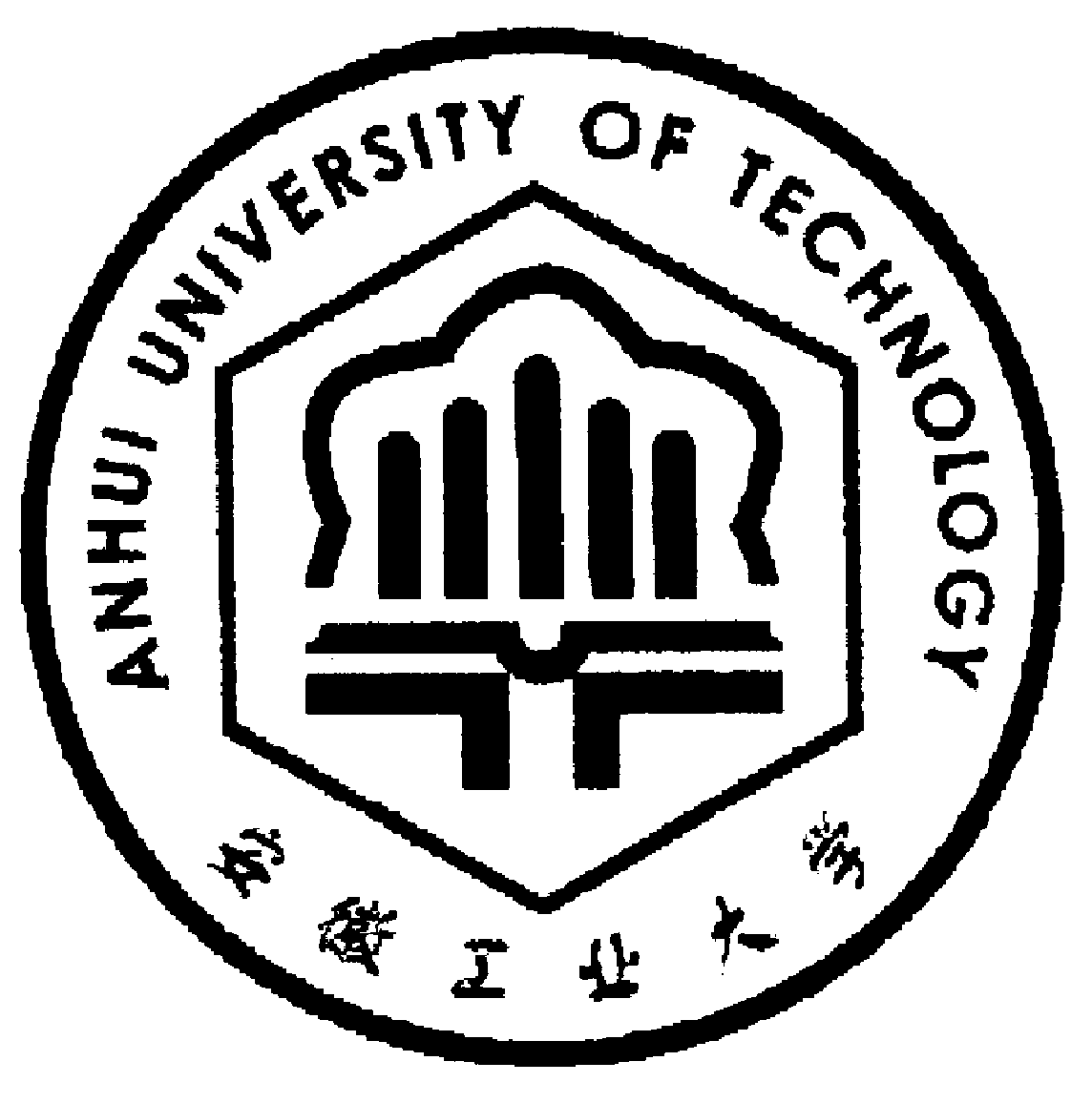
分类号： 密 级：

ＵＤＣ： 单位代码：

安徽工业大学

**硕士学位论文**

论文题目：**低迷时期 IPO 核准管制的选择性执行**



学 号： 20\_1\_0\_0\_3\_7\_9

作 者： 刘 晓 瑜 专 业 名 称： 会 计 学

2013 年 04 月 23 日

**论文题目：** 低迷时期IPO 核准管制的选择性执行

**Selective enforcement of approval and control for IPO in**

**the economic downturn**

**作 者： 刘晓瑜 学院： 管理学院**

**指 导** 教 **师：**  章铁**生** **单位：**  **管理学院**

**协助指导教师：**  林钟**高** **单位：**  **管理学院**

**徐德信** **单位：**  **管理学院** **论文提交日期：**2013 年 04 月 23 日

**学位授予单位：安 徽 工 业 大 学**

**安徽马鞍ft 243002**

本人郑重声明：所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写的研究成果，也不包含为获得安徽工业大学或其他教育机构的学位或证书所使用过的材料。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中做了明确的说明并表示了谢意。

签名 日期：

**关于论文使用授权的说明**

本人完全了解安徽工业大学有关保留、使用学位论文的规定，即：学校有权保留送交论文的复印件，允许论文被查阅和借阅；学校可以公布论文的全部或部分内容，可以采用影印、缩印或其他复制手段保存论文,保密的论文在解密后应遵循此规定。

签名 导师签名 日期：

摘要

低迷时期IPO核准管制的选择性执行

摘 要

在法律体系已经相对比较完备的情况下，法律执行问题成了学者们关注的焦点。现实中的法律执行问题，经常是执法者在不同时期，针对具体情形有选择性地采取不同的执行强度，即选择性执行。

本文研究的问题主要有两个：一是立足于我国IPO市场新股发行特殊的的制度安排特点，从市场环境低迷阶段这个角度出发，探索在低迷时期证监会是如何进行核准管制的选择性执行的；二是对发行核准管制的选择性执行对企业融资的影响进行了实证分析，探索证监会管制选择性执行的经济后果。

本文以2006至2011年通过发审委审核会议的IPO申请为样本，对低迷时期证监会发行核准管制的选择性执行进行了经验研究。结果发现：在市场状况处于低迷阶段，证监会会放慢发行核准速度以维护市场的稳定。进一步的研究发现，当市场状况处于低迷阶段时，证监会会放慢所在辖区政治地位较高企业的发行核准速度，即企业所在辖区政治地位较高，获得发行核准的速度越慢。同时发现，低迷时期IPO发行核准的选择性执行对企业融资有一定的影响，即当证券市场比较低迷时，获得发行核准越慢企业的发行市盈率越低，进一步的研究发现，在证券市场低迷阶段，所在辖区的政治地位较高的企业获得发行核准的速度越慢，企业发行市盈率越高。

本文的分析和结论为理解转型经济中政府管制选择性执行的状况和后果提供了一个有益的视角，丰富和推进了证券发行核准管制的选择性执行的相关文献。

**关键词：**选择性执行； 核准制； 证券市场状况； 所在辖区的政治地位

I

# 低迷时期IPO核准管制的选择性执行

**Selective enforcement of approval and control for IPO in the economic downturn**

**Abstract**

In the case of the stock market's legal system relatively complete, the enforcement of securities law become the focus issues. The reality enforcement of securities law is that according to the specific cases, the regulators select different enforcement strength at different times. This behavior is called selective enforcement.

Two questions are discussed in the paper: first, based on the sluggish securities market, the paper explores the influence of two factors—the market environment and the behavior of local government—on Securities regulatory commission controlling selective enforcement. Second, according to the empirical analysis of the influence that comes from selective enforcement of approval and control of issue on companies' capital rising, the paper discusses the economic outcome of selective enforcement of Securities regulatory commission.

Taking the applied IPO which are passed the issuance examination committee's audit and are waiting for the CSRC's approval during 2006 to 2008 as our samples, we do empirical research on the selective enforcement of regulatory. Studies have found that when the situation of securities market is sluggish, CSRC will slow down the speed of approval in order to maintain the stability of market. Further Studies indicate that CSRC will slow down the speed of approval of samples in areas owning higher political status. In other words, the higher of the political status the area to where the companies belong is, the slower the speed of approval will be. Also finds that when the situation of securities market is sluggish, the samples which get slower speed of approval have a lower IPO's P/E. Further research finds that when the situation of securities market is sluggish, areas which have a higher political status, the area's slower speed of approval will bring a higher IPO's P/E.

The analysis and conclusion in the paper have provided a useful viewpoint for understanding the outcome of selective enforcement of government control in Transition Economy. It also enriches the data of reference regarding to selective enforcement of approval and control of issue.

**Key words: selective enforcement; approval system; the situation of securities market; Political status of area**

II

目录

目 录

[摘要](#_Toc686903319) 3

[摘 要](#_Toc686903320) 3

[低迷时期IPO核准管制的选择性执行](#_Toc686903321) 3

**[Abstract](#_Toc686903322)** 3

[第一章 绪论](#_Toc686903323) 5

**[1.1](#_Toc686903324)** [研究背景](#_Toc686903324) 5

[核影响因素则十分复杂。](#_Toc686903325) 5

**[1.2](#_Toc686903326)** [研究目的及意义](#_Toc686903326) 5

**[1.3](#_Toc686903327)** [本文研究方法](#_Toc686903327) 5

[监会是如何进行选择性执行的。](#_Toc686903328) 5

**[1.4](#_Toc686903329)** [本文研究内容](#_Toc686903329) 5

**[1.5](#_Toc686903330)** [本文特色与创新](#_Toc686903330) 6

[第二章 文献回顾](#_Toc686903331) 7

**[2.1](#_Toc686903332)** [国内外有关金融监管的研究回顾](#_Toc686903332) 7

**[2.1.1](#_Toc686903333)** [国外有关金融监管的研究回顾](#_Toc686903333) 7

**[2.1.2](#_Toc686903334)** [国内有关金融监管的研究回顾](#_Toc686903334) 7

**[2.2](#_Toc686903335)** [国内外有关财政分权下地方政府行为的研究回顾](#_Toc686903335) 8

**[2.2.1](#_Toc686903336)** [国外有关财政分权下地方政府行为的研究回顾](#_Toc686903336) 8

**[2.2.2](#_Toc686903337)** [国内有关财政分权下地方政府行为的研究回顾](#_Toc686903337) 8

**[2.3](#_Toc686903338)** [国内外有关市盈率影响因素的研究回顾](#_Toc686903338) 8

**[2.3.1](#_Toc686903339)** [国外有关市盈率影响因素的研究回顾](#_Toc686903339) 8

[Thomas & Michael（1994）以及Fama &French（1992）等重点分析了市盈率和股票收益率两者之间的关系，他们认为市盈率与股票收益率呈负相关关系；而](#_Toc686903340) 8

**[2.3.2](#_Toc686903341)** [国内有关市盈率影响因素的研究回顾](#_Toc686903341) 8

[第三章 IPO市场制度变迁、证券发行审核的目标与选择性执行概述](#_Toc686903342)[2](#_Toc686903342) 9

**[3.1](#_Toc686903343)****[IPO](#_Toc686903343)**[市场准入的制度变迁](#_Toc686903343) 10

**[3.2](#_Toc686903344)** [证券发行审核的目标](#_Toc686903344) 10

**[3.3](#_Toc686903345)** [选择性执行概述以及核准制下选择性执行的特点](#_Toc686903345) 11

[第四章 低迷时期](#_Toc686903346)**[IPO](#_Toc686903346)**[核准管制选择性执行的实证分析](#_Toc686903346) 11

**[4.1](#_Toc686903347)** [理论分析与研究假设](#_Toc686903347) 11

**[4.2](#_Toc686903348)** [研究设计](#_Toc686903348) 12

**[4.2.1](#_Toc686903349)** [样本选取与数据来源](#_Toc686903349) 12

[4.2.2](#_Toc686903350) **[研究模型与变量定义](#_Toc686903350)** [1、根据上文分析，建立如下多元回归模型，对假设一进行大样本检验：模型1：](#_Toc686903350) 15

**[4.3](#_Toc686903351)** [实证结果与分析](#_Toc686903351) 19

[第五章 研究结论及局限](#_Toc686903352) 50

**[5.1](#_Toc686903353)** [研究结论](#_Toc686903353) 50

**[5.2](#_Toc686903354)** [研究局限](#_Toc686903354) 50

[参考文献](#_Toc686903355) 50

[在学研究成果](#_Toc686903356) 54

III

# 第一章 绪论

## **1.1** 研究背景

选择性执法（Selective Enforcement）是来自美国法中的一个概念，原意是指警察在其执法的过程中根据其以往的经验来确定执法的对象，从而在立法权和警察执法权之间寻求一种平衡。然而现阶段对选择性执法的讨论已经远非美国学者所说的Selective Enforcement范畴，现在的学者大都从行政执法的角度对选择性执法进行相关的研究（王成，2007）。戴治勇、杨晓维（2006）认为这种执法方式具有更强的灵活性，它是国家基于不同的情势变化为摆脱成文法的僵化而进行的改进。

La Porta等（LLSV, 1997, 1998）在将法律与金融市场的发展以及经济的增长联系起来以后，关于法律在证券市场发展中作用的研究也越发经济学家的重视。Beck等（2005）发现，法律体系的效率与影响经济增长的各个因素如行业成长模式、资本配置效率、企业外部融资等之间具有密切的联系。虽然转型经济国家中法律改革的速度较快，大多数国家与经济相关的法律在转型后的大约20年的时间内就被制定出来（Pistor, 2000），但这仅仅是有效法律体系的形成的基础阶段。Macaulay（1963）以及Ayers和Gertner（1989, 1992）肯定了法律不完全性的存在，并且指出转型经济体效仿发达国家法律和制度并未取得预想的效果，其中一个重要的原因在于提高法律的执行质量需要较长的一段时间。Pistor

（2000）指出执法效率低下是使得转型国家的金融市场发展缓慢的最为关键的因素。他认为对转型国家的金融市场而言，提高执法的效率要比完善相关的法律更为重要，也更为有效。转轨经济体法律的不健全使得作为替代的管制的变得更为重要，而其执行质量Glaeser等（2001）认为应当给予一定的关注。Pistor等（2003）认为，法律是不可能完备的，因为其无法准确的描述所有可能会出现的侵害行为，因此对剩余立法权和执法权的分配对与提高执法的有效性有着重要的意义。在法律高度不完备的情况下，特别是对于一些经济处在转型中的国家（其市场发展早期大多基于行政机制而非执法机制），应当将立法权分配给主动执法的管制机构

（Pistor等, 2005）。Coase（1988）认为“在一些情况下，政府管制对于提高经济效率确实很有作用”。Burgess（1995）认为，政府管制的实质就是政府通过调控生产者或消费者的行为，来实现某些预期的目标。Glaeser和Shleifer（2001）

1

发现，相比较于法律机制，政府管制在政策落实和产权保护方面更有优势，并且管制可以一定程度上弥补法律体系的脆弱性。

为了使得我国金融市场稳定有序的发展，我国一直以来对证券法律立法及执行投入了大量的人力物力，如今，我国已经逐步形成了较为完善的法律法规体系。法律的执行在现实中并非一成不变，执法者常常会根据相应时期的特点，有针对性的的采取不同的执行策略，即选择性执行（戴治勇、杨晓维，2006）。杨晓维、赵娟（2009）发现我国存在对国有上市公司的违规行为进行选择性监管的现象。陈冬华等（2009）则发现证监会在处理上市公司违规行为时，不仅会考虑违规公司是否具有国有产权背景，并且还会考虑违规公司国有背景的强弱，并基于以上两个方面做出选择性执行。Jiang等（2009）通过研究中国股权分置改革问题，指出了信息成本在政府管制执行效率中的影响，发现在信息成本比较低的情况下，政府管制的执行相对比较容易到位。然而，对于经济中管制的选择性执行有何种表现特征，以及这种选择性执行会引起怎样的经济上的后果这两方面的研究现阶段还比较少。因此对于研究管制的选择性执行及其经济后果应当被重视起来。这两方面的深入研究将会对我们理解法律与金融市场发展的关系起到重要的作用。

IPO资格作为我国资本市场一个重要的组成部分一直以来都是管制的重点，证监会通过掌握公司上市的遴选权来进行管制，这就为我们研究IPO资格管制选择性执行提供了可能性。根据中国证监会发布的《首次公开发行股票（A股、B股）核准》规定，股票发行核准由四个环节组成，即：受理申请文件、初审、发行审核委员会（以下简称“发审委”）审核和核准发行；公司首先向证监会递交IPO相关的申请文件，之后由证监会相关的职能部门进行初审，若通过初审可以将材料递交给发审委审核会议审核，通过发审委审核会议之后就进入了核准发行阶段，如果通过了核准阶段，那么，公司可以在获得发审委的核准发行6个月以内进行IPO[1](#_bookmark3)。本文研究的对象是证监会核准发行管制环节的选择性执行问题，因为进入等候证监会核准发行阶段的公司已经通过了发审委的实质审核，相对而言，证监会核准发行管制面对的对象“同质性”较高，执行中是否存在选择性比较清晰，而公司IPO申请是否被受理、能否通过证监会相关职能部门初审和发审委审

1具体详见《首次公开发行股票并上市管理办法》（中国证券监督管理委员会令第32号，自2006年5 月

18日起施行）第四十七条和第四十八条有关规定。资料来源：[http: //www. csrc. gov. cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418\_14502. htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/200804/t20080418_14502.htm)

2

## 核影响因素则十分复杂。

## **1.2** 研究目的及意义

#### 一、 研究目的:

股票发行申请通过发审委审核之后，需要从证监会拿到核准发行批文，才能启动发行程序。2006年11月3日的《首次公开发行股票（A股、B股）核准》中规定：“中国证监会自受理申请文件到作出决定的期限为3个月”，这个规定为证监会灵活作出选择性执行提供了充足的条件。考虑到证券市场环境的变化会对二级市场造成冲击并且地方政府有帮助企业获得融资机会的动机，证监会为了防范风险、确保资本市场的稳定与发展可能会根据证券市场环境和地方政府作出选择性执行。

本文以中国转型经济背景下的证券发行核准制度为核心，从市场处于低迷时期这一视角出发，希望通过实证分析研究在低迷时期证监会是如何进行选择性执行的。

本文试图通过以上实证研究了解我国转轨时期证券发行的运作机理，全面理解和发挥地方政府的作用并为我国资本市场的发展与完善提供政策建议。

#### 二、 研究意义：

（一）本文首次系统考察了低迷时期IPO核准管制选择性执行的特征，探索了管制的选择性执行的经济后果，丰富和推进了证券发行核准管制的选择性执行的相关文献，针对我国的实际情况，全面深入分析证券发行核准管制的选择性执行的影响因素，进而提出具有操作性和针对性的完善转轨期证券发行市场制度环境的对策建议，有很强的实践意义；

（二）为理解转型经济中证券发行核准的选择性执行提供了新的证据，对我国有关监管制度完善和证券发行运作机理的规范有重要启发意义，对于根据剩余执法权理论解释中国转型期证券行政监管阶段性有效的作用机理是重要推进并且对于理解法律执行的质量和后果，理解法律与金融市场发展的关系非常重要。

## **1.3** 本文研究方法

本文在写作方法上，运用规范研究的方法分析低迷时期IPO核准管制的选择性执行，建立理论框架；运用描述性的研究方法对我国证券发行监管制度和地方政府在其中的作用等进行梳理；采用实证检验的方法，实证检验在低迷时期，证

3

## 监会是如何进行选择性执行的。

## **1.4** 本文研究内容

本文研究的主要内容包括不断递进的三大部分：

#### 一、 低迷时期IPO核准管制的选择性执行的理论分析

在我国证券监管机构进行监管过程中，证券监管机构通过灵活运用其资本市场资源分配权—证券发行监管权。在核准制下，证监会会根据证券市场环境的变化进行管制，控制发行节奏。另外，在财政分权制度背景下，地方政府为了促进经济增长在证券市场有获得融资机会的动机。本文从市场状况处于低迷时期这一角度分析证监会是如何进行选择性执行的，并进一步分析了IPO核准管制选择性执行的经济后果。

#### 二、 低迷时期IPO核准管制的选择性执行的实证研究

基于以上理论分析，本课题以2006-2011年沪深两地申请融资公司为样本，利用CSMAR数据库并手工收集部分研究中所需要的数据，建立本文的专有研究数据库，进行大样本实证研究。本项目实证研究以下两个具体问题：

（一）在市场状况处于低迷阶段时，证监会是如何进行选择性执行的：1、当证券市场环境低迷时，证监会是如何通过控制发行节奏来维护市场稳定的；2、在市场低迷阶段，申请IPO公司的所在辖区的政治地位对证监会作出核准管制的选择性执行有何影响。

（二）在市场状况处于低迷阶段时，IPO核准管制的选择性执行所带来的经济后果的实证检验：1、证监会根据证券市场环境作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响；2、在市场低迷阶段，证监会根据申请IPO的公司所在辖区政治地位作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响。

#### 三、 证券市场环境和地方政府对证监会发行核准管制影响的优化对策

在我国转型经济背景下，结合理论分析和实证研究的结果，寻求证监会市场运作机理，分别从强化法庭执法、完善证券监管、全面理解并发挥地方政府作用等角度提出相应的优化政策。

## **1.5** 本文特色与创新

本文的主要创新之处在于以中国转型经济背景下的证券发行核准制度为核心，从市场环境低迷这一角度分析证监会是如何进行选择性执行的以及发行核准

4

的选择性执行对企业融资的影响，对剩余执法权理论关于转型经济中证券监管阶段性有效的作用机理做出了重要推进。

5

# 第二章 文献回顾

## **2.1** 国内外有关金融监管的研究回顾

IPO领域的研究所涵盖的范围比较广，通过对相关文献研究进行分类。本章首先对国内外学者有关金融监管的一般性理论与实证研究进行回顾，然后对国内外学者围绕地方政府行为的研究进行归纳，通过以上对证监会在核准制下的选择性执行的相关研究进行综述，为后文的理论分析和假设的提出打下基础。

### **2.1.1** 国外有关金融监管的研究回顾

一、一般性理论

#### （一）金融监管的法律理论

该理论认为在市场经济中，投资者的权利主要依靠法律制度，而在金融监管中，对中小投资者权利的有效法律保护是金融监管效率的关键所在。且有效的公司治理机制的建立和整个金融行业的良性发展也建立在投资者权利受到有效法律保护的基础之上。该理论的主要观点有两点：（l）在法律条文层面上详细地规定和保护投资者应当享有的权力；（2）应当通过加强化法律的执行力度及执行效率来确保投资者的权力的到切实的保护。

Becker（1968）在其论文《政治经济学评论》中得出了最优法律和最优阻吓作用的条件。由此其指出，当法律设计达到最优时，最优的制度将是由法庭进行执法。即执法仅依赖于法庭，而任何其他的机构都是多余的，如监管机构。随后，

Stigler改进了Becker的理论，形成了Becker-Stigler模型。Posner（1973）同样认为，执法仅需依靠法庭，而“监管者”则是多余的。La Porta等（LLSV, 1997, 1998）在将法律与金融市场的发展以及经济的增长联系起来以后，关于法律在证券市场发展中的作用的研究也越发受到经济学家的重视。Beck等（2005）发现，法律体系的效率与影响经济增长的各个因素如行业成长模式、资本配置效率、企业外部融资等之间具有密切的联系。

#### （二）不完全契约理论

由于转型经济国家法律的不完备性，金融监管的法律理论并非在当时所有的转型经济国家都适用，从而导致不完全契约理论的形成。该理论的形成在法学和经济学两个领域都受到了学者的极大关注，但是不完全理论在两个领域的定义有时并不相同。

6

##### （1）从法学角度解析不完全契约理论

虽然转型经济国家中法律改革的速度较快，大多数国家与经济相关的法律在转型后的大约20年的时间内就被制定出来（Pistor, 2000），但这仅仅是有效法律体系的形成的基础阶段（Xu and Pistor, 2003）。Macaulay（1963）以及Ayers和Gertner（1989, 1992）肯定了法律不完全性的存在，并且指出转型经济体效仿发达国家法律和制度并未取得预想的效果，其中一个重要的原因在于提高法律的执行质量需要较长的一段时间（陈冬华，2008）。Katharina Pistor等（2000）通过分析24个转轨经济国家的投资者保护水平与该国证券市场发展规模的关系时发现：低下的执法效率严重制约转轨经济国家金融市场发展，回归分析表明在转轨经济国家，执法效率在金融市场的发展水平方面比法律条文的质量有更强的解释力，因此执法效率的提高比法律的进一步完善更为重要。

##### （2）从经济学角度解析不完全契约理论

法律是一种契约。经济学家对契约的不完全性的关注在很早以前就已经出现。Coase（1937）曾提出，商品或劳务供给的契约期限越长，买方规定对方的义务就越困难，因为预测会随着时间的增长而愈发困难。此后，Williamson

（1979）、Klein（1980）、Shavell（1980）和Dye（1985）也都使用了契约的不完全性这一概念。随后，Hart（1986）、Hart和Moore（1990）通过建立相应的数学模型使得正式的不完全契约理论得以被创立。Williamson和Hart认为，现实中的契约不完全性的存在是由某种程度的有限理性所决定的。Tirole（1999）认为：导致将契约的不完全性产生的因素大体包括三个方面：一是预见成本，即当事人由于某种程度的有限理性，不可能预测到所有可能出现的结果或者状态；二是缔约成本，即使当事人可以预测到所有可能出现的结果或者状态，使用一种双方都无异议的语言将其描述下来也是非常困难的；三是证实成本，即尽管双方都可以观察到契约的重要信息，但是对第三方（如法庭）而言，对其的证实是不太可能的。

#### （三）金融监管的公共利益理论

该理论以三个假设为基础，即：政府掌握完善的信息、以社会整体福利为目标和具有完全的信用。该理论认为由于市场存在信息不对称、不完全竞争和搭便车行为等现象以及私人不具备监管那些实力雄厚的金融机构的能力的事实，因此

7

政府监管显得尤为重要，只有通过政府监管才能减少因市场失灵而对金融市场带来的不利影响，从而使得金融市场的效率得到提高，金融体系的稳定发展得到维护。金融监管公共利益理论的主要思想可以概括为以下两个方面：一是鼓励政府参与到银行经营管理之中，从而实现对金融业的直接控制；二是认为通过赋予政府更大的监管权力，强化政府在金融市场监管中的作用可以减少市场失灵所引起的负面影响。

转轨经济体法律的不健全使得作为替代的管制的变得较为重要，而管制的执行质量Glaeser等（2001）认为应当引起学术界的重视。管制的公共利益理论认为市场失灵问题广泛存在于缺乏管制的市场，而通过政府管制这一手段可以很好的解决这一问题。Coase（1988）认为“在某些情形下，政府管制对于经济效率的提高确实存在着促进的作用”。Burgess（1995）认为，政府管制的实质就是政府采取干预。它通过调控生产者或消费者的行为，来实现某些预期的目标。LLSV

（1998）认为，加强执法可以在一定程度上弥补法律规则薄弱带来的不利影响。在法律法规并不完善，执法能力相对薄弱的国家和地区，选择性执行可以作为一种替代机制，或者补充机制出现。Glaeser和Shleifer（2001）发现，相比较于法律机制，政府管制在政策落实和产权保护方面更有优势，并且管制可以一定程度上弥补法律体系的脆弱性。Xu and Pistor（2002, 2003）首先提出不完备法律理论，他们认为立法者在任何时间和地点都不可能完全预见将来可能会发生的所有事情，法律也不可能准确的描述和规定所有可能会造成损害的行为并完全体现社会经济环境的变化，因此，法律不完备性是内在的。正因为法律不完备性的这一特点使得对立法权和执法权的具体分配变得尤为重要。Pistor等（2003）认为，法律是不可能完备的，因此对剩余立法权和执法权的分配上对提高执法的有效性有着重要的意义。在法律高度不完备的情况下，特别是对于一些经济处在转型中的国家（其市场发展早期大多基于行政机制而非执法机制），应当将立法权分配给主动执法的管制机构（Pistor等, 2005）。

二、对发展中国家、新兴市场经济和转型经济国家金融监管的研究

（一）对于这类国家监管的制度安排问题，部分经济学家认为，实行严厉的监管制度是最佳的选择，因为新兴市场经济和转型经济国家的市场失灵现象相对于发达国家更严重而且缺少内部控制的机制（Good hart, 1998）。而另一些经

8

济学者则倾向于一种更为慎重的观点。Glaeser and Shleifer等（2003）最近的研究认为，更为严厉的监管在保护私有产权的法制环境很差的国家或者经济体中可能会导致极为糟糕的结果。在腐败和胁迫现象极其严重的国家和经济体中，采取法律或者监管制度都不是最优的选择，因为它们在这些国家或经济体中非常容易受到破坏从而失去作用。这一理论在一定程度上很好的解释了为什么在这些国家出现大量的监管失灵现象。

（二）对于这些国家是否可以直接借鉴西方成熟的金融市场相关的法律法规这一问题，Pistor等人（2002）认为，从西方发达的金融市场移植相关的法律法规到这些国家并不能取得预想的效果。因为法律的移植受到法律完备性的影响，也就是说，如果一个国家的法律很不完备那么移植的效果也就会非常差。而这些国家相对西方发达资本主义国家而言，法律的建设相对比较薄弱，因而直接移植也就不会取得很好的效果。

### **2.1.2** 国内有关金融监管的研究回顾

#### 一、 关于金融监管的研究

蒋海（2003）认为想要保持金融市场的稳定，单纯的用政府监管替代市场规律来克服金融市场失灵的问题并不可行，此外完全的依靠市场约束力也不可能完成这一目标，最优的监管应该是同时依靠政府监管和市场约束两个方面。白钦先

（2000）认为现行的金融监管体系对于维护当今风险日益增高的金融体系的稳定性而言是远远不能胜任的。王霞（2000）认为金融监管的理论基础分为四个部分：

（l）金融体系的外部性问题。（2）信息不完备和信息不对称。比较严重的信息不完备和不对称普遍存在于金融业经营当中，这种情况的存在的会严重损害整个经济和社会公众的利益。因此，对这一问题的解决就显得十分重要。（3）金融体系的公共产品特性。（4）金融机构自由竞争的悖论。对与金融机构而言，充分的自由竞争并不必然意味着效率的必然提高，相反，过度的自由竞争会导致金融市场不稳定的发生。但是也不能因此排斥竞争，因为缺少竞争的市场会导致垄断现象的产生，因此为了保证金融市场的稳定发展，必须借助一个来自外部的力量来维持金融市场的适度竞争。洪伟力（2000）通过研究政府与市场在证券市场中的关系以及比较中西方证券监管的相同点和不同点对证券监管进行了研究分析。庄序莹（2001）从“经纪人”角度阐述了证券市场运作的目标，并对我国监管

9

市场的监管体系进行了详细的分析，并对监管体系的发展完善提出了相应的建议。陈耀先（2001）从大量充实的背景资料出发，详细分析了我国现阶段证券市场的现状，存在的不足并对未来的发展提出了建议。任强（2001）详细的研究了我国证券监管体制的从无到有的发展过程，并对我国证券市场监管的相应的特点进行了阐述，同时他也提出了现阶段我国监管体制还存在的缺点不足。吴利军

（2001）基于信息的观点对证券市场监管体系的框架进行了相关的研究。严武

（1998）、周宗安（1999）等还采用了比较研究的相关方法，对各国的证券监管进行了分析比较，并且研究其他国家证券市场监管相关的经验以及其对我国的金融监管的启示。龙超（2003）基于自己的研究将证券市场监管分为多个方面，如法律规制、行政规制、自律规制和媒体规制等。赵锡军（2000）从经济学的观点出发对证券监管进行理论和制度两方面的研究。盛学军（2004）等从法律的观点出发，对证券监管中的公平与效率原则、法律规范等方面做了进一步的探讨。李志君（2005）从政府监管的观点出发对证券市场的监管进行了相关的探究，指出政府监管自身的法制化在树立政府信用、推动市场诚信建设的方面也具有十分积极地意义。

#### 二、 关于政府管制最优理论的研究

吴伟（2010）认为我国现阶段法律体系相对比较薄弱，执法机制也不能完全有效的发挥其作用，因此在某些领域实行一定程度的政府监管是非常必要的。而且我国现阶段大部分的社会资源都集中在政府的手中，政府的行政力量占据主导位置，且我们整个国家对集体和国家利益相对比较重视，因此通过使用政府的行政力量来解决经济中遇到问题具有明显的优势。在这种背景之下下，对于某些法律无法快速有效发挥作用的领域，通过使用政府管制来解决问题可以发挥集体诉讼专业、高效、快速、灵活的优点。

#### 三、 关于剩余执行权的研究

另外，政府管制最优理论的提出是以法律体系不完备为基础的，然而随着金融市场快速发展，我国已经逐渐建立相对比较完整的证券法律法规体系。

戴治勇等（2006）认为Grossman的不完备契约理论以及皮斯托和的不完备法律理论对剩余控制权或剩余立法权的讨论都是首先设定“世界状态”事前是不可知从而行为不具有契约性，然后在讨论应对这种情况当如何处理，即对剩余控制

10

权的分配。对于那些事前具有契约性，事后尽管也具有契约性，（即在信息成本约束下，人们在一开始就试图制定非常完备的合约，然而事后却发现对契约严格的执行只会损害各方的福利而不会带来任何好处）契约或法律的最优执行是基于不同“世界状态”进行选择性执行。杨晓维、赵娟（2009）发现对与国有上市公司的违规行为，我国的监管部门存在选择性监管的现象。陈冬华等（2009）则发现当上市公司发生违规现象时，证监会对其处理会首先考虑违规公司的是否具有国有产权背景，其次会对考虑其国有背景的强弱，并基于以上两个方面做出选择性执行。Jiang等（2009）通过研究指出了信息成本会影响政府管制执行效率，其发现当信息成本相对较低时，政府管制的执行就更容易到位。

#### 四、 关于股票发行监管的研究

林涌（2004）从股票发行决定权的观点出发对我国股票发行制度发展过程进行了相关的研究。朱利（2005）通过研究发达资本市场发展过程中的一些成功经验，指出既要保持证券市场相关法律的权威性，也要赋予证监会一定的自主权限。并对进一步完善发行监管制度提出了相应的建议。卢春泉（2004）深入分析了现阶段我国证券发行监管制度的特点，阐明了建立科学的监管制度的必要性，并就如何完善现阶段证券发行监管体系的提供了一些具体的思路。朱武祥，成九雁

（2004）通过建立一个投资者—上市公司—监管者三方主体博弈的动态模型，阐述了我国股票发行市场化改革的发展过程以及这种演变过程对市场产生的影响，文章还阐释了放松管制使得股票市场萎缩的机理。

## **2.2** 国内外有关财政分权下地方政府行为的研究回顾

### **2.2.1** 国外有关财政分权下地方政府行为的研究回顾

Hayek（1945）指出，地方政府在提供地方性公共财政服务方面比中央政府更有效率，这是因为有限资源和成本在资讯传递过程中被消耗，地方政府在准确地利用地方资讯来做决策方面比中央政府更有优势。这是财政分权第一次从减少信息成本的角度被提出。Tiebout（1956）在《政治经济学杂志》上发表的《地方支出的纯粹理论》标志着财政分权理论的形成，他认为假定地区之间要素流动是完全的“以脚投票”理论，通过人们的选择，地方政府之间的相互竞争，可以使整个社会实现帕累托最优，这个理论就奠定了财政分权理论的基础。随着更多的学者关注这一领域，财政分权理论进一步得到完善。Stigler（1957）就从地方政府

11

的功能的角度分析了地方分权的经济学方面的理由。他提出：第一，相比于中央政府，地方政府更接近本地居民，因此对其所管辖区选民的效用和需求也更为了解；第二，不同地区的居民有权通过对公共服务的种类和数量投票来选择自己所需公共服务的种类和数量。Ocates（1972）在《财政联邦主义》一书中更进一步指出，在配置资源方面，地方政府相对于中央政府更具优势，如果给予地方政府更多的资源配置方面的权力，那么，相比于中央政府，地方政府会取得更有效的产出。Weingast（1995）、McKinnon（1997）、Qian and Weingast（1997）、Qian and Roland（1998）、Qian，Roland and Xu（1999a, 1999b）认为分权形式改革会直接促进了地方政府之间的竞争以及经济的增长。

### **2.2.2** 国内有关财政分权下地方政府行为的研究回顾

#### 一、 我国地方政府行为的历史演变

吴敬琏（2005）等学者认为在中国市场化的进程中，地方政府在发展过程中起到一种主导作用，为了增加地方财政的收入，地方政府官员有时直接充当企业家角色，比如积极介入企业的运作。徐文付、唐宝富（2000）认为，由于需要充当不同的社会角色，在社会对地方政府的制约及其适应社会的互动中，地方政府产生了行为异化现象。作为“经济人”，地方政府选择了“市场交易”的企业化行为，从而实现其自身利益最大化的需求；作为“政治人”，地方政府通过非理性的企业化行为，加强“抽取能力”、夸大“供给能力”，从而获取其生存合法性所必须的“政府政绩”；作为“道德人”，地方政府以社会精英的身份，通过直接代理企业、替代市场从而实现其社会公益函数的最大化。

#### 二、 财政分权理论的相关研究

中国的财政分权改革自九十年代后期才开始受到广泛的关注并逐渐成为国内学术界研究热点。钱颖一和Weingast（1997）认为，通过分权改革，形成了一个来自地方和基层的改革支持机制，并且在经济上可以一定程度的制约中央政府，从而有效的推动改革进程并保证改革的效率。刘瑞明、白永秀（2007）通过研究指出，财政分权过程实际上是中央政府和地方政府根据制度创新的比较优势进行的事实上的“制度创新分工”，而且这种结构上的制度创新是推动经济增长的重要动力。

#### 三、 财政分权对地方政府行为影响的研究成果

地方政府在实行财政分权以后，会获得一定的资源控制权和对剩余利益的处

12

置的权利，也就是说获得了一定的独立的利益。作为理性的经济人，地方政府必定要为自身谋求最大的利益，为此，地方政府之间会在税收、财政支出、投资环境、优惠政策等各个方面展开相应的竞争。钱颖一等经济学家根据建立在新软预算约束理论基础上的财政联邦主义理论和建立在M型组织及U型组织理论之上的解释提出，分权式改革将会增强地方政府之间的竞争；中央下放更多的权力给地方政府和进一步提高地方政府的留成比例会强化了地方政府的利益动机，从而推动了经济的快速发展（王永钦，2007；林毅夫，2002）。周业安（2003）提出政治上的集权和经济上的分权会使得地方政府为了获得相应的政治利益而对经济资源进行争夺。张憬、沈坤荣（2008）认为，由于保留了政治体制上的中央集权，中国独特的财政分权制度会加剧地方政府之间的竞争，引起地方政府相互关系的变化，从而产生一种地方政府“为GDP增长而竞争”的竞争态势。布兰夏和史莱弗通过比较中国和俄罗斯的不同情况，分析中国的经济分权与政治集权之间关系。在俄罗斯，中央政府对地方政府没有很强的控制力，地方政府在主动推动经济发展方面的动力不足。而在中国情况则不同，中国的经济分权伴随着政治集权，因此地方政府的官员在主动推动地方经济发展方面有着很强的动力。周黎安

（2004）认为中国的经济分权伴随着政治集权，官员的晋升使得官员在推动经济发展方面有着较强的动力。

## **2.3** 国内外有关市盈率影响因素的研究回顾

### **2.3.1** 国外有关市盈率影响因素的研究回顾

1934年Graham and Dame《证券分析》最早给出了市盈率的解释，其表述为：通常认为一只普通股票的价值是其当期收益的一定倍数，这个倍数或乘数的大小一部分决定于当时的人气，另一部分决定于企业的性质和记录。Beaver & Morse

（1978）、Zarowin（1990）、Nikbakht & Polat（1994）以及Allen & Cho（1996）认为影响市盈率的主要因素有两个，一是公司收益的增长，二是股票的市场价格风险；Kane、Marcus and Noh（1996）通过研究指出了股票市场的易变性和市场收益率两者之间的关系。研究发现市场波动、通货膨胀率、真实利息率与市盈率之间存在负相关关系的，而股息率与市盈率是呈正相关的。Reilly、Griggs and

Wong（1983）在把市盈率作为被解释变量并作回归分析后，得出了商业景气度与每股收益离差系数跟市盈率并非显著相关的结论。但是当使用滞后的而不是实时的回归量时，商业景气度与市盈率具有显著正相关的迹象。Basu（1977）和

13

### Thomas & Michael（1994）以及Fama &French（1992）等重点分析了市盈率和股票收益率两者之间的关系，他们认为市盈率与股票收益率呈负相关关系；而

Fuller，Hubert&Levinson（1993）等则认为高市盈率股票比低市盈率的股票具有更高的收益率。

### **2.3.2** 国内有关市盈率影响因素的研究回顾

国内的许多学者都对国内影响股票市盈率水平各种因素进行了相关的研究并提出了自己的观点。杨朝军等（1997）认为盈利增长率和风险在决定市盈率的各种因素中最为重要。宋剑峰（2000）对净资产倍率、市盈率与公司成长性之间的关系进行了分析研究。曾晓洁等（2002）对市盈率与公司业绩两者之间存在的关系进行了探讨。徐明等（2003）认为中国目前特有的股权形式在影响市盈率的间接因素中起主要作用，同时市盈率高低也受到金融深化结构不合理这一问题的负面影响，从而使得股票市盈率对宏观经济波动的敏感性较低。他通过分析发现小规模的股票市场中的过度投机行为使得股票市盈率及股价严重失实，从而限制了股票市场的资源配置。陈占峰（2004）认为影响市盈率水平的因素包括每股收益、流通股本、流通市值，同时他认为市盈率水平和流通股比例不存在明显的相关性规律。其研究还证明公司业绩而非股票价格是决定股票市场市盈率水平的主要因素。减苏渝（2004）认为影响特定市场市盈率水平的因素有很多，对市盈率的认识应该是不断变化符合客观逻辑的。他强调遥想把握中国资本市场发展的规律必须要尊重实际。邹雨露（2002）以及韩露（2003）等指出我国独有的股权结构和宏观经济形势等对市盈率都有影响。陈占峰等（2005）认为每股收益、流通股规模对市盈率的影响较大，且对于不同的股票所属的行业，这种影响也各不相同。李晓莉和杨建平（2005）认为具实际意义的市盈率指标是不断变化的，影响市盈率因素中不仅包括股价和公司的经营业绩，同时市场利率、公司的成长性、股本结构等也对市盈率水平有一定的影响。孙燕（2006）指出除了影响市盈率的一般因素如股利支付率、公司成长性等，在考虑影响中国上市公示市盈率的因素时还应当考虑流通股比重、盈利能力等相关因素。扬蔚（2008）认为，利率水平与是经济增长状况都是影响市盈率水平的主要因素。印豪等（2008）研究认为，股票所属行业是影响市盈率的一个重要因素，即便是同属一个行业，股票的市盈率也随着时间的变化而不断变化。因此在判断股票市盈率时，股票所属行业应当

14

被视为一个重要因素加以考虑。袁凯（2009）认为，市盈率在衡量股票投资价值方面具有重要的意义，它同时反映了投资的成本与收益两个方面，因为它即反映股票的投资收益，也显示其投资价值，所以它在分析了股市发展面貌具有重要价值。

15

# 第三章 IPO市场制度变迁、证券发行审核的目标与选择性执行概述[2](#_bookmark12)

我国证券市场在我国资本市场占有重要的地位，但是与西方成熟的证券市场相比，我国证券市场在改革开放初期才得以建立，起步相对较晚。但是随着我国经济体制改革的不断深入，我国的证券市场也蓬勃的发展，在过去几十年的时间里，我国证券市场经历了从无到有，从小到大，从地方区域到全国范围的快速发展。在此期间我国的证券市场并非一帆风顺，但是在政府和市场的共同努力之下，我国的证券市场在过去几十年的时间里在法律制定，监管体系等方面走过了发达的西方证券市场几十年甚至上百年走过的道路

IPO市场是证券市场的赖以生存和发展的基础。因此，在分析研究证监会在

IPO市场选择性执行等的问题时，很有必要回顾一下我国证券市场特别是IPO市场准入的制度的变迁过程。本章总结了我国IPO市场运行的一些特点以及政府在不同时期对于不同时间的IPO发行上的一些制度方面的安排，从而为后面关于理论分析和实证研究提供了相应的背景。

## **3.1** **IPO**市场准入的制度变迁

新股的IPO发行在证券市场中占有至关重要的地位。因为由于新股发行主体的质量状况对证券市场的稳定发展有着直接的影响，所以各国对新股的发行都进行了严格的管理，即控制IPO市场的准入，市场的准入即对股票发行权和决定权的归属进行监管。上世纪的最后十年，我国的资本市场的发展刚刚起步，发行新股时使用的是审批制。2001年3月，以证监会下发的《关于发布（中国证监会股票发行核准程序）的通知》为标志，形成了以强制性信息披露为核心的事前问责，依法披露和事后追究的责任机制，自此，新股的发行开始实行核准制。股票定价从审批制到核准制的变化，体现了股票发行已经由行政主导向市场主导转变，核准制在审批制下积累的实践经验的基础之上进一步提高了新股发行的市场化程度，相应的监管证券发行的法律法规体系也得到了初步的建立，IPO发行的审核工作也逐渐制度化程序化。本节回顾了我国IPO市场准入制度的变迁过程，为后文的分析讨论提供了背景支持。

一、IPO审批制

审批制是准备发行新股的公司在其申请公开发行股票时，应当首先获得当地

2具体详见《证券法》第一条关于证劵监管目标的明确规定。

16

政府或者中央企业主管部门同意，然后向其向公司所属的证券管理部门提出申请，然后经证券管理部门受理审核同意并专报中国证监会核准发行额度之后，公司提出上市申请，经过审核，复审，由证监会出具批准发行的有关文件后，方可发行新股。我国在证券市场开始发展的初期实行的是审批制，审批制是一种按计划发行的制度。之所以采取这种制度是由于当时的我国证券市场特定的情况决定的，当时管理者和投资者对资本市场的规则并没有清晰的认识，实行审批制有利于监管机构监管从而降低因股票发行而产生的投资过热的影响。新股的发行在审批制下可以分为两个阶段：一是额度管理阶段，二是指标管理阶段。“额度管理”模式是指，国务院证券管理部门根据国民经济的整体发展需求和资本市场的运行状况，规定股票发行的总额度，然后由各个省级行政区域和行业在国民经济中的重要程度和需要进一步分配总额度并由省级政府或行业主管部门来选择可以发行股票的企业。由于融资额度一定，在IPO发行管理期间，许多公司只好发行B股从而募集到足够的资金支持，B股的交易价格是以其A股的价格为参照的，然后以一定的折扣在B股市场上发行。然而审批制度的实施并没有使得国有企业从困境中走出，反而使得证券市场愈发低迷，融资功能几乎丧失殆尽“指标管理”模式是指，监管层不再限制IPO发行的总额度，而是国务院证券管理部门首先确定在在某一时期发行上市的企业的总数，然后省级主管部门根据指标的数量推选出一定的拟上市的企业。这一管理模式与额度管理模式有很大的差别，“总量控制，限报家数”的指标管理模式极大的满足了国有企业对融资的需求，并使得上市公司的发行规模进一步扩大，同时鼓励更多处在行业中优势地位的企业上市发行股票。

二、IPO核准制

2001年3月17日，《关于发布（中国证监会股票发行核准程序）的通知》由我国证监会颁布出台，自此我国的新股发行工作进入了核准制阶段。核准制相对于审批制合规性和实质性审查提出了较高的要求。我国的核准制规定，申请发行证券的发行公司在发行证券时首先要满足公司法及证券法的相关要求，对于与发行的证券相关的信息要及时的披露，同时也要报请发行证券的主管部门进行审核。核准制在我国的发展包括两个阶段，一是04年以前的通道制，二是04年以后的保荐制。总的来说，我国的核准制有很强的行政干预特征。

17

#### （一）通道制

为了避免券商在新股发行中忽视长远利益而过分重视短期利益，控制市场扩充的速度和保证股票发行企业的质量，证监会在在01年4月推出了新股发行的

“通道制”。“通道制”规定，券商承销新股应通过其拥有的通道，而且一个通道一次只能推荐一家企业，当推荐的这家企业完成发行后才能使用这个通道申报下一家企业，因此通道的总数严格限制了上市公司的数量。这种制度的实施为IPO市场的供求关系的调控提供了一种更为公平的排队机制，通过一系列措施如不良记分制、通道暂停等，使得券商的执业的水平的到了极大的提高（余黎，2005）。2003年9月22日，中国证监会下发了《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》，该通知规定如果股份公司想要申请上市，该公司必须设立满三年；且要求首次发行股票的公司要对其股票发行所募集的资金，筹资总额不能够超过上一年未经审计的净资产的两倍；同时规定了更为严格的拟上市公司业绩的计算方法，对IPO市场中的发行公司和券商的行为采取了更为严格的规范措施。

#### （二）保荐制

2003年12月29日，《证券发行上市保荐制度暂行办法》在我国颁布，该办法要求对于以下几种情况均需保荐机构以及保荐代表人保荐，即股份有限公司首次公开发行股票和上市公司发行新股、可转换公司债券。办法中对保荐制度作出了相应的规定，保荐代表人须是满足一定条件和资格的证券从业人员，保荐机构须是同时拥有两个或以上的保荐人且具有推荐企业上市资格的证券公司。证券发行上市保荐制度的实施使得保荐机构和保荐人代表担负起更多的责任。而监管层施行此种制度也是希望形成一种对证券发行上市的市场约束机制。实施保荐制度也进一步体现了核准制中确立的市场参与主体“各司其职、各负其责、各尽其能、各担风险”这一基本原则，而上市公司的信息披露的质量也会随着保荐制度的实行，保荐问责制的实施而得到进一步的提高。于此同时，证监会颁布了《股票发行审核委员会暂行办法》，该办法规定不再对发行审核委员会（以下简称发审委）中的委员身份进行保密且对新股发行的表决方式也做出了改变，由以前的不记名方式改为记名制；并且实施对发审委委员的问责机制和监督机制，从而进一步贯彻了核准制下市场的参与主体各负其责、各担风险的基本原则，这一办法的实施是的发行制度市场化的改革更进一步。2006 年，《上市公司证券发行管

18

理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》及其他配套规则先后出台，从而使得全流通模式下的新股发行体制得以建立，上市公司市价增发机制和配股发行失败机制被建立；保荐人和保荐机构的责任更为严格，取消了辅导期限一年的规定；对融资方式以及融资工具进行进一步的创新，发行了可分离交易的可转换公司债券；实施新股询价、向战略投资者定向配售、境内境外市场同步发行上市、超额配售选择权等一系列的制度安排。这些制度安排是的市场约束得到进一步的加强，发行效率得到进一步的提高。

新股发行中审批制先向核准制的转变，显示了政府不再希望将IPO发行又行政计划安排主导，而是希望又市场来主导。新股发行的核准制与审批制相比，对于充分利用市场调节新股的发行与供需方面有着明显的优势。注册制是国外发达的证券股票市场上普遍采用的IPO发行机制，在该种制度下，新股发行更为方面快捷，且使得IPO发行以及价格决定机制的市场化的程度跟高。然而实行注册制需要更加完备的法律监管体系，而这点是我国证券市场尚不具备的，我国市场现阶段的监管体系尚不完善。因此，对于新股的发行机制需要进一步深化改革并逐步向注册制迈进，只有这样才能进一步发挥资本市场的功能。

## **3.2** 证券发行审核的目标

一般来说，监管是指监管者为了达到某一监管目标采用不同的监管手段对所要监管的对象采取的一种主动的有意识的干预和控制活动。证券监管则为监管机构为达到监管的目标而采用多种监管手段对证券市场所采取的一种主动有意识的干预和控制活动。证券监管的目标、原则等相关内容是指导各种监管活动和改进强化证券监管的重要基础，深入的分析相关内容对于证券市场的健康发展有着重要的意义。而证券发行审核在证券监管中占有重要的地位，因此对证券发行的目标和原则的分析也是非常有必要的。

#### 一、 保护投资者

证券监管的最重要的目标就是保护投资者的利益，保护投资者是证券市场赖以生存和发展的基础，也是证券发行审核的目标所在。首先，证券市场投资者作为证券市场的重要参与者为证券市场的建立提供充足的资金来源，早在1932年，伯利和明斯就曾指出，公司经济作为现代经济的重要特征，已经成为社会财富的保有方式。证券立法以保护投资者利益为目标，就是把证券与社会财富的稳定持

19

有形式等同起来，从而使得人们的投资预期建立在长期稳定的基础之上。投资者的信心对于证券市场来说极为重要，因为只有树立投资者对于证券市场的信心，市场才能获得赖以生存的充足的资金来源，从而使得整个证券市场发挥其筹资和资源配置的功能。而提高投资者对证券市场的信心，就要求证券市场提供完善的法律环境，切实保障投资者的利益，防止投资者的利益受到侵害，对于欺骗投资者的行为予以严厉打击，对于利益受到侵害的投资者要予以补偿。如果投资者利益无法得到保护，那么证券市场将失去其赖以生存的资金来源，证券市场也就成了无源之水。因此，投资者的合法利益应当得到保护。

其次，投资者，特别是中小投资者，往往是一些分散的个体，因此相对与一些投资机构来说，他们在搜集信息，投资的经验等方面都相对薄弱，因此在整个证券市场中处于相对弱势的地位。当市场发生失灵或者失控时，这些投资者特别是中小投资者往往是整个证券市场中最大的受害者。因此在证券监管中保护投资者尤其是中小投资者利益就成为监管的重中之重。为了使投资者能够平等地获取相关的信息，证券监管机构应当实施强制信息披露，同时依法严肃查处个中国证券欺诈的行为，从而确保证券市场的稳定发展。在证券发行阶段，为了保护投资者的利益，主要是通过证券发行的审核机制来强制发行人进行信息披露。

由证监会国际组织制定的《证券监管目标与原则》规定了对投资者利益进行保护的相关内容，该原则指出投资者应受到保护，免受因误导、操纵或欺诈（包括内幕交易、抢跑道和非正式挪用客户资产等）造成的损失。证券投资者对于欺诈行为所能够采取的行动有限且一些中介机构极易影响证券的投资者。另外，因为证券交易的欺诈行为比较复杂，因此当投资者的利益受到侵害时，应当严格的执行相关的法律，切实保护投资者的利益。当投资者利益受到侵害时，投资者有权联系中立机构（如法院或其他解决争议机构）获得相应的补偿。

#### 二、 确保公正、有效和透明的市场

尽管证券发行审核的一个重要目标是保护投资者利益，然而这并不意味着要保证投资者都能获利。保护投资者的利益是指为投资者提供一个公平公正的平台是其可以公平公正的进行证券投资交易，使投资者尤其是中小投资者的合法利益的到保护，防止欺诈行为的发生，这就对保持证券市场的公信力提出了较高的要求，因此证券发行审核的另一个重要目标是建立一个公平有效和透明的市场。关

20

于建立一个公正有效透明的市场。《证券监管目标与原则》规定：建立公平的市场和对投资者利益的保护常常与防止不正当交易紧密联系在一起；市场机制不应过分地向一些市场使用者倾斜；监管过程应包含发现、阻止和惩罚对市场操控等不公平交易的行为；在一个有效的市场中，相关信息的传播具有及时性和广泛性特征，并在定价程序中有所体现；监管应以进一步提高市场的效率为目标；透明度可以被概括为与交易相关的一些信息，如交易前后的相关信息，被实时公布的程度，交易前的信息应当包含的股票的买入价和卖出价，从而有利于投资者确定何时以何种价格进行相应的交易，交易后的信息应当包括实际完成的交易额和交易量；监管应以确保市场最高的透明度为目的。

#### 三、 减少系统风险

系统风险的提出是相对于非系统风险的，系统风险一般被认为是由某种普遍的因素致使市场的发生一定的变化从而引起的风险，对于证券市场而言，即是指由于某种普遍的因素致使证券市场的整个价格剧烈波动从而引起的风险。系统风险包括多种风险，最为主要的是政治风险和因一些非市场因素而引起的风险。市场是存在风险的，但我们应该分清一般性的正常风险和系统风险。系统风险对于整个市场的健康发展有着重要的意义，如果市场存在过大的系统风险，使得证券市场价格出现非正常的大幅跌涨现象，就会削弱整个市场的公信力，从而使得整个证券市场难以健康的发展。因此，应当通过立法加强对证券发行的审核，进一步降低系统风险，促进证券市场健康的发展。关于减少系统风险的问题，《证券监管目标与原则》指出：尽管我们并不要求监管机构能够阻止市场中介机构倒闭的现象，但是监管机构的重要责任之一就是尽量减小这些中介机构倒闭的风险。在别的国家（地区）或着包含几个国家（地区）区域内，如果出现了一些问题而导致证券市场的不稳定，监管机构的首要任务应当是通过相互的合作和信息之间的共享，达到维护国内和国家市场稳定的目的。

## **3.3** 选择性执行概述以及核准制下选择性执行的特点

选择性执法（Selective Enforcement）是来自美国法中的一个概念，原意是指警察在其执法的过程中根据其以往的经验来确定执法的对象，从而在立法权和警察执法权之间寻求一种平衡。然而现阶段对选择性执法的讨论已经远非美国学者所说的Selective Enforcement范畴，现在的学者大都从行政执法的角度对选择性执

21

法进行相关的研究（王成，2007）。戴治勇、杨晓维（2006）认为这种执法方式具有更强的灵活性，它是国家基于不同的情势变化为摆脱成文法的僵化而进行的改进。

我国对IPO的市场准入实行的监管是一种有政府主导的监管，这种监管的方式实际上是在遵循市场供求关系下而进行的市场监管。在我国由计划经济向市场经济转变的过程中，证券市场的改革也体现了这一变革，额度制管理具有很强的计划经济的色彩，通道制的实行尽管减弱额度限制，但是由于通到数目一定，在优先帮助国企融资的背景下，使得大量需要上市融资的企业无法进行上市融资。在审批制下，对新股发行进行监管的手段主要包括控制发行额度和通道数和新股发行审批。而在核准制下，尽管没有了额度限制和通道管理并且实行了保荐制度，但是新股发行的核准仍是必不可少的步骤。因此，不论是审批制还是核准制，能否获得监管层的认可是公司能否上市的最为重要的因素，同时对发行公司的发行上市的申请也成为了对IPO发行的重要监管手段，因此监管机构可以通过两个方面对新股发行市场进行调控，一是控制IPO发行数量，二是限制融资的规模。其中，控制新股的发行节奏是证监会管制的选择性执行最直接的表现形式。在特定的某一时间里通过多发，少发新股等措施，政府可以适时地对调控IPO发行的数量和规模进行总量从而控制新股发行的节奏。

22

# 第四章 低迷时期**IPO**核准管制选择性执行的实证分析

## **4.1** 理论分析与研究假设

在我国证券市场中，IPO市场准入受到政府的严格监管。尽管在核准制下，更为市场化的保荐制被实施，但是能否获得监管层的核准发行仍然是发行公司能否顺利上市的最为关键的一步。股票发行的申请首先要通过发审委的审核，通过审核之后进入核准阶段，只有获得了核准才能发行上市。也就是说通过发审委审核和获得核准发行并不是同时的，两者中间还有一段时间。证监会颁布的《首次公开发行股票（A股、B股）核准》对股票发行核准流程中受理申请文件、初审和发审委审核环节的时间长度都做出了明确的规定[3](#_bookmark15)。虽然该文件对证监会自受理申请到做出决定的时间长度也给出了明确的规定，但是为了达到实现市场的扩容同时不对二级市场产生过大的冲击的目的，监管机构很有可能会通过选择性执行来调控IPO市场，比如通过对核准发行速度进行控制，在特定时间段适时地减少或者增加新股发行的数量和规模，多发或者少发新股甚至停止新股的发行，从而有效地控制发行的节奏，进而减少新股发行给二级市场带来的不利冲击。比如当证券市场环境相对比较低迷时，二级市场走弱会对一级市场发行定价产生不利的影响，而且当二级市场走弱时，如果一级市场继续发行新股就会反过来使得二级市场资金压力进一步增大，从而造成一、二级市场联动（邹斌，2010），此时证监会就可以通过适当的放慢核准发行速度来对市场进行相应的调控。证监会对股票发行核准速度对公司获得融资的数量会产生一定的影响，在证券市场环境处于不同状况下的具体影响方向是实证性的。

此外，地方政府在除了在地方经济中发挥重要的作用，由于其直接代表了中央政府在地方行使权力，其行为的有效性和合理性对于中央政府实行宏观调控和完善社会主义市场经济也具有极其重要的意义。所谓政府行为就是为了实现政府既定的目标，采用政府所拥有的特殊权能使本政府范围内的社会经济和政治活动向着既定目标演进而实施的对政治、经济、社会的管理、控制、监督和服务等行为。

3根据中国证监会发布的《首次公开发行股票（A股、B股）核准》中《中国证监会股票发行核准程序》的规定，一、受理申请文件环节，中国证监会收到申请文件后在5个工作日内作出是否受理的决定。二、初审环节，中国证监会受理申请文件后，对发行人申请文件的合规性进行初审，并在30日内将初审意见函告发行人及其主承销商。三、发行审核委员会审核环节，中国证监会对按初审意见补充完善的申请文件进一步审核，并在受理申请文件后60日内，将初审报告和申请文件提交发行审核委员会审核。详见：[http: //www. csrc. gov. cn/pub/zjhpublic/G00306202/200804/t20080430\_23222. htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306202/200804/t20080430_23222.htm)

23

事实上，我国实行的经济上的分权改革以及伴随的晋升激励措施对于我国经济的成功转型起到了至关重要的作用（周黎安，2004），其激起了地方政府相互之间的竞争，搞对了激励机制（王永钦等，2007），地方政府之间为了争夺资本市场的资源，于是便对所辖地区的企业予以更多的关注与利用。而相应的新股发行的规定也为其提供了相应的制度保障，例如《首次公开发行股票并上市管理办法》规定，证监会对新股发行资格进行审查时，对于是否同意发行人发行股票这一问题，应当咨询该发行人注册地的省级政府的意见。陈冬华等（2008）通过调查发现，如果当地政府的政治地位较高那么该地区将获得更多的IPO资源。由于地方政府既有动机也有条件为其所辖的企业提供帮助以获得IPO机会，因此，证监会在作出发行核准决定时，会受到地方政府的影响。

对于地方政府而言，一般认为，如果当地的领导任职中央政治局委员或曾在该地工作的领导任职中央政治局委员将会使得该地拥有较高的政治地位。而证监会作为国务院隶属的正部级单位，在执法时可能会对政治地位较高的地区所属的企业给予一定的政策倾斜，而拥有较高政治地位的地方政府为了维护证监会的声誉其执行政策的意愿也会比较强。因此，本文预期当市场状况低迷时，证监会会放慢所在辖区政治地位较高企业的发行核准节奏，即当证券市场状况处于低迷阶段时，所在辖区的政治地位较高的企业获得发行核准的速度越慢。

另外，低迷时期IPO发行核准的选择性执行会产生一定的经济后果，即证监会对发行公司发行新股核准发行的速度快慢会对公司融资产生一定影响。首先是对公司融资及时性的影响，证监会核准发行的速度越快也就意味着公司能够越快的的获得融资；其次对发行定价也会产生一定的影响，且这种影响会随着证券市场处于状况的变化而不同。比如在证券市场环境低迷时，核准发行的速度变慢会使得公司发行定价处在非常不利的地位。因此，本文预期当证券市场状况处于低迷阶段时，获得发行核准越慢公司的IPO发行市盈率越低；另外，由于地方政府有帮助辖内申请公司得到融资机会的动机。所在辖区政治地位高的公司为了保护证监会的声誉执行意愿也会比较强。因此，为了维护市场稳定，证监会会延缓所在辖区政治地位较高公司的核准发行速度。一方面，作为回报，证监会会在定价方面给予所在辖区政治地位较高的公司相当关照；另一方面，这些公司所处辖区较高政治地位本身也是一种公司质量较好的信号，这两个方面使得所在辖区政治地位较高的公司可能获得更高的市盈率。即当整个证券市场处在低迷状态时，对

24

于处在政治地位较高地区的公司，若证监会对其发行股票的发行核准速度越慢，那么其股票的发行定价就处在越有利的位置。因此，本文预期当证券市场状况处于低迷阶段时，所在辖区的政治地位较高的公司，获得发行核准的速度越慢，公司发行市盈率越高。

不同公司获利能力的差异导致了不同股票的股价出现有高有低的情况。当外

部投资者进行投资时，不能仅仅以股价的高低来评判某一股票的投资价值的高低，正确的做法应当是通过市盈率指标进行比较，因为其能真实的反映出相对股价的高低。因而，市盈率指标在股票投资时是极为重要的参考因素。在对企业进行价值评估的过程中，市盈率指标是投资银行和投资者最广为使用的可比公司法评估乘数。因此，本文采用IPO发行市盈率作为企业融资的变量。

基于上述理论和制度背景分析，我们给出下面的假设：

假设1a：当证券市场状况处于低迷阶段时，证监会惟恐打击市场信心而放慢核准速度。

假设1b：当证券市场状况处于低迷阶段时，所在辖区的政治地位较高的企业获得发行核准的速度越慢。

假设2a：当证券市场状况处于低迷阶段时，获得发行核准越慢公司的IPO发行市盈率越低。

假设2b：当证券市场状况处于低迷阶段时，所在辖区的政治地位较高的公司，获得发行核准的速度越慢，公司发行市盈率越高。

## **4.2** 研究设计

### **4.2.1** 样本选取与数据来源

（1）针对假设1a和假设1b所采用的样本区间为2006年1月至2011年12月，在此时间段内共有728个IPO申请通过了发审委审核会议，我们首先剔除了IPO申请中金融、证券行业的23家上市公司，金融证券行业公司的资产的构成和负债水平不同于一般上市公司。另外，还剔除了4个已经通过发审委审核会议

但到目前仍没有上市的以及1家两次过会特例样本，剩余700个发行核准申请构

成了本文的研究样本。表4-1展示了样本剔除过程以及样本分布情况。

25

**表 4-1** **样本选择与分布**

| 年份 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2006-2011 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | 发审委审  核通过数 | 发审委审  核通过数 | 发审委审  核通过数 | 发审委审  核通过数 | 发审委审  核通过数 | 发审委审  核通过数 | 发审委审  核通过数 |
| 总计 | 63 | 117 | 97 | 110 | 194 | 147 | 728 |
| 其中：实际控制人为集体或不详 | 3 | 7 | 2 | 4 | 2 | 0 | 18 |
| 剔除：金融业 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 |
| 特例 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 最终样本小计 | 3 | 2 | 2 | 4 | 2 | 0 | 13 |
| 民营 | 32 | 72 | 71 | 79 | 163 | 132 | 549 |
| 剔除：金融业 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 特例 | 0 | 0 | 2 | 1 | 0 | 1 | 4 |
| 最终样本小计 | 32 | 72 | 69 | 78 | 163 | 131 | 545 |
| 国有 | 28 | 38 | 24 | 27 | 29 | 15 | 161 |
| 剔除：金融业 | 3 | 4 | 2 | 1 | 4 | 4 | 18 |
| 特例 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 最终样本小计 | 25 | 34 | 21 | 26 | 25 | 11 | 142 |
| 最终样本合计 | 60 | 108 | 92 | 108 | 190 | 142 | 700 |

（2）针对假设2a和假设2b所采用的样本区间为2006年1月至2011年12月，剔除了IPO申请中属于金融、证券行业的公司、已经通过发审委审核会议但到目前仍没有上市的、两次过会以及IPO发行市盈率缺省的特例样本，剩余699个发行核准申请构成了最终的研究样本。

本文的研究数据主要来自于申请IPO公司的首次公开发行股票招股说明书

（申报稿），发审委审核时间和结果的数据来源于证监会网站（[www. csrc. gov. cn](http://www.csrc.gov.cn/)），保荐人数据来自中国证券业协会网站（[www. sac. net. cn](http://www.sac.net.cn/)），会计师事务所数据来自中国注册会计协会网站（[www. cicpa. org. cn](http://www.cicpa.org.cn/)），公司所在辖区市场化进程数据来自樊纲等（2010）《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》，

26

这些数据均通过手工收集获得。

### 4.2.2 **研究模型与变量定义** 1、根据上文分析，建立如下多元回归模型，对假设一进行大样本检验：模型1：

*Time*=α*0*+α*1Mc*+α*2LocalGov*+α*3*Mc\*LocalGov+α*4*Roe+α*5*Turnover+α*6Lev+*

4

α*7*Sales-grow+α*8Market+*α9Size+α*10Trader*+α*11Auditor*+*i Indi*+ε

*i*1

模型中被解释变量Time为证监会核准时间与发审委审核通过时间之间的天数；解释变量为：（1）证券市场状况（Mc），根据发审委审核年份确定，在本文考察期间，股市状况年度间差异比较明显，样本涉及2006-2011年6个年份，

为了考察市场状况对证监会管制选择性执行的影响，由于2006年和2007年市场

状况较好，因此应将其放在一起，作虚拟变量为0，而2008年至2011年市场状况较差，作虚拟变量为1。（2）地方政府（LocalGov），根据申请当年和上年拥有中央政治局委员的地区的数据，如果该地区在申请当年和上年拥有中央政治局委员为1，否则为0。（3）Mc\*LocalGov是市场状况（Mc）与地方政府（LocalGov）的交互项。

控制变量选取重点考虑了：（1）公司财务状况，财务与会计状况是发行条件之一，本文分别采用净资产收益率（Roe）、总资产周转率（Turnover）、资产负债率（Lev）、销售收入增长率（Sales-grow）以衡量公司盈利能力、营运能力、偿债能力以及成长能力，这几个指标均根据申报稿中相关数据计算IPO申请前三年的平均值。（2）公司规模（Size），采用CSMAR数据库中招股前财务状况表中前三年资产总额（取自然对数）的平均值，公司规模越大对二级市场的冲击可能越大，证监会决定发行核准时也会越谨慎。（3）公司外部环境（Market），采用樊纲等（2010）《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》中的各省区市场化指数总体评分，该指数越大，表示公司所在地市场化相对进程越快，不管是政府的运作效率，还是产品、要素市场的发育程度和竞争程度以及法治水平等外部环境都较好，这些地区的IPO申请公司的运作会更为规范，质量也会相对较好，给予它们IPO机会将有助于发展和完善资本市场，证券监管机构应该会予以考虑（Jiang etal., 2009）。此指数目前编制到2007年，2008-2011

27

年分别采用上年数据加前三年指数增加值的平均数作为本年指数。（4）保荐人声誉（Trader），我们根据中国证券业协会公布的前一年承销家数排名，前20位为1，否则为0。（5）审计师声誉（Auditor），采用中国注册会计师协会公布的前一年全国排名来衡量会计师事务所声誉，如果是前10位为1，否则为0。（6）行业（Ind），本文采用证监会的行业划分标准，共6个行业，样本不涉及金融

业和综合类，以房地产业为基准，故相应设置4个虚拟变量。具体变量定义见表4-2。

**表4-2** **变量定义**

| 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
| --- | --- | --- |
| 核准时间差 | Time | 证监会准予发行核准时间与发审委审核通过时间之  间的天数 |
| 证券市场状况 | Mc | 通过发审委审核年份为 2008 年至 2011 年时为 1，否  则为 0 |
| 地方政府 | LocalGov | 申请当年和上年拥有中央政治局委员的地区为 1，否  则为 0 |
| 市场状况\*地方政府 | Mc\*LocalGov | 证券市场状况与所辖地区政治地位交互项 |
| 公司规模 | Size | 公司申请IPO 前三年总资产（取自然对数）的平均值 |
| 公司盈利能力 | Roe | 公司申请IPO 前三年净资产收益率的平均值，其中：  净资产收益率=净利润/平均净资产×100% |
| 公司运营能力 | Turnover | 公司申请IPO 前三年总资产周转率的平均值，其中：  总资产周转率=营业收入/平均资产总额 |
| 公司偿债能力 | Lev | 公司申请IPO 前三年资产负债率的平均值，其中：资  产负债率=负债总额/资产总额 |
| 公司成长能力 | Sales-grow | 公司申请 IPO 前三年销售收入增长率的平均值，其  中：销售收入增长率=本年营业收入增长额/上年营业收入×100% |
| 公司外部环境 | Market | 采用樊纲等（2010）《中国市场化指数——各地区市  场化相对进程 2009 年报告》中的各省区市场化指数总体评分 |
| 保荐人声誉 | Trader | 公司聘请的保荐人上年在全国排名前 20 的为 1，否则  为0 |
| 审计师声誉 | Auditor | 公司聘请的会计师事务所上年在全国排名前 10 的为  1，否则为 0 |
| 行业变量 | Ind | 虚拟变量，采用证监会的行业划分标准，共 6 个行业，  剔除金融业，以房地产业为基准，故相应设 4 个虚拟变量。 |

2、根据上文分析，建立如下多元回归模型，对假设二进行大样本检验：

28

模型2a：

PE=α*0*+α*1*Mc+α*2*Mc\*Time+Time+α*3*Roe+α*4*Turnover+α*5*Lev+α*6*Sales-grow+α*7*

4

Market+α*8*Size+α*9*Trader+α*10Auditor+**i Indi*+ε

*i*1

模型2b：

PE=α*0*+α*1*Time+α*2*LocalGov\*Time+α*3*Roe+α*4*Turnover+α*5*Lev+α*6Sales-grow+*

4

α*7*Market+α*8*Size+α*9*Trader+α*10Auditor+**i Indi*+ε

*i*1

模型中的被解释变量PE为IPO发行市盈率。解释变量为：（1）证券市场状况（Mc），根据发审委审核年份确定，在本文考察期间，股市状况年度间差异比较明显，样本涉及2006-2011年6个年份，为了考察市场状况对证监会管制选

择性执行的影响，由于2006年和2007年市场状况较好，因此应将其放在一起，作虚拟变量为0，而2008年至2011年市场状况较差，作虚拟变量为1。（2）核准时间差（Time）证监会核准时间与发审委审核通过时间之间的天数；（3）

Mc\*Time 是证券市场状况与核准时间差（Time）的交互项；（4）地方政府

（LocalGov），根据申请当年和上年拥有中央政治局委员的地区的数据，如果该地区在申请当年和上年拥有中央政治局委员为1，否则为0。（5）LocalGov\*Time是地方政府（LocalGov）与核准时间差（Time）的交互项。

本文在模型设计中，控制变量选取重点考虑了：（1）公司财务状况，财务与会计状况是发行条件之一，本文分别采用净资产收益率（Roe）、总资产周转率（Turnover）、资产负债率（Lev）、销售收入增长率（Sales-grow）以衡量公司盈利能力、营运能力、偿债能力以及成长能力，这几个指标均根据申报稿中相关数据计算IPO申请前三年的平均值。（2）公司规模（Size），采用CSMAR数据库中招股前财务状况表中前三年资产总额（取自然对数）的平均值，公司规模越大对二级市场的冲击可能越大，证监会决定发行核准时也会越谨慎。（3）公司外部环境（Market），采用樊纲等（2010）《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》中的各省区市场化指数总体评分，该指数越大，表示公司所在地市场化相对进程越快，不管是政府的运作效率，还是产品、要素市场的发育程度和竞争程度以及法治水平等外部环境都较好，这些地区的IPO申请

29

公司的运作会更为规范，质量也会相对较好，给予它们IPO机会将有助于发展和完善资本市场，证券监管机构应该会予以考虑（Jiang etal., 2009）。此指数目前编制到2007年，2008-2011年分别采用上年数据加前三年指数增加值的平均数作为本年指数。（4）保荐人声誉（Trader），我们根据中国证券业协会公布的前一年承销家数排名，前20位为1，否则为0。（5）审计师声誉（Auditor），采用中国注册会计师协会公布的前一年全国排名来衡量会计师事务所声誉，如果是前10位为1，否则为0。（6）行业（Ind），本文采用证监会的行业划分标准，共6个行业，样本不涉及金融业和综合类，以房地产业为基准，故相应设置4个虚拟变量。

具体变量定义见表4-3。

**表4-3** **变量定义**

| 变量名称 | 变量符号 | 变量定义 |
| --- | --- | --- |
| 核准时间差 | Time | 证监会准予发行核准时间与发审委审核通过时间之间的  天数 |
| 发行市盈率 | PE | 每股市价与每股盈利的比率 |
| 证券市场状况 | Mc | 通过发审委审核年份为 2008 年至 2011 年时为 1，否则为  0 |
| 地方政府 | LocalGov | 申请当年和上年拥有中央政治局委员的地区为 1，否则为  0 |
| 市场状况\*核准时间差 | Mc\*Time | 证券市场状况与核准时间差交互项 |
| 地方政府\*核准时间差 | LocalGov\*  Time | 所辖地区政治地位与核准时间差交互项 |
| 公司规模 | Size | 公司申请IPO 前三年总资产（取自然对数）的平均值 |
| 公司盈利能力 | Roe | 公司申请IPO 前三年净资产收益率的平均值，其中：净资  产收益率=净利润/平均净资产×100% |
| 公司运营能力 | Turnover | 公司申请IPO 前三年总资产周转率的平均值，其中：总资  产周转率=营业收入/平均资产总额 |
| 公司偿债能力 | Lev | 公司申请IPO 前三年资产负债率的平均值，其中：资产负  债率=负债总额/资产总额 |
| 公司成长能力 | Sales-grow | 公司申请 IPO 前三年销售收入增长率的平均值，其中：  销售收入增长率=本年营业收入增长额/上年营业收入  ×100% |
| 公司外部环境 | Market | 采用樊纲等（2010）《中国市场化指数——各地区市场化  相对进程 2009 年报告》中的各省区市场化指数总体评分 |
| 保荐人声誉 | Trader | 公司聘请的保荐人上年在全国排名前 20 的为 1，否则为 0 |
| 审计师声誉 | Auditor | 公司聘请的会计师事务所上年在全国排名前 10 的为 1，  否则为 0 |
| 行业变量 | Ind | 虚拟变量，采用证监会的行业划分标准，共 6 个行业，剔  除金融业，以房地产业为基准，故相应设 4 个虚拟变量。 |

## **4.3** 实证结果与分析

30

#### 一、 模型一的实证结果与分析

##### （一）单变量描述性统计

表4-4是模型一主要变量的描述性统计结果，表中数据显示了：（1）2006-2011年核准时间差（Time）最大值为711，最小值为1，均值为62.863；（2）Mc、

Local采用的是虚拟变量，即市场环境差时，则赋值为1，否则为0；若所在辖区政治地位高时，则赋值为1，否则为0。

表4-4 描述性统计表

| 变量 | N | 均值 | 标准偏差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Time | 700 | 62.863 | 84.487 | 1.000 | 711.000 |
| Mc | 700 | 0.760 | 0.427 | 0.000 | 1.000 |
| Local | 700 | 0.379 | 0.485 | 0.000 | 1.000 |
| Mc\*Local | 700 | 0.264 | 0.441 | 0.000 | 1.000 |
| Roe | 700 | 0.271 | 0.128 | 0.004 | 1.115 |
| Turnover | 700 | 1.090 | 0.570 | 0.072 | 4.455 |
| Lev | 700 | 0.533 | 0.152 | 0.000 | 0.982 |
| Sales-grow | 700 | 0.291 | 0.359 | -0.346 | 6.387 |
| Market | 700 | 9.630 | 1.783 | 4.530 | 11.830 |
| Size | 700 | 20.258 | 1.302 | 18.134 | 27.269 |
| Trader | 700 | 0.679 | 0.467 | 0.000 | 1.000 |
| Auditor | 700 | 0.361 | 0.481 | 0.000 | 1.000 |

##### （二）**T**检验

首先，我们对不同的市场状况下的证监会核准时间差做了两组样本T检验**表4-5市场状况不同时，证监会核准的时间差的两组样本**T**检验结果**

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | 市场状况好 | | | | 市场状况差 | | | | T 值  （市场状况好 VS 市场状况差） |
| 样  本数 | 均值 | 最  大值 | 最  小值 | 样  本数 | 均值 | 最  大值 | 最小  值 |
| Time | 168 | 27.506 | 322 | 1 | 532 | 74.028 | 711 | 1 | -6.40\*\*\* |

再次，我们对不同政治地位的所辖地区通过证监会核准的时间差做了两组样本T检验

**表4-6** **政治地位不同时，证监会核准的时间差的两组样本T检验结果**

###### （1）在市场状况差的情况下，政治地位不同时，证监会核准的时间差的两组样本T检验结果

31

| 变量 | 政治地位高 | | | | 政治地位低 | | | | T 值  （政治地位高 VS 政治地位低） |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 样本  数 | 均值 | 最大  值 | 最小  值 | 样本  数 | 均值 | 最大  值 | 最小  值 |
| Time | 185 | 88.027 | 711 | 1 | 347 | 66.565 | 644 | 1 | -2.56\*\* |

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 变量 | 政治地位高 | | | | 政治地位低 | | | | T 值  （政治地位高 VS 政治地位低） |
| 样本  数 | 均值 | 最大  值 | 最小  值 | 样本  数 | 均值 | 最大  值 | 最小  值 |
| Time | 80 | 25.975 | 197 | 1 | 88 | 28.898 | 322 | 2 | 0.59 |

###### （2）在市场状况好的情况下，政治地位不同时，证监会核准的时间差的两组样本T检验结果

##### （三）相关性检验

表4-7列示的是模型1研究变量的相关系数表，表4-7的结果显示，核准时间差（Time）与市场环境（Mc）的相关系数为0.235，且在1%水平下显著，与假设1a的预期一致；核准时间差（Time）与市场状况\*地方政府（Mc\*LocalGov）的相关系数为0.179，且在1%水平下显著，与假设1b的预期一致。

**表4-7** **研究变量的Pearson相关系数矩阵**

| 变量名 | Time | Mc | LocalGov | Mc\*LocalGov | Roe | Turnover | Lev | Sales-grow | Market | Size | Trader |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Mc | 0.235\*\*\* | 1.000 | -0.113\*\* | 0.337\*\*\* | 0.196\*\*\* | 0.092\*\* | 0.014 | -0.190\*\*\* | 0.067\* | 0.062 | -0.057 |
| LocalGov | 0.059 | -0.113\*\*\* | 1.000 | 0.768\*\*\* | -0.027 | 0.049 | -0.199\*\*\* | 0.107\*\*\* | 0.369\*\*\* | 0.036 | 0.039 |
| Mc\*LocalGov | 0.179\*\*\* | 0.337\*\*\* | 0.768\*\*\* | 1.000 | 0.061 | 0.113\*\*\* | -0.133\*\*\* | -0.022 | 0.326\*\*\* | 0.041 | 0.017 |
| Roe | -0.075\*\* | 0.196\*\*\* | -0.027 | 0.061 | 1.000 | 0.207\*\*\* | 0.046 | 0.089\*\* | 0.040 | -0.079\*\* | 0.089\*\* |
| Turnover | 0.001 | 0.092\*\* | 0.049 | 0.113\*\*\* | 0.207\*\*\* | 1.000 | 0.119\*\*\* | -0.014 | 0.168\*\*\* | -0.055 | 0.050 |
| Lev | -0.063\* | 0.014 | -0.199\*\*\* | -0.133\*\*\* | 0.046 | 0.119\*\*\* | 1.000 | 0.007 | 0.019 | 0.147\*\*\* | 0.022 |
| Sales-grow | 0.044 | -0.190\*\*\* | 0.107\*\* | -0.022 | 0.089\*\* | -0.014 | 0.007 | 1.000 | -0.004 | -0.077\*\* | 0.023 |
| Market | 0.029 | 0.067\* | 0.369\*\*\* | 0.326\*\*\* | 0.040 | 0.168\*\*\* | 0.019 | -0.004 | 1.000 | -0.076\*\* | 0.000 |
| Size | 0.008 | 0.062 | 0.036 | 0.041 | -0.079\*\* | -0.055 | 0.147\*\*\* | -0.077\*\* | -0.076\*\* | 1.000 | 0.117\*\*\* |
| Trader | -0.010 | -0.057 | 0.039 | 0.017 | 0.089\*\* | 0.050 | 0.022 | 0.023 | 0.000 | 0.117\*\*\* | 1.000 |
| Auditor | -0.031 | 0.089 | -0.048 | -0.019 | 0.010 | -0.072\* | -0.012 | -0.076\*\* | 0.0322 | 0.274\*\*\* | -0.011 |

注：\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%和1%水平下显著，下同。

32

##### （四）回归分析

表4-8是模型一的回归结果，从（A）列可以看出，Mc的系数在1%水平下显著为正，说明在IPO发行核准中监管机构会根据证券市场状况做出选择性执行，即当证券市场状况低迷时，证监会会减缓IPO发行核准速度，与假设1a预期一致。从模型1的回归结果（B）列可以看出Mc的系数显著为正，说明核准监管会根据市场状况做出选择性执行，即当市场状况差时，证监会减缓上市节奏以维护社会稳定；Mc\*LocalGov的系数显著为正，这表明所在辖区政治地位对证监会核准的及时性是有显著影响，即在市场状况差时，如果所在辖区的政治地位比较高，为了保护证监会的声誉，其执行意愿也会比较强，与假设1b预期一致；公司盈利能力Roe的系数显著为负，说明公司盈利能力越强，证监会核准越快；Sales-grow的系数显著为正，说明公司成长能力越强，证监会核准越慎重；Lev的系数为负，表明公司偿债能力越强，证监会核准速度越慎重；Size的系数为正，说明规模越大，对市场环境冲击越大，证监会核准越慎重。另外，市场规模、审计师声誉、市场化进程等变量均不显著。

**表 4-8** IPO**核准管制的选择性执行的回归结果**

| 变量符号 | （A） | | （B） | |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 | 系数 | Z 值 |
| \_cons | 34.687 | 0.63 | 55.372 | 1.00 |
| Mc | 56.817 | 7.50\*\*\* | 46.529 | 4.67\*\*\* |
| LocalGov |  |  | -8.432 | -0.64 |
| Mc\*LocalGov |  |  | 26.996 | 1.85\* |
| Roe | -92.556 | -3.65\*\*\* | -91.316 | -3.61\*\*\* |
| Turnover | 0.774 | 0.14 | -0.147 | -0.03 |
| Lev | -36.081 | -1.75\* | -29.358 | -1.38 |
| Sales-grow | 25.551 | 2.90\*\*\* | 25.094 | 2.83\*\*\* |
| Market | 0.899 | 0.51 | -0.266 | -0.14 |
| Size | 0.672 | 0.26 | 0.253 | 0.10 |
| Trader | 2.856 | 0.43 | 2.357 | 0.35 |
| Auditor | -8.916 | -1.33 | -7.671 | -1.14 |
| 行业 | 控制 | | 控制 | |
| N | 700 | | 700 | |
| AdjustedR2 | 0.077 | | 0.083 | |

表4-9是稳健性检验结果。考虑到央企对证监会核准管制的影响，表4-9（C）列和（D）列是剔除央企样本的检验结果。表4-9的各列回归结果显示，Mc的系数显著为正，与表4-8的结果一致，这说明证监会核准监管会根据市场状况做出

33

选择性执行的结果是稳健的；Mc\*LocalGov的系数显著为正，与表4-8的结果一致，说明在市场状况差时，政治地位高的所辖地区对证监会核准的及时性是有显著影响的结果是稳健的；Roe的系数显著为负，与表4-8的结果一致；Sales-grow的系数显著为正，与表4-8的结果一致；Size的系数为正，与表4-8的结果一致；

Lev的系数为负，与表4-8的结果一致。

**表 4-9** IPO**核准管制的选择性执行回归结果的稳健性检验**

| 变量符号 | （C） | | （D） | |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 | 系数 | Z 值 |
| \_cons | 12.255 | 0.18 | 31.694 | 0.47 |
| Mc | 54.532 | 6.66\*\*\* | 44.933 | 4.30\*\*\* |
| LocalGov |  |  | -9.034 | -0.63 |
| Mc\*LocalGov |  |  | 26.080 | 1.67\* |
| Roe | -92.771 | -3.55\*\*\* | -91.797 | -3.52\*\*\* |
| Turnover | 2.006 | 0.34 | 0.971 | 0.17 |
| Lev | -44.703 | -1.91\* | -36.453 | -1.52 |
| Sales-grow | 24.609 | 2.77\*\*\* | 24.481 | 2.74\*\*\* |
| Market | 1.218 | 0.66 | 0.101 | 0.05 |
| Size | 1.978 | 0.61 | 1.560 | 0.48 |
| Trader | 0.638 | 0.09 | 0.209 | 0.03 |
| Auditor | -9.253 | -1.33 | -7.970 | -1.14 |
| 行业 | 控制 | 控制 | 控制 | 控制 |
| N | 654 | | 654 | |
| AdjustedR2 | 0.072 | | 0.077 | |

#### 二、 模型二的实证结果与分析

##### （一）单变量描述性统计

表 4-10 是模型 2a 主要变量的描述性统计结果，表中数据显示了：2006-2011 年 IPO 发行市盈率（PE）最大值为 113.640，最小值为 6.670，均值为 40.558。

表4-10 描述性统计表

| 变量 | N | 均值 | 标准偏差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| PE | 699 | 40.558 | 17.127 | 6.670 | 113.640 |
| Mc | 699 | 0.761 | 0.427 | 0.000 | 1.000 |
| Mc\*Time | 699 | 56.342 | 86.613 | 0.000 | 711.000 |
| Roe | 699 | 0.270 | 0.128 | 0.004 | 1.115 |
| Turnover | 699 | 1.090 | 0.570 | 0.072 | 4.455 |
| Lev | 699 | 0.533 | 0.152 | 0.000 | 0.982 |
| Sales-grow | 699 | 0.291 | 0.359 | -0.346 | 6.387 |
| Market | 699 | 9.631 | 1.784 | 4.530 | 11.830 |
| Size | 699 | 20.255 | 1.301 | 18.134 | 27.269 |

34

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Trader | 699 | 0.678 | 0.468 | 0.000 | 1.000 |
| Auditor | 699 | 0.362 | 0.481 | 0.000 | 1.000 |

表4-11是模型2b主要变量的描述性统计结果，表中数据显示了：当市场环境差时，2006-2011年审核通过数为532家，IPO发行市盈率（PE）最大值为113.640，最小值为10.430，均值44.669。

表4-11 描述性统计表

| 变量 | N | 均值 | 标准偏差 | 最小值 | 最大值 |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| PE | 532 | 44.669 | 17.189 | 10.430 | 113.640 |
| Time | 532 | 74.028 | 92.463 | 1.000 | 711.000 |
| Local\*Time | 532 | 30.611 | 78.114 | 0.000 | 711.000 |
| Roe | 532 | 0.285 | 0.137 | 0.004 | 1.115 |
| Turnover | 532 | 1.120 | 0.554 | 0.152 | 4.223 |
| Lev | 532 | 0.534 | 0.152 | 0.000 | 0.982 |
| Sales-grow | 532 | 0.253 | 0.219 | -0.346 | 1.781 |
| Market | 532 | 9.697 | 1.747 | 4.530 | 11.830 |
| Size | 532 | 20.304 | 1.220 | 18.134 | 26.301 |
| Trader | 532 | 0.664 | 0.473 | 0.000 | 1.000 |
| Auditor | 532 | 0.385 | 0.487 | 0.000 | 1.000 |

##### （二）**T**检验

表4-12分别不同证券市场状况考察了IPO发行核准速度和发行市盈率之间的关系，从表中可以看出，当市场状况低迷时，证监会发行核准的速度越慢，IPO发行市盈率越低。

**表 4-12** **不同证券市场状况下发行核准速度与发行市盈率的相关性**

| 项目 | 市场状况好 | 市场状况差 |
| --- | --- | --- |
| 核准时间差与市盈率的相关性 | 0.160\*\* | -0.075\* |

##### （三）相关性检验

表4-13-1列示的是市场状况低迷时研究变量的相关系数表，表4-13-1的结果显示，IPO发行市盈率（PE）与核准时间差（Time）的相关系数为-0.075，在

10%水平下显著负相关，与假设2a预期一致。

**表 4-13-1** 研究变量的**Pearson相关系数矩阵**

| 变量名 | PE | Time | Roe | Turnover | Lev | Sales-grow | Market | Size | Trader |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Time | -0.075\* | 1.000 | -0.129\*\*\* | -0.023 | -0.071 | 0.122\*\*\* | 0.015 | -0.013 | 0.006 |
| Roe | -0.033 | -0.129\*\*\* | 1.000 | 0.211\*\*\* | 0.015 | 0.214\*\*\* | 0.039 | -0.118\*\*\* | 0.099\*\* |
| Turnover | 0.015 | -0.023 | 0.211\*\*\* | 1.000 | 0.095\*\* | -0.001 | 0.186\*\*\* | -0.065 | 0.046 |
| Lev | -0.073\* | -0.071 | 0.015 | 0.095\*\* | 1.000 | 0.061 | 0.052 | 0.205\*\*\* | -0.001 |
| Sales-grow | -0.053 | 0.122\*\*\* | 0.214\*\*\* | -0.001 | 0.061 | 1.000 | -0.036 | -0.101\*\* | 0.070 |

35

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Market | 0.060 | 0.015 | 0.039 | 0.186\*\*\* | 0.052 | -0.036 | 1.000 | -0.075\* | -0.036 |
| Size | -0.251\*\*\* | -0.013 | -0.118\*\*\* | -0.065 | 0.205\*\*\* | -0.101\*\* | -0.075\* | 1.000 | 0.089\*\* |
| Trader | -0.089\*\* | 0.006 | 0.099\*\* | 0.046 | -0.001 | 0.070 | -0.036 | 0.089\*\* | 1.000 |
| Auditor | -0.085\* | -0.059 | -0.008 | -0.049 | 0.014 | -0.059 | 0.057 | 0.230\*\*\* | -0.025 |

表4-13-2列示的是市场状况良好时研究变量的相关系数表，表4-13-2的结果显示，IPO发行市盈率（PE）与核准时间差（Time）的相关系数为0.16，且在5%水平下显著正相关，与假设2a预期一致。

**表 4-13-2** 研究变量的**Pearson相关系数矩阵**

| 变量名 | PE | Time | Roe | Turnover | Lev | Sales-grow | Market | Size | Trader |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Time | 0.160\*\* | 1.000 | -0.113 | -0.028 | -0.080 | 0.175\*\* | 0.011 | 0.033 | -0.015 |
| Roe | -0.139\* | -0.113 | 1.000 | 0.135\* | 0.204\*\*\* | 0.085 | -0.022 | -0.024 | 0.125 |
| Turnover | -0.043 | -0.028 | 0.135\* | 1.000 | 0.183\*\* | 0.009 | 0.101 | -0.056 | 0.084 |
| Lev | -0.006 | -0.080 | 0.204\*\*\* | 0.183\*\* | 1.000 | -0.046 | -0.084 | -0.004 | 0.104 |
| Sales-grow | -0.051 | 0.175\*\* | 0.085 | 0.009 | -0.046 | 1.000 | 0.060 | -0.043 | -0.054 |
| Market | 0.093 | 0.011 | -0.022 | 0.101 | -0.084 | 0.060 | 1.000 | -0.092 | 0.130\* |
| Size | -0.013 | 0.033 | -0.024 | -0.056 | -0.004 | -0.043 | -0.092 | 1.000 | 0.206\*\*\* |
| Trader | -0.030 | -0.015 | 0.125 | 0.084 | 0.104 | -0.054 | 0.130\* | 0.206\*\*\* | 1.000 |
| Auditor | -0.063 | -0.033 | 0.008 | -0.178\*\* | -0.104 | -0.084 | -0.072 | 0.395\*\*\* | 0.066 |

表4-14列示的示模型2b研究变量的相关系数表，表4-14的结果显示，IPO发行市盈率（PE）与地方政府\*核准时间差（LocalGov\*Time）的相关系数为0.017，与假设2b的预期一致。

**表 4-14** 研究变量的**Pearson相关系数矩阵**

| 变量名 | PE | Time | LocalGov\*Time | Roe | Turnover | Lev | Sales-grow | Market | Size | Trader |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Time | -0.075\* | 1.000 | 0.660\*\*\* | -0.129\*\*\* | -0.023 | -0.071 | 0.122\*\*\* | 0.015 | -0.013 | 0.006 |
| LocalGov\*Time | 0.017 | 0.660\*\*\* | 1.000 | -0.054 | 0.028 | -0.124\*\*\* | 0.167\*\*\* | 0.210\*\*\* | -0.005 | 0.012 |
| Roe | -0.033 | -0.129\*\*\* | -0.054 | 1.000 | 0.211\*\*\* | 0.015 | 0.214\*\*\* | 0.039 | -0.118\*\*\* | 0.099\*\* |
| Turnover | 0.015 | -0.023 | 0.028 | 0.211\*\*\* | 1.000 | 0.095\*\* | -0.001 | 0.186\*\*\* | -0.065 | 0.046 |
| Lev | -0.073\* | -0.071 | -0.124\*\*\* | 0.015 | 0.096\*\* | 1.000 | 0.061 | 0.052 | 0.205\*\*\* | -0.001 |
| Sales-grow | -0.053 | 0.122\*\*\* | 0.167\*\*\* | 0.214\*\*\* | -0.001 | 0.061 | 1.000 | -0.036 | -0.101\*\* | 0.070 |
| Market | 0.060 | 0.015 | 0.210\*\*\* | 0.039 | 0.186\*\*\* | 0.052 | -0.036 | 1.000 | -0.075\* | -0.036 |
| Size | -0.251\*\*\* | -0.013 | -0.004 | -0.118\*\*\* | -0.065 | 0.205\*\*\* | -0.101\*\* | -0.075\* | 1.000 | 0.089\*\* |
| Trader | -0.089\*\* | 0.006 | 0.012 | 0.099\*\* | 0.046 | -0.001 | 0.070 | -0.036 | 0.089\*\* | 1.000 |
| Auditor | -0.085\* | -0.059 | -0.045 | -0.008 | -0.049 | 0.014 | -0.059 | 0.057 | 0.230\*\*\* | -0.025 |

##### （四）回归分析

**由于模型2a的回归结果存在多重共线性，因此，本文对模型2a中市场环境的状况进行分组回归。**

36

###### （1）在市场环境低迷时的回归结果

表4-15-1是市场环境低迷时的回归结果，从（A）列可以看出，Time的系数显著为负，这表明证监会根据证券市场状况作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响，即当证券市场处于低迷阶段时，获得发行核准越慢公司的IPO发行市盈率越低，与假设2a预期一致。size的系数显著为负，说明公司规模越大，IPO发行市盈率越低。

**表 4-15-1** **市场环境低迷阶段时的回归结果**

| 变量符号 | （A） | |
| --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 |
| \_cons | 116.656 | 8.53\*\*\* |
| Time | -0.016 | -1.95\* |
| Roe | -7.268 | -1.29 |
| Turnover | 0.128 | 0.09 |
| Lev | -3.156 | -0.64 |
| Sales-grow | -3.871 | -1.12 |
| Market | 0.443 | 1.05 |
| Size | -3.379 | -5.32\*\*\* |
| Trader | -2.070 | -1.34 |
| Auditor | -1.463 | -0.96 |
| 行业 | 控制 | |
| N | 532 | |
| AdjustedR2 | 0.069 | |

###### （2）在市场环境良好阶段时的回归结果

表4-15-2是市场环境良好时的回归结果，从（B）列可以看出，Time的系数显著为正，这表明证监会根据证券市场状况作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响，即当证券市场处于良好阶段时，获得发行核准越慢公司的IPO发行市盈率越高，与假设2a预期一致；

**表4-15-2** **市场环境良好阶段时的回归结果**

| 变量符号 | （B） | |
| --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 |
| \_cons | 24.002 | 2.42\*\* |
| Time | 0.039 | 2.01\*\* |
| Roe | -10.896 | -1.34 |
| Turnover | -0.627 | -0.60 |
| Lev | 2.008 | 0.48 |
| Sales-grow | -1.036 | -1.00 |

37

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Market | 0.428 | 1.29 |
| Size | 0.075 | 0.17 |
| Trader | -0.531 | -0.37 |
| Auditor | -1.118 | -0.75 |
| 行业 | 控制 | |
| N | 167 | |
| AdjustedR2 | 0.007 | |

表4-16是模型2b的回归结果，从（C）列可以看出，LocalGov\*Time的系数显著为正，这表明证监会根据地方政府作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响，即在证券市场低迷阶段所在辖区的政治地位较高的公司，获得发行核准的速度越慢，IPO发行市盈率越高。

模型2b的回归结果表明：size的系数显著为负，说明公司规模越大，IPO发行市盈率越低；Roe和Sales-grow的系数为负，说明在我国的股票市场上存在着高质地的公司被市场低估的现象。另外，审计师声誉、市场化进程等变量均不显著。

**表4-16** **IPO核准管制的选择性执行对企业融资影响的回归结果**

| 变量符号 | （C） | |
| --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 |
| \_cons | 120.960 | 8.77\*\*\* |
| Time | -0.030 | -2.84\*\*\* |
| LocalGov\*Time | 0.027 | 2.08\*\* |
| Roe | -7.284 | -1.30 |
| Turnover | 0.068 | 0.05 |
| Lev | -1.636 | -0.33 |
| Sales-grow | -4.911 | -1.42 |
| Market | 0.186 | 0.42 |
| Size | -3.481 | -5.48\*\*\* |
| Trader | -2.076 | -1.35 |
| Auditor | -1.357 | -0.89 |
| 行业 | 控制 | |
| N | 532 | |
| AdjustedR2 | 0.074 | |

表4-17-1是针对模型二中市场环境低迷时的稳健性检验结果。考虑到变量极端值可能影响结果的稳健性，我们将表4-15-1（A）列模型中连续型变量上下

1%进行缩尾调整（winsorize）处理，对表4-15-1（A）列模型重新进行回归，结果见表4-17-1（D）列。表4-17-1的（D）列回归结果显示，Time的系数显著为负，与表4-15-1的结果一致，这说明证监会根据证券市场状况作出发行核准后，核准

38

速度对企业融资有影响的结果是稳健的。

**表 4-17-1** **市场环境低迷阶段时的稳健性检验**

| 变量符号 | （D） | |
| --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 |
| \_cons | 120.018 | 8.47\*\*\* |
| Time | -0.016 | -2.02\*\* |
| Roe | -8.627 | -1.42 |
| Turnover | 0.161 | 0.11 |
| Lev | -3.622 | -0.72 |
| Sales-grow | -3.026 | -0.81 |
| Market | 0.456 | 1.07 |
| Size | -3.532 | -5.38\*\*\* |
| Trader | -2.072 | -1.34 |
| Auditor | -1.420 | -0.93 |
| 行业 | 控制 | |
| N | 532 | |
| AdjustedR2 | 0.069 | |

表4-17-2是针对模型二中市场环境良好时的的稳健性检验结果。考虑到变量极端值可能影响结果的稳健性，我们将表4-15-2（B）列模型中连续型变量上下1%进行缩尾调整（winsorize）处理，对表4-15-2（B）列模型重新进行回归，结果见表4-17-2（E）列。表4-17-2的（E）列回归结果显示，Time的系数显著为正，与表4-15-2的结果一致，这说明证监会根据证券市场状况作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响的结果是稳健的。

**表 4-17-2** **市场环境良好阶段时的稳健性检验**

| 变量符号 | （E） | |
| --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 |
| \_cons | 24.083 | 2.36\*\* |
| Time | 0.038 | 1.97\* |
| Roe | -11.303 | -1.33 |
| Turnover | -0.699 | -0.64 |
| Lev | 1.698 | 0.40 |
| Sales-grow | -1.232 | -0.94 |
| Market | 0.421 | 1.26 |
| Size | 0.096 | 0.21 |
| Trader | -0.557 | -0.39 |
| Auditor | -1.215 | -0.81 |
| 行业 | 控制 | |
| N | 167 | |

39

AdjustedR2

0.008

表4-17-3是模型2b的稳健性检验结果。考虑到变量极端值可能影响结果的稳健性，我们将表4-16（C）列模型中连续型变量上下1%进行缩尾调整（winsorize）处理，对表4-17-3（C）列模型重新进行回归，结果见表4-17-3（F）列。表4-17-3的（F）列回归结果显示，LocalGov\*Time的系数显著为正，与表4-16的结果一致，这说明证监会根据申请IPO公司的所在辖区政治地位作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响的结果是稳健的。

**表 4-17-3** IPO**核准管制的选择性执行对企业融资影响的稳健性检验**

| 变量符号 | （F） | |
| --- | --- | --- |
| 系数 | Z 值 |
| \_cons | 124.019 | 8.69\*\*\* |
| Time | -0.030 | -2.84\*\*\* |
| LocalGov\*Time | 0.026 | 1.99\*\* |
| Roe | -8.600 | -1.42 |
| Turnover | 0.109 | 0.08 |
| Lev | -2.144 | -0.42 |
| Sales-grow | -4.160 | -1.11 |
| Market | 0.209 | 0.47 |
| Size | -3.624 | -5.52\*\*\* |
| Trader | -2.075 | -1.35 |
| Auditor | -1.326 | -0.87 |
| 行业 | 控制 | |
| N | 532 | |
| AdjustedR2 | 0.074 | |

40

# 第五章 研究结论及局限

## **5.1** 研究结论

本文试图通过以上实证研究了解我国转轨时期证券发行的运作机理，全面理解和发挥地方政府的作用并为我国资本市场的发展与完善提供政策建议。本文在对证券监管的选择性执行相关文献进行总结和分析的基础上，结合我国新股发行核准制的制度安排，从市场状况低迷阶段这一角度检验了在低迷时期证监会是如何进行选择性执行的，并进一步对发行核准管制的选择性执行对企业融资的影响进行了实证分析。研究的主要结论如下：

1、证监会在作出发行核准决定时，会受到市场环境和申请IPO公司的所在辖区政治地位的影响。研究结果表明：当证券市场处于低迷阶段时，证监会惟恐打击市场信心而放慢核准速度；当证券市场处于低迷阶段时，企业所在辖区政治地位越高，所获得发行核准的速度越慢；

2、证监会根据证券市场环境和申请IPO公司的所在辖区政治地位作出发行核准后，核准速度对企业融资有影响。研究结果表明：当证券市场处于低迷阶段时，获得发行核准越慢，IPO发行市盈率越低；当证券市场处于低迷阶段时，所在辖区政治地位越高的公司，获得发行核准速度越慢，IPO发行市盈率越高。

以上结果为管制的选择性执行提供了基于中国市场最直接的实证证据，进一步加深了对管制的选择性执行的理解，丰富了我国已有的证券监管选择性执行的研究。

## **5.2** 研究局限

1、在样本选取上，由于受资料限制，仅选取了2006-2011年的IPO申请通过并上市数，虽然只运用这一期间的数据，已经很好的证明了我国处于转型经济时期证监会的市场运作机理。

2、在对证监会管制的选择性执行经济效果的评价上，只选取了IPO发行市盈率这一数据进行统计分析，因此可能影响到结果的说服力。鉴于此，对证监会管制的选择性执行经济效果的评价选用更加具有典型意义的指标和采取有效的方法，是本文今后研究中有待改进的地方。

41

参考文献

[1] 、Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., Levine, R.,. Law and Firms' Access to Finance[J]. American Law and Economics Review, 2005, (1): 211-252.

[2] 、Becker． G． S" Crime and Punishment: An Economic Approach" [J], Journal of Political Economy, 1968, (6): 169-217.

[3] 、Coase, R. H., The Firm, the Market, and the Law. Chicago [M], University ofChicago Press. 1988.

[4] 、Glaeser, Edward L., and Andrei Shleifer, The Rise of the Regulatory State[J], Journal of Economic Literature. 2003(2),: 401-425.

[5] 、Jiang, D., Liang, S., Chen, D., Government Regulation, Enforcement and EconomicConsequences in Transition Economy: Empirical Evidences from Chinese Listed Companies Conducting Split Share Structure Reform [J]. China Journal of Accounting Research 2009(1): 71-99.

[6] 、La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., Legal Determinants ofExternal Finance [J]. Journal of Finance 1997 (2): 1131-1150.

[7] 、La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., Law and Finance [J]. Journal of Political Economy, 1998 (6): 1113-1155.

[8] 、Pistor, K. Raiser, M. Gelfer, S., Law and Finance in Transition Economies [J]. Economics of Transition, 2000. (2): 325-368.

[9] 、Pistor, K. Xu, C.. Incomplete Law [J]. Journal of International Law and Politics, 2003 (4): 931-1013.

[10] 、Pistor, K. Xu, C. Governing Emerging Stock Markets: Legal vs AdministrativeGovernance[J]. Corporate Governance, 2005 (1): 5-10.

[11] 、Shleifer, A., Understanding Regulation[J], European Financial Management, 200 5 (4): 439-451.

[12] 、Stigle, G. J.. The Optimal Enforcement of Laws[J]. Journal of Political Economy, 1970 (56): 583-606.

[13] 、Qian. weingast. B, Federalism as a Commitment to Preserving Market incentiv es[J], Journal of Economic Perspective, 1997(11): 83-92.

[14] 、Hayek. Friedrich A, The Use of Knowledge in Society[J], American EconomicReview, 1945 (35): 519-530.

[15] 、Tibeout. C, A Pure Theory of Clubs[J], American Economic Review, 1956, (6 4): 416-423.

[16] 、Stiglers. G, Tenable Range of Functions of Local Government[M], Washing, D. C, 1957: 213-129.

[17] 、Ocates. W, Fiscal Decentralization[M], Harcourt, Barce and Jovanovich, 1972: 5-125.

[18] 、Hart, O, Moore, J. Property Rights and the Nature of the Firm[J]. Journal ofPolitical Economy, 1990(6): 1119-1158.

[19] 、Qian, Y. and G. Roland, Federalism and the Soft Budget Constraint[J], American Economic Review, 1998(5): 265-284.

[20] 、Qian, Y., G. Roland and C. Xu, Why China is Different from Eastern Europe?

Perspectives From Organization Theory [J], European Economic Review, 1999,

42

(4-6): 1085-1094.

[21] 、McKinnon, R. Market Preserving Fiscal Federalism in the American Monetary Union, in Mario, B. and T. Ter-Minassian ( eds.), Macroeconomic Dimensions of Public Finance[J], Rout ledge, 1997: 73-110.

[22] 、Dewatripont, M. and E. Maskin, Credit and Efficiency in Centralized andDecentralized Economies[J], Review ofEconomic Studies, 1995 (4), 541-555.

[23] 、Dye, R, Costly Contract ingencies[J], International Economic Review, 1985: 2 33-250.

[24] 、Shavell, S. Damage Measures for Breach of Contract[J], Bell Journal ofEconomics 1980(2): 466 - 490.

[25] 、Williamson, Oliver E,., Transaction Cost Economics: The Governance of Contractual Relations[J], Journal of Law and Economics, 1979(2): 233-261.

[26] 、Klein, Benjamin, Transact ion Cost Determinants of Unfair. Contractual Arrangements, American Economic Review [J], Papers and Proceedings, 1980 (2): 356-362.

[27] 、Tirole, Jean, Incomplete Contracts: Where Do We Stand[J], Econometrica, 1999(4): 741-781.

[28] 、Ayres, I and Gertner, Strategic Contractual Inefficiency and the Optimal Choice of Legal Rules [J], Yale Law Journal, 1992: 729-773.

[29] 、Ayres, I and Gertner,, Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theoryof Default Rules[J], Yale Law Journal 1989: 87 -130.

[30] 、Macaulay, Stewart, Non-Contractual Relations in Business: A Preliminary Study[J], American Sociological Review, 1963 (1): 55-67.

[31] 、Goodhart, C., P. Hartmann, D. Liewellyn, L. Rojas-Suarez and S. Weisbrod, 1998, financial Regulation: Why, How and Where Now[M], Routledge: LondonandNewYork.

[32] 、陈雨露: 《现代金融理论》[M], 中国金融出版社, 2000.

[33] 、白钦先: 《发达国家金融监管比较研究》[M], 中国金融出版社, 2003.

[34] 、龙超: 《证券市场监管的经济学分析》[M], 经济科学出版社, 2003.

[35] 、盛学军: 《证券市场公开规制研究》[M], 法律出版社, 2004.

[36] 、李志君: 《证券市场政府监管论》[M], 吉林人民出版社, 2005.

[37] 、赵锡军: 《论证券监管》[M], 中国人民大学出版社, 2000.

[38] 、洪伟力: 《证券监管: 理论与实践》[M], 上海财经大学出版社, 2000.

[39] 、任强: 证券市场监管制度建立中存在的问题及对策研究[D], 西南农业大学, 2001.

[40] 、谢平等: 运用信用评级原理加强金融监管[J], 管理世界, 2001（1）: 125-132.

[41] 、蒋海: 论弹性监管与金融效率[J], 财经研究, 2001（9）: 38-42.

[42] 、林涌: 论股票发行决定权-中国股票发行制度演进考察[J], 福建论坛, 2004(3）: 37-40.

[43] 、卢春泉: 完善我国证券监管制度的整体构想[J], 经济理论与经济管理, 2004(12）: 42-44.

[44] 、朱武祥等: 股票发行市场管制放松与市场萎缩“悖论”——股票市场进入管制的一个动态模型[J], 经济学报, 2005（2）.

[45] 、庄序莹: 《中国证券市场监管理论与实践》[M], 中国财政经济出版社, 2001

43

年.

[46] 、吴利军: 支持信息有效的证券监管框架[J], 经济管理, 2001（10）: 4-13.

[47] 、宋剑峰: 净资产倍率、市盈率与公司的成长性——来自中国股市的经济证据[J], 经济研究, 2000（8）: 36-45.

[48] 、陈占峰等: 股票市盈率水平的决定因素——上海证券交易所的数据验证》[J], 数理统计与管理, 2005（2）: 94-107.

[49] 、杨朝军等: 市盈率实质及决定因素分析[J], 证券市场导报, 1997（3）.

[50] 、韩露等: 上市公司国有股权对市盈率的影响研究[J], 技术经济与管理研究, 2003 (3): 60-61.

[51] 、曾晓洁等: 市盈率隐含的公司业绩增长潜力中国股市市盈率实证分析[J], 经济科学, 2002（3）: 51-62.

[52] 、邹雨露: 如何看待中国证券市场的市盈率[J], 技术经济, 2002（5）: 44-45.

[53] 、李晓莉等: 对股票市盈率的思考[J], 西南农业大学学报(社会科学版), 2005(3）: 45-47.

[54] 、白娜等: 上证30指数股市市盈率实证分析[J], 浙江大学学报(人文社科版) ,

2002(3);150-157 .

[55] 、减苏渝: 对中国证券市场市盈率的再认识[J], 重庆工学院学报, 2004: 105-108.

[56] 、徐明等: 中国股票市盈率间接影响因素分析[J], 中国管理科学, 2003: 10-14.

[57] 、袁凯: 上市公司市盈率分析[J], 现代商贸工业, 2009（7）: 169-170.

[58] 、印豪等: 上市公司行业市盈率及其影响因素分析[J], 现代经济, 2008(5）: 111-112.

[59] 、孙燕: 上市公司市盈率的微观影响因素分析[J], ft东财政学院学报, 2006(5）: 28-31.

[60] 、周黎安: 中国地方官员的晋升锦标赛模式研究[J], 经济研究, 2007（7）: 36-50.

[61] 、周黎安: 晋升博弈中政府官员的激励与合作——兼论我国地方保护主义和重复建设问题长期存在的原因[J], 经济研究, 2004（6）: 33-40.

62、陈冬华、蒋德权、王芳萍: 选择性执法与证券违规, 第二届中国会计与财务国际论坛论文集, 南京大学, 2009年11月.

[63] 、陈信元, 叶鹏飞, 陈冬华: 机会主义资产重组与刚性管制[J], 经济研究, 2003(5）: 13-22.

[64] 、戴治勇、杨晓维, 间接执法成本、间接损害与选择性执法[J], 经济研究, 2006(9）: 94-102.

[65] 、王永钦、张宴、章元、陈钊、陆铭: 中国的大国发展道路—论分权式改革的得失[J], 经济研究, 2007（1）: 4-16.

[66] 、杨晓维、赵娟: 国有上市公司违规行为监管的执法选择性分析[J], 制度经济学研究, 2009（1）: 26-44.

[67] 、中国证券监督管理委员会, 《中国资本市场发展报告》[M], 中国金融出版社, 2008.

68、邹斌, 2010: 政府窗口指导、询价制与IPO抑价研究, 华中科技大学博士学位论文讨论稿系列.

[69] 、张憬、沈坤荣: 财政分权改革、地方政府行为与经济增长[J], 江苏社会科学,

2008(3): 56-62.

70、吴敬琏: 政府主导型经济发展模式待改变明, 第一财经日报, 2005.

[71] 、徐文付、唐宝富: 地方政府行为企业化的角色分析[J], 江海学刊, 2000

44

(2）:42-46.

[72] 、刘瑞明、白永秀: 财政分权、制度创新与经济增长明[J], 制度经济学年会征文, 2007（4）: 89-101.

[73] 、周业安: 地方政府竞争与经济增长[J], 中国人民大学学报, 2003（1）: 97-103.74、林毅夫： 发展战略、自生能力和经济收敛， 经济学（季刊）， 2002（2）： 269-300.

45

# 在学研究成果

在学期间发表的论文：

章铁生、刘晓瑜、王建忠，《上市公司再融资募集资金投向变更情况分析》，安徽工业大学学报，2012年第101期。

46

致 **谢**

时光飞逝，不知不觉中三年硕士的学习生活即将结束，硕士阶段的学习经历是一个充满挑战，不断认识自我、完善自我的过程。在课程学习和论文写作过程中，离不开老师、同学、家人的关心和帮助。

首先，要感谢林钟高教授，林教授教学经验丰富，是深受学生爱戴的欢迎的老师。在平时授课过程中，林教授以其丰厚的会计学识、谦虚的教学作风、与时俱进的研究理念、以及鲜活的案例实证带给我们每一个同学一种学术享受。

其次，要感谢徐德信教授，在平时授课过程中，徐教授认真负责，特别注重与学生交流，传授的知识较为丰富，易于接受，内容充实精彩，不会让人感到枯燥无味，对问题老师有独到的见解，上课有激情。

再次，要感谢我的导师章铁生博士，在论文写作过程中，章老师站在学术高度对论文写作的规范、内容和技巧等方面对我进行悉心的指导，提出了中肯的意见和建议。当碰到困难和挫折时，章老师的一番话总会使我对生活和学习重拾希望，让我有信心将论文进行下去。章老师严谨的治学作风、丰富的学识、谦虚的为人深深地感染了我，使我终生受益。另外，还要感谢硕士学习阶段，王明虎教授、徐虹教授、王锴教授等老师的教导。在课程学习、论文开题和写作的过程中，他们渊博的学识、独到的学术见解和悉心的指导对我论文的完成帮助很大。

最后，要感谢这三年陪伴我的同学们。感谢同门的祝传玲和余浩同学，从研一开始我们就一起搜集和处理数据、一起讨论论文思路和结果，每当在论文写作过程中需要帮助，你们都会第一时间帮我一起解决问题。还要感谢室友姚丽丽、沈虹言，我们互相鼓励、互相照顾，安工大并肩生活的经历见证了我们的友情。另外，感谢与我一起走过三年时光的其他同班同学，是你们让我感受到了团结的力量。还要感谢生我养我的父母和陪伴我成长的姐妹、兄弟，不管遇到什么困难，你们一直在我身后支持我、帮助我，我会努力奋斗，不会辜负你们的期望！

47