

## 发审委校友关系会否扭曲 IPO 资源配置\*

杨玉龙

**内容提要:**本文考察了在证监会的 IPO 资源配置政策执行过程中,发审委的校友关系可能产生的影响。文中识别了证监会的三项 IPO 资源配置政策:一是产业调节政策;二是区域平衡政策;三是地区诚信政策。实证研究表明,证监会的 IPO 资源配置与上述政策相一致。具体而言,对于国家产业发展不予支持的企业,位于中部地区的企业,以及来自上市公司违规行为高发地区的企业,申请 IPO 时通过发审委审核的概率更低。但是,倘若发审委委员与拟上市企业的高管有校友关系,则可以削弱证监会 IPO 资源配置政策对上述企业过会的不利影响,提高此类企业的审核通过率。在拓展性分析中,本文发现,不同类型的发审委委员所能影响的政策类型亦有差异,且相对于审计师和律师,政府官员类发审委委员对政策的扭曲更为严重。

**关键词:**发审委 校友关系 IPO 政策扭曲

**作者简介:**杨玉龙,浙江工商大学财务与会计学院副教授,310018。

**中图分类号:**F235.92 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2018)07-0096-17

### 一、引言

发审委全称为中国证监会发行与审核委员会,是中国新股发行中最为核心的制度设计,其主要职责是审核拟上市发行股票的公司,换言之,这个机构手握企业上市的“生杀大权”。伴随着我国股票发行审核制度从审批制向核准制的转变,发审委的组织和职能也处在不断发展和变化中。在证券发行制度的探索阶段,发审委的确做出了突出贡献,但同时也产生了寻租、腐败和监管不力等严重问题。其中以“冯小树案”最为典型,案件在中央第七巡视组对证监会开展专项巡视期间事发,其背后牵扯出的浙大“校友生意圈”<sup>①</sup>,则表明发审委的校友关系在证券市场中具有强大影响

\* 基金项目:国家自然科学基金青年基金“新闻传媒双轨制、资讯特征与资本市场信息整合”(71702165);国家自然科学基金青年基金“资本市场中的社会关系及其经济后果研究”(71602112);教育部人文社会科学基金“中国管理会计体系建设研究”(15JJD630008)。

<sup>①</sup> 详情请参阅2017年4月27日《新京报》所刊文章《冯小树与胡丽娟背后的“校友生意圈”》。文中详细描述了冯小树案件背后的浙大校友圈子。冯小树主要通过深圳世方联投资公司来操作获利,世方联的股东除了冯小树的岳母、妻妹以外,非常引人注目目的是胡丽娟。胡丽娟的丈夫施小伟和冯小树是浙江大学同届同系的同学,施小伟同时也是浙江大学校友总会第四届理事会成员。

力,应当对其进行深入探讨。

以发审委为核心而形成的校友关系网络,在中国资本市场上具有特殊地位,它横跨政商两界,直接影响证监会的监管及政策执行。发审委的校友关系网络可以给网络内部的关系人带来利益交换的便利。既有研究在探讨发审委关系时,通常关注发审委委员所供职的中介机构与拟上市公司的业务关系,这种关系可以提高拟上市公司通过发审委审核的概率(陈运森等,2014;杜兴强等,2013;黄亮华、谢德仁,2016)。作为回报,发审委所供职的中介机构可以获取更高的IPO市场份额与更高的服务收费。Yang(2013)发现会计师事务所合伙人在担任发审委委员后,其IPO市场份额和审计收费显著提升,但其客户在IPO之后的业绩显著低于其他公司。翁健英(2013)考察了律师担任发审委委员后对其所在律师事务所的影响,发现在合伙人担任发审委委员后,该律师事务所的IPO市场份额和咨询费用显著提升。这些发现印证了发审委与拟上市公司所进行的利益交易,即参与IPO发行审核的审计师或律师知悉上市公司过审的独特制度知识,可以帮助拟上市公司客户提高过会率,而拟上市公司亦愿意以较高的审计收费或法律咨询费用购买此种知识。

发审委委员与上市公司基于社会关系网络的利益交易会带来诸多不利后果。已有文献主要从微观视角探讨发审委的社会关系网络对投资者利益的损伤。陈运森等(2014)发现,拥有会计师类发审委关系的公司在IPO之后的业绩和成长性反而更差,具有发审委背景的中介机构只是对企业进行了暂时的“包装”,帮助企业上市且成功欺骗了投资者。杜兴强等(2013)亦发现具有发审委关系的拟上市公司IPO之后的业绩相对于IPO之前的业绩出现了更大程度的下滑。但是,尚未有文献考察发审委的校友关系网络对于宏观经济政策的影响。证监会主要通过对IPO资源的配置来配合国家的宏观经济政策,尤其是产业扶持政策与区域发展政策,而发审委会议审核是遴选上市公司最重要的一环,探讨发审委的校友关系网络对于证监会的IPO资源配置政策是否会有不利影响,具有重要的理论意义与现实意义。

本文将从发审委的角度来探讨校友关系网络对证监会的IPO资源配置的影响。之所以关注校友关系网络,是因其形成于发审委委员和拟上市公司高管工作之前,对证券发行审核而言是外生变量,不受证监会回避制度影响。已有文献在探讨发审委的社会关系网络时,主要是探讨发审委委员所在中介机构与拟上市公司的业务关系。此类关系往往形成于公司启动上市进程之后,可能存在一定的内生性问题,并且这种关系与证监会的回避制度相违背,在发审实践中受到诸多限制。之所以从发审委的角度来探讨校友关系网络,主要有两点原因:(1)本文将对证监会的发审委回避制度的完善给予政策建议,从发审委的角度考察校友关系网络是这一研究意图的自然延伸。(2)发审委委员通常要参与多家公司的发行审核(审核超过百家的发审委委员亦不罕见),在现实中发审委处于强势地位,以发审委来标记这种关系便于本文随后的论述与说明。

本文发现发审委的校友关系网络会扭曲证监会的IPO资源配置政策。本文识别了证监会的三项IPO资源配置政策。一是产业调节政策。出于淘汰落后技术与过剩产能的目的,证监会对国家产业发展不予支持的行业IPO与再融资实施限制政策。二是区域平衡政策。为实现区域经济发展平衡,证监会对西部企业优先审核,实施“即报即审、审过即发”的绿色通道政策,而对中东部企业的审核则更为严格。三是地区诚信政策。不同地区的上市公司诚信度有极大差别,出现过重大诚信问题的地区将受到监管机构的严防死守,而运营与财务整体规范的地区将受到监管机构支持,IPO资源配置因之产生倾斜。本文发现证监会的IPO资源配置与上述产业调节政策、区域平衡政策与地区诚信政策相一致。具体而言,对于国家产业发展不予支持的公司、位于中部地区的公司、所在地区证券违规现象严重的公司,通过发审委审核的概率更低(过会率更低)。

但是,倘若发审委委员与拟上市公司高管具有校友关系,则可以削弱证监会 IPO 资源配置政策对其过会的不利影响,提高此类企业的过会率,即发审委的校友关系扭曲了证监会的 IPO 资源配置政策。在拓展性分析中,本文发现,不同类型的发审委委员所能影响的政策类型亦有差异。会计师类发审委委员主要影响的是证监会的地区诚信政策,律师类发审委委员主要影响的是产业调节政策和区域平衡政策,而政府官员类发审委委员对证监会 IPO 资源配置政策的影响则是系统性的,可以同时影响产业调节政策、区域平衡政策和地区诚信政策。

本文可能存在以下边际贡献。

首先,本文拓展了宏观经济政策与微观个体行为相关的研究。已有研究非常关注宏观经济政策对微观企业(个体)行为的影响(靳庆鲁等,2012;饶品贵、姜国华,2013),我们则从反向视角探讨微观个体行为如何反过来影响宏观经济政策的执行。本文发现发审委委员与上市公司高管基于校友关系而构建的利益集团会影响证监会的 IPO 资源配置政策,这说明宏观经济政策对微观个体行为的影响并非是单向的,微观个体出于自身利益考虑会有选择地或有差别地执行宏观经济政策。这有助于我们重新审视一个经典的公共政策问题:“政策在执行过程中何以会受到扭曲以致失效”,以往研究通常将政策扭曲归结为中央政府与地方政府的利益冲突,本文则表明基于校友关系网络的利益集团的谋利行为也是政策扭曲一个重要原因,但有待进一步的研究和探讨。

其次,本文对发审委委员与拟上市公司高管构建的校友关系网络进行了考察,实证论证了发审委的校友关系网络对证监会政策执行的不利影响,这有助于增进我们对发审委回避制度实施效果的认知。中国证监会 2017 年第 1 号公告《关于加强发审委委员履职回避管理的规定》详细列示了 10 种因发审委个人社会关系及所在单位业务关系而可能产生的回避情形。规则不可谓不严密,然而,发审委委员利用自身权力与信息优势,借他人名义持有、买卖股票谋取巨额利益的行为屡禁不止,且鲜有发审委委员被明确问责。本文认为,发审委的校友关系网络能够破坏回避制度,扭曲证监会的政策执行。这意味着,倘若无法破除校友关系网络,那么,单纯依赖正式的立法与管制将很难真正带来公正、公平、公开的 IPO 资源配置。

最后,本文拓展了资本市场中社会关系网络相关的研究。以往文献在探讨发审委的社会关系网络时,主要关注两个问题:一是发审委关系对关系人双方带来的好处(Yang, 2013; 黄亮华、谢德仁, 2016; 翁健英, 2013),二是该类关系对关系外部投资者带来的损失(陈运森等, 2014; 杜兴强等, 2013)。这两类研究主要探讨的是微观问题,很少有文献从宏观视角来探讨资本市场中的社会关系网络。本文考察了社会关系网络对宏观经济政策的影响,发现社会关系网络承载的私有信息交易,不仅损害投资者个体利益,对国家政策也有系统性的不利影响,这便将资本市场中社会关系网络相关的研究拓展至宏观领域,有助于我们重新审视社会关系网络研究的政策价值。

## 二、理论分析与研究假说

### (一)证监会的 IPO 资源配置政策

中国的证券市场在建立之初即承担改革重任,中央政府推出证券市场的初衷是通过证券市场的筹资功能为国企解决资金问题,帮助国企脱困。证监会作为中央政府直属部门,必然要配合政府的这一政策。随着证券市场的逐步发展,证监会亦开始重视对投资者利益的保护,但执行国家改革政策的基因则一直存续。譬如,2016 年 9 月 9 日,中国证监会发布《关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》,核心内容是为中国 592 个贫困县 IPO 免除排队,即开放绿色通道,

让贫困地区企业能够上市筹资。由这一文件我们可以看到,证监会执行国家政策主要通过其 IPO 资源配置功能完成,具体形式是根据国家政策方针来制定具体的 IPO 资源配置政策。当然,国家政策的规划期限有长短之分,既有权宜性的短期政策,也有常态化的远期政策,证监会的 IPO 资源配置政策也因此划分为权宜性政策和常态化政策两类。本文主要探讨三类常态化的证监会 IPO 资源配置政策,具体包括产业调节政策、区域平衡政策和地区诚信政策。

产业调节政策,即出于淘汰落后技术与解决过剩产能的目的,证监会对国家产业发展不予支持行业的 IPO 与再融资实施限制政策。新中国成立以后,我国在国家发展方面一直实行赶超策略,通过扭曲产品和生产要素的相对价格,降低重工业发展的成本,实现重工业相对于其他行业的优先增长(林毅夫等,1994)。改革开放以后,尽管国家调整了发展战略,开始注重农业和轻工业的发展,但选择性地支持部分产业以使其优先发展的手段仍被保留,指导性的产业政策仍然对金融资源配置的流向发挥着强大的影响力(陈冬华等,2010)。证监会在 IPO 审核中密切关注产业政策发展动向,并以制度的形式在《首次公开发行股票并上市管理办法》中规定“募集资金投资项目应当符合国家产业政策”,对于募集资金投向不符合国家产业政策的,不予核准其发行申请。

区域平衡政策,即出于区域经济发展平衡的需要,证监会对西部企业优先审核,实施“即报即审、审过即发”的绿色通道政策,对中东部企业的审核则要更为严格。1999年9月中共十五届四中全会提出了“西部大开发战略”,意在促进我国区域经济协调发展,缩小东西部地区发展差距。西部地区范围涵括云南、四川、贵州、陕西、甘肃、宁夏、新疆、青海、西藏、重庆、内蒙古和广西共12个省、直辖市、自治区。证监会在 IPO 资源配置中明确贯彻落实西部大开发战略,积极支持西部地区符合条件的企业上市融资(姜洋,2012)。2012年8月,证监会发布的《发行监管部就首次公开发行股票深交所申报企业基本信息情况表》中,将西部12个省区市及比照执行的地区首发在审企业以“\*”号标出,以示其受到特殊的政策优待,证监会的 IPO 审核优先向西部企业倾斜(周俊生,2012)。

地区诚信政策,即不同地区的上市公司诚信度有极大差别,出现过重大诚信问题的地区将受到监管机构的严防死守,而运营与财务整体规范的地区将受到监管机构的鼓励与支持, IPO 资源配置因之产生倾斜。频繁的上市公司违规和违法事件,会降低证券监管机构的声誉,甚至可能影响主要官员的仕途。证监会有动机选择有诚信、运营规范的上市公司(陈冬华等,2008)。但是,地方政府出于地方经济发展的目的,则可能配合或包庇拟上市公司的财务造假与欺诈上市等行为(柯文洁,2016)。此时,证监会可以利用手中的 IPO 资源配置权力来影响在上市公司中拥有巨大利益和权力的地方政府,迫使地方政府承担起责任,尽量减少公司违规和违法行为的发生频率(陈冬华等,2008)。对公司违规和违法行为频发的地区,收紧 IPO 审核以示惩罚;对公司运营规范、诚信良好的地区,放宽 IPO 审核以示奖励。这使证监会在对拟上市公司财务核查时有明显的地域倾斜,对出现过严重造假事件的地区严防死守。譬如,在绿大地、胜景山河和万福生科等案例之后,云南和湖南等地企业在资本市场的诚信度受到了很大的影响,其受到的 IPO 财务核查压力非常大。相反,江苏的上市公司则被认为相对规范,所受核查压力也相对较小(姜江,2013)。

综上,本文提出假说 H1。

假说 H1:对于国家产业发展不予支持或拟上市公司,位于非西部地区的拟上市公司,或所在地区违规现象严重的拟上市公司,通过发审委审核的概率更低。

## (二)发审委的校友关系网络与证监会的 IPO 资源配置政策

新兴资本市场中存在严重的信息匮乏问题,这种信息匮乏实质上是一种制度匮乏(Khanna 等,

2010)。在新兴市场开展商业活动,信息匮乏一方面增加了交易双方的交易费用,另一方面也为减少信息不对称的渠道带来了创造财富的机会。因此,新兴资本市场上的参与者有强烈动机发掘各种私有信息渠道。社会关系网络是新兴资本市场中私有信息传递的重要渠道。我国经济尚处于转轨之中,社会亦处在“由身份到契约”的转变过程中,基于身份的社会关系网络仍广泛存在。社会关系网络对企业运营意义重大。举例而言,政府可以为企业运营提供融资便利(Charumilind等,2006;Khwaja和Mian,2005)和税收优惠(Adhikari等,2006)。因此,企业往往有动机谋求政商交易,但此种交易无法向外界公开,故而企业通常借助高管与政府官员的社会关系网络实现,这有利于管理层将企业私有信息控制在小范围内传递,沟通方式也更加隐蔽,减少了对企业不利的舆论指责。

具体到我国现有制度背景,社会关系网络还是一种良好的契约监督机制。我国社会传统上具有乡土特色,交易呈现小群体的特点,等级和身份对界定产权、完成交易起到了重要作用(韦伯,1995)。在我国资本市场上,从监管者到从业者,从上市公司高管到信息中介,通常都接受过高等教育,他们借由“校友会”或“金融论坛”等组织形式构建了紧密的社会关系网络。在这种社会关系网络中,他们的身份和社会资本可以被视作一种信用抵押,能够减少校友间交易的违约行为。譬如,更少地向监管部门告发或向其他交易方泄露信息。违约者面临的不仅仅是单次交易的经济后果,更重要的是,违约往往意味着丧失了与校友网络中所有成员未来进行交易的机会。

我国证券发行审核过程并不透明,这使得“如何通过发行审核”变成了一种不可公开观测的私有信息。具体而言,在发行审核过程中存在三种不透明的情况(杜兴强等,2013):一是反馈机制不透明,拟上市公司在接受预审和聆讯以后,仅能得到通过或继续整改的简单指示,无法获知问题的实质;二是初审报告不公开,初审报告会影发审委委员对公司过会的看法,但初审报告的内容与结论并不公开;三是未过会原因披露不全,早期证监会并不公开未过会原因,近年来有所改观,但披露的原因往往非常简单,并不足以帮助拟上市公司理解其问题的真正所在。这些不透明的情形,为发审委委员掌握私有信息提供了制度土壤。体现在发审实践中,发审委对于公司的上市申请抑或增发、配股申请进行审核时,并无一定之规,需要根据企业的具体财务状况、技术条件、行业属性及国家政策导向进行灵活判断。换言之,发审委所依据的是一组特殊知识(Specific Knowledge)或者私有知识(Private Knowledge)。

需要强调的是,“如何规避证监会的IPO资源配置政策”也属于发审委所掌握的私有信息。证监会需要落实的国家政策通常不是单一的政策,而是多元的政策。尽管本文识别了三项IPO资源配置中的长期政策,但亦有诸多短期政策需要证监会落实,譬如近年来的去产能、扶贫政策,以及早些年的支持民营企业上市融资政策。不同政策之间实际上会存在冲突,比如来自西部地区的落后技术企业,或者不符合国家产业政策的贫困地区企业等。发审委委员更清楚特定时间点上证监会IPO资源配置的具体风向,能够指导拟上市公司在上市申请时根据当前政策方向强调有利于自身的一面,而模糊掉不利于自身过会的其他方面。

上述私有信息的公开传递成本很高,很难进行制度化的监督与约束,除极少数财务数据可以相对清晰地规定,其他信息很难通过公开渠道获取。因此,拟上市公司有动机向发审委委员购买此类可以帮助其过会的私有信息。然而,私有信息交易是证监会严令禁止的,倘若发审委委员意图通过私有信息交易谋利,则需要建立一种治理机制,减少信息外泄与被人告发的风险。

社会关系网络通过身份抵押提供了这一治理机制。社会关系网络内部成员一旦违约,譬如向

内部成员提供虚假信息、向外部成员泄露信息或者向监管部门举报,则会被逐出“圈子”,亦丧失了与内部成员未来进行互利交易的可能。2010 年 10 月 9 日,《经济观察报》刊文“中国投资界烙下校友印记,大学圈子自成体系”,引用了五道口(清华大学五道口金融学院)校友李旭利的陈述,“在这个圈子里,你可以不说话,但如果说就绝对不能骗人,如果骗人,很快你就会搞臭名声”,“五道口的同学沟通时大家的防备心都是很低的,彼此之间更为信任,没有人会有意识地骗人”。这一陈述在某种程度上反映了校友关系网络的治理效力。因此,发审委的校友关系网络可以承载上述私有信息交易,向拟上市公司提供规避证监会 IPO 资源配置政策的信息,削弱产业政策不支持、地处中东部地区和违规严重地区对拟上市公司过会率所带来的不利影响。

据此,我们提出假说 H2。

假说 H2:发审委的校友关系网络能够削弱证监会 IPO 资源配置政策对拟上市公司通过发行审核所带来的不利影响,即扭曲证监会的 IPO 资源配置政策。

### 三、研究设计

#### (一)数据来源与样本选取

本文所使用的数据及其来源包括:(1)发审委委员及其审核企业明细数据,主要由作者手工搜集得到。历届发审委委员名单可以由证监会官网获得,而后通过逐一网络搜索可以识别其教育背景与任职单位信息。拟上市公司审核明细情况则需要综合证监会官网披露的发审委会议公告与 Wind 资讯数据库整理得到。(2)国家产业政策数据,参考已有文献(陈冬华等,2010;祝继高等,2015),由历次“五年计划(规划)”文件中识别出国家产业政策重点支持与非重点支持的行业,而后手工整理成表。(3)拟上市公司基本情况与高管数据,综合拟上市公司的招股说明书与 CSMAR 提供的首次公开发行业务数据库整理得到,其中高管的教育背景信息逐一通过网络搜索获取。(4)区域制度环境指数相关数据,取自《中国分省份市场化指数报告(2016)》(王小鲁等,2017)。(5)其他数据均来自 CSMAR 数据库。

本文以手工搜集的 2003—2014 年发审委及其审核企业明细数据为基础,共计 17033 个观测(每一条观测均对应着一位发审委委员与一家申请首发、增发或配股的公司),将之与国家产业政策数据、拟上市公司相关数据、区域经济与制度环境数据合并,而后删除与增发、配股相关的观测,最终得到 12527 个观测,涵括了发审委对 1520 个拟上市公司 IPO 申请的审核明细。本文采用缩尾(Winsorization)的方法对极端值进行处理,对变量中所有小于 1% 分位数(大于 99% 分位数)的观测,令其等于 1% 分位数(99% 分位数)。

#### (二)变量定义与测量

本文主要涉及四大类变量:发审委校友关系网络变量、证监会 IPO 配置政策相关变量、拟上市公司基本特征相关变量、区域经济与制度环境相关变量。下面将择取计量方案较为复杂的变量予以详述,其余变量及其计量方案则以表格形式列出。

##### 1. 发审委的校友关系网络

本文通过手工整理加计算机识读的方法,构造了发审委委员与拟上市公司高管的校友关系网络变量,步骤为:(1)手工搜集两个数据集。一是历届发审委委员的教育背景信息,这一数据包括主板和创业板发审委委员等,截至 2014 年共计 234 人,教育背景数据缺失率为 2.91%;二是 2003—2014 年所有拟上市公司高管及其教育背景信息,共计 28085 人,教育背景数据缺失率为

20.63%。(2)使用计算机对上述两张数据表按照毕业院校进行双向匹配,统计发审委与拟上市公司的校友链接。在统计过程中我们不区分本科、硕士或博士毕业院校,只要有一项院校相同即识别发审委与高管有校友链接。由于一个发审委委员可能与某一拟上市公司的多个高管有校友关系,因此,我们以发审委委员与公司所有高管匹配后的校友链接累计数量来测量发审委委员与拟上市公司的校友关系网络。通过这一步,我们获取了59835个发审委委员与拟上市公司的校友关系数据。(3)将上一步所获校友关系数据与发审委审核企业明细数据进行匹配。上一步所获校友关系数据没有考虑发审委委员是否参与了拟上市公司的发行审核,只是指明了二者之间有校友链接。我们将上一步所获数据与发审委委员及其审核企业明细数据进行匹配后,可以识别出发审委委员与其审核的企业是否有校友链接,以及校友链接的数量。

本文将发审委的校友关系网络定义为发审委委员与其审核的拟上市公司所有高管之间的校友链接数量,记为  $FswNetwork$ ,链接数量越多,则发审委委员与该公司的关系越紧密。

## 2. 证监会的 IPO 资源配置政策

本文识别了证监会的三项 IPO 资源配置政策:产业调节政策、区域平衡政策和地区诚信政策,下面分别论述三项政策的具体计量过程。(1)产业调节政策。本文参考已有文献的计量方法(陈冬华等,2010;祝继高等,2015),采用“五年计划(规划)”中关于行业的发展规划来衡量产业政策。本文从中央对历次“五年计划(规划)”的建议中识别出国家产业政策重点支持的行业与非重点支持的行业并汇总成表1。若拟上市公司所处行业不是国家产业政策支持的行业(即“非产业政策支持行业”),则  $NonSupport$  取1,反之取0。(2)区域平衡政策。中国西部地区包括陕西、四川、云南、贵州、广西、甘肃、青海、宁夏、西藏、新疆、内蒙古、重庆共十二个省、自治区和直辖市,证监会对西部地区拟上市公司审核时有政策倾斜。若上市公司并非来自西部地区(即“非西部地区公司”),则  $NonWest$  取1,反之取0。(3)地区诚信政策。本文以CSMAR所提供的上市公司违规数据库为基础,统计出每一省级行政区域内,自有公司上市以来至该拟上市公司发行审核前一年,发生过违规行为的上市公司占该省(自治区、直辖市)所有上市公司的比例,记为  $Prov\_Violat$ ,比例越高则意味着在证监会的评价中该地区诚信度越低。

表1 “五年计划(规划)”与重点支持行业

规划期间	十五规划(2001—2005)	十一五规划(2006—2010)	十二五规划(2011—2015)
A01 农业	重点支持	重点支持	重点支持
A03 林业	重点支持	重点支持	重点支持
A05 畜牧业	重点支持	重点支持	重点支持
A07 渔业	重点支持	重点支持	重点支持
A09 农、林、牧、渔服务业	重点支持	重点支持	重点支持
C43 化学原料及化学制品制造业	重点支持		
C51 电子元器件制造业	重点支持	重点支持	
C67 有色金属冶炼及压延加工业	重点支持		
C71 普通机械制造业	重点支持		
C73 专用设备制造业			重点支持
C78 仪器仪表及文化、办公用机	重点支持		
C81 医药制造业	重点支持		

续表 1

规划期间	十五规划(2001—2005)	十一五规划(2006—2010)	十二五规划(2011—2015)
C85 生物制品业	重点支持	重点支持	
D01 电力、蒸汽、热水的生产和	重点支持		重点支持
D03 煤气生产和供应业			重点支持
F01 铁路运输业		重点支持	重点支持
F03 公路运输业		重点支持	重点支持
F05 管道运输业		重点支持	重点支持
F07 水上运输业		重点支持	重点支持
F09 航空运输业		重点支持	
F11 交通运输辅助业		重点支持	
F19 其他交通运输业		重点支持	
G81 通信及相关设备制造业		重点支持	
G85 通信服务业		重点支持	重点支持
G87 计算机应用服务业		重点支持	重点支持
I01 银行业		重点支持	重点支持
I11 保险业		重点支持	重点支持
I21 证券、期货业		重点支持	重点支持
I31 金融信托业		重点支持	重点支持
I41 基金业		重点支持	重点支持
I99 其他金融业		重点支持	重点支持
J01 房地产开发与经营业	重点支持		
K01 公共设施服务业	重点支持		
K34 旅游业	重点支持	重点支持	重点支持

### 3. 变量汇总

除上述变量计量方案比较复杂,单独论述其计量程序外,本文所用其他变量均有成熟的计量方案,我们将实证检验所需用到的全部变量及其计量方案汇总于表 1 之中。

#### (三)模型设定

本文使用如下模型来检验本文的研究假说:

$$\begin{aligned}
 Pass = & \alpha + \beta_1 \times IpoPolicy + \beta_2 \times IpoPolicy \times FswNetwork + \beta_3 \times FswNetwork \\
 & + \sum \beta_j \times Controls + \sum \beta_k \times Year + \sum \beta_l \times Ind + \varepsilon
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

本文以模型(1)来检验假说 H1、H2。其中, *IpoPolicy* 代表证监会的 IPO 资源配置政策,在具体回归中,我们将分别代入 *NonSupport*、*NonWest* 和 *Prov\_Violat* 进行分析。*FswNetwork* 是发审委的校友关系网络,将其与 *IpoPolicy* 的交叉项引入模型(1),意在探讨发审委的校友关系网络对证监会 IPO 资源配置政策的调节作用。*Controls* 代表一系列控制变量,其选择参考了已有文献(陈东华等,2008;陈运森等,2014;杜兴强等,2013),详见表 2。

表 2 变量定义和描述

变量名称	变量代码	变量定义
因变量		
审核通过	<i>Pass</i>	若拟上市公司审核通过则取 1, 否则取 0
解释变量		
发审委的校友关系网络	<i>FsuNetwork</i>	发审委委员与其审核的拟上市公司所有高管之间的校友链接数量
产业调节政策	<i>NonSupport</i>	若拟上市公司所处行业不是国家产业政策支持的行业则取 1, 否则取 0
区域平衡政策	<i>NonWest</i>	若拟上市公司所处地区不是西部地区则取 1, 否则取 0
地区诚信政策	<i>Prov_Violat</i>	拟上市公司所处省级行政区域内自有公司上市以来至该公司审核前一年, 发生过违规行为的上市公司占该省(自治区、直辖市)所有上市公司的比例
控制变量		
公司运营年限	<i>EstAge</i>	拟上市公司成立至申请上市时的运营年限
民营企业	<i>Private</i>	若拟上市公司为民营企业则取 1, 否则取 0
牛市	<i>Soar</i>	若发审会议召开日处于牛市区间* 则取 1, 否则取 0
资产净利率	<i>Roe</i>	发审前三年公司资产负债率均值
营业收入增长率	<i>Comgrow</i>	发审前三年公司营业收入增长率均值
公司规模	<i>Size</i>	发审前三年公司资产总值的自然对数均值
资产负债率	<i>Lev</i>	发审前三年公司资产负债率均值
地区生产总值	<i>ProvGDP</i>	分省份统计的国内生产总值取自然对数
地区经济增长率	<i>ProvGDPgrow</i>	分省份统计的国内生产总值增长率
地区财政宽松度	<i>Finance_Mean</i>	当地财政收支差额按当地人口平均后的自然对数, 若人均均为负则取绝对值后再计算其自然对数并乘以 -1
地区人口规模	<i>ProvPOP</i>	分省份统计的人口总数取自然对数
市场化程度指数	<i>Mkt_Index</i>	衡量中国各省级行政区市场化程度
政府干预指数	<i>Gov_Index</i>	衡量中国各省级行政区政府干预程度
法制环境指数	<i>Law_Index</i>	衡量中国各省级行政区法制健全程度

注: \* 表示 1990 年至今牛市熊市区间一览表。因为篇幅所限, 不再列示, 但留存备案。

## 四、统计分析和实证结果

### (一) 描述性统计

#### 1. 发审委委员的毕业院校分布情况

本文手工搜集了截至 2014 年的历届发审委委员的教育背景信息, 共计 234 人, 但是由于同一发审委委员可能会在不同的院校攻读本科、硕士或博士学位, 我们按照如下原则进行统计处理。倘若某发审委委员本科、硕士或博士就读于同一院校, 我们将之处理为 1 个“发审委委员—毕业院校”观测; 倘若发审委委员本科、硕士或博士就读于三所不同院校, 我们将之处理为 3 个“发审委委员—毕业院校”观测; 其他情况类推。最后, 我们统计这 234 人有 388 个不重复的“发审委委员—

毕业院校”观测。我们按照培养发审委委员的数量对各个高校进行排名,表 3 列示了前 20 名高校及其培养的发审委委员数量。可以看到,我国发审委委员毕业院校以具有财经、法学专业优势的高等院校为主,并存在明显的聚集现象,前 20 名高校培养了本文样本中半数以上的发审委委员。

表 3 发审委委员毕业院校前二十名分布

排名	高校名称	委员数	样本占比(%)	委员累计数	累计样本占比(%)
1	北京大学	36	9.28	36	9.28
2	中国人民大学	32	8.25	68	17.53
3	清华大学	18	4.64	86	22.16
4	上海财经大学	15	3.87	101	26.03
5	厦门大学	13	3.35	114	29.38
6	中国政法大学	11	2.84	125	32.22
7	中央财经大学	11	2.84	136	35.05
8	复旦大学	7	1.80	143	36.86
9	华东政法大学	7	1.80	150	38.66
10	浙江大学	7	1.80	157	40.46
11	中南财经政法大学	7	1.80	164	42.27
12	湖南大学	6	1.55	170	43.81
13	中国科学院	6	1.55	176	45.36
14	中国社会科学院	6	1.55	182	46.91
15	财政部财政科学研究所	5	1.29	187	48.20
16	吉林大学	5	1.29	192	49.48
17	南开大学	5	1.29	197	50.77
18	上海交通大学	4	1.03	201	51.80
19	西南财经大学	4	1.03	205	52.84
20	中国人民银行研究生部	4	1.03	209	53.87

资料来源:作者根据相关资料整理而得。

## 2. 变量总体描述性统计

表 4 列示了本文主要变量的描述性统计结果。平均而言,拟上市公司的过会率达到 79.7%,当然因为不同时期发审委的审核尺度有较大差异,Pass 变量的标准差也比较大。发审委的关系网络的均值是 0.115,这表明发审委委员及其审核企业存在校友联系的现象虽不普遍,但确实有一定比例。NonSupport 的均值为 68.8%,表明非国家产业支持的行业中拟上市公司仍占多数。NonWest 的均值为 90%以上,则说明尽管西部地区享有政策大力支持,但相对于其占据的 71%的国土面积,西部拟上市企业数量仍然较少。

### (二) 回归分析

本文采用模型(1)来研究证监会 IPO 资源配置政策对拟上市公司发行审核通过率的影响,以及发审委的校友关系网络对证监会 IPO 资源配置政策的影响,以 Probit 回归对之进行系数估计。由表 5 可以看到,国家产业发展不予支持的公司、位于非西部地区的公司,以及所在地区频繁出现公司违规现象的公司,通过发审委审核的概率更低,支持了本文的假说 H1。而发审委的校友关系

网络会弱化产业调节政策与地区诚信政策对于拟上市公司过会的不利影响。这与本文的研究假说 H2 基本一致,唯一例外的是区域平衡政策,发审委的校友关系网络似乎对之不起作用。此外,发审委的校友关系网络本身可以为拟上市公司带来更高的过会率。

表 4 变量总体描述性统计

变量	样本数	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
<i>Pass</i>	12527	0.797	1.000	0.403	0.000	1.000
<i>FswNetwork</i>	12527	0.115	0.000	0.388	0.000	2.000
<i>NonSupport</i>	12527	0.688	1.000	0.463	0.000	1.000
<i>NonWest</i>	12527	0.901	1.000	0.299	0.000	1.000
<i>Prov_Violat</i>	12527	0.316	0.301	0.128	0.107	0.714
<i>EstAge</i>	12527	10.148	9.000	5.009	1.000	29.000
<i>Private</i>	12527	0.742	1.000	0.437	0.000	1.000
<i>Soar</i>	12527	0.265	0.000	0.442	0.000	1.000
<i>Roe</i>	12527	0.278	0.279	0.105	0.089	0.656
<i>Comgrow</i>	12527	0.135	0.144	0.189	-0.214	0.881
<i>Size</i>	12527	20.126	20.078	1.182	18.326	24.976
<i>Lev</i>	12527	0.499	0.498	0.135	0.156	0.813
<i>ProvGDP</i>	12527	9.949	9.974	0.711	7.633	11.043
<i>ProvGDPgrow</i>	12527	0.163	0.165	0.048	0.051	0.263
<i>Finance_Mean</i>	12527	13.602	13.638	0.669	12.008	14.992
<i>ProvPOP</i>	12527	8.573	8.721	0.622	6.767	9.268
<i>Mkt_Index</i>	12527	9.501	9.870	1.813	4.880	11.800
<i>Gov_Index</i>	12527	9.195	9.460	0.964	5.440	10.650
<i>Law_Index</i>	12527	12.128	12.590	5.341	3.150	19.890

表 5 发审委的校友关系网络与证监会的 IPO 资源配置政策

变量	审核通过		变量	审核通过		变量	审核通过	
	发审委的校友关系网络与产业调节政策			发审委的校友关系网络与区域平衡政策			发审委的校友关系网络与地区诚信政策	
	系数	Z 值		系数	Z 值		系数	Z 值
<i>Intercept</i>	1.4041***	6.1221	<i>Intercept</i>	1.2451***	5.4905	<i>Intercept</i>	1.4412***	6.2435
<i>NonSupport</i>	-0.058***	-4.63	<i>NonWest</i>	-0.034**	-2.284	<i>Prov_Violat</i>	-0.242**	-2.385
<i>NonSupport * FswNetwork</i>	0.0362*	1.9319	<i>NonWest * FswNetwork</i>	-0.052	-1.45	<i>Prov_Violat * FswNetwork</i>	0.3643*	1.8737
<i>FswNetwork</i>	0.0507***	3.3986	<i>FswNetwork</i>	0.1247***	3.6333	<i>FswNetwork</i>	0.0436**	2.4056
<i>EstAge</i>	-0.002***	-2.707	<i>EstAge</i>	-0.01***	-13.87	<i>EstAge</i>	-0.002***	-2.711
<i>Private</i>	0.0446***	4.8952	<i>Private</i>	0.0537***	6.6552	<i>Private</i>	0.0431***	4.7312
<i>Soar</i>	0.041	1.2466	<i>Soar</i>	-0.028	-1.096	<i>Soar</i>	0.0468	1.4251

续表 5

变量	审核通过		变量	审核通过		变量	审核通过	
	发审委的校友关系网络与产业调节政策			发审委的校友关系网络与区域平衡政策			发审委的校友关系网络与地区诚信政策	
	系数	Z 值		系数	Z 值		系数	Z 值
<i>Roe</i>	0.0003	0.8345	<i>Roe</i>	0.0003	0.6791	<i>Roe</i>	0.0002	0.5201
<i>Comgrow</i>	0.029	1.456	<i>Comgrow</i>	0.057***	2.593	<i>Comgrow</i>	0.026	1.308
<i>Size</i>	0.013***	3.108	<i>Size</i>	0.001	0.2249	<i>Size</i>	0.013***	3.871
<i>Lev</i>	-0.006	2.0753	<i>Lev</i>	-0.008	-0.025	<i>Lev</i>	-0.005*	1.7175
<i>ProvGDP</i>	-0.078***	-3.691	<i>ProvGDP</i>	-0.036*	-1.836	<i>ProvGDP</i>	-0.087***	-4.097
<i>ProvGDPgrow</i>	0.2051	1.2705	<i>ProvGDPgrow</i>	-0.16	-1.083	<i>ProvGDPgrow</i>	0.1718	1.0565
<i>Finance_Mean</i>	-0.008	-0.532	<i>Finance_Mean</i>	-0.053***	-3.58	<i>Finance_Mean</i>	-0.012	-0.76
<i>ProvPOP</i>	0.0471**	2.4867	<i>ProvPOP</i>	0.0663***	3.8766	<i>ProvPOP</i>	0.058***	2.9664
<i>Mkt_Index</i>	0.0701***	6.2461	<i>Mkt_Index</i>	0.0542***	5.1909	<i>Mkt_Index</i>	0.0751***	6.5821
<i>Gov_Index</i>	-0.017*	-1.783	<i>Gov_Index</i>	-0.011	-1.299	<i>Gov_Index</i>	-0.021**	-2.184
<i>Law_Index</i>	0.014***	5.684	<i>Law_Index</i>	0.011***	-4.809	<i>Law_Index</i>	0.015***	6.047
年份	控制	控制	年份	控制	控制	年份	控制	控制
行业	控制	控制	行业	控制	控制	行业	控制	控制
LR $\chi^2$	9.3587	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	14.585	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	9.2287	Pr < 0.001
样本数	12527		样本数	12527		样本数	12527	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0862		Pseudo R <sup>2</sup>	0.1016		Pseudo R <sup>2</sup>	0.0851	

注:回归分析控制了年份和行业的固定效应。\*\*\*、\*\*和\*分别表示检验在1%、5%和10%的水平下显著,下表同。

### (三)对区域平衡政策的进一步测试

在表5的回归分析中,我们未发现发审委的校友关系网络对区域平衡政策有显著影响,可能的原因是非西部企业 *NonWest* 的构成太过复杂,我们将非西部企业细分为中部地区企业、东北地区企业和东部地区企业,而后使用模型(1)分别回归。

我们将来自西部地区12个省(区、市)的拟上市公司定义为西部地区企业,记为 *West*,若企业为西部企业则 *West* 取1,否则取0。中部地区包括山西、河南、安徽、湖北、江西、湖南6个省份,我们将来自这6个省份的拟上市公司定义为中部地区企业,记为 *Central*,若企业为中部企业则 *Central* 取1,否则取0。东北地区包括黑龙江、吉林和辽宁3个省份,若拟上市公司来自该地区,则令 *NorthEst* 取1,否则取0。其他企业定义为东部企业,记为 *East*,若企业为东部企业则 *East* 取1,否则取0。我国在改革开放前期一直实行非均衡的区域发展策略:东部凭借其优势区位条件率先发展,积累了巨大的经济总量;西部地区则享有国家政策倾斜,实现了较快的经济增速;中部地区在市场经济发展方面落后于东部,在国家资源分配政策方面又落后于西部,导致其经济总量和总体发展水平低于东部地区,发展势头和发展速度又不如西部地区。这便是所谓的“中部塌陷”(杨胜刚、朱红,2007)。

表6分别列示了证监会对不同地区企业在IPO资源配置方面的差异。可以看到,证监会对西部企业的确有倾斜,对东部企业也有所偏好。值得注意的是,证监会对中部企业的IPO资源配置是有限制的,来自中部地区的上市公司审核通过率较低,这与“中部塌陷”的区域发展现象一致。

但是,发审委的校友关系网络此时可以起到调节作用,弱化出身中部给拟上市公司带来的不利影响。东北企业在过审时似乎也受到限制,但发审委关系并不起作用。综上所述,发审委的校友关系网络还是可以影响证监会在 IPO 资源配置方面的区域平衡政策。

表 6 发审委的校友关系网络与证监会 IPO 资源配置的区域平衡政策

Panel A					
变量	审核通过		变量	审核通过	
	发审委的校友关系网络与东部企业			发审委的校友关系网络与东北部企业	
	系数	Z 值		系数	Z 值
<i>Intercept</i>	0.9998 ***	4.2695	<i>Intercept</i>	1.0956 ***	4.7913
<i>East</i>	0.0655 ***	3.6103	<i>NorthEst</i>	-0.057 ***	-2.898
<i>East * FswNetwork</i>	-0.014	-0.612	<i>NorthEst * FswNetwork</i>	-0.114	-1.127
<i>FswNetwork</i>	0.0877 ***	4.3306	<i>FswNetwork</i>	0.0796 ***	8.5686
其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制
LR $\chi^2$	14.624	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	14.649	Pr < 0.001
样本数	12527		样本数	12527	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1018		Pseudo R <sup>2</sup>	0.102	

  

Panel B					
变量	审核通过		变量	审核通过	
	发审委的校友关系网络与中部企业			发审委的校友关系网络与西部企业	
	系数	Z 值		系数	Z 值
<i>Intercept</i>	1.1377 ***	5.0072	<i>Intercept</i>	1.2109 ***	5.3433
<i>Central</i>	-0.052 ***	-4.183	<i>West</i>	0.0343 **	2.2841
<i>Central * FswNetwork</i>	0.0741 **	2.3155	<i>West * FswNetwork</i>	0.0516	1.4496
<i>FswNetwork</i>	0.0703 ***	7.3324	<i>FswNetwork</i>	0.0731 ***	7.7019
其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制
LR $\chi^2$	14.681	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	14.585	Pr < 0.001
样本数	12527		样本数	12527	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1022		Pseudo R <sup>2</sup>	0.1016	

## 五、拓展性分析

发审委委员的职业构成较为复杂,本文的研究样本中共包括 234 位发审委委员,其中会计师 85 人(36.33%),律师 58 人(24.79%),政府官员 51 人(21.79%),其他如资产评估机构、高等院校等 40 人(17.09%)。本文将使用模型(2)、(3)、(4)探讨会计师、律师和政府官员三类不同发审委委员的校友关系网络对于证监会 IPO 资源配置政策的不同影响。其他类型的发审委委员数量比较少,继续细分无法得到可靠的结论,故从略。

$$Pass = \alpha + \beta_1 \times IpoPolicy + \beta_2 \times IpoPolicy \times AccNet + \beta_3 \times AccNet$$

$$+ \sum \beta_j \times controls + \sum \beta_k \times Year + \sum \beta_l \times Ind + \varepsilon \quad (2)$$

$$Pass = \alpha + \beta_1 \times IpoPolicy + \beta_2 \times IpoPolicy \times LawNet + \beta_3 \times LawNet + \sum \beta_j \times controls + \sum \beta_k \times Year + \sum \beta_l \times Ind + \varepsilon \quad (3)$$

$$Pass = \alpha + \beta_1 \times IpoPolicy + \beta_2 \times IpoPolicy \times GovNet + \beta_3 \times GovNet + \sum \beta_j \times controls + \sum \beta_k \times Year + \sum \beta_l \times Ind + \varepsilon \quad (4)$$

表7、表8、表9分别列示了针对模型(2)、(3)、(4)的Probit回归分析结果。由表7可以看到,会计师更了解证监会对公司财务状况的制度要求方面的私有信息,因此也更擅长提供建议帮助拟上市公司包装财务报表,并可以在一定程度上通过其专业能力影响其他发审委委员对拟上市公司财务状况的评价,从而帮助企业规避地区诚信政策为其过会带来的不利影响。但是,因专业限制会计师类发审委委员对产业调节政策和区域平衡政策则无显著影响。由表8可以看到,律师类发审委委员对产业调节政策和区域平衡政策的文件精神理解更为深刻,能够帮助企业规避这两类政策,但对地区诚信政策则无显著影响。由表9可以看到,政府官员类发审委委员对证监会IPO资源配置政策的影响是系统性的,因其深谙政府政策制定的本意,可以帮助拟上市公司削弱产业政策不支持、地处中部地区和违规严重地区对其过会率所带来的不利影响。

在拓展性分析以外,我们还进行了稳健性测试。一方面,我们对发审委校友链接数按照管理层人数除权重重新度量发审委校友关系,其回归结果与前述结果基本一致;另一方面,为隔离区域平衡政策检验中可能存在地区诚信政策影响,我们将中部地区中违规情况严重的山西省去除,其回归结果与前文一致。<sup>①</sup>

表7 会计师类发审委的校友关系网络与证监会IPO资源配置政策

变量	审核通过		变量	审核通过		变量	审核通过	
	系数	Z值		系数	Z值		系数	Z值
<i>Intercept</i>	1.4236***	6.1976	<i>Intercept</i>	1.3566***	5.8843	<i>Intercept</i>	1.4563***	6.3643
<i>NonSupport</i>	-0.055***	-4.353	<i>Central</i>	-0.031**	-2.246	<i>Prov_Violat</i>	-0.234**	-2.343
<i>NonSupport * AccNet</i>	0.0227	0.7595	<i>Central * AccNet</i>	0.0155	0.3221	<i>Prov_Violat * AccNet</i>	0.498*	1.6922
<i>AccNet</i>	0.0643***	2.7185	<i>AccNet</i>	0.0774***	5.0345	<i>AccNet</i>	0.0353	1.2654
其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制
LR $\chi^2$	9.0133	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	8.8912	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	9.2813	Pr < 0.001
样本数	12527		样本数	12527		样本数	12527	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0833		Pseudo R <sup>2</sup>	0.0823		Pseudo R <sup>2</sup>	0.0856	

① 限于篇幅,不再列示,如有需要,请与作者联系。

表 8 律师类发审委的校友关系网络与证监会 IPO 资源配置政策

变量	审核通过		变量	审核通过		变量	审核通过	
	系数	Z 值		系数	Z 值		系数	Z 值
<i>Intercept</i>	1.433 ***	6.2386	<i>Intercept</i>	1.1713 ***	5.1491	<i>Intercept</i>	1.4668 ***	6.3454
<i>NonSupport</i>	-0.056 ***	-4.481	<i>Central</i>	-0.048 ***	-3.862	<i>Prov_Violat</i>	-0.224 **	-2.227
<i>NonSupport * LawNet</i>	0.0473 *	1.6553	<i>Central * LawNet</i>	0.1013 *	1.7206	<i>Prov_Violat * LawNet</i>	0.3606	1.1677
<i>LawNet</i>	0.0364	1.6275	<i>LawNet</i>	0.0683 ***	4.6269	<i>LawNet</i>	0.0353	1.2303
其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制
LR $\chi^2$	8.97	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	14.294	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	8.8343	Pr < 0.001
样本数	12527		样本数	12527		样本数	12527	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0829		Pseudo R <sup>2</sup>	0.0997		Pseudo R <sup>2</sup>	0.0818	

表 9 政府官员类发审委的校友关系网络与证监会 IPO 资源配置政策

变量	审核通过		变量	审核通过		变量	审核通过	
	系数	Z 值		系数	Z 值		系数	Z 值
<i>Intercept</i>	1.4458 ***	6.2918	<i>Intercept</i>	1.382 ***	5.9918	<i>Intercept</i>	1.4773 ***	6.3905
<i>NonSupport</i>	-0.056 ***	-4.463	<i>Central</i>	-0.032 **	-2.302	<i>Prov_Violat</i>	-0.239 **	-2.366
<i>NonSupport * GovNet</i>	0.0601 *	1.7777	<i>Central * GovNet</i>	0.1252 *	1.6709	<i>Prov_Violat * GovNet</i>	0.8187 *	1.9354
<i>GovNet</i>	0.017	0.6675	<i>GovNet</i>	0.0434 **	2.5012	<i>GovNet</i>	-0.002	-0.049
其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制	其他控制变量	控制	控制
LR $\chi^2$	8.8616	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	8.7355	Pr < 0.001	LR $\chi^2$	8.746	Pr < 0.001
样本数	12527		样本数	12527		样本数	12527	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.082		Pseudo R <sup>2</sup>	0.0809		Pseudo R <sup>2</sup>	0.081	

## 六、结论与政策含义

本文由发审委的校友关系入手,探讨了转型经济体中校友关系网络对政府政策执行的影响。本文发现,基于证监会的 IPO 资源配置政策,对于国家产业发展不予支持的公司、位于中部地区的公司,以及所在地区频繁出现公司违规事件的公司,通过发审委审核的概率更低。但是发审委的校友关系可以削弱证监会 IPO 资源配置政策对上述企业过会的不利影响,增加此类企业的过会率,即发审委的校友关系扭曲了证监会的 IPO 资源配置政策。本文还发现,不同类型的发审委委员所能影响的政策类型亦有差异。会计师类发审委委员主要影响的是证监会的地区诚信政策,律师类发审委委员主要影响的是产业调节政策和区域平衡政策,而政府官员类发审委委员则可以同

时影响产业调节政策、区域平衡政策和地区诚信政策。这些发现有助于证监会完善针对发审委委员的回避制度设计,并对证监会有效落实宏观经济政策有一定启示意义。

为抑制腐败行为的发生,2015 年证监会发布了《关于加强发行审核工作人员履职回避管理的规定》和《关于加强发审委委员履职回避管理的规定》。2017 年,证监会修订发行审核履职回避制度,在文件中详细列示了 10 种因发审委个人社会关系及所在单位业务关系而可能产生的回避情形,但这 10 种情形并不包括校友关系。从“冯小树案”我们可以看到校友势力遍布于证券监管和证券市场各个领域,可能破坏回避制度,影响证监会的政策执行。在回避制度的进一步修订和完善过程中,应当对发审委的校友关系进行妥善考虑。当然,回避制度的构建是一个渐进过程,除校友回避外,籍贯回避是否需要纳入?回答这些问题,就需要考察“同乡关系”等社会关系类型会否对政策执行带来不利影响,未来的研究可以对之进一步探索。

此外,为抑制发审委与其他资本市场参与者进行私有信息交易,还应当在以下三个方面加强信息披露。(1)在预审和聆讯以后,发审委向拟上市公司明确地解释整改的实质原因,而非仅仅给予整改的指示;(2)向市场及时公开初审报告的内容和结论;(3)对拟上市公司未能过会的原因给予尽可能全面的和详尽的解释。上述信息的公开,可以压缩发审委进行私有信息交易的空间,减少发审委对证监会 IPO 资源配置可能产生的不利影响。

#### 参考文献:

1. 陈冬华,李真,新夫:《产业政策与公司融资——来自中国的经验证据》,南京大学工作论文,2010 年。
2. 陈冬华,章铁生,李翔:《法律环境、政府管制与隐性契约》,《经济研究》2008 年第 3 期。
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》,《会计研究》2014 年第 2 期。
4. 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》,《金融研究》2013 年第 3 期。
5. 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》,《中国工业经济》2016 年第 3 期。
6. 姜江:《证监会抽查地域差距显现》,《第一财经日报》2013 年 3 月 19 日。
7. 姜洋:《推动西部资本市场发展的几点意见》,《西南金融》2012 年第 12 期。
8. 靳庆鲁,孔祥,侯青川:《货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值》,《经济研究》2012 年第 5 期。
9. 柯文洁:《浅议地方政府干预与企业 IPO 造假——基于万福生科造假案例》,《会计师》2016 年第 8 期。
10. 林毅夫,蔡昉,李周:《对赶超战略的反思》,《战略与管理》1994 年第 6 期。
11. [德] 马克斯·韦伯:《儒教与道教》,南京江苏人民出版社 1995 年版。
12. 饶品贵,姜国华:《货币政策、信贷资源配置与企业业绩》,《管理世界》2013 年第 3 期。
13. 王小鲁,樊纲,余静文:《中国分省份市场化指数报告(2016)》,社会科学文献出版社 2017 年版。
14. 翁健英:《发审委律师联系影响了 IPO 市场份额与法律收费吗?》,《会计与经济研究》2013 年第 2 期。
15. 杨胜刚,朱红:《中部塌陷、金融弱化与中部崛起的金融支持》,《经济研究》2007 年第 5 期。
16. 周俊生:《IPO 审核向西部倾斜合理吗?》,《国际金融报》2012 年 9 月 19 日。
17. 祝继高,陆晓,岳衡:《银行关联董事能有效发挥监督职能吗?——基于产业政策的分析视角》,《管理世界》2015 年第 7 期。
18. Adhikari, A., Derashid, C., & Zhang, H., Public Policy, Political Connections, and Effective Tax Rates: Longitudinal Evidence from Malaysia. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 25, No. 5, 2006, pp. 574 – 595.
19. Charumilind, C., Kali, R., & Wiwattanakitang, Y., Connected Lending: Thailand before the Financial Crisis. *The Journal of Business*, Vol. 79, No. 1, 2006, pp. 181 – 218.
20. Khanna, T., Palepu, K. G., & Bullock, R. K., *Winning in Emerging Markets*. Boston: Harvard Business School Press, 2010.
21. Khwaja, A. I., & Mian, A., Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent Provision in an Emerging Financial Market. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 120, No. 4, 2005, pp. 1371 – 1411.
22. Yang, Z., Do Political Connections Add Value to Audit Firms? Evidence from IPO Audits in China. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30, No. 3, 2013, pp. 891 – 921.

## Can CSIEC's Alumni Network Distort the Allocation of IPO Resources?

YANG Yulong (Zhejiang Gongshang University, 310018)

**Abstract:** We examine whether CSIEC's alumni network would distort CSRC's policy of IPO resources allocation, through which we want to answer a classic public policy question that is "how is a policy distorted during implementation". CSRC has three IPO resource allocation policies: industrial regulation policy, regional balance policy and regional integrity policy. Firms that are not supported by industrial policy, or coming from the central area of China or regions with a large quantity of listed companies that violate regulations have a much lower probability of passing the CSIEC meeting. However, CSIEC's alumni network distorts CSRC's policy of IPO resources allocation. In the extending analysis, we explore the impact of different types of CSIEC members on policy implementation. Compared with auditors and lawyers, government officials have more powers and are more likely to distort CSRC's policy of IPO resources allocation.

**Keywords:** China Securities Issuance Examination Committee, Alumni Networks, Initial Public Offering Policy Distortion

**JEL:** D80, G1, G38

责任编辑: 汀 兰

---

(上接第 48 页)

## Tax Burden and Enterprise E-Commerce

——Empirical Evidence from World Bank Chinese Enterprise Survey

LU Shiyu, LI Guangqin (Shanghai University of Finance and Economics, 200433; Zhejiang University of Agriculture and Forest, 311800)

**Abstract:** The growth of E-commerce has become a hot topic in practical and academic circles, while literature on how tax burden affects enterprises' decision to choose E-commerce is scarce. Using the survey data of the World Bank Survey of Chinese Enterprises in 2012, this paper applies the Logit, Probit, OLS and IV-Probit models to investigate the impact of the tax burden on enterprises choosing E-commerce and the proportion of online sales. The findings are as follows: (1) The heavier the tax burden, the greater the probability of enterprises choosing E-commerce; (2) By dealing with the endogenous problems under instrumental variables and using subjective tax burden under robust test, the result is still valid; (3) The heavier the tax burden is, the higher the proportion of enterprises choosing online sales. However, this significant influence only occurs under the total tax burden and value added tax burden. In view of this, this study indicates that it is necessary to reduce the tax burden, balance the relationship between online business and offline business sufficiently, as well as strengthen the tax supervision on online business properly, in order to promote the healthy development of E-commerce.

**Keywords:** Tax Burden, E-commerce, Proportion of Online Sales, Instrumental Variable

**JEL:** H25, L81

责任编辑: 无 明