# 我国创业板上市公司 IPO 效应及影响因素的实证研究

陈国民,袁芳芳①
(南华大学 经济管理学院, 湖南 衡阳 421000)

[摘　要]　文章以 2009 年在创业板上市的 36 家公司为研究对象,从盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力四个方面分析了其上市前 1 年到上市后 3 年的经营业绩的变化,检验了其 IPO 效应的存在性。在此基础上研究了募集资金比例、控股股东控股比例、风险投资和保荐机构声誉对创业板上市公司 IPO 效应的影响,最后得出结论,并对我国创业板上市公司的发展提出建议。

[关键词]　创业板;　IPO 效应;　经营业绩
[中图分类号]　F832.5　[文献标识码]　A　　[文章编号]　1673 - 0755(2013)06 - 0040 - 06

## 一　研究背景

我国的创业板自 2009 年 10 月 23 日推出以来,到 2013 年 6 月总计有 356 家公司在这个平台上上市。创业板的推出是经济发展的必然趋势。它不仅为中小企业和新兴企业提供了融资渠道,促进其发展,而且有利于调整产业结构,推进企业科技自主创新,建立多层次的资本市场。创业板的推出对于国民经济的发展具有十分重要的意义。但是,在看到创业板的积极作用外,还应该认识到它同时也蕴含着更大的风险。从创业板 2012 年的年报来看,在 345 家公司中,净利率下降超过 50% 的公司有 42 家,占 12.17%;而净利润增幅超过 50% 的只有 31 家,占 8.99%①。

国内外学术界对于企业 IPO 前后的业绩变化问题进行了诸多研究,他们把 IPO 之后业绩下降的现象称为"IPO"效应。Jain 和 Kini 以经营性现金流和资产收益率为指标来衡量上市公司的业绩,通过实证分析他们发现样本企业在 IPO 后 5 年内的经营性现金流和资产收益率都显著低于其上市前的水平,并呈持续下滑的趋势,这种现象的出现与企业创始人的持股比例有关,而与 IPO 的发行价格无关。Teoh, Ivo Welch 和 T. J. Wong 认为存在 IPO 效应的原因是发行人的盈余管理行为。林舒、魏明海对我国 A 股市场研究发现,样本企业在 IPO 前两年和前一年的经营业绩处于最高水平,而 IPO 当年业绩显著下降[1]。陈文斌、陈超的实证研究结果表明 IPO 后样本公司的长期盈利能力显著下降,其原因是 IPO 募集资金投向变更和投资不足[2]。陈良华通过对我国香港创业板的研究发现,香港创业板上市公司 IPO 后也存在业绩显著下滑的现象[3]。我国创业板是否也存在 IPO 效应?本文在总结前人研究的优点和不足的基础上,对我国创业板 IPO 效应的存在性进行分析检验,并分析研究其影响因素。

## 二　我国创业板上市公司 IPO 效应的存在性检验

### (一)样本选取

本文以深圳证券交易所和巨潮咨询网以及上市公司的招股说明书和上市公告书中的数据为基础,经过整理得到数据样本,选取了 2009 年在创业板上市的 36 家公司的 2008 年 - 2012 年 5 年的财务指标为研究对象。

### (二)财务指标的选取

财务指标是根据我国财政部公布的对上市公司进行评价时所采取的的综合业绩评价体系而选定的。主要从盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力 4 个方面来选取指标对创业板上市公司的业绩进行分析[4]。反映这 4 个能力的财务指标表现得越好,则说明企业的经营业绩越好,反之,则说明经营业绩下降。本文通过检验上市公司的这些财务指标在上市前一年、上市当年和上市后 3 年的变化情况,来判断我国创业板上市公司的经营业绩是否呈现上市前业绩最佳,上市后显著下滑的趋势,存在 IPO 效

[收稿日期]　2013 - 10 - 22
[作者简介]　陈国民 (1964 - ),男,湖南衡阳人,南华大学经济管理学院研究员,博士。
①南华大学经济管理学院硕士研究生。

应。所选指标如表 1 所示。

**表 1　财务指标体系**

| 评价内容 | 基本指标 | 计算公式 |
|---|---|---|
| 盈利能力 | 每股收益 | (本期毛利润 - 优先股股利)/期末总股本 |
| | 净资产收益率 | 净利润/权益平均值 |
| 偿债能力 | 资产负债率 | 负债总额/资产总额 |
| | 流动比率 | 流动资产/流动负债 |
| 营运能力 | 总资产周转率 | 营业收入/总资产平均值 |
| | 应收账款周转率 | 营业收入/应收账款平均值 |
| 成长能力 | 营业收入增长率 | (本年营业收入 - 上年营业收入)/上年营业收入 |
| | 净利润增长率 | (本年利润 - 上年利润)/上年利润 |

(三)实证分析

本文选用 Wilcoxon 检验法检验我国创业板上市公司是否存在 IPO 效应。首先以首发当年为基年(0 年),即 2009 年为 0 年,上市前一年为 - 1 年,即 2008 年为 - 1 年,上市后一年为 1 年,即 2010 - 2012 年分别为 1 年、2 年、3 年。然后比较创业板上市公司各年财务指标中位数的变化(中位数变化如表 2),最后通过 Wilcoxon 检验法对上市公司上市前后这 5 年的经营业绩进行显著性检验(检验结果如表 3)。如果各项财务指标都显著下滑则说明我国创业板上市公司存在 IPO 效应。

运用 SPSS 软件进行 Wilcoxon 检验。Wilcoxon 检验的数学公式为:

$$Z = \frac{\omega - \mu}{\sigma} \quad 其中,\ \mu = \frac{n(n+1)}{4},\ \sigma = \sqrt{\frac{n(n+1)(2n+1)}{24}}$$

Z 是总体分布,σ 是秩次和的标准差,ω 是正秩次和的总和,μ 是秩次和的平均数。用 SPSS 软件进行 Wilcoxon 检验的结果如下:

**表 2　我国创业板上市公司各年财务指标中位数**

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益(元) | 0. 575 | 0. 4279 | 0. 6817 | 0. 358 | 0. 32725 |
| 净资产收益率(%) | 27. 23 | 7. 99 | 9. 284 | 10. 479 | 7. 581 |
| 资产负债率(%) | 40. 6715 | 11. 6525 | 13. 5525 | 17. 088 | 17. 664 |
| 流动比率(倍) | 1. 9335 | 8. 3805 | 6. 781 | 4. 9375 | 4. 19 |
| 总资产周转率(次) | 1. 08 | 0. 535 | 0. 395 | 0. 445 | 0. 47 |
| 应收账款周转率 | 5. 285 | 4. 985 | 3. 77 | 3. 715 | 3. 28 |
| 净利润增长率(%) | 35. 72 | 32. 913 | 22. 2575 | 16. 3605 | 7. 279 |
| 营业收入增长率(%) | 39. 1135 | 25. 659 | 20. 584 | 35. 275 | 19. 1775 |

**表 3　我国创业板上市公司 IPO 经营业绩显著性检验**

| 财务指标 | | - 1 到 0 | 0 到 1 | 1 到 2 | 2 - 3 |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | Z 值 | - 4. 603 | - 4. 870 | - 3. 975 | - 1. 021 |
| | *P* 值 | . 000 | . 000 | . 000 | . 307 |
| 净资产收益率 | Z 值 | - 5. 232 | - 3. 032 | - 1. 822 | - 1. 775 |
| | *P* 值 | . 000 | . 002 | . 068 | . 076 |
| 资产负债率 | Z 值 | - 4. 682 | - 2. 718 | - 3. 676 | - 2. 734 |
| | *P* 值 | . 000 | . 007 | . 000 | . 006 |
| 流动比率 | Z 值 | - 4. 760 | - 2. 199 | - 3. 346 | - 4. 022 |
| | *P* 值 | . 000 | . 028 | . 001 | . 000 |
| 总资产周转率 | Z 值 | - 4. 077 | - 5. 156 | - 2. 696 | - . 787 |
| | *P* 值 | . 000 | . 000 | . 007 | . 431 |
| 应收账款周转率 | Z 值 | - 2. 357 | - 4. 376 | - 2. 545 | - 3. 661 |
| | *P* 值 | . 018 | . 000 | . 011 | . 000 |
| 营业收入增长率 | Z 值 | - 2. 380 | - . 487 | - 2. 168 | - 2. 671 |
| | *P* 值 | . 017 | . 626 | . 030 | . 008 |
| 净利润增长率 | Z 值 | - . 047 | - 2. 569 | - . 927 | - 3. 032 |
| | *P* 值 | . 962 | . 010 | . 354 | . 002 |

从我国创业板上市公司各年财务指标中位数的变化来看,除流动比率因上市公司 IPO 后短期内募集到大量资金呈现显著上升以外,其他财务指标均出现 IPO 后一年的业绩比 IPO 前一年下降的趋势,且 IPO 后第二年第三年的业绩也均低于 IPO 前一年。通过 wilcoxon 检验得出的显著性来看,除净利润增长率在上市当年和上市前一年不显著外,其他的财务指标均出现显著下滑的现象,在上市后一年与上市当年的经营业绩相比,除了营业收入增长率变化不显著外,其余财务指标也均呈现显著下降的趋势。而上市后第三年与第二年相比经营业绩下降的趋势有所改善。通过以上实证分析可以看出我国创业板上市公司同样存在 IPO 效应。

## 三 我国创业板上市公司 IPO 效应的影响因素实证分析

(一)关于 IPO 效应的国内外相关理论

对于上市公司的 IPO 效应的影响因素的研究,国内外学者主要形成了以下几种相关理论。

1、代理成本假说

企业上市后,分散的外部投资者的股权比例会上升,而原有的大股东或管理者的股权比例会下降,这样,外部投资者和管理者的利益冲突和代理成本就会相应增加,出现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[5]。但是管理者的股权比例越高,解决这一问题的可能性就越大,企业的经营业绩就越好。

2、伪市场时机假说

伪市场时机假说即企业选择在有利于公司业绩的时机进行 IPO。企业的管理者会选择在股价上升和高交易量的时机进行股票发行以使出售的股份卖得更高的价值,募集更多的资金。该假说的提出者是由 Sehultz 于 2003 年提出的[6]。

3、盈余管理

上市公司为了募集更多的资金,都会不同程度的对公司的经营业绩、财务报表进行粉饰,以增加企业的收益,减少支出,提高企业短期内的盈利水平。而投资者会被这些粉饰所迷惑,接受企业较高的发行价格。但是企业上市后并不能保持较高的业绩增长率,其财务报表所显示的经营业绩必然会下降。Teoh, Ivo Welch, T. J. Wong 认为存在 IPO 效应的原因是发行人的盈余管理行为[7]。

(二)研究假设

基于以上理论和前人的研究成果,本文提出以下假设:

1、募集资金比例会影响我国创业板上市公司 IPO 效应

募集资金比例是指企业首发新股的募集资金额与上市前净资产的比例,募集资金比例的大小会影响企业的 IPO 效应。上市公司在首发新股时应该根据其项目投资的实际资金需要来确定,但是很多企业为了募集更多的资金,往往会虚设和美化投资项目,以达到其少稀释股权募集更多资金的目的。这就造成了资金的募集量超过了企业的实际运用资金的能力,导致资金的闲置或使用效率低下,不能按照招股说明书中的描述合理利用。另外,上市公司利用募集资金进行投资产生的经济效益不能在短时间内体现出来,也是影响 IPO 后经营业绩的一个原因。因此本文提出以下假设:

H1:募集资金比例会影响我国创业板上市公司 IPO 效应,募集资金比例比较大,IPO 效应会比较大,募集资金比例小,IPO 效应比较小。

2、控股股东控股比例会影响我国创业板上市公司 IPO 效应

控股股东持股比例是指上市公司的第一大股东的持股比例。它是企业全部股东因不同的持股比例所表现出来的股权分散或集中的量化指标,它能够衡量一个企业的股权分布状态。第一大股东的持股比例越高,股权集中度越强,大股东会为了自身利益,积极参与企业的经营决策,不断完善企业管理及优化产业结构。同时也容易出现“一股独大”的现象。另外,控股股东的比例较大,其代理成本相应较小,有助于改善企业经营业绩。因此本文提出以下假设:

H2:控股股东控股比例会影响我国创业板上市公司 IPO 效应,大股东持股比例大,IPO 效应比较小,大股东持股比例小,IPO 效应比较大。

3、有无风险投资会影响我国创业板上市公司 IPO 效应

风险投资是指资本实力雄厚的投资家,对于那些已经具备专业技术背景且发展前景良好,但是缺乏运行资本的企业进行的资金、管理等的多方面的投资支持,并且承担其投资可能带来的风险的一种投资行为。风险投资对于创新型的中小企业的发展具有十分重要的意义,我国很多的创业板上市公司都有风险投资的背景。相关学者对于风险投资在上市公司中的作用做了很多研究,普遍认为风险投资对于上市公司的经营业绩是有重要影响的。本文提出以下假设:

H3:有无风险投资会影响我国创业板上市公司

IPO 效应,有风险投资的 IPO 效应会比较小,没有的比较大。

4、保荐机构声誉会影响我国创业板上市公司 IPO 效应

保荐机构一般是上市公司的主承销商,它是专门提供股权和债权融资服务的投资银行或证券公司。保荐机构的活动作用于证券业的各个重要环节,比如证券的发行、上市和交易过程。它作为独立的第三方发挥着"认证中介"和"信息生产"的作用,它的这一作用在一定程度上使得发行人和投资者之间的信息不对称问题得到缓解,提高了证券发行市场的有效性。当企业上市后业绩下滑严重,保荐机构可能受到处罚,其声誉也会受到影响,所以声誉较好的保荐机构更倾向于较优质的企业,而优质的企业也会选择声誉较好的保荐机构,所以本文提出以下假设:

H4:保荐机构声誉会影响我国创业板上市公司 IPO 效应,保荐机构声誉较好,IPO 效应较小,保荐机构声誉较差,IPO 效应较大。

(三)实证分析

运用 Eviews 软件根据最小二乘法对 IPO 效应的影响因素进行回归分析,建立回归模型为:

$$Y = C + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + U$$

本文选用净资产收益率的增长率为被解释变量 Y,来找出影响我国创业板上市公司 IPO 效应的因素。

解释变量为:

X1:募集资金比例 = 募集资金/发行前总资产

X2:控股股东控股比例 = 第一大股东的控股比例

X3:风险投资,虚拟变量,有风险投资的设为 1,没有的设为 0

X4:保荐机构声誉,虚拟变量,声誉好的设为 1,声誉一般的设为 0

首先通过 Eviews 软件对解释变量进行共线性检验,结果如表 4:

**表 4　多重共线性检验结果**

| | X1 | X2 | X3 | X4 |
|---|---|---|---|---|
| X1 | 1.000000 | -0.056455 | -0.176787 | 0.112125 |
| X2 | -0.056455 | 1.000000 | -0.053693 | 0.112308 |
| X3 | -0.176787 | -0.053693 | 1.000000 | 0.166945 |
| X4 | 0.112125 | 0.112308 | 0.166945 | 1.000000 |

由上表可知各解释变量间的相关系数不高,不存在多重共线性。

然后运用 Eviews 软件根据最小二乘法对被解释变量进行回归,结果如表 5:

**表 5　模型的回归结果**

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | -0.619313 | 0.124868 | -4.959726 | 0.0000 |
| X1 | -0.095390 | 0.035682 | -2.673308 | 0.0119 |
| X2 | 0.000923 | 0.002376 | 0.388523 | 0.7003 |
| X3 | 0.146770 | 0.064963 | 2.259294 | 0.0310 |
| X4 | -0.067542 | 0.058304 | -1.158446 | 0.2555 |
| R-squared | 0.350180 | Mean dependent var | | -0.698083 |
| Adjusted R-squared | 0.266332 | S. D. dependent var | | 0.189602 |
| S. E. of regression | 0.162402 | Akaike info criterion | | -0.669234 |
| Sum squared resid | 0.817610 | Schwarz criterion | | -0.449301 |
| Log likelihood | 17.04622 | Hannan-Quinn criter. | | -0.592472 |
| F-statistic | 4.176381 | Durbin-Watson stat | | 1.723528 |
| Prob(F-statistic) | 0.008060 | | | |

以上检验结果显示,除常数项、变量 X2、X4 外,变量 X1、X3 通过了置信度 95% 的 T 检验,笔者将未通过检验的变量剔除,重新进行回归,结果如表 6:

表 6 修正后的模型回归结果

| Variable | Coefficient | Std. Error | t – Statistic | Prob. |
|---|---|---|---|---|
| C | –0.589584 | 0.095185 | –6.194109 | 0.0000 |
| X1 | –0.102383 | 0.034845 | –2.938267 | 0.0060 |
| X3 | 0.130709 | 0.062926 | 2.077178 | 0.0456 |
| R – squared | 0.320895 | Mean dependent var | | –0.698083 |
| Adjusted R – squared | 0.279738 | S. D. dependent var | | 0.189602 |
| S. E. of regression | 0.160912 | Akaike info criterion | | –0.736266 |
| Sum squared resid | 0.854456 | Schwarz criterion | | –0.604306 |
| Log likelihood | 16.25279 | Hannan – Quinn criter. | | –0.690208 |
| F – statistic | 7.796702 | Durbin – Watson stat | | 1.678243 |
| Prob(F – statistic) | 0.001686 | | | |

上述结果显示,所有变量都通过了显著性 95% 的 T 检验。DW = 1.678243 > Du = 1.56,不存在序列相关。

由以上检验结果可以得出如下结论:

第一,净资产收益率增长率与募集资金比例为负相关关系,募集资金比例越高,净资产收益率增长率越低,即 IPO 效应越大。

这主要是因为企业在募股集资准备上市时,并没有根据企业的实际需要来募集,而是美化投资项目的前景,夸大自身对资金的需求,使得募集资金严重过剩,使用效率低下。募集的资金投入到项目中其产生的经济效益需要一定的时间之后才能显现出来,这也使得企业的经营业绩不能随之提高。此外,上市公司内部和外部对募集资金的使用不能进行有效地监督,也导致募集资金不能得到有效利用,经营业绩得不到显著提高的一个重要原因。

第二,净资产收益率的增长率同风险投资的参与呈正相关关系,有风险投资参与的企业净资产收益率增长率较高,IPO 效应较小。

在创业板市场中,风险投资企业的参与为上市公司提供了增值服务,对企业在 IPO 过程中起到积极的作用。风险投资企业为了减少投资风险,获得更多的利益,会对被投资企业实施必要的监管和治理,通过专业手段对其进行管理,促进企业快速发展,保持较好的经营业绩。

第三,控股股东比例我国创业板上市公司 IPO 效应没有显著影响,拒绝原假设。

有学者认为控股股东的比例越小,IPO 效应越显著,其主要是基于代理成本的问题。但从实证结果来看,我国创业板上市公司并不存在这种问题,这可能是由于创业板上市公司规模一般较小,且大多为民营企业,企业的所有者同时也是企业的管理者,大股东的自身利益同企业经营业绩有密切联系,这种利益趋同效应会使得这些上市公司的代理成本降低,使代理成本问题对经营业绩的影响较小。

第四,保荐机构的声誉对我国创业板上市公司的 IPO 效应没有显著影响,拒绝原假设。

有学者研究表明保荐机构声誉与 IPO 效应呈负相关关系,保荐机构声誉好 IPO 效应就相应较小,但本文的实证研究中这种影响并不显著,笔者认为可能是以下两种原因造成的。第一,我国创业板 IPO 市场中,保荐机构对客户的竞争十分激烈,即使 IPO 企业的经营业绩和质量一般,也会存在着激烈的竞争,在这种情况下最终能为企业进行保荐的很可能是依靠保荐机构与企业的关系。而不是保荐机构的声誉。第二,保荐机构并不能对上市公司完成上市后进行持续的督导工作,这也使得不管保荐机构声誉的好与坏,上市公司在上市后因缺乏有效地督导而使经营业绩明显下滑。

## 四 建议和措施

第一,提高募集资金的使用效率

证监会应重点关注审核创业板上市公司在申请上市时的募集资金项目,使其募集资金的数量符合公司实际,不盲目立项。同时政府的相关监管部门也应加强对创业板上市公司募股资金的投向进行有效地监督,加大对募股资金使用不当行为的处罚力度,促使创业板上市公司合理高效的利用募股资金,不断提高上市公司的经营业绩。

第二,完善风险投资的运作模式

风险投资不仅为创业板上市公司提供了资金支

持,而且也为其提供专业的管理、技术和公司治理的支持,使得这些规模较小的高新技术企业能够快速的发展壮大。但在企业上市后风险投资的退出又会使企业出现一定的 IPO 效应,因此要不断完善风险投资的运作模式,在风险投资退出之前完善公司的治理结构,不仅要为风险投资顺利退出提供机制保障,并且保证创业板上市公司的经营业绩不受影响。使风险投资真正实现对创业板上市公司的推动作用。

第三,进一步完善保荐制度

保荐机构是企业上市过程中最重要的中介机构。保荐机构应认真履行审慎核查的义务,保证其出具的保荐书的真实性、准确性和完整性。若企业上市后被发现其披露的信息有虚假成分,应对保荐机构实行强有力的行政问责机制,强化其实质性把关责任,并通过发行人、投资人等环节对保荐机构的专业能力、诚实守信、信誉等进行评定,实现保荐市场的自我净化。同时,相关的监管部门也应监督保荐机构对上市公司上市后进行持续的督导服务。在保荐机构对上市公司进行督导的工作外,也可让相关的会计师事务所、律师事务所对上市公司共同进行监督指导,这样不仅对上市公司可以进行多方面的监督,而且也可以使各监督机构间相互监督,促使其履行职责。

第四,提高上市公司质量

在完善企业外部影响因素的同时,提高上市公司质量,增强自身的盈利能力也是非常重要的。企业上市前的质量会在很大程度上影响 IPO 后的经营业绩,因此,企业必须有自己的主营业务,有明确的发展目标和经营计划,组建能做出科学决策的高质量的管理团队,同时要进一步建立完善公司的治理结构,为企业上市后的健康持续发展奠定良好的基础。

**注释:**

①数据来源于《证券日报》2013 年 4 月 24 日第 C01 版《160 家创业板公司业绩下滑 向日葵净利润大降 1125%》。

**[参考文献]**


[1] 林 舒,魏明海. 中国 A 股发行公司首次公开募股过程中的盈利管理[J]. 中国会计与财务研究,2000(2):87-130.

[2] 朱武祥,张 帆. 公司上市前后经营业绩变化的经验分析[J]. 世界经济,2001(11):11-18.

[3] 陈良华,孙 健,张 菡. 香港创业板上市公司 IPO 前后业绩变化及其影响因素的实证研究[J]. 审计与经济研究,2005(4):84-88.

[4] 喻 凯,罗 阳. 我国创业板上市公司 IPO 前后业绩变化的实证研究[J]. 会计之友,2012(10):67-69.

[5] 李常青,刘清昌. 沪市公司 IPO 业绩效应研究[J]. 南开管理评论,2005(1):96-100.

[6] Shiller. Speculative Prices and Popular Models[J]. Journal of economic Perspectives,1990(4):55-65.

[7] Jain Bharat, Omesh Kini. The post-issue operating performance of IPO firms[J]. Journal of Finance,1994(11):56-65.


# The Empirical Study of IPO Effect and Infuencing Factors in the Listed Company of China's GEM


CHEN Guo-min, YUAN Fang-fang

(*University of South China*, *Hengyang* 421001, *China*)



**Abstract**: The paper takes 36 companies that listed on the GEM of 2009 as the research object. It analyzes the changes of the business performance from the profit ability, debt paying ability, operation ability and growth ability from 1 year before listing to 3 years after listing . It also tests the existence of the IPO effect. On the basis of the research, It analyzes the proportion of raising money, the holding proportion of the controlling shareholder, studies the risk investment and the sponsor reputation effect on IPO of companies listed on the GEM. Finally it comes to the conclusion, and puts forward suggestions on the development of the companies listed on the GEM of China.



**Key words**: GEM; IPO effect; business performance