

中介监督与定向增发新股公司 投资效率关系的实证研究 ——来自沪深上市公司的经验证据

章卫东 雷松¹

【摘要】 公司投资效率一直被外界所关注,非效率投资不仅容易造成资源浪费,降低公司价值,更可能造成股东利益的损失。定向增发由于其发行程序简易、发行成本低,成为我国上市公司股权再融资的主流方式。然而,由于定向增发募集的资金没有得到合理地使用,使得上市公司的投资效率没有达到最优水平。以 2006 年至 2016 年间沪深证券市场已经实施定向增发新股的 A 股公司为样本,实证检验定向增发新股公司聘请审计师和保荐人对公司投资效率的作用。研究结论表明:定向增发新股公司聘请的审计师声誉越高,公司投资效率越好;当定向增发新股公司同时聘请高声誉的审计师和保荐人时,公司投资效率会得到进一步提高。该研究揭示了审计师、保荐人对定向增发新股公司投资效率产生正面作用的途径,为审计监督与保荐监督的共同作用对提高定向增发新股公司投资效率具有更强作用提供了证据,为完善我国新股发行的中介监督制度提供了直接的理论依据。

【关键词】 定向增发 投资效率 审计师声誉 保荐人声誉

【中图分类号】 F270.3 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 1004—518X (2020) 05—0053—10

一、引言及文献综述

自 2006 年股权分置改革后,定向增发作为一种发行程序简易、发行成本更低的股权融资方式,逐渐成为我国上市公司的主要股权融资工具。据《2018 中国定增市场数据报告》报道,2018 年定向增发仍是上市公司股权再融资的主流方式,定向增发新股融资规模达到 7322.51 亿元。然而,由于我国上市公司普遍存在“一股独大”的现象,信息不对称与代理问题严重,上市公司在融资规模不断提高的同时,投资效率却没有得到相应地提高。钟田丽等研究发现,在信息不对称条件下,上市公司利用定向增发恶性“圈钱”“圈钱变脸”的现象层出不穷。^[1]上市公司利用定向增发向大股东收购资产并增加股份成为利益输送的一种方式。^[2]章卫东对控股股东定向增发资产注入行为的研究发现,控股股东存在向上市公司注入劣质资产进行利益输送的现象。^[3]章卫东、朱红军等还发现我国上市公司控股股东会通过盈余管理操纵增发价格,给予关联股东更高的折价率,并且上市公司向关联股东增发股份不利于长期绩效的提高。^{[3][4]}正如唐建新等所说,定向增发新股渐渐成为“掏空”上市公司的工具。^[5]因此,种种利益侵占现象都意味着定向增发募集的资金没有得到合理使用使得上市公司的投资效率无法达到最优水平。那么,该如何制约上市公司非效率投资导致的定向增发募集资金的错配问题呢?

中介机构在证券市场负有“守门人”责任。证监会针对上市公司通过 IPO、定向增发募集资金及合理使用出台了《首次公开发行股票并上市管理办法》,该办法要求拟发行股票公司所提交的财务资料需经过注册会计师签证。大量研究表明,中介机构的

¹**基金项目:** 国家自然科学基金面上项目“定向增发新股、中介监督与盈余管理研究”(71772081)、审计署招标课题“国有企业和国有资本内部审计全覆盖问题研究”

作者简介: 章卫东,江西财经大学会计学院教授、博士生导师。(江西南昌 330013)

雷松,江西财经大学会计学院硕士生。(江西南昌 330013)

有效监督可以一定程度上抑制上市公司的非效率投资现象。Godbey、Hakim、Kanagaretnam 等研究表明，声誉较高的审计师能够使公布的会计信息更可靠，从而减少代理成本、降低会计信息的不确定性。^[6-8]Biddle and Hilary、李青原等研究也发现，注册会计师等中介监督的有效实施能够提高上市公司新股发行过程中的会计信息披露质量，减少因信息不对称而导致的道德风险问题，抑制非公允关联交易中的利益输送等行为，促进公司募集资金的合理使用。^{[9][10]}然而，现有文献主要集中于审计师对会计信息质量、发行价格等方面影响，从募集资金的使用效率角度研究审计监督对定向增发公司投资效率影响的文献相当匮乏。那么，高声誉审计师能否更有效地抑制定向增发公司募集资金的非效率投资呢？

同样，保荐人在新股发行中也负有“守门人”责任。证监会于 2003 年 12 月 28 日发布《证券发行上市保荐制度暂行办法》，并决定自 2004 年 2 月 1 日起正式实施保荐人制度。该“办法”指出保荐人制度适用于有限公司首次公开发行股票和上市公司再融资发行新股、可转换债券，并规定“保荐人需核实公司发行文件与上市文件中所载资料的真实性、准确性与完整性”。研究发现，保荐人能够起到抑制 IPO 公司的高抑价率现象和促进公司提高募集资金的使用效率。罗党论和杨毓、郑敏茜研究表明，声誉好的保荐人能够提高 IPO、配股、公开增发新股公司的质量，对公司发行新股进行准确地定价，对发行新股公司的长期回报有正面地影响。^{[11][12]}Leeand Masulis、蔡庆丰和刘锦等也认为，声誉好的保荐人可以一定程度上有效监督定向增发新股公司募集资金的使用情况。^{[13][14]}王兵等、陈俊和陈汉文研究发现，高声誉的审计师和保荐人往往能够提供高质量的审计和保荐服务。^{[15][16]}因此，审计制度和保荐制度对公司发行股票融资具有“双重监督”作用，股票发行的“双重监督”在一定程度上可以缓解股票发行公司与投资者之间的信息不对称现象，有利于抑制上市公司对投资者的利益侵占行为。

尽管有学者分别研究了审计师或者保荐人对公司投资行为的影响，但鲜有学者将审计师和保荐人纳入同一监管框架来研究中介监督对定向增发新股公司投资效率的影响问题。笔者以代理理论、声誉理论和监督理论为基础，不仅检验和分析高声誉审计师能否更有效地抑制定向增发公司的非效率投资，而且将审计师和保荐人声誉纳入同一框架分析，检验中介监管对定向增发新股公司投资效率的影响，从而揭示审计师、保荐人对定向增发新股公司投资的监督效应，为有关部门完善新股发行的中介监督制度提供理论依据，也为上市公司发行新股选择审计师、保荐人提供一个新的可参考平台，对资本市场资源的合理有效配置也具有重大意义。

二、理论分析及研究假设

公司投资效率一直是理论界和实务界关注的热点问题。非效率投资不仅容易造成资源的浪费，降低公司的价值，更可能造成股东利益的损失，其主要表现为过度投资和投资不足两方面。西方学者普遍认为，在资本市场存在信息不对称的情况下，道德风险和逆向选择问题是引发公司投资不足的主要原因。^{[17][18]}Ross 认为，一方面当投资项目给管理层带来的回报无法弥补其私人成本时，管理层会从个人利益角度考虑减少风险投资，引起投资不足；另一方面信息不对称还会导致逆向选择问题，增加企业的融资约束，从而出现投资不足现象。^[19]此外，Jensen 的研究发现，现代公司所有权与经营权分离之后导致控制权与现金流权的分离，管理层与股东的利益不再完全一致，管理层可能为了自身利益盲目扩张，导致公司出现过度投资，即制造企业“帝国主义”。^[20]进一步，Johnson 认为，在股权集中的公司中，大股东与中小股东之间的利益冲突会引发新的代理问题，大股东的机会主义行为可能导致公司以过高的价格购买大股东的资产，或者投资于关联股东的投资项目，由此引发过度投资。^[21]

当上市公司通过定向增发新股的方式募集资金时，其在发行新股过程中不可避免地需要经过审计师和保荐人的审核，中介机构的有效监督能够一定程度促进发行公司提供高质量的会计信息，而会计师事务所和保荐机构更是监督公司提供真实、客观财务数据的直接参与者。因此，作为中介机构的成员——审计师和保荐人，对抑制公司非效率投资行为、提高资源配置效率具有重大意义。

审计师监督是确定定向增发新股公司投资效率的重要外部监督机制之一。在上市公司定向增发新股的过程中，审计师作为定向增发新股公司募集资金投资项目的直接监督者，能够充分了解定向增发新股公司投资项目的详细情况并对会计信息进行审核，从而制约公司管理层的机会主义行为。高质量的审计师还能够减少定向增发过程中的信息不对称，改善信息传递的效果，

为上市公司的投资效率提供保障。因此，高质量的审计监督对改善上市公司的投资效率具有十分重要的意义。范经华等研究发现，审计师声誉由会计师事务所规模、审计师行业专长等方面构成，并且规模大的会计师事务所和具有行业专长的审计师具有较高的审计声誉。^[22]DeAngelo 的研究还发现，审计师为了维护自身的声誉，不会因为客户的特殊要求而降低自己的审计质量。^[23]在证券市场中，审计师声誉越高往往代表着高质量的审计服务，因为声誉对审计师来说是十分重要的无形资产，审计师的声誉一旦树立起来，声誉越高的审计师就能够提高审计定价，审计师也具有更强的保持独立的动机，其在新股发行中也会更加尽责地对上市公司的会计信息进行把关，这有助于抑制因信息不对称和代理问题带来的非效率投资现象。因此，高质量的外部审计可以察觉并抑制定向增发新股公司的非效率投资行为。

基于以上分析，提出假设 1：在其他条件不变的情况下，定向增发新股公司聘请的审计师声誉越高，公司的非效率投资水平越低，投资效率越好。

除了高声誉审计师能够发挥监督作用外，高声誉的保荐人也同样扮演着股票发行“守门员”的角色。保荐人出于自身的职责和利益，为了维持自身的市场形象并降低诉讼风险，会谨慎履行其责任。Lee and Masulis、蔡庆丰和刘锦等学者认为，声誉好的保荐人可以一定程度上有效监督定向增发新股公司募集资金的使用情况。^{[13][14]}一方面，保荐人承担着股票发行“守门人”的重要角色，高声誉的保荐人更有利于降低信息不对称，提高会计信息的真实性；另一方面，保荐人需要对定向增发新股公司的股票发行信息披露的真实性、程序履行的合法性以及资金使用的合理性承担相应地持续督导责任。所以，为了维护良好的声誉，保荐人会对其推荐上市的企业尽职尽责，尽可能地减少企业在股票发行后出现“业绩变脸”的概率、降低其潜在的经营风险。罗党论和汪弘等研究发现，相对于公司聘任声誉差的保荐人，聘任声誉好的保荐人所推荐的上市公司业绩表现更好。^[24]因此，高声誉保荐人能够发挥监督作用，并且与审计师的合作能够发挥“双重监督”效应。即当上市公司定向增发新股时，高声誉审计师和保荐人会出于维护各自声誉的考虑，在提供服务时相互配合，利用各自专长对定向增发新股公司的会计信息质量进行严格地把关，而且高声誉的保荐人可能会要求定向增发新股公司聘请高声誉审计师来承担股票发行的审计工作，以降低保荐工作的风险；同理，高声誉的审计师也可能为了降低自身的审计风险，要求定向增发新股公司聘请高声誉的保荐人。在保荐人、审计师推荐的公司发行新股后，保荐人和审计师还要对其募集的资金进行持续监管，声誉好的保荐人和审计师为了维护其声誉会尽职对公司募集的资金进行监管，这有利于抑制发行新股公司的非效率投资行为。因此，当定向增发新股公司同时聘请高质量的审计师和保荐人时，公司的投资效率会得到进一步的提升。

基于以上分析，提出假设 2：在其他条件不变的情况下，当定向增发新股公司同时聘请高声誉保荐人和高声誉审计师时，公司投资效率会得到进一步提高。

三、数据来源与研究设计

（一）样本选取与数据来源

笔者选取 2006 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日间，沪深证券市场已经实施定向增发新股的 A 股公司为样本，实证检验定向增发新股公司聘请的审计师和保荐人对公司投资效率的作用。笔者还依据下列标准进行了筛选：剔除定向增发新股前后再次定向增发新股时间间隔小于 1 年的样本；为消除资本市场异质性的影响，剔除同时发行 B 股和 H 股的样本；剔除 ST、*ST 类公司；剔除公司财务数据和金融交易数据不明或缺失的上市公司；剔除金融类上市公司定向增发新股的样本；剔除在定向增发新股当年发生重大并购、债务重组等重大事项的样本。最终，以定向增发新股的 1320 个上市公司为样本。数据来源于 CSMAR 数据库和 WIND 数据库，并对所有连续变量上下 1%进行 Winsorize 处理。

（二）主要变量定义

1. 被解释变量：

投资效率。ABSINV 为被解释变量，代表实施定向增发新股公司的投资效率。参照 Richardson^[25]的模型来衡量公司投资效率。将企业的新增投资分为预期和非预期投资，用模型估算出预期投资水平，用模型的回归残差衡量非预期投资。具体模型如下：

$$INV_t = \alpha_0 + \alpha_1 Grow_{t-1} + \alpha_2 Lev_{t-1} + \alpha_3 Cash_{t-1} + \alpha_4 Age_{t-1} + \alpha_5 Size_{t-1} + \alpha_6 Ret_{t-1} + \alpha_7 Inv_{t-1} + Industry + Year + \varepsilon_t \quad (1)$$

该模型中，INV_t为第 t 年的资本投资量，Grow_{t-1}代表成长性，根据辛清泉^[15]等的研究，选取 t-1 年的主营业务收入增长率衡量公司成长性，此外，还选取了资产负债率（Lev_{t-1}）、现金持有量（Cash_{t-1}）、市龄（Age_{t-1}）、公司规模（Size_{t-1}）、股票收益率（Ret_{t-1}）和资本投资量（Inv_{t-1}）作为计算投资水平的指标。其中 Ret_{t-1}采用公司 i 第 t-1 年 5 月到第 t 年 4 月经市场调整的月股票回报率来计算年度股票收益。此外，模型还控制了行业变量 Industry 和年度变量 Year。若回归残差为正，则为投资过度；若为负，则为投资不足，二者皆是投资效率低的表现。因此，用残差绝对值（ABSINV）表示公司投资效率，ABSINV 越小，非效率投资程度越小，投资效率越高；ABSINV 越大，非效率投资程度越高，投资效率越低。

2. 解释变量：

审计师声誉 AUDREP (Auditor Reputation)，表示定向增发新股的上市公司聘请的外部审计师声誉。当定向增发新股公司聘请的外部审计师来自于国内十大会计师事务所时，AUDREP 取 1，代表较高声誉的外部审计师，否则取 0，代表较低声誉的外部审计师。保荐人声誉 SPONREP (Sponsor Reputation)，表示定向增发新股公司聘请的保荐人声誉。参照金晓斌等的做法，采用保荐人定向增发业务份额替代保荐人声誉。^[26]当定向增发新股公司聘请的保荐人来自于国内定向增发业务排名前十的证券公司时，SPONREP 取 1，代表较高声誉的保荐人，否则取 0。

3. 控制变量：

程新生等研究表明，上市公司的财务特征和治理结构会显著影响投资效率^[27]，因此笔者加入了资产负债率、大股东持股比例、公司成长性、经营活动现金流量、公司规模等控制变量。另外，根据定向增发新股的特征，笔者将定向增发新股资金用途和定向增发新股发行规模纳入控制范围。此外，还控制了定向增发新股公司的年度和行业差异，具体变量说明如表 1 所示。

（三）实证模型设计

为检验假设 1，构建以下模型：

$$ABSINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 AUDREP_{it} + \beta_2 Purpose_{it} + \beta_3 Issuance_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Top1_{it} + \beta_6 Grow_{it} + \beta_7 Ocf_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 Sustain_{it} + \beta_{10} Independent_{it} + \beta_{11} Dual_{it} + \beta_{12} Tunnel_{it} + Year + Industry + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

为检验假设 2，构建以下模型：

表 1 变量定义表

变量类型	变量含义	变量符号	变量定义
被解释变量	投资效率	ABSINV	运用 Richardson 投资效率模型计算出残差的绝对值。该值越小，非效率投资程度越低，投资效率越高；该值越大，非效率投资程度越高，投资效率越低

解释变量	审计师声誉	AUDREP	当定向增发新股公司聘请的外部审计师来自于国内十大会计师事务所时，AUDREP 取 1，代表较高声誉的外部审计师，否则取 0
	保荐人声誉	SPONREP	当定向增发新股公司聘请的保荐人来自于国内定向增发业务排名前十的证券公司时，SPONREP 取 1，代表较高声誉的保荐人，否则取 0
控制变量	定向增发新股资金用途	Purpose	当定向增发新股资金用于项目投资时，Purpose 取 1，否则取 0
	定向增发新股发行规模	Issuance	定向增发新股筹集资金的自然对数
	资产负债率	Lev	公司 t-1 年末的总负债/总资产
	第一大股东持股比例	Top1	公司 t-1 年末第一大股东持股数量/总股数
	公司成长性	Grow	用营业收入年增长率作为公司成长性的替代变量，其值等于（t-1 年营业收入-t-2 年营业收入）/t-2 年营业收入
	经营活动现金流量	Ocf	公司 t-1 年末经营活动现金净流量/t-1 年平均总资产
	公司规模	Size	公司 t-1 年末总资产的自然对数
	可持续增长率	Sustain	采用标准的可持续增长率计算方式，其值等于（净资产收益率*收益留存率）/（1-净资产收益率*收益留存率）
	独立董事比例	Independent _t	t-1 年末独立董事人数占董事会总人数的比例
	大股东掏空	Tunnel	t-1 年末其他应收款/总资产
	两职合一	Dual	t-1 年末董事长和总经理为同一人时取 1，否则取 0
	年度	Year	控制年度差异的影响
	行业	Industry	控制行业差异的影响

$$ABSINV_{it} = \beta_0 + \beta_1 AUDREP_{it} + \beta_2 Purpose_{it} + \beta_3 Issuance_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Top1_{it} + \beta_6 Grow_{it} + \beta_7 Ocf_{it} + \beta_8 Size_{it} + \beta_9 Sustain_{it} + \beta_{10} Independent_{it} + \beta_{11} Dual_{it} + \beta_{12} Tunnel_{it} + \beta_{13} SPONREP_{it} + \beta_{14} AUDREP_{it} * SPONREP_{it} + Year + Industry + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

表 2 列示了模型中变量的描述性统计结果。从实施定向增发新股的样本公司投资效率（ABSINV）指标可见，实施定向增发后上市公司非效率投资均值为 0.055，标准差为 0.069，中位数为 0.029，说明样本公司非效率投资普遍较少。但是非效率投资两端极值与均值的距离分别为 0.055 和 0.313，和中位数的距离分别为 0.029 和 0.339，说明样本公司投资效率仍然存在一定的偏离，极端值较远，还有部分定向增发新股公司存在过度投资或投资不足的现象。从解释变量来看，审计师声誉（AUDREP）均值为 0.45，说明不到一半的样本公司定向增发新股时聘请了声誉较好的审计师。同时，保荐人声誉（SPONREP）均值为 0.474，说明不到一半的样本公司定向增发新股时聘请了声誉较好的保荐人。审计师声誉变量和保荐人声誉变量的统计分析说明上市公司对声誉好的审计师和保荐人依然不够重视。

（二）回归结果

1. 审计师声誉对提高公司投资效率的检验。

表 3 列示了定向增发新股公司聘请的审计师声誉与非效率投资之间关系的检验结果。从表 3 可以看出，审计师声誉变量（AUDREP）与上市公司定向增发新股后企业非效率投资水平（ABSINV）整体负相关，回归系数为-0.009，且在 5%的统计水平下显著，说明其他条件不变的情况下，上市公司定向增发新股时聘请声誉较好的审计师更能抑制上市公司的非效率投资行为，提高定向增发新股公司的投资效率，从而假设 1 得到验证。

表 2 变量描述性统计

变量	N	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
ABSINV	1320	0.055	0.069	0	0.029	0.368
AUDREP	1320	0.450	0.498	0	0	1
SPONREP	1320	0.474	0.500	0	0	1
Purpose	1320	0.796	0.403	0	1	1
Issuance	1320	14.147	26.850	0.200	6.610	457.130
Lev	1320	0.449	0.190	0.012	0.442	0.950
Topi	1320	36.253	16.319	4.730	33.725	89.990
Grow	1320	10.972	166.913	-3.407	0.196	4882.519
Ocf	1320	0.077	1.721	-10.216	0.041	62.790
Size	1320	22.246	1.092	18.827	22.117	27.269
Sustain	1320	0.125	1.416	-1.392	0.061	52.075
Independ	1320	3.240	0.639	0	3	6
Dual	1320	1.742	0.468	0	2	2
Tunnel	1320	0.017	0.026	0	0.009	0.396

2. 审计师和保荐人声誉对提高投资效率的检验。

表 4 列示了审计师和保荐人声誉与非效率投资的进一步检验结果。将保荐人声誉加入回归模型检验发现，审计师声誉 AUDREP 和保荐人声誉 SPONREP 的交互项（AUDREP*SPONREP）系数为-0.014，并且在 10%的统计水平下显著，说明定向增发新股公司同时聘请声誉较高的审计师和声誉较高的保荐人时，更能抑制定向增发新股公司的非效率投资行为，对投资效率的改善效果更好，由此验证了假设 2。

表 3 定向增发新股审计师声誉与非效率投资检验结果

	ABSINV
AUDREP	-0.009** (0.014)
Purpose	0.001 (0.817)
Issuance	0.000*** (0.000)

Lev	0.046*** (0.000)
Topi	0.000*** (0.004)
Grow	0.000*** (0.004)
Ocf	-0.015** (0.012)
Size	-0.022* (0.000)
Sustain	0.003 (0.527)
Independ	0.008*** (0.004)
Dual	0.009** (0.023)
Tunnel	-0.021 (0.554)
N	1252
R ²	0.164
adj. R ²	0.156

注：括号内数字为P值，***、**、*分别代表在1%、5%与10%的水平上显著。（下同）

表4 定向增发新股审计师和保荐人声誉与非效率投资检验结果

	ABSINV
AUDREP	-0.009* (0.090)
Purpose	-0.006 (0.185)
Issuance	0.000*** (0.000)
Lev	0.029** (0.021)
Topi	-0.000 (0.935)
Grow	-0.001 (0.168)
Ocf	0.033 (0.156)
Size	-0.012*** (0.000)
Sustain	0.009 (0.132)
Independ	0.004 (0.223)
Dual	0.003 (0.432)
Tunnel	-0.022 (0.606)
SPONREP	0.002 (0.651)
AUDREP*SPONREP	-0.014* (0.070)
N	1249
R ²	0.054
adj. R ²	0.044

五、稳健性检验

（一）对审计师声誉的稳健性检验

以会计师事务所是否为国际四大会计师事务所对模型重新检验，新审计师声誉变量为 AUDREP2，当定向增发新股的上市公司聘请的外部审计师来自于国际四大会计师事务所时，AUDREP2 取 1，代表较高声誉的外部审计师；否则取 0。表 5 列示了 AUDREP2 对非效率投资的检验结果。

从表 5 第（1）列回归结果可以看出，审计师声誉 AUDREP2 的回归系数为-0.016，并在 10%的统计水平下显著。从表 5 第（2）列回归结果可以看出，在加入保荐人声誉后，审计师声誉 AUDREP 和保荐人声誉 SPONREP 的交互项（AUDREP*SPONREP）的系数为-0.020，并且在 1%的统计水平下显著。以上稳健性检验结果与前述结论基本一致，说明定向增发新股公司同时聘任高声誉审计师和保荐人更能抑制上市公司的非效率投资行为，研究结论是比较稳健的。

（二）对非效率投资的稳健性检验

为提高非效率投资变量选取的可靠性，以实施定向增发新股三年后的非效率投资水平代替定向增发新股当年的非效率投资水平进行稳健性检验，以验证审计师和保荐人声誉对长期投资效率的影响。样本公司实施定向增发新股三年后的投资效率变量为 ABSINV3，表 6 列出了定向增发公司聘请的审计师和保荐人声誉对实施定向增发新股三年后投资效率的检验结果。从表 6 第（1）列回归结果可以看出，审计师声誉变量的回归系数为-0.007，且在 1%的统计水平下显著，说明定向增发新股公司聘请声誉高的审计师更能抑制上市公司的非效率投资行为，对定向增发新股三年后的投资效率有显著的改善效果。从表 6 第（2）列回归结果可以看出，加入保荐人声誉变量后，审计师声誉 AUDREP 和保荐人声誉 SPONREP 的交互项（AUDREP*SPONREP）的系数为-0.006，并且在 10%的统计水平下显著，说明同时聘请声誉好的审计师和保荐人更能抑制上市公司的非效率投资行为，对定向增发新股三年后投资效率的改善效果更好。以上稳健性检验结果与前述结论一致，说明实证分析结果是稳健的。

表 5 审计师声誉稳健性检验结果

	(1)	(2)
	ABSINV2	ABSINV2
AUDREP2	-0.016*(0.078)	-0.010(0.285)
Purpose	-0.004(0.421)	-0.005(0.326)
Issuance	0.000*** (0.000)	0.000*** (0.000)
Lev	0.013*** (0.004)	0.012*** (0.008)
Topi	0.000(0.922)	-0.000(0.994)
Grow	-0.000(0.231)	-0.000(0.224)
Ocf	0.025(0.282)	0.025(0.272)
Size	-0.010*** (0.000)	-0.009*** (0.000)
Sustain	0.010*(0.092)	0.009(0.117)
Independ	0.004(0.139)	0.004(0.185)
Dual	0.004(0.273)	0.004(0.346)
Tunnel	-0.054(0.459)	-0.057(0.433)
SPONREP		0.005(0.289)
AUDREP2*SPONREP		-0.020*** (0.000)
N	1235	1234

R^2	0.041	0.052
adj. R^2	0.032	0.041

表 6 非效率投资稳健性检验结果

	(1)	(2)
	ABSINV3	ABSINV3
AUDREP	-0.007*** (0.000)	-0.004 (0.138)
Purpose	0.001 (0.690)	0.002 (0.465)
Issuance	0.000 (0.342)	-0.000 (0.672)
Lev	0.001 (0.781)	-0.001 (0.542)
Topi	-0.000 (0.710)	0.000 (0.557)
Grow	-0.000 (0.206)	-0.000 (0.710)
Ocf	0.019* (0.088)	0.000 (0.205)
Size	-0.003*** (0.001)	-0.002*** (0.006)
Sustain	-0.000 (0.998)	0.005 (0.232)
Independ	0.002 (0.130)	0.003* (0.098)
Dual	0.000 (0.835)	0.004* (0.054)
Tunnel	-0.018 (0.592)	-0.020 (0.562)
SPONREP		-0.002 (0.440)
AUDREP*SPONREP		-0.006* (0.077)
N	1201	1199
R^2	0.032	0.037
adj. R^2	0.022	0.026

六、研究结论与政策建议

通过对我国定向增发新股的 A 股上市公司聘请的审计师和保荐人对投资效率监督效果的实证研究，验证定向增发新股公司聘请的中介机构声誉机制对定向增发新股后公司投资效率的改善作用。研究发现：定向增发新股公司聘请的审计师声誉越高，公司投资效率越好；当定向增发新股公司同时聘请高声誉审计师和高声誉保荐人时，公司投资效率会得到进一步提高。

该研究揭示审计师、保荐人对定向增发新股公司投资效率产生正面作用的途径，并为保荐监督与审计监督的共同作用对提高定向增发新股公司投资效率具有更强作用提供了证据。为此，笔者提出以下建议：

一是有关监管部门要不断完善证券发行的中介监管制度，强化审计师、保荐人等中介机构的监管，充分发挥审计师、保荐人等中介机构在股票发行中的监管作用，切实发挥审计师、保荐人等中介机构在股票发行中的“守门人”作用。

二是审计师、保荐人等中介机构要切实履行对新股发行公司的监督作用，使那些有好的投资项目又缺资金的公司能够在证券市场募集到项目投资所需要的资金；同时，还要对新股发行公司募集的资金使用情况实施严格地监管，抑制新股发行公司的

非效率投资现象,促进证券市场资源有效配置功能的发挥。此外,审计师、保荐人等中介机构还要努力加强自身的声誉建设,从而提高自身的市场竞争力。

三是新股发行公司在聘任审计师、保荐人等中介机构时,要优先聘任声誉高的中介机构,借助声誉高的中介机构的监管力量来抑制公司管理层的非效率投资行为。

当然,本研究还存在一定的局限性。审计师、保荐人的数据是通过笔者手工查找得到的,难免产生误差;此外,审计师和保荐人质量有多种衡量方法,虽然就此进行了稳健性检验,但未必能准确衡量审计师声誉的真实水平,这些都可能对研究结论造成一定的影响。

参考文献:

- [1]钟田丽,弥跃旭,王丽春.信息不对称与中小企业融资市场失灵[J].会计研究,2003,(8).
- [2]黄建中.警惕定向增发中的关联交易[J].新财经,2006,(6).
- [3]章卫东.定向增发新股与盈余管理——来自中国证券市场的经验证据[J].管理世界,2010,(1).
- [4]朱红军,何贤杰,陈信元.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[J].管理世界,2008,(6).
- [5]唐建新,李永华,卢剑龙.股权结构、董事会特征与大股东掏空——来自民营上市公司的经验证据[J].经济评论,2013,(1).
- [6]Godbey J.M., Mahar J. W. Implied Volatilities and Auditor Reputation: The Andersen Case. Research in Finance, 2005, (21).
- [7]Hakim F., Omri A. Does Auditor Reputation Reduce Information Asymmetry? Evidence from Tunisia. International Journal of Managerial and Financial Accounting, 2009, (3).
- [8]Kanagaretnam K., Lim C.Y., Lobo G. J. Auditor Reputation and Earnings Management: International Evidence from the Banking Industry. Journal of Banking & Finance, 2010, (10).
- [9]Biddle G.C., Hilary G., Verdi R.S. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency. Journal of Accounting and Economics, 2009, (2-3).
- [10]李青原.会计信息质量、审计监督与公司投资效率——来自我国上市公司的经验证据[J].审计研究,2009,(4).
- [11]罗党论,杨毓.保荐人声誉与上市公司 IPO 表现[J].会计与经济研究,2013,(4).
- [12]郑敏茜.保荐制下承销商声誉与 IPO 企业质量研究[D].厦门:厦门大学,2014.
- [13]Lee G., Masulis R.W. Do More Reputable Financial Institutions Reduce Earnings Management by IPO Issuers? .

Journal of Corporate Finance, 2011, (4).

[14] 蔡庆丰, 刘锦. 保荐代表人“尽责”了吗?——基于上市前盈余管理与上市后持续督导的实证分析[J]. 投资研究, 2014, (6).

[15] 王兵, 辛清泉, 杨德明. 审计师声誉影响股票定价吗——来自 IPO 定价市场化的证据[J]. 会计研究, 2009, (11).

[16] 陈俊, 陈汉文. IPO 价格上限管制的激励效应与中介机构的声誉价值——来自我国新股发行市场化改革初期的经验证据(2001-2004) [J]. 会计研究, 2010, (12).

[17] Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, 1976, (4).

[18] Stulz R. Managerial Discretion and Optimal financing Policies. Journal of Financial Economics, 1990, (1).

[19] Ross S. A. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. The American Economic Review, 1973, (2).

[20] Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. The American Economic Review, 1986, (2).

[21] Johnson S., La Porta R., Lopez de Silanes F. Tunneling. American Economic Review, 2000, (2).

[22] 范经华, 张雅曼, 刘启亮. 内部控制、审计师行业专长、应计与真实盈余管理[J]. 会计研究, 2013, (4).

[23] DeAngelo L. E. Auditor Independence, 'Low Balling', and Disclosure Regulation. Journal of Accounting and Economics, 1981, (2).

[24] 罗党论, 汪弘. 公司特质、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).

[25] Richardson S. Over-investment of Free Cash Flow. Review of Accounting Studies, 2006, (2-3).

[26] 金晓斌, 吴淑琨, 陈代云. 投资银行声誉、IPO 质量分布与发行制度创新[J]. 经济学(季刊), 2006, (1).

[27] 程新生, 谭有超, 刘建梅. 非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究[J]. 管理世界, 2012, (7).