

## 沪市公司 IPO 业绩效应研究

○ 李常青 刘清昌

**摘要** 本文通过对 1996 至 1999 年间上市的沪 A 股公司的实证研究,发现在这些年间上市的沪 A 股公司确实同其它国家的新股一样,存在业绩下滑现象。结合中国特有的制度背景,本文采用实证研究方法探讨了公司 IPO 业绩下滑的影响因素。

**关键词** IPO; 业绩效应; 上市公司

### 一、IPO 业绩效应的一般理论与文献回顾

首次公开发行股票 (Initially Public Offerings, 简称 IPO) 的公司,其经营业绩在上市前后会发生什么变化及导致这些变化的原因如何,是 20 世纪 90 年代以来财务学界所关心的重要问题之一。从理论上来说,一方面,公司往往在进入快速成长阶段上市,公司上市时获得了一笔可观的股权资本,提高了资信等级,改善了资本结构,上市后还可以在资本市场上持续融资,增强了竞争环境下抵御支付风险的财务能力,同时从上市前的资本约束、投资不足状态中解脱出来,在把握战略投资机会和吸引战略资源方面处于有利的竞争地位,所以公司在上市后的三至四年内,应该实现与资产规模扩张速度一致甚至更高的经营业绩目标。西方不少公司在上市后,经营业绩实现了五年以上的持续高速增长,从地区性公司成长为具有国际竞争优势的跨国公司,投资者也从中获取了丰厚的回报。另一方面,由于股票市场关注每股收益、权益资本收益率等反映经营业绩的财务指标,上市公司为了保持持续股权融资能力,一般都有合法利用会计准则操纵公司会计账面利润的行为,使经营业绩财务指标达到配股标准或者股票市场认同的增发新股水平。因此,有理由认为,公司上市后三至四年内,经营业绩应该逐年提高,而不是递减。但国外学者的实证研究表明,公司上市当年的经营业绩显著低于上市前一年,也就是说,

公司上市后难以维持其上市前的业绩水平,上市后经营业绩显著下降。<sup>[1,2]</sup>关于公司上市前后业绩变化的理论预期与实证结果的背离,成为 IPO 研究领域新的“难解之谜题”,本文称之为“IPO 业绩效应”。

对于 IPO 业绩效应的原因,西方学者认为有以下几方面:一是代理成本假说。上市前的私人企业成为公众公司后,分散的外部投资者股权比例日益增加,原企业主或管理层股份比例则逐年显著下降,管理层与外部股东的利益冲突和代理成本增加,出现将自由现金流投资于不利于股东价值最大化的投资行为,导致企业经营业绩下降。<sup>[3]</sup>二是报表粉饰假说。企业管理层为了更多地融资和上市成功,美化或高估其上市前的会计利润,使上市后的实际经营业绩难以超过上市前。Teoh, Welch 和 Wong 研究认为, IPO 公司为了提高发行价格,在 IPO 前会通过提高主观应计项目的方式操纵利润,从而导致公司 IPO 后业绩的下滑。主观应计项目程度越高,未来经营业绩下滑的程度越大。<sup>[4]</sup>三是“机会之窗”(Windows of Opportunity)假说。管理层利用信息不对称选择在公司业绩最好的时机上市。Mikkelsen, Partch 和 Shah 研究发现,公司业绩变化与首发当年的原股东是否出售股份、上市后是否二次出售、公司经营年数和公司规模有关,出售股份、上市后二次出售、公司经营年数较多和公司规模较大均导致较大幅度的利润下滑。对此,他们解释为,公司原有股东安排业绩较好时上市,以使出售的股份能获得较高价格。<sup>[1]</sup>Loughran 和 Pitter 也认为,公司能够预测到股票市场上投资者的乐观情绪在何时出现,当公司价值高估时,公司会抓住这一“机会之窗”发行股票。<sup>[5]</sup>四是内部控制失效假说。西方财务学者通常认为股票市场是有效的,因而把企业上市后经营业绩下降的根本原因归结于企业内部治理和激励机制,而不是股票市场。

由于公司内部控制系统失效,使产业内各企业过度投资,形成能力严重过剩,引发价格战,从而导致公司经营业绩下降。

我国股票市场自20世纪90年代初创立以来,发展迅速。到目前为止,A股上市公司超过1200家,投资者对上市公司经营业绩的分析和研究日益重视。多数分析结果表明,尽管大部分上市公司都是各地筛选的好企业,经营条件相对优越,但整体经营业绩财务指标仍呈现下降趋势,陷入“一年绩优、二年绩平、三年亏损、四年重组”的怪圈。本文试图借鉴国内外学者有关上市公司经营业绩的实证研究方法,对我国上市公司在上市前后的业绩表现及其原因进行考察。

## 二、沪市公司 IPO 业绩效应存在性检验

### 1. 样本选择

考虑到同时发行A股和B股或H股的公司所受监管不同,本文选取1996至1999年间只首发沪A股的公司做样本。样本须满足以下条件:第一,1994至2002年间,各年的总资产收益率(税前利润总额/总资产)均在-30%以上,这样既可排除大亏一次式盈余管理的干扰,又可保留足够多的样本做统计检验;第二,各年的总资产收益率在70%以下,以消除异常值影响,比如云天化的总资产收益率高达117%,这样的公司一般适合做个案研究,而不适合做大样本的实证研究。从1996至1999年间上市的公司家数分别为102、79、51、46家,剔除数据不全和异常值公司,本文选取228家公司作为分析样本。样本的行业分布和时间分布如表1。

表1 测试样本发行时间和行业分布情况

年份	工业	商业	综合	公用事业	合计
1996	43	5	20	6	74
1997	43	2	18	7	70
1998	32		11	4	47
1999	25		11	1	37
合计	143	7	60	18	228

### 2. 研究方法

本文选择总资产收益率(ROA)、净资产报酬率(ROE)、每股收益(EPS)、总资产营业利润率(OOA)四个变量度量公司的业绩。

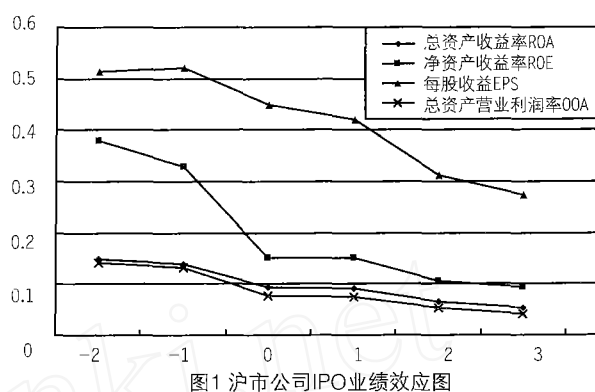
由于不同地区、不同行业上市公司间所得税率相差较大,为克服各公司适用所得税率存在差异可能带来的问题,本文采用税前利润而不是税后利润衡量经营业绩。为检验沪市公司首发后业绩下降是否存在,本文采用的研究方法是将首发当年定为基年(0年),上

市前第一、二年定为-1年、-2年,上市后第一、二、三年分别定为1、2、3年。然后直接比较企业上市前2年和上市后三年的经营业绩与首发当年是否存在显著差异,并选择1990至1993年间首发公司为对照样本以剔除宏观因素的影响。

### 3. 数据来源

上市后财务数据从厦门大学图书馆CSMR获得,2002年财务数据从巨潮信息网获得,上市前的各项数据从公司的招股说明书和上市公告书中获得。

### 4. 沪市公司 IPO 前后业绩下降存在性检验



从图1可看出,IPO公司上市前后业绩呈现如下特征:总资产收益率(15%、14%、9%、9%、6%、5%)、净资产收益率(35%、33%、15%、15%、11%、9%)和总资产营业利润率(14.20%、13.27%、7.76%、7.50%、5.39%、4.16%)均呈现出单边下跌。每股收益(0.51、0.52、0.45、0.42、0.31、0.27),在首发前一年达到最高,此后也显现单边下跌。总的来说上市公司在首发后业绩明显下滑。

为了检验首发后公司业绩下降幅度是否显著,对总体样本上市前后的四个经营业绩指标与首发当年的指标进行t检验:

$H_0$ : 各年经营业绩指标的均值 - 首发当年经营业绩指标的均值 = 0

$H_1$ : 各年经营业绩指标的均值 - 首发当年经营业绩指标的均值  $\neq$  0

从表2可以看出,上市前总资产收益率、净资产收益率、每股收益和总资产营业利润率均在0.1%水平上显著高于首发当年。上市后第一年每股收益在0.1%水平上显著低于上市当年。各指标上市后第二、三年在1%或0.1%水平上均显著低于首发当年。通过以上分析,基本可以确定沪市在1996至1999年间上市的公司上市前后业绩有显著的下滑现象。但由于没有剔除宏观因素的影响,上述结论可靠性遭到削弱。因

此接下来剔除宏观因素的影响后再进行检验。

表 2 各年的业绩指标与首发当年的双尾 t 检验

各年业绩指标与基准年的均值差					
	-2	-1	1	2	3
ROA	.0544***	.0446***	-.0035	-.0294***	-.0418***
ROE	.2273***	.1778***	.0008	-.0462***	-.0587***
EPS	.0654***	.0738***	-.0277***	-.1362***	-.1753***
OOA	.0643***	.0551***	-.0027	-.0238***	-.0361***

\*, \*\*, \*\*\* 分别表示在 0.05、0.01 和 0.001 水平上显著, 下同

### 5. 剔除宏观因素对业绩下滑的影响

不同年份上市的公司上市前后经营业绩的变化, 受到不同的宏观经济环境变迁的影响。为消除宏观因素影响, 本文用总资产收益率做进一步深入研究。

第一, 构造变量差值 CAZI 来衡量每一家公司上市后的业绩下降幅度。CAZI = (-2 年与 -1 年总资产收益率的均值) - (2 年与 3 年总资产收益率的均值)。考虑到用总资产收益率代表企业经营业绩, 募集资金投资效益可能滞后, 所以采用上市后第二年和第三年的平均值。

第二, 选取控制样本。为分离出宏观因素, 本文选取控制样本加以对照, 来测算宏观经济环境对公司经营业绩的影响。为尽量减少控制样本本身的 IPO 业绩效应影响, 控制样本上市时间应尽量远离测试样本财务数据的年度, 故本文选取 1990 至 1993 年间仅首发沪 A 股的 57 家非房地产和金融类公司为对照样本。

第三, 用同一控制组计算出来的差值分别与 1996 至 1999 年间首发公司的差值进行 t 检验。具体检验方法如下:

比较 1996 年首次发行公司的差值与控制组的差值, CAZI = 1994 年与 1995 年总资产收益率的均值 - 1998 年与 1999 年总资产收益率的均值; 对两组的 CAZI 进行 t 检验, 检验假设如下:

$H_0$ : 1996 年首次发行公司差值的均值 - 控制组差值的均值 = 0

$H_1$ : 1996 年首次发行公司差值的均值 - 控制组差值的均值  $\neq$  0

若双尾 t 检验下存在显著差异, 且均值差大于 0, 则表明在剔除宏观因素后首发公司经营业绩下降仍然显著。用同样的方法可分别检验 1997、1998 和 1999 年首发公司在剔除宏观因素后业绩下降是否显著。具体检验结果见表 3。

从表 3 可看出: 1996、1997、1998 和 1999 年首发公司与控制组差异之间的经营业绩下降幅度在 0.1% 水平上均有显著差异, 均值差分别为 5.77%、9.90%、8.54%、6.18%。因此测试样本各年业绩下降幅度与控制组公司相应年度的业绩下降幅度在剔除宏观因素影响后仍然具有显著的差异。这说明 IPO 业绩下滑效应在剔除了宏观因素影响后仍然存在。

表 3 1996 年至 1999 年间首发公司与控制组的业绩下降幅对比

	年份	计数	均值	标准差	均值差	t 值	p 值 (双尾)
CAZI <sub>1</sub>	1996	74	.0677	.08224	0.0577***	4.693	0.000
	控制组	57	.0100	.04997			
CAZI <sub>2</sub>	1997	70	.0956	.08824	0.0990***	7.641	0.000
	控制组	57	-.0034	.05686			
CAZI <sub>3</sub>	1998	47	.0929	.06811	0.0854***	7.201	0.000
	控制组	57	.0075	.05278			
CAZI <sub>4</sub>	1999	37	.0889	.07382	0.0618***	4.825	0.000
	控制组	57	.0271	.05042			

## 三、IPO 前后公司业绩显著下滑的影响因素分析

### 1. 研究假设

(1) 上市时募集资金额对企业上市前后业绩变化的影响

企业首发新股募集资金的数额, 本来应依据其项目投资的实际资金需要量来决定。但许多企业为了用足上市发行额度, 在募集资金使用计划中, 会采用种种手法, 虚构投资项目, 夸大投资需求, 从而夸大投资项目的资金需要量, 以尽可能多地募集资金。这样导致资金募集量超过了公司运用资金的能力, 公司资金严重过剩, 只好将资金闲置或低效率使用, 最终导致经营业绩的下降。

另外, 项目从开始投资到最终见效有一个过程, 募集资金会延迟产生经济效益。资产规模迅速扩大的同时, 经济效益却没有同步增加, 这在一定程度上也会影响企业的经营业绩。因此, 我们提出以下假设:

H1: 企业募集的资金与首发前一年末的净资产比值越大, 上市后经营业绩下降的幅度越大。

(2) 配股对首次发行公司上市前后业绩变化的影响

筹资方式包括首次发行和增发、配股等再融资, 我国对再融资的条件有着严格的规定。为了在三年内获取配股资格, 以便长期持续地从股票市场筹集资金, 在能获得首发的前提下, 公司在发行时就有可能对各年业绩进行平滑, 而不会将利润全部集中在首发当年或之前。于是, 本文提出假设 2:

H2: 公司股票首次发行后三年内如果配股, 则公司的业绩下降幅度要小于无配股的公司。

(3) 第一大股东持股比例对首发公司上市前后业绩变化的影响

企业老股东总是希望放弃最小的公司控制权达到目标筹资额。在给定目标筹资额的情况下, 企业老股东可以通过提高发行价格以减少控制权出让额。而新股发行价格等于每股税后利润乘以发行市盈率。发行市盈率一般为 15 倍。在发行市盈率受到限制的情况下, 企业要提高新股发行价格, 只能在每股收益上做文章。在现行制度安排下, 由于我国特有的非流通股股东控股现象, 大股东出于自身利益考虑而进行上市前的盈余管理, 可能导致 IPO 业绩下滑效应。上市时第一大股东持股比例的大小与上市前的盈余管理相关, 持股比例越高, 老股东达到筹资目的且牺牲较小控制权的动机越强。在上市后三年内, 第一大股东控股地位一般不会发生改变。大股东有可能利用控股地位从上市公司抽取利润和资金。鉴于此, 本文提出假设 3:

H3: 企业上市时的股权越集中, 经营业绩下降的幅度越大。

(4) 上市改组时的资产评估增值率对公司上市后经营业绩的影响

我国发行新股的企业有两类: 一是发行新股之前就已经改制为定向募集公司; 二是其它企业。定向募集公司一般在上市两年前进行过资产评估, 在上市改制时可以不进行资产评估。但有些定向募集公司在上市时会选择重新进行资产评估, 结果有两种, 一是不调整账目, 资产评估结果只作为确定新股发行价格的参考, 这样在账面上对公司上市前后的业绩变化不会有太大影响; 二是根据资产评估结果调整账目, 调整账目的公司和其它非定向募集公司上市前两年内经过评估后上市的, 由于资产基数扩大, 无疑在账面上就直接导致首发后第一年总资产收益率下降, 而且增值率越高, 业绩下降幅度越大。故本文提出假设 4:

H4: 上市改组时没有进行资产评估并调整账目的企业, 相比上市改组时进行了资产评估并调整账目的企业, 上市后经营业绩下滑的程度较小。

(5) 公司规模对公司上市后的业绩变化的影响

公司规模不同, 在抗风险和灵活性方面则不同。规模大的上市公司一般处于行业领先地位, 其收益较稳定。上市为这类公司提供了募集大量资金以改善经营和提高效率的机会, 从而有更多的利润来源。因为其主营业务相对突出, 这类公司在上市后进行多元经营对主营业务产生的负作用相对较小。相比之下, 中

小规模的公司处于不利地位, 但它们在经营灵活性方面要优于规模大的公司。中小公司若进行多元经营, 则可能会对主营业务产生较大的负作用。故提出假设 5:

H5: 上市时总资产规模与上市前后业绩下降幅度有关。

## 2. 多元回归分析

综合考虑以上的各因素, 采用逐步回归方法, 进行多元线性回归分析, 回归方程如下:

$$CAZI = \beta_0 + \beta_1RATIO + \sum_{i=2}^3 \beta_i SIZE_i + \beta_4 PAI + \beta_5 ZENZILU + \beta_6 FIRST$$

其中: RATIO = 上市时募集的资金 / 上市前一年末的净资产; PAI: 配股哑变量, 上市后三年内有配股为 1, 否则为 0; ZENZILU: 上市前两年内的增值率; FIRST: 哑变量, 上市当年第一大股东持股比例大于 50% 为 1, 否则为 0; SIZE<sub>i</sub>: 上市当年末总资产规模虚拟变量, SIZE<sub>1</sub> 为小规模公司变量, SIZE<sub>2</sub> 为中等规模公司变量, SIZE<sub>3</sub> 为大规模公司变量。

表 4 多元回归方程系数表

因变量 CAZI	系数	标准误差	t 值	p 值	容忍度	方差膨胀 因子
常数	.046	.013	3.554	.000		
RATIO	.026	.006	4.020	.000	.982	1.019
SIZE2	.029	.011	2.719	.007	.976	1.024
PAI	-.027	.010	-2.602	.010	.996	1.004
ZENZILU	.0003	.000	2.287	.023	.981	1.020

R<sup>2</sup>=0.158 调整 R<sup>2</sup>=0.142 N=228 F=10.356 p=0.000

回归结果见表 4。总体上看, 实证结果支持我们提出的各项假设:

第一, 公司上市后业绩下降幅度, 与上市时筹资总额与上市前一年净资产的比值成正比。筹资额引起业绩下降可能有两个原因: 其一是所筹资金在上市后第二年和第三年仍然还未能带来足够的利润; 其二是公司在净资产规模迅速扩大后, 没有足够的能力在扩张了的规模上进行高效率的经营。

第二, 按规模划分, 中等规模组公司上市后业绩下降幅度要大于其它两组公司。这正符合“船大抗风浪, 船小好掉头”的俗语。规模大的公司经营会比较稳定, 抗风险能力较高, 而小公司的经营则灵活多变。

第三, 三年内有配股公司的业绩下降幅度小于无配股公司, 说明公司在能获得首发的前提下, 在发行时就会对各年业绩进行平滑。

第四, 公司上市后业绩下降幅度与上市前的评估增值率正相关, 但其系数很小, 说明只有通过大幅度评估增值才会使公司的业绩下降。评估直接导致资产

账面价值的增加,影响公司盈利表现,这个因素有别于公司上市前的盈余管理。

第五,第一大股东的影 响未能进入方程。

第六,方程  $R^2$  只有 15.8%,说明还有其它影响因素应纳入方程中,如本文没有对上市前后的盈余管理做专门分析,而这可能是导致公司上市后业绩下降的一个重要因素;上市公司上市后把所筹资金用于偿还上市前的债务,而不是用于经营,上市后公司高层管理人员的在职消费等也可能是业绩下滑的原因。虽然有一些因素没有考虑在内,但回归方程对上市公司业绩下降还是有一定的解释能力。

回归方程的容忍度和方差膨胀因子都接近于 1,各特征根皆远大于 0,条件指数小于 15,综合判断方程不存在多重共线性,因此回归方程是可靠的。

### 参考文献

- [1] Jain, B. A. & Kini, O.. The Post-issue Operating Performance of IPO Firms. *Journal of Finance*, 1994, (49).
- [2] Mikkelsen, Wayne H., M. Partch & K. Shah. Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public. *Journal of Financial Economics*, 1997, (44): 281-307.
- [3] 洪剑峭,陈朝晖.中国股市 IPO 效应实证研究. *中国会计与财务研究*, 2002, (1).
- [4] Teoh, S. H., I. Welch & T. J. Wong. Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 1998, (53): 1935-1974.
- [5] Longhran, T. and J. R. Ritter. The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offering. *Journal of Finance*, 1997, (52): 1823-1850.

作者简介 李常青,管理学博士,厦门大学管理学院MBA中心副教授、副主任;刘清昌,厦门大学 MBA

### An Empirical Study on Operating Performance Effect of IPO Firms in Shanghai Stock Market

*Li Changqing, Liu Qingchang*

**Abstract** The study has found that after excluding macro-economic effects, there are still significant performance declines in the 228 firms issued type A shares between 1996 and 1999 in Shanghai Stock Exchange. Then, the paper put forward six possible factors to explain that effect: 1.The influence of seasonal offerings within three years from IPO; 2.The influence of the concentration of ownership; 3.The influence of assessment in the process of pre-issue reshuffling; 4.The influence of money-raising on the post-issue operating performance; 5.The influence of industry; 6.Size of listed companies. Except industry, other factors contribute significantly to the decline of operating performance after IPO.

**Key Words** Initial Public Offering (IPO); Performance Effect; Listed Company

(上接第 74 页)

- Small Firm Finance. *Journal of Business*, 1995, 68: 351-381.
- [6] Angelini, P., Salvo, R.D., Ferri, G.. Availability and Cost for Small Businesses: Customer Relationship and Cooperatives. *Journal of Banking and Finance*, 1998, 22: 925-954.
  - [7] Harhoff, D., Krting, T.. Lending Relationships in Germany: Empirical Evidence from Survey Date. *Journal of Banking and Finance*, 1998, 22: 1317-1353.
  - [8] 曹敏等.金融中介及关系银行. *经济研究*, 2003, 3: 44-53.
  - [9] (日)青木昌彦.比较制度分析.上海:上海远东出版社, 2001: 321-324.
  - [10] 米什金.货币金融学.北京:中国人民大学出版社, 1998, 237-242.
  - [11] 李志斌.银行结构与中小企业融资. *经济研究*, 2002, 6: 38-45.

### 注释

- ① 由于从事利率管理工作性质的缘故,作者通过信贷台帐、电话及现场咨询等方式使各种数据得以较便利地获取。
- ② 担保形式一指保证或抵押的贷款担保形式,担保形式二仅指质押的贷款担保形式。

作者简介 周好文,西安交通大学经济与金融学院教授,金融发展研究所所长,博士生导师;李辉,西安交通大学经济与金融学院博士研究生

### Relational Financing in Small-medium-sized Enterprise: Concrete Evidence and Theoretic Explanation

*Zhou Haowen, Li Hui*

**Abstract** This paper studies the characters of relational financing in small-medium-sized enterprise through a case in Guangzhou. Some important conclusion are proved: First, As bank-borrower relationship matures credit costs decline, and fewer guarantees are asked to provide. Second, only pawn can reduce the price of credit. Third, there's no relation between credit costs and the properties of ownership. Then, the cause and significance about the emergence of relational financing are deeply expounded through theory. Finally, some suggestions are put forward based on practical analysis.

**Key Words** Small-medium-sized Enterprise; Relational Financing Contingent Governance; Institution Evolution