

SNAI

Shanghai National Accounting Institute

# 上海国家会计学院 论文集

(第一辑)

上海国家会计学院 编



经济科学出版社  
Economic Science Press

1788061

上海国家会计学院

论文集

(第一辑)

上海国家会计学院 编

经济科学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

上海国家会计学院论文集. 第1辑 / 上海国家会计学院编.  
—北京: 经济科学出版社, 2011. 6  
ISBN 978 - 7 - 5141 - 0015 - 0

I. S… II. ①上… III. ①会计学 - 文集 IV.  
①F230 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 205812 号

责任编辑: 白留杰 白 炜

责任校对: 刘 昕

技术编辑: 李 鹏

## 上海国家会计学院论文集 (第一辑)

上海国家会计学院 编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

教材分社: 88191354 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子信箱: [bailiujie518@126.com](mailto:bailiujie518@126.com)

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订


787 × 1092 16 开 19 印张 365000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0015 - 0 定价: 35.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



---

经过近两年的准备，这套凝结着上海国家会计学院教师许多心血的论文集和案例集即将付梓出版了。建院十周年之际，当散发着油墨清香的书稿呈现在我面前时，内心不由感到欣喜。这套论文集和案例集反映了我院教师在学术道路上孜孜以求、不断进取的精神和成绩，是我院教师研究成果和研究能力的展示，体现了十年来教师们的不断探索与成长，也是学院十年发展成效的最好证明。

此次出版的论文集收集了2000~2003年以来学院教师在《管理世界》、《会计研究》、《审计研究》、《财政研究》以及《中国工业经济》、《数量经济技术经济研究》等权威学术期刊公开发表的近百篇学术论文，涉及会计与审计、财务与金融以及产业经济与战略等的诸多前沿领域。案例集中收录的案例也都是学院教师近年来自主开发的优秀案例，其中的一些已经在《管理世界》等公开发表，全部案例都经过教师们的教学实践及反复修改，受到了学员的广泛好评。学院教师队伍以中青年骨干教师为主，十年里，我与他们有过无数次的促膝长谈，常常我们都会为交流所迸发出的火花激动不已，我了解他们对于上海国家会计学院的情感，也感动于他们对于教学与研究工作的热情。他们都曾遇到过种种困难与困惑，但从未畏惧与退缩，而是用他们求真务实、执著奋进的科研精神努力攻克一个又一个难题，不断攀登学术高峰。经过十年的历练与洗礼，我很高兴他们能扛起属于上海国家会计学院自己的学术大旗。

上海国家会计学院是在前国务院总理朱镕基同志的倡导下建立的高级经济管理人才国家级继续教育基地，学院于2000年9月正式组建。1995年6月22日，朱镕基总理在国家会计学院基地建设的批示中指出：“举办注册会计师培训中心很有必要，这是根据江泽民同志关于要培养30万注册会计师的指示提出来的。这是千秋万代的事业，是为社会主义市场经济奠基的一件极为重要的事情。”2001年4月16日，总理视察我院时指出，“实行社会主义市场经济，不能没有与之相适应的‘游戏规则’。不按‘游戏规则’办事，经济秩序就会大乱，现代化就不可能实现。要按‘游戏规则’办事，就必须培养大批高素质的会计人才。”

‘不做假账’是每个会计人员最基本的职业道德和行为准则，应该铭刻在国家会计学院每一个师生的心里”，“做假账，中国没希望；不做假账，中国有希望”，金石之言，掷地有声。短短几句话，道出了国家会计学院所肩负的重任和使命，也道出了他对中国经济的良苦用心和深切期望。

以财政部为坚强后盾，在董事会单位以及社会各界的大力支持和广泛关注下，成立以来，上海国家会计学院取得显著的办学成效。十年里，学院形成了较为清晰的办学思路、办学模式以及短期培训、学位教育、远程教育“三足鼎立”的事业格局，截至2009年，学院已累计举办短期培训、学位教育、远程教育、国际培训等各类项目1600多班次，培训学员40万多人次，这样的培训规模在全国的教育机构中是不多见的。2008年、2009年，学院与美国亚利桑那州立大学合作举办的金融与财务方向EMBA项目被英国《金融时报》分别评为全球42名、41名（中国大陆地区第4名），连续两年跻身全球50强，学院在探索高级经济管理人才培养模式方面取得了明显的成效。学院还是中国政府倡导成立的亚太财经与发展中心（AFDC）所在地，该中心是中国政府在亚太经济合作组织（APEC）框架下倡导建立的第一个旨在促进区域能力建设的机构，为加强区域内各经济体金融发展领域的能力建设作出了积极贡献，成为中国政府开展“财经外交”的重要平台。

十年来所取得的进步和发展与学院教师的努力和贡献是密不可分的。教师是学校的核心竞争力所在，学院从一开始便着手建立一支具有较高专业素养和行业影响的专职师资队伍。目前，学院建立了一支30多人的师资队伍，他们都是复旦大学、上海交通大学、上海财经大学、厦门大学、香港中文大学等国内一流大学财务、会计、金融等专业的博士，其中很多都有在国内著名证券公司、国际“四大”会计师事务所等的丰富实践经验。他们也都有更好的发展机会，但十年来，他们始终默默地坚守着学院的学术阵地，不为所动，心无旁骛，潜心钻研，用心教学，他们的这种奉献和执著精神着实令人感动。除了学院的专职师资外，学院每年外聘的师资也在200人以上，尽管专职师资的人数不多，但他们的授课课时已占到学院总课时的40%。学院教师的教学和研究能力与建院之初已不可同日而语，他们中的很多人都成为社会培训机构争相聘请的热门师资。到学院来学习的学员绝大多数都是公司、金融机构等的高层管理者，为他们授课不仅需要深厚的理论功底，更需要谙熟资本市场、企业经营管理等的实践，能得到这些学员的认可是相当不容易的。学院教师取得这样的发展，我为他们感到骄傲，同时也甚感欣慰。我想，此次出版的论文集、案例集即是学院十年来师资队伍成长的最好见证。

十年树木，百年树人。学院里当年的小树苗如今已长成大树，蔚然成林，他

们是流动的风景，也是凝固的历史，静静地见证着我们的奋斗和努力，我很高兴能带领这样一支有抱负、有激情、永远不缺乏斗志的优秀团队。历史是一所学校最好的名片，古今中外，概莫能外。因此，相对于动辄具有百年校史的世界名校来讲，相对于长期发展来讲，相对于国家人才战略的百年大计而言，学院的十年校史当然还是显得有些过于短暂。对于下一个五到十年的发展，国家会计学院董事会提出了努力实现跨越式发展、建设“国际知名会计学院”的发展目标。十年的发展，尽管我们取得了一些成绩，实现了超常规发展，但想到学院的愿景和使命，我更愿意想象激动人心的未来。

谨以此序感谢学院教师为上海国家会计学院发展作出的卓越贡献和不懈努力，并向十周年院庆献礼。

是为序！

**夏大慰**

2010年仲夏于上海国家会计学院

## 第一部分 会计与审计

|                            |     |     |        |     |     |        |
|----------------------------|-----|-----|--------|-----|-----|--------|
| IPO 公司经营业绩变动与股权结构研究 .....  | 卢文彬 | 朱红军 | ( 3 )  |     |     |        |
| 会计信息价值相关性的变迁 .....         |     | 赵春光 | ( 13 ) |     |     |        |
| 会计盈余的稳健性：发现与启示 .....       | 李增泉 | 卢文彬 | ( 28 ) |     |     |        |
| 论索克斯法案对我国的影响 .....         | 谢 荣 | 吴建友 | ( 43 ) |     |     |        |
| 会计中稳健主义的经济解释 .....         |     | 卢文彬 | ( 51 ) |     |     |        |
| 论审计风险的产生原因、模式演变和控制措施 ..... |     | 谢 荣 | ( 59 ) |     |     |        |
| 中国远程会计教育体系<br>构造研究 .....   | 马贤明 | 庞金伟 | 王 颖    | 宋 茜 | 司言词 | ( 71 ) |

## 第二部分 产业组织与公司战略

|                             |     |     |         |
|-----------------------------|-----|-----|---------|
| 从微软案看美国反垄断政策取向 .....        |     | 夏大慰 | ( 81 )  |
| 我国石化工业产业组织研究 .....          | 夏大慰 | 陈代云 | ( 89 )  |
| 企业优化价值链的战略性思考 .....         |     | 李扣庆 | ( 99 )  |
| 试论顾客价值与顾客价值优势 .....         |     | 李扣庆 | ( 103 ) |
| 中国经济过度竞争的原因及治理 .....        | 夏大慰 | 罗云辉 | ( 116 ) |
| 市场经济条件下的政府规制：理论、经验与改革 ..... | 夏大慰 | 史东辉 | ( 126 ) |
| 市场经济中过度竞争存在性的理论基础 .....     | 罗云辉 | 夏大慰 | ( 138 ) |

|  |                   |     |       |
|--|-------------------|-----|-------|
| 电力定价：理论、经验与改革模式 .....  | 夏大慰               | 范 斌 | (154) |
| Local Attractiveness and the Location Choice of Foreign Direct<br>Investment within the Host Country ..... | Johnson S. R. Cao |     | (171) |
| 微软案中的新奥地利学派思想分析 .....  | 夏大慰               | 王步芳 | (181) |
| 自然垄断产业进一步放松规制的理论依据<br>——基于对成本曲线的重新理解 .....   | 罗云辉               | 夏大慰 | (190) |
| 地方保护与过度竞争的形成<br>——以分工与交易费用的关系为线索的解释 .....  | 夏大慰               | 罗云辉 | (201) |

### 第三部分 公司财务与金融

|   |     |     |     |       |
|---|-----|-----|-----|-------|
| 充分利用会计信息的企业价值评估模型<br>——RIR 模型的建立与应用 ..... | 张人骥 | 刘 浩 | 胡晓斌 | (215) |
| R&D 的溢出效应研究 .....                         | 郑德渊 | 李 浩 |     | (225) |
| 基于不对称性风险的复合期权定价模型 .....                   | 郑德渊 | 李 浩 |     | (235) |
| 中国可转换公司债券投资价值研究 .....                     |     | 王铁锋 |     | (244) |
| 时变情况下股票定价模型研究 .....                       |     | 王铁锋 |     | (253) |
| 分割市场中的系统风险的长期<br>趋势与传递效应 .....            | 张人骥 | 陆懋祖 | 耿广琪 | (257) |
| 证券投资基金价值构成分析 .....                        |     | 王铁锋 |     | (267) |
| 论非金融类公司年度报告中的风险信息披露 .....                 | 邓传洲 | 李 正 |     | (279) |
| 中国债券投资价值分析 .....                          |     | 王铁锋 |     | (288) |
| 后记 .....                                  |     |     |     | (296) |



# 第一部分 会计与审计



# IPO 公司经营业绩变动 与股权结构研究<sup>①</sup>

卢文彬 朱红军<sup>②</sup>

**摘要：**本文以 1996 年首次公开募股公司作为样本，分析在 IPO 当年及其后 3 年经营业绩的变化趋势和特点，以及与股权结构的关系。研究结果表明，IPO 当年及其后 3 年的经营业绩呈现显著下降态势；流通股比例高低对 IPO 公司经营业绩变动趋势未产生重大影响，而不可流通股中的国有股和社会法人股比例则有较大影响。

**关键词：**IPO 经营业绩 公司治理

## 一、引言

本文考察 IPO 公司即首次公开募股公司上市之后经营业绩的变化趋势及其特点，并试图分析导致此种现象的成因，透视 IPO 公司在上市过程中的各种动机。有关公司首次公开募股之后经营业绩的变动，在国内外已有多项实证研究成果，其中的大多数研究发现 IPO 公司在首次公开募股之前存在着盈余管理，在上市之后经营业绩则显著下降。例如，Aharorny, Lin 和 Loeb (1993), Friedlan (1994) 等。

然而，前述的研究都是基于国外的资本市场展开的，由于国内外资本市场的差异，并不代表我国的情形，我国 IPO 公司是否同样存在盈余管理现象？Aharony, Lee 和 Wong (2000) 以我国 B 股和 H 股公司为样本研究公司 IPO 前后经营业绩变动的趋势，结果发现总资产收益率中位数在上市前的两年内逐渐上升并在 IPO 当年达到最高，而后逐渐下降。林舒和魏明海 (2000) 借用了与 Aharony, Lee 和 Wong (2000) 相同的方法对 A 股发行公司 IPO 前后的经营业绩变化进行了研究，发现 A 股发行公司的业绩在 IPO 前两年或前一年处于最高水平，此后

① 本文发表于《财经研究》，2001 年第 7 期，第 45～52 页。

② 卢文彬，上海国家会计学院，副教授。朱红军，上海财经大学，教授。

则显著下降。

为了更深入地分析我国 IPO 公司的业绩变化情况，我们选取 1996 年新上市的公司作为样本，分析其 IPO 当年及其后 3 年经营业绩的变化趋势和特点。在此基础上，我们分别将样本以流通股比例的高低、股权集中度的高低为标准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。

## 二、制度背景与研究问题

我国资本市场中，决定企业获得股票发行许可的因素很多，但企业过去经营业绩的优劣无疑是其中最为重要的因素之一。一方面，为获得政府主管部门和证监会对其股票发行与上市的批准，企业必须符合一系列的条件，而其中最为重要的条件之一就是企业必须连续三年盈利。另一方面，一旦获准发行股票，企业过去经营业绩又会直接决定或间接影响股票的发行价格与股票的顺利发行。

政府选择部分企业发行股票与上市的目的旨在将资本市场视为一块试验田，以探索国有企业改革的途径。然而，对于发行股票的企业而言，筹集大量的资金成为其首要目标，而股票发行价格与发行总股本是影响企业资金筹集量的两个最为关键的因素，但由于发行额度受到严格的控制，发行价格成为影响发行收入的首要因素。尽管我国股票发行价格的定价机制经历了一个复杂的演变过程，其实质均是以企业的经营业绩（盈利预测数或历史盈余水平）为基础。在发行额度一定的情况下，公司盈余水平越高，股票发行价格也就越高，股票发行总收入也越高。而且，由于制度和政策法规的不完善、证券中介机构运作的不规范以及信息披露制度的不健全等因素，投资者和有关监管部门难以透视企业与中介机构所进行的财务包装，股票发行企业与投资者之间存在严重的信息不对称现象。这种信息不对称将使股票发行方产生提高过去 3 年经营业绩的机会主义行为。另外，由于企业改制后的报表一般通过模拟得来，其财务包装具有很强的隐蔽性。

此外，流通股与非流通股并存以及股权的过度集中是我国证券市场的显著特点。从上市公司的股权结构来看，股权分为国有股（包括国家股和国有法人股，下同）、社会法人股和社会公众股 3 个部分。目前，国有股和社会法人股约占总股本近 70% 左右，社会公众股仅占 30%。根据我国有关法律法规的规定，国有股和社会法人股目前尚不能在证券市场上流通，只能以转让的方式进行。证券市场中公开进行交易的交易股票仅限于社会公众股，流通股占总股本比例很小。充分流动的股票将促使股票这一虚拟资本所代表的实物资本从效益低的地方流向效益高的地方，提高证券市场在社会资源配置中所起的作用，同时也保护了投资者的利益。国有股和社会法人股不能流通不仅造成股票丧失其应有的特性，而且使

得社会法人股市场始终难以正常运转，削弱股市发展力量，最终造成社会法人股财产的大量流失。国有股和社会法人股的不可流通也造成了我国上市公司股权的过度集中。上市公司的前十大股东持股比例多在 60% 以上，许多公司的第一大股东的持股比例就超过 50%。

根据委托代理理论，国家也仅是多层代理链中的一个代理人。在我国，最终的委托人是谁并不清楚。事实上，国家股、社会法人股的最终所有者缺位（社会法人股的背后往往也是国家）。国有股和社会法人股的不可流通和股权集中在少数大股东之手造成证券市场对该上市公司的监督功能弱化。大股东可通过其控股地位利用关联方交易或直接侵占上市公司资产来损害少数股东的利益；公司的高层管理者可以有力地控制公司，从而出现内部人控制问题。所以上市公司的代理问题十分突出，代理成本高昂。曾在我国上市公司出现的多种现象，如股权之争、不适当的关联方交易、母公司占有上市公司大量资金等都与此问题有关，上市公司的治理结构并没有得到有效改善。

### 三、样本与研究方法

1. 样本选择。本文选择于 1996 年新上市的公司作为研究样本。1996 年新上市的公司有 202 家，其中自办发行、定向发行和募集发行上市的公司分别为 14 家、2 家、1 家，这些公司发行股票与上市时间相差较长，属于历史遗留问题，与其他样本有显著的差别，我们首先将其剔除。剩余的 185 家公司中，103 家公司难以找到合适的控制样本也予以剔除。最后，我们的研究样本为 82 家 IPO 公司。

为了研究 IPO 公司经营业绩的变动趋势，我们需要建立一个控制样本与样本进行对比分析。我们根据如下标准为每个 IPO 公司选择一个尽可能合理的控制公司：（1）时间要求。根据已有的研究资料，企业上市后 2~3 年内财务包装将会释放殆尽，财务数据将比较真实地反映实际经营结果。因而我们将控制样本限定在至 1996 年已上市达 2~3 年的公司，即在 1993 年或 1994 年上市的公司；（2）行业要求。我们要求控制样本与相对应的 IPO 公司属于同一行业；（3）企业规模要求。企业规模影响企业在行业内的竞争能力，因此我们将控制样本与样本的企业规模的差异尽量限制在较小的范围之内。

2. 研究方法。总资产收益率和经营活动现金流量是最为常用的衡量经营业绩的指标。由于我国在 1998 年前未要求企业编制现金流量表，无法取得 1998 年前的经营活动现金流量数据。因此我们用总资产收益率作为分析指标。考虑到由主营业务利润和其他业务利润构成的营业利润能更好地衡量公司的持续盈利能

力，且不易受操纵，因此，我们使用以下两个指标考察上市公司的经营业绩变化：

$$ROA_t = \frac{NI_t}{TA_t}$$

$$ROAI_t = \frac{OI_t}{TA_t}$$

其中： $ROA_t$  为第  $t$  年总资产净利润率； $ROAI_t$  为第  $t$  年总资产营业利润率； $NI_t$  为第  $t$  年净利润； $OI_t$  为第  $t$  年营业利润； $TA_t$  为第  $t$  年末总资产。

#### 四、实证分析结果

1. IPO 公司经营业绩的变化趋势。表 1 列出了 IPO 公司与其控制样本自 IPO 前 1 年 ( $t = -1$ ) 至 IPO 后第 3 年 ( $t = 3$ ) 的经营业绩。组 A 是总资产净利润率 ( $ROA$ )，组 B 是总资产营业利润率 ( $ROAI$ )。

表 1 IPO 公司与控制样本经营业绩

|           |      |         | -1    | 0    | 1    | 2    | 3    |
|-----------|------|---------|-------|------|------|------|------|
| 组 A: ROA  | 样本   | 平均数 (%) | 8.33  | 7.66 | 6.27 | 3.83 | 3.14 |
|           |      | 中位数 (%) | 7.34  | 6.98 | 5.93 | 4.84 | 4.26 |
|           | 控制样本 | 平均数 (%) | 4.82  | 4.06 | 4.37 | 2.1  | 2.44 |
|           |      | 中位数 (%) | 4.57  | 3.99 | 4.56 | 3.95 | 3.54 |
| 组 B: ROAI | 样本   | 平均数 (%) | 10.11 | 7.12 | 6.26 | 3.84 | 2.53 |
|           |      | 中位数 (%) | 8.93  | 6.62 | 5.26 | 4.74 | 3.96 |
|           | 控制样本 | 平均数 (%) | 4.63  | 3.55 | 4.01 | 1.92 | 1.91 |
|           |      | 中位数 (%) | 3.64  | 3.28 | 3.59 | 3.09 | 3.02 |

注：本表中年份 -1、0、1、2、3 分别代表 1995、1996、1997、1998、1999 年，其中 0 代表 IPO 当年（下文同）。

比较两个指标的 IPO 公司与控制样本各年的业绩，我们可发现控制样本的经营业绩明显低于 IPO 公司且较为稳定，而 IPO 公司经营业绩的下降程度则非常显著。这个结果与林舒和魏明海（2000）的研究结果相似，但与 Aharony, lee 和 Wong（2000）有些差异。Aharony, Lee 和 Wong 发现，IPO 当年经营业绩最高，在 IPO 之前呈上升趋势，之后呈显著下降趋势。这可能与样本和指标的不同选择有关，Aharony, Lee 和 Wong 选择 B 股和 H 股为样本，同时在计算 ROA 时将现

金从当年的总资产中扣除。

2. 股权结构与 IPO 公司经营业绩的变动。为了探讨股权结构与 IPO 公司经营业绩变动之间关系, 我们采用的方法是首先分别根据样本 1996 年末流通股比例、国有股比例和社会法人股比例的中位数分别将样本一分为二, 即高流通股比例组和低流通股比例组、高国有股比例组和低国有股比例组、高社会法人股比例组和低社会法人股比例组, 而后分别观察各对应组经营业绩的变动趋势。如果股权结构与 IPO 公司经营业绩变动趋势没有任何关系, 那么对应组之间经营业绩变动应没有差别。

为了进一步验证 IPO 公司在业绩变动上的差异, 我们将 IPO 公司在  $t=0, 1, 2, 3$  四年经营业绩表示成相对于  $t=-1$  的经营业绩。具体方法是确定各 IPO 公司在 IPO 当年及以后各年经营业绩与 IPO 前一年经营业绩之差, 见表 2。

$$DROA_{it} = ROA_{it} - ROA_i(-1)$$

$$DROAI_{it} = ROAI_{it} - ROAI_i(-1)$$

$t=0, 1, 2, 3$  (下文同)

表 2 股权结构与 IPO 公司经营业绩变动之间的关系

|                        | 0             | 1             | 2             | 3             |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>DROA</i>            |               |               |               |               |
| 流通股比例 < 中位数 = 25.78%   |               |               |               |               |
| 平均数 (%) (p 值)          | -0.65 (0.208) | -1.39 (0.057) | -4.55 (0.000) | -7.09 (0.000) |
| 中位数 (%) (p 值)          | -0.64 (0.210) | -1.23 (0.041) | -2.39 (0.000) | -4.43 (0.000) |
| 流通股比例 ≥ 中位数 = 25.78%   |               |               |               |               |
| 平均数 (%) (p 值)          | -0.70 (0.240) | -2.74 (0.007) | -4.45 (0.000) | -3.29 (0.006) |
| 中位数 (%) (p 值)          | 0.30 (0.256)  | -1.38 (0.002) | -2.81 (0.000) | -3.82 (0.000) |
| 国有股比例 < 中位数 = 41.58%   |               |               |               |               |
| 平均数 (%) (p 值)          | -0.16 (0.681) | -1.02 (0.188) | -2.97 (0.001) | -4.12 (0.006) |
| 中位数 (%) (p 值)          | -0.61 (0.256) | -1.20 (0.133) | -1.55 (0.000) | -3.00 (0.000) |
| 国有股比例 ≥ 中位数 = 41.58%   |               |               |               |               |
| 平均数 (%) (p 值)          | -1.18 (0.079) | -3.12 (0.001) | -6.03 (0.000) | -6.27 (0.000) |
| 中位数 (%) (p 值)          | -0.47 (0.215) | -1.70 (0.000) | -3.28 (0.000) | -4.39 (0.000) |
| 社会法人股比例 < 中位数 = 18.85% |               |               |               |               |
| 平均数 (%) (p 值)          | -1.24 (0.055) | -2.71 (0.004) | -5.19 (0.000) | -6.28 (0.000) |
| 中位数 (%) (p 值)          | -0.47 (0.175) | -1.30 (0.001) | -3.16 (0.000) | -4.28 (0.000) |

续表

| 0                                   | 1             | 2             | 3             |
|-------------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>DROA</i>                         |               |               |               |
| 社会法人股比例 $\geq$ 中位数 = 18.85%         |               |               |               |
| 平均数 (%) ( <i>p</i> 值) -0.10 (0.013) | -1.42 (0.083) | -3.81 (0.000) | -4.10 (0.000) |
| 中位数 (%) ( <i>p</i> 值) -0.68 (0.388) | -1.23 (0.060) | -2.39 (0.000) | -3.98 (0.000) |
| <i>DROAI</i>                        |               |               |               |
| 流通股比例 < 中位数 = 25.78%                |               |               |               |
| 平均数 (%) ( <i>p</i> 值) -3.28 (0.000) | -3.33 (0.001) | -6.78 (0.000) | -9.46 (0.000) |
| 中位数 (%) ( <i>p</i> 值) -1.91 (0.000) | -2.54 (0.001) | -5.77 (0.000) | -7.12 (0.000) |
| 流通股比例 $\geq$ 中位数 = 25.78%           |               |               |               |
| 平均数 (%) ( <i>p</i> 值) -2.63 (0.001) | -4.27 (0.000) | -5.75 (0.000) | -5.71 (0.000) |
| 中位数 (%) ( <i>p</i> 值) -1.62 (0.000) | -2.73 (0.000) | -3.86 (0.000) | -5.48 (0.000) |
| 国有股比例 < 中位数 = 41.58%                |               |               |               |
| 平均数 (%) ( <i>p</i> 值) -2.12 (0.000) | -2.33 (0.007) | -4.14 (0.000) | -6.01 (0.000) |
| 中位数 (%) ( <i>p</i> 值) -1.63 (0.000) | -2.43 (0.008) | -3.68 (0.000) | -4.68 (0.000) |
| 国有股比例 $\geq$ 中位数 = 41.58%           |               |               |               |
| 平均数 (%) ( <i>p</i> 值) -3.88 (0.000) | -5.37 (0.000) | -8.40 (0.000) | -9.15 (0.000) |
| 中位数 (%) ( <i>p</i> 值) -1.89 (0.000) | -3.25 (0.000) | -7.21 (0.000) | -8.21 (0.000) |
| 社会法人股比例 < 中位数 = 18.85%              |               |               |               |
| 平均数 (%) ( <i>p</i> 值) -3.46 (0.000) | -4.72 (0.000) | -7.53 (0.000) | -8.94 (0.000) |
| 中位数 (%) ( <i>p</i> 值) -1.55 (0.000) | -2.99 (0.000) | -5.85 (0.000) | -6.89 (0.000) |
| 社会法人股比例 $\geq$ 中位数 = 18.85%         |               |               |               |
| 平均数 (%) ( <i>p</i> 值) -2.53 (0.000) | -2.98 (0.000) | -5.01 (0.000) | -6.22 (0.000) |
| 中位数 (%) ( <i>p</i> 值) -1.91 (0.000) | -2.43 (0.003) | -3.75 (0.000) | -4.99 (0.000) |

注：本表对平均数进行 T 检测，对中位数进行 Wilcoxon signed rank 检验，括号中数字为相应的概率。

从表 2 看，低国有股比例组的 *DROA* 在  $t=0, 1$  时不显著，在  $t=2, 3$  时显著。高国有股比例组的 *DROA* 在  $t=0$  时中位数不显著，平均数在 10% 水平上显著，在  $t=1, 2, 3$  时均十分显著。从两组 *DROA* 变化的程度来看，高国有股比例组下降幅度甚于低国有股比例组，且趋势明显。从 *DROAI* 指标来看，两组均呈现显著性的下降趋势，高国有股比例组的下降幅度强于低国有股比例组，这同两组 IPO 公司在 *DROA* 变动幅度上的差异相似。因此，我们认为国有股比例高低影响到 IPO 公司上市后经营业绩的变动。许小年、王燕 (1998) 研究发现国有



股存在低效问题。他们认为以财政部或国有资产管理局作为国有股的代理者这一制度安排会造成严重的代理问题：（1）代理者缺乏有效的激励；（2）代理者不具有决策所需的能力；（3）国有股的代理者与其他股东存在利益冲突。而我们的研究也从另一方面反映了国有股的低效问题，即国有股比例越高的 IPO 公司其经营业绩的下降越为显著，且下降幅度较大。

在社会法人股对 IPO 公司经营业绩变动的影响方面，我们发现了与国有股有着近乎相反的证据。根据表 2，低社会法人股比例组的 *DROA* 除  $t=0$  时的中位数不显著之外，其他均显著。高社会法人股比例组的 *DROA* 在  $t=0$  时中位数、平均数均不显著，其他均显著。从两组 *DROA* 变化的程度来看，低社会法人股比例组下降幅度大于高国有股比例组。从 *DROAI* 指标来看，两组均呈现显著性的下降趋势，低社会法人股比例组的下降幅度同样大于高社会法人股比例组。分析结果表明社会法人股的存在对 IPO 公司经营业绩有着积极影响，这与许小年、王燕（1998）研究发现相似。究其原因，我们认为社会法人股在以下几个方面有助于公司保持其经营业绩：（1）社会法人股发挥着类似于国外机构投资者的作用，它通过其在董事会中的代表拥有更换公司高层管理的权力；（2）相对国有股而言，社会法人股股东具有更多的激励；（3）保持上市公司经营业绩可以给大股东带来很多好处（如挪用上市公司配股资金等），因而大股东有动机维持 IPO 公司良好的经营业绩。社会法人股比例越高，社会法人股东越有能力通过关联方交易向上市公司注入优良资产（甚至利润）以维持它的经营业绩。

3. 股权集中度与 IPO 公司经营业绩的变动。虽然 Porta, LoPez-Silanes 和 Shleifer（1999）研究发现股权集中是因为法律体系未能有效保护小股东的利益，但我国上市公司股权较为集中则主要是因为独特的制度安排而致。那么股权集中程度与 IPO 公司经营业绩变动有何关系？我们利用 Herfindahl 指数对此问题进行分析。表 3 给出股权集中度与 IPO 公司业绩变动的分析结果，见表 3。

表 3 股权集中度与 IPO 公司业绩的变动

| 年份                 | 0             | 1             | 2             | 3             |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <i>DROA</i>        |               |               |               |               |
| HERF < 中位数 = 0.226 |               |               |               |               |
| 平均数 (%) (p 值)      | -0.08 (0.832) | -1.04 (0.091) | -3.35 (0.001) | -4.33 (0.006) |
| 中位数 (%) (p 值)      | -0.23 (0.814) | -1.06 (0.094) | -1.55 (0.000) | -2.65 (0.000) |
| HERF ≥ 中位数 = 0.226 |               |               |               |               |
| 平均数 (%) (p 值)      | -1.42 (0.033) | -3.09 (0.004) | -5.66 (0.000) | -6.06 (0.000) |
| 中位数 (%) (p 值)      | -0.83 (0.048) | -1.95 (0.001) | -4.12 (0.000) | -4.48 (0.000) |