

绳愆纠谬：IPO 现场督导制度 对保荐机构的治理效应

薛 爽 高 琪 王 禹

2023 年 2 月，证监会发布《首次公开发行股票注册管理办法》，标志着全面注册制的开启。然而，注册制实施过程中，欺诈发行乱象时有发生，损害了资本市场资源配置效率，对监管提出了新挑战。为进一步从源头上提高上市公司质量，2024 年 3 月，证监会出台《关于严把发行上市准入关 从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》，强调压紧压实发行链条上各方的责任。保荐机构作为新股 IPO 最重要的金融中介机构，贯穿新股发行全链条，如何引导其勤勉尽责、充分发挥资本市场“看门人”作用，提升资源配置效率，亟待深入研究。

注册制下，发行审核与定价日益市场化，保荐机构及保荐代表人专业胜任能力的重要性显著提升。多套上市标准下，保荐人更需全面了解发行人的经营状况和风险，对申请文件及信息披露资料进行充分核查验证。为督促保荐机构切实履行核查把关职责，提高注册制下公开发行信息披露质量，IPO 现场督导制度应运而生。该制度是指证券交易所对在审核问询中发现的信息披露存在重大疑虑、异常情况或风险较高的 IPO 项目，前往保荐机构的办公场所开展实地检查，通过调阅工作底稿、核对证据材料、人员约谈等方式，实施穿透式监管。

理论上，IPO 现场督导可能通过两条机制发挥治理作用：一是通过提高违法违规成本，形成监管威慑效应，促使保荐机构更加审慎地履行尽职调查和核查验证职责；二是通过监管反馈与实践经验积累，形成学习效应，推动保荐机构优化内部流程与提升专业能力。

遗憾的是，受限于督导名单的可得性，目前尚无文献系统研究 IPO 现场督导对保荐机构执业行为的影响。本文通过分析审核问询回复函内容、查询公开信息与访谈保荐机构相结合的方式，整理了 2019 - 2023 年 IPO 现场督导数据。统计结果显示，在此期间，共 29 家保荐机构被交易所列为现场督导对象，涉及 70 个 IPO 项目，其中 49 个项目主动撤回，9 个被否，仅 12 个顺利过会。高达 70% 的项目在保荐机构接到督导通知或经历督导后选择撤回申请，说明督导对象选择具有问题导向，也反映出部分保荐机构的工作未经得起现场督导这一穿透式监管。本文关注的问题是：IPO 现场督导后，保荐机构能否引以为戒，提升后续项目的执业质量。

本文以 2019 - 2023 年注册制实施后在科创板和创业板上市的公司为样本，以保荐机构 IPO 项目的执业质量为落脚点，探讨 IPO 现场督导对保荐机构的治理效应。研究发现：（1）IPO 现场督导显著提高了保荐机构后续 IPO 项目的执业质量。具体表现为：招股说明书初次申报稿的信息披露质量提升（非格式化程度上升、会计术语密度下降、定量信息增多、不确定性降低），交易所首轮审核问询强度减弱。（2）无论督导项目最终是撤回、被否还是通过，保荐机构后续执业质量均显著改善，说明监管威慑效应与学习效应同时存在。（3）现场督导显著减少了首轮审核问询中关于信息披露完整性与业务合规性的问题，而对财务核算与会计处理类问题的影响有限，表明其治理效应主要体现在强化保荐机构核查验证职责方面的履职约束。（4）IPO 现场督导还能显著提升保荐机构在后续 IPO 项目中首轮审核问询回复的信息披露质量。（5）截面分析显示，IPO 现场督导对盈利能力较弱的保荐机构产生的治理作用更大。此外，IPO 现场督导的治理效应在新《证券法》实施前更为显著。

本文的理论贡献如下：第一，检验了 IPO 现场督导制度的经济后果，揭示了其治理效应，拓展了穿透式监管的相关文献。现有研究主要聚焦于 IPO 现场检查，而对现场督导的研究尚属空白。现场检查的压力直接作用于发行人，但发行人的 IPO 是一次性的；而现

场督导的压力作用于保荐机构，其治理效应会延续至后续项目。从这一角度看，对 IPO 现场督导制度经济后果的研究更具现实意义。本文以保荐机构 IPO 项目的执业质量为切入点，实证考察 IPO 现场督导制度的治理效应，弥补了相关研究的空白。第二，丰富了保荐机构 IPO 项目执业质量影响因素的相关研究。现有文献主要研究了保荐代表人个人特征和保荐机构关系网络对保荐人 IPO 项目执业质量的影响，本文则关注监管制度对保荐机构的约束与治理作用，是对相关研究的重要补充。第三，从监管压力与学习效应两个维度，探讨了 IPO 现场督导对保荐机构的影响路径。研究发现，执业质量的改善既源于监管压力，也源于督导过程中的学习效应，为理解保荐机构的行为逻辑提供了新的实证支持。

本文亦具有重要的现实意义。立足于现场督导在规范保荐机构执业行为中的关键作用，本文就如何提升督导效能与压实保荐机构责任，提出如下建议：一是建立差异化现场督导机制。根据保荐机构的业务规模、风险特征等差异，对督导频次、深度和重点进行差异化设计：对头部机构侧重高风险项目深度核查，对中小机构重点督导内控体系与基础能力建设，以提升监管资源配置效率。二是构建激励与约束相结合的监管闭环。将现场督导结果纳入保荐机构执业质量评价体系，与项目受理、分类监管、绩效考核等挂钩。对多次“一督即撤”的机构及人员，采取约谈警示等惩戒措施；对执业质量优异的机构及个人，给予评价加分等正向激励，推动形成重质量、防风险的执业生态。