
学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学 号: 200115208

UDC_____

学 位 论 文

沪市公司 IPO 业绩效应实证研究

An Empirical Study On Operating Performance Effect

Of IPO Firms In Shanghai Stock Market

刘 清 昌

指导教师姓名: 李常青 副教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交时间: 2003 年 9 月

论文答辩时间: 2003 年 9 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2003 年 月

答辩委员会主席_____

评 阅 人_____

2003 年 月

厦门大学博硕士学位论文摘要库

论文摘要

对于新股首发后普遍存在的业绩下滑现象,本文称之为 IPO 业绩效应。确认与 IPO 业绩效应相关的影响因素是本文研究的内容。本文首先在回顾国内外学者研究成果的基础上,对我国沪 A 股中 1996 至 1999 年间上市的新股是否存在普遍的业绩下滑现象做实证研究,在剔除宏观经济的影响后,发现了在这些年间上市的沪 A 股确实同其它国家的新股一样,存在业绩下滑现象;其次在中国特有的制度背景下,初步探讨与之相关的影响因素,提出以下几个可能的因素:1、上市时募集资金的多少;2、上市新股在公司股票首次发行后三年内是否配股;3、企业上市时的股权集中度;4、公司上市改组时的资产评估增值率;5、公司所处行业对上市前后业绩变化的影响;6、公司规模。经验证以上因素中除了行业对业绩下滑没有显著的影响之外,其余因素均对业绩下滑有显著的影响。

在总体结构上,本文分为:

第一章:回顾了首次发行前后业绩表现及市场表现的实证研究文献;

第二章:对 1996 至 1999 年间上市的新股是否存在普遍的业绩下滑现象做实证研究;

第三章:提出与 IPO 业绩效应相关的影响因素并验证;

第四章:本文研究的主要结论。

关键词: IPO; 业绩效应; 影响因素。

ABSTRACT

This paper provides an empirical study of IPO operating performance effect that attracts much attention both from investors and from securities supervision departments. The IPO performance effect has been documented on the securities market of other countries such as America and Italy. In china, many companies suffered great losses in the first or second year after they were listed. This paper will try to find out 1、Whether IPO operating performance effect exists extensively in Shanghai stock market; 2、What leads to this effect. After excluding macro-economic effects, there are still significant declines in the firms issued between 1996 and 1999. This 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.

This paper is organized as follows:

Chapter 1: Reviews literatures on IPO about market performance and operating performance.

Chapter 2: Presents empirical results related to the operating

performance of IPO performance.

Chapter 3: Provides factors influencing the post-IPO operating performance.

Chapter 4: Presents the conclusions.

Key words: IPO; Performance Effect; Factors.

厦门大学博硕士学位论文摘要库

目 录

| | |
|--------------------------------|----|
| 引 言..... | 1 |
| 第一章 文 献 回 顾..... | 2 |
| 第一节 首次公开发行股票市场表现的研究文献回顾..... | 2 |
| 第二节 首次公开发行股票业绩现象的研究文献回顾..... | 5 |
| 第二章 沪市公司 IPO 业绩效应存在性的实证研究..... | 13 |
| 第一节 研究设计..... | 13 |
| 第二节 沪市公司 IPO 前后业绩下降存在性检验..... | 16 |
| 第三节 剔除宏观因素对业绩下滑的影响..... | 21 |
| 第三章 IPO 前后业绩显著下滑的影响因素分析..... | 28 |
| 第一节 我国资本市场的制度背景..... | 28 |
| 第二节 可能导致业绩下滑的影响因素分析与实证研究..... | 29 |
| 第三节 对影响因素的多元回归分析..... | 41 |
| 第四章 结论和其它讨论..... | 44 |
| 第一节 本文结论..... | 44 |
| 第二节 其它讨论..... | 46 |
| 参考文献..... | 47 |
| 后 记..... | 51 |

引 言

我国的证券市场历经十多年发展，至 2003 年 5 月 31 日，计有深市上市公司 486 家，流通市值 5239.51 亿元，沪市上市公司 725 家，流通市值 8276.29 亿元。股票市场已经初具资本市场的雏形，对社会资源优化发挥了重要的作用。

上市公司的业绩是支撑股市资源配置功能发挥的核心。从长远而言，只有业绩良好和业绩成长能力强的公司才会成为股市发展的基石。近两年股市持续低迷，股市筹资功能得不到充分的发挥。公司上市后业绩下滑使投资者失去对上市公司业绩增长的信心便是其中的一个原因。在我国证券市场上，有不少公司上市后一年优，二年差，三年亏。投资者信心受到打击，就会减少对资本市场的参与，股票市场的筹资功能和优化资源配置的功能就会下降。

自 Ibbotson (1975) 研究 “IPO 之谜” 后，国内外学者从各个角度对它进行了富有成效的研究。对首发公司进行研究主要从市场表现和业绩表现两方面展开。1994 年以前主要侧重于市场方面的研究，从 1994 年以后，对业绩方面的研究开始逐渐增多。国内外学者发现公司上市后业绩显著下滑的现象普遍存在于世界各国的资本市场。

所以对上市公司业绩的研究既具有一定的理论意义，又具有一定的实践意义。我的导师李常青副教授为我指出这一课题，并给予悉心的指导，促我顺利完成本论文。

笔者才疏学浅，文中不当之处，敬请指正。

第一章 文献回顾

首次公开发行股票（Initial Public Offerings，简称 IPOs）指公司第一次向公众发行且上市交易的股票。首次公开发行股票是公司成长过程的重要转折点。它导致了公司的治理结构、资本结构、经营规模和监督体制的重大改变。因此首次公开发行成为资本市场研究的持续热点之一。对首发公司的研究主要从两方面展开：第一、市场表现；第二、业绩表现。迄今为止，第一类研究占主导地位，第二类研究从 1994 年以后开始有趋暖迹象，但对其影响因素的实证分析仍然较少。

第一节 首次公开发行股票市场表现的研究文献回顾

一、 股票首次公开发行定价过低的现象及其理论解释

在股票发行市场中首先引起人们关注的是首次公开发行中定价过低这一规律性现象。众多国内外学者尝试从不同的角度对它加以解释。

1、信息不对称假说

1.1 胜者之咒假说

Rock（1986）认为市场中存在着两种投资者，即掌握信息的投资者和未掌握信息的投资者。如果股票首次公开发行出现了定价过高的现象，则掌握信息的投资者不会认购，该股票会完全出售给那些未掌握信息的投资者。这时未掌握信息的投资者将会在首次公开发行中获得负收益，即出现“胜者之咒”现象。由于股票发行需要不断吸引那些未掌握信息的投资者，因此在股票首次公开发行时必须以低价方式进行，以便为那些未掌握信息

的投资者提供一定收益，从而使得以后的股票发行能够顺利进行。

1.2 投资银行买方独家垄断假说

Barron (1982) 在理论模型中假定投资银行作为股票承销商比上市公司具有更多资本市场及发行定价方面的信息。上市公司将股票发行的定价交由投资银行决定，但由于上市公司(委托人)不能很好地监督承销商(代理人)在股票发行过程中的行为，承销商便会通过低价发行方式来提高其承销活动的成功概率。

1.3 信号假说

Alien 和 Faulhaber (1989), Grinblatt 和 Hwang (1989), Welch (1989) 等认为股票低价发行是公司的质量信号。业绩较好的公司将通过低价发行方式向市场中的投资者传递这样一种信息——本公司拥有美好的发展前景，虽然在首次公开发行中采取低价发行的形式，但在上市后的增资发行中将有能力通过高价发行来弥补在首次公开低价发行中所造成的损失。而业绩较差的公司则不会这么做，因为若首发时采取低价发行的方式，在随后的发行中将因为业绩较差而难以高价发行来补偿。

2、避免法律诉讼假说

Tinic (1988) 模型主要用于解释美国的股票低价发行现象。在美国，严格的信息披露制度使得投资银行、会计师以及发行公司面临着相当大的诉讼风险，投资者可能以首次公开发行的募股说明书所述不实或故意隐瞒某些真实信息为由向法院提起诉讼。承销商和发行公司为了在股票发行中避免投资者的起诉，往往通过低价发行方式来实现这一目的，因为只有那些在首发投资中遭受损失的投资者才会提起诉讼。

3、从众假说

Welch (1992) 认为投资者购买首次公开发行股票的行为不是发生在某一个单一时间内，而是有一个不断调整的过程，此时最初的股票认购情况

会影响到随后其他投资者的购买行为。当最初的股票发售出现热销情况时，以后其它投资者便会不考虑自身掌握的信息而大量认购，即出现“从众”现象。Welch 认为上市公司会有意使首次公开发行股票定价偏低，先吸引少量潜在投资者认购首次公开发行的股票，进而吸引其他投资者大量认购，以利用从众效应。

二、股票首次公开发行的长期弱势现象及其理论解释

Loughran 和 Ritter (1995) 研究发现股票在上市后一段时间里能给其持有者带来的收益与其他同类型非首次公开发行公司股票相比要差一些，即长期弱势。

1、多样化预期假说

该假说认为众多投资者具有多样化预期，那些对首次公开发行股票未来走势表现得最为乐观的投资者将会成为买者，而且乐观的投资者对首次公开发行股票的估价将大大高于悲观投资者的估价，此时股票价格将由过度乐观的投资者所决定，这将导致上市首日的股价大幅上升。而后随着时间推移，越来越多有关上市公司的信息不断被披露，乐观与悲观投资者对公司未来表现的看法将逐渐趋于一致，这将使得上市公司股价逐步回落到真实的价值水平上。

2、过度包装假说

过度包装假说认为大多数公司有意通过“过度包装”使投资者对上市公司产生一种过度乐观的估计。许多研究表明，上市前公司往往采取各种手段尽可能地提高公司的短期盈利水平，从而向监管部门及投资者展现其美好的一面。

三、股票首次公开发行中的“热门股市场”现象及其解释

自 Ibbotson 和 Jaffe (1975) 对“热门股市场”现象进行阐述以来，相当多学者已经发现股票首次发行数量与首次公开发行第一天的平均收益

之间显著正相关。Ritter (1984) 后来进一步证实了这样的现象。

股票首次公开发行的“热门股市场”现象是在股票发行的诸多年份中，在不同时段上发行量及平均收益存在着周期性的现象。较高的股票首次公开发行收益往往意味着随后首次公开发行数量将增大，而且这一现象通常要持续一段时间。这种较高的平均发行收益及随后发行数量不断增加的现象被称为“热门股市场”。

上市条件的放宽、最低发行数量的取消、需要披露信息的减少、发行费用的下降、公司投资机会的增加等因素常被用来解释股票首次公开发行过度集中这一现象。

第二节 首次公开发行股票业绩现象的研究文献回顾

一、国外对首发前后公司经营业绩下滑的现象及解释

国外许多学者自 1993 年起，开始关注首次发行公司经营业绩上市前后的变化及导致这些变化的原因。对于这一问题，一般从以下两个方面考虑：第一、从经营角度看，企业往往在有正净现值投资项目时上市募集资金。投资者对上市公司的业绩预期是，企业上市时筹集了大量资金，提高了资信等级，改善了资本结构，增强了竞争能力，所以企业在上市后，应该有更好的经营业绩，实现持续增长；第二、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，上市公司为了保持股价、配股和增发能力，一般有使经营业绩达到配股标准或者增发新股水平的动机。因此，人们认为公司上市后 3 到 4 年内，经营业绩应有所增长。但国外学者的实证研究表明，首发公司上市后经营业绩显著低于上市前，上市公司增发新股后，经营业绩也显著下降。

1、代理成本假说

1.1 Jain 和 Kini (1994) 研究了首发公司上市后经营业绩表现与股东和经理层持股比例的关系

两位学者在《财务学刊》上发表了《首发公司上市后的业绩表现》一文，并在文中称之为第一篇研究一般类首发公司上市后经营业绩表现的论文。

他们发现首发公司销售和资本支出增长的同时经营业绩却下降，经营业绩以首发当年分界呈“八”形。

两位学者提供了三种解释：

第一、通过新股发行成为公众持股公司，公司改变了治理结构，原先的业主和管理层所持股份降低，管理层有动机将募集资金用于非价值最大化项目或增加额外消费，从而导致代理成本提高；

第二、企业的管理者在上市前进行了财务包装，导致上市前的经营业绩高估，上市后的经营业绩低估；

第三、原来的业主选择经营业绩最好的时期上市，他们自己知晓这样好的经营业绩在上市后无法维持下去。

对第一种解释进行实证检验，按公司保留股份的中位值分成大小两组，用上市前后年度相对首发年度的业绩差异，比较两组的业绩表现，结果与第一种解释相同，保留股本比例大的一组业绩表现更好。

1.2 Mikkelsen、Partch 和 Shah (1997) 研究了首发公司上市后经营业绩表现与董事和经理持股比例变动的关系

三位学者采用主营业务利润与总资产的比率和主营业务利润率来衡量公司的业绩。他们的主要发现是：

第一、首发公司上市后第一年的业绩显著下滑，从上市后第二年起趋向稳定并持续到第十年；

第二、上市后董事和经理平均持股比例不断下降，从上市前第一年的 67.9%，下降到上市当年的 43.7%，5 年后的 28.6%、10 年后的 17.9%，但没有发现业绩变化与公司高层持股比例改变相关；

他们对上述现象的解释是：第一、上市后第一年董事和经理虽然持股水平下降，但仍然保持了足够多的股份，这些持股比例仍能产生足够的激励，使得他们与其他股东利益保持一致；第二、首发后与股价挂钩的激励与补偿计划也会抵消持股比例下降产生的负效应。以上两点说明有些公司首发后代理成本与上市前相比，变化不是很大。

2、报表粉饰假说

Teoh、Welch 和 Wong (1998) 证明了美国公司上市前进行盈余管理导致上市后业绩下滑。他们对首发前后的主观应计进行比较，证实了上市前盈余管理的存在。他们认为企业管理层为了获得上市资格和较高的发行价，会进行报表粉饰，但公司在首发前后不会大幅度改变会计政策，在上市后第一年仍然会进行盈余管理。这样做有两个原因：第一、会计政策急剧改变可能会导致法律诉讼；第二、原股东在上市后第一年仍然会持有较大比例的股份。

3、信息不对称假说

3.1 Degorge 和 Zeckhuser (1993) 研究了通过杠杆收购方式退市后再度上市的公司 (Reverse LBOs) 上市前后的业绩表现

两位学者研究发现 1983 至 1987 年间通过杠杆收购方式退市后再度上市的公司 (Reverse LBOs) 上市后业绩显著下滑。

两位学者对业绩下滑提供了两种解释：第一、管理者利用信息不对称安排恰当的上市时间，即管理者知道公司在什么时期业绩超过了平均水平；第二、公司行为方式 (Behavioral decision) 导致的选择效应。公司的行

为方式，指公司选择总资产收益率增长幅度较高的年度上市，这样可获得较高的发行价。

3.2 Loughran 和 Ritter (1997) 研究了多次发行公司(相当于我国的增发或配股)发行后的业绩表现及解释

两位学者发现总资产收益率 (ROA) 从上市当年的 5.4% 下降到上市后第四年的 2.5%，主营业务利润与总资产比率从 15.8% 下降至 12.1%。他们对此的解释是，公司利用“机会窗口” (Windows of opportunity)，即市场对公司价值高估时上市，而管理层预见到公司上市后业绩会下滑。

3.3 Mikkelsen、Partch 和 Shah (1997) 对首发公司上市后业绩表现相关因素研究

三位学者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。

他们对上述现象的解释是，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。

3.4 Pagano、Panetta 和 Zingales (1998) 发现意大利公司上市后业绩下滑与首发时同行业公司市场价值与账面价值比相关

三位学者发现公司在市场对同行业已上市公司市场价值与账面价值比 (M/B) 高估时选择上市。即市场对该行业过分乐观，而该行业实际上不可能维持增长。

二、国内学者对首次公开发行股票业绩现象的研究

我国一些学者研究表明，上市公司首发时经营业绩相对优良，但上市后整体经营业绩仍呈现下降趋势，陷入一年优、二年差、三年亏的怪圈。他们对此现象从不同的角度进行了分析。

1、代理成本假说

1.1 卢文彬和朱红军（2001）研究了 A 股上市后业绩表现与股权结构的关系

两位学者研究了 1996 年首发 A 股公司在首发前后的收益表现，采用的指标是营业利润与总资产的比值、净利润与总资产的比值。他们以流通股比例的高低、股权集中度的高低为标准把样本分为两组来分析公司治理结构对公司经营业绩变化的影响，发现了以下的结论：

第一、公司上市后各项收益率指标逐渐下降，变化趋势显著；

第二、流通股比例高低对首发公司经营业绩变动趋势没有显著影响，而不可流通股中的国有股和社会法人股有显著影响，其中国有股的存在对首发公司经营业绩的变动产生了不利的影响，而社会法人股的存在有助于首发公司经营业绩的稳定；

第三、股权越集中的首发公司代理成本越高，经营业绩表现越差，主要是因为股权越集中的首发公司，其国有股比例越高。

1.2 洪剑峭和陈朝晖（2002）研究了公司上市后业绩下滑的各种因素

两位学者研究了 1996 年在沪深两地首发的公司，采用税前总资产收益率（ROA）衡量公司的经营业绩，发现公司上市后业绩显著下滑。

为了剔除宏观因素的影响，他们用 1994 年以前的上市公司做控制组样本。把 1996 年首发公司上市前后业绩下降幅度定义为：1994 和 1995 年的税前总资产收益率均值减去 1996 和 1997 年的总资产收益率均值。

同样可得出控制组样本的业绩变动幅度：1994 和 1995 年的税前总资产收益率的均值减去 1996 和 1997 年的总资产收益率的均值。对以上两者进行 t 检验，得出两者有显著的差异。说明在剔除宏观因素影响后，1996 年首发公司在上市后业绩仍然显著下滑。

对于业绩下滑的影响因素，他们提出以下假设：

假设 1: 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;

假设 2: 对上市当年或前 1 年进行资产评估并调整账目的企业来说, 资产评估增值率越高, 上市后经营业绩下滑的程度越大;

假设 3: 企业募集的资金越多, 上市后经营业绩下降的幅度越大;

假设 4: 企业上市后的股权越集中, 经营业绩下降的幅度越大。

经验证以上假设均成立。

2、报表粉饰假说

2.1 林舒和魏明海 (2000) 研究了中国 A 股首发公司在首发前后的收益表现与盈余管理的关系

他们以总资产收益率作为衡量收益表现的指标, 研究了 1992 至 1995 年间首发 A 股公司在首发前后的收益表现。在整个考察期内, A 股发行公司在首发前第二年的收益处于最高水平。这项研究中他们还采用了调整的 Deangle 模型, 在应用控制样本控制宏观经济环境影响和行业影响的基础上, 以 1997 年首发公司为测试样本, 1992 和 1993 年首发公司为控制样本, 对工业类和公用事业类首发公司是否存在盈余管理进行实证研究。实证结果表明, 工业类公司在首发前运用盈利管理幅度较大, 这是导致募股后报告收益大幅度下降的主要原因, 与工业类公司相比, 公用事业类公司的盈利管理程度相对较轻。

2.2 香港理工大学的 Aharony、Lee 和 Wong (2002) 研究了中国上市公司上市后业绩表现与盈余管理的关系

三位学者对我国 1992 至 1995 年间初次发行 B 股和 H 股的国有企业上市前后业绩和财务包装进行了研究, 发现公司在首发当年的报告收益达到最高水平, 随后下降。公司的收益表现以首发当年分界呈“八”形。

他们采用总资产利润率 (ROA) 来衡量经营业绩。总资产利润率 (ROA)

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.

厦门大学博硕士学位论文摘要库