# IPO发行审核未通过的原因分析与建议

郭亦骏　洪佩璐

（复旦大学管理学院　上海　200433　浙江大学管理学院　杭州　310012）

【摘要】本文基于中国证监会“不予核准决定”，选取2010年3月下旬至2012年11月下旬IPO发行审核未通过、不予核准发行股票的155家公司为研究样本，主要依靠手工整理数据，采用描述性统计方法，分析IPO发行审核未通过的内因和外因，并提出相关建议。

【关键词】IPO　发行审核　未通过

## 一、引言

中国首次公开发行股票（Initial Public Offering，简称IPO）实行核准制，由一系列发行程序构成：发行人股东大会决议、制作申请文件——保荐人保荐并向中国证监会申报——中国证监会受理——审核（预先披露、中国证监会相关职能部门初审、发行审核委员会会议审核）——中国证监会核准——询价与定价——证券发售——上市交易等，其中审核是关键。

目前，国内研究核准制的文献多偏重于发行审核理论、上市条件和准备工作、审核通过公司的特点等，而研究IPO发行审核未通过的原因的文献还不多。汪志锋（2012）在《案例剖析与审核重点》一书中对2009年至2012年3月31日IPO发行审核被否决的原因进行过分类总结，但只是一些概括说明，不够具体，且该书的重点是案例剖析。徐浩明（2013）讨论证监会发审会关注的问题点——持续盈利能力问题、独立性问题、募集资金使用问题，并对部分过会失败公司进行案例分析。

本文拟采用描述性统计方法分析IPO发行审核未获通过公司不符合要求的原因。为便于说明问题，本文将我国证监会2010年先后发布的《关于不予核准××股份有限公司首次公开发行股票申请的决定》和《关于不予核准××股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请的决定》，以下统称为“不予核准决定”。研究IPO发行审核未通过的原因，无论对经历失败的IPO发行审核的主体客体各方，还是对准备IPO的公司而言，都是有益的，可以避免出现类似错误，还有利于提高中国资本市场IPO的质量，保护投资者和社会公众的合法权益。

## 二、研究设计

**1.** *样本选取*。2010年3月下旬之后，中国证监会发布的“不予核准决定”详细地说明了发审委会议未通过公司IPO发行审核的原因，并具体指出其不符合证监会有关文件哪几条规定，是非常重要的依据。而在此之前，证监会的不予核准文件一般都没有说明具体原因，不便于研究。另外，2012年11月2日，浙江世宝上市后IPO暂时关闭，直至2014年1月IPO才重新开启。据此，本文基于中国证监会“不予核准决定”的规定，研究2010年3月至2012年11月中国资本市场IPO发行审核未通过的原因。

2010年1月1日至2012年11月，中国资本市场一共有786家公司通过了IPO发行审核。本文选取其中694家公司作为IPO发行审核通过的研究样本。

2010年1月～2012年11月，中国资本市场共有171家公司IPO发行审核未通过。我们将《证监会2007～2012年不予核准证券发行申请批复汇总》披露的数据，与证监会网站各相关栏目逐一核对，并剔除2010年1～3月12家公司和资料缺失的4家公司，最终获得2010年3月下旬至2012年IPO发行审核未通过的研究样本公司55家。

**2.** *数据来源*。IPO发行审核未通过的155家公司的全部数据都是手工整理的。原始数据来自《证监会2007～2012年不予核准证券发行申请批复汇总》（内部资料），证监会“不予核准决定”文件、核准发行股票的批复，证监会发行监管部的公告（发审委工作会议公告及其补充公告、发审委会议审核结果公告）、发行人的“招股说明书（申报稿）”等。其余数据从国泰安数据库挖掘整理而成。

## 三、IPO发行审核概况

**1.** *审核数量*。证监会成立了主板（含中小板，下同）和创业板两个发行审核委员会，以发审委工作会议的形式对发行人（公司）进行审核。审核结果分通过、未通过、取消审核、暂缓审核等。从下页表1可以看出，2010～2012年三年共有988家企业申请IPO，其中审核未通过率平均为20.81%，大约有五分之一的公司没有通过发行审核。

**表 1　　2010～2012年IPO发行审核的通过情况(家)**

| | 上发审会 | 通过 | 未通过 | 取消或暂缓审核等 | 未通过率(%) |
|---|---|---|---|---|---|
| 2010年 | 418 | 345 | 62 | 11 | 17.46 |
| 2011年 | 345 | 265 | 72 | 8 | 23.19 |
| 2012年 | 225 | 176 | 37 | 12 | 21.78 |
| 合计 | 988 | 786 | 171 | 31 | |

**2.** 区域分布。从表2可以看出,IPO发行审核通过的比重与GDP比重相比,东部地区IPO高于GDP23.79%,西部地区IPO低于GDP10.36%,中部和东北两个地区IPO均低于GDP。另外,只有西部地区IPO发行审核未通过的比重高于通过的比重。

**表 2　2010～2012年IPO发行审核结果的区域分布**

| 指　标 | | 土地面积(万平方公里) | 2011年年底总人口(万人) | 2011年国内(地区)生产总值(亿元) | 审核通过 | 审核未通过 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 全国总计 | | 960 | 134 735 | 472 881.5578 | 694 | 155 |
| 东部地区 | 绝对数 | 91.64 | 51 062.558 8 | 271 354.75 | 526 | 112 |
| | 占全国比重(%) | 9.5 | 38.1 | 52 | 75.79 | 72.26 |
| 中部地区 | 绝对数 | 102.75 | 35 790.536 7 | 104 473.87 | 83 | 18 |
| | 占全国比重(%) | 10.7 | 26.7 | 20 | 11.96 | 11.61 |
| 西部地区 | 绝对数 | 686.74 | 36 221.65 | 100 234.96 | 60 | 21 |
| | 占全国比重(%) | 71.5 | 27 | 19.2 | 8.64 | 13.55 |
| 东北地区 | 绝对数 | 78.79 | 10 966.41 | 45 377.53 | 25 | 4 |
| | 占全国比重(%) | 8.2 | 8.2 | 8.7 | 3.6 | 2.58 |

注:①根据国家统计局分类统计标准,将全国划分为东部、中部、西部和东北四个地区。②本表土地面积、人口、GDP的数据来自国家统计局的《中国统计年鉴(2012年)》。

**3.** 行业分布。根据证监会《上市公司行业分类指引》,本文将IPO审核发行的行业分布编制如表3所示:

**表 3　2010~2012年IPO发行审核结果的前10个行业分布**

| 行业名称 | 审核未通过 | | | 审核通过 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 家数 | 占155样本比例 | 排序 | 家数 | 占694样本比例 | 排序 |
| 电子元器件制造业 | 16 | 10.32% | 1 | 45 | 6.48% | 4 |
| 计算机应用服务业 | 12 | 7.74% | 2 | 53 | 7.64% | 3 |
| 电器机械及器材制造业 | 11 | 7.1% | 3 | 60 | 8.65% | 2 |
| 化学原料及化学制品制造业 | 10 | 6.45% | 4 | 43 | 6.2% | 5 |
| 普通机械制造业 | 10 | 6.45% | 4 | 35 | 5.04% | 6 |
| 通信及相关设备制造业 | 9 | 5.81% | 6 | 18 | 2.59% | 9 |
| 服装及其他纤维制品制造业 | 7 | 4.52% | 7 | | | |
| 专用设备制造业 | 6 | 3.87% | 8 | 79 | 11.38% | 1 |
| 交通运输设备制造业 | 6 | 3.87% | 8 | 26 | 3.75% | 7 |
| 金属制品业 | 6 | 3.87% | 8 | 18 | 2.59% | 9 |
| 医药制造业 | 5 | | | 23 | 3.31% | 8 |
| 合计 | 98 | 63.23% | | 400 | 57.64% | |

表3表明,前10个行业分别占63.23%和57.64%。IPO发行审核未通过与通过的前10个行业中有9个相同,一个不同,即审核未通过的"服装及其他纤维制品制造业"排名第7,审核通过的"医药制造业"排名第8。IPO发行审核未通过与通过的前5个行业中有4个行业相同。可见IPO发行审核通过与否,行业不是主要考虑的因素。

**四、IPO发行审核未通过的原因统计**

**1.** IPO发行审核未通过的内因。从内因看,IPO发行审核未通过的原因主要是发行人不符合证监会两个文件规定的条件:一是证监会2006年第32号令《首次公开发行股票并上市管理办法》第二章"发行条件"分为发行主体资格、独立性、规范运行、财务与会计、募集资金运用等五类共36款;二是证监会2009年第61号令《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》规定了19款发行条件,也可归纳为五类。

本文根据证监会2006年第32号令和2009年第61号令规定的条件,拟对IPO发行审核未通过的55家样本公司不符合条件的原因分项、分类进行了统计分析,结果如表4和下页表5、表6所示。

**表 4　　2010~2012年中国资本市场IPO发行审核未通过的原因分条统计(主板)**

| 排序 | 证监会32号令的条款 | 条款的内容 | 不符合此条款的次数 | 比例 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 37 | 持续盈利能力 | 45 | 38.14% |
| 2 | 41 | 募集资金投资项目的可行性 | 15 | 12.71% |
| 3 | 24 | 内部控制制度执行 | 12 | 10.17% |
| 4 | 20 | 独立性其他严重缺陷 | 11 | 9.32% |
| 5 | 15 | 资产完整 | 6 | 5.08% |
| 5 | 19 | 业务独立 | 6 | 5.08% |
| 7 | 32 | 披露关联方关系 | 4 | 3.39% |
| 8 | 25 | 不违规违法 | 3 | 2.54% |
| 8 | 30 | 会计基础工作规范 | 3 | 2.54% |
| 10 | 4 | 其他:信息披露 | 2 | 1.69% |
| 10 | 12 | 主营业务、高管、实际控制人没有变更 | 2 | 1.69% |
| 10 | 14 | 独立经营 | 2 | 1.69% |
| 10 | 39 | 投资项目与发行人条件相适应 | 2 | 1.69% |
| 14 | 6 | 其他:证券服务机构和人员 | 1 | 0.85% |
| 14 | 21 | 公司治理机构和人员 | 1 | 0.85% |
| 14 | 34 | 依法纳税 | 1 | 0.85% |
| 14 | 35 | 不存在重大偿债风险 | 1 | 0.85% |
| 14 | 40 | 投资项目符合国家产业政策 | 1 | 0.85% |
| 合　计 | | | 118 | 100% |

注:96家主板样本公司大多有1款不符合,不符合2～3款的也不少,合计达118款。表中"其他"(包括信息披露、证券服务机构和人员,下同)不是证监会32号令"发行条件"章的条款,是该令其他章的条款。

从表4可以看出，证监会第32号令有5节共36款上市条件，样本公司不符合其中16款。另有3家不符合该令其他条款。主板IPO发行审核未通过的前5位原因是持续盈利能力、募集资金投资项目可行性、内部控制制度执行、独立性、其他严重缺陷、资产完整等存在问题。

**表5　2010~2012年中国资本市场IPO发行审核未通过的原因分条统计（创业板）**

| 排序 | 证监会61号令的条款 | 条款的内容 | 不符合此条款的次数 | 比例 |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 14 | 持续盈利能力 | 40 | 54.05% |
| 2 | 18 | 独立性 | 13 | 17.57% |
| 3 | 20 | 会计基础工作规范 | 7 | 9.46% |
| 4 | 21 | 内部控制制度执行 | 6 | 8.11% |
| 5 | 27 | 募集资金用途 | 3 | 4.05% |
| 6 | 4 | 其他：信息披露 | 1 | 1.35% |
| 7 | 19 | 完善的公司治理结构 | 1 | 1.35% |
| 7 | 5 | 其他：保荐人 | 1 | 1.35% |
| 7 | 17 | 股权清晰 | 1 | 1.35% |
| 7 | 12 | 主要经营一种业务，生产经营符合法律 | 1 | 1.35 |
| 合　计 | | | 74 | 100 |

注：59家创业板样本公司大多有1款不符合，不符合2~3款的也不少，合计达74款。表中“其他”不是证监会61号令“发行条件”章的条款，是该令其他章的条款。

从表5可以看出，证监会第61号令规定了19款上市条件，发行审核未通过样本公司不符合其中8款，另有2方面不符合该令其他条款。创业板IPO发行审核未通过样本公司的前5位原因依次是持续盈利能力、独立性、会计基础工作规范、内部控制制度执行、募集资金运用等方面未达标。主板市场发行审核未通过的两家样本公司前5位原因中有4个原因相同，只有1个原因不同。其中，主板发行审核未通过样本公司的内部原因是资产完整性方面存在问题；创业板发行审核未通过样本公司的内部原因是会计基础工作规范化方面存在问题。

**表6　2010~2012年中国资本市场IPO发行审核未通过的原因分类统计**

| | 证监会32号令条款 | 证监会61号令条款 | 主板的原因 | | 创业板的原因 | | 原因合计 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 次数 | 比例 | 次数 | 比例 | 次数 | 比例 |
| 财务与会计 | 28—37 | 10 14 15 16 20 | 54 | 45.76% | 47 | 63.51% | 101 | 52.6% |
| 独立性 | 14—20 | 18 | 25 | 22.03% | 13 | 17.57% | 38 | 19.79% |
| 规范运行 | 21—27 | 19 21-26 | 16 | 12.71% | 7 | 9.46% | 23 | 11.98% |
| 募集资金运用 | 38—43 | 27 28 | 18 | 15.25% | 3 | 4.05% | 21 | 10.93% |
| 其他 | 4 6 | 4 5 | 3 | 2.54% | 2 | 2.7% | 5 | 2.6% |
| 主体资格 | 8—13 | 10—13 17 | 2 | 1.69% | 2 | 2.7% | 4 | 2.08% |
| 合计 | | | 118 | 100% | 74 | 100% | 192 | 100% |

从表6可以看出，样本公司IPO发行审核未通过的首要原因是财务与会计未达标，占52.6%；第二位原因是独立性不符合要求，占19.79%；第三位原因是规范运行、募集资金运用方面存在的问题也超过10%。

**2.** IPO发行审核未通过的外因。外因主要是指为IPO发行服务的中介机构未达标。IPO的证券服务机构包括保荐机构（证券公司，主承销人）、律师事务所（发行人法律顾问）、审计机构（会计师事务所）、资产评估机构、验资机构等。从发行审核的条件看，IPO发行审核是否通过与证券服务机构的资质和工作效率也有一定的关系。有的发行人首次过会没有通过，于是在第二次申请时更换了证券服务机构。如，上海冠华不锈钢制品股份有限公司第二次申请时更换保荐机构和审计机构，浙江佳力科技股份有限公司第二次申请时更换保荐机构。

2010～2012年IPO发行审核未通过的发行人聘请的前三类证券服务机构，分析统计见表7、表8和表9。

**表7　IPO发行审核结果与保荐机构**

| | 样本数 | 排名前10的保荐机构 | | 排名非前10的保荐机构 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 数量 | 比例(%) | 数量 | 比例(%) |
| 审核未通过 | 155 | 51 | 32.9 | 104 | 67.1 |
| 审核通过 | 694 | 306 | 44.09 | 388 | 55.91 |

注：保荐机构排名采用中国证券业协会的年度排名。

**表8　IPO发行审核结果与律师事务所**

| | 样本数 | 排名前10的律师事务所 | | 排名非前10的律师事务所 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 数量 | 比例(%) | 数量 | 比例(%) |
| 审核未通过 | 155 | 74 | 47.74 | 81 | 52.26 |
| 审核通过 | 694 | 357 | 51.44 | 338 | 48.56 |

注：全国没有比较权威的律师事务所排名。本表采用律师事务所受聘849家样本公司的数量排名。

**表9　IPO发行审核结果与审计机构**

| | 样本数 | 国际“四大所” | | 排名前14(不含“四大所”)的审计机构 | | 排名非前14的审计机构 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 数量 | 比例(%) | 数量 | 比例(%) | 数量 | 比例(%) |
| 审核未通过 | 155 | 6 | 3.87 | 72 | 46.45 | 77 | 49.68 |
| 审核通过 | 694 | 25 | 3.6 | 326 | 46.97 | 343 | 49.42 |

注：审计机构的排名采用中国注册会计师协会的会计师事务所综合评价前百家信息。

## 五、结论与建议

**1.** 主要结论。本文根据中国证监会“不予核准决定”规定的条件，通过数据统计分析发现，IPO发行公司审核未通过的前6位原因是持续盈利能力、会计基础工作规范、关联方交易、业务独立性、内部控制制度健全且被有效执行、募集资金投资项目的可行性存在问题。

从内因看，分类统计显示，2010～2012年中国资本市场IPO发行审核未通过的原因依次为：①因财务与会计

# 教学型高校财务风险的独特性及风险治理

孙仕敏（教授）

（北京科技大学东凌经济管理学院　北京　100083　北京城市学院经济管理学部　北京　100083）

【摘要】我国本科高校中约占2/3的教学型高校，其财务资源、财务实力、财务管理水平和财务治理机制，均依次不及教研型高校、研教型高校和研究型高校，在扩招浪潮中其财务风险承受能力极低。因此，加强财务风险管理与治理，成为教学型高校健康稳定持续发展的当务之急。搞好财务风险管理，要靠高校自身的修炼；完善财务风险治理，政府的作用至关重要。

【关键词】教学型高校　财务风险　管理与治理　财务特征

无论是从国际视野还是从国内背景看，高校的办学历史、环境、资源、实力、能力、水平、绩效、关注度、影响力、社会贡献等，都是千差万别。国内外许多研究机构和专家学者，对高校的层次进行了大量研究和有益探索，但尚未形成统一权威的高校分类法。其中影响较大的武书连《中国大学排名榜（2014）》，将高校分为研究型、研教型、教研型和教学型。国家统计局年度数据显示，2012年我国共有普通本科院校1 145所。39所985大学大多为研究型高校，其他的73所211大学（112所大学含39所985大学）大多为研教型高校、100所中西部211大学（俗称“小211”）和约150所东部省属重点大学大多为教研型高校，剩余的约780所大学大致可视为教学型高校。

## 一、教学型高校的财务特征

据国家统计局年度数据，我国2012年普通高校2 442所，其中本科院校1 145所，占46.89%。而本科高校中约占2/3的教学型高校，财务资源与财务实力不足，财务管理

---

没有通过IPO发行审核的，主要问题是财务指标瑕疵、行业地位发生重大变化、对关联方或客户存在重大依赖、经营模式和品种结构发生重大变化、会计基础工作不规范。其中前4项都属于持续盈利能力方面的问题。②因独立性没有通过IPO发行审核的，主要问题是显失公允的关联方交易和业务独立性（主要是同业竞争）不强。③因规范运行没有通过IPO发行审核的，主要是内部控制制度健全性和有效执行方面存在缺陷。④因募集资金运用没有通过IPO发行审核的，主板市场申报者是因为募集资金投资项目的可行性分析缺失，或不符合科学论证的要求，属盲目投资。⑤申请IPO的发行人主体资格方面，绝大部分符合法定条件，没有通过审核的只是个案。

从外因看，统计数据表明，IPO发行审核未通过的与发行审核通过的发行公司相比，排名前10名的保荐机构比例较低。可见，保荐机构服务能力的强弱，对IPO发行公司能否通过审核有一定的影响。

**2.** 对发行人的建议。一是依法申请IPO。证券法律法规对IPO作了全面系统的规定。发行人要根据自身情况，对照发行条件，逐一核查，实事求是，达到法定条件后方可申请IPO。条件暂时不具备的，应积极创造条件，这才是上策。二是诚信进行IPO。恪守信息披露的诚信义务和责任，依法真实、准确、完整、及时地披露信息，不出现虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。三是专业实施IPO。IPO涉及法律、金融、财务会计、产业经济等。如果自核认为符合法定条件，决定申请IPO，建议组织、聘请公司内外的专业机构和专业人员，对各种申请材料进行专业的准备，对发行的各个程序进行专业的策划，确保顺利过会，成功上市。还应慎重选择证券服务机构特别是保荐机构。

**3.** 对证监会的建议。证监会2006年第32号令和2009年第61号令对发行条件的规定，绝大部分比较具体，但有些方面如关于持续盈利能力的规定缺乏量化指标。因此建议证监会细化并公布发行审核中实际执行的标准，以提高股票发行审核工作的透明度和质量，增强客观性。

### 主要参考文献

**1.** 葛帮亮.主板、中小板和创业板IPO抑价的比较研究.财会月刊，2013；16

**2.** 汪志锋.IPO企业上市实务：案例剖析与审核重点.北京：中国法制出版社，2012

**3.** 徐浩明.企业上市成功之路：光大证券对IPO审核要点的解读与案例分析.上海：上海人民出版社，2013