行市场监管一直倍受中国政府监管部门的重视。在2001年新股发行监管实施从审批制到核准制的重大变革后,中国证监会一直在探索完善核准制和相关配套制度以提高新股发行监管效率。

然而,核准制改革并未改变我国新股发行监管面临“二级市场上涨,监管部门加快股票发行速度;新股发行速度加快,二级市场下跌;二级市场下跌,监管部门被迫暂停新股发行,等待二级市场上涨”的恶性循环格局。在这种情况下,新股发行监管制度亟须改革成为业界和学界的共识,但在如何改革上存在巨大分歧。

激进者认为,在核准制下,虽然政府监管部门对IPO市场的干预大大下降,但政府仍是股票发行市场的主导者,IPO市场准入受政府管制,这必然会引发寻租等问题;而且没有证据表明发审委委员比投资者更聪明、更具有判断力。因而核准制应该被废除,新股发行制度须实施完全市场化的注册制。然而核准制的支持者则认为,在配套的集体诉讼、民事赔偿和司法独立等法律制度没有完善之前,IPO市场准入的完全市场化不可避免会使首次公开发行市场陷入“柠檬市场”的困境,因而核准制下IPO市场准入的适度规制仍旧是与当前我国资本市场发展制度环境相适应的股票发行监管制度。

显然,股票发行核准制的反对者和支持者的建议在一定程度上都是合理的,任何屈从于短期舆论和市场压力的仓促改革措施都可能会引发新的问题,而积极和具有建设性的改革措施需要建立在对现行股票发行监管制度经济效果综合评价的基础之上:一方面,它需要对现行新股发行监管体制的存在问题和弊端及其成因进行深入的分析,为新股发行监管制度的进一

步改革提供依据;另一方面,新监管制度的制定和执行并非凭空产生的,它需要延续和借鉴目前新股发行监管制度中的积极因素。

而在股票发行核准制下,股票发行审核委员会的审核是 IPO 市场准入管制的核心环节,掌握着企业能否发行股票的“生杀大权”,因而只有对股票发行审核委员会的审核行为进行深入的分析才能够全面、综合地评价新股发行监管制度的经济效果方面。

基于以上的现实背景,本书拟以股票发行审核委员会的审核行为作为研究对象,通过分析我国首次公开发行市场准入管制对中国资本市场发展影响的两面性,探寻核准制下 IPO 市场准入管制的综合经济影响,从而为新股发行监管制度市场化改革提供参考。

二、本书的研究思路

相对于注册制的 IPO 市场自由准入,核准制下,政府监管部门实施 IPO 市场准入管制的愿望是良好的,通过审查实质条件为投资者甄选高质量的上市公司,进而保护投资者利益和促进资本市场的发展。然而哈耶克曾经说过,通向地狱之路往往是由美好的愿望铺成的。政府监管部门想要通过 IPO 市场准入管制促进资本市场发展的良好愿望并不一定能够实现,因为政府对 IPO 市场准入管制可能会引发寻租、市场竞争的不公平性等问题,进而阻碍资本市场的发展。因而,核准制下 IPO 市场准入管制对我国资本市场发展的影响可能存在两面性:既有积极的作用,也有消极的影响。考察 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展影响的两面性是本书的研究目标。

在股票发行核准制下,由于 IPO 市场准入管制体现为股票发行审核委员会的发行审核,因此打开股票发行审核委员会审核行为这个“黑匣子”是分析、评价我国 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展影响两面性的基础。具体而言,选择相关指标,并通过分析这些指标对发审委审核行为的影响来研究 IPO 市场准入管制对资本市场发展影响的两面性。

1. IPO 市场准入管制对资本市场发展积极影响的指标

本书拟从两个方面选择相关指标来考察 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展产生积极影响:中小投资者保护和中介机构声誉机制。

第一,IPO 市场准入管制与中小投资者保护。

法与金融学的研究表明(La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1997, 1998),中小投资者利益的法律保护对一个国家资本市场发展有重要影响,一个国家的法律制度对中小投资者利益的保护程度越高,投资者的回报越高,投资意愿越强,从而促进资本市场的发展。而在法律制度对

中小投资者利益保护不充分的情况下,政府监管作为替代机制可以发挥重要作用(Glaeser,Johnson & Shleifer,2001)。

那么在核准制下,作为政府监管部门对中国首次公开发行市场进行监管的重要举措,IPO市场准入是否作为法律替代机制发挥了保护中小投资者的作用呢?针对这个问题,本书的研究思路为:在其他条件相同的情况下,如果具有保护中小投资者利益特征的拟发行人更可能通过股票发行审核委员会的发行审核而获得上市资格,那么说明股票发行审核委员会在股票发行审核中重视中小投资者利益保护,IPO市场准入管制具有保护中小投资者利益和促进资本市场发展的作用。

第二,IPO市场准入管制与中介机构声誉机制。

首次公开发行市场中的发行人与投资者之间存在严重的信息不对称,而中介机构声誉有助于缓解信息不对称的不利影响,这是因为中介机构的声誉被认为是保证资本市场信息质量和可靠性的关键机制(Booth & Smith,1986;Chemmanur & Fulghieri,1994)。

而在股票发行审批制下,拟发行人只要获得国家下达的股票发行额度就可以发行股票,同时新股发行定价系统偏低,造成市场对中介机构声誉的内在需求不强烈,从而不利于我国资本市场中介机构声誉的形成和资本市场信息效率的提高(胡旭阳,2003)。

而在核准制下,股票发行审核委员会的审核成为拟发行人能否获得上市资格的关键,如果股票发行审核委员会关注拟发行人聘请的中介机构声誉,即在其他条件相同的情况下,聘请的中介机构声誉越高,拟发行人越可能通过发行审核获得上市资格,那么会激励那些想上市企业聘请高声誉的中介机构,这将有助于国内资本市场中介机构声誉的培育,进而间接促进我国资本市场的发展。

2. IPO市场准入管制对资本市场发展消极影响的指标

本书同样拟从两个方面选择相关指标来评价IPO市场准入管制对中国资本市场发展的消极影响:IPO市场准入歧视与IPO审计市场的不公平竞争。

第一,IPO市场准入管制与IPO市场准入歧视。

在中国经济社会转轨过程中,国有企业比民营企业在市场准入和生产要素获得方面享受超国民待遇,这种所有制歧视对中国民营企业的发展和经济增长带来负面影响。那么核准制下,IPO市场准入管制是否存在所有制歧视呢?

针对这个问题,本书的研究思路为:如果股票发行审核委员会在发行审

核中对国有企业和民营企业执行不同的审核标准,使国有企业在 IPO 市场准入方面享受“优惠待遇”,那么表明 IPO 市场准入管制存在所有制歧视,这对我国资本市场的发展会带来不利影响。

第二,IPO 市场准入管制与 IPO 审计市场的不公平竞争。

在新股发行核准制的运行中,中国证监会对股票发行审核委员会委员结构进行了调整,调整的基本思路就是来自中介机构(会计师事务所、律师事务所和资产评估事务所)的发审委委员数量和比例越来越高。

这种结构变化可能带来两方面的影响:一方面,来自中介机构的发审委委员比例的增加可以提升发审委工作的专业性;另一方面,也可能导致 IPO 市场的不公平竞争,比如聘请的中介机构有员工担任发审委委员的拟发行人是否更容易通过发行审核,有员工担任发审委委员的中介机构是否获得了更大的 IPO 审计市场份额等。

因而针对这个问题,本书的研究思路为:如果有证据表明,在其他条件相同的情况下,聘请的中介机构有员工担任发审委委员的拟发行人更可能通过发行审核获得上市资格,或者有员工担任发审委委员显著影响中介机构的市场份额,那么,说明 IPO 市场准入管制会造成不公平竞争,进而对资本市场的发展造成消极影响。

三、本书的研究框架结构和内容

本书包括四部分内容,共七章;具体的框架结构和内容如图 0-1 所示。

第一部分内容为导论,包括第一章和第二章。第一章为首次公开发行市场监管概述。这章内容,首先对首次公开发行市场进行简要分析;其次,从信息经济学角度分析首次公开发行市场监管的必要性,并对新股发行监管两种基本模式(注册制和核准制)进行比较;最后,对我国首次公开发行市场监管制度变迁进行简要梳理,并比较审批制和核准制下我国 IPO 市场准入管制方式的差异。第二章为股票发行审核委员会审核与 IPO 市场准入管制。这章内容首先对我国股票发行审核委员会的委员结构及其变化进行梳理;其次,对我国股票发行审核委员会的运作情况进行分析;最后,对股票发行审核委员会审核与 IPO 市场准入管制的关系进行分析,并归纳关于 IPO 市场准入管制需要进一步研究的问题。

第二部分内容为 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展的正面效应,包括第三章和第四章。第三章为 IPO 市场准入管制与投资者利益保护。基于法与金融学视角,这章关注政府监管(IPO 市场准入管制)是否作为法律替代机制在中小投资者利益保护方面发挥作用。在对法与金融学的相关研

究文献进行梳理的基础上,本章对法律保护机制与替代机制(政府监管和企业自我实施的公司治理结构)的关系进行理论分析,并结合我国 IPO 市场监管制度环境,提出 IPO 市场准入管制作为法律替代机制具有保护中小投资者利益功能的理论假设并进行实证检验,论证 IPO 市场准入管制在保护中小投资者利益方面发挥的作用。第四章为 IPO 市场准入管制与中国资本市场中介机构声誉的培育。本章主要研究股票发行审核委员会在发行审核中是否把拟发行人聘请的中介机构声誉作为决策的重要依据,进而分析核准制下 IPO 市场准入管制对资本市场中介机构声誉机制培育的影响。

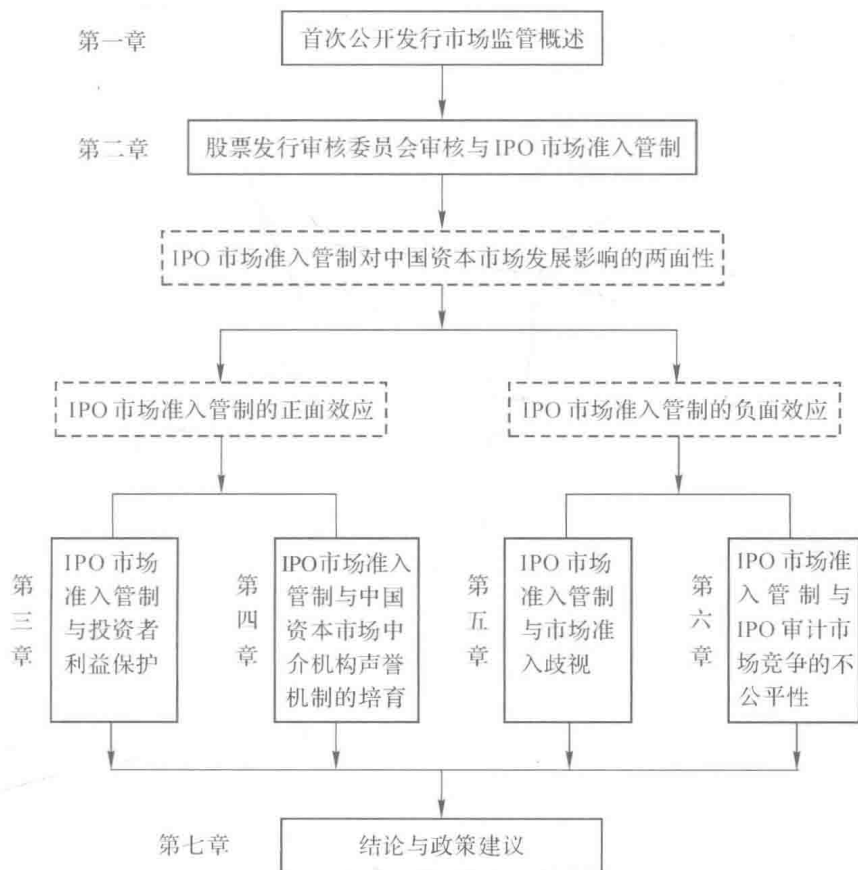


图 0-1 本书的框架结构

第三部分内容为 IPO 市场准入管制对中国资本市场发展的负面效应,包括第五章和第六章。第五章为 IPO 市场准入管制与市场准入歧视。这章主要分析 IPO 市场准入管制是否存在所有制歧视,即股票发行审核委员会是否在股票发行审核中区别对待国有与民营拟发行人使国有企业在 IPO 市场准入中享有优待。第六章为 IPO 市场准入管制与 IPO 审计市场竞争的不

公平性。本章主要分析 IPO 市场准入监管中引入中介机构(主要为会计师事务所)员工担任发审委委员是否对 IPO 审计市场竞争产生重要影响。

第四部分(第七章)为本书的结论和政策建议。本章主要归纳总结核准制下 IPO 市场准入管制经济效果的两面性,并在此基础上提出进一步完善新股发行监管制度的政策建议。

第一节 首次公开发行 IPO 市场概述

一、首次公开发行市场的含义

1. 首次公开发行的含义

首次公开发行(Initial Public Offering, 简称 IPO)是指股份公司第一次向一般社会公众公开出售股份以募集资金,并在证券交易所挂牌上市流通(Ritter, 1998)。首次公开发行具有以下特征:

第一,首次公开发行是公募发行。证券发行分为私募发行(Private Offering)和公募发行(Public Offering),前者指公司向少数特定的投资者发行证券,而公募发行是指公司向众多不特定的投资者发行证券。由于公募发行涉及不特定的社会公众投资者,因而比私募发行受到更严格的政府监管。

第二,首次公开发行是股份公司第一次公开向社会不特定的投资者发行股票,首次公开发行后,股份公司从私人持有(privately-held)转变成公众持有(publicly-held)公司,因而首次公开发行等同于公司的公开上市(going public)。

2. 首次公开发行市场及其特征

与股份公司首次公开出售股份募集资金并在证券交易所挂牌交易过程相对应的市场被称为首次公开发行市场,首次公开发行市场具有以下特征:

第一,首次公开发行市场是证券市场的重要组成部分。证券市场由证券发行市场(一级市场)和证券交易市场(二级市场)组成,其中发行市场包括首次公开发行市场和再融资(Seasoned Equity Offering, 简称 SEO)市场。

第二,首次公开发行市场是一个无形市场。不同于以证券交易所为主