

企业上市(IPO)时机 选择研究

IPO Timing of Private Companies

王 军 李毅光 李海嘉/著

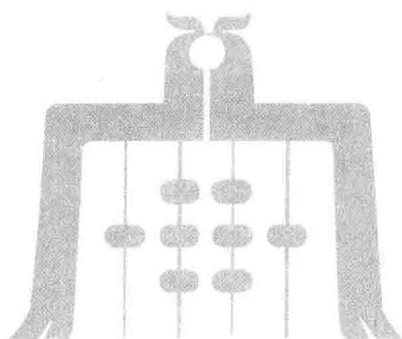


经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

企业上市(IPO)时机 选择研究

IPO Timing of Private Companies

王 军 李毅光 李海嘉/著



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

企业上市 (IPO) 时机选择研究/王军等著. —北京: 经济管理出版社, 2015. 3
ISBN 978 - 7 - 5096 - 3422 - 6

I. ①企… II. ①王… III. ①上市公司—基本知识—中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 229237 号

组稿编辑: 王光艳

责任编辑: 许 兵

责任印制: 黄章平

责任校对: 张 青

出版发行: 经济管理出版社

(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装厂

经 销: 新华书店

开 本: 720mm × 1000mm/16

印 张: 11.5

字 数: 214 千字

版 次: 2015 年 3 月第 1 版 2015 年 3 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 3422 - 6

定 价: 48.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

四川大学商学院

会计学与公司金融学术文库

第一辑

主编：程宏伟

编委：毛道维 干胜道 李双海 唐英凯

王 军 应千伟 王 灿 蒋 强

王良成 向 锐 孙 美

总 序

面对纷繁复杂的现实世界,学者们更多的是采用抽象的方式梳理出对现实问题的解答逻辑。由于学术环境、学术经历、价值观等存在的差异,同一个现实问题给出的答案与解决方法千差万别,从而形成了多元化的学术观点。就解决问题的实际效果而言,实务界对于学术研究脱离实际的批评从未停止。现实问题需要的是立竿见影、行之有效的具体解决方案,但学术研究往往提供的是框架与概念。如何看待学术研究与社会实践的矛盾其实也是对学术研究价值的反思。学术研究既需要在具体问题的解决上出谋划策,更需要在社会发展的价值观上进行引领。社会实践中存在的各种问题本身是不是真正需要解决的问题,就是学术研究首先需要深入研究并予以回答的问题。学术研究需要从多角度、多因素对社会实践中的问题进行系统考虑,提出系统性的解决方案,而不是就问题论问题。从学术研究对于社会的引领角度而言,学术研究的价值更多地体现为从社会责任角度审视各种现实问题,并提出系统性的解决方案,而不是成为个别利益集团的代言人。这就要求学术研究具备相应的高度、广度与深度,而不是拘泥于问题本身。

伴随着市场化进程的快速发展与制度建设的推进,学术界对于会计学与公司金融等相关问题的研究在不断规范化与深化,更多相关或不相关学科的学术研究人员对会计学与公司金融等学科领域的问题产生了兴趣,并研究出了一定数量的成果,对推动会计学与公司金融的学科建设、提升会计学与公司金融的学术研究水平产生了积极的影响。开放与包容的研究氛围使会计学与公司金融领域的学术研究生命力具有源源不断的资源支撑,为原创性成果的创新提供了坚实的平台。同时,会计学与公司金融学术研究领域的兴盛对该领域的研究人员也提出了更高的要求和挑战,学术成果的质量与影响力、学术团队的整体水平与团队成果成为学科建设水平的重要判断指标。

四川大学商学院会计学与公司金融系秉承“海纳百川,有容乃大”的校训,倡导学术自由与厚积薄发,鼓励宏观问题微观视角、微观问题宏观价值的研究路径,组织中青年骨干教师根据各自研究专长,结合实践发展动态撰写学术专著。此套学术文库第一辑由《声誉危机治理》、《企业上市时机选择》、《环境管理战略》、《银行授



信、商业信用与公司价值》、《劳资财务公平研究》、《金融的理论与实践》、《家族企业公司治理理论与实践》七本组成。这些专著体现了作者在学术研究领域的探索精神,同时,书中也存在需要深入研究与细致论证的问题。我们期待学术研究同行就感兴趣的问题进行交流,也欢迎大家对书中存在的不足进行批评指正。

编委会

2014年1月

前 言

中国资本市场经历 20 多年的高速发展后，一方面取得了很大的成绩，另一方面也暴露出了很多问题。在这种大的发展背景下，企业上市问题成为学术界和实业界关注的焦点。

一、研究背景

这种大的历史背景在如下几个方面得到具体体现：

1. 市场经济的进一步深化，使民营企业在整个国民经济中的地位越来越重要

近年来，中国民营企业的发展取得了可喜的成就，民营经济已经成为中国经济的重要组成部分，在国内资本市场和境外资本市场都出现了大量民营企业的身影。不仅如此，在中国国有经济战略性结构调整和国家大力推动民营经济发展的大背景下，民营企业未来仍然具有很大的发展空间。

2012 年度《中国民营经济发展形势分析报告》显示，2012 年，民营经济在 GDP 中的比重超过 60%，占税收比重约为 50%，占就业比重约为 80%。2012 年前 10 个月，规模以上民营工业企业增加值累计增速为 14.9%，虽比 2011 年有所回落，但仍远高于国有工业企业的 6.4% 和全部工业企业 10.0% 的平均水平。

按照普遍的共识，民营企业具有国有企业所不具有的产权制度优势，权责利明确，特别是不存在现在许多国有企业，包括国有上市公司，普遍存在的治理结构问题。因为公司治理主要解决的是在所有权与经营权分离的情况下，经营者面临的激励和控制问题。规模较小的民营企业往往既是所有者，同时又是经营者，企业所有者有足够的动力发展企业，降低风险，因为企业就是他自己的，根本不需要设计任何激励和控制机制。

近年来，由于民营企业的迅速发展，实际上已经出现了一大批规模较大的民营企业。而且，一些企业也开始走出家族经营的藩篱，大量引进外部投资者和职业经理人，逐渐实现了所有权和经营权的分离，公司规模也迅速增长。

2. 随着资本市场的进一步完善，民营企业开始寻求更多的融资方式

资金是企业经营活动的第一推动力、持续推动力，被称为企业的“血液”。

企业能否获得稳定的资金来源、能够及时足额筹集到生产要素组合所需要的资金,对其经营和发展都是至关重要的。由于目前中国绝大多数民营企业存在规模较小、资产性质不明确和发展前景不清晰等初创企业的特征,体制内的民营企业直接融资渠道还是极其单一的,债券融资几乎不可能。民营企业所面临的融资困境作为一个普遍现象存在。因此,股权融资是当前中国民营企业直接融资的主要方式,其中通过证券市场发行股票融资又是近年来民企直接融资的一条重要渠道。随着民营企业的逐渐壮大,上市条件的不断成熟,越来越多的民营企业开始寻求直接上市融资。“民企上市”已成为近年来中国资本市场出现的一个引人注目的现象。从1995年开始,中国IPO公司中民营企业的比例基本保持着逐年上升的趋势(见表1),2006年,IPO公司中的民企比例首次超过国有企业,达到50.79%,标志着中国资本市场的主体开始从国有企业向民营企业转变。在中小板与创业板连续推出之后,民营企业成了上市的主力军,并在2011年达到了上市率91.34%的历史最高值,“民企上市热”异乎寻常地持续升温。

一方面,很多民营企业为了能够拿到进入中国A股市场融资的通行证而费尽心思,各方运作;另一方面,同样有很多民营企业却面对股市融资这一被很多学者认为近乎于“免费的午餐”而无动于衷,其中最为典型的是通信巨人华为科技。更有甚者,有些民营企业即使进入了辅导期,最终也选择放弃上市。“南都置业”直接宣布主动放弃IPO,这一前所未有的消息一下子震惊了国内资本市场。到底是什么原因造成了这样大的区别?这背后又是什么因素在影响民营企业上市的决策?

3. 民营企业在IPO过程中还存在许多问题,其中时机问题尤其突出

对大多数中国民营企业而言,上市固然是其极力追求的目标,然而,在IPO上市过程中,同样存在着很多问题,如民营企业上市面临政策障碍、民营企业自身的转化成本过高、资本市场的结构和层次单一化等问题,而另一个目前国内外研究正在开始涉足的热点问题是民营企业上市时机的选择问题。和发达市场不同,在中国,这一问题的现状是由于中国资本市场刚刚起步,还存在很多不够规范的地方,中国的一些民营企业并没有建立起规范、完善的治理结构,公司自身各方面的发展也没有达到上市标准,而通过各种手段进行包装直接发行上市或者借壳上市,但上市后,经营业绩差且持续下降,最后沦落为ST、PT公司,甚至退出资本市场,也就是通常所说的“圈钱”。从某种意义上讲,这是一种为了上市而上市的行为,其本质在于追求短期的机会收益(Window of Opportunity),而往往忽视了企业自身发展的基本条件和长期能力。这种做法,表面上看对单个企业自身并无太大影响,甚至有时还能获得短期的超额收益。但长远来看,大量民营公司的包装上市,破坏了资本市场赖以生存的环境基础,会造成投资者“用

脚投票”，从而造成资本市场的功能丧失，这显然是市场监管者和政府所不愿意看到的。因此，民营企业必须具备一定的条件后选择公开发行上市，才可能促进企业持续健康发展。此外，中国资本市场大起大落，企业如何在上市时学会捕捉市场时机，降低融资成本，也是企业上市时需重点考虑的问题。

表 1 民营企业上市统计表

年份	A 股 IPO 总数	民营企业 IPO 数	比重 (%)
1993	113	5	4.42
1994	96	11	11.46
1995	25	2	8.00
1996	186	9	4.84
1997	191	16	8.38
1998	98	6	6.12
1999	91	11	12.09
2000	127	18	14.17
2001	71	11	15.49
2002	68	10	14.71
2003	65	21	32.31
2004	98	39	39.80
2005	15	6	40.00
2006	63	32	50.79
2007	108	63	58.33
2008	74	53	71.62
2009	97	74	76.29
2010	339	276	81.42
2011	277	253	91.34
2012	154	126	81.82

二、研究目的

本书以中国的民营企业上市时机选择问题作为研究对象，研究目的如下：

——建立民营企业上市时机内部成熟度模型。通过模型和指标体系，对上市时机概念进行量化。

——结合现有的决策理论，构建基于内外成熟度的时机选择综合数理模型。



- 分析当前民营企业 IPO 时机与 IPO 后绩效的关系。
- 分析民营企业 IPO 成本及影响因素。
- 民营上市公司 IPO 前后公司内部成熟指标和经营绩效相关性研究。
- 比较民营企业与国有企业 IPO 前后经营绩效。
- 探索基于企业可持续发展（业绩增长、治理改善）的 IPO 时机抉择理论。

三、研究意义

目前,理论界对中国民营企业公司 IPO 的研究,特别是直接针对民营企业上市时机选择这一专门问题的研究仍很薄弱。本书研究的理论价值:一是在分别建立企业持续发展能力量化模型、公司治理结构量化模型、市场竞争能力量化模型、经营能力量化模型及财务综合评估指标体系的基础上,建立了企业内部成熟度综合评估模型,以此作为度量企业上市时机的内部决策变量;二是结合已有各种对 IPO 成本的计算方法,结合决策者在不同市场条件下对成本敏感程度的不同,建立了更加科学并适合中国上市公司实际情况的企业 IPO 成本计算方法,弥补了原有理论及方法的不足;三是对被忽视的民营企业上市时机与内部成熟度、与外部成熟度之间的动态关系等重要问题进行了研究,考虑上市决策本身这一权利的内在价值,探索基于内外综合因素的民营企业 IPO 最佳时机抉择理论。

在实践价值上,从提高企业持续发展能力和公司长期经营绩效的角度,研究民营企业最佳上市时机的选择所造成的影响,并且对 IPO 前后民营企业的公司绩效之间、民营上市公司与国有控股公司的治理与绩效之间等关系进行了比较研究,进而通过内部成熟度指标的建立,来分析内部成熟度指标与企业 IPO 后业绩的关联关系,最后对民营企业 IPO 成本的影响因素进行了研究。这些研究不仅可以为民营企业建立合理、有效的公司治理结构和选择适当的上市时机提出有价值的建议,而且有利于民营企业降低代理成本和融资成本,提高企业的内在价值,建立企业长期稳定的持续发展能力。

由此可见,本书所做的研究无论在理论上还是实践上,都具有重要的意义。

本书正要出版之时,恰逢国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称“新国九条”),其中第一条就提到了“在发展多层次股票市场方面,提出积极稳妥推进股票发行注册制改革……”在未来注册制的背景下,企业将对 IPO 拥有更多的自主权,其中当然也包括选择上市时机这一 IPO 中的重大决策。因此,本书的出版有一定的前瞻性和实效性。

王军

2014 年 12 月

目 录

第一章 导论	1
第一节 基本概念界定及基本假设	1
一、基本概念	1
二、研究问题的界定	2
三、基本假设	3
第二节 研究方法与技术路线	3
一、研究方法	3
二、研究的技术路线	4
三、研究样本选择	4
第三节 研究的主要内容及创新	5
一、研究的主要内容	5
二、研究的主要创新点	6
第二章 文献综述及理论框架	8
第一节 基于内部因素的时机选择理论	8
一、自身发展理论	8
二、国内相关研究	9
第二节 基于外部市场机会的时机选择理论	10
一、外部市场时机相关的实证研究	11
二、市场时机选择给公司带来的影响	13
三、国内相关研究	14
第三节 基于综合因素的时机选择理论	14
一、国外相关研究	14
二、国内相关研究	15



第四节 其他与时机选择相关的研究成果	15
一、IPO 博弈	15
二、IPO 抑价	17
三、IPO 集中发行	18
第五节 现有数理理论模型的评述	19
一、基于收益与成本框架的 IPO 时机选择理论模型	19
二、基于二叉树的 IPO 时机选择理论模型	21
三、基于市场条件随机变化的 IPO 时机选择理论模型	23
四、基于博弈论的 IPO 时机选择理论模型	25
第六节 现有理论的总结与研究方向	29
第七节 基于内外时机的 IPO 时机选择理论框架的建立	30
一、基于内部因素成熟的“水到渠成”理论	31
二、基于外部条件成熟的“择机而上”理论	33
三、基于内因外因辩证关系的 IPO 综合决策理论	34
第三章 基于内部成熟度博弈的 IPO 时机分析	35
第一节 背景：中国证券市场新股发行监管制度发展历程	36
第二节 分析的基本假设	42
第三节 基于审核制的 IPO 成熟度博弈模型概述	43
一、IPO 成熟度与上市准入条件	43
二、博弈参与者	44
三、博弈模型的基本假设	48
第四节 民营企业与政府监管部门基于内部成熟度的博弈	50
一、基本模型	50
二、均衡条件与贝叶斯后验概率	51
三、影响均衡状态的因素分析	55
第五节 国有企业与政府监管部门基于内部成熟度的博弈	57
一、基本模型	57
二、均衡解及贝叶斯后验概率	58
三、民营企业 and 国有企业博弈结果的区别	59
第六节 基于成熟度的民营企业与国有企业内部时机选择分析	60
第四章 基于外部条件成熟的 IPO 成本决策分析	63
第一节 IPO 成本及其组成	63

一、直接成本	63
二、间接成本	65
三、IPO 总成本	65
第二节 关于 IPO 间接成本的进一步分析	66
一、信息不对称理论：抑价成本的证据	67
二、承销商托市理论：市场调整系数	68
三、抑价敏感系数	72
四、调整后的 IPO 成本	74
第三节 IPO 成本决策	74
一、影响 IPO 成本的因素	74
二、基于成本的 IPO 决策	80
第五章 基于内因外因的综合动态时机选择模型	87
第一节 基于实物期权的 IPO 时机概述	87
一、传统投资决策理论的不足	88
二、实物期权理论概述	88
三、基于实物期权的 IPO 时机选择模型	89
第二节 最优上市时机模型	91
一、从当前决策时间点到 IPO 期间持有股份日所获得的 现金流现值	94
二、IPO 时出售股份 θ 的直接收益现值	94
三、IPO 以后公司继续持有股份 $1 - \theta$ 所获得的额外收益的现值	94
第三节 影响最优时机的因素分析	96
一、内部成熟度与 IPO 时机	96
二、外部成熟度与 IPO 时机	97
三、 ρ^m 与 IPO 时机	97
四、 ρ^p 与 IPO 时机	97
五、未来收益不确定性与 IPO 时机	98
第六章 上市时机选择与业绩检验实证研究	99
第一节 研究背景	99
第二节 数据选择与来源	100
第三节 模型假设设计	101
一、上市后业绩变脸假设	101



二、时机选择假设	101
三、国有与民营的业绩对比假设	102
四、IPO 抑价与 IPO 后业绩的关系假设	102
五、创业板择时上市的民营企业业绩对比假设	102
第四节 实证结果	103
一、描述性统计	103
二、检验结果	104
第七章 基于内部成熟度指标体系的实证研究	108
第一节 内部成熟度指标体系概述	108
一、内部成熟度评价指标的提出	108
二、评价指标的基本结构	109
三、指标体系的特点	114
四、内部成熟度评价指标的意义	115
第二节 层次分析法基本理论与方法	116
一、建立递阶层次结构	117
二、构造判断矩阵	117
三、层次单排序	118
四、一致性检验	119
五、层次总排序及一致性检验	120
第三节 构建内部成熟度指标体系	121
一、内部成熟度的递阶层次结构	121
二、构建判断矩阵、层次排序与一致性检验	124
三、内部成熟度指标的同一化	127
第四节 内部成熟度指标的实证检验	128
一、数据来源	128
二、成熟度描述性统计	128
三、相关性检验	131
第五节 结论与建议	134
第八章 IPO 时机外部条件成熟影响因素的实证研究	136
第一节 问题概述	136
第二节 实证分析	137
一、变量的选取	137

二、直接成本、间接成本和总成本	139
三、直接成本、间接成本和总成本的影响因素	139
第三节 主要结论	141
第九章 结论及政策建议	143
第一节 基本结论	143
一、上市时机选择与企业业绩之间存在着影响关系	143
二、企业上市前的内部成熟度与企业的业绩之间存在着 正相关关系	143
三、诸多因素会影响企业上市时的上市成本	144
四、企业上市时存在着一个合理的成熟度标准，这一标准是动态的， 随着资本市场的不断完善而不断提高	144
五、企业上市时机选择的权利本身是有价值的，理论上存在最优 上市时机	145
第二节 政策建议	145
一、进一步完善 IPO 前的信息披露制度	145
二、强化审核的宽度与深度	145
三、加强对中小投资者的教育	146
四、增强对上市公司的辅导工作	146
五、完善投资者法律保护体系	146
第三节 研究限制与不足	147
第四节 进一步研究的方向	147
附 录	149
参考文献	151
后 记	163

第一章 导论

本章将重点介绍本研究用到的基本概念和假设，以及研究方法和创新点。

第一节 基本概念界定及基本假设

为了更好地理解全书，不至于在概念层面上引起不必要的误会与偏差，下面对本书所涉及的几个基本问题及概念做一个必要的说明。

一、基本概念

1. 民营上市公司

本书所界定的民营上市公司，是指第一大股东（只限于只有一层控制关系，特别是以自然人为第一大股东的上市公司）或上市公司的最终或实际控制人为自然人或家族的 A 股上市公司，包括自然人作为发起人或拥有实际控制权的上市公司。由于本书研究的数据很多来自公司上市前，所以上市前的民营企业（或称拟上市民营企业）同样是指第一大股东（只限于只有一层控制关系，特别是以自然人为第一大股东的上市公司）或公司的最终或实际控制人为自然人或家族的公司，包括自然人作为发起人或拥有实际控制权的公司。通常来讲，民营企业通过两种方式完成上市，即直接上市与间接上市，直接上市主要是指通过正常的 IPO 流程上市，而间接上市又分为买壳上市与 MBO 等间接方式。本书的研究对象是指 IPO 直接上市的民营企业。

2. IPO 决策与 IPO 时机选择

从概念上讲，这两个概念是不同的。IPO 决策分广义和狭义，狭义的 IPO 决策是指是否进行公开上市融资，隐含了这部分资金不以其他融资方式进行融资，简单说就是回答是或者否的问题。广义的 IPO 决策在包含狭义 IPO 决策概念的基



础上，增加了如何上市的概念，这里面包括但不限于上市地点选择、上市方式选择、中介机构的选择、IPO 定价、IPO 发行股数等。简单说是回答如何上市的问题以及关于什么时候上市的问题。这个问题本身又可以分为从具体时间来具体的内外部状态两个角度去研究。具体时间是指能定出具体的日期，而具体的内外部状态是指，虽然不能事先确定上市的具体时间，但可以给出一种状态，当公司内部条件或者外部条件达到这一状态时，就是企业上市的时间。简单地讲就是回答什么时候上市的问题。因此，从这个意义上讲，IPO 时机选择是广义的 IPO 决策的一个子集。而本书所做的研究是从内外部状态的研究视角去分析 IPO 时机选择。

二、研究问题的界定

本书研究的是中国民营企业上市时机选择问题，之所以研究民营企业而非国有企业，一方面是因为民营企业在整个国民经济中所占比例越来越重；另一方面，民营企业的效用函数相对比较单一，本身的各种经济决策也不太会受到政府过多的行政干预，问题的研究相对比较单纯。此外，国外大多数研究成果更适合运用到中国民营企业的研究中去，更容易了解到这一问题的最前沿的动态。

本书研究的时机选择问题，并不去试图讨论最优时机选择问题，这是因为本书所涉及的时机选择问题既和公司内部因素有关，也与市场行情有关，而市场行情本身不具有“最优”这一概念的合适时间点，换句话说，本书不去试图尝试，也不可能去预测市场现在的行情是否最优，如果不是，未来什么时候最优？本书对整个 IPO 时机选择问题的基本逻辑为，公司在满足内部成熟度的基本要求情况下，根据当时相应的外部成熟度的具体情况，综合决策目前是否适合上市。也就是后文所指出的，基于内部成熟度的“水到渠成”理论，和基于外部条件的“择机上市”理论。

此外，对于研究对象，本书主要研究民营企业的 IPO 行为，拟上市公司也分为大型民营企业和中小型民营企业。本书主要研究的是中小型民营企业，研究它们如何在从小到大，从大到强的发展过程中的上市决策问题。当然对于大型民营企业来说，本书的研究也同样适用，只是由于大型民企自身条件大多很成熟，内部成熟往往不是问题，所以仅需将重点集中在研究外部时机选择就可以了。对于国有企业，可以将其看成是与民营企业同为上市公司这一集合中的一个子集，而本书研究的重点则放在上市公司中民营企业这一个子集当中去。因此，对于子集适用的方法与理论有可能也适合与用于全集问题的分析，这一现象也符合自然规律及常理。相对国有企业，民营企业其实是更具备传统意义上公司的特性，而国有企业则可以被看成是普通公司中控股股东为国有资产代理人的特例。