

注册制下 IPO 抑价影响因素及治理： 综述与展望

邱 静 范钦钦

(贵州财经大学会计学院, 贵州贵阳 550025)

摘 要: IPO 抑价现象无论是在成熟的还是新兴的资本市场都极为普遍, 高抑价会导致市场供求机制失衡, 影响资本市场持续健康运行, 长期以来国内外众多学者对 IPO 抑价的影响因素作出了各种解释。以国际上使用的 PRISMA 声明指导为文献回顾的依据, 基于该研究领域颇具影响力的中英文文献对 IPO 抑价的成因进行系统性的归纳; 基于信息不对称理论的理性视角及行为决策理论的非理性视角的解释。科创板与创业板的改革试点之后, 注册制即将稳步推行至我国整个 A 股市场, 已有文献的进展显现出不足之处, 目前更加迫切需要发展基于我国情境的相关理论解释。因而须结合我国现阶段资本市场的特殊性, 针对 IPO 抑价的成因及注册制下的治理探索性地提出未来的展望方向: 基于新制度经济学的制度变迁理论、演化理论、X 理论的正式制度视角, 以及基于社会网络的嵌入性理论、弱关系理论、协同理论的非正式制度视角。

关键词: 注册制; IPO 抑价; 影响因素及治理; 理论视角; 展望

基金项目: 国家社会科学基金项目“注册制下 IPO 公司机会主义行为及治理研究”(17BJY212)。

[中图分类号] F830.91; C93

[文章编号] 1673-0186(2022)003-0070-017

[文献标识码] A

[DOI 编码] 10.19631/j.cnki.css.2022.003.005

立足两个一百年奋斗目标的新时代, 建立更加公平、高效且有韧性的资本市场, 对于推进高质量发展、构建新发展格局至关重要。随着资本市场股票发行制度改革不断深化, 以信息披露为核心的监管理念日益增强, 2019 年 6 月以科创板试点注册制改革为新的起点, 市场化程度逐渐提高、资源配置效率持续提升。尽管如此, 作为资本市场重要组成部分的股票市场, 其 IPO(首次公开发行)抑价问题仍是广泛存在的金融异象。学者的实证研究也表明我国 IPO 定价效率有较大提升但尚未达到效率前沿, 而 IPO 高抑价会低估企业价值、损害股东利益, 并对资本市场持续健康运行造成影响。站在全面建设社会主义现代化国家新起点, 在注册制改革下针对我国资本市场 IPO 定价效率的深入研究及治理仍然意义重大。

已有研究大都从实证的角度从经验数据入手展开研究, 但针对 IPO 抑价现象背后原因的分析始终缺乏全面的理论基础和逻辑解释, 对其关键路径和传导机制的深入剖析及阐释仍显

作者简介: 邱静, 贵州财经大学会计学院教授, 博士生导师, 研究方向: 会计与资本市场; 范钦钦(通信作者), 贵州财经大学会计学院讲师, 博士研究生, 研究方向: 会计与资本市场。

不足。本文对已有重要文献进行系统性归纳总结、抽象到理论高度并将多个理论视角纳入同一整合模型中进行整体性分析探讨,尝试对注册制下相关研究进展的不足进行补充。立足高质量发展的实践,借鉴但不拘泥于国际理论,提出未来对我国 IPO 抑价影响机制及其治理路径研究的理论展望,以期相关研究得以更好地开展,拓展注册制下 IPO 定价效率研究的理论依据,为 IPO 定价实践及夯实资本市场持续健康运行的基础提供一定的启示。

一、文献检索与筛选

为增强后续进行的现有理论梳理及展望的客观性,为定性研究提供依据,本研究文献回顾基于 PRISMA 声明指导^[1]的四步法逐步展开。

(一) 识别(Identification)

文献检索仅限于中文及英文语言,自建库以来截至 2021 年 5 月 31 日的文章。中文检索基于中文期刊三大数据库(中国知网、万方数据库及维普中文科技期刊数据库),以“IPO 抑价”“IPO 定价效率”“首次公开发行定价”为检索词;英文检索则基于 Web of Science、ProQuest、EBSCO 和 JSTOR,以“IPO(s)underpricing”“IPO(s)price efficiency”为检索词。上述初步检索,在中文期刊三大数据库中共获得中文文献 6 026 篇,在英文期刊四大数据库中共获得英文文献 5 873 篇。

(二) 筛选(Screening)

基于初步检索获得的中文文献,剔除非学术期刊文献,共获得中文学术期刊文献 2 419 篇。在英文文献中剔除非学术期刊文献共获得英文学术期刊文献共 3 988 篇。剔除不同数据库中中英文重复文献:共获得中文 1 338 篇,英文 2 671 篇。通过阅读标题和摘要进一步剔除不符合要求的中英文文献,得到英文文献 940 篇,中文文献 785 篇。

(三) 合格(Eligibility)

本研究还使用了一系列保留和剔除标准,旨在检查题目、摘要和全文文章的适用性及质量,具体包括:一是根据加德纳(Gardner)^[2]等文献回溯的观点,剔除中英文会议论文、学位论文及报告等;二是为了更准确回顾具有更高影响力的经济管理学科期刊文献,在三大数据库中仅保留 CSSCI(2021)来源期刊的学术文献,最终获得 98 篇文献,英文文献中,剔除影响因子 5 以下的文献,共获得 108 篇;三是根据主题的相关性,剔除内容上不相关的文献,剔除学科上非经济管理类、社会学类、心理学类的文献,剔除缺乏完整理论基础的文献,英文文献剩余 16 篇,中文文献剩余 23 篇。

(四) 保留(Inclusion)

通过阅读已筛选文章的参考文献,最终,共保留 39 篇全文文献。以“注册制下的 IPO 抑价”或“IPO 定价”和“理论”为关键词补充主题相关的核心期刊来源文献,共 1 篇;以“theory”和

“IPO underpricing”为关键词,补充 2 篇影响因子在 3~5 的学术论文,最终获得英文文献 18 篇,中文文献共 24 篇,总计 42 篇(图 1)。

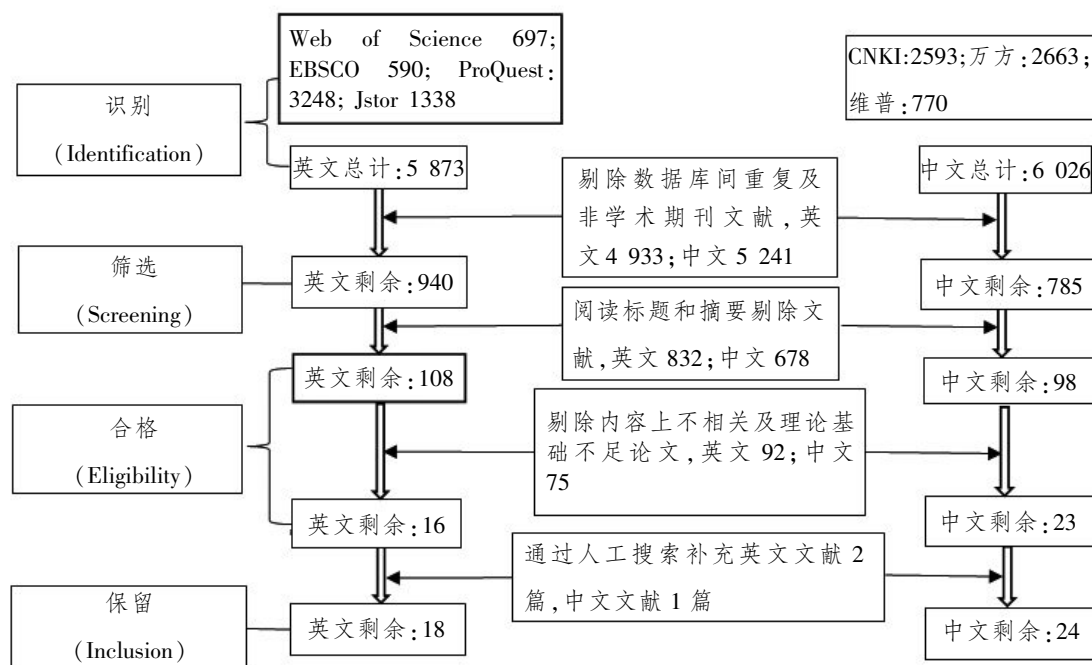


图 1 文献系统搜索流程图

注:截止日期为 2021 年 5 月 31 日

二、现有研究的理论视角

早在 20 个世纪 70 年代末,西方国家就开始了关于 IPO 抑价的研究,时至今日,对该现象的解释已具备了一套较为完整的理论体系。根据大类来分,可以将理论解释划分为基于理性的解释与基于非理性的解释:前者是指新股发行定价低于股票内在价值导致的首次公开发行抑价,其前提是二级市场是有效市场,并假定投资者面对信息时能够理性地进行决策,以便最大化个人财富;后者是指投资者面对信息不能够完全理性地作出决策从而致使首次公开发行(IPO)抑价,其前提假设是二级市场是无效市场,充分融入了心理学和社会学的研究视角。

(一)信息不对称理论——理性视角

我国的资本市场成立较晚,对 IPO 抑价的研究只能追溯到 2001 年(由中文三大库交叉检索可知),加之国情及政治制度背景等的差异,针对我国市场 IPO 抑价现象的理论解释,学术界大多是从信息不对称的理论视角来进行剖析的^[3-4]。学者认为,由信息不对称引起的公司价值不确定性与 IPO 抑价率成正比关系^[5]。在 IPO 过程中主要参与者包括三个方面:股票发行人、股票的承销商及股票市场中的投资者,基于信息不对称对 IPO 抑价影响作用机制的理论

解释可以分为以下三个方面:

1. 委托代理理论——发行人与承销商间的信息不对称

发行人委托承销商代为管理包含股票的承销发行等的诸多事宜,委托代理关系因而在二者间建立起来^[6]。委托代理理论是建立在非对称信息博弈论的基础上的,在资本市场的操作和定价方面代理人相对委托人来说处于优势的地位,因其拥有更多的资源、经验和信息。委托代理理论的隐藏信息模型认为,委托人能观察到代理人的行动,但并不太清楚行动所需要的全部信息。进一步,IPO 价格除了反映企业的内在价值并受到市场需求的影响之外,很大程度上还取决于承销商所发挥的作用,但是承销商(代理人)所作出的努力往往是不完全公开透明的信息,是委托人(发行人)无法全面知悉的,从而二者之间的信息不对称情况就此出现,委托代理问题也就产生了^[7]。再者,代理人因其自利的需求而在形成决策的过程中不能始终如一地将委托人的利益放在首要位置^[8]。具体而言,从承销商(代理人)的角度出发,其通过抑价发行的方式能够在一定程度上规避风险并提高发行成功的概率。此外,学者对 IPO 补税与 IPO 抑价的关系也证实了此问题的存在,研究表明在征管强度(税收)及承销商的声誉均较低的环境中,发行人在对承销商推销股票的用心程度进行监督检查是较有难度的,他们之间的分歧将愈演愈烈,由此 IPO 抑价率也会上升^[9]。另有学者对组织结构的繁琐程度进行了研究,并认为代理成本随着企业层级的增多和结构的分离而上升,进而 IPO 的抑价程度越高,反之亦然^[10]。

然而,委托代理理论能够对此问题进行合理解释的前提是发行人与承销商之间存在信息不对称,发行人对股票的自行销售就能够遏制 IPO 抑价了吗?有学者却得到了此种情况下抑价现象甚至会更为严重的研究结论,因而否定了上述模型的合理性^[11]。

2. 赢者诅咒理论——不同投资者间的信息不对称

该理论最初是从在拍卖中的中标者对拍卖品估价超过其本身的价值从而支付过高价格的现象中而来。在资本市场的新股发行中也存在类似现象,其本质原因亦是信息不对称:一部分潜在投资者对新股掌握有充分的信息,能够作出认购预期价值超过发行价格新股的明智选择;相当数量的投资者则因无信息而盲目进行“漫无目的”的广泛认购,结果是很可能认购了投资价值较低的新股而难免面临“赢者诅咒”式的损失^[12]。在现实中,机构投资者通常掌握着更准确更有价值的信息,往往能够辨别并选择投资价值较高的新股,而绝大部分的中小投资者及散户则很可能是无信息者从而面临投资困境。但是 IPO 公司为了防止中小投资者在遭受损失后不再参与认购,IPO 抑价又成为吸引中小投资者的手段^[13-14],IPO 抑价的实质是对信息劣势投资者的补偿。这种现象在资本市场长期普遍存在,在对欧美发达国家 IPO 数据的实证研究同样验证了资本市场中“赢者诅咒”现象的确存在^[15]。从我国市场的经验数据入手,张矢的等利用 A 股股票市场的数据进行了实证检验,结果显示上述两个假说(洛克的“赢者诅咒”假说及里特与比蒂据此提出的“风险假说”^[16])总体上是能够解释中国市场 IPO 抑价率的^[17]。而机构投资者为了达到效用的最大化,会采取隐藏真实需求的手段,以缓解 IPO 申购中的“赢者

诅咒”问题,并导致 IPO 高抑价^[18]。

3. 信号理论——发行人与投资者间的信息不对称

信号理论指的是信号的发送者(一般为企业高层等)通常掌握着外部人员无法获取的与组织、产品或个人有关的重要信息。由于发行人比投资者更知悉公司的真实内在价值,优质公司需要向市场发送一种独特的信号以便更好地展现其内在价值,IPO 抑价虽然会导致发行收益暂时降低,但优质公司可通过较高定价的上市后增发以弥补损失;而劣质公司却难以效仿这一做法,原因是此法带来的成本过大,真实价值暴露之后劣质公司无法通过增发来弥补一级市场抑价发行所带来的损失,IPO 抑价因而被看作发行人向投资者们传递其公司是否是优质公司的关键信号^[19]。基于我国的资本市场经验数据,国内学者以过去 20 年间我国首次公开发行股票的公司为样本进行了 IPO 抑价成因的理论解释,结果表明“信号理论仅通过再融资间隔时间部分解释了其与 IPO 抑价之间的关系”^[14];我国上市公司 IPO 抑价的成因是 IPO 阶段投资者和公司内部人员之间的信息不对称,IPO 有意低价发行达到了某种程度上对风险进行规避的目的^[20]。众多学者的研究发现,加强 IPO 公司信息披露可均衡信息分布以缓解 IPO 高抑价率。然而,有国外学者利用美国股市的数据开展了对此问题的实证研究却无法得出显著的结论。

(二)行为决策理论——非理性视角

归纳起来,非理性解释可以通过行为决策理论得到解释。行为决策理论是以人的“理性有限”为基础的,人们受认知能力的不足所限制,加之现实环境往往具有不确定性和复杂性,决策者仅能对问题的部分信息作出反应并处理^[21]。进一步,受到决策时间和可利用资源的限制,决策者无法对所有备选方案都全面知悉,选择的理性是相对的。在 IPO 公司新股发行的过程中,基于有限理性的视角,可根据不同的参与方对 IPO 抑价现象进行如下解释:

1. 行为金融理论——投资者行为

从 20 世纪 80 年代至今,各种“金融异象”不断涌现,越来越多的实践困境表明许多金融理论还不完善。研究表明,投资者对新信息的反应常常会表现得过激^[22-23],股票市场价格也因此会“反应过度”,行为金融的研究就此拉开序幕。行为金融学理论认为,投资者会产生各种行为偏差(包括损失厌恶、心理账户、过度自信、羊群行为、信息反应偏差等)。基于理性投资者的传统金融学认为一级市场低定价是 IPO 高抑价现象产生的根源^[12],但以上解释不足以支撑 IPO 公司长期表现弱势的合理性。持投资者有限理性观点的行为金融学派认为,二级市场投资者对新股热情追捧的态度才是导致 IPO 高抑价的主要原因^[24]。具体而言,在行为金融的体系下,投资者在进行投资决策时不具备完全理性,投资者情绪的影响不容小觑,可能导致价格不能完全真实地反映价值,因而投资者情绪也应成为影响资产价格的因素之一,在资产价格的行程中应予以考虑。在我国情境下,基于行为金融理论的投资者行为偏差,学者通过中国本土化投资者行为的代理变量证实了其对 IPO 抑价率的影响显著^[25]。此外,学者们的研究表明在信息质量较好的环境中,投资者关注能够在短期内提升新股价格,反之亦然^[26]。

2. 从众行为理论——潜在投资者行为

由于打新热(指投资者热衷于申购新股)一直在我国资本市场上存在,新股的供不应求会使得一级市场的资金堆积如山从而大大拉低了中签率。IPO 公司进行抑价发行的主要动机是:以低价来吸引第一批潜在投资者进行认购,其他投资者很可能会跟随前者一同参与到认购该股票的行列中,这便是所谓的“从众效应”。IPO 抑价从众行为模型认为,潜在投资者会关注其他投资者的交易行为,并且不可避免地受到影响,最终通过综合自己掌握的信息而作出是否进行投资的决定^[27]。前期投资者的购买行为会成为影响后期投资者决策至关重要的因素,因为前期投资者的申购行为将会对后期投资者起到鼓励的作用(甚至成为新股的利好消息),因而为数不少的前期投资者进行新股申购的行为可以一定程度上为新股的成功发行扫清障碍。为了给后续潜在投资者的申购带来“从众效应”,利用 IPO 抑价获得第一批新股申购者是意义重大的^[7]。在我国,学者利用深圳证券交易所新上市公司的数据构建了数学及理论模型,实证研究表明,高于世界平均水平的 IPO 高抑价现象确实存在于我国深圳创业板市场上,并认为通过“从众效应”假说来对这一情况进行理论解释是极具合理性的。

3. 逐名假说——风险投资机构行为

相当数量的企业会为了提升企业的价值而选择创业风险投资机构(简称创投机构)等进行协助,而该机构的获利方式通常是通过退出机制来实现。IPO、MBO 及 M&A 是三种创业投资退出的主要途径,其中 IPO 因能为创投机构带来最大的投资回报(扩大知名度并建立声誉等),而被创投机构视为首选的退出方式。综上,创投机构和发行人关注的核心问题是前者所支持企业的市场认可度,而这一认可度则可以由发行人的 IPO 抑价表现出来^[28-29]。上述观点可以通过“逐名假说”得到支撑。“逐名假说”意为进入市场不久的企业更倾向于选择成立时间不长的风险投资机构进行合作,而二者出于建立市场声誉的考虑及快速抢占市场份额的动机,会采取有助于让企业尽快上市的决策,不惜以提高 IPO 抑价率为途径^[30]。有学者以新加坡的上市公司为样本数据,证实了“逐名假说”的确存在^[31]。中国股票市场制度相对欧美国家而言尚不成熟,所表现出的更多是“逐名效应”而并非“认证监督效应”^[32-33];进一步,伴随持股比例的上升,短期风险投资表现出的“逐名效应”则更加显著。

然而,部分文献的相关研究并不支持上述结论。李和瓦哈尔(Lee & Wahal)的研究增加了匹配的约束,从而颠覆了巴里和梅金森(Barry & Megginson)的研究结果^[34]。而基于我国情境,学者以中小板 IPO 公司为对象进行研究,结果表明没有创投背景的公司其 IPO 抑价率更高^[35-36]。

三、注册制理论视角下的未来展望

上述理论模型对于全面系统地理解我国 IPO 的高抑价具有一定意义,但也存在一些不足:

一是其中大部分理论模型都已被后来学者提出了批判性甚至否定性的实证研究证据;二是近年来,仅在中国情境下应用及检验西方国家发展出的理论已不足以解释我国市场化制度的发展实践。发展能够解释我国资本市场特有现象的理论,或是基于西方构建的基础理论并沿此道路作出普适性的理论推导,在此基础上延伸出中国情境下的不同演变才是目前迫切需要的。当下,我国资本市场正面临重大的战略性改革,全市场稳步推行注册制对于我国资本市场真正走向成熟与完善意义重大。在注册制下要切实提高 IPO 定价效率,使得定价能够反映企业内在价值,一方面要从制度层面深刻理解其内涵及外延,另一方面也要充分考虑国别差异,重视非正式制度对我国资源配置效率的影响^[37]。同时,为了更直观地呈现 IPO 抑价及其治理的研究进展和未来发展方向的理论视角,我们总结出 IPO 影响因素及治理的整合模型以便更为直观地呈现现有研究进展及理论思路的未来展望(图 2)。

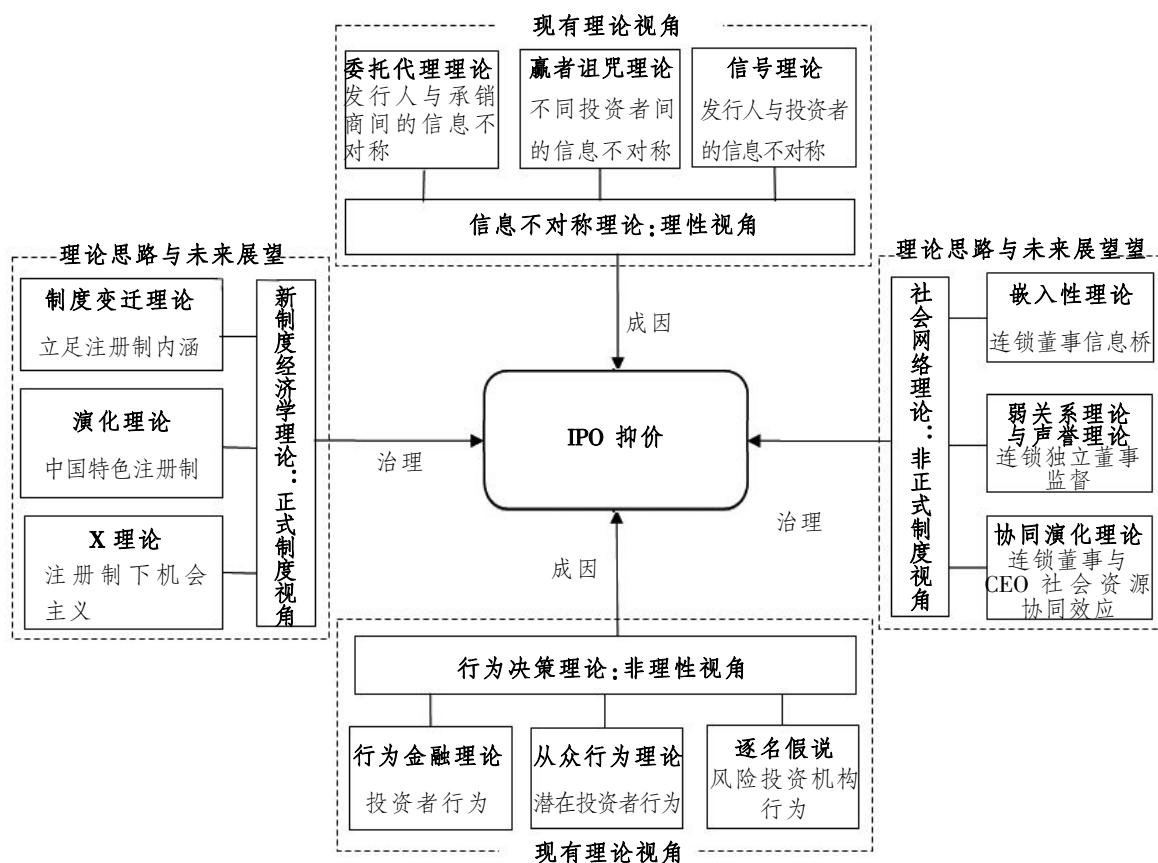


图 2 IPO 抑价影响因素及治理研究理论视角整合模型

注:作者根据相关文献资料自行整理所得

(一)新制度经济学理论——正式制度视角

早在一百年前,约瑟夫·熊彼特就在《经济发展理论》中论证过经济制度及政策导向的变化等对资本市场有着不容小觑的影响^[38]。新制度经济学强调在经济研究中,应将研究的重点

放眼于宏观层面的整个社会,并强调制度对整个经济环境的影响。中国股市虽然发展迅速,但是起步晚、处于初级阶段且市场有效性也相对较低。我国股票发行市场先后经历了审批制和核准制的改革,随着市场经济不断发展,资本市场日趋成熟。为贯彻落实党中央关于试点注册制的重要部署和要求,证监会分别于2019年和2020年颁发《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等一系列重要制度。强化以信息披露为核心的监管理念,强化各方各尽职守,推动市场化进程,并由投资者自行判断股票的价值。2019年6月13日科创板注册制开始实施;增量科创板和存量创业板的先后正式挂牌上市,意味着我国资本市场正在发生深刻的结构性变化。而对注册制下的IPO定价效率、制约因素及治理方向的探讨对供求机制的稳定施行与资源配置效率的提升意义重大。

1. 制度变迁理论——立足注册制内涵

近年来从审批制建立到核准制的改革,尽管制度的变迁使得IPO抑价降低,IPO市场效率有所提高,但是IPO市场效率始终未能达到资本市场的理想状态。学者的研究表明IPO抑价率很大程度上源于政府对新股发行方式和制度的调控^[39-40],我国股票市场的市场化进程也对IPO抑价有不容小视的影响。进一步,通过对不同制度更迭的动态分析发现,我国IPO抑价率早期极高,随着审批制和保荐审核制的实施,IPO抑价率已得到了明显的缓解,但我国仍须持续进行资本市场的制度改革以进一步提高定价效率。而就目前试行的注册制而言,要求发行人充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,要求提高信息披露的质量,使其更具真实性和有效性,并通过相关法律及实施政策的落实缓解信息不对称及规避欺诈行为。因而理论上能够一定程度缓解信息不对称导致的IPO抑价。从具体路径来看,我国目前仍处于核准制与注册制并行的转型阶段,注册制的全面实施和顺利进行需要较为规范的市场化运作、较高的市场化程度、良好的法律制度环境,各方具备较为成熟的发行和投资理念。要真正意义上提高资源配效率,夯实资本市场高质量发展的基础和条件,使得定价能力高效而准确,就必须进一步加强资本市场基础制度建设,深刻理解制度的内涵及区别意义重大。从比较法学和哲学的角度对制度进行剖析可见:须对发行人是否符合发行条件进行实质审查的核准制,被誉为是证券发行监管中的“准则主义”;无须对文件进行实质审查而只进行形式审查的注册制,则是在法理基础上以“自由主义”为主,而格外强调信息披露的“披露哲学”^[41]。在注册制试点科创板中,实施了包括上市、交易、退市等一系列制度的创新,新股发行价格不设行政性限制,以机构投资者为主体进行询价、定价。科创板注册制作为注册制改革的第一次尝试,在真正实现由市场供求来影响价格之前,价格仍会呈现些许不稳定的波动趋势,因而对上市公司的IPO定价仍然是不小的考验。未来我们对IPO抑价问题的研究除了实证检验之外,还应更多地从制度的起源、构造及哲学反思等角度进行IPO抑价程度传导机制研究和理论构建,有助于深刻地揭示其中的原理及路径,更有针对性地结合经验数据提出注册制下IPO抑价的治理措施。

2. 演化理论——中国特色注册制

美国具备成熟的证券市场,早已成功实行证券发行注册制,其制度特点可以归纳如下:其一,证监会(SEC)不对公司所提供材料的真实性进行审核;其二,证监会(SEC)只要求发行人进行详尽的披露,而新股价格则交由市场决定;其三,发行人、承销商与审计机构等均须对上市公司的信息造假等风险承担责任^[42]。国内外学者大多基于成熟市场经验以及法律制度层面,定性分析了注册制改革的市场功能与模式适用性判别的研究^[43]。对于注册制的研究,我国学者沈朝晖、王啸均认为美国注册制形式上事前监管宽松,而一旦信息造假被发现则惩处严厉,另一方面则存在着部分州和联邦政府的管辖权重叠问题。

别国的相关经验对于我国注册制的改革具有一定的借鉴意义,但我国应进一步完善相关的治理体系及制度,保障信息披露的充分、有效。通过对美国注册制的特点进行深入定性研究比较发现,我国股票发行实施注册制改革的重点并非原封不动地照搬发审制度的形式本身,而在于重视理念上的转换、规则上的完善以及从技术提升中创建符合我国经济发展要求的市场机制,并维护好注册制在我国平稳运行的制度环境。我国证监会把握尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三个原则,形成了从科创板到创业板、再到全市场注册制的改革布局。对科创板及创业板的新股上市,相关制度中加入盘中临时停牌、有效价格申报范围等机制,以平滑市场波动。由此,相关机制理论上将对注册制下的IPO定价效率带来一定的积极影响,使股票价格偏离真实价值的幅度受到一定限制,但还需要通过实践的进一步检验。在我国,注册制科创板试点时间仅两年,由于经验数据的不足,实证研究开展受到一定阻碍。目前,针对已有经验数据所做的研究较为有限,仅有少数学者进行了实证研究,包括注册制下科创板首发定价合理性与高回报成因的相关研究^[44];对于市场化定价的注册制改革与缓解询价机构的过度竞争从而提高IPO定价合理性的研究^[45-46];也有关于科创板首次公开披露IPO审核问询与回复的制度对首次公开上市定价效率的研究^[47]。未来的研究方向除了针对科创板和创业板的特性检验定价效率的经验证据之外,更需要发掘共性,创新性地归纳与演绎,提出适合于整个A股市场的相关理论,以进一步提高资本市场的配置效率,使股价更接近于股票的真实价值。

3.X 理论(经济人假设)——注册制下机会主义行为

根据新制度经济学对人的假设,人是追求自身利益最大化为目标的,而信息不对称及人的有限理性又进一步为机会主义行为提供了生存的空间。注册制的实施是期望能够让投资者逐步回归理性,从而整体提升股票市场IPO定价合理性,其改革的重中之重是信息披露制度建设。与此同时,要使注册制更好地服务我国的经济的发展须建立更完备的发行和承销机制,并且落实更加严格的监督。然而,注册制改革意味着我国资本市场“市场化”时代的来临,将对股票评估及判断优劣的决策权交由市场,监管部门不再进行实质性审核,这将会给大部分缺乏专业知识及经验的投资者带来巨大的挑战。投资者须自主对发行人的获利能力、资产质量及股

票的投资价值等进行判断,投资者因而面临较大的不确定性投资风险。在此过程中,监督部门对事前监管形式上的放松也可能被某些企业高层误解为滋生不规范行为的温床,从而采取自利的机会主义行为以谋取更多的自身利益,IPO 抑价就是其中之一。因此,IPO 注册制下投资者的合法权益能否得到保障,将更依赖于企业会计信息披露的质量。未来的相关研究,应基于信息传递理论视角,首先将 IPO 抑价的对象和影响程度两个维度相结合,对注册制下 IPO 抑价的动机进行分类研究,再从主动性和环境两个维度综合研究 IPO 抑价的情境,最后从宏观、中观、微观三个层面及他律和自律两个角度共同构成的六个方面,全方位地探讨注册制下 IPO 定价效率的提升措施,这将有利于加强注册制下 IPO 公司的监管,遏制企业机会主义行为的发生,维护资本市场健康运行。

(二) 社会网络理论——非正式制度视角

非正式制度也成为近年来学者们探讨的热点,有学者指出中国企业过去取得巨大进步的一个重要因素在于中国有较强的非正式制度^[37]。2020 年证监会对《上市公司信息披露管理办法》进行了修订,内容包括强化董事会定期报告的责任,并要求董事对信息披露的质量须承担一定义务。除了政策制度所明文规定的披露责任及义务,从公司治理的角度,非正式制度对上市公司董事会带来的影响,如何作用于 IPO 定价效率是当前应关注的重要问题。在深受儒家文化影响的中国,经济社会的发展始终离不开“人际关系”,中国相对于欧美国家而言,其经济社会总是被更浓重的“关系”色彩所笼罩^[48]。在审批制和核准制的阶段,对于董事会社会资本的研究主要集中于董事会的政治关联;一些学者的研究认为董事会成员的政治关联对 IPO 抑价的缓解具有正面的作用^[49-50];近年来也有一些学者通过实证研究得到了异质性的结论^[51-52]。然而,注册制的基本内涵是处理好政府与市场的关系,真正把选择权交给市场,极大程度上减少不必要的行政干预,坚持走市场化及法治化的改革道路。按照“放管服”的要求,未来还会进一步大力推进简政放权,因而董事会社会资本的研究方向应从政治关联转移到其他真正符合新制度特点和市场规则的领域中。社会资本理论的一个重点是资源嵌入在互联的个体或组织的社会网络中,并且可以通过社会关系网络去获得。而由上市公司董事的兼任而形成的社会网络近年来在学术研究中受到较大重视,调查研究表明 80%左右的 A 股上市公司都拥有连锁董事网络,这种社会网络关系与经济改革更是相辅相成、相伴而生,它对我国企业的经营活动有着毋庸置疑的重要意义^[53-55]。然而,已有文献针对董事社会网络对资本市场影响的研究为数较少,更鲜有文献基于注册制背景下就连锁董事关系对 IPO 抑价问题产生的作用机制进行深入探讨。

1. 嵌入性理论——连锁董事信息桥作用

注册制下的发行条件已由投资者可以判断的事项转化为信息披露要求,并明确发行人是信息披露的第一责任人,而上市公司董事会成员对股票发行尤为重要。信息披露的重中之重是信息的质量及准确的传递。信息的有效释放需要恰当的渠道来支撑,相较西方发达国家成熟的资本市场,我国上市公司董事获取信息的正式渠道较为狭窄,而董事社会网络的非正式

途径则很可能成为公司间信息传递的有效途径。最新政策信息的具体操作可以通过公司间的连锁董事网络路径得以传递,这种为社会网络与公司治理双重领域提供重要依据的融合研究可以看作是“信息桥”^[37]。更进一步,学者 Uzzi 认为,基于彼此间的互相信任、频繁的信息互动和解决问题的能力都使得嵌入性的社会网络十分强劲有力^[56]。具体而言,公司董事会在进行决策的制定时,并非是在完全封闭的环境中仅使用自身掌握的信息集独立进行的,而是会将其他公司制定的政策等作为参考借鉴的对象,以便在一定程度上规避决策的风险并减少不确定性^[57],并对信息披露违规现象产生一定的抑制作用^[58],从而连锁董事社会网络能够一定程度遏制公司机会主义行为的发生。

在 2020 年颁布的新《证券法》中专门强调了董监高等相关主体对于上市公司信息披露担负的重要责任。当前,不断完善 IPO 公司上市的信息披露制度及强化相关监管的力度比以往更加突出,尤其是注册制改革愈发强调公司信息披露的真实性及全面性,那么在核准制逐渐退出历史舞台,全面注册制即将落地的当下,众多公司对于政策信息的解读和剖析还存在一定误区,闭门造车对于准确理解政策及合理定价并无益处。IPO 公司通过社会网络的嵌入性使得公司间信息的传递更加畅通无阻,原因为公司间的连锁董事网络成为公司决策形成信息的非正式渠道和信息联结的桥梁,而 IPO 定价也是公司重要的战略决策。由于注册制是分阶段分步骤的实施,后上市的公司能够通过该社会网络习得相关经验,理论上能够进一步提高上市公司 IPO 定价合理性,然而还需要后续的检验和深厚的理论支撑。具体需要从上市公司 IPO 定价的程序及定价中董事发挥的作用与连锁董事带来的信息桥功能方面展开探索并结合实证结果,从传导机制中找到合理的理论解释。

2. 弱关系理论及声誉理论——连锁独立董事监督

注册制下,监管机构只对 IPO 公司提供材料是否完整合规作出硬性要求,而股票投资价值则交由投资者自行判断,但对信息披露质量的要求却比过去更高。注册制强调投资者保护,《上海证券交易所科创板股票上市规则》规定交易所从外部监督以防范滥用特别表决权;监事会从内部监督持有特别表决权股份的股东。然而,要真正将保护投资者的目标落到实处,防范机会主义行为,仅靠监事会的作用是明显不够的。一方面,特别表决权股东可任命监事,此类监事对特别表决权股东的监督作用必然会大大削弱;另一方面,在上市公司治理的实践中监事会的监督大多属于末端的事后监督,难以对滥用特别表决权的机会主义行为采取及时的履职措施以进行干预。而此时,独董的内部监督作用显得更加不可或缺。2020 年 8 月,中国上市公司协会发布《独立董事促进上市公司内部控制工作指引》,进一步要求独立董事对于公司的上市融资方案以及风险评估等重大方面都负有事前监督的职责,可见重视程度之高。但在我国上市公司的实践中,对于中国背景下独立董事的作用是否能够真正得以发挥受到不少学者的质疑。有学者提出是由于忽略了独立董事所处的客观环境,将其行为与社会联系等割裂开来^[59]。

社会网络理论的一个主要关注点是社会行动者通过强关系或弱关系的联结。独立董事相

对于内部董事来说是弱关系,正因为这种弱关系的存在才使得独立董事能够较好地发挥其监督和治理的作用,提出不同意见。而拥有多家上市公司独董席位的独立董事,被认为处于连锁独立董事的社会网络中。独立董事能够得到多家单位的聘用,这是对其社会信用度及专业能力的认可。其因多重兼任而得到声望具有向外传递正面信息的符号作用。镶嵌在这些社会网络中的社会资源,一方面可以被直接利用,另一方面也能提升个人的社会地位。基于此,身处社会网络中的独立董事会更加看重个人的声誉,因为徇私舞弊的行为可能会带来更高的违法成本,致使声誉受损,且失去其他公司的独立董事席位。而独立董事同时也能够从自我的身份认同中对自己的职业行为更加自信,从而增加了决策的独立性。因而理论上来说,处于社会网络中的独立董事能够为了保护社会声誉不受损而更加勤勉尽责并保持更好的独立性,更主动地提请董事会及管理层主动进行高质量的信息披露,从而更有利于其抑制管理层机会主义行为及大股东侵占行为的监督职能^[60],进而对因信息不对称和有限理性而引起 IPO 抑价起到一定的缓解作用。因此,在以信息披露为核心、形式审核为改革重点的注册制下,独立董事的社会网络是否确实能够有助于上市公司提高 IPO 定价效率,目前鲜有研究从作用机制探讨并利用科创板下的经验数据实证检验独立董事社会网络对 IPO 抑价的治理作用。在今后的相关研究中,应注重理论结合实践,结合注册制下的市场化机制及监管政策等,将社会网络及其相关理论更好地运用到提高 IPO 定价效率的机制中。

3. 协同演化理论——连锁董事与 CEO 社会资源协同效应

随着社会网络理论的发展,学者们开始对动态网络以及社会网络之间的多层嵌套性的相互关系产生研究兴趣。管理决策者认为,须将企业内部相互关联关系的复杂性,结合政策等其他条件,不断提高组织的资源配置效率和创新性^[61]。有国内学者曾以是否行业协会任职、是否有政府背景及是否海归等指标来衡量社会资本,并从协同效应的视角探讨首次公开发行股票的公司中,在首席执行官(CEO)与董事会社会资本二者共同产生的作用下 IPO 抑价的走向^[62]。国外学者的类似研究也引起了我们的注意,以往的研究都是将二者的社会关系割裂地进行分析,我们是否可以结合注册制的背景,推及至 IPO 公司连锁董事社会网络与 CEO 的社会网络来探讨二者的协同效应对 IPO 抑制最终会产生的影响?董事和 CEO 均处于公司治理中重要位置,董事拥有企业的主要控制权并负责企业战略的制定,其社会网络能够对企业的决策产生不可小觑的影响,而 CEO 作为企业经营效率的核心,其社会网络的嵌入性亦对于企业对外获取资源以及传播声誉具有信号传导的积极作用。

而在强调监管责任、注重信息披露质量、进一步往市场化方向改革的注册制下,这两种社会网络之间的协同关系,究竟是相互促进提升企业信息披露质量并抑制企业高层机会主义行为,给企业带来资源上和效果上“1+1>2”的效果,对上市公司 IPO 抑价起到有效缓解的作用,还是相互折损,带来资源浪费甚至相互抵消的负面效果,从而助长 IPO 抑价率提高?均须放在新的整合模型中来进行详细探讨。由此,未来的相关研究可以从正反方面来进行探讨:其一是

基于委托代理理论与两种社会网络负向协同效应(导致 IPO 抑价率增加)的探索;其二是基于管家理论与两种社会网络正向协同效应(有效降低 IPO 抑价率)的探索。此外,应按照理论结合实践原则,将科创板对注册制试点下 IPO 公司的科创属性、成立年限、盈利能力等作为研究的控制变量,建立数理模型及计量模型,以进一步论证新制度下理论模型的可行性。

四、结论

从 1990 年建立资本市场至今,30 余年来,在党中央国务院的坚强领导下,经过一代又一代先锋者的开拓进取,我国资本市场从最初的筚路蓝缕发展到目前已经逐步与我国经济体量相匹配,并成为具有世界影响力的资本市场。当前,注册制的推行对于深化资本市场改革具有重大意义,注册制的改革需要我们不断加深对资本市场使命责任的认识,充分发挥资本市场的枢纽功能,不断发展其与实体经济的适配性,促进经济和金融的良性循环。注册制的改革首先作用于增量的科创板,致力于解决我国关键核心技术“卡脖子”问题;存量的创业板注册制改革则显现出经历新冠疫情冲击仍然逆风扬帆的中国政府对资本市场改革的决心与魄力。2020 年,党的十九届五中全会为资本市场的改革和发展指明了方向,注册制即将全面推行至整个 A 股市场。要达到持续优化营商环境,提高上市公司质量,促进资本市场持续健康发展,激发市场活力的目标,须进一步加深对资本市场内在影响因素的理论认识。在发展中不断地用理论指导实践,持续以实践经验修正理论,促进信息披露和监管体系的完善,提升注册制下 IPO 公司的定价合理性,提高资本市场的资源配置效率,使其更好地服务经济高质量发展的大局。我国目前正处于实施股票发行注册制改革的关键期,我们更须警醒制度资源的国别差异是毋庸置疑且不可小视的。今天,我国证券市场的基本制度及规则体系的改革已初见成效,但任何只求形式不讲实质而忽略本土特征的生搬硬套都会成为前进道路上的绊脚石。因此,未来研究应进一步明确注册制下 IPO 抑价的边界条件,跟中国情境结合在一起进行探讨才可能得到更具指导性的结论。现在,我们亟须审时度势、脚踏实地,抓住注册制改革的机遇,对我国资本市场“市场化”的规范性进程及改革理念的全面构建进行系统性的完善,以期更好推动我国资本市场的转型发展。本文通过对中外相关文献进行检索和筛选,对最终保留相关领域的 42 篇颇具影响力的中英文文献进行详细的分类、归纳和梳理,抽象至经典理论的视角,对 IPO 抑价的影响因素理性视角及非理性视角进行了分类探讨和阐释。随着我国资本市场的日趋成熟,在注册制下如何持续提高资源配置效率,将市场化法制化的改革之路进行到底,提高 IPO 定价的合理性具有不可小视的影响。结合我国经济社会的发展特点及目前的发展阶段,本文提出了理论思路的未来展望方向,这不仅可以加深在注册制下对 IPO 抑价的认识理解,也能够从不同的理论视角拓展对 IPO 定价效率偏低的治理研究,在中国情境下,资本市场发展的现阶段对 IPO 定价合理性的研究,是值得中外学者持续关注的研究方向。

参考文献

- [1] MOHER D, LIBERATI A, TETZLAFF J, et al. Preferred reporting items for systematic reviews and meta - analyses: The PRISMA statement[J]. Plos Medicine, 2009, 6(7): 1-7.
- [2] GARDNER W L, COGLISER C C, DAVIS K M, et al. Authentic leadership: A review of the literature and research agenda[J]. The Leadership Quarterly, 2011, 22(6): 1120-1145.
- [3] RITTER J R, Welch I. A Review of IPO activity, pricing, and allocations[J]. The Journal of Finance, 2002, 57(4): 1795-1828.
- [4] 周佰成, 周阔. 招股说明书可读性影响 IPO 抑价了吗? [J]. 外国经济与管理, 2020(3): 104-117+135.
- [5] 张学勇, 廖理, 罗远航. 券商背景风险投资与公司 IPO 抑价——基于信息不对称的视角[J]. 中国工业经济, 2014(11): 90-101.
- [6] BARON D P, A Model of the Demand for Investment Banking Advising and Distribution Services for New Issues[J]. The Journal of Finance, 1982, 37(4): 955-976.
- [7] 范汉熙. 股票首次公开发行抑价现象理论研究[J]. 管理世界, 2011(5): 176-177.
- [8] DALTON D R, HITT M A, CERTO S T, et al. The fundamental agency problem and its mitigation[J]. The Academy of Management Annals, 2007, 1(1): 1-64.
- [9] 魏志华, 曾爱民, 吴育辉, 等. IPO 补税影响 IPO 抑价吗?——基于信息不对称理论视角[J]. 金融研究, 2018(1): 191-206.
- [10] 邵丽丽. 民营企业金字塔控股结构对 IPO 抑价的影响——两种理论的检验[J]. 山西财经大学学报, 2007(10): 72-77.
- [11] MUSCARELLA C J, VETSUYPENS M R. A Sample test of Baron's model of IPO underpricing[J]. Journal of Finance Economics, 1989, 24(1): 125-135.
- [12] ROCK K. Why new issues are underpriced[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1): 187-212.
- [13] 刘志远, 郑凯, 何亚南. 询价制度第一阶段改革有效吗[J]. 金融研究, 2011(4): 158-173.
- [14] 刘剑蕾, 栗媛. 市场化进程对 IPO 抑价的影响研究——基于信息不对称理论视角[J]. 国际金融研究, 2019(6): 87-96.
- [15] FRANCIS K, TERRY W. A Direct Test of Rock's Model of Pricing of Unseasoned Issued[J]. Journal of Financial Economics, 1989, 23(2): 251-272.
- [16] BEATTY P R, ZAJAC E J. Managerial incentives, monitoring and risk bearing: a study of executive compensation, ownership and board structure in initial public offering[J]. Administrative Science Quarterly, 1994, 39: 313-335.
- [17] 张矢的, 卢月辉. “赢者诅咒”及风险假说对中国 A 股市场 IPO 抑价有效性的实证研究[J]. 管理评论, 2014(8): 42-52.
- [18] 熊维勤, 孟卫东, 周孝华. 新股询价发行中的配售规则对 IPO 抑价的影响[J]. 中国管理科学, 2006(4): 100-107.
- [19] RONI M, SHAW W H. The pricing of Initial Public Offerings: Test of Adverse-Selection And Signaling Theories [J]. Review of Financial Studies, 2000(2): 279-319.
- [20] 黄新建, 张宗益. 影响我国新股超额收益率的实证研究[J]. 重庆大学学报(社会科学版), 2002(2): 31-

- 33.
- [21] BRIEF A P, MOTOWIDLO S J. Prosocial Organizational Behaviors [J]. The Academy of Management Review, 1986, 11(4): 710-725.
- [22] DANIEL K, HIRSHLEIFER D, SUBRAHMANYAM A. Investor psychology and security under-and overreactions [J]. The Journal of Finance, 1998, 53(6): 1839-1885.
- [23] BONDT W F M, THALER R. Does the stock market overreact? [J]. The Journal of Finance, 1985, 40: 793-805.
- [24] RITTER J R, WELCH I. A review of IPO activity, pricing, and allocations [J]. NBER Working Papers, 2002, 57(4): 1795-1828.
- [25] 熊虎, 孟卫东, 周孝华, 等. 核准制下投资者行为偏差和中国 IPO 抑价实证研究 [J]. 软科学, 2007(4): 61-65.
- [26] 肖琦, 沈玉华. 投资者关注、信息质量与 IPO 抑价 [J]. 华东经济管理, 2018(1): 119-126.
- [27] WELCH I. Seasoned Offerings, Imitation Costs, and the Underpricing of Initial Public offerings [J]. The Journal of Finance, 1989, 44(2): 421-449.
- [28] BARRYC B, MUSCARELLA C J, LII J W P, et al. The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies*1: Evidence from the going-public Process [J]. Journal of Financial Economics, 1990, 27(2): 447-471.
- [29] MEGGINSON W L, WEISS K A. Venture Capital Certification in Initial Public Offerings [J]. The Journal of Finance, 1991, 46(3): 879-903.
- [30] CARTER R, MANASTER S. Initial public offerings and underwriter reputation [J]. Journal of Finance, 1990, 45(4): 1045.
- [31] WANG C K, WANG K, LU Q. Effects of Venture Capitalists' Participation in Listed Companies [J]. Journal of Banking & Finance, 2003, 27(10): 2015-2034.
- [32] 曹麒麟, 李十六, 唐英凯, 等. 创业投资机构有限认证作用——基于创业板上市公司 IPO 抑价的实证研究 [J]. 软科学, 2012(1): 87-93.
- [33] 伍文中, 高琪. 逐名效应、认证监督与中国创业板 IPO 抑价 [J]. 金融经济研究, 2018, 33(6): 94-103.
- [34] LEE P M, WAHAL S. Grandstanding, Certification and the underpricing of Venture Capital Banked IPOs [J]. Journal of Financial Economics, 2004, 8: 375-407.
- [35] 张凌宇. 创业投资机构对其支持企业 IPO 抑价度的影响 [J]. 产业经济研究, 2006(6): 36-41.
- [36] 张丰. 创业投资对中小企业板 IPO 影响的实证研究 [J]. 经济与管理研究, 2009(5): 10-19.
- [37] 陈运森, 郑登津. 董事网络关系、信息桥与投资趋同 [J]. 南开管理评论, 2017(3): 159-171.
- [38] 约瑟夫·熊彼特. 经济发展理论 [M]. 王永胜, 译. 上海: 立信会计出版社, 2017: 117-121.
- [39] AFFLECK-GRAVES J, MILLER R E. Regulatory and Procedural Effects on the underpricing of Initial Public Offerings [J]. Journal of financial Research, 1989, 12: 193-202.
- [40] 张小成, 黄少安, 周永生. 不同发行机制下 IPO 抑价比较研究 [J]. 中国管理科学, 2012(6): 35-42.
- [41] 李燕, 杨滢. 美国法上的 IPO“注册制”: 起源、构造与论争——兼论我国注册制改革的移植与创生 [J]. 比

- 较法研究,2014(6):31-42.
- [42] 田岚,刘澄.美国证券注册制的抑价机制实证及其启示[J].求索,2016(5):89-93.
- [43] 曹凤岐.推进我国股票发行注册制改革[J].南开学报(哲学社会科学版),2014(2):118-126.
- [44] 董秀良,刘佳宁,满媛媛.注册制下科创板首发定价合理性及高回报成因研究[J].上海财经大学学报,2020(6):65-78.
- [45] 张宗新,滕俊樑.注册制询价改革能否提高IPO定价效率?——基于科创板试点注册制改革的研究视角[J].上海金融,2020(8):24-30.
- [46] 张宗新,吴钊颖.科创板基础性制度改革能否提升市场定价效率?[J].证券市场导报,2021(4):33-46.
- [47] 薛爽,王禹.科创板IPO审核问询有助于新股定价吗?——来自机构投资者网下询价意见分歧的经验证据[J].财经研究,2022(1):138-153.
- [48] ALLEN F, QIAN J, QIAN M. Law, finance and economic growth in China[J]. Journal of Finance and Economics, 2005, 24(1): 125-135, 57-116.
- [49] FAN J P H, WONG T J, ZHANG T. Politically connected CEOs, corporate governance, and post-IPO performance of China's newly partially privatized firms[J]. Journal of Financial Economics, 2007, 84: 330-357.
- [50] FRANCIS B B, HASAN I, XIAN S. Political connections and the process of going public: Evidence from China[J]. Journal of International Money and Finance, 2009, 28(4): 696-719.
- [51] 李敏才,刘峰.社会资本、产权性质与上市资格——来自中小板IPO的实证证据[J].管理世界,2012(11):110-123.
- [52] 田利辉,张伟.政治关联和我国股票发行抑价:“政企不分”如何影响证券市场?[J].财经研究,2014(6):16-26.
- [53] 卢昌崇,陈仕华.断裂联重构:连锁董事及其组织功能[J].管理世界,2009(5):152-165.
- [54] 彭正银,廖天野.连锁董事治理效应的实证分析——基于内在机理视角的探讨[J].南开管理评论,2008(1):99-105.
- [55] 任兵,区玉辉,林自强.企业连锁董事在中国[J].管理世界,2001(6):132-141.
- [56] UZZI B. The sources and consequences of embeddedness for the economic performance of organizations: Thenetwork effect[J]. American Sociological Review,1996, 61(4): 674-698.
- [57] LEARY M T, ROBERTS M R. Do Peer Firms Affect Corporate Financial Policy?[J]. Journal of Finance, 2014, 69(1): 139-178.
- [58] 曲吉林,于亚洁.关系质量和数量、盈利能力与信息披露违规[J].经济与管理评论,2019(4):28-41.
- [59] 梁上坤,陈冬,付彬,等.独立董事网络中心度与会计稳健性[J].会计研究,2018(9):39-46.
- [60] 陈运森,郑登津,黄健娇.非正式信息渠道影响公司业绩吗?——基于独立董事网络的研究[J].中国会计评论,2018(1):27-52.
- [61] 李超平,徐世勇.管理与组织研究常用的60个理论[M].北京:北京大学出版社,2019:21-25.
- [62] 孙芳,赵艳.CEO和董事会社会资本协同效应对IPO抑价的影响:正向协同还是负向协同[J].现代财经(天津财经大学学报),2017(3):54-66.

Influencing Factors and Governance of IPO Underpricing Under Registration System: A Review and Prospect

Qiu Jing Fan Qinqin

(School of Accounting of Guizhou University of Finance and Economics, Guiyang, Guizhou 550025)

Abstract: IPO underpricing is very common in both mature and emerging capital markets. High underpricing will lead to the imbalance of market supply and demand mechanism and affect the sustained and healthy operation of capital market. For a long time, many scholars in China and other countries have made various explanations for the influencing factors of IPO underpricing. Based on the internationally used PRISMA statement guidance, and the influential Chinese and English literature in this research field, this paper systematically summarizes the causes of IPO underpricing: the explanation based on the rational perspective of information asymmetry theory and the irrational perspective of behavioral decision-making theory. That is, after the pilot reform of the science and innovation board and the gem, the registration system will be steadily implemented to the whole A-share market in China. The progress of the existing literature shows deficiencies. At present, it is more urgent to develop relevant theoretical explanations based on the Chinese situation. Therefore, it is necessary to combine the particularity of China's current capital market and explore the future prospects for the causes of IPO Underpricing and the governance under the registration system: the formal institutional perspective of institutional change theory, evolution theory and X theory based on new institutional economics, as well as the informal institutional perspective of embeddedness theory, weak relationship theory and synergy theory based on social network.

Key Words: Registration system; IPO underpricing; Influencing factors and governance; Theoretical perspective; Expectation

(责任编辑:丁忠兵)

