

# 业绩变脸是信息不对称的产物吗?\*

## ——一个文献综述

张 晶

**[摘 要]**现阶段,随着中国新股发行审核制度由核准制向注册制逐步过渡,业绩变脸已经逐渐成为中国完善资本市场监管,规范上市公司行为,促进多层次资本市场健康发展亟待解决的热点问题。本文从业绩变脸的内涵、信息不对称视角下的业绩变脸分析、中国情境下的业绩变脸分析三个方面对国内外业绩变脸的已有成果进行了系统梳理。综述发现:第一,业绩变脸普遍存在于各国资本市场,且中国业绩变脸的程度不但远高于发达国家,还高于其他发展中国家;第二,基于信息不对称的西方业绩变脸理论虽然能够较好地解释发达国家的业绩变脸现象,但是由于中国政策部门的发行管制和上市公司一股独大的股权结构并存,其在中国的情境下缺乏解释力;第三,中国业绩变脸现象在很大程度上受到中国特定的制度因素和上市公司股权结构的影响,并形成了发行监管制度影响论和股权结构影响论。在此基础上,本文讨论了现有研究存在的不足,并呼吁采用更为客观的实证分析方法,加强基于中国情境业绩变脸的系统分析。

**关键词:**业绩变脸信息不对称 新股发行制度 一股独大

**JEL 分类号:**G14 G32 G38

## 一、引 言

自 20 世纪 90 年代以来,业绩变脸一直是备受各国金融学界关注的重要问题。近年来,随着中国新股发行审核制度进入由核准制向注册制过渡的关键时期,它也成为了中国完善资本市场监管、规范上市公司行为亟待解决的热点问题。因此,如何在改革新股发行制度的过程中有效治理业绩变脸,是促进中国多层次资本市场健康发展的一项艰巨任务,具有重要的现实意义。为此,本文基于国内外业绩变脸的研究进展,从三个方面对业绩变脸文献进行了梳理:第一,是业绩变脸的内涵;第二是信息不对称视角下的业绩变脸分析;第三是中国情境下的业绩变脸分析。在此基础上,本文分析了现有研究存在的不足,并给出了相关研究的展望,以期对有效治理中国业绩变脸现象,促进多层次资本市场健康发展提供支撑。

## 二、业绩变脸的内涵

### (一)业绩变脸的定义

在金融学领域,业绩变脸的定义来源于对上市公司 IPO 前后经营业绩变化的阐述。美国学者

\* 张晶,中国社会科学院研究生院,博士研究生。

Jain 和 Kini 在金融学界对于上市公司业绩的先前研究侧重于分析 IPO 后股票价格表现,缺少 IPO 后经营业绩表现相关分析的背景下,选取 1976-1988 年间上市的 682 家美国上市公司为样本,按照三位数标准行业分类代码(以下简称三位数 SIC 代码)将上市公司与同行业公司匹配,以总资产息税折旧摊销前收益率和总资产经营现金流量率为衡量经营业绩的指标,通过 Wilcoxon 符号秩检验对 IPO 前一年和后三年的经营业绩进行分析,发现样本公司 IPO 后经营业绩指标的中位数均低于 IPO 前。他们将这种上市公司在 IPO 上市后难以维持其 IPO 前的经营业绩水平, IPO 后经营业绩显著下降的现象定义为业绩变脸(Jain and Kini, 1994)。自 Jain 和 Kini 开创性地提出业绩变脸以来,各国学者围绕这一现象开展了广泛的研究(具体内容请参考表 1)。

## (二)业绩变脸的度量指标

经营业绩是有效判断上市公司存在业绩变脸与否的重要标准,而评价上市公司经营业绩的指标具有多样性,既包含反映盈利能力的指标,又包含反映运营能力、偿债能力、发展能力的指标。纵观国内外业绩变脸研究的现有文献,学者们主要采用基于利润、经营现金流量的两类反映盈利能力的指标和基于经营业绩评价体系的综合指标对业绩变脸进行了检验和分析,在具体度量指标的选择上,为了去除绝对值指标的规模扩大效应,主要选取相对值指标评价上市公司的经营业绩。

1. 基于利润的盈利能力指标备受金融学界青睐。以利润为指数的指标是最基础的盈利能力指标,它最大的特点是结果直观、便于比较。在金融学界最早被广泛使用的业绩变脸度量指标是资产收益率(Return on Assets),即企业在一定时期内实现的收益额占该时期资产总额的比重,反映了企业资产的综合利用效率,是衡量上市公司经营业绩的综合性核心指标。由于各国间财务指标的差异性,学者们在研究业绩变脸时,根据不同国家的财务指标调整计算出的资产收益率也有所差别,概况起来包括四种经改进的资产收益率。第一种是总资产息税折旧摊销前收益率。Jain and Kini (1994)、Cai and Wei (1997)、Khurshed et al. (2005)以总资产息税折旧摊销前收益率研究了美国、日本、英国上市公司 IPO 前后经营业绩的变化。该指标剔除了债务规模、税收和折旧摊销政策对上市公司经营业绩的影响。第二种是总资产息税前收益率。许海(2001)、Balatbat et al. (2004)选取总资产息税前收益率作为经营业绩的代理变量,检验了中国、澳大利亚上市公司业绩变脸的程度。该指标剔除了债务规模、所得税率对上市公司经营业绩的影响。第三种是总资产税前收益率。林舒和魏明海(2000)采用总资产税前收益率,比较分析了中国 A 股公司 IPO 前一年和后三年的经营业绩。Ahmad-Zaluki (2009)也在马来西亚上市公司业绩变脸的研究中使用了这一指标,为去除 IPO 当年及以后年度上市公司通过银行存款的形式保留大量的新股发行所得产生的影响,他们在计算这一指标时从年末资产总额中扣除了年末货币资金。该指标虽然剔除了税收政策的影响,但是忽略了债务规模对于上市公司经营业绩的作用。第四种是总资产净收益率。Pastor-Llorca and Poveda-Fuente (2006)通过分析西班牙上市公司 IPO 前后的总资产净收益率,验证了业绩变脸。Aharony et al. (2000)、潘端莲和杨有红(2013)为准确反映参与企业经营资产的利用效率,使用经货币资金调整的总资产净收益率,对比了中国 B 股、H 股公司和创业板上市公司 IPO 前后的经营业绩。Teoh et al. (1998)、Roosenboom et al. (2003)也借鉴这一指标,考察了美国和荷兰资本市场业绩变脸的存在性。为降低 IPO 后因股东权益大幅增加而导致的经营业绩下滑对检验结果的影响,分母由年末资产总额被调整为期初资产总额。总体而言,该指标既没有剔除债务规模的影响,也没有考虑到所得税率对经营业绩的作用。

其次使用较多的业绩变脸度量指标是销售利润率和净资产收益率。销售利润率(Return on Sales)是企业一定时期内的利润总额与销售收入的比率,体现了企业销售收入的收益水平。谢玲芳和朱晓明(2005)采用销售利润率,分析了民营上市公司 IPO 前后两年、国有上市公司 IPO 前后三年经营业绩的变化。该指标仅反映了上市公司通过销售赚取利润的能力,并不能全面评价上

市公司的经营业绩。净资产收益率(Return on Equity)用企业在一定时期内的净利润与净资产的百分比表示,反映了股东权益的收益水平。蔡宁和徐晋波(2010)使用净资产收益率,研究了中小板上市公司业绩变脸的程度。该指标仅反映股东投入资产的利用效率,不仅不能全面反映公司的经营业绩,而且也不能避免因新股发行股东权益大幅增加而导致的经营业绩下滑问题。

2. 基于经营现金流量的盈利能力指标受到金融学界认同。以经营现金流量为基础的指标因其不易受到会计操纵的干扰,能够客观反映企业盈利水平,而成为反映盈利能力的重要指标。金融学界主要采用总资产经营现金流量率作为经营业绩的代理变量,对业绩变脸进行了研究。总资产经营现金流量率由企业一定时期内的经营现金流量与年末总资产的比值计算得出,体现了总资产创造现金的能力。Cai and Wei(1997)在日本业绩变脸的研究中,使用了总资产经营现金流量率。Gordon et al.(2006)也使用这一指标分析了通过 IPO 上市退出的英国收购公司 IPO 前三年和后五年的经营业绩。该指标避免了利润相关指标因会计操纵而造成的数据失真的影响,能够客观反映上市公司的盈利质量。

3. 基于经营业绩评价体系的综合指标异军突起。早期,学者们主要采用基于利润和经营现金流量的两类反映盈利能力的指标,对业绩变脸进行了分析。但是,随着研究的深入,越来越多的学者认识到,上市公司经营业绩评价是一个综合体系以至于不能简单地通过分析反映盈利能力的指标就达到准确反映上市公司整体经营业绩的效果,因此他们倾向于选取经营业绩评价体系中评价盈利能力、偿债能力、运营能力、发展能力的综合指标,从多个角度对业绩变脸予以研究。Chi and Padget(2006)选取总资产收益率、净资产收益率、每股收益、资产负债率、资金周转率、销售增长率和销售额等指标,对中国 A 股公司 IPO 前一年和后三年的经营业绩进行了对比分析,结果表明 IPO 上市虽然使得销售额显著增长,但是却导致了盈利能力、偿债能力、运营能力和发展能力的显著下滑。由此可见,基于经营业绩评价体系的综合指标是一种能够反映上市公司整体经营业绩,确保研究结论客观科学的业绩变脸度量指标。

### (三)业绩变脸的检验方法

学者们主要采用 Wilcoxon 符号秩检验、固定效应回归、T 检验三种方法对业绩变脸进行了检验。Wilcoxon 符号秩检验是分析上市公司业绩变脸最主要的方法。使用此方法时,上市公司 IPO 前的经营业绩和 IPO 后的经营业绩被看作是两组配对的样本,若两组配对样本中位数差值的统计量概率小于设定的显著性水平,则两组配对样本存在显著差异,反之两者之间则无显著差异。Jain and Kini(1994)、Wang(2005)、Tapa and Mazlan(2013)等采用 Wilcoxon 符号秩检验比较分析了上市公司 IPO 前后的经营业绩。为明确业绩变脸是否归因于行业效应,他们还选取了与样本相匹配的行业对照组进行分析,并使用这一方法检验了 IPO 前后经行业调整经营业绩的变化情况。此方法不仅不受配对数据总体服从或近似服从正态分布假设的限制,而且以上市公司经营业绩的中位数为特征值,避免了极端值对整个样本特征值的影响。

固定效应回归是通过构建固定效应模型,使上市公司 IPO 前的经营业绩与 IPO 后经营业绩相匹配,进而回归分析 IPO 前后经营业绩变化的方法。若事件年度的估计参数为正,则表明 IPO 后经营业绩有所改善,反之则表明 IPO 后经营业绩恶化。Pagano et al.(1998)、Khurshed et al.(2005)、黄贵海和宋敏(2005)使用固定效应回归分析了意大利、英国、中国 H 股公司 IPO 前后经营业绩的变化趋势。此方法能够控制宏观经济变动对上市公司经营业绩的影响,但是仅反映了上市公司 IPO 前后经营业绩的变化趋势,并不能体现业绩变脸的程度。

T 检验与 Wilcoxon 符号秩检验类似,两者最大的区别在于 T 检验是对上市公司 IPO 前后经营业绩的均值进行比较分析的方法。Chen et al.(2006)、周孝华和吴宏亮(2010)、潘端莲和杨有红(2013)使用 T 检验,比较了中国 B 股公司、中小板上市公司和创业板上市公司 IPO 前后的经营业

绩。此方法虽然便于理解和计算,但是使用此方法必须满足数据总体服从或近似服从正态分布的假设,而且选取上市公司经营业绩的均值为特征值,容易受到极端值的影响。

#### (四)业绩变脸的研究结论

众多学者的研究表明,业绩变脸不是发达国家成熟资本市场所独有的现象,它还广泛存在于发展中国家的资本市场,只是发达国家与发展中国家的业绩变脸程度有所不同。Jain and Kini (1994)、Cai and Wei(1997)、Kim et al.(2004)、Tapa and Mazlan(2013)、Arik and Mutlu(2014)等先后证明了业绩变脸存在于美国、日本、泰国、马来西亚、土耳其等国的资本市场,且这些国家 IPO 前一年和后三年经营业绩降幅依次为 9%、5%、25%、16%、7%。朱武祥和张帆(2001)、李远鹏(2009)比较分析了中国 A 股公司 IPO 前后的经营业绩,指出 IPO 前一年和后三年经营业绩降幅为 53%、IPO 前后三年经营业绩的降幅为 57%。由此可见,相对于发达国家而言,发展中国家业绩变脸较为严重,而中国由于资本市场起步较晚,市场机制尚不健全,业绩变脸的程度不仅远高于发达国家,而且还高于其他发展中国家。

表 1 世界各国业绩变脸研究统计表

国外业绩变脸研究							
国家	作者(出版年)	样本数量	样本期间	业绩指标	度量方法	比较区间	降幅
美国	Jain and Kini(1994)	682	1976-1988	息税折旧摊销前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	9%
美国	Jain and Kini(1994)	682	1976-1988	经营现金流/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	6%
美国	Teoh et al.(1998)	1649	1980-1992	净利润/期初资产总额	描述性统计	IPO 当年后 三年比	至
日本	Cai and Wei(1997)	180	1971-1992	息税折旧摊销前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	5%
日本	Cai and Wei(1997)	180	1971-1992	经营现金流/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	3%
英国	Gordon et al.(2004)	178	1980-1998	经营现金流/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前三年 后五年比	8%
英国	Khurshed et al(2005)	216	1995-1999	息税折旧摊销前利润/年末总资产	固定效应	IPO 当年后 三年比	-
意大利	Pagano et al.(1998)	2181	1982-1992	息税折旧摊销前利润/年末总资产	固定效应	IPO 当年后 三年比	-
荷兰	Roosenboom et al.(2003)	64	1984-1994	净利润/期初资产总额	Wilcoxon 检验	IPO 当年后 一年比	9%
西班牙	Pastor-Llorca and Poveda-Fuent(2006)	65	1987-2002	净利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 当年后 三年比	2%
澳大利亚	Balatbat et al(2004)	313	1976-1993	息税前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 后一与 后三年比	1%
泰国	Kim et al.(2004)	133	1987-1993	息税前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	25%
马来西亚	Ahmad-Zaluki(2009)	254	1990-2000	利润总额/年末总资产-年末货币资金	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	10%

国外业绩变脸研究							
国家	作者(出版年)	样本数量	样本期间	业绩指标	度量方法	比较区间	降幅
马来西亚	Tapa and Mazla(2013)	634	1989-2008	息税前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	16%
土耳其	Arik and Mutlu(2014)	102	2007-2013	净利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	7%
国内业绩变脸研究							
市场	作者(出版年)	样本数量	样本期间	业绩指标	度量方法	比较区间	降幅
B 股 H 股	Aharony et al(2000)	B 股:66 H 股:17	1992-1995	净利润/总资产- 货币资金	Wilcoxon 检验	IPO 当年后 三年比	4%
沪深 A 股	林舒和魏明(2000)	203	1992-1995	利润总额/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	46%
沪深 A 股	许海(2001)	216	1994-1996	息税前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后四年比	67%
沪深 A 股	朱武祥和张帆(2001)	217	1994-1996	息税前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	53%
沪深 A 股	Wang(2005)	747	1994-1999	息税前利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前后三 年比	44%
沪深 A 股 民营企业	谢玲芳和朱晓明 (2005)	200	1996-2001	利润总额/销售收 入	Wilcoxon 检验	IPO 前后两 年比	17%
沪深 A 股	李远鹏(2009)	1369	1996-2006	净利润/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前后三 年比	57%
沪深 A 股	Chi and Padget(2003)	382	1996-1997	利润总额/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	13%
沪深 A 股	Chi and Padget(2003)	382	1996-1997	净利润/净资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	16%
沪深 A 股	Chi and Padget(2003)	382	1996-1997	净利润/总股本数	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	8%
沪深 A 股	Chi and Padget(2003)	382	1996-1997	本年销售增长额/ 上年销售收入	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	9%
沪深 A 股	Chi and Padget(2003)	382	1996-1997	销售收入/年末总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	11%
沪深 A 股	Chi and Padget(2003)	382	1996-1997	总负债/总资产	Wilcoxon 检验	IPO 前一年 后三年比	11%
H 股	黄贵海和宋敏(2005)	260	1993-2000	利润总额/年末总资产	固定效应	IPO 前后三 年比	至
B 股	Chen et al.(2006)	114	1992-2000	净利润/年末总资产	T 检验	IPO 当年后 三年比	2%
中小板	周孝华和吴宏亮 (2010)	98	2004-2007	息税前利润/年末总资产	T 检验	IPO 前后两 年比	45%
创业板	潘端莲和杨有红 (2013)	188	2009-2011	净利润/年末总资产- 年末货币资金	T 检验	IPO 前后两 年比	48%
中小板	蔡宁和徐晋波(2010)	52	2006	净利润/净资产	描述性统计	IPO 前后两 年	至

资料来源:作者整理。

### 三、信息不对称视角下的业绩变脸分析

现有文献主要从信息不对称角度解释了业绩变脸的成因。基于投资者与发行人之间信息不对称的研究提出了盈余管理假说、择机上市假说;基于上市公司股东与管理层之间信息不对称的研究提出了代理成本理论。

#### (一) 盈余管理假说

盈余管理不是通过违规手段弄虚作假的行为,而是公司管理层利用会计准则的可选择性,有意识地选择会计政策,有目的地控制对外财务报告以谋取私利的“披露管理”(Schipper, 1989)。支持盈余管理假说的学者认为,由于投资者与发行人之间的信息不对称,投资者在上市公司 IPO 前,从公众渠道所能获取的上市公司信息相对较少,仅能依靠招股说明书中披露的财务报表来判断上市公司的价值并做出投资决策(Rao, 1991),因此,上市公司管理层为确保上市成功以获得更多的融资,会在 IPO 前或 IPO 当年通过调增应计收入、采用增加利润的折旧政策等盈余管理方法夸大盈利水平,来达到吸引投资者投资的目的,而在 IPO 后,上市公司因夸大的应计收入和利润被冲回无法维持 IPO 前的经营业绩,从而导致业绩变脸(Teoh et al., 1998)。

从实证角度来看,很多学者的研究为盈余管理假说提供了佐证。一些研究从上市公司 IPO 当年盈余管理行为的角度考量了业绩变脸的原因。Roosenboom et al.(2003)、Ahmad-Zaluki(2009)采用修正的 Jones 模型推导出异常的当前、长期应计作为衡量应计盈余管理的代理变量进行研究,发现 IPO 当年增加应计收入的盈余管理行为是导致荷兰、马来西亚上市公司 IPO 后业绩变脸的原因。Pastor-Llorca and Poveda-Fuentes(2006)通过修正的 Jones 模型和 Poveda 模型,检验了西班牙上市公司 IPO 前后的经营业绩,发现 IPO 后三年经营业绩的下滑是由 IPO 当年的应计盈余管理行为所致。另一些研究从上市公司 IPO 前盈余管理行为的角度考察了盈余管理对上市公司 IPO 前后经营业绩的影响。Huang and Shu(2014)借鉴修正的 Jones 模型分析了 1998-2010 年上市的中国 A 股公司,发现样本公司 IPO 后经营业绩表现不佳的主要原因是 A 股公司在 IPO 前一年进行了应计盈余管理。顾鸣润和田存志(2012)利用修正的 Jones 模型、T 检验、控制均值回归法,从应计盈余管理和真实盈余管理角度,验证了中国 A 股公司的盈余管理行为对业绩变脸的影响,结果显示 IPO 前的应计与真实盈余管理行为造成了 IPO 后经营业绩的下滑,且真实盈余管理行为产生的负面影响更大。

#### (二) 择机上市假说

支持择机上市假说的学者认为上市公司管理层基于发行人与投资者之间的信息不对称,通常会选择在牛市或经营业绩最佳的时间段 IPO 上市,即利用投资者过度乐观的情绪,误导其过高估计公司的内在价值,进而达到以最优的价格出售股票实现收益最大化的目标。但是随着投资者的认识趋于理性,他们将修正对公司股票价格的过度乐观预期,从而导致上市公司 IPO 后经营业绩表现不佳(Loughran and Ritter, 1997)。

在实证方面,很多学者的研究为择机上市假说提供了证据。Jain and Kini(1994)、Farinós et al.(2005)基于美国、西班牙上市公司的数据,以市盈率作为衡量市场预期的指标,通过 Wilcoxon 符号秩检验,研究了市场预期对业绩变脸的影响,发现 IPO 前高水平的经营业绩会使投资者乐观评估上市公司未来的收益情况,虽然上市公司利用投资者的乐观情绪,以较高的价格发行了股票,但 IPO 后随着投资者趋于理性,他们对上市公司的市场预期下降,从而导致业绩变脸。王军和唐柳(2009)也使用 Wilcoxon 符号秩检验,分析了 2001-2004 年上市的中国 A 股公司 IPO 前后的经营业绩,发现样本公司 IPO 后三年的经营业绩显著下滑,且在 2001-2002 年泡沫期下滑更为突出,

表明样本公司利用市场泡沫集中上市的行为造成了 IPO 后经营业绩的恶化。唐运舒等(2008)采用 T 检验和 Mann-Whitney 检验,从风险投资的角度,考察了香港创业板上市公司,结果显示非风投持股公司选择在经营业绩最佳的时候上市是其 IPO 后业绩变脸程度显著高于风投持股公司的原因。

然而,也有研究从理论上和实证上对择机上市假说提出了质疑。郭杰和张英博(2012)研究指出,在中国审批制、核准制的发行审核制度和放宽发行市盈率、市盈率严格管制、询价制的定价机制下,IPO 市场时机不仅包括基于企业自主选择的时机,还包括基于政府发行管制的时机,虽然市场时机对业绩变脸有显著影响,但是这种影响主要来源于政府择时而不是企业择时。仇盼盼(2013)基于 2009-2010 年的中国创业板上市公司进行 OLS 回归,发现在核准制下,发行人对上市时机的选择不具有控制权,有无风投支持在上市时机选择方面没有显著差异,择机上市假说不能解释中国创业板上市公司的业绩变脸现象。

### (三)代理成本理论

支持代理成本理论的学者认为,企业是多种生产要素契约的集合体,由众多追求自身利益的个体组成。在企业所有权与经营权分离后,股东与经营者之间就形成了委托代理的契约关系,即股东作为委托人授权经营者以代理人的身份代替其管理企业。在委托代理关系下,一方面,股东追求股东权益最大化,而经营者追求其自身利益最大化;另一方面,股东不直接参与生产经营活动,无法全面、准确地掌握经营活动的信息,而经营者负责日常生产经营及管理活动,比股东掌握了更多经营管理方面的信息,因此他们之间会因为目标不一致和信息不对称而产生利益冲突,经营者往往会偏离股东权益最大化目标而采取各种手段追求自身利益的最大化。鉴于此种情况,股东为防止经营者损害自己的利益,需要构建监控机制对经营者的行为加以约束,这种机制的建立需要承担包括股东的监督成本、经营者的担保成本和无法解决利益冲突产生的剩余损失在内的代理成本(Jensen and Meckling,1976)。而企业在 IPO 后,经营者股份的稀释和控制权的分散会加剧股东与经营者的利益冲突,经营者为实现自身利益最大化,很可能将募集资金用于私人用途方面或投资于一些易凸显其管理业绩但风险较大的项目,从而引起代理成本增加,最终导致 IPO 后经营业绩下滑。

就实证研究而言,各国学者对代理成本理论进行了验证,但是由于不同国家上市公司股权结构的差异而得出了不同的结论。美国上市公司以个人和机构投资者持股为主,股权流动性强,股权结构呈现出多元化、高度分散化的特征。Jain and Kini(1994)基于美国上市公司的数据研究发现,管理层持股比例与 IPO 后经营业绩正相关,证实了代理成本理论。Mikkelsen et al.(1997)认为 Jain 等的研究仅以上市公司原始所有者 IPO 后股权保留份额作为管理层持股比例的代理变量,没有直接测算 IPO 前后管理层持股情况,从而导致研究结论存在一定的偏差。他们将股权分为 CEO 持股、高管和董事持股、外部股东持股,并通过 Wilcoxon 符号秩检验和 OLS 回归对美国上市公司进行分析,发现虽然 IPO 后上市公司的高管和董事持股比例有所下降,但是绝对持股份额依然较大,管理层与股东的利益趋于一致,再加上 IPO 后与股价关联的薪酬等因素弥补了管理层持股比例下降产生的不良影响,上市公司 IPO 前后管理层持股比例的变化与 IPO 后经营业绩的下滑不相关。

日本上市公司的股权主要由法人(即金融机构和实业公司)控制,个人股东持股比例小,且为了加强企业间的联系,稳定企业的经营状况,降低恶意收购的可能性,法人相互持股比较普遍,股权结构相对于美国上市公司较为集中。Cai and Wei(1997)借鉴 Mikkelsen 等的研究方法,检验了 1971-1992 年在东京证交所上市的公司,发现 IPO 后金融机构持股比例上升、董事持股比例下降、股权集中度降低,日本上市公司 IPO 后经营业绩的恶化不能归因于管理层持股比例减少。他们认

为日本金融机构持股比例高并对上市公司的投融资决策具有控制权的特点有效地缓解了管理层与股东之间的代理问题。Kutsuna et al.(2002)对1995-1996年JASDAQ上市公司的数据进行分析,得出了相反的结论,他们发现IPO后前十大股东持股比例虽有减少但持股份额依然较大,股权依然集中,而银行的持股比例虽有增加但作用并不显著,业绩变脸是由IPO后经营管理层持股比例减少,代理成本增加所致,支持了代理成本理论。

中国上市公司按照控股股东的性质可分为国有上市公司和民营上市公司。一方面,国有上市公司是中国资本市场的主体力量,由国有企业改制重组而来,根据股权类型形成了国有股、法人股和流通股。其中,国有股和法人股不能公开交易,并处于绝对的控股地位。虽然国有上市公司经历了股权分置改革,国有股和法人股的持股比例有所下降,但是第一大股东持股比例并没有减少,一股独大的股权结构仍然没有得到全面改善。在一股独大的股权结构下,国有上市公司的管理层虽然在IPO后持有了公司的股份但持股比例微乎其微,而且随着管理层持股的推进,股东与管理层之间的代理成本不但没有上升反而在一定程度上有所下降,由此可见代理成本理论不能解释中国国有上市公司的业绩变脸现象。另一方面,绝大多数民营上市公司在IPO前是家族企业,股权高度集中在家族或企业主手中,单一的股权结构导致所有权和经营权合一。虽然伴随着IPO上市,民营上市公司按照证监会的法律法规和相关要求,完成了公司所有权与经营权的分离,但仅是形式上建立了现代公司制度和组织,IPO后家族控股的特征并没有改变,往往形成一股独大的股权结构,因而代理成本理论也不适用于解释中国民营上市公司的业绩变脸现象。魏刚(2000)、陈笑雪(2009)研究了A股公司管理层股权激励与经营业绩的关系,指出A股公司高管人员持股水平偏低,“零持股”现象普遍,高管人员的持股比例与公司经营业绩之间不存在“区间效应”。于东智和谷立日(2002)、宋增基等(2005)基于A股公司的数据进行分析,发现管理层持股比例与上市公司的经营业绩基本不相关。陈勇等(2005)通过使用Wilcoxon符号秩检验,考察了实施股权激励的A股公司的经营业绩,发现由于股权激励程度太低,实施股权激励后A股公司的经营业绩略有上升,但无显著变化。

从上述文献可以看出,虽然基于信息不对称的盈余管理假说、择机上市假说、代理成本理论能够解释发达国家的业绩变脸现象,但是却不能完全适用于解释中国高程度的业绩变脸现象。为什么西方的业绩变脸理论特别是择机上市假说和代理成本理论在中国情境下会出现水土不服?本文认为,这是政府发行管制和上市公司一股独大的股权结构共同作用而产生的结果。首先,中国资本市场起步较晚,且从计划经济体制中发展而来,具有特定的制度背景。从资本市场成立之初的非市场化阶段到半市场化阶段再到准市场化阶段,发行审核制度经历了发行配额受限的审批制、发行指标受限的审批制、发行数量受限的核准制下的通道制,券商参与发行的核准制下的保荐制一系列改革。与之相应,定价机制经历了相对固定市盈率、放宽发行市盈率、市盈率严格管制、询价制的一系列变迁。虽然新股发行制度不断发展完善,逐渐向市场化方向靠拢,但是在现行发行审核制度和定价机制下,政府对企业发行上市仍具有控制力,政府的行政化发行管制导致企业无法利用市场时机上市融资。其次,中国上市公司一股独大的股权结构使得股东与管理层之间的第一类代理问题并不显著,取而代之的是控股股东与中小股东之间的第二类代理问题较为突出。控股股东利用其绝对控制权,通过关联交易、对外担保、占用资金等方式转移上市公司资产和利润,侵占中小股东利益的“掏空”行为已经成为中国公司治理的主要问题。刘峰和贺建刚(2004)研究发现,持股比例高的大股东倾向于采用关联交易等方式实现对中小股东的侵占,而持股比例低的大股东则倾向于采用对外担保、占用资金等方式实现对中小股东的侵占。Wang(2005)基于1994-1999年的国有上市公司数据进行研究,发现国有股和流通股与IPO前后经营业绩变化不相关,法人股与IPO前后经营业绩变化存在曲线关系,即法人股持股比例较高和较低的上市公司其法人股持股比例与IPO前后经



营业绩的变化正相关,法人股持股比例处于中等水平的上市公司,法人股持股比例与经营业绩变化负相关,表明利益协同效应和大股东侵占并存,并对上市公司的经营业绩产生影响。胡旭微等(2013)对2008-2011年上市的民营上市公司进行实证研究,发现管理层持股比例与经营业绩呈三次方关系,也支持了利益协同效应和大股东侵占共同影响上市公司经营业绩的结论。因此,有必要在借鉴西方业绩变脸理论的基础上,结合中国特定的制度因素和上市公司独特的股权结构对业绩变脸加以分析,从而准确、合理地解析中国情境下的业绩变脸现象。

#### 四、中国情境下的业绩变脸分析

基于信息不对称视角对业绩变脸的研究表明,由于中国政策部门的发行管制和上市公司独特的股权结构并存,西方的业绩变脸理论在中国情境下缺乏解释力。因此,为了明晰中国特定的制度因素和上市公司股权特征对于业绩变脸的影响,准确理解中国业绩变脸现象,学者们围绕新股发行制度和一股独大的上市公司股权结构展开了一系列研究,形成了发行监管制度影响论和股权结构影响论两种观点。

##### (一)发行监管制度影响论

发行监管制度影响论认为,中国的新股发行制度特别是发行审核制度和发审委制度能够通过影响上市公司IPO前的盈余管理行为和IPO过程中的寻租行为,进而对业绩变脸产生影响。具体而言,一方面,新股发行审核制度能够加剧或缓和上市公司IPO前的盈余管理行为,从而对业绩变脸产生影响。即在审批制下,政府不仅对发行额度和发行指标进行了严格限制,而且对上市公司的性质、股本、IPO前三年的盈利水平等方面也进行了强制性规定。上市公司为争夺稀缺的IPO资源会通过增加IPO前的盈余管理行为来夸大盈利水平,以期通过证监会的实质性审核,从而导致IPO后经营业绩大幅下滑。随着新股发行审核制度向核准制转变,再向注册制过渡,发行管制逐渐放开、市场的作用逐步凸显、信息披露能力逐渐增强,上市门槛有所下降,盈利水平与盈利质量并重,上市公司在IPO前的盈余管理行为在一定程度上受到约束,从而使业绩变脸的程度有所缓和。从实证上来看,卢文彬和朱红军(2001)研究指出在审批制下,公司为获得发行额度、抬高发行价格,有利用盈余管理提高IPO前年度收益的动机,进而导致了高程度的业绩变脸。洪剑峭和陈朝晖(2002)基于1996年上市的A股公司进行OLS回归,发现业绩变脸是由审批制下的额度控制所诱发的IPO前盈余管理行为所致。徐浩萍和陈超(2009)以2002-2005年上市的A股公司为样本,通过T检验和Wilcoxon符号秩检验,考察了核准制下的IPO前盈余管理行为与业绩变脸关系,发现由于核准制下行政监管、市场监管及公司治理的改善,A股公司的业绩变脸不能归因于IPO前的应计盈余管理行为。

另一方面,随着新股发行审核制度的变迁,发审委制度作为新股发行制度的重要组成部分,经历了发审委初设阶段、发审委条例阶段、新发审委制度实施阶段的一系列改革,在新股发行中的重要作用日益凸显。在核准制下,虽然发审委地位、职能在法律上的确定,发审过程的逐步公开化、透明化,会计师事务所、律师事务所等中介机构专业人员的引入,证监会会外委员比例的扩大,记名投票制度、发审委委员回避制度和问责制度的建立等提高了发行审核工作的专业性,抑制了发行人直接向发审委员寻租的行为,并在一定程度上减少了行政管制对一级市场的干预,但是发审委公私结合的组织结构却为发行人和发审委关联的中介机构串通合作创造了条件。发行人为获得新股发行资格,会通过聘请具有发审委关联的中介机构等方式与发审委员建立隐性联系,进而对业绩变脸产生影响。在实证上,杜兴强等(2013)基于2006-2010年上市的A股公司进行OLS回归,发现发审委联系显著提高了上市公司过会的概率,且发审委联系强度越大,上市公司过会的概率越高,上市

公司 IPO 后经营业绩降幅越大。陈运森等(2014)采用 Logit 回归、OLS 回归,考察了 2007-2012 年上市的民营上市公司,发现会计师事务所发审委社会关系显著提高了民营上市公司的过会成功率,拥有会计师事务所发审委社会关系的民营上市公司 IPO 后的经营业绩和成长性要显著低于没有此类社会关系的民营上市公司。黄亮华和谢德仁(2016)通过 Logit 回归、OLS 回归,对 2003-2012 年发审委审核的 IPO 申请数据进行分析,发现发行公司的承销商作为公司和发审委员之间联系的桥梁,通过承销其他公司的审计业务同发审委员构建了灰色关联,进而帮助发行公司顺利获得 IPO 资格。承销商关联的发审委员越多, IPO 申请获得批准的概率就越高,发行公司成功过会后的经营业绩就越差。

## (二)股权结构影响论

股权结构影响论认为,一股独大的股权结构为上市公司通过政治关联,获取股权融资便利的寻租行为提供了条件,从而对业绩变脸产生了加剧作用。一方面,国有上市公司由于其国有控股,高管行政任命的股权特征,大股东、高管与政府之间具有天然的政治关联。大股东的政治级别和高管的政治关联,可以使国有上市公司在通过股权融资募集资金时,获得有利的融资政策并受到政府相关部门的优待(Francis et al.,2009;田利辉和张伟,2013)。然而,由于政府作为国有上市公司的实际控股股东承担着扩大就业、维护社会稳定等社会目标,政治关联又使得国有上市公司在 IPO 后的经营、投资活动易受到政府的干预,国有上市公司为了实现政府的社会目标,变更募集资金投向,将其过度投资于低收益项目,造成募集资金的浪费(张洪辉和王宗军,2010),进而加剧了国有上市公司业绩变脸的程度。另一方面,民营上市公司基于家族控股的股权特征,在股权融资方面缺少政府政策的扶持。为了摆脱融资难的困境,民营企业倾向于通过控股股东或高管参政议政、聘请有政府背景的人员在公司任职、利用社会关系网络构建政企关系等方式与政府建立政治关联,来争夺稀缺的股权融资资源。政治关联的存在虽然给民营上市公司带来了融资便利,但是同时降低了控股股东进行掏空行为的成本,从而为控股股东掏空行为提供了保护伞(潘红波和余明贵,2010)。控股股东通过 IPO 前的盈余管理行为和 IPO 后的资金占用等方式侵占中小股东利益加剧了民营企业 IPO 后经营业绩下滑的幅度。

在实证方面,很多国有上市公司的研究都证明,一股独大的股权结构会加剧上市公司 IPO 后经营业绩的降幅,支持了股权结构影响论。Fan et al.(2007)对 1993-2001 年上市的国有上市公司进行 OLS 回归,发现具有高管政治关联的公司 IPO 后三年的经营业绩表现较差。储安全(2013)采用 Wilcoxon 符号秩检验,分析了 2011 年上市的国有上市公司,发现大股东变更募集资金的用途,使其无法有效投入到生产经营活动,造成了资金浪费进而导致了国有上市公司 IPO 后经营业绩大幅下滑。大股东政治级别与业绩变脸正相关。张立民等(2015)通过 OLS 回归考察了 2008-2010 年上市的国有上市公司,发现国有股权政治关联与上市公司 IPO 后的经营业绩负相关。

一些民营上市公司的实证研究也支持了股权结构影响论。杜兴强等(2009)基于 2004-2006 年上市的民营上市公司行 Hausman 检验,并采用联立方程模型控制内生性进行研究,发现民营上市公司的政府官员类政治联系与业绩变脸显著正相关。邓建平和曾勇(2009)对 2002-2006 年上市的民营上市公司进行 2SLS 回归分析,发现在控制政治关联与经营业绩的内生性之后,民营上市公司的政治关联程度对 IPO 后的经营业绩呈负向影响。潘红波和余明贵(2010)使用 OLS 回归,考察了 2001-2005 年上市的民营上市公司,发现政治关联通过正向影响控股股东资金占用行为,降低了民营上市公司 IPO 后的经营业绩。逯东等(2015)对 2009-2011 年上市的创业板公司进行检验,发现政治关联作为企业成立后长期存在的关系资源,是导致创业板上市公司业绩变脸的重要因素。有政治关联的创业板上市公司为达到上市门槛,倾向于在 IPO 前通过盈余管理对应计利润进行操纵,盈余管理的不可持续性加重了业绩变脸的程度。

## 五、研究评述和展望

上市公司业绩变脸是当前进一步深化资本市场改革,助力实体经济发展所面临的重要挑战。本文对国内外业绩变脸研究的已有成果进行了系统梳理,从中可以看出,业绩变脸普遍存在于各国资本市场,并且中国业绩变脸的程度不但远高于发达国家,还高于其他发展中国家。在业绩变脸的成因分析上,国外学者基于发达国家成熟的资本市场、完备的市场监管机制和上市公司较为分散的股权结构,集中从投资者与发行人之间信息不对称和上市公司股东与管理层之间信息不对称的角度,对业绩变脸进行了解释,提出了盈余管理假说、择机上市假说和代理成本理论。而中国资本市场成立较晚,且从计划经济体制中逐步发展而来,政府通过制定一系列带有行政色彩的新股发行制度对股票发行实施的行政化监管造成了市场“缺口”现象突出,再加上上市公司一股独大的股权结构使得股东与管理层之间的代理问题演变为控股股东与中小股东之间的代理冲突,最终导致西方基于信息不对称的业绩变脸理论不能较好地解释中国的业绩变脸现象。鉴于中国与西方发达国家在业绩变脸成因方面存在的差异,国内学者进一步从新股发行制度和上市公司一股独大的股权结构的角度探究了中国业绩变脸的内因,形成了以下两种观点:持发行监管制度影响论的学者认为,中国的新股发行制度特别是发行审核制度和发审委制度能够通过影响上市公司 IPO 前的盈余管理行为和 IPO 过程中的寻租行为,进而对业绩变脸产生影响。持股权结构影响论的学者认为,一股独大的股权结构为上市公司通过政治关联,获取股权融资便利的寻租行为提供了条件,从而对业绩变脸产生了加剧作用。

虽然金融学界已经对业绩变脸进行了较为充分的研究,但仍有一些不足之处有待后续研究进一步完善。首先,在业绩变脸的度量指标方面,运用基于利润、经营现金流量的盈利能力指标和基于经营业绩评价体系的综合指标作为经营业绩指标的研究占据主导地位,而采用基于主成分分析法和数据挖掘分析法的复合指标衡量经营业绩的研究较为罕见。由于反映上市公司经营业绩的指标在种类和形式上具有多样性,仅选取某几种经营业绩的相对指标进行研究容易导致研究结果出现偏差,因此,在今后的研究中,有必要采用经主成分分析等统计分析法和数据挖掘分析法加工合成的经营业绩指标,以确保研究结果客观有效。其次,现有研究在分析业绩变脸是否归因于行业效应时,通常在三位数 SIC 代码的范围内,依次以经营业绩水平、经营规模的顺序选取与样本相匹配的行业对照组进行了 Wilcoxon 符号秩检验。若在三位数 SIC 代码之下没有找到匹配公司,则按照两位数 SIC 代码选取匹配公司。由于上述行业对照组匹配方法不具有随机性,容易导致样本选择的偏误,因此,为确保研究结论的准确性,在今后的研究中,有必要使用倾向得分配比法,客观地选取行业对照组。最后,在国内研究方面,国内学者起初主要基于国外的研究方法、研究理论对中国业绩变脸进行检验和解释。随着业绩变脸研究的推进,虽然国内学者意识到照搬西方的业绩变脸理论不能有效解释中国的业绩变脸现象,并结合中国特定的制度因素和上市公司股权特征对业绩变脸进行了研究,形成了发行监管制度影响论和股权结构影响论,但是上述中国情境下的业绩变脸研究并不深入,鲜有新股发行核准制向注册制改革阶段和上市公司治理水平进一步完善时期的实证探讨,也没有形成具有中国特色的业绩变脸理论。

综上所述,鉴于业绩变脸现有研究所取得的成果以及在度量指标、行业对照组匹配方法和中国情境分析方面存在的不足,今后应注重运用基于统计分析法和数据挖掘分析法的复合指标作为经营业绩的度量指标,并通过倾向得分配比法选取行业对照组,进一步强化基于中国情境业绩变脸的系统分析,深入掌握中国业绩变脸的形成机理,从而为有效治理中国业绩变脸现象,促进中国多层次资本市场健康发展提供理论和实证支撑。

## 参考文献

- 蔡宁、徐晋波(2010):《我国中小企业板上市公司 IPO 前后业绩变化及其成因分析》,《特区经济》,第 1 期。
- 陈笑雪(2009):《管理层股权激励对公司绩效影响的实证研究》,《经济管理》,第 2 期。
- 陈勇、廖冠民、王霆(2005):《我国上市公司股权激励效应的实证分析》,《管理世界》,第 2 期。
- 陈运森、郑登津、李路(2014):《民营企业发审委社会关系、IPO 资格与上市后表现》,《会计研究》,第 2 期。
- 仇盼盼(2013):《风险投资对创业板公司 IPO 前后业绩的影响》,《财会月刊》,第 12 期。
- 储安全(2013):《公司治理因素对上市公司 IPO 效应影响分析》,《财会通讯》,第 12 期。
- 邓建平、曾勇(2009):《政治关联能改善民营企业的经营业绩吗?》,《中国工业经济》,第 2 期。
- 杜兴强、郭剑花、雷宇(2009):《政治联系方式与民营上市公司业绩:“政府干预”抑或“关系”?》,《金融研究》,第 11 期。
- 杜兴强、赖少娟、杜颖洁(2013):《“发审委”联系、潜规则与 IPO 市场的资源配置效率》,《金融研究》,第 3 期。
- 顾鸣润、田存志(2012):《IPO 后业绩变脸与真实盈余管理分析》,《统计与决策》,第 1 期。
- 郭杰、张英博(2012):《企业择时还是政府择时?——中国特定制度背景下 IPO 市场时机选择对资本结构的影响》,《金融研究》,第 7 期。
- 洪剑峭、陈朝晖(2002):《中国股市 IPO 效应实证研究》,《中国会计与财务研究》,第 1 期。
- 胡旭微、张琛、陈宁泊(2013):《中小板上市公司管理层持股与公司绩效的关系》,《经营与管理》,第 7 期。
- 黄贵海、宋敏(2005):《H 股公司上市前后绩效变化的实证研究》,《管理世界》,第 5 期。
- 黄亮华、谢德仁(2016):《核准制下 IPO 市场寻租研究——基于发审委员和承销商灰色管理视角》,《中国工业经济》,第 3 期。
- 李远鹏(2009):《经济周期与上市公司经营绩效背离之谜》,《经济研究》,第 3 期。
- 林舒、魏明海(2000):《中国 A 股发行公司首次公开募股过程中的盈利管理》,《中国会计与财务研究》,第 2 期。
- 刘峰、贺建刚(2004):《股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究》,《中国会计评论》,第 1 期。
- 卢文彬、朱红军(2001):《IPO 公司经营业绩变动与股权结构研究》,《财经研究》,第 7 期。
- 逯东、万丽梅、杨丹(2015):《创业板公司上市后为何业绩变脸?》,《经济研究》,第 2 期。
- 潘端莲、杨有红(2013):《盈余管理与创业板公司 IPO 前后的业绩变化》,《北京工商大学学报》,第 3 期。
- 潘红波、余明桂(2010):《政治关系、控股股东利益输送与民营企业绩效》,《南开管理评论》,第 4 期。
- 宋增基、张宗益、朱健(2005):《上市公司经营者股权激励影响分析》,《管理评论》,第 3 期。
- 唐运舒、徐泰玲、谈毅(2008):《风险投资认证影响新股发行吗?——来自香港创业板的经验证据》,《证券市场导报》,第 11 期。
- 田利辉、张伟(2013):《政治关联影响我国上市公司长期绩效的三大效应》,《经济研究》,第 11 期。
- 王军、唐柳(2009):《民营企业上市时机选择研究——基于上市公司的证据》,《经济问题》,第 10 期。
- 魏刚(2000):《高级管理层激励与上市公司经营绩效》,《经济研究》,第 3 期。
- 谢玲芳、朱晓明(2005):《中国民营企业上市前后绩效变动的实证研究》,《当代经济科学》,第 1 期。
- 徐浩萍、陈超(2009):《会计盈余质量、新股定价与长期绩效——来自中国 IPO 市场发行制度改革后的证据》,《管理世界》,第 8 期。
- 许海(2001):《IPO 前后公司财务业绩变化趋势的实证研究》,《山西财经大学学报》,第 5 期。
- 于东智、谷立日(2002):《公司的领导权结构与经营绩效》,《中国工业经济》,第 2 期。
- 张洪辉、王宗军(2010):《政治干预、政府目标与国有上市公司的过度投资》,《南开管理评论》,第 3 期。
- 张立民、邢春玉、温菊英(2015):《国有企业政治关联、政府审计治理和企业绩效——基于我国 A 股市场的实证研究》,《审计与经济研究》,第 5 期。
- 周孝华、吴宏亮(2010):《基于中小板上市公司 IPO 前后业绩变化的实证研究》,《技术经济与管理研究》,第 6 期。
- 朱武祥、张帆(2001):《公司上市前后经营业绩变化的经验分析》,《世界经济》,第 11 期。
- Aharony, J., W. Lee and T. Wong(2000): “Financial Packaging of IPO firms in China”, *Journal of Accounting Research*, 1, 103-126.
- Ahmad-Zaluki, N. (2009): “Post-IPO Operating Performance and Earnings Management”, *International Business Research*, 2, 12-31.
- Arik, E. and E. Mutlu (2014): “Post-initial Public Offering Operating Performance and Its Determinants: Initial Public Offering Characteristics and Corporate Governance Practices”, *Emerging Markets Finance & Trade*, sup2, S62-S83.
- Balatbat, M., S. Taylor and T. Walter(2004): “Corporate Governance, Insider Ownership and Operating Performance of Australian Initial Public Offerings”, *Accounting & Finance*, 3, 299-328.
- Cai, J. and K. Wei (1997): “The Investment and Operating Performance of Japanese Initial Public Offerings”, *Pacific-Basin Finance*

Journal,4,389-417.

Chen, C., W. Chen and J. Chi (2006): "Underpricing and Operating Performance of Chinese B-Share Initial Public Offerings", *Chinese Economy*, 5, 51-67.

Chi, J. and C. Padgett (2006): "The Operating Performance of the Chinese and Its Relationship to Market Performance of Chinese Initial Public Offerings", *Chinese Economy*, 5, 28-50.

Fan, J., T. Wong and T. Zhang (2014): "Politically Connected Ceos, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms", *Journal of Applied Corporate Finance*, 3, 85-95.

Farinós, J., C. Garcia and A. Ibáñez (2005): "Equity Issues in the Spanish Stock Market: Windows of Opportunity, Earnings Management or Market Timing?", *Social Science Electronic Publishing*, 1-41.

Francis, B., I. Hasan and X. Sun (2009): "Political Connections and the Process of Going Public: Evidence from China", *Journal of International Money and Finance*, 4, 696-719.

Gordon, M., R. Harris. and D. Niu (2006): "The Operating Performance of Buyout IPOs in the UK and the Influence of Private Equity Financing", *SSRN Electronic Journal*, 1-40.

Huang, L. and Y. Shu (2014): "Accounting Accruals, Future Operating Performance, and Public-listing Age", *Emerging Markets Finance & Trade*, 1, 164-182.

Jain, B. and O. Kini (1994): "The Post-issue Operating Performance of IPO Firms", *Journal of Finance*, 5, 1699-1726.

Jensen, M. and W. Meckling (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 4, 305-360.

Khurshed, A., S. Paleari and S. Vismara (2005): "The Operating and Shareprice Performance of Initial Public Offerings: The UK Experience", *Social Science Electronic Publishing*, 1-29.

Kim, K., P. Kitsabunnarat and J. Nofsinger (2004): "Ownership and Operating Performance in an Emerging Market: Evidence from Thai IPO Firms", *Journal of Corporate Finance*, 3, 355-381.

Kutsuna, K., H. Okamura and M. Cowling (2002): "Ownership Structure Pre- and Post-Ipos and the Operating Performance of JASDAQ Companies", *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 163-181.

Loughran, T. and J. Ritter (1997): "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings", *Journal of Finance*, 5, 1823-1850.

Mikkelsen, W., M. Partch and K. Shah (1997): "Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public", *Journal of Financial Economics*, 3, 281-307.

Pagano, M., F. Panetta and L. Zingales (1998): "Why do Companies Go Public? an Empirical Analysis", *Journal of Finance*, 53, 27-64.

Pastor-Llorca, M. and F. Poveda-Fuentes (2006): "Earnings Management and the Long-run Performance of Spanish Initial Public Offerings", *Initial Public Offerings*, 81-112.

Rao, G. (1991): "The Relation between Stock Returns and Earnings: A Study of Newly-Public Firms", Working Paper No. 91-0126, University of Illinois at Urbana-Champaign.

Roosenboom, P., T. Goot and G. Mertens (2003): "Earnings Management and Initial Public Offerings: Evidence from the Netherlands", *International Journal of Accounting*, 3, 243-266.

Schipper, K. (1989): "Commentary on Earnings Management", *Accounting Horizons*, 3, 91-102.

Tapa, A. and A. Mazlan (2013): "Operating Performance of Malaysian Initial Public Offerings", Second International Conference on Management, Economics and Finance Proceeding Conference Paper, 475-490.

Teoh, S., T. Wong and G. Rao (1998): "Are Accrual During Initial Public Offerings Opportunistic", *Review of Accounting Studies*, 1-2, 175-208.

Wang, C. (2005): "Ownership and Operating Performance of Chinese IPOs", *Journal of Banking & Finance*, 7, 1835-1856.

(责任编辑:罗 滢)