

保荐代表人变更与保荐制度的有效性

——基于定向增发的实证研究

白云霞 严梦莹 钟宁桦

(同济大学经济与管理学院,上海 200092)

摘要:为了提高资金的配置和使用效率,我国证券发审制度由“通道制”变为“保荐制”。“保荐制”规定保荐机构和保荐代表人共同督导上市公司,以保证其质量。但是,保荐代表人在持续督导期内的频繁变更却降低了制度的有效性。通过对保荐制度的剖析,本文发现我国保荐制度中的漏洞使得保荐代表人在面临高风险项目时能够通过变更来规避处罚。为了验证,本文以2006~2009年定向增发上市公司为样本,考察了保荐代表人变更的原因及市场反应。结果显示,当保荐项目风险越大、定增前盈余管理程度越高、保荐机构级别越低时,保荐代表人越容易变更。此外,本文发现市场对保荐代表人的变更反应消极,这很可能是因为变更向市场传递了项目质量差的负面信号。

关键词:保荐项目风险;保荐代表人变更;保荐制度有效性

JEL分类号:G28 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2014)03-0138-14

一、引言

证券发行审核制度是审核与监管证券发行的重要内容,它影响了证券市场中资金的配置和使用效率。我国证券发审制度经历了“审批制”、“通道制”与“保荐制”三个阶段,现行的“保荐制”是指由合格的保荐人^①按照法律规定推荐公司上市,并在一定期限内对其持续督导的制度。我国引入该制度的目的,一方面是为了加快资本市场发展,优化资金

收稿日期:2013-09-04

作者简介:白云霞,管理学博士,同济大学经济与管理学院教授,Email:okbai2001@yahoo.com.cn.

严梦莹,同济大学经济与管理学院博士研究生。

钟宁桦(通讯作者),金融学博士,同济大学经济与管理学院副教授,Email:zhongyinghua@yeah.net.

* 本文得到“国家千人计划”、教育部“新世纪优秀人才支持计划”、国家社科基金重大项目(13&ZD015)以及同济大学“中央高校基本科研业务费专项资金”(项目编号:1200219243)的资助。作者感谢同济大学经管学院李伟教授、山东大学第二届实证公司治理研讨会上曹廷求、徐涛、郑志刚、靳庆鲁、钱先航等参会学者以及匿名审稿人对本文提出的建设性意见,文责自负。

① 文中提出的保荐人,针对我国内地是保荐机构和保荐代表人的统称,针对其他国家和地区是指代保荐机构。

配置;另一方面是为了促使保荐人承担上市推荐和持续督导的责任,提高上市公司质量。

目前,我国的保荐制度为“双保”保荐制度,制度设计中要求保荐机构和保荐代表人共同完成公司的上市推荐与持续督导工作,共同对项目负责并承担“连坐”责任,从而达到督导上市公司、优化资金配置和保护投资者利益的目的。但是,该制度的实施效果却不尽人意,实践中经常出现保荐人“荐而不保”、保荐代表人频繁跳槽以及不作为等情况。例如,2010年1月至2010年11月,A股市场共发生143起保荐代表人变更事件,其中督导期内非常规性更换高达129起。最突出的例子是国海证券的周宏章,由于其承担了5个保荐项目,他的离职给5家上市公司造成了不利影响^①。保荐代表人频繁变更导致保荐制度难以按照设计执行,因此降低了该制度的有效性。那么,为何保荐代表人在持续督导期内的变更如此频繁?本文试图从我国现行保荐制度存在的漏洞进行剖析。

通过比较不同国家和地区的保荐制度,我们认为,我国保荐代表人频繁变更是有制度性根源的,正是制度上的漏洞为保荐代表人通过变更来规避处罚提供了条件。虽然已有研究也指出我国保荐制度存在漏洞,但都缺乏实证结果支持。与本文相关的一个研究是罗炜和饶品贵(2010),他们对我国上市公司在首次公开发行阶段(IPO)和股权再融资阶段(SEO)变更主承销商的行为进行了实证研究,发现盈余质量和市场制度环境都是公司变更主承销商的原因。但是目前尚无实证研究系统考察我国保荐代表人频繁变更的现象。自2006年以来,定向增发得到了快速发展,其发行规模甚至在绝大多数年份中超过了IPO。然而,定向增发的监管宽松、认购对象特殊,这就使得其潜在的利益输送问题更为严重(朱红军等,2008),因此,保荐代表人在定向增发中的保荐作用更加重要,但也面临着更多风险。因此,本文选取定向增发作为事件背景,结合制度层面的剖析,对保荐代表人的变更进行了研究。

本文以2006~2009年间279家定向增发上市公司作为研究样本。统计表明保荐代表人在持续督导期内变更的样本为93个,其中67位(占72%)保荐代表人在离职之后去了级别相同或者是更低的保荐机构。进一步分析发现保荐代表人的变更与保荐项目风险以及发行人自身风险高度正相关。具体表现为,当用于补充流动资金的募集资金越多、项目变更越多、项目进度与计划越不符、定向增发前一年正向盈余管理程度越高时,保荐代表人越容易变更;同时,保荐代表人变更与保荐机构声誉负相关。由此,我们推断保荐代表人是为了规避高风险项目可能导致的处罚而频繁变更的,而且宁可为此付出一定代价。最后,我们发现市场对保荐代表人的变更做出了负面反应,进一步支持了保荐代表人变更传递了项目质量差的信号。

本文的结构如下:第二部分是保荐制度发展的国际比较;第三部分分析了我国保荐制度的漏洞与不足;第四部分是文献回顾和统计描述;第五部分是研究设计与实证结果;最后是本文的研究结论和政策性建议。

^① 参见:罗诺,143家上市公司保荐代表人变更的背后,2010年21世纪经济报道。

二、保荐制度发展的国际比较

目前,我国实行的证券发行审核制度为核准制,该制度的发展经历了“通道制”核准制以及“保荐制”核准制两个阶段。我国从 2001 年 4 月开始实施“通道制”核准制。该制度是指由证券监管部门根据各大券商的实力和业绩表现,直接确定其拥有的推荐申报通道数量的核准制度。但是,在“通道制”核准制下,由于券商的推荐申报资格由证券监管部门决定,伴随该制度便产生了寻租行为。此外,券商之间还产生了恶性竞争,争通道、借通道现象频频发生。因此,“通道制”核准制无法起到遴选优质上市公司、促进资金有效配置的作用,它作为一个过渡性的制度仅存在了 3 年就被“保荐制”核准制所取代。

保荐制度最早由英国伦敦证券交易所(以下简称伦交所)于 1995 年在创业板市场(Alternative Investment Market, AIM)上实施,旨在对规模较小、风险较高的公司进行上市辅导以及持续督导,以增强投资者的信心。该制度随后被加拿大、马来西亚、我国香港等国家和地区引入。2004 年,我国内地的证券主板市场正式引入保荐制度。我国由此成为了世界上第一个在主板市场上广泛使用保荐制度的国家。

通过比较,我们发现各国和地区对于保荐制度的具体规定存在较多不同之处,主要表现在以下几个方面:

(1) 保荐范围不同。在其他国家,保荐制度主要在创业板市场上发挥作用,而我国内地和香港地区首创性地在主板市场上采用了该制度,并且相对于香港,内地主板市场还要求保荐人对上市公司承担一定期限的持续督导的工作。进一步,在其他国家和地区,公司仅需在 IPO 阶段聘请保荐人,而我国证监会要求公司在 IPO 和 SEO 阶段均聘请保荐人。

(2) 保荐人持续督导期期限不同。保荐人对公司进行保荐的阶段分为上市辅导阶段和持续督导阶段,各国和地区对于持续督导期期限的规定差异较大。英国创业板市场实施“终身”保荐制度,即保荐人的任期以发行人的存续时间为基础,“终身”承担督导义务和责任;相应地,上市公司也必须时刻聘请一名保荐人,一旦保荐人空缺超过一个月,上市公司的股票将被摘牌。其他国家和地区虽未实施“终身”保荐制度,但都对持续督导期期限做出了规定。马来西亚对保荐人持续督导期的最低要求为 5 年,期间若保荐人空缺超过一个月,上市公司股票将被摘牌;香港创业板的持续督导期为发行人上市当年以及其后两个完整的财政年度,而主板市场没有持续督导的要求。在我国内地,根据 2009 年实施的《证券发行上市保荐业务管理办法》^①(以下简称《管理办法》)第三十六条规定:在主板市场上进行首次公开发行股票和发行新股的持续督导期分别为当年剩余时间及之后 2 个

^① 本次研究所涉及的期间为 2006 年~2009 年,期间关于保荐业务的法规分别为 2009 年之前实施的《证券发行上市保荐制度暂行办法》和 2009 年之后实施的《证券发行上市保荐业务管理办法》,为了保证研究中制度的一致性,本次所引用的相关规定均为两个法规中未发生变更之处。本文中所引用的法规为《证券发行上市保荐业务管理办法》中的规定,这些规定在《证券发行上市保荐制度暂行办法》也是相同的。

完整会计年度和1个完整会计年度;在创业板市场上进行首次公开发行股票和发行新股的持续督导期分别为当年剩余时间及之后3个完整会计年度和2个完整会计年度。

(3)保荐人职责界限不同。发行人成功上市是各方力量共同作用的结果,而保荐人作为重要的一方力量,对上市公司起到了推荐和督导作用。各国和地区对保荐人和其他中介机构之间职责界限的划分有所不同。在英国,保荐人的职责是推荐公司上市并进行持续督导,期间保荐人虽然需要和顾问团协调配合,并且听取会计师对公司财务表现的报告,但是,《AIM RULES FOR NOMINATED ADVISERS》(《英国创业板市场保荐人规则》)并不要求保荐人审慎核查其他中介机构的专业文件。在我国香港地区,按规定保荐人不得涉及有关发行人的会计事宜,或担任发行人的法律顾问。而且,香港在2004年对保荐制度进行的修订中将保荐人的角色进行了分解,清晰地界定了保荐人、合规顾问和独立财务顾问在证券市场上的角色与责任,厘清了各自的行为界限。相比之下,我国内地法规对保荐人提出了更高要求,根据《管理办法》规定:对发行人申请文件、证券发行募集文件中有证券服务机构及其签字人员出具专业意见的内容,保荐机构应当结合尽职调查过程中获得的信息对其进行审慎核查,对发行人提供的资料和披露的内容进行独立判断。

(4)“双保”制度与“单保”制度。我国内地现行的保荐制度为“双保”制度,即保荐机构和保荐代表人合作完成保荐工作,并承担“连坐”责任。而在其他国家和地区,保荐项目负责人作为公司的雇员,其行为结果归于保荐机构。因此,国内外对于保荐人的监管制度也有所不同。在我国内地,证监会需同时监管保荐机构和保荐代表人,并对两者的违规行为制定出两套惩处措施;在其他国家和地区,监管部门只需监管保荐机构,惩处措施仅针对保荐机构的违规行为,至于保荐机构将如何处罚项目负责人则由机构自行定夺。

通过以上比较我们不难看出,国内外的保荐制度存在较多不同之处。与其他国家和地区的保荐制度相比,我国保荐制度的应用范围更广泛。因此,我国保荐机构和保荐代表人在督导上市公司、提高资金使用效率以及增强投资者信心方面承担了更多的职责。

三、我国保荐制度的漏洞与不足

2004年2月1日,我国内地正式引入保荐制度,该制度成为了证券发行审核制度中的一个重要环节。然而,我国的保荐机构和保荐代表人在工作中凸显出“重上市,轻督导”的问题,很多保荐代表人在持续督导期内跳槽,“抛弃”了保荐项目。进一步,从本次研究中保荐代表人变更的93个样本来看,仅26位保荐代表人在离职之后去了级别更高的保荐机构,而平级跳槽和降级跳槽的样本却达到了32个和35个。那么,为何保荐代表人愿意向级别相同甚至是更低级别的保荐机构跳槽呢?通过对已有法律条文和相关文献的梳理,我们认为保荐代表人的变更有可能是为了规避风险和处罚,而我国保荐制度中存在的一些漏洞是导致这一现象发生的根源。

第一,在“双保”保荐制度下,监管部门的处罚力度有所偏倚。虽然保荐机构和保荐代表人对保荐项目承担“连坐”责任,但是相关处罚却基本都落在了保荐代表人身上。在

同等情况下,监管部门对于保荐机构和保荐代表人的处罚力度可能相差甚远。例如,在“湖南胜景山河”涉嫌造假上市的事件中^①,证监会撤销了两名保荐代表人的保荐资格,却仅向保荐机构出具了警示函。类似地,在对许多违规事件进行处罚时,都是以保荐代表人受到严惩而结束。图 1 和图 2 列举了自 2004 年以来,所有曾遭受处罚的保荐机构和保荐代表人的处罚次数和内容。不难看出,保荐代表人的受罚次数远远多于保荐机构,而且针对保荐代表人的处罚措施也更为严厉。例如,在暂停受理上市推荐的规定上,对保荐代表人的处罚包括从 3~12 个月的不受理推荐,而对保荐机构则最多暂停保荐资格 6 个月。正是因为保荐项目出现问题时,保荐代表人更有可能遭到证监会的严厉处罚,所以他们就会产生利用跳槽来规避惩戒的动机。

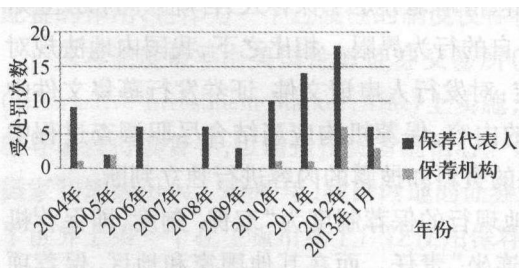


图 1 2004.1~2013.1 保荐机构与保代受罚次数比较

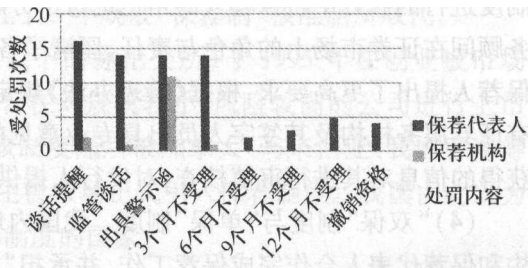


图 2 2004.1~2013.1 保荐机构与保代受罚内容比较

第二,缺乏有效的申述机制。在英国和香港地区,法律均规定保荐人在受到处罚后拥有申述的权利。在英国,对保荐人进行处罚的裁决权力由市场参与者行使^②,保荐人甚至还可以依据相关程序和准则对处罚进行申述,要求撤销处罚。香港联交所也规定如果制裁措施对当事人产生了负面影响,当事人有权利申述。但是,我国的《管理办法》并没有规定保荐机构和保荐代表人对于处罚有申述的权利,也不存在类似申诉委员会的机构,是否处罚以及如何处罚均由证监会决定。如果被处罚的保荐机构或者保荐代表人想要进行行政复议,将需要投入巨大的时间和资源,这使得该途径也变得实际上并不可行。缺乏有效的申述机制进一步加强了保荐代表人在面临风险时选择跳槽来规避处罚的动机。

第三,在发行人上市以及股权再融资的过程中,各方承担的职责界限不清,监管部门追责受限。首先,保荐机构和保荐代表人之间的职责界限不清。虽然在“双保”保荐制度中,保荐机构和保荐代表人法律地位平等,但保荐代表人受雇于保荐机构,且受其考核与评定,实际上他们很难保持足够的独立性。因此,在追责的过程中,保荐机构和保荐代表人之间可能会互相推诿责任,而监管部门也难以追踪各项行为和意愿的真实归属方。其次,保荐人和其他中介机构之间职责界限不清。由于法律规定保荐人对其他中介机构的专业意见需要审慎核查,故当其他中介机构的专业意见出现问题时,保荐人也可能因此

① 参见:证券时报网,胜景山河保荐人被撤销资格、平安证券遭出警示,2011年。

② 参见:安锐,英国保荐制度对我国创业板市场具有借鉴意义,2008年,上海证券报第 B06 版。

遭受处罚。在实际工作中,审慎核查的工作将会落实给保荐代表人,但由于工作的专业性和个人能力的局限性,很难要求保荐代表人对其他中介机构的工作质量做出保证。因此,当这些专业报告出现问题时,保荐人和其他中介机构之间很可能会互相推诿责任。最后,保荐人和发行人之间职责界限模糊。保荐人有义务向社会披露有关发行人真实、及时、完整的信息并承担相应责任。但是,保荐人所能获得企业内部的信息多由发行人提供,双方之间存在明显的信息不对称。对于发行人的重大事项和决定,保荐人只有资格列席会议,难以真正影响他们的重要决策。在此情形下,如果发行人在上市推荐以及持续督导过程中不予配合或是有所隐瞒,则保荐人可能会被迫承担披露不实信息的责任,或是双方互相推脱责任。因此,由于发行人、保荐机构、保荐代表人和其他中介机构之间的职责界限交叉不清,使得监管部门在追责过程中受到限制,这就为保荐代表人通过跳槽来规避处罚提供了条件。从本文的研究样本来看,保荐代表人在定向增发持续督导期内发生变更,之后没有一例因变更前所保荐的项目而遭受了处罚。可见,变更在一定程度上确实可以发挥规避处罚风险的作用^①。

四、文献回顾与统计描述

保荐人的作用是提高上市公司质量、优化资金配置以及增强投资者信心。我国内地的保荐制度与其他国家和地区相比,适用范围更广,其中,尤其特别的是我国在主板市场上对上市公司的股权再融资阶段也采用了保荐制度。

在20世纪90年代,我国上市公司只能通过配股进行股权再融资,直到2000年之后,上市公司才可以向资本市场公开增发新股(章卫东等,2008)。然而,公开增发新股存在门槛高、审批难、发行成本高等问题,并非所有上市公司都有意愿和能力通过该方式融资。在此情况下,一种新的股权再融资方式——定向增发应运而生。2006年5月8日《上市公司证券发行管理办法》的出台拉开了我国定向增发的序幕。迄今为止,定向增发虽然只经历了七年的发展,但是其发展速度之快、发行规模之大却令人吃惊。据统计数据显示,从2006年5月到2013年4月,沪深两市的上市公司定向增发股票已达995次,募集资金总额达19372.79亿元,发行规模超过了七年来IPO募集资金的总额,大约占整个股权再融资募集资金总额的44%(包括配股、公开增发、定向增发的募集资金总额)(见图3)。虽然,在大多数年份中,定向增发募集资金规模比公开增发略小,但差距却逐年缩小,而且在2013年第一季度,定向增发募集资金的规模已经超过了公开增发的规模。然而,公开增发已经经历了十多年的发展,而定向增发的发展只有七年。

不难看出,定向增发已经成为上市公司进行股权再融资的主要方式。但是,定向增发作为中国资本市场上的新生事物,相关的审核制度、法律规范和监管措施都不如配股、公开增发等股权再融资方式健全,这使得其潜在的利益输送问题可能更为突出(朱红军等,

^① 另一方面,自2004年以来,所有遭受过监管处罚的保荐代表人均未在受罚保荐项目的辅导期间发生过变更。

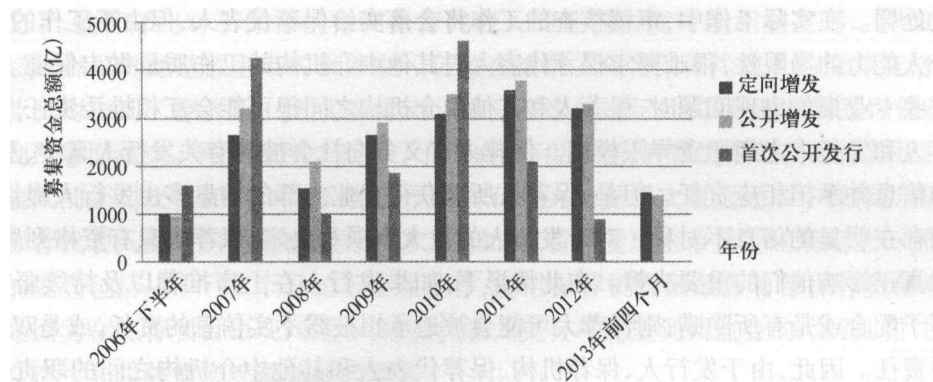


图3 2006.5~2013.4定向增发、公开增发、IPO募集资金总额(亿元)比较

2008)。国内外已有研究表明,大股东会利用定向增发方式进行“掏空”和“掠夺”,特别是当大股东参与认购时,盈余管理、折价发行等都是输送利益的手段(La Porta et al., 2002; Johnson et al., 2000; Friedman et al., 2003; Barclay et al., 2007; 张鸣、郭思永,2009;章卫东,2010)。因此,在定向增发发展迅速、但与其相配套的法律法规和监管措施又不完善的情况下,保荐人在定向增发过程中所起到的监督与防范作用就更为重大。同时,由于定向增发背后的利益输送问题十分严重,这就使得保荐代表人面临的风险也更高。所以,定向增发为我们考察保荐代表人的变更提供了一个良好的事件背景。

根据《管理办法》第三十五条规定:保荐机构和保荐代表人在持续督导期应持续关注发行人募集资金的专户存储、投资项目的实施等承诺事项。根据该规定,并结合了上市公司定向增发公告书中募集资金使用情况说明,我们选取了以下三个指标来衡量项目风险:(1)募集资金是否用于补充流动资金;(2)项目是否发生变更;(3)项目是否符合计划进度。其中,当募集资金用于补充流动资金越多、项目发生变更越多、项目进度与计划越不符时,项目的质量越差、风险越高,而项目风险越高则保荐代表人就有可能遭受处罚。例如,根据《管理办法》第七十二条规定:若证券上市当年累计50%以上募集资金的用途与承诺不符,则证监会可依情节轻重,自确认之日起3~12个月内不受理相关保荐代表人的推荐或撤销相关人员的保荐代表人资格。所以我们预期,当项目风险越高时,保荐代表人面临处罚的可能性就越大,因此越有可能发生变更。

我们手工收集了2006~2009年间进行定向增发的上市公司保荐代表人变更和项目风险的数据。统计分析显示,在保荐代表人变更组中,在定向增发当年及之后一个会计年度中,有49%的上市公司未按规定将募集资金存放于专户中,而是将其用于补充流动资金;相应地,在保荐代表人未变更组中,补充流动资金的上市公司占比为37%。此外,在定向增发当年及之后一个会计年度中,保荐代表人变更组中发生项目变更的上市公司比例远高于未变更组,而保荐项目能够按照计划进度实施的上市公司的比例却低于未变更组(见表1)。综合来说,保荐代表人变更组的项目风险高于未变更组,这表明保荐项目的风险越大,则保荐代表人越有可能发生变更。

表1 主要解释变量的描述性统计

控制变量	保荐代表人未变更组 (N = 186)		保荐代表人变更组 (N = 93)		P 值
	均值	标准差	均值	标准差	
募集资金补充流动资金公司占比	0.37	0.48	0.49	0.50	0.00
项目发生变更公司占比	0.08	0.28	0.23	0.42	0.06
项目符合计划进度的比例	0.61	0.44	0.49	0.41	0.03
盈余管理程度	0.01	0.12	0.04	0.10	0.05
保荐机构级别	0.44	0.49	0.30	0.46	0.03

盈余管理是人为操纵利润来干预财务报告的过程。已有文献中,就国外上市公司进行盈余管理的动机主要有管理人员报酬计划、债务契约和政治成本三个假说。然而,我国上市公司进行政策性盈余操纵的迹象比较明显(林舒、魏明海,2000),即盈余管理的主要目的是为了应付证券市场的各类监管政策,如IPO政策、配股政策、特别处理政策以及暂停交易政策等(夏立军、杨海斌,2002)。因此,我国上市公司在IPO、配股、增发以及“大小非”减持等各类事件中,均存在通过操纵盈余以达到上市标准或是输送利益的现象(Aharony et al., 2000; 陆正飞、魏涛,2006; 章卫东,2010)。除此之外,上市公司的控股股东还会利用盈余操纵来掩饰资金占用等利益输送行为所导致的业绩下滑的现象(高雷、张杰,2009)。无论是为了通过盈余管理虚增利润以达到上市标准、还是以盈余管理作为掩饰业绩下滑的手段,其都可能会导致上市公司的后续业绩出现大幅度下滑,从而增加了保荐代表人遭受处罚的可能性。根据《管理办法》第七十二条规定:如果发行人在持续督导期内的实际盈利低于盈利预测达20%以上,证监会可自确认之日起3~12个月内不受理相关保荐代表人的推荐,甚至撤销相关人员的保荐代表人资格。因此,盈余操纵可能会给保荐代表人的保荐工作带来更大的风险,从而增加了其发生变更的可能性。已有研究均发现基于行业分类的横截面修正Jones模型对可操纵应计利润具有较强的解释力(Dechow et al., 1995; Bartov et al., 2001; 张雁翎、陈涛,2007),故本次研究也采用修正的Jones模型(考虑业绩)对可操纵应计利润进行估计,以此作为衡量盈余管理程度的指标。根据盈余管理的描述统计显示,保荐代表人变更组在定向增发前一年的正向盈余操纵程度显著高于未变更组(见表1)。

声誉良好的投行会较少承接高风险项目的发行(Chemmanur et al., 1994; Booth et al., 1986),因为它们对项目的评判标准更高,而且会尽量避免接受高风险的项目,而低风险项目降低了保荐代表人遭受处罚的可能性。因此,我们预期保荐代表人在声誉越好的保荐机构任职,其发生变更的可能性越小。在本次研究中,我们采用证监会公布的券商主体信用级别来衡量保荐机构的声誉。由于主体信用级别综合考虑了券商的资本实力、盈利能力、经纪业务、投行业务、承销规模排名等各项指标,能够比较全面和真实的反映券商的总体水平和声誉。我们定义Degree为上市公司在定向增发时所选保荐机构的级别,如果券商主体信用级别为AA级及以上,那么Degree为1,否则为0。在对Degree进行的

描述统计中可以看出,在保荐代表人未变更组中,大约有 44% 的上市公司所聘请的保荐机构为 AA 级及以上,即 88 家;而在保荐代表人变更组中,只有 27 家上市公司聘请的保荐机构为 AA 级及以上,占比为 30% (见表 1)。

五、研究设计与实证结果

(一) 样本描述

在本部分,我们将重点考察定向增发中保荐代表人变更的影响因素。我们选取 2006 ~ 2009 年间进行定向增发的上市公司作为研究样本。其中,上市公司的定向增发数据和财务数据来源于 WIND 和 CSMAR 数据库;保荐机构和保荐代表人的数据来源于中国证监会网站。此外,我们从定向增发公告与上市公司年报中手工收集了被保荐项目的募集资金使用情况、项目变更情况以及项目进度情况等信息。我们对样本进行了以下筛选:(1)剔除金融类上市公司;(2)剔除 ST、*ST 上市公司;(3)剔除利用定向增发进行股权收购、资产重组等无项目建设期的上市公司。最终,我们得到的研究样本为 279 家,样本公司的年度分布情况如表 2 所示。从行业来看,样本中有 169 家为制造业,剩余公司均匀分布于其他行业。

表 2 样本的年度分布

年份	全样本	保荐代表人未变更组	保荐代表人变更组
2006	36	27	9
2007	112	66	46
2008	58	42	16
2009	73	51	22
合计	279	186	93

(二) 研究方法

1. 变量定义

我们定义 SWITCH 为上市公司在同次定向增发中,保荐代表人在持续督导期内是否发生变更的虚拟变量,如果保荐代表人发生变更则 SWITCH 为 1,否则为 0。根据上文提出的几个假设,我们建立了以下 Logistic 回归模型:

$$SWITCH = \beta_0 + \beta_1 Project_Risk + \beta_2 EM_{t-1} + \beta_3 Degree_{t-1} + \beta_4 Ln(placement) + \beta_5 Ln(ta_{t-1}) + \beta_6 Leverage_{t-1} + \beta_7 State + \beta_8 Share1t + \beta_9 Sub_mode + \beta_{10} Share + \beta_{11} Year + \beta_{12} Ind + \varepsilon$$

我们选取三个指标反映项目风险 Project_Risk,分别为 Current_Asset、Project_Change 和 Progress_Quality。由于《管理办法》规定保荐代表人对主板市场上进行股权再融资的上市公司的持续督导期为当年剩余时间及之后一个完整会计年度,所以我们考察项目风险的期间也与此对应。其中,Current_Asset 表示募集资金是否未按承诺存放于专户,而用于补充了流动资金,如果是,则 Current_Asset 为 1,否则为 0;Project_Change 表示项目是否发

生变更,如果是,则 $Project_Change$ 为 1,否则为 0; $Progress_Quality$ 表示项目按计划进度实施的情况,一般来说,上市公司进行定向增发会涉及多个项目,我们首先考察每个项目是否符合计划进度^①,如果符合,则赋值为 1,否则为 0,最后加权平均得到所有项目的进度水平。此外, EM_{t-1} 与 $Degree_{t-1}$ 分别表示在上市公司定向增发前一年的盈余管理程度和保荐机构级别。

我们选取的控制变量包括: $\ln(\text{placement})$ 为上市公司定向增发募集资金净额的自然对数,用于衡量增发规模。 $\ln(ta_{t-1})$ 和 $Leverage_{t-1}$ 分别表示上市公司定向增发前一年的总资产自然对数和杠杆水平。 $State$ 代表定向增发公司的性质,如果上市公司为国有, $State$ 为 1,否则为 0。 $Share1_t$ 表示定向增发当年上市公司第一大股东的持股比例,以衡量股权集中程度。 Sub_mode 和 $Share$ 分别表示定向增发的认购方式以及认购对象,如果定向增发是以现金认购, Sub_mode 为 1,否则为 0;如果定向增发中有大股东参与认购, $Share$ 为 1,否则为 0。此外,我们在回归模型中还控制了年度和行业的虚拟变量。对控制变量的描述性统计分析如表 3 所示。

表 3 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
$\ln(\text{placement})$	20.35	0.89	18.5	20.2	22.78
$\ln(ta_{t-1})$	21.67	1.05	19.02	21.6	25.16
$Leverage_{t-1}$	0.56	0.15	0.14	0.58	0.95
$State$	0.61	0.49	0	1	1
$Share1_t$	0.38	0.14	0.09	0.38	0.8
Sub_mode	0.86	0.34	0	1	1
$Share$	0.45	0.49	0	0	1

2. 回归结果与分析

在进行了 Logistic 回归后,我们得到了符合预期的结果(见表 4)。 $Current_Asset$ 和 $Progress_Quality$ 则显著为负,这表明保荐项目的风险越高,保荐代表人越容易发生变更。 EM_{t-1} 在三个回归中都显著为正,表明上市公司在定向增发前一年正向盈余管理程度越高,保荐代表人在持续督导期内就越可能发生变更。可见,当上市公司自身的风险越高时,保荐代表人同样也越容易变更。 $Degree_{t-1}$ 在三个回归中都显著为负,这说明保荐机构自身级别越高,则其在项目选择时会遵循更高的价值标准,避免接纳高风险项目,从而减少了保荐代表人的变更。

① 是否符合项目进度是根据上市公司在定向增发公告和年报中有关募集资金使用的披露信息而判断的。

表 4 保荐代表人变更的 Logistic 回归结果

Variable	MODEL1 Current_Asset		MODEL2 Project_Change		MODEL3 Progress_Quality	
	系数	P 值	系数	P 值	系数	P 值
Intercept	-3.806	0.39	-2.515	0.57	-3.015	0.49
Current_Asset	0.604**	0.04				
Project_Change			1.474***	0.00		
Progress_Quality					-0.559*	0.09
EM _{t-1}	2.882**	0.03	2.663*	0.05	2.789**	0.03
Degree _{t-1}	-0.559*	0.06	-0.690**	0.03	-0.608*	0.05
Ln(placement)	-0.162	0.47	-0.210	0.34	-0.085	0.70
Ln(ta _{t-1})	0.158	0.46	0.153	0.48	0.074	0.73
Leverage _{t-1}	1.847	0.12	1.346	0.27	2.074	0.08
State	-0.064	0.84	-0.115	0.72	-0.091	0.77
Share ₁	0.026	0.97	0.425	0.68	-0.108	0.91
Sub_mode	-0.123	0.80	0.007	0.98	-0.076	0.87
Share	-0.045	0.89	0.176	0.59	-0.025	0.93
Year and Industry	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Observations	279	279	279	279	279	279
Pseudo R ²	0.08	0.08	0.11	0.11	0.08	0.08

***:1% 显著性水平; **:5% 显著性水平; *:10% 显著性水平。

3. 保荐代表人变更的市场反应

为了考察保荐代表人变更的市场反应,本文采用配对的方法对比了保荐代表人变更前后短窗口期的累计超额回报率(CAR)。首先,我们在保荐代表人未变更组中,按照定向增发实施年份、公司资产规模和行业三个指标为变更组选取 1 个配对样本,最终有 73 个样本配对成功;然后,本文基于 CAPM 模型计算了两组样本的 CAR,具体计算公式为 $E[Rit] = Rft + \beta * (Rmt - Rft)$,其中,Rft 为无风险利率,本文选取一年期银行存款的日收益率作为无风险利率的估计值,Beta 系数根据个股在公告日前 130 天至前 10 天共 120 个交易日内的股票回报率进行回归所得。最终,CAR 的具体计算结果如表 5 所示,在保荐代表人宣告变更之前,变更组和未变更组之间的 CAR 无显著差异;但是在宣告变更之后,两组样本的 CAR 在(-4,0)、(-4,+1)、(-4,+2)三个窗口期内有显著差异,且变更组的 CAR 明显低于未变更组。

表5 保荐代表人变更短期市场反应

窗口期	保荐代表人变更组 (N=73)	保荐代表人未变更组 (N=73)	变更组-未变更组 (N=73)	T值
[-4, -4]	0.17%	0.38%	-0.21%	1.44
[-4, -3]	0.14%	0.33%	-0.19%	0.97
[-4, -2]	0.22%	0.47%	-0.25%	1.03
[-4, -1]	0.63%	0.88%	-0.25%	0.83
[-4, 0]	0.56%	1.07%	-0.51%	1.87*
[-4, +1]	0.99%	1.62%	-0.63%	2.12**
[-4, +2]	0.80%	1.38%	-0.58%	1.67*
[-4, +3]	0.83%	1.39%	-0.56%	1.19
[-4, +4]	0.88%	1.51%	-0.63%	1.51

CAR 的计算结果进一步支持了我们的猜测,即保荐代表人在面临质量差、风险高的项目时,会试图通过频繁变更来规避可能的处罚,因此,变更就向市场传递出了被保荐项目质量较差的信号。

六、结论与建议

本文结合保荐制度的相关法律法规,以定向增发上市公司为样本考察了导致保荐代表人在持续督导期内频繁变更的原因,并对保荐代表人变更的市场反应做了分析。研究发现,我国现行保荐制度存在的漏洞和不足使得保荐代表人在面临高风险项目时更容易发生变更,而保荐代表人的频繁变更大大降低了保荐制度的有效性。此外,投资者对保荐代表人的变更也做出了消极反应,这是由于变更向市场传递出被保荐项目质量差的负面信号。基于本文的研究结果,我们对现行保荐制度提出以下几点建议:

第一,促进“双保”保荐制度向“单保”保荐制度转变,并逐步实施“终身保荐制”。我国采用“双保”保荐制度的目的是期望能够为被保荐项目质量提供“双保险”,提高资金的配置和使用效率。但是,在“双保”保荐制度下,保荐机构和保荐代表人之间的职责界限模糊、处罚措施有所偏倚,这些制度性漏洞导致了保荐代表人在面临高风险项目时会选择跳槽来规避处罚。因此,我国可以借鉴其他国家和地区的“单保”保荐制度,由保荐机构承担保荐法律责任,并在此基础上逐步将保荐制度推行至“终身保荐制”,即保荐机构终身承担督导义务和责任;而保荐代表人作为项目负责人只是保荐机构的工作人员。这样,监管部门只需监管保荐机构的行为,而保荐项目的业务负责人则由保荐机构自行监管。

第二,加强对各中介机构的责任认定,促使保荐人专注于保荐工作。由于会计师事务所、律师事务所等机构具有很强的专业性,保荐机构如果要对每一项专门报告都进行审核,不仅成本过高,而且难以对报告质量做出保证。所以,保荐机构只能在职责与能力

允许的范围内进行合理审查。为了能够使各中介机构都对自己的行为负责,不会因为其他机构的行为承担过高的责任和风险,我国保荐制度应该明晰各个机构的权责界限,促使保荐人专注地完成上市推荐和持续督导工作,无须耗费大量精力来审查各项专业报告。例如,我们可以参照英国保荐制度中所规定的保荐机构仅需对其他中介机构报告内容的合理性进行核查;或学习香港保荐制度,通过分解保荐人角色来明晰各方职责。

第三,加强对保荐机构自身实力的建设,以此提高保荐机构在选择保荐项目时的评判标准。保荐机构作为“保荐制”核准制中最为重要的环节,其工作对于保证上市公司质量、优化资金配置、维护投资者利益至关重要。所以,有必要全面加强对我国保荐机构的建设,提高保荐机构自身的实力和声誉,从而提高保荐机构对承接项目的选择标准,促使整个资本市场能够更加有效的配置和使用资金。

第四,进一步完善监管体系,加大对保荐人违规行为的实际惩处力度。虽然,《管理办法》对保荐人的违规行为制定了相应的处罚措施,但是,在实际执行过程中,监管部门的处罚却表现出总体力度偏轻且有所偏倚的现象。因此,监管部门必须提高对保荐人各项违规行为的实际处罚力度,增加违规成本。通过加大处罚力度来促使保荐人能够更为慎重地推荐和督导保荐项目,从而起到提高资金配置和使用效率、增强投资者信心的作用。

参 考 文 献

- [1]安锐,2008,《英国保荐制度对我国创业板市场具有借鉴意义》,《上海证券报》第 B06 版。
- [2]高雷和张杰,2009,《公司治理、资金占用与盈余管理》,《金融研究》第 5 期 121 ~ 140 页。
- [3]陆正飞和魏涛,2006,《配股后业绩下降: 盈余管理后果与真实业绩滑坡》,《会计研究》第 8 期 52 ~ 59 页。
- [4]罗炜和饶品贵,2010,《盈余质量、制度环境与投行变更》,《管理世界》第 3 期 140 ~ 149 页。
- [5]罗诺,2010,《143 家上市公司保荐代表人变更的背后》,《21 世纪经济报道》。
- [6]林舒和魏明海,2000,《中国 A 股发行公司首次公开募股过程中的盈利管理》,《中国会计与财务研究》第 4 期 87 ~ 130 页。
- [7]夏立军和刘海斌,2003,《注册会计师对上市公司盈余管理的反应》,《审计研究》第 4 期 28 ~ 34 页。
- [8]朱红军、何贤杰和陈信元,2008,《定向增发“盛宴”背后的利益输送: 现象、理论根源与制度成因——基于驰宏锌锗的案例研究》,《管理世界》第 6 期 136 ~ 147 页。
- [9]张鸣和郭思永,2009,《大股东控制下的定向增发和财富转移——来自中国上市公司的经验证据》,《会计研究》第 5 期 78 ~ 86 页。
- [10]张雁翎和陈涛,2007,《盈余管理计量模型效力的实证研究》,《数理统计与管理》第三期 482 ~ 488 页。
- [11]章卫东,2010,《定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据》,《管理世界》第 1 期 54 ~ 63 页。
- [12]章卫东和李德忠,2008,《定向增发新股折扣率的影响因素及其与公司短期股价关系的实证研究》,《会计研究》第 9 期 73 ~ 80 页。
- [13]《胜景山河保荐人被撤销资格 平安证券遭出警示》,《证券时报网》,2011 年。
- [14]Aharony J. , C. J. Lee and T. J. Wong, 2000, “Financial Packaging of IPO Firms in China”, *Journal of Accounting Research*, 38(Spring), pp. 103 ~ 126.
- [15]Barclay M. J. , C. G. Holderness and D. P. Sheehan, 2007, “Private placements and managerial entrenchment”, *Jour-*

- nal of Corporate Finance*, 13(4), pp. 461 ~ 484.
- [16] Bartov E., F. A. Gul and J. S. L. Tsui, 2001, "Discretionary - accruals models and audit qualifications", *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), pp. 421 ~ 452.
- [17] Booth J. R. and R. L. Smith II, 1986, "Capital raising, underwriting and the certification hypothesis", *Journal of Financial Economics*, 15(1 ~ 2), pp. 261 ~ 281.
- [18] Chemmanur T. J. and P. Fulghieri, 1994, "Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation", *The Journal of Finance*, 49(1), pp. 57 ~ 79.
- [19] Dechow P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney, 1995, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review*, 70(2), pp. 193 ~ 225.
- [20] Friedman E., S. Johnson and T. Mitton, 2003, "Propping and tunneling", *Journal of Comparative Economics*, 31(4), pp. 731 ~ 750.
- [21] Johnson S., R. La Porta and F. Lopez - de - Silanes, 2000, "Tunnelling", *American Economic Review*, 90(2), pp. 22 ~ 27.
- [22] La Porta R., F. Lopez - de - Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny, 2002, "Investor Protection and Corporate Valuation", *The Journal of Finance*, 57(3), pp. 1147 ~ 1170.

A Study on the Change of Sponsor Representatives and the Effectiveness of Sponsor system

BAI Yunxia YAN Mengying ZHONG Ninghua

(School of Economics and Management, Tongji University)

Abstract: Sponsor system is the ongoing securities offering system that China uses. Sponsors play a crucial role in improving the efficiency of capital allocation of the securities market, since they are in charge of both recommending a company (or a project) for securities offering and monitoring the projects post to the issuance. However, the effectiveness of the sponsor system is compromised by the fact that sponsors representatives frequently leave their jobs before their works have been finished. This study examines the reasons for the turnover and the market reactions to such turnover. Our research sample consists of companies that make private placement of equity from 2006 to 2009. Our findings show that turnover among sponsor representatives increases when a) project risk is higher, b) earnings management is higher and c) institutional sponsor grade is lower. It is surmised that sponsor representatives leave their roles to avoid being punished. In addition, market reaction is typically negative when sponsor representatives leave. This means the turnover delivers a negative signal about the projects to market.

Key words: Project risk, Change of sponsor representatives, Effectiveness of sponsor system

(责任编辑:杨启庸)(校对:YY)