保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间信息披露质量非显著相关的原因及对策

陈祥有

（东北财经大学会计学院　大连　116025）

【摘要】本文以2005～2008年度处于持续督导期间的深市535家IPO公司为研究样本，对我国保荐机构（主承销商）声誉与IPO公司上市后持续督导期间的信息披露质量之间不存在显著相关关系的原因进行了分析，并有针对性地提出了理顺我国保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间信息披露质量之间关系的政策措施。

【关键词】保荐机构声誉　IPO公司　持续督导　信息披露质量

一、引言

信息披露质量是一个全球关注的热点问题。证监会于1999年10月颁布了《关于提高上市公司财务信息披露质量的通知》，于2004年1月又颁布了《关于进一步提高上市公司财务信息披露质量的通知》，其间还颁布实施了一些专项信息披露管理办法。这些规定和管理办法对促进我国上市公司信息披露质量的提高，起到了良好的规范和推动作用。

2003年12月28日，证监会发布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》，并自2004年2月1日起施行。该暂行办法的第十九条规定，发行人证券上市后，保荐机构应当持续督导发行人履行信息披露等义务；第二十八条规定，保荐机构应当在持续督导期间督导发行人履行信息披露的义务，审阅信息披露文件及向证监会、证券交易所提交的其他文件；第二十九条规定，首次公开发行股票的，持续督导的期间为证券上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度，持续督导的期间自证券上市之日起计算；第六十五条规定，发行人在持续督导期间信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，证监会自确认之日起三个月内不再受理保荐机构的推荐，并将相关保荐代表人从名单中去除。

2008年10月17日，证监会又发布了《证券发行上市保荐业务管理办法》，并自2008年12月1日起施行。该管理办法对保荐机构和保荐代表人在IPO公司上市后持续督导期间的信息披露所应承担的职责、监管措施和法律责任等进行了更加明确和严格的规定。由此可见，保荐机构声誉对IPO公司上市后持续督导期间的信息披露质量具有决定性影响，并因此承担相应的法律责任。

国内外学者迄今为止还没有对保荐机构（主承销商）声誉与IPO公司上市后持续督导期间的信息披露质量之间的关系进行过实证研究。笔者以2005～2008年度处于持续督导期间的深市535家IPO公司为研究样本，对保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间的信息披露质量之间的关系进行了实证研究。实证研究结果表明：保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间的信息披露质量之间不存在显著相关关系，即由前十大保荐机构持续督导的IPO公司的信息披露质量并不高于由非前十大保荐机构持续督导的IPO公司的信息披露质量。本文将对高声誉的保荐机构（主承销商）不能利用其优秀人才、丰富资源以及高水平的保荐代表人等优势提高其持续督导的IPO公司信息披露质量的原因作一分析。

二、保荐机构声誉与信息披露质量之间不存在显著相关关系的原因

笔者认为我国保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间的信息披露质量之间不存在显著相关关系的原因体现在以下几个方面：

1. *保荐机构在保荐市场中处于被动地位。*在我国IPO市场中，保荐机构之间对IPO客户的争夺非常激烈。通常情况下，一家公司计划发行上市时，往往有好几家保荐机构参与该项保荐业务的竞争，即使该IPO客户的业绩和质量都很一般，这种激烈的竞争状况也仍然存在。这时，哪家保荐机构能够最终争取到该IPO客户主要取决于保荐机构与该IPO客户的关系，而较小程度上取决于保荐机构的声誉。因此，保荐机构在选择IPO客户方面并没有太大的选择权和主动权。所以由前十大保荐机构保荐的IPO公司的信息披露质量并不一定能高于由非前十大保荐机构保荐的IPO公司的信息披露质量，从而导致了由前十大保荐机构保荐的IPO公司上市后，在持续督导期间的信息披露质量并不一定高于由非前十大保荐机构保荐的IPO公司上市后在持续督导期间的信息披露质量。

2. *缺乏对保荐机构提供优质持续督导服务的激励机制。*根据目前我国证券发行市场中的惯例，保荐机构在保荐一家IPO公司发行上市时，通常会向客户公司收取改制财务顾问费、辅导费用、保荐费用和承销费用。保荐机构在将IPO公司成功保荐发行上市并从公开发行所募集资金中扣除保荐费用和承销费用后，保荐机构和IPO公司之间的有关IPO费用的收取权利和支付义务到此基本上已结清。但是，保荐机构的保

荐职责并没有到此而结束,根据证监会的有关规定,保荐机构还必须在IPO公司的证券上市当年剩余时间及其后两个完整会计年度承担持续督导职责。然而,上市后的持续督导工作作为保荐工作的组成部分并不单独收费,其费用已包括在保荐费用中并已于IPO申报材料报送证监会或者公开发行收到募集资金时支付给了保荐机构。即保荐机构在持续督导期间不会因为其持续督导行为而收到其他任何费用。久而久之,许多保荐机构就会将持续督导工作当作是IPO保荐业务的一项"无回报"工作和义务,在持续督导工作上并不会投入过多的时间和精力,而是将主要精力重新投向新的IPO客户的开发和发行上市上,最终造成由前十大保荐机构持续督导的IPO公司的信息披露质量与由非前十大保荐机构持续督导的IPO公司的信息披露质量并无显著差别。

3. 对保荐机构持续督导违规行为的监督和惩罚力度不够。虽然《证券发行上市保荐业务管理办法》等有关法律法规针对保荐机构持续督导违规行为制定了相应的惩罚措施,但是从我国有关监管部门的实际监管过程来看,对保荐机构的监管和惩罚常常十分"手软",难见严格。监管机构对保荐机构持续督导违规行为的打击,不是虎头蛇尾,就是处罚落空,对保荐机构管理层和保荐代表人的违规行为也常常是以一纸谴责了结,这使得保荐机构持续督导违规行为成本低廉,实际上造成了纵容持续督导违规行为的不良后果。

监管部门对保荐机构的监管举措乏力与我国目前金融体制改革尚未完成有关。在我国证券市场上运作的券商大多是由原国有金融机构组建而来,其背景各异,但均隶属于各级政府,即使实行企业化运作,其官方色彩依旧十分浓厚,也正是由于这一特殊背景,政府监管当局与保荐机构存在共同的利害关系(刘江会,2003)。监管失效的"俘虏理论"表明,不同的利益集团支配了整个的监管过程,并最终使监管机构适应利益集团的利益需要。由此可见,我国保荐机构所代表的各种利益集团及其与有关监管机构之间千丝万缕的利害关系,导致了监管当局很难对保荐机构的持续督导违规行为进行严厉的监管和处罚,从而导致由前十大保荐机构持续督导的IPO公司的信息披露质量不高。

三、政策措施

以上分析表明,在我国IPO市场中,保荐机构由于激烈的市场竞争在选择IPO客户时处于被动地位,证券市场中缺乏对保荐机构提供优质持续督导服务的激励机制,其持续督导违规行为也不会受到严厉的惩罚,这些都导致了我国保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间的信息披露质量之间不存在显著相关关系。因此,要理顺我国保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间的信息披露质量之间的关系,必须采取有针对性的政策措施。本文认为当前有关监管部门的政策措施应体现在以下几个方面:

1. 促进承销费用市场化,建立持续督导费用支付制度。长期以来我国承销费用率一直受到有关监管部门的严格管制,承销费用率的波动幅度被限制在一定的范围之内(1.5%~3.0%),导致高声誉的保荐机构和低声誉的保荐机构的承销费用差别不大,这是我国保荐机构不愿进行声誉资本投资,忽视保荐业务质量,一味追求保荐业务数量的重要原因。因此,要激励保荐机构建立和保持市场声誉、提高保荐业务质量,相关监管部门应放松对承销费用率的管制,并建立市场化的承销服务价格形成机制,通过市场竞争来形成充分反映保荐业务质量和声誉资本价值的承销服务价格,使保荐机构进行声誉投资和提高保荐业务质量能够得到回报和补偿,从而为理顺保荐机构声誉与IPO公司持续督导信息披露质量之间的关系创造必要的前提条件。同时,应建立以持续督导业务质量为判定依据的持续督导费用支付制度,以激励保荐机构提高持续督导业务质量。

2. 进一步落实保荐制度,加强对保荐机构的检查和监督力度。在保荐制度下,保荐机构拥有挑选和推荐企业发行上市的权力,并承担相应的义务,保荐制度的实施是我国证券发行上市进一步市场化的有力举措。自2004年2月1日我国证券发行上市实行保荐制度以来,我国保荐机构在挑选、培育和推荐IPO公司发行上市中发挥了重要作用,从源头上提高了我国上市公司的质量,为我国证券发行市场化和提高证券市场资源配置效率做出了巨大贡献。然而,近年来在保荐制度实施过程中也出现了不少问题。其中较为突出的是有些保荐机构和保荐代表人保荐服务(包括持续督导)的意识不强或执业质量不高,因此,我国有关监管部门有必要加强对保荐机构和保荐代表人持续督导工作的检查和监督力度,从而有利于理顺保荐机构声誉与IPO公司持续督导期间信息披露质量之间的关系。

3. 加大对保荐机构持续督导违规行为的惩罚力度。保荐机构与有关监管部门之间存在千丝万缕的利害关系是导致我国有关监管部门很难对保荐机构的违规行为进行严厉处罚的重要原因。因此,必须促进我国保荐机构股权结构的分散化,引入多元化投资主体。这有利于斩断保荐机构与政府机构之间的利害关系,改变政府监管部门既是监管者又是游戏者的双重角色,促进有关监管部门加大对保荐机构持续督导违规行为的惩罚力度,使保荐机构违规行为的风险和成本增加,从而有利于克服保荐机构的短期机会主义行为,促使保荐机构提高IPO公司持续督导期间的信息披露质量。

主要参考文献

1. 刘立国,杜莹.公司治理与会计信息质量关系的实证研究.会计研究,2003;2

2. 刘江会,尹伯成,易行健.我国证券承销商声誉与企业质量关系的实证分析.财贸经济,2005;3

3. 刘江会,宋瑞波.我国承销商违规失信的表现与原因分析.管理世界,2003;12

4. 王斌,梁欣欣.公司治理、财务状况与信息披露质量——来自深交所的经验证据.会计研究,2008;3