

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 18420141150643

UDC_____

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

民营企业 IPO 发行审核时间的经济后果

Private Firms' IPO Issuance Examination Time and Its
Economic Consequences

向元高

指导教师姓名: 罗进辉 副教授

专业名称: 会计硕士(MPAcc)

论文提交日期: 2017 年 3 月

论文答辩时间: 2017 年 5 月

学位授予日期: 2017 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2017 年 5 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士学位论文摘要库

摘要

在中国资本市场中，IPO 企业从申报上市到最终发行往往要经历漫长的审核过程。以 2016 年为例，过会的 265 家企业从申报到上市平均需要 862 天，其中主板企业 887 天，中小板企业 915 天，创业板企业 798 天，而对于少部分“不幸”的企业而言，审核时间更是长达四五年之久。令人困惑的是，尽管发行审核制度如此严格，新股市场上欺诈发行、业绩变脸、高管集体辞职套现等现象却屡见不鲜，这不禁让人对监管机构审核的有效性提出了质疑。为什么层层严格审核之后，新股乱象依然不止？审核时间长短与这些乱象之间是否存在某种关联？

本文以 2009-2012 年上市的 647 家 A 股民营企业为研究样本，实证检验了审核时间与上市后表现之间的关系。在控制了有关影响因素之后，本文发现，审核时间越长的企业上市后业绩越稳定、违规可能性越低、高管和大股东减持套现越少。相反，越快通过审核的企业在上市之后业绩下滑幅度越大、违规的可能性越高、高管和大股东减持套现越严重，说明在现行新股发行审核制度下，快速上市的企业并非真正优秀的企业。进一步，本文考察了 IPO 企业快速通过审核的可能原因。结果发现，盈余管理程度越高、拥有政治联系或发审委联系，审核时间越短，说明发行审核过程中存在审核失灵和寻租行为。综上，本文的研究结果表明，IPO 发行审核并未达到“又快又好”这样一种理想效果，相反，在行政权力主导的发行审核制度下，好的企业存在被“误伤”的现象，在审核过程中消耗了过长的时间，而差的企业却通过盈余管理、政治联系或发审委联系等非正常途径实现快速上市，并在上市后出现业绩变脸、违规、高管和大股东频频减持套现等现象，危害了资本市场的健康发展。

本文可能的贡献主要体现在两个方面：第一，本文将学术界长期忽视的变量——审核时间引入到关于 IPO 企业的研究中，并且区分和验证了审核时间是审核失灵和寻租行为的体现，而非公司质量的信号显示。第二，本文探讨了 IPO 企业为尽快通过审核可能采用的非正常手段，包括进行盈余管理、构建政治联系或发审委联系，相关研究结论对监管层如何制定公平公正的审核机制指明了方向，同时也支持了正在进行中的新股发行制度改革，具有较强的现实意义。

关键词：IPO 发行审核制度；审核时间；经济后果

厦门大学博硕士学位论文摘要库

ABSTRACT

Chinese IPO firms have to go through a time-consuming process of examination before listed in the stock market. The average examining time of IPO firms that were approved in 2016 by Chinese Issuance Examination Committee (IEC) is 863 days. To some “unfortunate” IPO firms, this process could take 4 or 5 years. However, after such vigorous examination process, incidents such as IPO fraud scandals, severe profit decline, and mass resignations of top executives are common in newly listed firms. This raises a question as to whether the issuance examination is effective and what is the relationship between IPO examination time and the phenomena mentioned above.

Using a sample of 647 A-share private listed firms from the 2009 to 2012 period, this paper finds that firms experiencing a longer examination time show less profit decline, are less likely to violate law, and their top executives and block shareholders sell less shares. On the contrary, firms quickly passing the examination show severe profit decline, higher probability of violating the law, and their top executives and block shareholders sell more shares. Moreover, firms quickly passing the examination usually have a higher degree of earnings management, possess political connection or issuance examination committee connection. These results imply that the issuance examination is not perfectly effective. High quality IPO firms take a longer examining time to get listed, while low quality firms quickly passing the examination through earnings management, political connection or issuance examination committee connection, which can do damage to the long-run development of capital market.

This paper has two contributions. The first one is the introduction of examination time, which has long been overlooked by studies on IPO firms, and this paper shows that examination time is not the signal of corporate quality but a sign of examination failure or rent-seeking. The second one is the finding of mechanisms of why low quality firms quickly pass the issuance examination, and this paper makes several suggestions on how to improve the examining system according to its findings.

Keywords: IPO Examining System; Examining Time; Economic Consequences

厦门大学博硕士学位论文摘要库

第一章 绪论	1
1.1 研究背景与问题.....	1
1.2 研究思路与方法.....	2
1.3 研究意义与创新.....	3
1.4 主体研究框架.....	3
第二章 相关制度背景	5
2.1 股票发行审核制度.....	5
2.1.1 审批制	5
2.1.2 核准制	6
2.2 股票发行审核委员会.....	7
2.3 证券发行审核流程.....	8
2.4 制度背景评述.....	10
第三章 相关文献回顾	13
3.1 IPO 与盈余管理.....	13
3.2 “关系”与 IPO 过会.....	14
3.2.1 发审委联系.....	15
3.2.2 政治联系.....	16
3.3 IPO 抑价异象.....	18
3.4 IPO 后业绩变脸.....	20
3.5 IPO 后高管离职与股东减持.....	22
第四章 假设提出与实证设计	25
4.1 假设提出.....	25
4.2 实证设计.....	29
4.2.1 数据来源与处理.....	29
4.2.2 模型设定与变量定义.....	32
第五章 实证检验结果与分析	37

5.1 审核时间与业绩变脸	37
5.1.1 描述性统计.....	37
5.1.2 相关性分析.....	38
5.1.3 分组差异检验.....	40
5.1.4 多元回归分析.....	42
5.1.5 稳健性检验.....	43
5.2 审核时间与违规行为	43
5.2.1 描述性统计.....	43
5.2.2 分组差异检验.....	45
5.2.3 多元回归分析.....	46
5.2.4 稳健性检验.....	47
5.3 审核时间与高管和大股东减持	47
5.3.1 描述性统计.....	47
5.3.2 分组差异检验.....	49
5.3.3 多元回归分析.....	49
5.3.4 稳健性检验.....	51
第六章 进一步分析	53
6.1 盈余管理与审核时间	53
6.2 “关系”与审核时间	57
6.2.1 发审委联系与审核时间.....	57
6.2.2 政治联系与审核时间.....	59
第七章 结论与建议	63
7.1 研究结论	63
7.2 政策建议	63
7.3 研究不足	64
参考文献	67
致 谢	71
在学期间的主要科研成果	73

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research Background and Question	1
1.2 Research Design and Methodology.....	2
1.3 Research Significance and Contribution.....	3
1.4 Research Framework.....	3
Chapter 2 Institution Background	4
2.1 Security Issuance Examination System.....	4
2.1.1 Administrative Examination System	4
2.1.2 Approval System	5
2.2 Security Issuance Examination Committee.....	6
2.3 Security Issuance Examination Process.....	7
2.4 Review on Institution Background	9
Chapter 3 Literature Review	11
3.1 IPO and Earnings Management	11
3.2 “Guanxi” and IPO Approval	12
3.2.1 Issuance Examination Committee Connection.....	13
3.2.2 Political Connection	14
3.3 IPO Underpricing.....	16
3.4 Post-IPO Profitability Decline.....	18
3.5 Post-IPO Top Executives Resignation and Share Selling.....	20
Chapter 4 Hypothesis Development and Research Design.....	22
4.1 Hypothesis Development	22
4.2 Research Design.....	25
4.2.1 Sample and Data.....	25
4.2.2 Models and Variables	28
Chapter 5 Empirical Tests and Analysis	33
5.1 Examining Time and Post-IPO Performance	33

5.1.1 Descriptive Statistics	33
5.1.2 Correlation Analysis	34
5.1.3 Difference Tests.....	36
5.1.4 Multivariate Regression Analysis.....	38
5.2 Examining Time and Post-IPO Violation.....	39
5.2.1 Descriptive Statistics	39
5.2.2 Difference Tests.....	41
5.2.3 Multivariate Regression Analysis.....	41
5.3 Examining Time and Top Executives and Block Shareholders' Selling	43
5.3.1 Descriptive Statistics	43
5.3.2 Difference Tests.....	44
5.3.3 Multivariate Regression Analysis.....	45
Chapter 6 Further Analysis	47
6.1 Earnings Management and Examining Time.....	47
6.2 “Guanxi”and Examining Time	51
6.2.1 Issuance Examination Committee Connection.....	51
6.2.2 Political Connection	53
Chapter 7 Conclusion and Suggestion	57
7.1 Conclusion.....	57
7.2 Policy Suggestion	57
7.3 Limitations	58
Reference	60
Acknowledgement	64

第一章 绪论

1.1 研究背景与问题

对中国的企业来说，上市之路如漫漫“长征”，充满了未知与坎坷。以 2016 年为例，过会的 265 家企业从申报到上市平均需要 862 天，其中主板企业 887 天，中小板企业 915 天，创业板企业 798 天，而对于少部分“不幸”的企业而言，审核时间更是长达四五年之久¹。上市最为坎坷的山东玲珑轮胎，从申报到发行总共用了 56 个月。若算上 IPO 申报前的准备时间，中国企业的上市之路更为漫长。遗憾的是，如此具有“中国特色”的市场现象，却鲜有研究予以关注。^[1]

令人困扰的是，这些历经层层审核的企业在上市之后却屡屡出现欺诈发行、业绩变脸、高管集体辞职套现等问题。典型的欺诈发行案例如欣泰电气、绿大地、万福生科等企业，其中欣泰电气更是成为第一家因欺诈发行而退市的上市公司，然而所有这些企业均在 IPO 阶段均通过了监管层的严格审核。与欺诈发行相比，业绩变脸更是一种普遍存在的现象，据媒体统计，2016 年前三季度上市的 151 家公司中有 40 家在上市后就出现业绩下滑²，最为严重的第一创业净利润同比下滑达到 43.67%。这些现象不禁让人对监管机构审核的有效性提出了质疑，为什么层层严格审核之后，新股乱象依然不止？

如果从制度层面观察，中国特殊的股票发行审核制度或是不可忽略的关键因素。回顾中国资本市场近三十年的制度变迁历史，尽管中国的发行审核制度从早期的额度管理和指标管理演变到后期的通道制和保荐制，已经取得了长足的进步，但在本质上却一脉相承，即以行政权力设置市场准入和分配资源。在漫长的审核过程背后，是拥有实质审核权力的监管层，希望以“有形之手”对发行人加以仔细甄别和筛选，从而确保上市公司“质量合格”。然而，应然层面有着美好愿望的行政权力在实际运行过程中往往存在冲突与异化，产生属性与身份不清、约束机制缺失、利益冲突、权力寻租等问题。^[2]

那么，随之而来的问题是，现行的发行审核制度是否有效？在多大程度上有效？层层严密的审核之下，越快上市的企业是否就是好的企业？高度行政管制背后，IPO 企业是否会采取非正常手段来加速审核过程？纵观现有文献，鲜有研究

¹ 本文将审核时间广义地定义为从申报上市到最终在二级市场公开发行的这段时间。

² <http://stock.eastmoney.com/news/1406,20161107681355260.html>

涉及这些问题，而回答这些问题，将有助于我们深入认识中国当前的资本市场制度环境，并理解行政权力主导下的 IPO 资源配置机制及其经济后果。

本文从民营企业的视角展开对上述问题的研究。原因在于，相比于国有企业，民营企业对 IPO 融资的依赖程度更高，受发行审核制度的影响更大。民营企业面临严峻的融资难题已是一个不争的事实，这不仅从江浙一带的方兴未艾的民间借贷事件中有所反映，更在大量的学术研究中得到印证。在传统融资途径（主要指银行信贷）受阻的情况下，民营企业选择上市融资也就成了必然。显然，与国有企业相比，漫长的审核过程对融资途径有限的民营企业产生的影响更大。此外，民营上市企业的数量连年递增，并于 2012 年首次超过国有上市公司数量，且近年来的 IPO 申报企业大量集中于民营企业，因此，从民营企业的视角展开研究更能反映中国当前的发行审核制度环境。

1.2 研究思路与方法

本文选从审核时间这个维度检验中国股票发行审核制度的有效性。

中国的 IPO 企业从申报上市到最终发行往往要经历漫长的审核过程，但时间上却不尽相同。那么，在严格的审核制度下，越快通过审核实现上市的企业是否就是好的企业呢？为研究这个问题，本文从 IPO 企业上市后的绩变化、违规、高管和大股东减持三个方面进行深入分析。具体而言，如果越快通过审核的。具体而言，如果越快通过审核的企业在上市后业绩越好、违规越少、高管和大股东减持越少，那说明越快通过审核的企业确实是好的企业，审核的快与慢反映了企业的好与差，即审核时间是 IPO 企业的质量信号显示。相反，如果快速通过审核的企业在上市后业绩严重下滑、违规增加、高管和大股东频频减持，说明审核不能完全有效地区分不同质量的企业，审核时间是审核失灵或其他因素的体现。进一步，由于 IPO 审核过程漫长，本文检验 IPO 企业是否会采用非正常手段来缩短审核时间，比如通过盈余管理美化业绩、构建政治联系和发审委联系进行寻租等等。

研究方法上，本文采用了定性分析与定量研究方法，从理论和实证两个方面对本文的研究问题进行深度分析。首先，对中国股票发行审核制度进行了描述与分析，厘清制度演变的逻辑与现阶段存在的问题。其次，本文对 IPO 有关文献进行了系统梳理，主要从 IPO 前的盈余管理行为、IPO 过程中的寻租行为、IPO 时

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库