

Research on the IPO Effect of Chinese Public Firms in Construction Industry

by

Shan Tommy Zhong

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2020 by the
Graduate Supervisory Committee:

Hongquan Zhu, Co-Chair

Xin Chen, Co-Chair

Bin Gu

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2020

我国建筑行业上市公司 IPO 业绩效应研究

钟山

全球金融工商管理博士
学位论文

研究生管理委员会
于 2020 年 3 月批准：

朱洪泉，联席主席
陈欣，联席主席
顾彬

亚利桑那州立大学

二零二零年五月

ABSTRACT

After a century of development, construction industry in China has reached a stage of stable and slow growth to a certain extent, and most of firms have formed their own business circle with stable management ability and competitive strength. Some construction firms try to transform the development mode by means of listing on stock market. But combined with the existing theoretical literature and practice experience, the performance may go down after listing. It mainly comes from the timing effect of firm listing, earnings manipulation before IPO to meet the listing standard, the agency conflicts between management and shareholders, and the inefficient internal governance, etc. The Initial Public Offering (IPO) effect is not only adverse to firm's own development and the protection of the investor's interests, and also is not conducive to the efficient allocation of resources of capital market.

This paper uses the methods of literature review, theoretical analysis, status quo research, empirical tests and case analysis to examine the “negative” changes of operating performance indicators before and after IPO, using the whole sample of A-share firms in construction industry. Then, from the view of macro economic operation, capital market sentiment, earnings management, property rights, this paper explores the source of the construction firm's IPO effect and the dominant factors. It is confirmed that macro economic growth, social fixed assets investment growth, capital market valuation and market liquidity, earnings management before listing, property rights all

have a significant influence on IPO effect. Finally, this paper takes Long Yuan Construction Company as an example, conducts a case study through field interviews and data collection, and further explores the decision-making mechanism of construction firms.

The study adds to the related literature on IPO effect using a special industry. The conclusion will put forward suggestions for construction firms on how to deal with the changes of macro economy and capital market, how to use financial intermediaries, and how to improve the initiatives of shareholders and management in the IPO process, and provide guidings for the Chinese construction firms to realize the transformation through listing.

摘要

中国建筑行业经历百年发展，在一定程度上已趋于稳定并缓慢增长阶段，其中多数建筑企业已形成了自己的经营业务圈，经营能力与竞争格局稳固。一些建筑企业试图通过资本市场上市等途径推动产业升级和转型发展。但是，结合现有理论文献与实践经验，公司上市后易出现“业绩变脸”现象，主要来源于公司选择市场走高和本身业绩最优时择时上市、为满足上市条件或获取更高估值在上市前会计操纵、管理层与股东代理冲突导致管理层机会主义增加、内部治理效率低下等方面，这种“业绩变脸”现象不仅不利于企业自身发展与投资者利益保护，同时不利于资本市场的资源有效配置。

本文使用文献回顾、理论分析、现状研究、实证研究与案例分析相结合的方法，选取截至目前 A 股建筑业上市公司全样本，采用实证研究方法检验这些公司在 IPO 前后的经营业绩指标变化，即检验 IPO 业绩效应的存在性。在此基础上，本文结合宏观经济运行、资本市场情绪、公司盈余管理、公司产权性质等层面因素，探究建筑行业上市公司 IPO 业绩效应的来源和主导因素，最终证实宏观经济增长、社会固定资产投资增速、资本市场估值与流动性、公司上市前的盈余管理、产权性质对 IPO 业绩效应均有显著影响。最后，本文以龙元建设为例，通过结构化和非结构化实地访谈等方式进行案例研究，进而探究 IPO 对建筑行业上市公司业绩影响的具体路径与机制。

本文的研究将对 IPO 业绩变脸相关文献进行了一定程度的补充，在实践中，本文结论将对建筑行业企业 IPO 时应怎样应对宏观经济与资本市场变化、怎样利用金融中介、怎样提升公司的股东与管理层在 IPO 过程中的主动性提出建议，为建筑企业实现上市转型提出引导性意见。

致谢

本论文是在陈欣教授、朱洪泉教授、顾彬教授的悉心指导下完成。从论文的选题、初稿到终稿的过程中，三位教授对我进行了细致而富有成效的指导和帮助，他们经常会在百忙之中抽出宝贵时间与我详谈，从课室到办公室，从上海到凤凰城，从面对面聊到语音电话聊，大到选题的方向，小到一些排版等都会同我分享与指正。正是得益于三位教授对我孜孜不倦的辅导与鼓励，本论文才可以圆满完成！

目录

	页码
表格列表	ix
图表列表	xii
章节	
一、导论	1
1.1 研究背景	1
1.1.1 市场拓张和资金需要驱动企业寻求资本市场上市	1
1.1.2 建筑行业稳步发展为行业内企业上市提供机遇与挑战	2
1.1.3 实践与理论研究表明上市公司 IPO 存在“业绩变脸”	4
1.2 研究问题	8
1.3 研究意义	10
1.3.1 理论意义	10
1.3.2 实践意义	10
1.4 研究方法	11
1.5 研究内容	12
1.6 研究贡献	13
二、理论基础与文献综述	15
2.1 理论基础	15
2.1.1 企业融资相关理论	15

章节	页码
2.1.2 信息不对称与委托代理理论	21
2.2 文献综述：IPO 业绩效应的影响因素与经济后果	23
三、我国建筑行业发展现状与建筑企业上市情况	29
3.1 我国建筑行业发展现状	29
3.1.1 建筑行业特征	29
3.1.2 建筑行业发展	32
3.1.3 建筑行业需求	36
3.2 我国建筑行业企业上市情况	36
3.3 我国建筑业上市公司业绩表现	39
3.3.1 我国建筑业上市公司盈利能力	39
3.3.2 我国建筑业上市公司运营能力	42
3.3.3 我国建筑业上市公司融资结构	44
3.4 我国建筑业与其他行业上市公司业绩表现对比	45
四、我国建筑行业上市公司 IPO 业绩效应实证研究	54
4.1 建筑业上市公司 IPO 业绩效应的存在性	54
4.1.1 理论推演与研究假设	54
4.1.2 实证研究思路	55
4.1.3 数据来源与变量解释	56
4.1.4 实证检验结果	57

章节	页码
4.2 建筑业上市公司 IPO 业绩效应的影响因素	70
4.2.1 理论推演与研究假设.....	70
4.2.2 实证研究思路	74
4.2.3 数据来源与样本描述	74
4.2.4 模型设计与变量解释	75
4.2.4 实证检验结果	78
4.2.5 进一步讨论：产权性质	86
4.3 建筑业上市公司 IPO 业绩效应的经济后果	91
4.3.1 理论推演与研究假设.....	91
4.3.2 实证研究思路	92
4.3.3 数据来源与样本描述	92
4.3.4 实证检验结果	92
五、案例分析	107
5.1 案例公司简要介绍：龙元建设集团股份有限公司	107
5.2 龙元建设上市后融资情况统计	108
5.3 龙元建设上市前后 3 年主要财务数据	110
5.4 龙元建设上市前后业绩描述性统计	112
5.5 案例小结.....	115
六、总结与展望.....	116

章节	页码
参考文献	118

表格列表

表格	页码
1 A 股 IPO 企业业绩下滑案例（单位：万元）	6
2 A 股 IPO 建筑企业业绩变化案例（单位：万元）	6
3 我国沪深 A 股与香港联交所上市盈利要求	9
4 建筑细分行业典型 A 股上市公司	31
5 各行业公司上市前后资产收益率（ROA）下降幅度的对比	52
6 各行业公司上市前后资产收益率（ROE）下降幅度的对比	53
7 本部分主要变量定义	57
8 建筑行业上市公司上市前后主营业务收入（SALES）描述性统计	59
9 建筑行业上市公司上市前后营业利润率（OPR）描述性统计	60
10 建筑行业上市公司上市前后资产收益率（ROA）描述性统计	62
11 建筑行业上市公司上市前后资产收益率（ROE）描述性统计	63
12 建筑行业上市公司 IPO 发行前后每股收益（EPS）描述性统计	64
13 建筑行业上市公司上市前后非盈利能力指标描述性统计	65
14 建筑行业上市公司 IPO 发行前后盈利能力指标 T 检验	68
15 建筑行业上市公司 IPO 发行前后偿债能力指标 T 检验	68
16 建筑行业上市公司 IPO 发行前后成长能力指标 T 检验	69
17 建筑行业上市公司 IPO 发行前后运营能力指标 T 检验	70
18 本部分回归样本年度分布	75

表格	页码
19 本部分主要变量定义.....	77
20 本部分主要变量描述性统计.....	79
21 多元回归结果：IPO 业绩效应（上市后第 1 年）的影响因素.....	81
22 多元回归结果：IPO 业绩效应（上市后第 2 年）的影响因素.....	83
23 多元回归结果：IPO 业绩效应中的公司产权因素.....	88
24 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业利润率（ <i>OPR</i> ）走势.....	93
25 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产收益率（ <i>ROA</i> ）走势.....	95
26 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年权益收益率（ <i>ROE</i> ）走势.....	96
27 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年股票年度收益（ <i>Return</i> ）走势.....	97
28 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年 <i>Tobin Q</i> 值走势.....	98
29 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业收入增长率（ <i>GROWTH</i> ）走势.....	100
30 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年财务费用率（ <i>FINFEE</i> ）走势.....	101
31 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产负债率（ <i>LEV</i> ）走势.....	102
32 建筑行业公司上市后第 1 年各业绩指标 T 检验.....	104
33 建筑行业公司上市后第 2 年各业绩指标 T 检验.....	104
34 建筑行业公司上市后第 3 年各业绩指标 T 检验.....	105
35 建筑行业公司上市后第 4 年各业绩指标 T 检验.....	105
36 建筑行业公司上市后第 5 年各业绩指标 T 检验.....	106
37 建筑行业公司上市后第 6 年各业绩指标 T 检验.....	106

表格	页码
38 龙元建设上市（2004）后历年融资结构统计（单位：万元）	109
39 龙元建设上市（2004）后直接融资明细	110
40 龙元建设上市前后主要财务数据	111

图表列表

图	页码
1 我国建筑业产值结构	3
2 我国建筑行业企业景气指数	4
3 建筑业产业链.....	30
4 建筑业上下游.....	31
5 GDP 与建筑业总产值历年变化（1952-2017）	32
6 我国建筑业总产值增长率历年变化（1953-2017）	33
7 我国建筑业企业数量历年变化（1993-2017）	34
8 我国建筑业企业从业人员数历年变化（1993-2017）	35
9 我国建筑业企业总产值历年变化（1993-2017）	35
10 建筑行业企业上市数量（H 股和 A 股）	38
11 A 股建筑上市公司 P/E 走势	38
12 A 股建筑上市公司市场表现.....	39
13 A 股建筑上市公司营业收入及增长率历年变化（2000-2018）	40
14 A 股建筑上市公司净利润及增长率历年变化（2000-2018）	40
15 A 股建筑上市公司毛利率及净利率历年变化（2000-2018）	41
16 A 股建筑上市公司 ROA 及 ROE 历年变化（2000-2018）	42
17 A 股建筑上市公司各项资产周转率历年变化（2000-2018）	43
18 A 股建筑上市公司营业收入中现金流占比历年变化（2000-2018）	43

图	页码
19 A 股建筑上市公司资产结构历年变化 (2000-2018)	44
20 A 股各行业公司上市前后 ROA 和 ROE 变化	51
21 建筑行业上市公司上市前后主营业务收入 (SALES) 均值与中位数	59
22 建筑行业上市公司上市前后营业利润率 (OPR) 均值与中位数	61
23 建筑行业上市公司上市前后资产收益率 (ROA) 均值与中位数	62
24 建筑行业上市公司上市前后资产收益率 (ROE) 均值与中位数	63
25 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业利润率 (OPR) 中位数比较	94
26 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产收益率 (ROA) 中位数比较	95
27 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年权益收益率 (ROE) 中位数比较	96
28 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年股票年度收益 (Return) 中位数比较	98
29 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年 Tobin Q 值中位数比较	99
30 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业收入增长率 (GROWTH) 中位数比较 ..	100
31 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年财务费用率 (FINFEE) 中位数比较	101
32 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产负债率 (LEV) 中位数比较	102
33 龙元建设盈利情况历史数据	113
34 龙元建设资本结构历史数据	113
35 龙元建设成长能力历史数据	114
36 龙元建设应收账款周转能力历史数据	114

一、导论

1.1 研究背景

1.1.1 市场拓张和资金需要驱动企业寻求资本市场上市

自我国资本市场建立以来,越来越多的企业为扩大生产经营、获取外部融资、抓住投资机会、提高核心竞争力等目标开始寻求上市。资本市场实则类似“商品市场”概念,上市公司即为商品,“商品”质量的好坏决定了整个资本市场运营效率与“消费者”即资本市场参与者的财富增长。截止 2018 年 12 月 31 日,共有 1441 家企业在上海证券交易所主板上市, 2124 家企业在深圳证券交易所 A 股(主板、中小板、创业板)上市,当企业尤其是中小企业或民营企业在面临来自债务市场和财政补贴的“歧视”时,往往付诸于股票市场以期获得外部融资。因此,中国上市公司具有一定的股权融资偏好(黄少安和张岗,2001;束景虹,2010)。

在“科创板”与注册制度推行之前,我国 A 股市场中公司上市发行实施核准制, IPO 的进度安排受到政府干预,政府对公司招股发行的管制可能引起了权益融资人为的供不应求,导致急需资金的公司因无法满足条件进而不能实现上市融资。自上世纪 80 年代以来,海外上市在经济全球化浪潮中表现得尤为明显,我国企业也逐渐走出国门,在中国香港、美国、新加坡、日本、澳大利亚及英国等发达国家或地区寻求上市,更加深入经济全球化进程。据本文统计,截至 2018 年底香港联交所主板与创业板公司共 2315 家。境内 A 股与境外资本市场为我国企业提供了广阔的股权融资平台,但我国企业是否可以通过上市这一行为达到市场拓展与外部融资的初衷,抑或如现有文献中所述,企业会为达到上市目标进行财务包装最终扭曲资源配置、损害资本市场效率?

1.1.2 建筑行业稳步发展为行业内企业上市提供机遇与挑战

建筑行业是国民基础行业，主要围绕建筑的设计、施工、装修和后续管理。建筑行业大体可分为四大部分，依照建筑产业链运营的先后顺序，分别为地盘（楼盘）开拓、楼宇的建造（整栋楼宇或部分工程）、土木工程、专业安装和完工工程等。根据《国民经济行业分类（GB/T4754-2017）》、《上市公司行业分类指引（2012年修订）》，建筑业包括房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰和其他建筑业，目前我国建筑行业企业产值结构如图 1 所示，房屋工程建筑占据绝大比例（63.5%）。

中国建筑行业经历百年发展，经历过一定时期的繁荣与迅速发展。在我国住房市场改革的进程下，城市及周边地区房价均呈较大幅度的上涨，至此推升了建筑行业与房地产行业的迅速发展，建筑及房地产行业企业的盈利水平和劳动力工资相对土地供给制度改革之前有明显提升（佟家栋和刘竹青，2018）。我国房地产政策在 2010 年由支持转向抑制“炒房”等投机行为，在供给侧结构性改革中，政府通过税收、财政及金融等宏观调控措施抑制商品房房价过快上涨，对房地产及其上游建筑业等行业的过热发展造成一定阻碍作用。目前，在我国建筑行业在一定程度上已趋于稳定并缓慢上升阶段，其中多数建筑企业已形成了自己的经营业务圈和特色，有较为强大的劳动力保障、稳定的客户群体和市场份额，各企业之间经营能力与竞争格局趋于稳固。

但是，随着居民消费水平的提高、市场竞争的日益加剧、产业创新速度加快，人们对建筑行业也提出了更高的要求。2015 年，我国建筑业开始出现产能过剩^①，整个建筑行业发展

^① 一般来讲，“产能过剩”是指在既定的组织技术条件、人力资源和管理运营能力下，企业用于生产的全部固定资产（资本要素的投入）所能生产的最终产品和能够处理的原材料数量过多，且超过市场标准（市场整体需求或既定消费能力）的剩余。目前，我国一些企业呈过度投资状态，即使用

开始呈现下行趋势，建筑行业企业收入增长率放缓，建筑行业景气指数明显下降（如图 2）。

在此背景下，传统建筑企业需要调整发展战略、谋求转型升级、提高核心竞争力，并试图寻找新的盈利增长点、扩展经营业务范围以应对市场下行和产业过剩带来的不利影响。

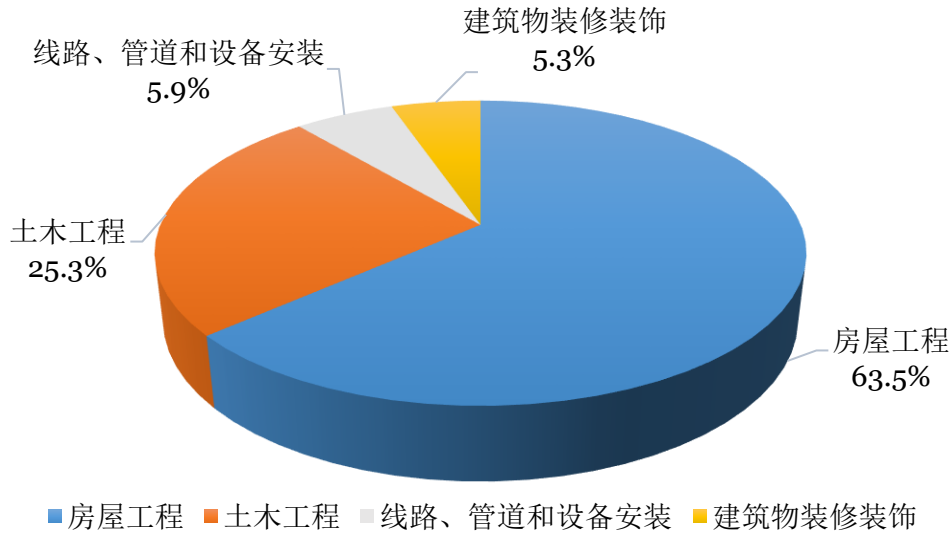


图 1 我国建筑业产值结构

其中，一些建筑企业试图通过资本市场上市等途径推动产业升级和转型发展：一方面，企业上市后将获得更为广阔的融资渠道，基于房建工程、基建工程等传统业务对持续资金与大额资金支持要求较高，上市公司平台有利于提高权益融资效率、降低外部融资成本，同时上市资质有利于企业获得银行信贷或发行债券、提升品牌声誉，促进企业投资新建、兼并重组等重大业务的顺利实施；另一方面，公司上市后将在监管部门的引导下完善内部控制和公司治理水平，各交易所信息披露、特殊处理（ST）等要求将促使企业提升透明度、

资金投资于净现值（NPV）小于 0 的有损企业整体价值的项目，在一定期间内可以提供的生产能力和产品服务远超外部市场需求；也有部分行业尤其是传统行业企业（如钢铁、煤炭等）呈“僵尸企业”状态，他们丧失了自我发展能力（连年亏损、资不抵债等），必须依赖如政府财政补贴、政府特殊政策扶持、银行优先放贷等非市场因素来维持生存和持续发展，均体现了“产能过剩”的特征。

运营效率和盈利质量等，声誉保障和上市地位均将为企业未来可持续发展奠定基础。

但是，我国建筑行业企业上市愈加困难，2017年，我国有东珠生态（603359）、绿茵生态（002887）、城邦股份（603316）等10家建筑企业在A股IPO上市，但2018年，仅有新疆交建（002941）和中铝国际（601068）两家建筑企业分别成功在深交所中小企业板和上交所主板实现A股上市。在这种情况下，建筑行业企业上市具有怎样特征？建筑行业企业在上市前后的经营与投融资等财务行为有何差异？已成功上市的建筑行业企业是否存在上市前存在业绩操纵问题？

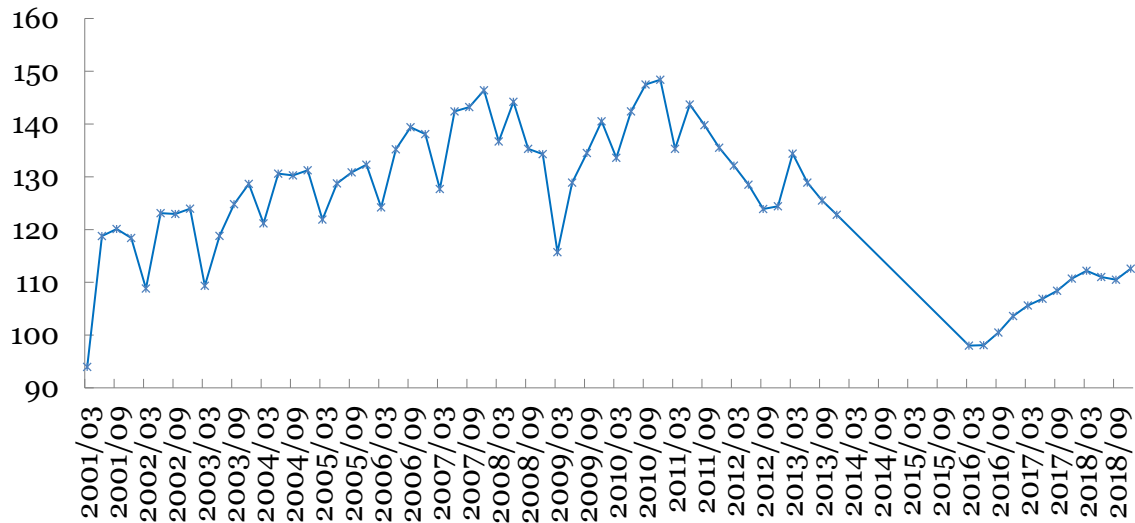


图 2 我国建筑行业企业景气指数

1.1.3 实践与理论研究表明上市公司 IPO 存在“业绩变脸”

纵观国内外理论文献与实践经验，企业上市后易出现“业绩变脸”现象（李明和郑艳秋，2018），即公司 IPO 前的业绩指标明显高于 IPO 后相应业绩指标，这种现象常被称为 IPO 业绩效应。如下表 1 所示，本文选取的典型 A 股公司在 IPO 上市后收入和利润都出现不同程度的下降。具体至建筑行业，表 2 为我国 A 股部分建筑企业在 IPO 上市后的营业收入变

化，发现建筑行业也存在“业绩变脸”现象，但也有建筑企业在上市后实现营业收入的增长，同时，营业收入绝对水平的上升并不代表企业每股盈利或相对盈利能力的增长。拓展至相对盈利能力指标，以 2017 年 6 月 19 日 A 股上市的诚邦股份（603316）为例，在 2017 年第二至四季度的总资产利润率（ROA）分别为 0.0308、0.0430、0.0626，至 2018 年前三个季度降至 0.0105、0.0237、0.0294，较上市年度有所降低。但值得注意的是，也不乏江河集团（601886）、东珠生态（603359）、金螳螂（002081）等建筑行业公司在上市后迅速实现业务增长、营业收入陡增的例子。

究其原因，IPO“业绩变脸”的形成主要可能来源于企业选择本身业绩最优时择时上市或利用市场情绪高涨时期上市（王冰辉，2013）、为满足交易所的上市条件或获取更高市场估值在上市前会计盈余操纵（熊艳和杨晶，2017）、管理层与股东代理冲突导致管理层机会主义增加、内部治理效率低下等方面（杨敏等，2016）。这种“业绩变脸”现象体现为企业高成长与高收益的“假象”无法在上市后持续，不仅不利于企业自身可持续发展与外部投资者利益保护，同时不利于整个资本市场的资源有效配置。

表 1 A 股 IPO 企业业绩下滑案例（单位：万元）

公司名称	收入下降			利润下降		
路畅科技 (002813)	95258.94	77854.29	18.27%	8840.65	4619.28	48.75%
昊志机电 (300503)	25227.79	20009.44	20.69%	7184.42	2808.18	47.00%
万里石 (002785)	76562.49	63091.04	17.60%	3776.46	2029.78	46.26%
振华股份 (603067)	81903.55	77635.23	5.22%	9237.67	6248.81	32.36%
博创科技 (300548)	20115.35	15432.57	24.28%	3062.82	2203.07	28.08%
玲珑轮胎 (601966)	1027818.5	873370.12	15.03%	83411.47	67740.93	18.79%
	2					

表 2 A 股 IPO 建筑企业业绩变化案例（单位：万元）

公司名称	营业收入变化		
四川路桥 (600039)	276503.28	215566.45	-22.04%
美晨生态 (300237)	57877.71	52207.63	-9.80%
浦东建设 (600284)	85349.80	80034.19	-6.23%
诚邦股份 (603316)	74250.49	77136.37	+3.89%
江河集团 (601886)	576249.05	898920.45	+56.00%
东珠生态 (603359)	97959.68	122437.66	+24.99%
金螳螂 (002081)	177530.95	346334.33	+95.08%

具体地，首先，企业股东与内部管理层之间存在信息不对称及利益冲突，外部投资者通过信息搜集也无法全面了解公司目前经营现状及未来走向，管理层在 IPO 时有动机获得更高的市场估值与更多募集资金，并与此同时致力于自身财富最大化，他们将利用信息优势趁公司业绩指标相对最优或者市场过热、投资者情绪较高时公开上市，从而获得更高的发

行溢价和更低的融资成本，利用投资者的乐观情绪进行 IPO，但这种业绩通常无法持续（Trauten et al., 2007），进而导致 IPO 后业绩走低，不如 IPO 前的盈利预期。这种择机上市行为往往具有“过度投资特征”，过度投资引发的产能过剩导致公司运营效率也进一步降低，伴随着资产周转效率的下降，不利于未来可持续发展。

再者，公司上市前为满足上市条件进行的盈余操纵和上市时非理性投资者的参与（黄瑜琴等，2013）将导致公司在成功上市后利润受损、市价走低，无论是以操纵会计盈余为基础的应计项目盈余管理还是以改变企业经济活动的真实盈余管理均不利于公司上市后短期或长期业绩的提升（蔡春等，2013），管理层机会主义将损害外部股东价值，上市前提前确认的收入或盈利也将在未来期间回转，出现“业绩变脸”。

另外，导致 IPO 业绩下降的原因还有可能包括股权结构变化与风险资本的影响（Hsu, 2013），高管持股、政治关联与上市公司 IPO 后经营业绩具有相关关系（Fan et al., 2007）。最后，公司通过 IPO 实现上市为外部投资者传达声誉信号以完善经营业绩的功能尚需时间实现，公司上市后经营业绩的走向同时也受到法律制度、金融环境、行业特征、上市板块、外部审计、承销商声誉、社会关系等多方面因素的影响（陈运森等，2014；祁怀锦和黄有为，2016），IPO 上市行为本身对公司业绩的影响无法独立于其他因素准确判断。

综上，无论是择时上市、盈余管理还是代理冲突等问题，管理层、股东及其他外部利益相关者以及各利益相关者之间的信息不对称均在公司在 IPO 上市后的业绩下滑中发挥了重要作用，本文将结合宏观经济环境与建筑行业特征，着重基于信息不对称视角探究我国建筑行业企业 IPO 上市过程中的业绩效应，使用行业描述性统计与对比分析、实证研究与案

例研究等方法回答我国建筑企业在 A 股上市是否存在“业绩变脸”的问题，并进一步探索“业绩变脸”的影响因素与长期经济后果。

1.2 研究问题

在资本市场上市为建筑行业公司在寻求政府补贴、信贷融资、商业信用之外提供了较为畅通的股权融资渠道，在降低企业利息负担和缓解资金周转困难之外，上市这一行为在改善公司声誉、提升市场地位、获取中介与投资者关注等方面将起到重要作用。但上市条件尤其是盈利门槛的客观存在（如表 3 所示）导致公司在上市前有明显动机调整财务数据、操纵业绩指标，导致公司上市后可能因收入提前确认、虚构交易的转回等原因出现长期业绩下滑；基于资本市场活跃程度和投资者情绪的择时上市也是管理层自利动机的重要体现，不利于外部股东利益保护；但与此同时，建筑行业的融资约束和声誉在企业上市后可能得到明显改善，从而有利于业绩提升。

综合以上推断，建筑行业企业上市对企业本身业绩正反两方面的作用孰轻孰重尚需验证，即建筑行业企业上市后是否存在“业绩变脸”现象需要理论与实证依据支持。特别地，建筑行业项目投资往往具有较高的规模以及较长回收期，企业对外部资金的依赖性以及资金周转的相对困难为探究建筑企业 IPO 业绩效应提供了更典型的行业聚焦样本，对其 IPO 业绩效应及“业绩变脸”影响因素与长期经济后果进行检验也可为行业内公司进行上市与融资等战略决策提供支持依据，为市场与行业监管层引导建筑企业外部融资、提升资本市场资源配置效率、促进行业间要素结构改善提供政策建议，具备理论与实践的双重意义。

表 3 我国沪深 A 股与香港联交所上市盈利要求

上市板块	上市盈利要求
沪深 A 股主板	最近 3 个会计年度净利润为正数且净利润累计超过 3000 万元；最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5000 万元或最近 3 个会计年度营业收入累计大于 3 亿元；发行前股本 ≥ 3000 万股；最近一期末无形资产占净资产的比例 $\leq 20\%$ ；最近一期末不存在未弥补亏损
深圳中小板	最近 3 个会计年度净利润均为正数且净利润累计 > 3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计 > 5000 万元；或最近 3 个会计年度营业收入累计 > 3 亿元；发行前股本 ≥ 3000 万股；最近一期末无形资产占净资产的比例 $\leq 20\%$ ；最近一期末不存在未弥补亏损；内部控制在所有重大方面有效，会计基础工作规范，财务会计报告无虚假记载；不存在影响发行人持续盈利能力的情形。
深圳创业板	最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；最近一期末净资产不少于二千万元，且不存在未弥补亏损；发行后股本总额不少于三千万元；会计基础工作规范，内部控制制度健全有效，财务会计报告无虚假记载。
香港联交所 主板	如按照盈利测验，过往三年合计 5,000 万港元盈利（最近一年须达 2,000 万港元，再之前两年合计须达 3,000 万港元）；如按照市值/收入测试，要求公司上市时市值 40 亿港元，最近一财年收入 5 亿港元；若按照市值/收入/现金流测试，要求公司上市时市值 20 亿港元，最近一财年收入 5 亿港元，最近三个财年营运现金流入 1 亿港元。
香港联交所 创业板	不设盈利要求，但要求上市文件刊发之前两个财政年度合计至少达 2,000 万港元

基于以上分析，本文提出核心研究问题：我国建筑行业上市公司是否呈现出 IPO“业绩变脸”？影响建筑行业上市公司 IPO 业绩效应的因素有哪些？建筑行业公司上市后有什么样的长期业绩表现？

为解决这些问题，本文将从我国建筑行业发展现状出发，首先，明确建筑企业现阶段面临的经营和成长环境，为研究建筑行业企业上市的可行性与必要性奠定基础；第二，本文将对建筑行业已上市公司的特征进行分析，采用描述性统计与单变量检验等实证研究方法检验其 IPO 上市前后的各类业绩指标是否存在明显变化，并选取典型建筑业上市公司案例进行探究；第三，结合代理理论与信息不对称理论，本文将从信息视角探究 IPO 业绩效应不同层面影响因素，包括宏观经济因素、资本市场环境、投资者组成、业绩粉饰（盈余管

理)等,即从外部市场约束、投资者理性、管理层机会主义等作用机制探究其对 IPO 业绩效应的影响;最后,本文关注存在不同程度 IPO“业绩变脸”现象的建筑业上市公司的长期财务与非财务绩效走向,进而为后续建筑行业企业寻求上市并实现上市初衷提供理论依据。

1.3 研究意义

1.3.1 理论意义

本文针对我国建筑行业企业 IPO 业绩效应的研究有利于扩充企业融资的择时理论和权衡理论、公司治理中的信息不对称与代理理论等在中国的实证应用证据。现有国外文献表明企业在 IPO 后会出现业绩下降 (Degeorge and Zeckhauser, 1993; DuCharme et al., 2001; Fama and French, 2003; Kao et al., 2009),有学者认为进行股权融资的企业股票被市场高估,从而发行后股票回报率下降 (Loughran and Ritter, 1995);或者,发行股票前的盈余管理导致 IPO 或 SEO 后的业绩下降 (Rangan, 1998)。我国学者研究也发现 A 股上市公司存在“业绩变脸”现象 (卢文彬和朱红军, 2001; 尹自永和王新宇, 2014; 杨敏等, 2016; 李明和郑艳秋, 2018),本文的研究将结合建筑行业特色与建筑企业上市动机对这些文献提供新的证据并进行补充拓展。

1.3.2 实践意义

根据实证研究和案例研究结论,本文对建筑企业 IPO 业绩效应影响因素与经济后果的研究将对建筑行业企业 IPO 时应怎样应对市场变化 (如宏观经济政策与国家经济增长、股市整体情绪)、怎样提升公司本身在 IPO 过程中的主动性 (如合理地在不损害企业长期价值的情况下对盈余进行调整满足上市条件等)提出建议,对 IPO 后公司的财务业绩和非财务

业绩进行讨论，为建筑企业上市提出引导性意见，同时帮助外部投资者理解企业 IPO 过程中可能存在的博弈以及建筑行业相对其他行业的独特性。

1.4 研究方法

本文采用理论分析、实证研究与案例分析相结合的方法，以文献述评与理论分析构建建筑行业企业上市中可能存在“业绩变脸”的逻辑框架，以实证研究方法（包括描述性统计、单变量检验、多元回归模型等）得出大样本数据共性结论，以案例研究方法寻找特殊企业 IPO 决策过程与业绩表现。

在理论分析部分，本文首先对企业融资中的择时理论、融资有序理论、权衡理论等，公司财务决策中的委托代理理论、信息不对称理论等理论基础进行详细描述，并基于该理论基础与 IPO 业绩效应相关文献，逻辑推演后提出有关建筑企业 IPO 上市过程中的“业绩变脸”存在性假设：

在实证研究部分，本文在 CSMAR 和 WIND 数据库获取了截至目前在沪深 A 股上市的建筑行业企业全样本，数据来源可靠、样本具有代表性。实证研究方法包括描述性统计、单变量均值 T 检验、中位数秩和检验等单变量检验方法，在对 IPO 业绩效应的影响因素和经济后果进行研究时主要采用多元回归分析（OLS），研究方法具有普遍性与可信性；

在案例研究部分，本文选取具有代表性的案例对象企业（中国建筑行业 A 股已上市公司）进行研究，分析其在上市过程中的账务处理、公司营销、中介选取等具体流程和细则，结合其上市时的宏观经济（经济增长、政策导向等）与资本市场环境（“牛市”或“熊市”、IPO 管制政策等），为后续建筑行业企业 IPO 的融资环境和经营业绩的改善提供政策建议。

1.5 研究内容

第一章：导论。本文导论部分将研究的现实背景与理论背景进行简要描述，结合研究背景与目前建筑行业企业上市存在的问题，提出本文的核心研究问题，指出该研究的重要性与意义，明确研究方法，构建研究框架与内容思路。

第二章：理论基础与国内外相关研究现状。第二章主要对本文应用的制度背景、相关理论基础和已有文献进行详细介绍，理论基础主要分为企业融资相关理论、信息不对称与委托代理理论，综述文献主要分为 IPO 业绩效应的存在性、IPO 业绩效应的影响因素和经济后果等方面。

第三章：我国建筑行业发展现状与建筑行业企业上市情况。本部分将对建筑行业上市与 IPO 业绩变化进行描述性统计，对本文研究问题形成初步认识。

第四章：我国建筑行业上市公司 IPO 业绩效应的实证研究。本部分将采用描述性统计、相关关系检验、单变量检验等方法检验建筑行业上市公司 IPO 业绩效应的存在性，选取以上市时间为事件前后几年的企业业绩指标，包括盈利能力、运营能力、偿债能力、成长能力等进行比较。另外，本章还进行了我国建筑行业 A 股上市公司 IPO 业绩效应影响因素和经济后果的实证研究，选取宏观经济、市场行情、投资者组成、企业盈余等不同层面因素探究建筑企业 IPO 业绩效应的来源，并进一步以 IPO“业绩变脸”程度大小对 A 股建筑行业上市公司进行分组，考察 IPO“业绩变脸”程度高与 IPO“业绩变脸”程度低的建筑行业上市公司在 IPO 后长期内的业绩走向。

第五章：案例分析。选取在 A 股成功上市的建筑行业上市公司——龙元建设(600491.SH)进行案例研究，对建筑公司 IPO 上市的业绩效应形成具体认识。

第六章：结论与启示。本章对实证研究和案例研究部分进行全面总结，根据研究结论对我国监管层引导建筑行业企业上市、建筑企业原始股东与管理层利用资本市场平台高效融资、外部投资者理性判断上市公司 IPO 业绩等提供理论依据与实践建议。

1.6 研究贡献

通过理论分析、现状描述、实证分析与案例研究，本文发现，建筑企业可能因急需权益资金在 IPO 前粉饰业绩指标从而成功上市，但因财务数据造假或真实活动操纵，以及建筑行业特有的强周期性特征导致业绩剧烈变化，IPO 前操纵的高业绩无法在上市后持续，即我国建筑企业存在 IPO“业绩变脸”，并表现在每股收益（EPS）、资产收益率（ROA）、权益收益率（ROE）、应收账款周转率、财务费用率等方面。

结合建筑行业上市公司 IPO 业绩效应影响因素和经济后果的研究表明，与现有文献存在差异，建筑业上市公司的“业绩变脸”现象除受其本身业绩操纵和择时上市效应影响外，宏观经济运行和社会投资增速也发挥了重要作用，而大股东持股与政策不确定性的影响较弱。对产权性质的研究发现民营控股建筑企业在上市后更易出现“业绩变脸”，资产收益率降低幅度相对国有控股企业更高，但当对上市后营业收入增长进行研究时发现，民营建筑企业获得了更高的成长速度，而国有企业营收增长率明显低于民营企业。民营建筑公司通过上市改善了声誉，取得更多合同订单与经营业务，其上市资格也为获得信贷融资提供了新的背书保障。

本文的研究针对建筑行业的产业特色，并考虑建筑公司保证金占款比例高、工程回款周期长等特征，证实建筑公司 IPO 中的机会主义和“业绩变脸”，丰富了 IPO 业绩效应相关文献，拓展了信息不对称和委托代理理论在建筑行业公司上市行为中的应用，有利于为监

管层对 IPO 公司进行严格审查提供理论依据，同时有利于引导外部投资者有效决策。

二、理论基础与文献综述

2.1 理论基础

2.1.1 企业融资相关理论

由于 IPO 属于企业权益融资的内容，而目前常用于企业融资领域尤其是企业融资方式选择的理论包括择时理论、融资优序理论和权衡理论，但每种理论的适用条件和背景不同，因此，并非在所有情况下企业内源融资、债权融资和股权融资完全满足于特定理论的概念框架，本部分将对这三种理论进行简单评述，为本文研究企业 IPO 及业绩效应奠定基础，明确企业权益融资的动机与后果。

（一）择时理论

企业融资中的择时（Timing）理论主要是指管理层对自身经营与盈利优势进行时间序列上的比较和考量，在对融资方式和规模进行决策时，他们根据股票市场或债券市场情况选择对自己最有利的时机，并以期使用最低资本成本募集最大规模资金，而融资择时将会影响企业资本结构（负债与所有者权益的比例、不同期限债务结构等）的形成：高市账比（M/B）将带来企业低财务杠杆，即企业在市场估值较高时期将更多选择股票融资方式，最终导致资产负债率（Leverage）下降，反之反是，且市场择时带来的净权益融资将在今后一定期间内持续影响企业资本结构。

Baker and Wurgler（2002）发现企业的历史市净率（P/B）会显著影响当期资本结构，认为公司会因为权益市场的估值择时发行或回购股票以优化资金募集和使用效率，且市场估值对资本结构的影响会在随后的年度中有持续作用，企业资本结构即为择时股权融资的年度累积结果。针对市场估值对企业资本结构的影响是否具有持续性，以及发行或回收债

券与股票是否均存在择时行为，不同研究得出了并不完全一致的结论。以股票市场为研究对象，Hovakimian（2006）考虑企业的股票和债务融资是否择时股票市场，其研究发现尽管股票发行择时在高市净率（P/B）的期间，但是新股发行对负债率的影响较小且在时间上并不持续，相对股票发行，股票回购对资本结构的影响更弱；与此同时，债务融资对资本结构有较长的持续影响，但债务融资择时效应并不是引致市净率与资产负债率呈负相关的原因，而债务偿还时的市净率与资产负债率呈正相关关系，不满足择时理论。因此，Hovakimian（2006）的研究表明股票市场的择时理论具备存在条件和制度背景，市净率的历史均值与目标资本结构相关的原因不仅包括融资择时，还通常囊括了企业成长信息，历史融资择时的持续积累结果并非当前融资结构的全部成因。在其研究基础上，Kayhan and Titman（2007）将加权市值账面比（M/B）分为短期和长期两部分，其结论认为短期部分对公司负债率虽有负向影响但是影响程度较弱、持续时间较短；而长期部分中包含了企业成长能力，对资本结构有持续影响而非择时效应，印证了历史的市净率带来当前资本结构一定程度变化的结论。Alti（2006）认为市场高估与企业 IPO 当年负债率显著相关，但择时效应对资本结构的影响持续时间不会超过 2 年。

上述有关择时理论与资本结构关系的研究时多基于发达资本市场的制度安排和市场环境，但我国 A 股市场股票融资受国家管制程度更强，IPO 发行制度和资本市场中特殊处理（ST 制度）、涨跌停板等规则的设置表明我国企业面临与发达资本市场中企业不同的融资环境和制度约束水平。加之目前我国企业间接融资（银行贷款等）相对直接融资仍占主导作用，因此，权益融资的择时理论在我国企业中的适用性需深入讨论，现有文献也得出并不一致的结论。

我国学者刘澜飏和李贡敏（2005）使用市账比（M/B）作为择时指标，对我国沪深 A 股 IPO 上市公司的股票融资与债务融资的择时效应进行研究发现，两种融资方式均存在市场择时，股票市场估值上涨时企业倾向于股票融资，反之倾向于债务融资；但债务融资择时效应并不影响企业资本结构，而权益融资择时效应仅在短期内显著影响企业资本结构，在时间上不具持续影响作用，其结论认为我国上市公司的融资行为不完全适用市场择时理论。基于我国新股发行制度的变迁和资本市场的特殊性，郭杰和张英博（2012）将政府发行管制的时机引入原仅有企业选择市场时机的分析框架，将企业实际发行股票时的时机区分为企业自主择时和政府行政择时，分别采用企业提出上市的申请日后 3 个月的股票市场指数衡量市场择时、使用 IPO 暂停哑变量或股票发行申报日到发行日之间的等待天数衡量政府行政择时，选取 2000-2010 年沪深 A 股 IPO 公司为样本探讨政府择时和企业择时对资本结构的当期影响及其后续持续性，发现我国上市公司 IPO 当年的资本结构主要受政府管制的影响，且这种影响是可持续的，研究否定了西方市场择时理论在我国 IPO 市场股票融资的适用性，对我国资本市场中的特殊因素即政府发行管制导致的潜在的资本结构扭曲进行了讨论。

（二）融资优序理论

企业财务活动究其本质实为资金的产生、运动和流通过程，即资金的筹集、使用、回收和分配，因此对应了企业融资、投资、经营和股利分配等财务行为。MM 理论为较早解释企业融资的理论，根据假设条件与论证内容分为无税 MM 理论与有税 MM 理论，主要关注企业在完全竞争市场和透明信息条件下的债务融资和股权融资决策选择，及不同资本结构对企业价值的影响。在 MM 理论基础上放宽信息对称假设，Myers and Majluf（1984）基

于管理层与外部投资者之间的信息不对称视角提出融资优序理论（**Pecking Order Theory**），即外部投资者通常因处于信息劣势而容易低估股票价值，从而提高要求报酬率，导致股权融资成本相对提升，而内源融资与债权融资受企业内外部信息不透明度影响较低，因此，在企业自由现金流无法满足投资需求时，管理层融资偏好在资本成本的约束下一般遵循使用内部融资（经营活动产生的留存收益）、债权融资，最后是发行普通股的顺序。**Fama and French（2002）**对公司股利与债务结构的研究也证实了融资优序理论的存在证据。

但此融资顺序也有一定的存在条件和适用环境，并非一直成立。**屈耀辉和傅元略（2007）**采用序数 **Probit** 回归模型对中国上市公司融资是否符合融资优序理论进行检验，选取盈利水平、资产规模、以市盈率衡量的前景、成长能力、投资等活动产生的现金需求、实际与最优资本结构的偏离等将影响企业融资决策的因素，实证研究发现我国上市公司在 1997 年之前基本遵循外部借款（先短期后长期）、留存收益、增发配股的融资顺序，但在 1997 年之后融资顺序为短期借款、留存收益、长期借款、增发配股，最后是发行债券，虽然有所区别，但整体呈先外部债务后内部收益的融资顺序，而资产规模更大和成长能力更强的上市公司具有股权融资偏好。**李建标等（2016）**通过理论分析实验对择时理论和融资优序理论的存在条件进行对比研究，选择低年级研究生与高年级本科生为实验对象，发现融资行为可被理解为偏好与策略的共同结果，当企业财富约束小于 50% 时企业融资满足市场择时即根据市场估值选择融资途径，当财务约束超过 50% 时融资优序理论成立，其结论揭示了融资主体自身特征的重要作用。**Jindal and Seth（2019）**对印度上市公司并购行为中的融资顺序进行研究发现，基于控制权约束和外部融资约束的条件下，隶属集团的并购方在收购本集团内其他公司时有更强的股权融资可能性，即发行股票进行换股并购，而他们在收购

独立公司或者隶属其他集团的标的公司时使用股权融资的可能性最低。因此，企业融资顺序也和宏观经济、货币政策、企业投资需求和获取经营现金流的能力等因素有关。

一些研究发现我国上市公司确实存在股权融资偏好，即不遵循先债权后股权的融资优先理论。黄少安和张岗（2001）发现我国上市公司有明显的股权融资偏好，即有些上市公司尤其是民营上市公司的资产负债率较低，但却倾向于在资本市场中获得股权融资，而造成这一现象的原因可能是我国资本市场中的股权融资成本较低，而核准制的发行制度将企业上市风险转移给国家，上市公司的考核制度和信息披露规则等并未对公司完善融资结构有积极作用。黄少安和张岗（2001）同时指出，上市公司的股权融资偏好滋生了短视行为，资本滥用以及资本低效率使用将不利于上市公司长期发展。束景虹（2010）认为上市公司的股权融资偏好仅仅在股票市场高估时期存在，即非理性市场为企业利用市值高估募得更多资金提供了机会，但这些上市公司在获得股权融资后的业绩表现明显差于非市场高估时期增发配股股票的公司，其研究同时也证实了择时融资行为的不利后果。

（三）权衡理论

权衡理论认为企业存在最优资本结构，即当债务与权益比例达到一定程度时，企业加权平均资本成本最低，此时企业价值最大；而在偏离最优资本结构时，企业有动机通过主动融资调整等行为优化资本结构。无税 MM 理论认为在完全信息市场的前提假设下，由于不存在企业所得税，当企业面临的经营风险相同时，资本结构与企业价值无关（Modigliani and Miller, 1958）；在纳入所得税考虑后，由于利息抵税作用，企业价值将随债务比例的增加而提升（Modigliani and Miller, 1963）；随后，放宽完全信息的假设，Stiglitz and Weiss（1981）将不完全信息市场引入最优资本结构的研究，他们认为公司负债比例的提升虽增

加了利息抵税效应、提升企业价值，但与此同时也加大了企业面临的财务风险和破产风险；而负债率的提高使潜在债权人要求更高的回报，增加了债务资本成本和加权资本成本，最终反而限制了负债比率的上升。

之后，很多学者在此基础上开始探究企业最优资本结构的来源和影响因素，Fischer et al. (1989)、Morellec et al. (2012) 等研究在平衡债务融资产生的利息抵税收益和加剧的财务风险成本的基础上，提出企业的最佳资本结构存在于负债所引起的企业价值上升与其所引起的企业风险成本和各项费用相等时的平衡点，该理论后又将因信息不对称引致的债权人与公司之间的代理成本纳入最优资本结构影响因素的考虑范围。

在此基础上，权衡理论发展为静态权衡理论和动态权衡理论，但权衡理论得到了并不一致的实证结果支持。Graham and Leary (2011) 认为权衡理论只适用于有形资产比例较高的企业，这些企业通常拥有较高的负债比率，但尽管陷入财务困境的可能性较低以及对利息税盾效应的需求，盈利性较强的企业仍可能拥有较低的资产负债率。动态权衡理论是指企业在偏离目标资本结构时，会进行趋向目标的动态调整，且调整的速度归结于调整收益与成本的权衡 (Flannery and Rangan, 2006)。Danis et al. (2014) 基于动态权衡模型指出，在调整为最优资本结构之前，盈利性较强的企业选择更高的财务杠杆。很多学者对资本结构调整速度的驱动因素进行了研究，包括 Morellec et al. (2012) 对公司治理与资本结构动态调整的研究、我国学者黄继承和姜付秀 (2015) 等对产品市场竞争与企业资本结构调整的研究、巫岑等 (2019) 对产业政策对企业资本结构调整速度影响的研究等。上述研究认为企业有以降低资本成本、提高企业价值为目标的资本结构主动调整动机。

虽然有关静态与动态权衡理论的实证研究结果有差异，但目前较为一致的是，权衡理论的基础观点是企业存在使企业价值最大的最优资本结构，且是平衡了税盾收益、财务风险成本及代理成本的结果，而与目标资产负债率的偏离是导致企业增加或偿还债务、发行或回购股票的重要原因。

2.1.2 信息不对称与委托代理理论

信息不对称与委托代理理论广泛应用于公司财务研究领域，包括融资中的 IPO、SEO、发行债券、信贷融资等以及投资活动中的过度投资与投资不足等问题。影响企业经营和财务活动的代理问题包括管理层与股东之间、大股东与中小股东之间、股东与债权人之间等不同层面的代理问题，由于各利益相关方掌握的信息不同，进而在代理冲突中穿插着不同的信息不对称。

具体地，由于公司所有权与经营权的分离，管理层往往拥有比外部股东更为全面的有关公司决策、成长与整体价值的信息，而管理层的利益诉求与股东利益诉求之间往往存在冲突，因此，两者之间存在信息不对称与代理成本。除管理层与股东之间的信息不对称外，债权人与公司之间也存在代理冲突，由于债权人旨在及时获得资金的还本付息，而管理层和股东均致力于公司价值最大化或股东财富最大化，因此，债权人往往在贷款合同中设置约束条款防止公司进行风险较大或净现值为负的投资项目而出现偿债危机。另外，控股股东有侵占外部中小股东的便利，通过大股东占款、关联交易等形式（往往表现为上市公司财务报表中的“其他应收款”）占用公司资金，导致其他股东利益受损，即公司大股东与中小股东之间也存在一定程度的信息不对称与代理冲突，最终导致企业投融资活动中的低效率

问题。本文主要关注建筑企业 IPO 中的业绩效应，很大程度上来源于企业整体与外部中小股东的信息不对称、企业管理层与股东之间的信息不对称等方面。

国外有研究从信息透明度的角度研究了 IPO 抑价问题，究其根本 IPO 定价中的效率损失也对 IPO“业绩变脸”有参考作用。如 Rock（1986）的赢者诅咒假说——资本市场中存在着信息不对称，信息优势方利用其掌握的信息买入具有价值的股票，而信息劣势方只能买到被高估和没有投资价值的股票，或者根据其他投资者的行为进行推断。但是信息劣势方一旦意识到这一点就会退出市场，因此，股票发行商及其中介机构为吸引这些无法掌握完全信息的投资者，需要降低新股发行价来弥补他们面临的风险，最终导致 IPO 抑价，有损发行定价效率。Beatty and Ritter（1986）进一步证实了信息透明度在 IPO 定价效率中的作用。Benveniste and Spindt（1989）认为在 IPO 市场中，发行人、投资者与承销商三者之间的信息并不对称，投资者有关于市场需求的信息，而承销商和发行人未持有该信息，这种信息不对称直接影响到 IPO 定价。在询价制下，承销商具有配股和定价权，可以通过多种激励措施获取投资者的私人信息，从而实现信息不对称的缓解，使新股价格可以更充分地反映内在价值，减少抑价现象。因此，可将新股定价中包含私人信息的多少作为定价效率的评价标准，发行定价包含的私人信息越丰富，则认为定价越有效。以此为基础，Lowry and Schwert（2004）提出，用发行价格能否体现全部相关公共信息来评价 IPO 定价效率，即若 IPO 定价能够体现全部公共信息，那么定价有效，反之则无效；该评价指标具有其合理性，原因是获得私人信息需要成本而公共信息可免费获取。

除 IPO 定价效率外，IPO 后的“业绩变脸”很大程度上源于利益相关方掌握的信息完全程度不同，而公司盈余管理、择时上市等行为也将加剧新股发行公司的信息不对称程度，

处于劣势方的外部投资者要求的报酬率将在信息不对称加剧时提升，本文将在文献综述部分具体讨论现有文献对信息不对称在 IPO“业绩变脸”中作用的相关结论。

2.2 文献综述：IPO 业绩效应的影响因素与经济后果

首次公开发行股票（Initial Public Offering, IPO）公司的经营业绩在上市前后的变化及其驱动因素一直是学术、企业与投资领域共同关心的话题。在核准制下，企业上市需满足一定的盈利能力和经营业绩标准，这种事前筛选机制理论上应该能够保证上市公司质量，但是目前具有重融资轻投资、退市率极低等特点的 A 股市场，公司为拿到上市资格可能存在一定的机会主义行为，例如利用舆论环境提高估值、财务业绩包装达到上市标准、做出不合实际的对赌承诺吸引投资等。另外，一些公司更为关注 IPO 的融资功能，无法便利取得债务融资的企业倾向于资本市场上市，而由于上市后的信息披露要求有明显提升，有了制度背书后，外部投资者对企业 IPO 后经营业绩的关注程度远远低于 IPO 前，那么企业是否在 IPO 前进行了业绩操纵等行为来迎合上市标准？

已有的国内外研究表明，公司在 IPO 后业绩多出现下滑（“业绩变脸”），这一问题又被称为“IPO 业绩效应”，并普遍存在于以美国、英国为代表的发达国家资本市场以及新兴工业化国家和地区的资本市场。那么，究竟什么原因导致此现象的发生，是企业主观因素还是被动形成？理论上讲，公司在高速增长阶段上市，从而获得了一笔可观的股权融资，提高了资信等级和声誉，降低了杠杆率和偿债风险并改善了资本结构，上市后还可以在资本市场上利用增发、配股、可转换债券等形式持续融资，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的、甚至更高的经营业绩目标。

但实证研究大多表明公司上市后业绩显著下降，不仅表现为整体的收入和利润指标，每股盈利以及常用的诸如 ROA、ROE 等相对盈利能力指标均有可能下跌。DeGeorge and Zeckhauser (1993) 考察了美国股市在 1983-1987 年间的 67 家反向杠杆收购公司的业绩情况，发现它们在发行后的经营业绩显著差于发行之前。在此基础上，Jain and Kini (1994) 将研究样本扩展到了非逆向杠杆收购的样本，使用 1976-1988 年的 682 家 IPO 公司为样本进行研究后，也发现其经营业绩在上市后显著下滑。此外，Fama and French (2003) 研究了 1973-2001 年纽约证交所(NYSE)、美国证交所(AMEX)及纳斯达克证交所(NASDAQ) 的 IPO 公司，发现它们在上市后的盈利能力呈下降趋势，而成长能力却呈上升趋势，因此，不能仅以盈利指标判定上市后的公司“业绩变脸”。

针对美国股市 IPO 后财务业绩下滑的现象，学者们从不同角度进行了解释。例如，Fama and French (2003) 认为，长期以来美国股票市场的融资成本下降使得更多业绩差和回报期长的公司得以进入股票市场，这造成了新股上市之后财务业绩恶化，即获取上市资格的公司本身可能存在质量问题。Jensen and Meckling (1976) 提出的代理理论也可以用以解释上市后财务业绩下滑的原因：在企业发行新股并成功上市之后，管理层持有的股份比例下降，这将导致管理层和外部股东之间的利益冲突加剧，由于管理层有动机增加个人消费、实现私人利益，企业价值可能受到损害，并造成企业财务业绩的下滑。Jain and Kini (1994) 认为，管理层为达到股票发行上市的目的而进行的会计操纵行为，也可能是导致企业上市

后财务业绩下滑的一个原因，因为通过会计调整手段，管理层可以将上市前的财务数字做高，而上市后的财务数字则做低。

在国内研究中，由于我国 A 股上市公司 IPO 实施核准制，企业为获得发行许可需满足一定的盈利条件，主板与中小板公司有净利润和现金流的硬性要求，创业板上市对公司的净利润和企业成长性也有明确规定。若寻求上市的企业无法通过正常途径满足盈利条件时，则有动机通过盈余管理等途径提升业绩，进一步，在发行额度受到一定限制的情况下，发行股票的企业有动机提高发行价格以获取充足融资。但是由于我国发行制度和市场监管不完善、信息披露机制不健全、缺乏投资者集中诉讼制度等原因，外部投资者和监管部门无法完全识别企业与中介机构的盈余管理或其他掩饰真实业绩的行为。

国内很多学者关注到我国公司上市后的经营“业绩变脸”问题，采用理论和实证研究方法解释可能在其中起到主导作用的因素，试图厘清 IPO 公司在整个上市过程中可能存在机会主义的情形及其造成的经济后果。陈超和陈文斌（2003）考察了 A 股公司首次公开发行前后的长期基本面特性，发现 A 股公司长期盈利能力在上市之后大幅下降。卢文彬和朱红军（2001）对我国 1996 年公开发行的 82 家企业为研究样本，选取相同同行业、规模相近的已上市 2-3 年的上市公司为控制样本，对比研究公司 IPO 前一年至 IPO 之后三年经营业绩（总资产收益率和总资产营业利润率）的变化，研究发现控制样本公司业绩较为稳定但明显低于 IPO 公司，企业在 IPO 前一年业绩水平较高，但之后三年下降程度十分明显，结合 IPO 公司的流通股比例、国有股比例、社会法人股比例等横截面因素考虑后发现国有股比例高、社会法人股比例低、股权集中度高的 IPO 公司股票经营业绩下降程度更高。李常青和刘清昌（2005）对 1996-1999 年间我国沪市 A 股上市公司的总资产收益率、净资产收

益率、每股收益、总资产营业利润率等指标在上市前 2 年至上市后 3 年之间的变化进行实证研究发现，企业在首发前 1 年的经营业绩最高，之后逐年递减，提出募集金额与净资产的比值、股权集中度与业绩下滑程度正相关，发行后三年有配股的公司有平滑利润动机进而 IPO 业绩下滑幅度较小。蔡春等（2013）发现 A 股上市公司 IPO 前存在应计和真实盈余管理行为，虽有助于提高 IPO 发行价，但不利于上市后企业以资产收益率和销售净利率为表征的经营业绩的提升，其中，应计盈余管理仅对短期业绩有不利影响，并不损害长期业绩，但真实盈余管理仅负向作用于长期业绩。

不少学者在寻求中国 IPO 之后财务业绩下降的原因和解释方面做出了努力：Aharony et al.（2000）从盈余管理的角度对 1992-1995 年期间上市的中国 B 股和 H 股进行研究，他们将样本公司分为不受保护行业公司和受保护行业公司，发现不受保护行业公司的盈余管理行为比受保护行业公司严重，而且不受保护行业公司在上市后的财务业绩恶化也更加严重，与此类似，B 股公司的盈余管理行为比 H 股公司严重，而且 B 股公司在上市后的财务业绩恶化也更加严重，这说明上市前的盈余管理行为可能是中国上市公司在上市之后财务业绩恶化的一个原因。许海（2001）认为当公司 IPO 之后因外部投资者股权比例增加导致管理层与股东之间代理冲突加剧，此时不利于股东财富最大化的投资行为将导致经营业绩下降；另一方面，企业为获得上市指标、获取更多资金将在上市前粉饰会计收益，或选择在最好的时机上市，而在上市后通过盈余管理继续提高账面业绩的行为将难以为继，导致“业绩变脸”。李东平（2001）按照持股公司类型对上市公司进行分组比较，发现上市公司的业绩指标不仅与拟上市企业改组的不同情况相联系，而且与上级公司本身改制的情况有关；其次，研究结果也表明公司在上市当年可能存在过度包装，在上市之后发生逆转，导致业

绩滑坡，最后，文章认为国有股权类型本身的划分也对公司上市后的业绩指标有影响，法人股越多，未来业绩下跌概率越小。黄亮华和谢德仁（2014）以公司 IPO 前会计业绩水平作为其面临业绩压力的大小，发现上市公司 IPO 前的会计业绩将影响其对开发支出的资本化或费用化动机，业绩压力越大的公司越倾向于将开发支出资本化的业绩粉饰现象。Sun and Tong（2003）对 1994-1998 年期间 634 家国有企业上市数据进行了研究，发现上市并不能提高国有企业的盈利能力，且国有股对业绩有不利影响，而法人股则有正面影响。在上市公司内部监管层视角，Fan et al.（2007）发现有政治关联 CEO 的公司在上市后 3 年内的股票表现低于无政治关联 CEO 的公司，而且也有较差的 IPO 后利润增长、收入增长和销售回报率，即政治关系对上市公司股票回报有明显的负面影响。

站在金融中介角度，尹自永和王新宇（2014）对承销商声誉在 IPO 企业业绩中是否可以起到甄别作用以及机构和个人投资者认知，研究发现承销商并未对 IPO“业绩变脸”起到认证作用，反而在 IPO 过程中为获取高额佣金而与发行人进行利益互换，整体加剧了发行人与外部投资者之间的信息不对称程度；机构投资者可以甄别 IPO 质量并申购新股，而个人投资者信息劣势明显，易受到“赢者诅咒”的损失。杨敏等（2016）研究结论证实了上述机构投资者可以识别“业绩变脸”公司的观点，采用我国 2006-2008 年间的 IPO 公司为样本，以上市当年与上市前一年、上市后一年与上市前一年的利润差作为业绩下滑的衡量变量，实证研究发现机构投资者对“业绩变脸”上市公司的股票需求更低。站在风险投资者视角，孙建华（2015a）对 2009-2011 年间我国创业板 281 家 IPO 企业样本的实证研究表明，我国创业板上市公司 IPO 后业绩呈下滑趋势，有风险投资的 IPO 企业业绩指标在 IPO 后明显更低，风险投资机构在选择投资企业时存在逆向选择行为且未在持股期间起到治理作用，

但在水资风险投资和联合投资的 IPO 中这种效应有所缓解。进一步，孙建华（2015b）结合上市公司 IPO 后的锁定期进行研究发现，风险投资对 IPO 公司第一年锁定期内的业绩（包括息税前收益率和权益收益率）有正面作用但对同期内市场表现为负面作用。

在 IPO 业绩效应经济后果的研究中，杨全文和薛清梅（2009）认为我国企业上市过程可以看作政府主导和担保作用下的募资活动，公司为达到上市要求、争取上市指标会迎合政府要求；在公司上市后，市场相对政府的作用在逐渐增强，经理人受职业风险和市场预期考虑将减少机会主义，其研究使用 2000-2004 年间 IPO 企业的实证结果表明上市后经营业绩下跌幅度越大的企业在面对业绩下降的现实后倾向于调整 IPO 募资投向，未来盈利能力与经营业绩也将因此而改善。

综上，国内外实证研究发现 IPO 企业将出现“业绩变脸”，并从股东组成、投资者特征、企业盈余管理、业绩压力、金融中介特征等方面给出了不同证明，但缺乏特殊行业证据。建筑行业企业由于对外部资金依赖性较强、投资回收期较长，因此可能体现出 IPO 缓解融资困境、提升公司声誉、改善经营业绩的作用，而上市前的盈余管理或管理层与股东之间代理冲突导致业绩走低影响较弱或仅存在短期性特征，进而总体可能表现为 IPO 上市有利于企业长期业绩走高的现象。但建筑行业上市公司是否存在“业绩变脸”正是本文研究的核心问题。综上所述，本文将立足于建筑行业企业上市现状，旨在从行业特征角度给出 IPO 业绩效应更为充足的理论依据。

三、我国建筑行业发展现状与建筑企业上市情况

建筑行业企业普遍存在保证金占款比例高、工程回款周期长、资产负债率高等特征，而日益增长的经营与投资需要引致的大额资金需求无法以传统信贷融资、财政补贴或商业信用完全满足。建筑公司虽具有较高的可抵押固定资产比例，但高风险经营环境仍可能导致公司资金链断裂，从而阻碍了公司拓展业务、实现业绩可持续增长。因此，建筑行业公司的融资问题事关企业发展和行业转型，本文以建筑行业为研究对象，探究除自有资金和负债融资外，通过 IPO 实现上市是否可以改善公司融资困境，IPO 前后公司业绩在短期和长期内呈现怎样的变化。本章将简要回顾建筑行业发展、公司上市以及建筑行业上市公司业绩与股票市场表现情况。

3.1 我国建筑行业发展现状

3.1.1 建筑行业特征

如前所述，根据《国民经济行业分类（GB/T4754-2017）》与证监会《上市公司行业分类指引》（2012 年），建筑行业主要可分为房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑安装业、建筑装饰和其他建筑业四大类别。另外，从建筑行业实践发展来看，具体可分为房屋建筑、基础建设、专业工程与海外工程等（表 4 列示了部分细分行业典型 A 股上市公司），其中房屋装饰、园林建设、钢结构和幕墙等均归为房屋建筑。房屋建筑工程是建筑业最传统的业务，也是最重要的组成部分。房屋建筑工程与房地产行业的发展状况息息相关，房地产开发投资、房屋施工竣工面积、商品房成交量等直接影响房屋建筑行业的发展，而下游房地产业具有较强的周期性和政策引导性，决定了房屋建筑行业也具有一定的周期性。基础建设包含铁路、公路、市政等其他基础假设工程。在近年来我国经济增长步入“新常态”的情况下，

基建投资将是国家稳增长的主要着力点。在经历了 2009 年的“四万亿”刺激性投资之后，我国的整体基建水平实现了跨越式的提升，但总体完善程度远没有达到 OECD 国家水平，甚至在某些领域离金砖国家的水平还有一定的差距。在基础交通方面，虽然我国高铁运营已经达到世界领先，但铁路和公路的人均里程明显不足，高质量的道路比例偏低，城市基础设施依然相对缺失。专业工程是指化学、冶金等专业类建筑项目工程。在产业链视角（如图 3），建筑业上游产业主要包括钢铁、水泥、木材等原材料产业，下游产业有房地产业等。

在建筑产业内部的产业链视角（如图 4），建筑行业受宏观经济与政策变动影响较大，建设施工周期少则数月多则数年，加之基础设施与市政工程类投资需求基本由政府决策，国家或区域的投资景气程度直接影响建筑行业合同订单、施工进度，而房地产和工业厂房建设均具有明显的周期性特点，建筑装饰和园林工程属于建筑产业内部下游子行业，因此受上游建筑工程类投资需求的影响程度较大。

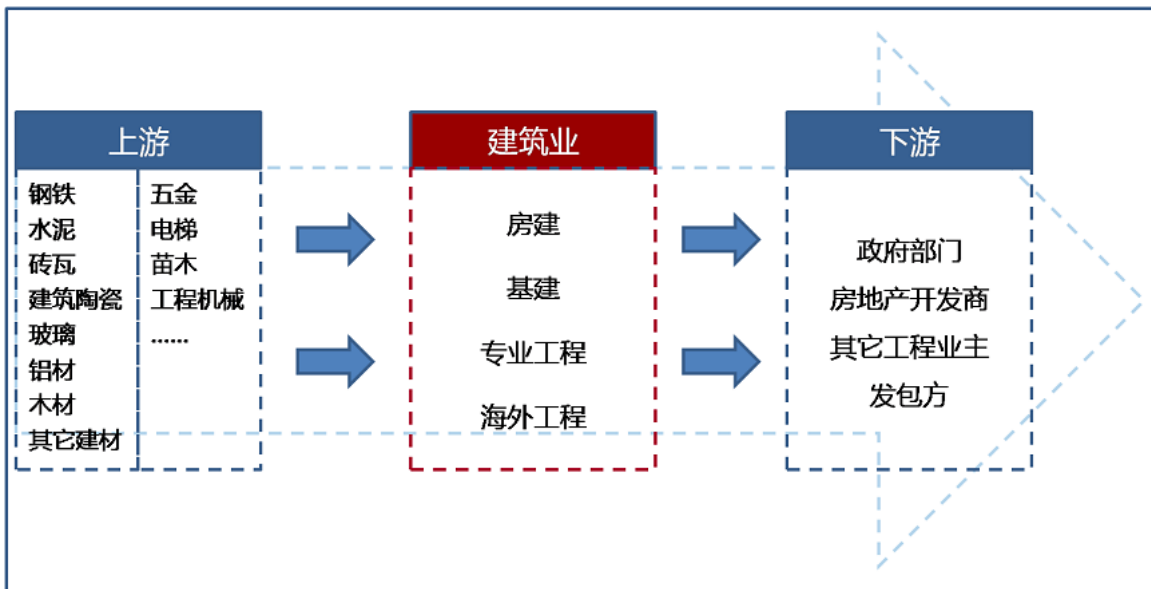


图 3 建筑业产业链

表 4 建筑细分行业典型 A 股上市公司

建筑行业大类	建筑行业细分	典型 A 股上市公司
房屋建筑	房屋建筑	中国建筑（601668）、上海建工（600170）
	房屋装饰	金螳螂（002081）
	园林建设	东方园林（002310）、棕榈股份（002431）
	钢结构	精工钢构（600496）
	幕墙	江河幕墙（601886）
基础建设	铁路建设	中国中铁（601390）、中国铁建（601186）
	公路建设	路桥建设（600263）、腾达建设（600512）
	水利水电	中国电建（601669）、葛洲坝（600068）
	市政建设	隧道股份（600820）
专业工程	化学工程	中国化学（601117）
	冶金工程	中国中冶（601618；01618.HK）
	其他专业工程	中国海诚（002116）、中化岩土（002542）
海外工程	海外工程	中国中铁（601390）、中国电建（601669）、中国中冶（601618；01618.HK）

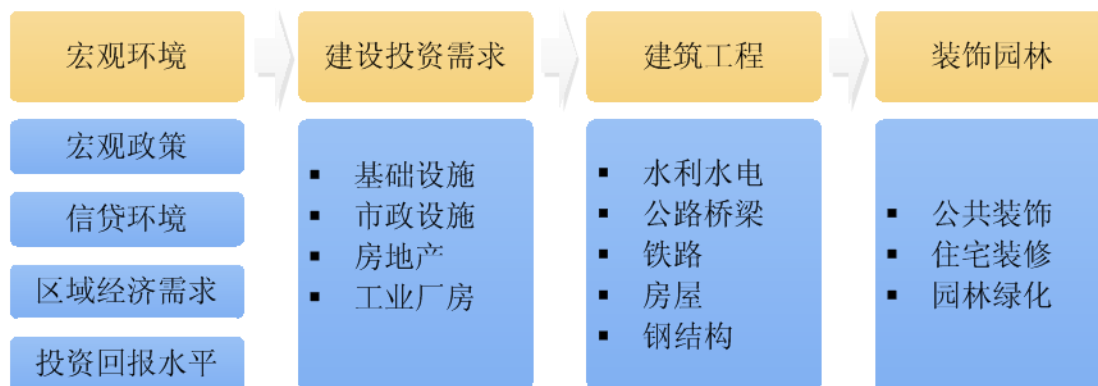


图 4 建筑业上下游

3.1.2 建筑行业发展

近年来，在政策引导和房价刺激等多重因素下，建筑行业发展迅速，建筑业公司数量与从业人数逐年增长。如图 5 和图 6 所示，建筑行业 GDP 整体呈增长趋势，改革开放以后（1978 年）平均增速为 14.75%，1993 年达到最高增长比例为 60.09%，2000 年以来增长相对来说较为稳定，平均增速为 14.27%。从建筑行业 GDP 占比来看，1978 年以来建筑业占全行业 GDP 比例均值在 4.84% 左右，但在 2009 年及其之后年度，占比均超过 6.60%。从产值增长率的角度来研究建筑业总产值波动，本文发现，GDP 增速和建筑业总产值增速总体呈同向变化，GDP 增长率变动对中国建筑业总产值增长率变动具有重要影响作用。建筑业作为典型的投资驱动型行业，经济稳步增长与城镇化持续推进是建筑行业发展的两大核心驱动力。

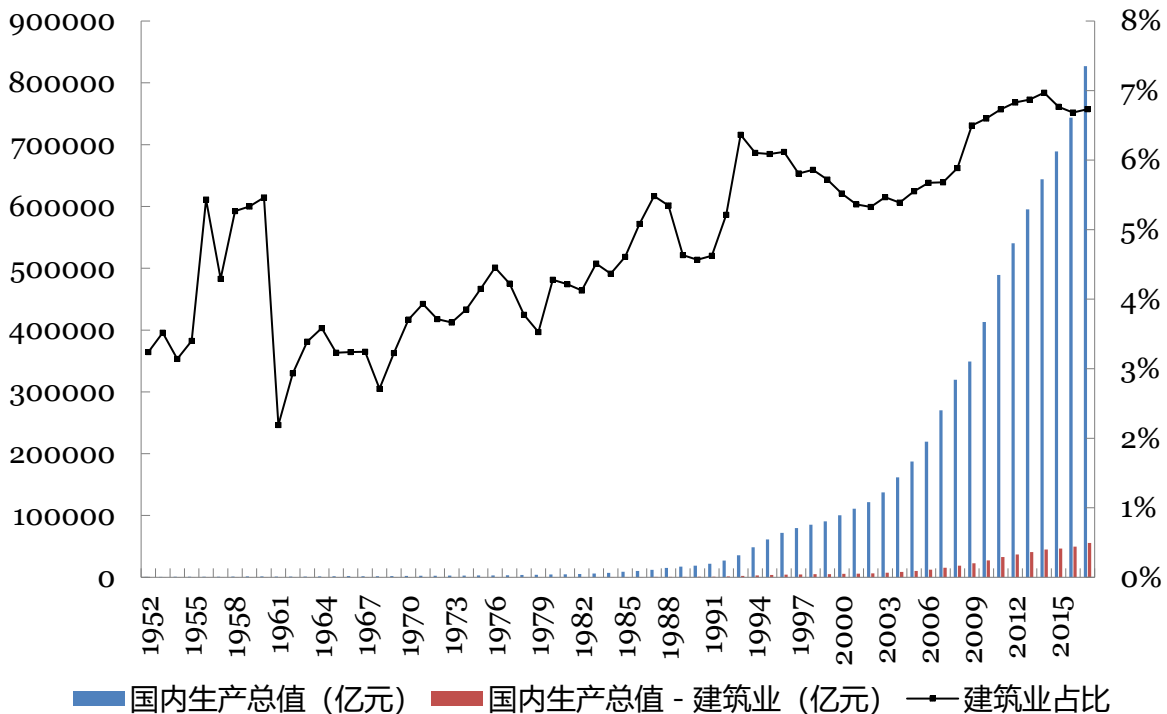


图 5 GDP 与建筑业总产值历年变化（1952-2017）

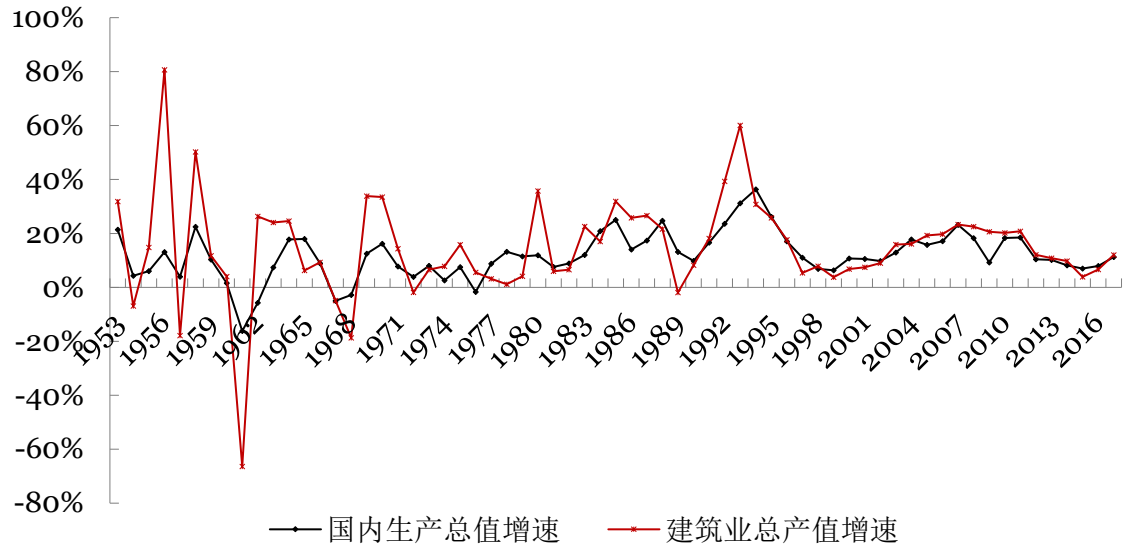


图 6 我国建筑业总产值增长率历年变化（1953-2017）

另外，本文统计了我国建筑行业不同产权类型的企业数量和从业人数变化以说明建筑行业规模的增长水平，如图 7 和图 8 所示。自 1993 年以来，我国建筑企业数量从 20998 家增至 88074 家，整体增速平稳；其中，国有企业与集体企业比例逐渐减少，在 2017 年仅占企业总数的 7.18%，民营企业比例增加明显，这与建筑行业“大行业小公司”的生产运营模式十分相关。除大型建筑央企外，建筑行业集中程度较小。我国建筑行业企业从业人数及不同企业从业人数占比与企业数量变化趋势基本一致。图 9 为不同产权类型建筑企业总产值变化情况，民营建筑企业在过去的几年里贡献了越来越大的产值比例。

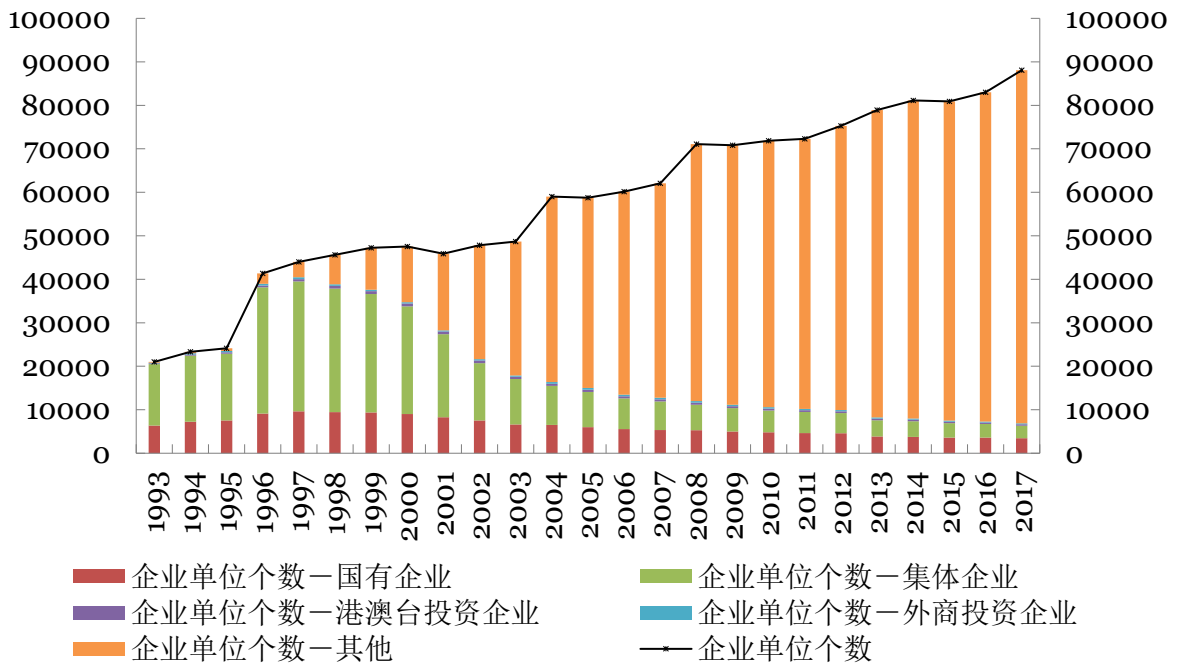


图 7 我国建筑业企业数量历年变化（1993-2017）

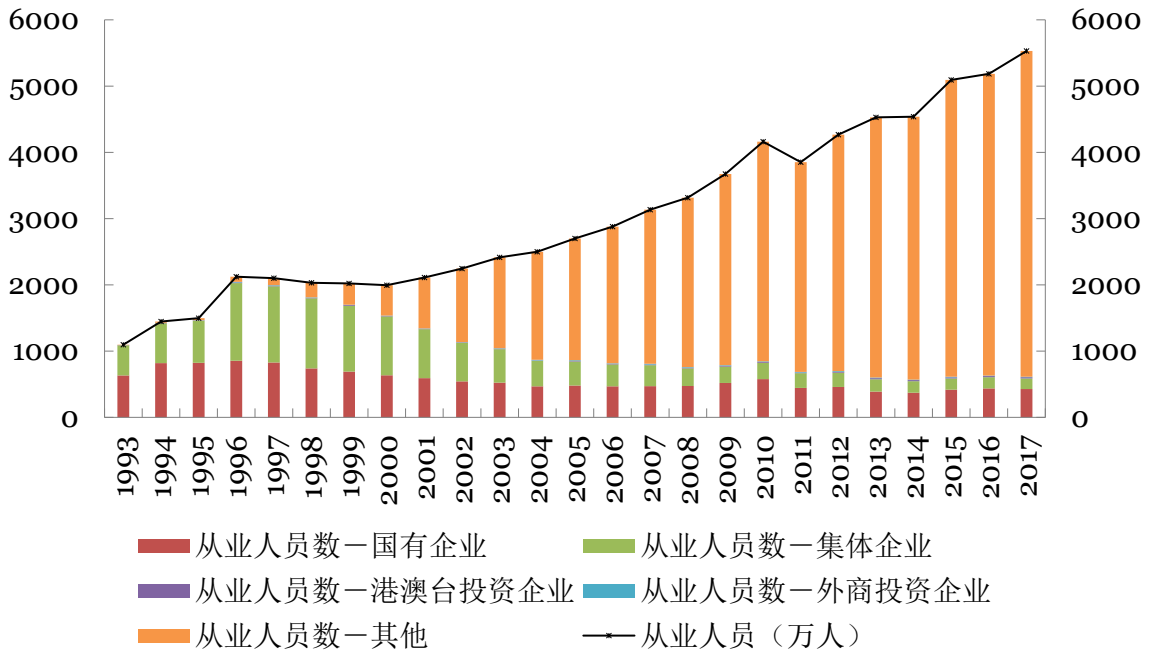


图 8 我国建筑业企业从业人员数历年变化（1993-2017）

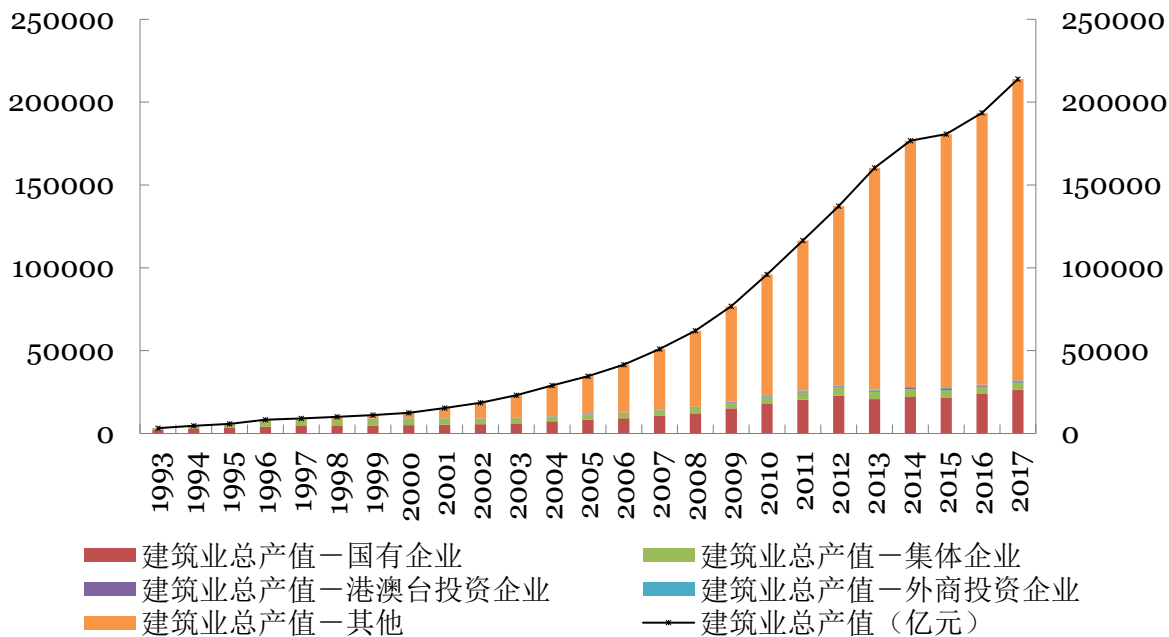


图 9 我国建筑业企业总产值历年变化（1993-2017）

但是，建筑行业中国营经济的繁荣也暗含了很多问题。就建筑业与其他行业的结构来看，佟家栋和刘竹青（2018）认为我国房价上涨促进了建筑业发展与就业水平，但对制造业形成了显著的挤出作用，不利于国家制造业的传统优势发挥与国家产业结构转型升级。在住房制度改革与房价宏观调控政策后，房地产行业过热带来的虚拟经济繁荣有所缓解，与此同时，建筑业的发展模式也吸引了实务工作者、学者和监管层的关注。

2017年4月，住房和城乡建设部颁布《建筑业发展“十三五”规划》中提出，行业发展方式粗放、建筑工人技能素质不高、监管体制机制不健全是导致我国建筑业目前发展缓慢遇到的主要问题，其中，建筑企业核心竞争力不强、技术创新能力和集约化程度不够是企业难以做大做强的障碍。但是随着国家对建筑业中非公有制经济的引导，民营建筑企业投资体量增加，购买建筑材料、建筑工程保障、项目施工等又带来了相当大的融资压力。相对

国有企业的融资优势，民营企业在成长的过程中不仅需要优化产业结构、提高核心竞争力，与此同时还面临着严重的外部融资约束。

3.1.3 建筑行业需求

建筑业属劳动密集型行业，要素投入有机构成的比例较低。在过去 10 多年时间里，我国固定资产投资维持了 20%甚至更高的增速，总体建设规模很大，而在 2015 年以来国内投资的持续扩张的速度放缓。随着城市化水平的提高以及部分乡村城镇化已出具规模，大规模房屋建设和基础设施项目相对过去几年将有所减少，因此，建筑行业领域的总体规模扩张将会遇到一定压力，市场供给大于市场需求。此时，建筑业尤其是建筑工程与土木工程领域需进行内部结构升级、劳动生产率提升和产能优化集中以淘汰落后产能。装饰园林领域在过去发展过程中起步较晚，目前规模更小，建筑装饰和园林建设建筑业受到的负面影响相对滞后。

再者，我国国家级战略“一带一路”以及区域协同战略规划如京津冀协同发展、“长江经济带”、东北地区振兴规划等也为基础设施建设、房屋建筑、工业建设、旧建筑物改造提供了广阔的市场空间，“一带一路”成为我国建筑企业尤其是基础设施建设“走出去”新的增长点，对外承包、项目合作是我国建筑企业与“一带一路”沿线国家展开国际分工的重要领域。另外，行业集中度的提高也可能为行业龙头企业带来成长空间，对小公司的兼并也有利于龙头企业拓展业务、增加市场占有。

3.2 我国建筑行业企业上市情况

图 10 为本文整理的建筑行业企业上市数量（H 股和 A 股）。截至 2018 年末，A 股建筑行业共有 118 家上市公司，总市值达 1.6 万亿元（人民币）；港股地产建筑业共有 385 家

上市公司，总市值达 5.5 万亿（港元）。根据建筑行业企业主营业务细分又可以分为房屋建筑业、基础设施建设、建筑装饰行业、园林绿化行业、钢结构行业、石化冶金矿山工程行业、国际工程、其他建筑行业（包括智能建筑、建筑安装、环保水处理、岩土工程、地基工程、金属屋面工程、特种施工、洁净室工程等等）等。按照 2017 年营业收入排名，中国建筑、上海建工、中国交建、中国中铁、中国电建等国有企业仍占据前排名次。

从 2017-2018 年我国建筑行业 A 股 IPO 情况来看，建筑行业过会率较低，其原因主要来自于关联交易、应收账款及其坏账、劳务用工、持续盈利能力、毛利率等方面问题。如 2017 年 6 月上会被否的国内领先的基坑围护工程施工及专用设备研发的高新技术企业——浙江绩丰岩土技术股份有限公司，发审委对其应收账款回款风险、坏账准备计提是否充分、压低员工薪酬支出调节利润、行业地位和行业经营环境重大变化、两大业务毛利率波动较大、持续盈利能力存在重大不确定性等方面提出疑问。

部分上市时主营业务为建筑业的 A 股公司已实现转型。从成功 IPO 的中国武夷（000797）、大港股份（002077）、北京城建（600266）来看，其目前主营业务已转至房地产业务，岭南股份（002717）、绿茵生态（002887）等已转至生态保护和环境治理业。基于此，后文试图从建筑行业企业生存现状讨论建筑企业 IPO 业绩走向的影响因素和经济后果，为建筑企业上市决策提供理论依据。

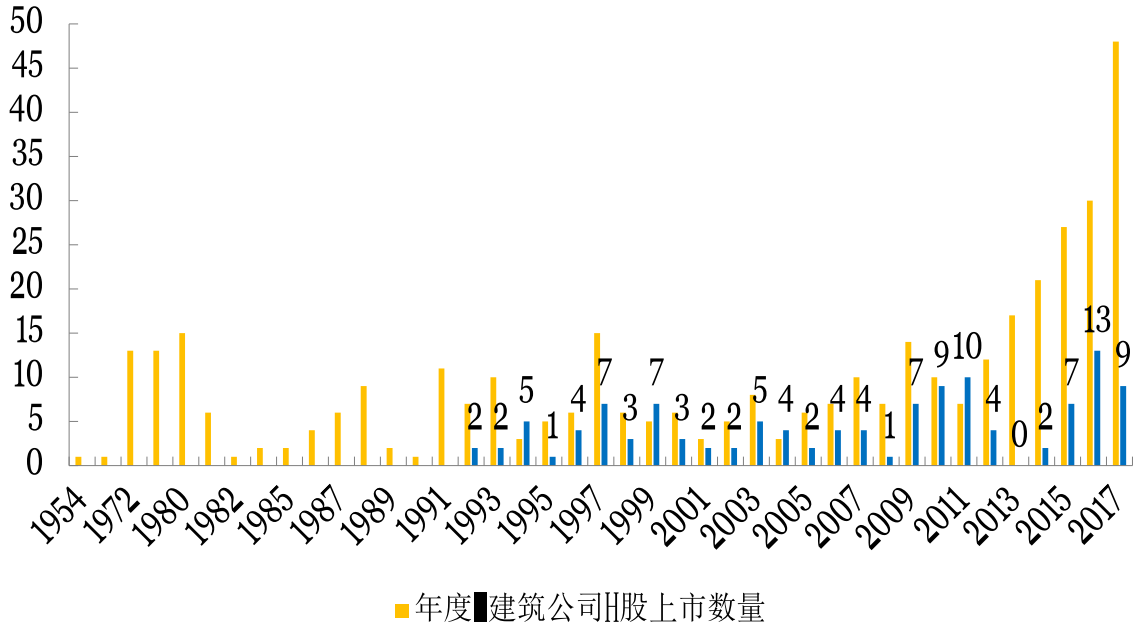


图 10 建筑行业企业上市数量（H 股和 A 股）

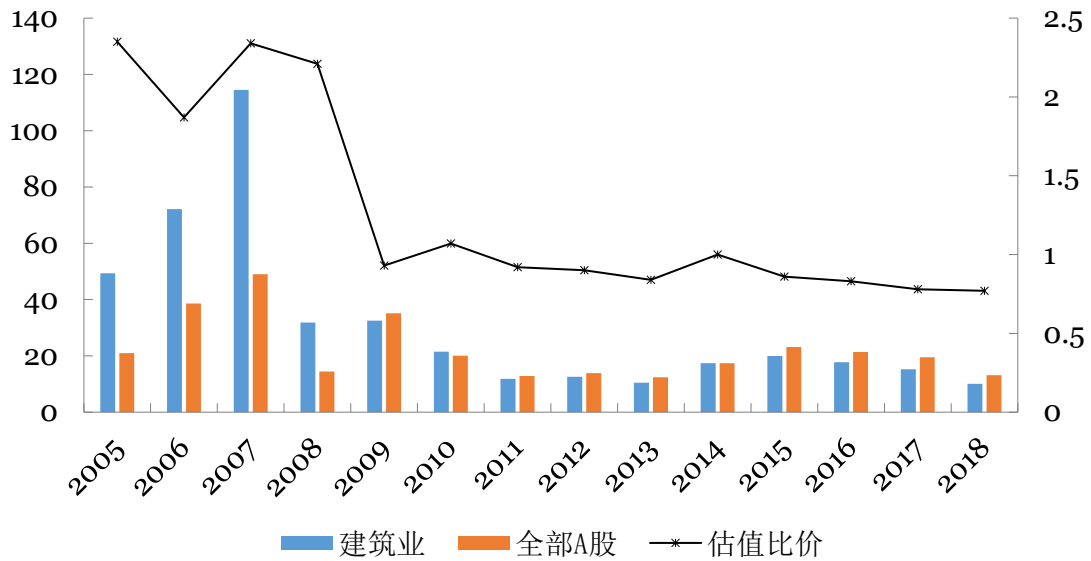


图 11 A 股建筑上市公司 P/E 走势

图 11 统计了 2005 年以来我国 A 股建筑业上市公司市盈率（P/E）变化及其与 A 股整体市盈率的比较，可以看出，建筑业市场估值基本与全体 A 股走势一致，2009 年之后相对定价略低于整体市场。由于 2004 年建筑行业估值异常，P/E 超过 1000，很大程度来源于

会计盈余的骤减，因此此处只将 2005 年及之后 P/E 做统计分析。图 12 为相对上证指数的 A 股建筑业公司整体市场表现，建筑行业上市公司与市场整体走势基本一致，在 2015 年受“一带一路”等战略带来的海外订单量增长建筑业市值增长达到高峰，之后略有下降。

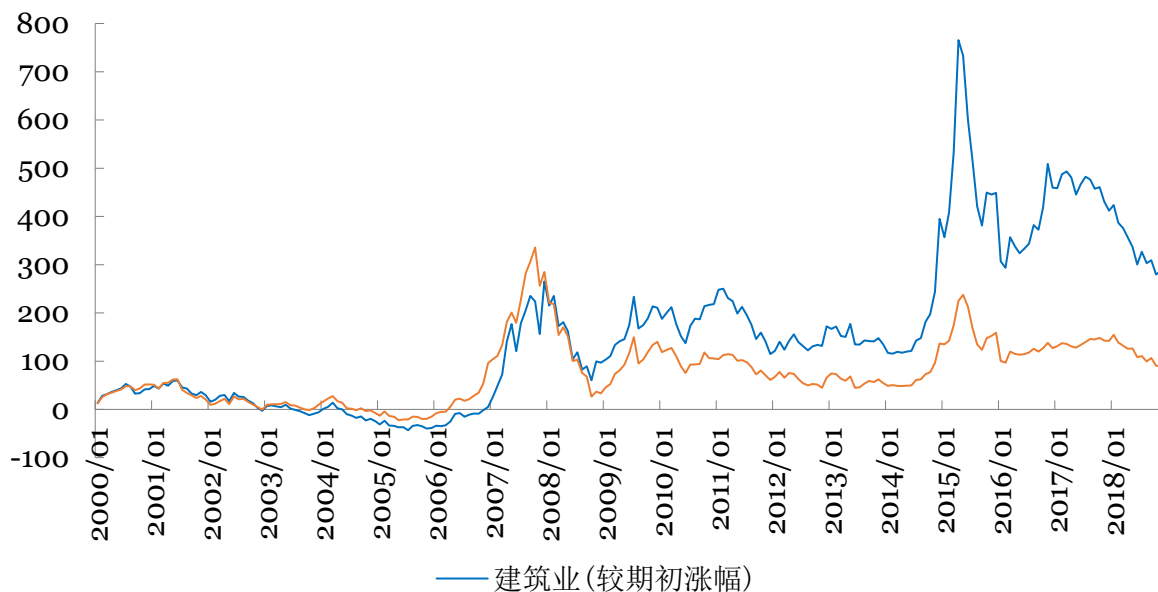


图 12 A 股建筑上市公司市场表现

3.3 我国建筑业上市公司业绩表现

3.3.1 我国建筑业上市公司盈利能力

本文对建筑企业营业收入、净利润、毛利率和净利率、 ROA 和 ROE 的整体情况进行统计分析以了解建筑企业盈利情况。图 13 为建筑业总营业收入变化情况，整体呈增长趋势，营业收入增长率在 2003-2010 年间波动性较强，这与各年间的建筑投资总需求紧密相关。在 2011 年及之后，建筑行业总体营业收入增长率放缓，基本保持在 5%-10% 之间。2018 年，我国建筑行业企业总体营业收入达到 4.82 万亿元。

虽然 2018 年以来整体建筑行业上市公司收入仍处于增长状态,但部分企业已出现负增长,基于本文统计,2018 年共有 28 家沪深 A 股建筑业上市公司收入增长率为负值,神州长城股份有限公司(000018.SZ)于 2019 年进入退市整理期。

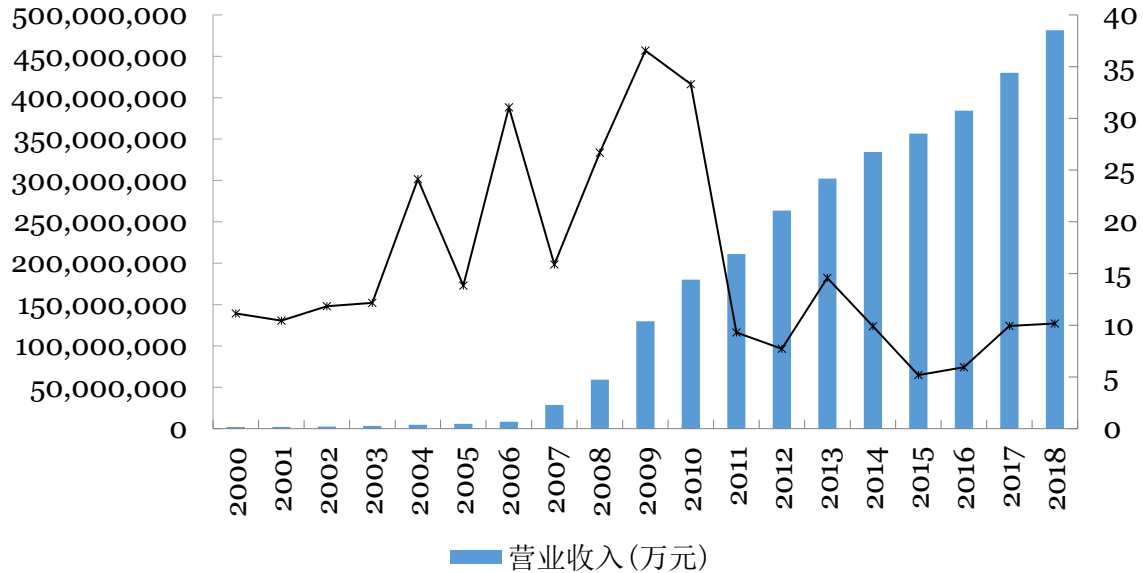


图 13 A 股建筑上市公司营业收入及增长率历年变化 (2000-2018)

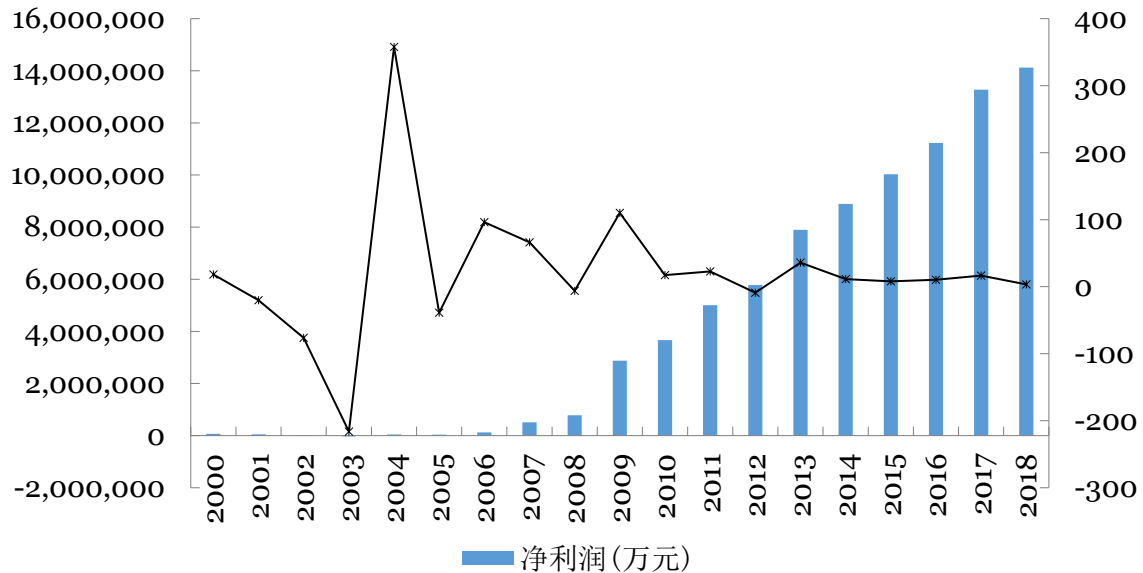


图 14 A 股建筑上市公司净利润及增长率历年变化 (2000-2018)

图 14 为我国建筑行业 A 股上市公司净利润变化情况，在 2013 年及之前，建筑业净利润波动剧烈，尤其是 2003 年，整体净利润为负（-3.23 亿元），在 2004 年实现 357.8% 的净利润增长率。2013 年以来，我国建筑业净利润增长较为稳定，增速基本保持在 10% 左右，但 2018 年有所放缓，净利润增速仅为 3.35%。

除上述对营业收入和净利润等绝对指标的分析外，图 15 和图 16 分别对我国建筑业毛利率和净利率以及 ROA 和 ROE 的变化趋势进行统计。建筑业毛利率较为稳定，基本保持在 10%~12% 之间；净利率在 2003 年为负（-0.92%），目前保持在 3% 左右，2017 和 2018 年建筑业净利率在 3.49% 左右。ROE 相对波动性较强，ROA 近年来在 2.3%~2.5% 左右。建筑业整体盈利能力受限，但由于房屋建筑、土木工程等一次性投入巨大，需要大量资金，单单依靠经营活动现金流可能无法满足规模较大的投资项目，因此，外部权益融资与债务融资对建筑企业发展有重要作用。

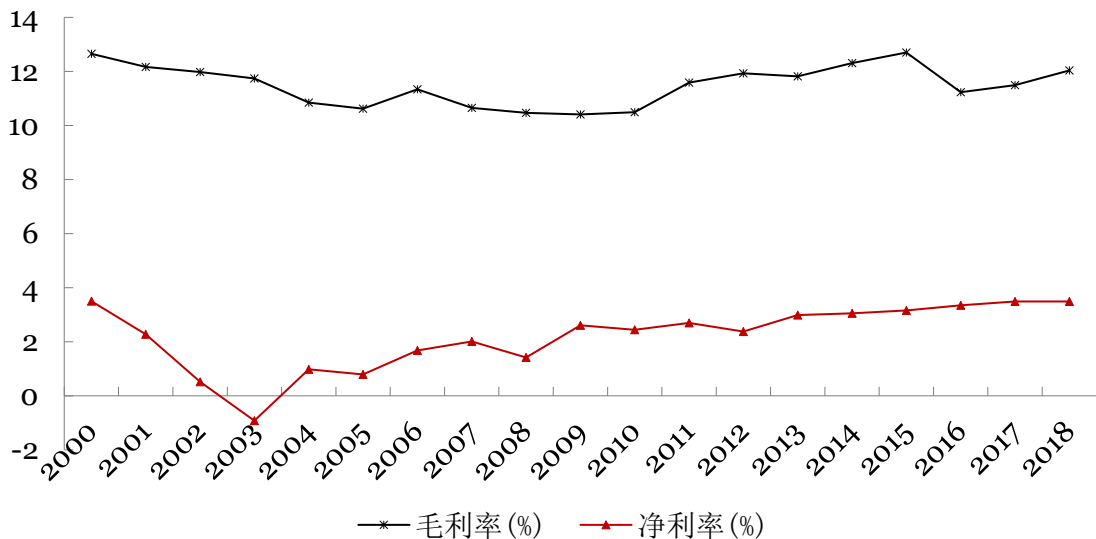


图 15 A 股建筑上市公司毛利率及净利率历年变化（2000-2018）

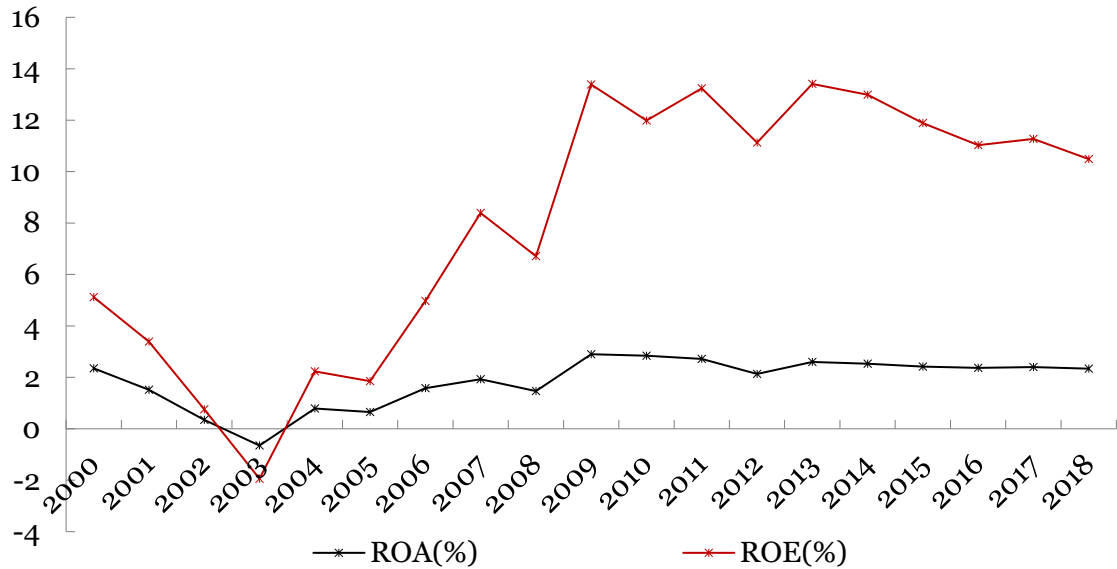


图 16 A 股建筑上市公司 ROA 及 ROE 历年变化（2000-2018）

3.3.2 我国建筑业上市公司运营能力

图 17 为我国建筑上市公司各种资产周转率的年度变化，可以发现，各种周转率在 2010 年之前基本呈逐年上升趋势，但存货周转率略慢。另外，固定资产周转率非常高，应收账款周转率与存货周转率整体也高于其他行业，说明 A 股建筑行业公司运营能力较强，虽在 2011 年之后有所下降，但整体不会出现极端的资金周转困难。

基于此，本文也将销售收入中的现金比例进行分析，以便了解建筑业上市公司的经营活动现金流情况。图 18 为销售商品收到的现金占比历年变化趋势，可以看出，建筑业上市公司营业收入中实现的现金流比例在各年间波动较大，一定程度上反映了项目收付款周期抑或企业存在集中提前或推后确认收入的行为；但现金流实现比例整体较高，均在 90% 以上，A 股建筑业公司运营能力较好。但由于建筑行业投资项目通常一次性投入较大，良好的运营能力不一定能保证未来持续大量的资金需求，除经营活动产生的内部现金流外，外部融资是建筑企业保持成长活力的重要途径。

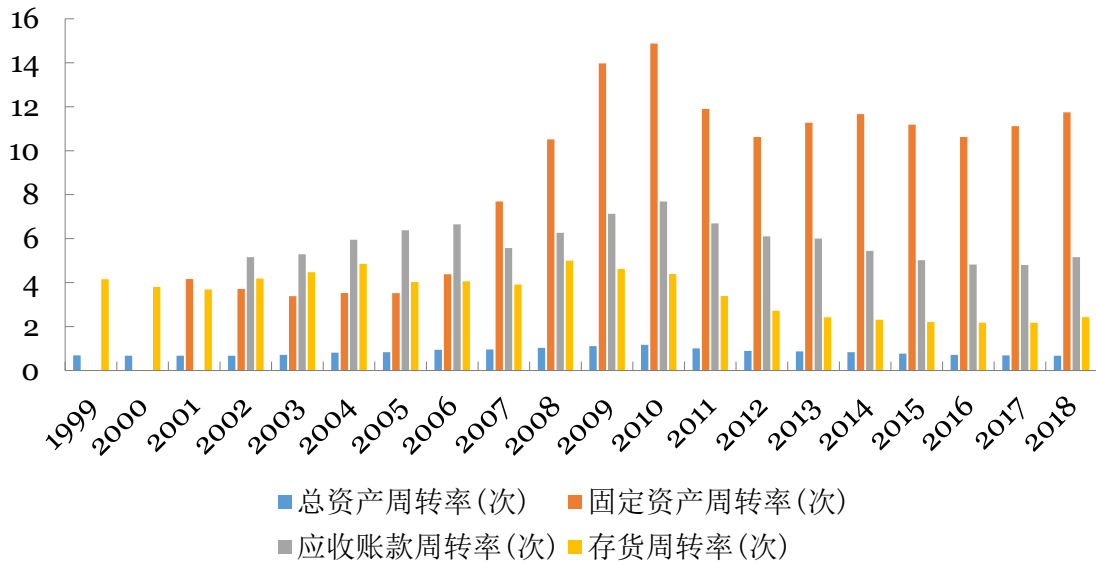


图 17 A 股建筑上市公司各项资产周转率历年变化 (2000-2018)

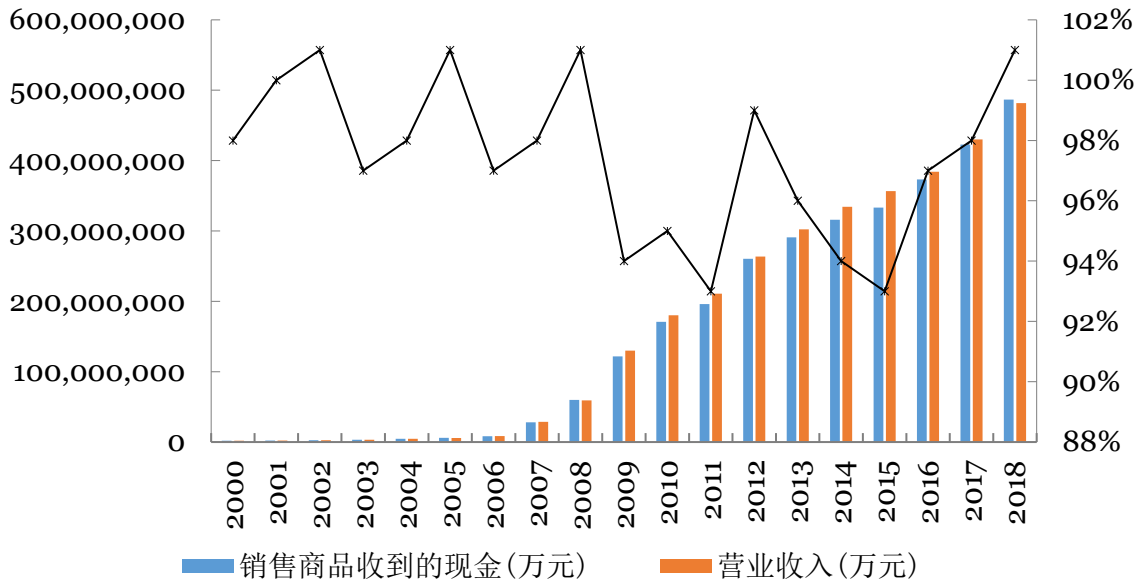


图 18 A 股建筑上市公司营业收入中现金流占比历年变化 (2000-2018)

3.3.3 我国建筑业上市公司融资结构

图19为A股建筑上市公司资产结构组成的历年变化,折线(右轴)为资产负债率(LEV)。可以发现,建筑行业上市公司权益融资规模有限,资产负债率较高,近年来几乎均在70%以上,其中,以流动性负债占比居多。

建筑行业上市公司因债务占比过高将面临巨大的财务风险甚至破产危机,而且由于建筑行业企业更多为长期性的投资项目,流动性负债比例较高可能引发“短贷长投”现象,易出现“拆了东墙补西墙”的不利局面,利用外部权益融资仍有较大空间。在建筑行业非上市公司中,由于股权融资有限,其面临的资产负债率和财务风险可能比已在A股上市的建筑业公司相对更高,融资约束的存在将导致建筑企业尤其是民营企业、中小型企业面临严重的投资不足,加之行业景气度的弱化与国家“去产能”等宏观经济政策,以及与大型建筑央企、地方国企之间的项目竞争和信贷融资劣势,民营建筑企业面临一定程度的生存困境。

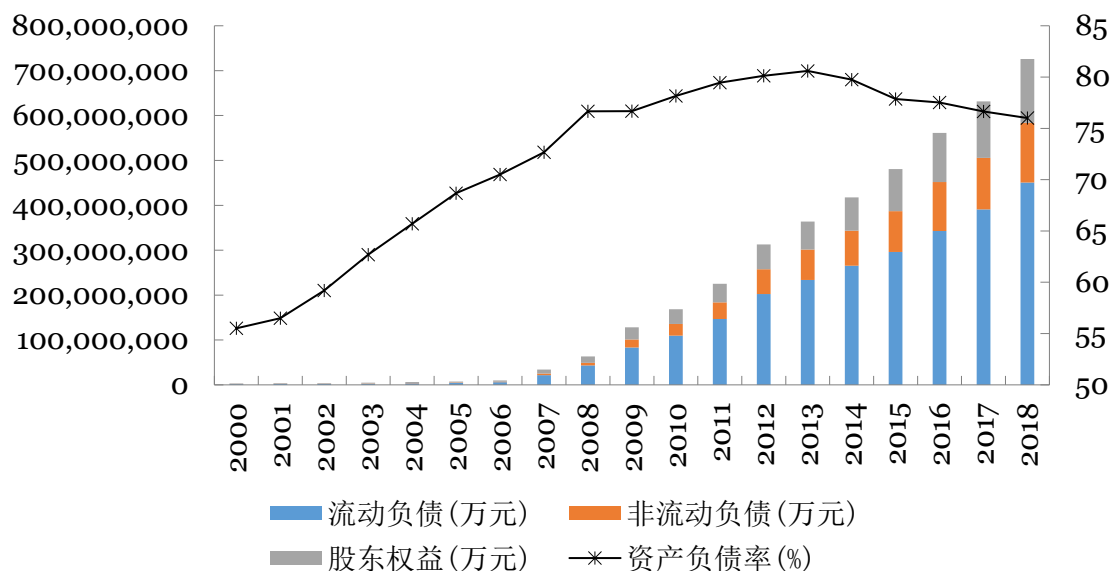
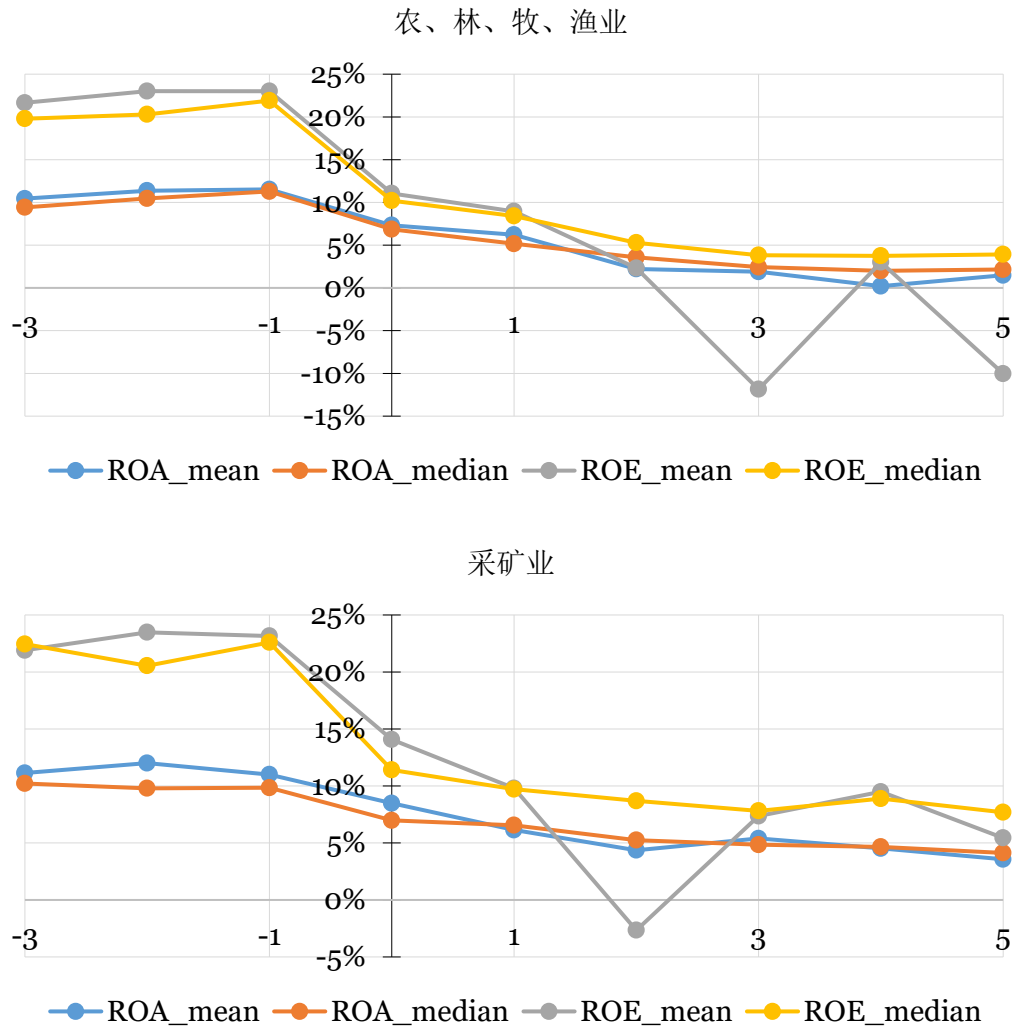


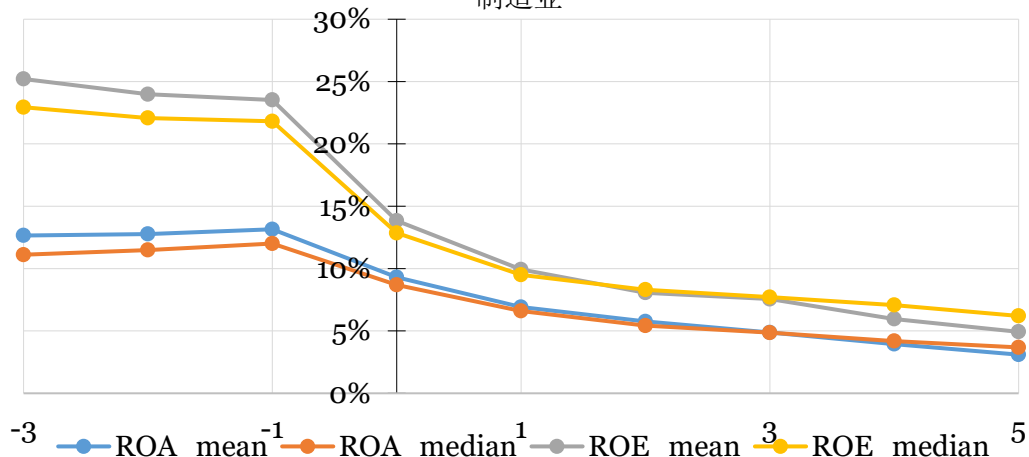
图 19 A股建筑上市公司资产结构历年变化 (2000-2018)

3.4 我国建筑业与其他行业上市公司业绩表现对比

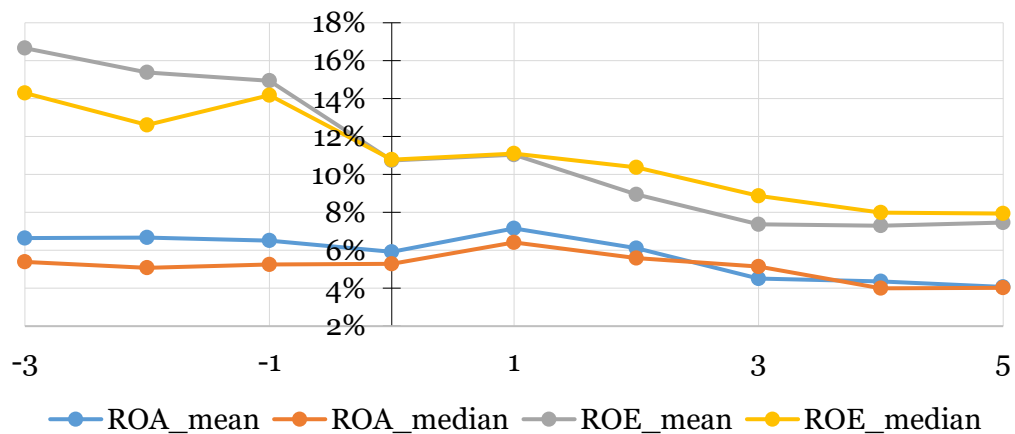
为对我国各行业 A 股上市公司是否具有 IPO 业绩效应有一个初步认识, 本文使用资产收益率 (ROA) 和权益收益率 (ROE) 作为财务业绩考察指标, 简单对比各行业 (按照证监会对上市公司的行业分类) A 股上市公司在 IPO 前 3 年直至成功上市后 5 年内 ROA 和 ROE 的均值与中位数的变化趋势, 结果如下面一系列图 (图 20) 所示。其中, 各图的横轴 (x=0) 处均为上市年度, 纵轴以左为上市前年度 (-3~-1 年), 纵轴以右为上市后 1~5 年。



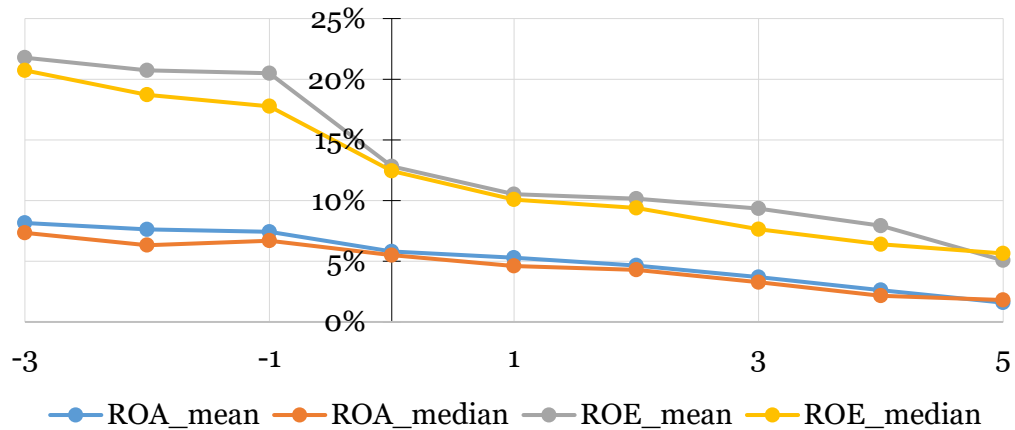
制造业



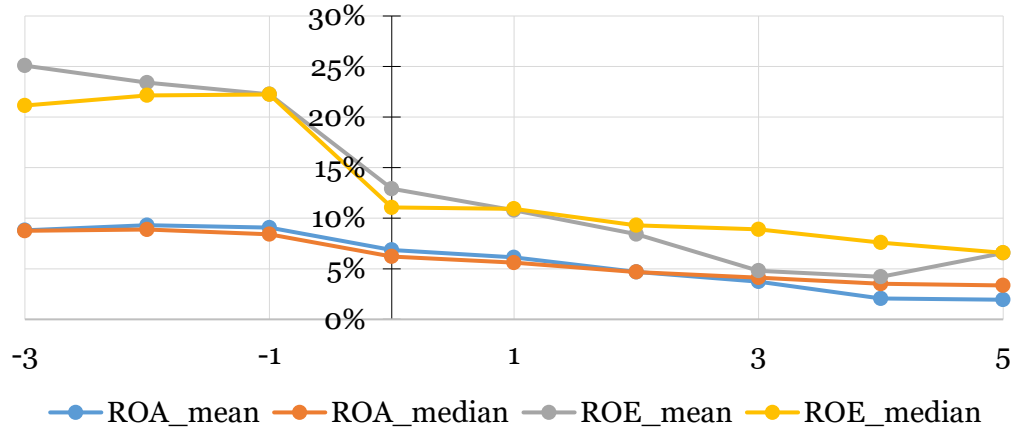
电力、热力、燃气及水生产和供应业



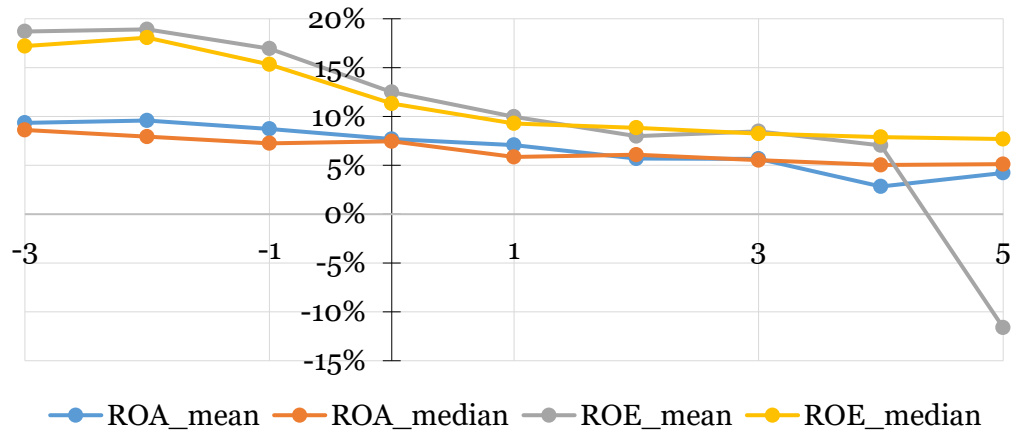
建筑业



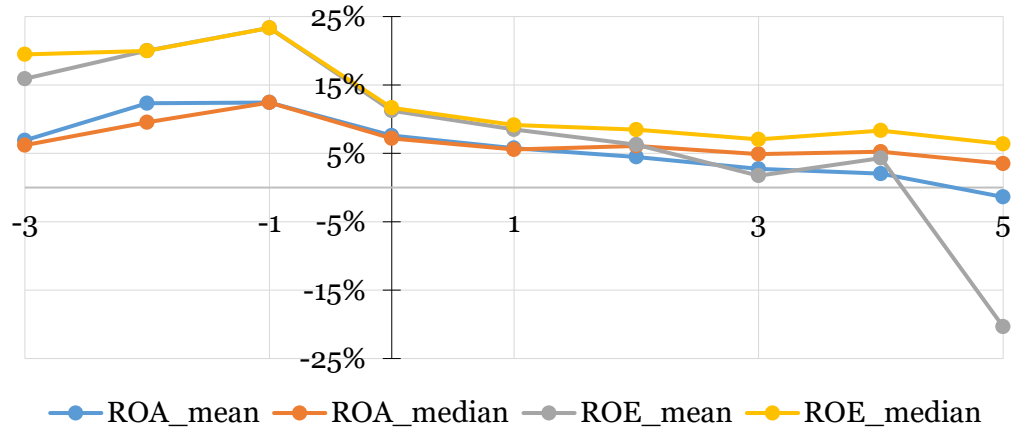
批发和零售业



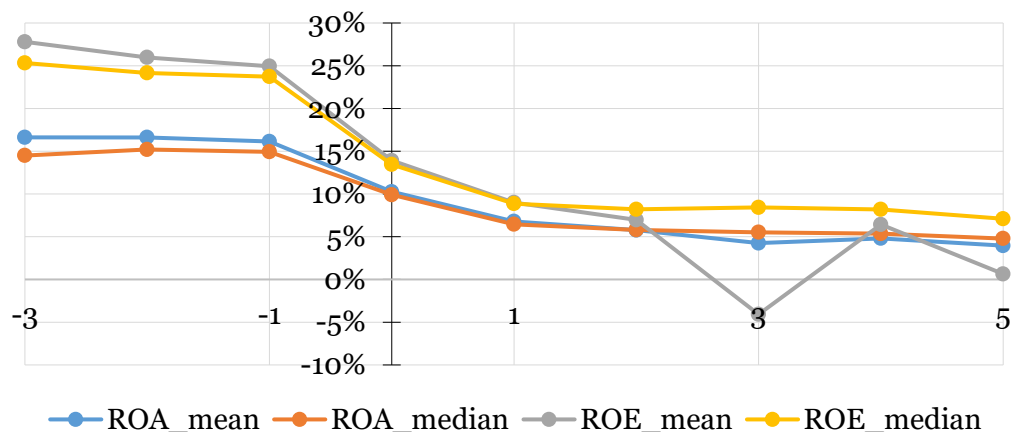
交通运输、仓储和邮政业



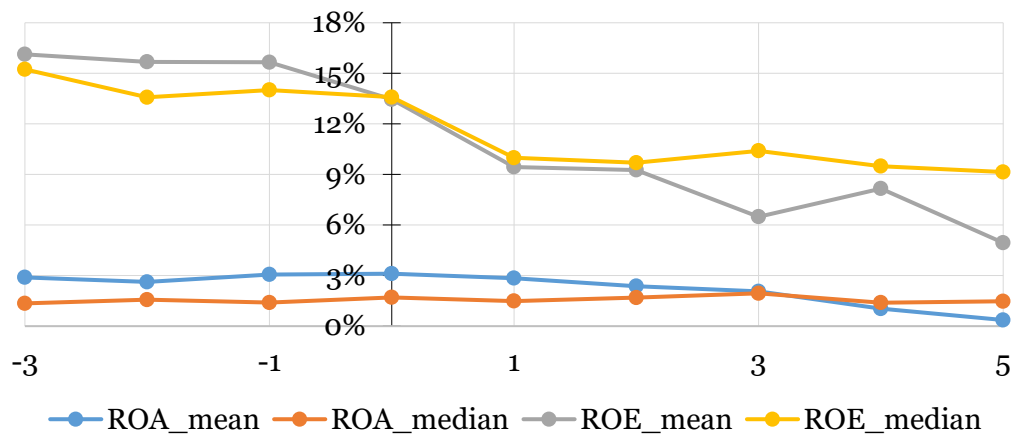
住宿和餐饮业



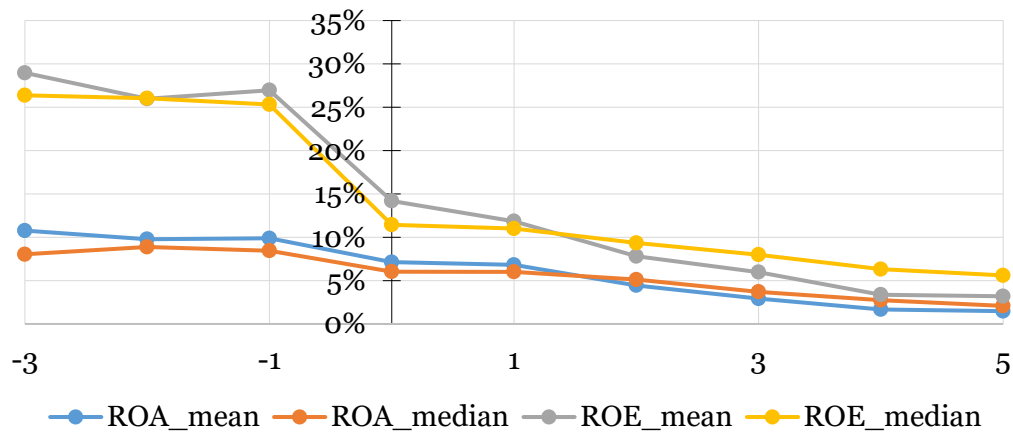
信息传输、软件和信息技术服务业



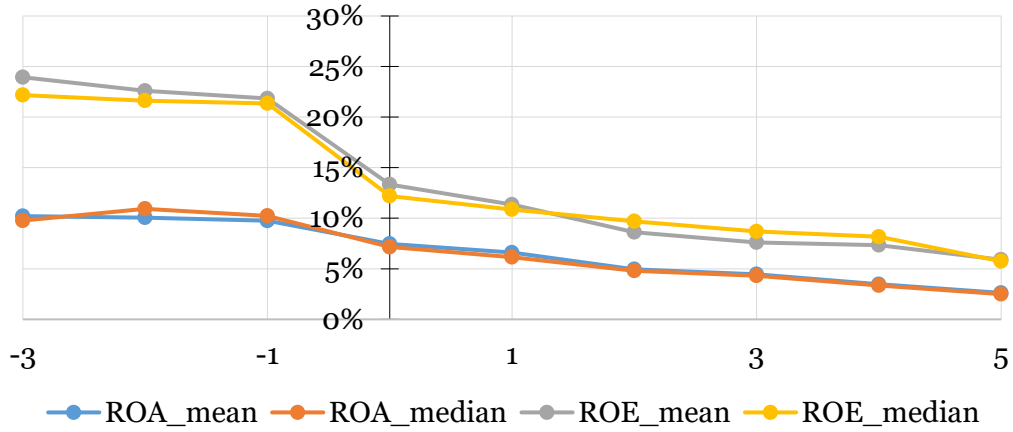
金融业



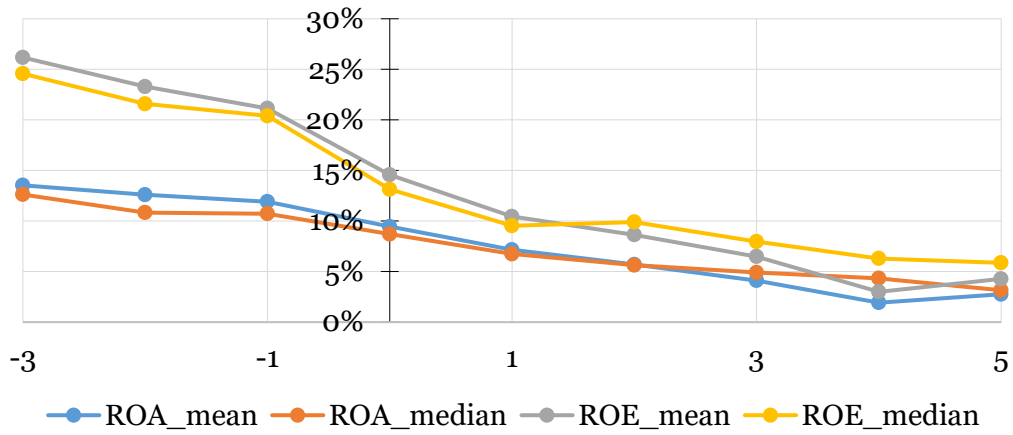
房地产业



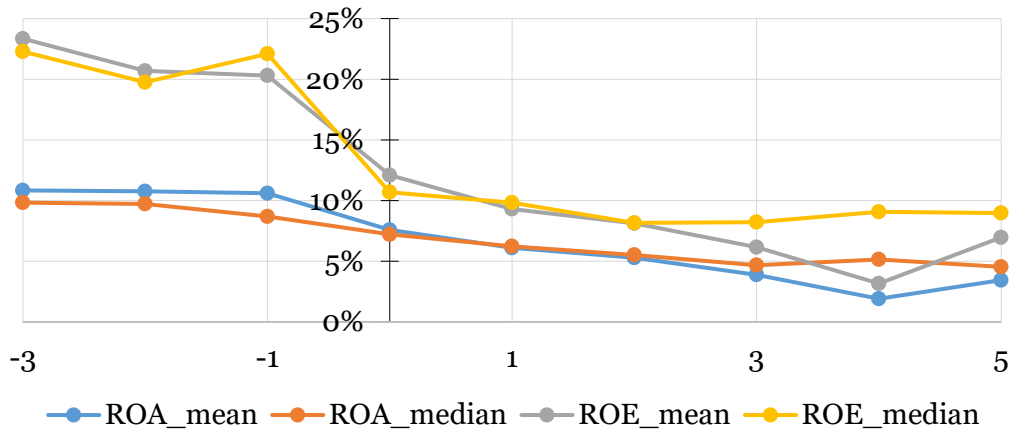
租赁和商务服务业



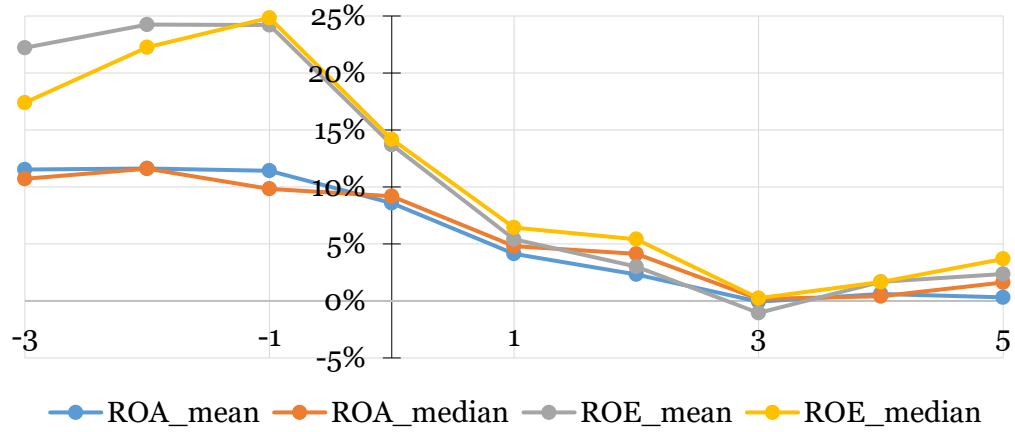
科学研究和技术服务业



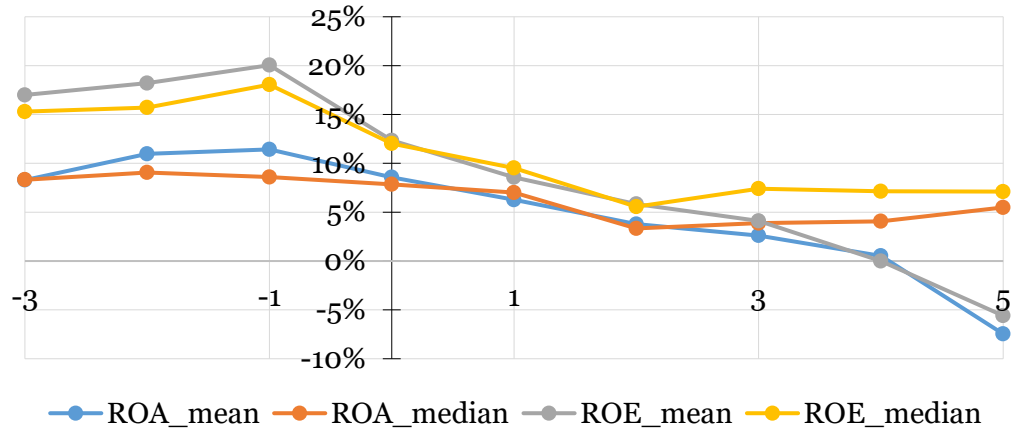
水利、环境和公共设施管理业



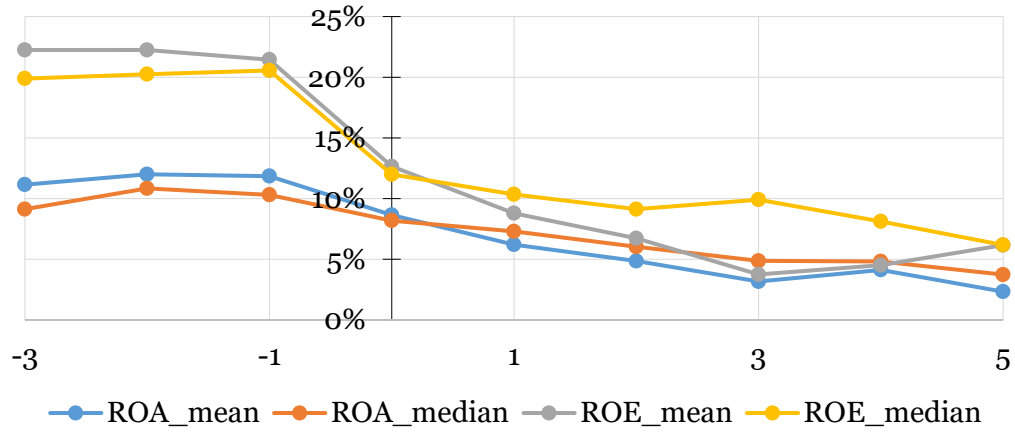
教育



卫生和社会工作



文化、体育和娱乐业



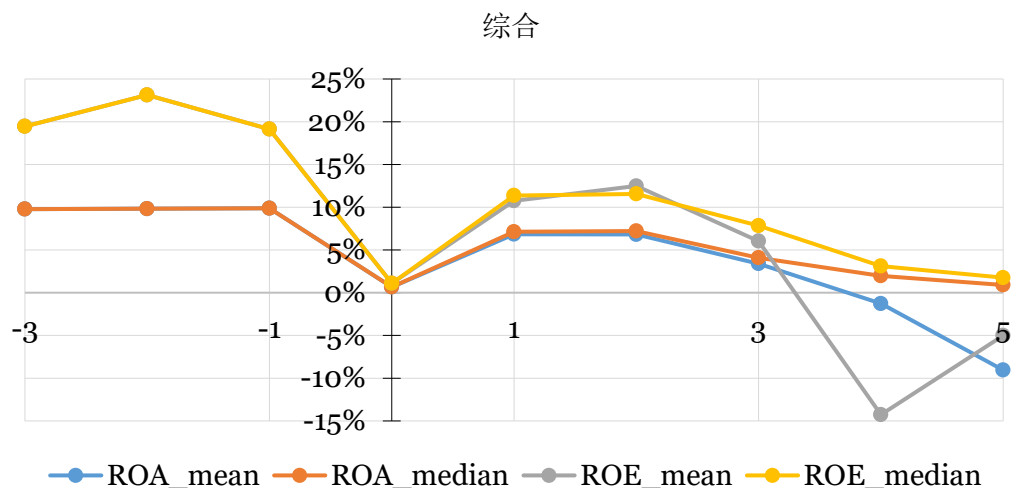


图 20 A 股各行业公司上市前后 ROA 和 ROE 变化

整体来看，我国 A 股各行业上市公司均存在一定程度的 IPO“业绩变脸”，ROA 和 ROE 的均值与中位数在上市后相对上市前有所下降，一方面来源于上市后资产规模和权益规模的增加，而另一方面也体现了企业相对盈利能力的下降。

特别地，为避免异常值带来的均值数据扭曲，从中位数来看（如表 5），上市后第 1 年相对上市前 1 年，资产收益率（ROA）下降幅度最高的行业为信息传输、软件和信息技术服务业（-8.47%），之后依次为住宿和餐饮业（-6.86%）、农、林、牧、渔业（-6.12%）和制造业（-5.41%）；资产收益率（ROA）下降幅度较低的行业包括建筑业（-2.08%）、卫生和社会工作（-1.58%）、交通运输、仓储和邮政业（-1.40%），而金融业（0.09%）与电力、热力、燃气及水生产和供应业（1.16%）公司在上市后具有比上市前 1 年更高的资产收益率。

表 5 各行业公司上市前后资产收益率（ROA）下降幅度的对比

行业	上市 1 年后 ROA 中位数-上市 前 1 年 ROA 中位数
信息传输、软件和信息技术服务业	-8.47%
住宿和餐饮业	-6.86%
农、林、牧、渔业	-6.12%
制造业	-5.41%
教育	-5.04%
租赁和商务服务业	-4.08%
科学研究和技术服务业	-3.98%
采矿业	-3.29%
文化、体育和娱乐业	-3.01%
批发和零售业	-2.81%
综合	-2.74%
水利、环境和公共设施管理业	-2.46%
房地产业	-2.45%
建筑业	-2.08%
卫生和社会工作	-1.58%
交通运输、仓储和邮政业	-1.40%
金融业	0.09%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1.16%

与 ROA 下降幅度的行业排序类似，上市后第 1 年相对上市前 1 年，权益收益率（ROE）下降幅度最高的行业为教育（-18.40%）、信息传输、软件和信息技术服务业（-14.86%），之后依次为房地产业（-14.32%）、住宿和餐饮业（-14.20%）、农、林、牧、渔业（-13.50%）；权益收益率（ROE）下降幅度较低的行业包括建筑业（-7.68%）、交通运输、仓储和邮政业（-6.04%）、金融业（-4.02%）与电力、热力、燃气及水生产和供应业（-3.08%）。

表 6 各行业公司上市前后资产收益率（*ROE*）下降幅度的对比

行业	上市 1 年后 <i>ROE</i> 中位数-上市 前 1 年 <i>ROE</i> 中位数
教育	-18.40%
信息传输、软件和信息技术服务业	-14.86%
房地产业	-14.32%
住宿和餐饮业	-14.20%
农、林、牧、渔业	-13.50%
采矿业	-12.87%
制造业	-12.31%
水利、环境和公共设施管理业	-12.26%
批发和零售业	-11.31%
科学研究和技术服务业	-10.87%
租赁和商务服务业	-10.49%
文化、体育和娱乐业	-10.21%
卫生和社会工作	-8.54%
综合	-7.77%
建筑业	-7.68%
交通运输、仓储和邮政业	-6.04%
金融业	-4.02%
电力、热力、燃气及水生产和供应业	-3.08%

整体来看，A 股上市公司普遍存在 IPO 业绩效应，而建筑行业“业绩变脸”程度相对较低，但仅对 *ROA* 和 *ROE* 的考察比较片面，下文实证章节将结合其他指标进一步讨论。

四、我国建筑行业上市公司 IPO 业绩效应实证研究

4.1 建筑业上市公司 IPO 业绩效应的存在性

根据前文有关 IPO 业绩效应的文献综述与建筑行业企业上市现状，结合第三章最后一部分对我国各行业上市公司“业绩变脸”情况的粗略考察，本部分针对建筑业上市公司 IPO 业绩效应是否存在，及其“业绩变脸”的影响因素与经济后果提出基本假设。

4.1.1 理论推演与研究假设

上市可以给企业带来更广阔的权益融资平台，并向外部投资者、债权人、供应商等利益相关方释放上市公司已满足上市条件并获得上市权利的优质信号，而上市行为难以被质量较差的企业模仿，进而可以实现外部增量声誉效应，带来未来经营活动与投融资活动的改善。根据我国沪深 A 股上市盈利要求（如前文表 3 所示），申请上市的企业需满足硬性的盈利条件后才有可能成功公开发行（IPO），由此可知，无法达到目标但又急需股权融资的企业有动机通过粉饰 IPO 招股说明书财务数据或通过透支未来业绩（如提前确认收入或利得、延后确认费用或损失、关联方交易、虚构交易等手段）满足上市标准，最终造成上市后的财务业绩无法维持 IPO 前的高水平，出现“业绩变脸”，且随着时间增长，变脸现象可能因无法实际改善经营情况而愈演愈烈。

如前所述，建筑行业企业普遍存在一次性投入金额较大、保证金占款比例高、工程回款周期长等特征，而日益增长的经营与投资需要引致的大额资金需求无法以传统信贷融资或商业信用完全满足，建筑行业存在的高财务杠杆和偿债风险迫使其寻求有效的权益融资方式来优化资本结构，而如私募股权与风险投资等股权融资偏向于高新技术与新兴产业行业，传统建筑业难以获得。建筑行业企业虽具有较高的可抵押固定资产比例，但高风险和未来

不确定的经营与投资环境,以及目前“去产能”和“去杠杆”政策带来的建筑行业景气指数走低仍可能导致公司资金链断裂,从而阻碍了公司业务拓展,外部的融资约束易造成投资不足,无法实现核心竞争力的提升以及财务业绩可持续增长。因此,建筑企业可能因急需权益资金在 IPO 前粉饰业绩指标,从而成功上市,但因财务数据造假或真实活动操纵,以及建筑行业特有的强周期性特征导致业绩剧烈变化, IPO 前操纵的业绩无法在上市后持续,进而存在 IPO“业绩变脸”现象。

根据现有文献,从代理冲突与信息不对称角度,新股上市将导致原管理层持股份额下降,出于私利动机的管理层将有可能做出损害企业价值的决策,而管理层薪酬往往和其重大决策及公司业绩相关,此时,代理冲突下的管理层机会主义将促使 IPO 前盈余管理水平增加,趁公司业绩相对最优或者市场过热时公开上市从而获得更高的发行溢价,利用投资者的乐观情绪进行 IPO,以在获得大额募集资金后实现个人薪酬的上涨,而作为信息劣势方的外部投资者无法准确观察或判断企业管理层行为,进而遭受损失。

基于以上分析,本文提出第一个假设:

H1: 我国建筑行业上市公司具有显著的 IPO 业绩效应,即企业 IPO 上市后的业绩相对上市前有明显下降。

4.1.2 实证研究思路

在对我国建筑行业上市公司是否存在 IPO 业绩效应的实证研究中,本文搜集了 A 股建筑业上市公司样本,初步比较建筑业上市公司在 IPO 前后的业绩差异,业绩指标包括盈利能力、资本结构、成长能力、运营能力等。采用描述性统计、单变量检验、分组 T 检验等

方法检验 A 股建筑业上市公司在 IPO 前后的经营业绩指标变化^①，主要包括主营业务收入（*SALES*）、营业利润率（*ORR*）、总资产收益率（*ROA*）、净资产收益率（*ROE*）、每股收益（*EPS*）、资产负债率（*LEV*）等。

4.1.3 数据来源与变量解释

本部分样本采用建筑行业全部 A 股上市公司（上市时行业分类为建筑业，不排除这些公司后续被重分类为其他行业），公司业绩指标数据来源于 CSMAR 数据库，主要对公司 IPO 前后的 6 个业绩指标——主营业务收入（*SALES*）、营业利润率（*ORR*）、总资产收益率（*ROA*）、净资产收益率（*ROE*）、每股收益（*EPS*）、资产负债率（*LEV*）进行描述性统计与单变量 T 检验，除此之外，应收账款周转率（*ACCTURNOVER*）、财务费用率（*FINFEE*）、营业收入增长率（*GROWTH*）分别衡量了上市公司运营能力、融资成本以及成长能力，对建筑行业 A 股上市公司在 IPO 上市前后的差异分析也有利于在财务绩效之外了解公司上市特征。本部分主要变量解释如下表所示。

^① 由于本文获得的港股（H 股）建筑行业上市公司 IPO 之前的财务指标数据和股东组成数据缺失严重，且为和后文回归分析（控制变量中需使用这些数据）保持一致，本文的统计分析均只使用 A 股建筑行业上市公司数据。

表 7 本部分主要变量定义

变量含义	变量符号	衡量方法
主营业务收入	SALES	利润表中企业当期经营过程中确认的主营业务收入
营业利润率	OPR	当期营业利润/营业收入
营业成本率	RCOST	当期营业成本/营业收入
总资产收益率	ROA	当期净利润/总资产平均余额，其中，总资产平均余额=（资产合计期末余额+资产合计期初余额）/2
净资产收益率	ROE	当期净利润/股东权益平均余额，其中，股东权益平均余额=（股东权益期末余额+股东权益期初余额）/2
每股收益	EPS	归属于普通股股东的当期净利润/发行在外普通股的加权平均数，其中，发行在外普通股的加权平均数=（期初流通股股数+期末流通股股数）/2
资产负债率	LEV	负债合计/资产总计
应收账款周转率	ACCTURNOVER	当期营业收入/应收账款期末余额
财务费用率	FINFEE	当期财务费用/营业成本
营业收入增长率	GROWTH	（当期营业收入-上期营业收入）/上期营业收入

4.1.4 实证检验结果

虽然部分 A 股建筑行业上市公司在上市期间转型（行业重分类为非建筑行业）或通过兼并重组等途径整合为主营非建筑行业，但在上市前后 5 窗口期内这种情况较少，本文在研究 IPO 业绩效应时，选取 IPO 时为建筑行业的上市公司（共 92 家），不考虑 IPO 上市之后年度中经行业重分类为建筑业的上市公司。

首先，本文比较建筑行业上市公司在 IPO 前后主营业务收入（*SALES*）的变化，取上市年度前 3 年、上市当年、上市后 3 年为观察区间。从表 8 和图 21 可以看出，建筑行业上市公司在上市后的主营业务收入（*SALES*）有明显提升，无论是平均值还是中位数均较上市前有所增加，说明企业从资本市场上市为其带来了一定的声誉效应，合同订单与经营活动收入均实现上涨。

表 8 建筑行业上市公司上市前后主营业务收入 (SALES) 描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
上市前 3 年 SALES	1.21e+10	3.64e+10	9.74e+07	4.58e+08	6.97e+08	1.80e+09	2.28e+11
上市前 2 年 SALES	1.52e+10	4.55e+10	1.81e+08	5.15e+08	9.00e+08	1.90e+09	2.74e+11
上市前 1 年 SALES	1.15e+10	3.75e+10	2.76e+08	6.22e+08	1.03e+09	2.12e+09	2.02e+11
上市当年 SALES	1.67e+10	5.35e+10	8.78e+07	6.53e+08	1.31e+09	2.62e+09	2.96e+11
上市后 1 年 SALES	2.14e+10	7.14e+10	7.59e+07	8.00e+08	1.51e+09	3.29e+09	3.70e+11
上市后 2 年 SALES	2.88e+10	9.50e+10	9.50e+07	8.76e+08	2.04e+09	3.92e+09	4.83e+11
上市后 3 年 SALES	3.75e+10	1.17e+11	6.23e+07	1.17e+09	2.31e+09	5.50e+09	5.72e+11

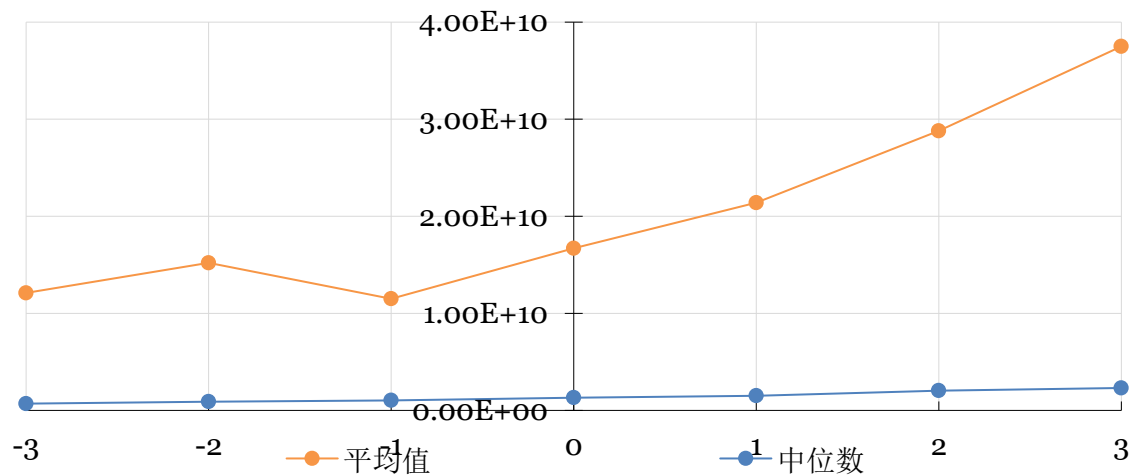


图 21 建筑行业上市公司上市前后主营业务收入 (SALES) 均值与中位数

再者，由于上市后资产规模的骤增，仅依靠营业收入变化无法判断上市公司利润实现能力，一个企业的成本管理能力和其利润生成过程中也十分重要。基于此，本文考察了建筑行业上市公司在上市前后营业利润率（*OPR*）的变化情况，表 9 和图 22 结果显示，建筑行业上市公司在上市当年营业利润率（*OPR*）均值较高，这是由于最大值存在异常值导致。整体来看，建筑行业上市公司在上市后的营业利润率（*OPR*）中位数较上市前逐年递减，均值在上市后也逐渐递减。因此，建筑业上市公司存在一定程度的“业绩变脸”现象，与绝对的营业收入（*SALES*）指标不同，样本的相对利润比率指标较上市前有所下降。

表 9 建筑行业上市公司上市前后营业利润率（*OPR*）描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
上市前 3 年 OPR	0.0958	0.0646	0.0037	0.0507	0.0787	0.1349	0.3442
上市前 2 年 OPR	0.0939	0.0580	0.0082	0.0525	0.0745	0.1307	0.2330
上市前 1 年 OPR	0.0927	0.0543	0.0174	0.0532	0.0787	0.1275	0.2697
上市当年 OPR	0.1289	0.1792	0.0120	0.0500	0.0749	0.1331	1.0163
上市后 1 年 OPR	0.0932	0.0895	-0.1304	0.0390	0.0691	0.1096	0.4071
上市后 2 年 OPR	0.0802	0.1091	-0.4665	0.0352	0.0569	0.1042	0.4873
上市后 3 年 OPR	0.0614	0.0691	-0.1126	0.0216	0.0496	0.0910	0.3977

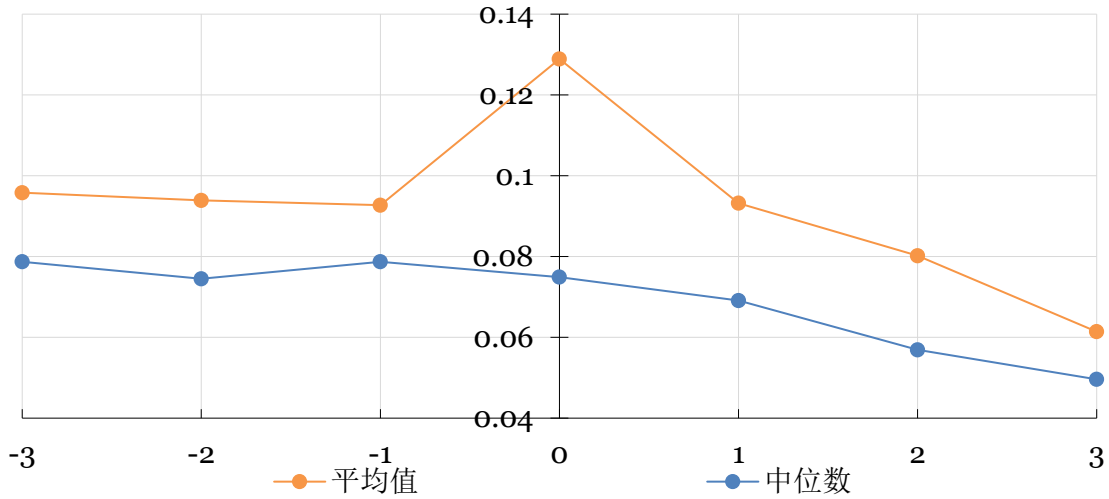


图 22 建筑行业上市公司上市前后营业利润率 (OPR) 均值与中位数

进一步, 本文考察了企业盈利能力 (ROA 和 ROE) 在 IPO 上市前后的情况。表 10 和表 11 分别为 A 股建筑行业公司上市前后资产收益率 (ROA) 和权益收益率 (ROE) 的变化趋势, 可以发现, 企业在上市后的盈利水平的平均值和中位数较上市前出现下降, 且在上市 3 年后仍未有回升趋势, 即我国 A 股建筑行业上市公司存在业绩效应, 虽然上市带来的声誉效应改善了企业主营业务收入, 但相对利润指标均不如上市前, 这可能来源于 IPO 前的管理层盈余管理或由 IPO 导致企业资产与权益的规模增加将公司的原有利润被摊薄后需要一段时间恢复。基于此, 后文也对资本结构及企业运营指标进行描述性统计以进一步说明。

表 10 建筑行业上市公司上市前后资产收益率 (ROA) 描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
上市前 3 年 ROA	0.0791	0.0477	0.0015	0.0478	0.0719	0.1054	0.2442
上市前 2 年 ROA	0.0728	0.0425	0.0056	0.0453	0.0657	0.0923	0.2227
上市前 1 年 ROA	0.0693	0.0403	0.0160	0.0439	0.0647	0.0797	0.2557
上市当年 ROA	0.0575	0.0323	0.0060	0.0361	0.0522	0.0730	0.1651
上市后 1 年 ROA	0.0446	0.0285	-0.0362	0.0268	0.0407	0.0624	0.1361
上市后 2 年 ROA	0.0429	0.0279	0.0025	0.0208	0.0374	0.0609	0.1368
上市后 3 年 ROA	0.0369	0.0370	-0.0314	0.0194	0.0278	0.0512	0.2490

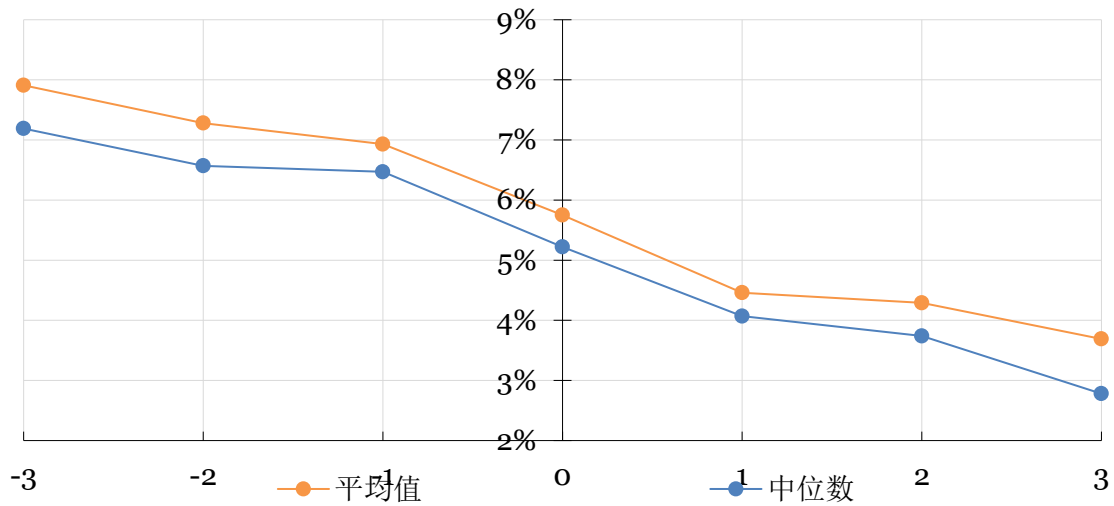


图 23 建筑行业上市公司上市前后资产收益率 (ROA) 均值与中位数

表 11 建筑行业上市公司上市前后资产收益率 (ROE) 描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
上市前 3 年 ROE	0.2129	0.0860	0.0221	0.1639	0.2075	0.2593	0.4661
上市前 2 年 ROE	0.2018	0.0765	0.0687	0.1607	0.1961	0.2245	0.5264
上市前 1 年 ROE	0.1983	0.0672	0.0674	0.1512	0.1782	0.2461	0.3812
上市当年 ROE	0.1296	0.0450	0.0403	0.0973	0.1244	0.1525	0.2435
上市后 1 年 ROE	0.0982	0.0552	-0.0940	0.0689	0.0921	0.1279	0.2605
上市后 2 年 ROE	0.1051	0.0596	0.0076	0.0612	0.0950	0.1386	0.3096
上市后 3 年 ROE	0.0976	0.0868	-0.1864	0.0491	0.0803	0.1389	0.4339

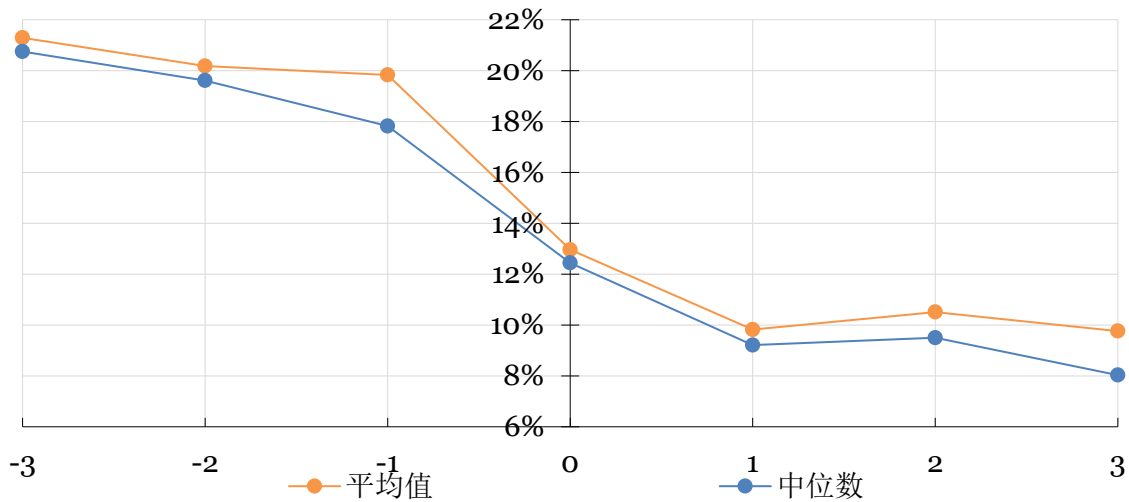


图 24 建筑行业上市公司上市前后资产收益率 (ROE) 均值与中位数

再者，本文比较了 A 股建筑行业公司 IPO 发行前后每股收益 (EPS) 的变化 (如表 12 所示)，可以发现，无论平均值还是中位数，公司上市发行后的每股收益 (EPS) 较发行之前均有所降低，但每股收益 (EPS) 指标一方面也体现了流通股股数的增加。综上盈利指标，上市公司 IPO 后财务业绩变差，但其中一部分来源于资产与权益规模的骤增，以及在外流通股数的增加。因此，分析如企业资本结构、运营能力等指标也显得尤为重要。

表 12 建筑行业上市公司 IPO 发行前后每股收益 (EPS) 描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
发行前每股收益 EPS	0.6429	0.3890	0.1100	0.3850	0.5900	0.8150	2.4400
发行后每股收益 EPS	0.5401	0.3195	0.0800	0.3300	0.5063	0.6500	1.8300

基于以上对企业绝对收入与相对盈利能力指标的描述性统计，本文认为建筑行业公司在 IPO 上市后存在一定程度的“业绩变脸”，但由于上市后成本率增加、总股本增加以及资产规模与权益规模的骤增也将使营业利润率 (OPR) 与 ROA、ROE 下降，若企业通过上市降低了融资成本、改善了资本结构、加快了运营能力也将积极作用于 ROE (杜邦分析体系的组成部分)，不能武断地说明公司财务业绩下降。因此，本文进一步对企业资本结构 (资产负债率 LEV)、应收账款周转率 (ACCTURNOVER)、财务费用率 (FINFEE)、营业收入增长率 (GROWTH) 四个指标的描述性统计。

表 13 建筑行业上市公司上市前后非盈利能力指标描述性统计

变量	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
上市前 3 年 LEV	0.6392	0.1417	0.3200	0.5501	0.6484	0.7311	0.9838
上市前 2 年 LEV	0.6354	0.1485	0.2631	0.5179	0.6468	0.7331	0.9772
上市前 1 年 LEV	0.6467	0.1405	0.3115	0.5447	0.6442	0.7379	0.9412
上市当年 LEV	0.5042	0.1685	0.0928	0.5033	0.8962	0.3801	0.6183
上市后 1 年 LEV	0.5554	0.1542	0.1496	0.4399	0.5587	0.6666	0.8748
上市后 2 年 LEV	0.5853	0.1469	0.1640	0.4890	0.5849	0.6794	0.8683
上市后 3 年 LEV	0.6185	0.1462	0.2274	0.5219	0.6474	0.7175	0.9158
上市前 3 年应收账款周转率	8.2909	27.4726	0.9478	2.1941	3.4657	5.4661	230.0156
上市前 2 年应收账款周转率	7.6692	23.0397	1.0317	2.1444	3.2322	5.6346	196.1908
上市前 1 年应收账款周转率	7.9383	24.9794	1.0558	2.1766	3.0649	6.2889	205.9530
上市当年应收账款周转率	6.5349	24.6457	0.7131	1.8578	2.8816	5.4483	238.1652
上市后 1 年应收账款周转率	5.5744	16.9720	0.5632	1.7541	2.8750	4.4372	161.7374
上市后 2 年应收账款周转率	6.5903	23.3554	0.6248	1.8222	2.7308	4.8950	211.2274
上市后 3 年应收账款周转率	4.8077	7.4196	0.2414	1.6054	2.9850	5.8018	58.2477
上市前 3 年财务费用率	0.0082	0.0146	-0.0363	0.0015	0.0064	0.0134	0.0719
上市前 2 年财务费用率	0.0106	0.0142	-0.0411	0.0023	0.0087	0.0178	0.0535
上市前 1 年财务费用率	0.0114	0.0132	-0.0206	0.0031	0.0091	0.0184	0.0565

变量	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
上市当年财务费用率	0.0096	0.0210	-0.0665	0.0005	0.0092	0.0166	0.1002
上市后 1 年财务费用率	0.0101	0.0266	-0.1098	0.0002	0.0092	0.0210	0.0787
上市后 2 年财务费用率	0.0217	0.0335	-0.0409	0.0012	0.0132	0.0314	0.2108
上市后 3 年财务费用率	0.0278	0.0507	-0.0813	0.0059	0.0148	0.0375	0.3335
上市前 3 年营收增长率	0.2569	0.1754	-0.1141	0.1671	0.2466	0.2956	0.6448
上市前 2 年营收增长率	0.2631	0.2875	-0.2573	0.0890	0.2077	0.3887	1.4867
上市前 1 年营收增长率	0.2744	0.3484	-0.2222	0.0805	0.1760	0.3696	2.1189
上市当年营收增长率	0.2467	0.2277	0.0029	0.1729	0.6798	0.1475	0.2741
上市后 1 年营收增长率	0.2377	0.3461	-0.4627	0.1635	1.8742	0.0228	0.4291
上市后 2 年营收增长率	0.2433	0.3818	-0.8524	0.2372	1.7041	0.0862	0.3517
上市后 3 年营收增长率	0.3363	1.2069	-0.7089	0.1629	9.7448	0.0395	0.3080

表 13 可以发现，建筑业上市公司资产负债率 (*LEV*) 在上市当年由于确认资产规模的增加而较小，但上市后又出现小幅回升；上市后应收账款周转率 (*ACCTURNOVER*) 比上市前低，说明企业资金周转能力在上市后不升返降，一方面企业虽实现营业收入的增长，但因期末应收账款存量的增加导致周转变慢，企业收入的现金流实现能力不强；财务费用率 (*FINFEE*) 在上市后逐年增加并超过上市前水平，上市后融资成本提升，也可初步证明建筑业上市公司 IPO 业绩效应存在；最后，对营业收入增长率 (*GROWTH*) 的描述性统计结果发现，营业收入增长率在建筑行业公司上市后短期内略有回落，但上市后 2 年将有所提升。

基于以上描述性统计结果，为检验建筑行业上市公司在上市前后各指标的变化是否具有统计上的显著意义，本文使用单变量 T 检验方法对主要盈利指标进行检验，结果如表 14 所示。本文对资产收益率 (*ROA*)、权益收益率 (*ROE*)、营业成本率 (*RCOST*)、营业利润率 (*OPR*) 和财务费用率 (*FINFEE*) 进行 T 检验发现，*ROA* 和 *ROE* 在上市后下降，均在 1% 水平显著，上市后的营业利润率 (*OPR*) 在 5% 水平显著下降，上市后财务费用率 (*FINFEE*) 上升，且在 1% 水平显著，建筑行业上市公司存在统计意义上显著的 IPO 业绩效应。样本公司营业成本率 (*OPR*) 在上市前后没有发生明显变化。

表 14 建筑行业上市公司 IPO 发行前后盈利能力指标 T 检验

盈利指标	上市后 3 年均值	上市前 3 年均值	mean-diff	t
资产收益率 (ROA)	0.0392	0.0736	-0.0344***	-9.3696
权益收益率 (ROE)	0.0933	0.2054	-0.1121***	-15.9906
营业成本率 (RCOST)	0.8091	0.7994	0.0097	1.0167
营业利润率 (OPR)	0.0798	0.0942	-0.0144**	-1.9745
财务费用率 (FINFEE)	0.0191	0.0102	0.0089***	3.3173

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 15 为建筑业上市公司 IPO 前后偿债能力指标单变量 T 检验，本文选取流动比率、速动比率、现金比率、有形资产比率、资产负债率 (LEV) 等指标。可以发现，流动比率、速动比率和现金比率等短期偿债能力在上市后有所上升，至少在 5%水平显著，建筑企业首次公开发行上市后由于资金融入带来的流动资产补充使短期偿债能力变强；有形资产比率（存货与固定资产占总资产比例）在上市前后没有明显变化；资产负债率 (LEV) 表征的长期偿债能力在上市后显著下降，权益资本的增加调整了企业资本结构，降低了负债比例和财务风险。

表 15 建筑行业上市公司 IPO 发行前后偿债能力指标 T 检验

偿债指标	上市后 3 年均值	上市前 3 年均值	mean-diff	t
流动比率	1.5664	1.4354	0.1310**	2.2896
速动比率	1.1522	1.0343	0.1179**	2.2729
现金比率	0.3948	0.3046	0.0902***	3.1947
有形资产比率	0.3140	0.3145	-0.0005	-0.0342
资产负债率	0.5835	0.6419	-0.0585***	-4.2024

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 16 为建筑业上市公司 IPO 前后成长能力指标单变量 T 检验，本文选取总资产增长率、固定资产增长率、营业收入增长率、营业利润增长率、净利润增长率等指标。可以发现，建筑企业首次公开发行上市后成长性变化不明显，5 个指标在上市前后的差异均不具统计意义上的显著性，即上市虽然给建筑企业带来营业收入的增长，但增长幅度却没有明显提升，同时，收入或利润增长率没有显著下降也表明建筑业上市公司在绝对指标上的“业绩变脸”程度较小。

表 16 建筑行业上市公司 IPO 发行前后成长能力指标 T 检验

成长指标	上市后 3 年均值	上市前 3 年均值	mean-diff	t
总资产增长率	0.3033	0.2954	0.0079	0.2384
固定资产增长率	1.0150	0.4438	0.5712	1.3306
营业收入增长率	0.2677	0.2617	0.0059	0.0960
营业利润增长率	0.1743	0.3341	-0.1598	-0.6314
净利润增长率	0.2463	0.3827	-0.1365	-0.6268

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 17 为建筑业上市公司 IPO 前后运营能力指标单变量 T 检验，本文选取应收账款周转率 (*ACCTURNOVER*)、存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率等指标。可以发现，除应收账款周转率 (*ACCTURNOVER*) 在上市后的降低不具统计上的显著意义之外，存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率在上市前后均具显著差别，建筑企业首次公开发行上市后由于资产规模即时增加，加之营业收入增加幅度不大，导致企业运营能力的降低、总资产周转率大幅下降，存货等流动资产的周转速度也变慢。

表 17 建筑行业上市公司 IPO 发行前后运营能力指标 T 检验

运营指标	上市后 3 年均值	上市前 3 年均值	mean-diff	t
应收账款周转率	5.7006	7.8760	-2.1754	-1.0899
存货周转率	10.7056	21.2028	-10.4972*	-1.8702
流动资产周转率	0.9424	1.3354	-0.3930***	-8.3701
固定资产周转率	16.7513	29.2331	-12.4818***	-3.8274
总资产周转率	0.6903	1.0925	-0.4023***	-10.3058

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

综上所述，A 股建筑行业上市公司在上市后呈现出一定程度的“业绩变脸”现象，不仅表现为资产收益率（*ROA*）和权益收益率（*ROE*）等盈利能力指标，财务费用率（*FINFEE*）也明显增加；资本市场上市获得权益融资有利于调节企业资本结构，企业上市后资产负债率（*LEV*）明显下降，以流动比率、速动比率、现金比率为表征的短期偿债能力有所上升；另外，建筑行业企业上市后运营能力变差，一方面可能来源于各类资产规模的增加，但在一定程度上说明企业营业收入的成长无法匹配资产规模的骤升，导致流通资产和固定资产的周转变慢。以上结论基本证实 H1，即建筑行业公司在上市后存在一定程度的“业绩变脸”现象。

4.2 建筑业上市公司 IPO 业绩效应的影响因素

4.2.1 理论推演与研究假设

（1）建筑行业企业 IPO 上市中的盈余管理

如前文所述，企业为满足上市条件进行的会计盈余操纵实则为 IPO“业绩变脸”的主要驱动因素，由于 IPO 后盈利数字无法持续导致经营业绩相对上市前有明显下降，因此，本文推断企业正向盈余管理程度与 IPO“业绩变脸”程度之间的关系应为显著正相关。具体地，

企业在 IPO 前有进行业绩粉饰达到上市盈利要求的动机，包括延迟确认费用与损失、提前确认收入与利得、虚构业务增加收入、与大股东等进行关联方交易，但一般的盈余操纵将在几年内发生回转，即跨期的会计确认与业务虚构手段不可持续，由此造成 IPO 后的业绩显著下滑。

另外，经营业务“点多、面广、分散”的建筑行业企业一般具有分散的经营和投资场所，抑或对外分包等经营模式造成企业专业化分工程度不足，尤其是施工企业承接与开发的项目地域分布广泛，这将使企业管理组织体系和治理结构面临不确定性，而公司在首次公开发行时通常还不具备完善的审计委员会、薪酬委员会等机构，董事会与监事会的治理效果有限，为企业 IPO 过程中的业绩操纵行为和管理层机会主义发生提供可能性。加之建筑企业购置或更新设备所需资金金额巨大，而常见的多地施工模式促使企业兼并收购不同地域企业或新建子公司，同行业激烈的市场竞争促使企业渴望通过上市这一途径提高竞争地位，业绩美化操纵动机更强。

因此，若建筑企业在 IPO 前正向盈余管理程度越高，则造成 IPO“业绩变脸”可能性越大，本文提出假设：

H2a: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应与其 IPO 之前的正向盈余管理程度显著正相关。

(2) 建筑行业企业 IPO 上市中的择时行为

公司的 IPO 择时行为是指市场估值的高低影响其净股票融资并长期作用于资本结构（郭杰和张英博，2012），公司管理层有动机利用市场错误定价的时机进行融资的动机，因此，市场情绪高涨或市场过热将影响企业 IPO 上市的可能性，以期优化资本结构、提升企

业价值。现有文献发现，资本市场中的投资者并非完全理性的投资者，而投资者情绪将对股票定价（宋顺林和王彦超，2016）、上市公司 IPO 业绩表现（陈鹏程和周孝华，2015）、股票市场波动（胡昌生和池阳春，2013）等产生影响。我国资本市场中 IPO 首日超高收益率（高抑价程度）非常普遍，这很大程度上来源于非理性的个人投资者的情绪，而这些投资者往往忽略了对个体上市公司有效信息的关注，更加追逐整个市场行情，但市场高涨时期投资者的信息搜集行为更加主动（Da et al., 2014），李小晗和朱红军（2011）发现牛市中的投资者信息传播和解读效率相对熊市有所增加。因此，市场高涨有可能表现为信息透明度的提升，进而抑制 IPO 过程中企业管理层的机会主义行为。

但是从融资择时角度来讲，在资本市场整体行情较好的时期，企业倾向于择时 IPO，但此时市场行情与 IPO 业绩效应之间的关系存在竞争性假设。一方面为满足上市条件、抓住发行机会企业有可能在 IPO 前实施向上的盈余管理，造成 IPO 后的业绩下降；另一方面，若企业正处于商业成长周期的某一时点并且在市场行情走高时发行成功，将为自身带来额外价值，企业 IPO 后业绩不跌反增。因此，本文针对投资者情绪与建筑行业上市公司 IPO 业绩效应提出竞争性假设：

H2b-1: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应与市场情绪显著正相关。

H2b-2: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应与市场情绪显著负相关。

（3）建筑行业企业 IPO 上市时的宏观经济

由第三章有关我国建筑行业特征的概述可以得知，建筑行业及企业发展受宏观经济尤其是经济总量（GDP）和总投资需求驱动较强，在经济增速放缓时，建筑业企业发展受阻，总投资需求变小，但较高的资产负债率和长期积累的融资缺口也将促使建筑企业寻求上市，

在这种外部需求下，企业管理层机会主义可能性以及操纵盈余的动机均增强。与此同时，宏观经济繁荣时期，虽然建筑行业景气程度和投资需求有可能随之上升，但由于我国 IPO 发行制度的限制，企业在上市过程中也可能存在盈余管理和机会主义。李远鹏（2009）等研究发现在 1996-2006 年间我国经济繁荣与上市公司经营绩效呈背离状态，其实证研究结果表明上市公司盈利下跌的原因是 IPO 时的盈余管理，我国的 IPO 发行制度以及对市盈率的管制导致上市公司操纵会计报表的动机增强，在控制 IPO 业绩效应后经济周期与上市公司经营业绩呈正相关关系。因此，本文针对宏观经济环境与建筑行业上市公司 IPO 业绩效应提出竞争性假设：

H2c-1: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应与经济繁荣显著正相关。

H2c-2: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应与经济繁荣显著负相关。

（4）建筑行业企业 IPO 上市时的政策不确定性

现有很多宏微观文献关注到宏观经济政策不确定性对企业行为的影响，而经济政策不确定性来源于国家对宏观经济运行等进行的引导性政策颁布的时间、方向与执行力度的不确定性，微观企业主体因无法预期国家政策的执行效果进而常在不确定的政策环境中做出决策（Gulen and Ion, 2016）。在不确定的政策环境下，具有信息优势的管理层机会主义可能性增强（亚琨等，2018），管理层更有可能在 IPO 前进行盈余管理或利用自身盈利最优时择时上市，并期待在未来期间弥补提前确认收入等高估会计收益带来的可能损失，因此经济政策不确定性加剧可能导致上市公司 IPO“业绩变脸”现象更为严重。但与此同时，政策不确定性带来的资本市场波动与企业面临的外部风险的加剧使得企业面临更加复杂的经营与投资环境，企业管理层因难以对成长前景进行准确判断，加之银行放贷风险审查更加严

格，企业面临更为约束的外部融资环境（饶品贵等，2017；谭小芬和张文婧，2017），最终也可能约束其机会主义行为，减少 IPO 中的业绩效应。因此，本文针对宏观经济政策不确定性与建筑行业上市公司 IPO 业绩效应提出竞争性假设：

H2d-1: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应与经济政策不确定性显著正相关。

H2d-2: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应与经济政策不确定性显著负相关。

4.2.2 实证研究思路

本部分从代理理论和信息不对称理论出发，结合宏观经济增速与政策不确定性、市场估值与情绪、公司盈余管理等层面因素，探究建筑行业上市公司 IPO 业绩效应的来源和主导因素，通过多元回归分析（OLS）为建筑行业企业 IPO 业绩效应提供更充分的大样本实证证据，也为建筑企业实践中控制 IPO 后业绩走低、缓解融资约束提供理论证据。

4.2.3 数据来源与样本描述

本文以截至目前于沪深 A 股上市的建筑行业公司为研究对象，公司特征和财务数据来源于 CSMAR 数据库与 WIND 数据库。在研究建筑公司 IPO 业绩效应影响因素时，宏观经济变量主要来自国家统计局各年度统计年鉴。由于使用到上市后 1-2 年的业绩数据，本部分样本为 2002 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日上市的 A 股建筑公司（共 93 家，上市时为建筑行业，行业重分类为建筑业的不做考虑，回归数据不缺失的共 72 家，可以前文图 10 对比）。72 家参与回归的建筑公司中 52 家为民营控股企业，20 家为国有控股企业。

表 18 本部分回归样本年度分布

上市年度	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
建筑公司家数	1	5	3	1	5	3	1	4
上市年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
建筑公司家数	6	8	4	0	2	7	13	9

4.2.4 模型设计与变量解释

本文的实证研究框架主要包含以下四个层面：

具体地，本文将采用如下多元回归分析模型进行研究：

$$\Delta Performance = a_0 + a_1 \times FACTOR + \sum \beta \times Controls + Firm\ Effects + \varepsilon \quad (1)$$

$\Delta Performance$ 为企业在 IPO 前后经营业绩变化量，选取营业利润率（*OPR*）、资产收益率（*ROA*）、权益收益率（*ROE*）为衡量指标，计算 A 股建筑行业上市公司在 IPO 上市后第 1 年经营业绩与上市前 1 年对应业绩差额（ $\Delta OPR_1 / \Delta ROA_1 / \Delta ROE_1$ ）、在 IPO 上市后第 2 年经营业绩与上市前 1 年对应业绩差额（ $\Delta OPR_2 / \Delta ROA_2 / \Delta ROE_2$ ）作为衡量指标。另外，参考现有研究，本文也使用上市后第 1 年营业收入增长率（*GROWTH1*）和第 2 年营业收入增长率（*GROWTH2*）为业绩效应的衡量指标。因此，这些指标越小，说明上市公司 IPO“业绩变脸”程度越大。

FACTOR 为本文主要研究的 IPO 业绩效应影响因素，包括 IPO 前的盈余管理、市场情绪、宏观经济（国民生产总值增速与固定资产投资增速）、政策不确定性等 4 个方面。具体地，（1）采用修正的 Jones 模型计算的操纵性应计作为公司盈余管理程度（*DACC*），计算过程如后文所述；（2）参考郭杰和张英博（2012）等研究，使用股指价格（*STPRICE*）和市场换手率（*Turnover*）衡量市场情绪；（3）使用 GDP 增长率（ ΔGDP ）和社会固定

资产投资增速 (ΔPPE) 衡量经济繁荣程度; (4) 采用 Baker et al. (2016) 开发的经济政策不确定性指数 (EPU) 作为宏观经济政策不确定性的代理变量。

其中, 本文使用修正的 Jones 模型 (Dechow et al., 1995) 计算上市公司应计项目盈余管理 ($DACC$) 水平, 参照陈德球和陈运森 (2018) 等研究, 本文使用模型 (2) 对上市公司进行建筑行业的分年度回归, 得出系数估计值 $\hat{\alpha}_1$ 、 $\hat{\alpha}_2$ 、 $\hat{\alpha}_3$, 将其带入模型 (3) 可得出建筑行业上市公司操纵性应计水平 ($DACC$)。其中, TA 为总应计=净利润-经营活动产生的现金净流量; $ASSET$ 为上市公司总资产; $\Delta SALES$ 为营业收入的年度增量; PPE 为固定资产净额; ΔAR 为应收款项净额的年度增量。

$$\frac{TA_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \alpha_1 \times \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \alpha_2 \times \frac{\Delta SALES_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \alpha_3 \times \frac{PPE_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$DACC_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} - (\hat{\alpha}_1 \times \frac{1}{ASSET_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_2 \times \frac{\Delta SALES_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} + \hat{\alpha}_3 \times \frac{PPE_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}}) \quad (3)$$

$Controls$ 为控制变量, 本文选取公司基本面特征等不同层面因素, 包括公司上市时的第一大股东持股比例 ($TOP1$)、招股前资产规模 ($SIZE$)、资产负债率 (LEV)、有形资产占比 (PPE)、成立时间 (AGE) 等, 在含有宏观指标时为缓解同期其他宏观经济因素的影响, 本文也控制了财政政策 (ΔFIN)、货币政策 ($\Delta M2$) 与资本市场波动程度 ($STPRICEVOL$)。在对模型 (1) 进行回归时加入个体固定效应, 并使用个体与年度双层面聚类稳健标准差。

表 19 本部分主要变量定义

变量名称	变量含义	变量符号	衡量方法
IPO 业绩效应	建筑企业上市前后业绩变化	$\Delta Performance$	市公司在 IPO 上市后第 1 年经营业绩与上市前 1 年对应业绩差额 (ΔOPR_1 、 ΔROA_1 、 ΔROE_1) ; 在 IPO 上市后第 2 年经营业绩与上市前 1 年对应业绩差额 (ΔOPR_2 、 ΔROA_2 、 ΔROE_2) ; 上市后第 1 年营业收入增长率 ($GROWTH_1$) 和第 2 年营业收入增长率 ($GROWTH_2$)
盈余管理程度	修正的 Jones 模型计算的操纵性应计盈余管理水平	DACC	使用修正的 Jones 模型 (Dechow et al., 1995), 具体见模型 (2) 和 (3), 计算公司上市前 1 年的应计项目盈余管理水平, DACC 越大表明正向盈余管理水平越高
市场情绪	股票市场指数 市场换手率	STPRICE Turnover	上市当年上证综合 A 股指数收盘价的自然对数 上市当年 A 股市场股票转手买卖频率的自然对数
产权性质	公司产权性质	SOE	当公司控制人为政府及下属部门、国有企业等时取 1, 否则为 0
宏观经济增速	GDP 的年度增长率 固定资产投资的年度增长率	ΔGDP ΔPPE	上市当年 GDP 相对上一年的增长率 上市当年社会固定资产投资相对上一年的增长率
经济政策不确定性	Baker et al. (2016) 基于新闻媒体的中国经济政策不确定性指数	EPU	Baker et al. (2016) 基于《南华早报》新闻报道数量构建的中国经济政策不确定性指数月度值的上市当年的年度算数平均值的自然对数, 数据来源: www.policyuncertainty.com

变量名称	变量含义	变量符号	衡量方法
控制变量	公司上市时第一大股东持股比例	TOP1	公司上市时第一大股东持股比例/总股本
	资产规模	SIZE	公司上市前 1 年总资产加 1 的自然对数
	财务杠杆	LEV	公司上市前 1 年总负债/总资产
	有形资产比例	PPE	公司上市前 1 年（固定资产+存货）/总资产
	成立年度	AGE	公司上市年度与成立年度之差加 1 的自然对数
	财政政策	DeltaFIN	上市当年国家财政支出增速
	货币政策	DeltaM2	上市当年国家货币发行量 M2 增速
	资本市场波动程度	STPRICEVOL	上市当年上证综合 A 股指数日收盘价标准差的自然对数

4.2.4 实证检验结果

下表为主要变量描述性统计结果。从各业绩指标来看，*DeltaOPR1*、*DeltaOPR2*、*DeltaROA1*、*DeltaROA2*、*DeltaROE1*、*DeltaROE2* 的均值与中位数均为负，与前文描述性统计结果一致，建筑行业上市公司在上市后 1-2 年内的盈利能力有所下滑；*DACC* 均值与中位数均大于 0，即建筑行业公司在上市前普遍存在正向的盈余管理，即管理层有粉饰业绩的行为；*LEV* 均值与中位数分别为 64.74%和 64.17%，建筑业上市公司具有较高的财务杠杆，最大值为 96.64%。本部分回归样本跨越年度 16 年（其中 2013 年 IPO 暂停无样本），各年度之间的经济增速、经济政策、资本市场均具有一定程度的差异性。

表 20 本部分主要变量描述性统计

公司层面变量	观测值	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
<i>DeltaOPR1</i>	72	-0.0136	0.0398	-0.2376	-0.0271	-0.0090	0.0043	0.0834
<i>DeltaOPR2</i>	63	-0.0194	0.0364	-0.1229	-0.0367	-0.0118	0.0040	0.0799
<i>DeltaROA1</i>	72	-0.0309	0.0344	-0.1659	-0.0419	-0.0247	-0.0102	0.0222
<i>DeltaROA2</i>	63	-0.0339	0.0383	-0.1832	-0.0504	-0.0316	-0.0091	0.0328
<i>DeltaROE1</i>	72	-0.1116	0.0887	-0.4725	-0.1447	-0.0972	-0.0606	0.0694
<i>DeltaROE2</i>	63	-0.1152	0.0921	-0.5229	-0.1523	-0.1038	-0.0632	0.0779
<i>GROWTH1</i>	72	0.2462	0.3000	-0.3588	0.0384	0.1859	0.4299	1.0294
<i>GROWTH2</i>	63	0.2975	0.2802	-0.1486	0.1130	0.2432	0.3594	1.1838
<i>SOE</i>	72	0.2778	0.4510	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
<i>DACC</i>	72	0.0253	0.0854	-0.2355	-0.0324	0.0148	0.0930	0.1792
<i>TOP1</i>	72	0.4272	0.1543	0.0614	0.3363	0.4133	0.5269	0.7653
<i>SIZE</i>	72	21.3235	1.7066	19.0649	20.3616	20.8912	21.3262	26.6082
<i>LEV</i>	72	0.6474	0.1490	0.3115	0.5444	0.6417	0.7440	0.9664
<i>PPE</i>	72	0.3126	0.1759	0.0253	0.1654	0.3102	0.4527	0.6978
<i>AGE</i>	72	2.2190	0.7814	0.0000	1.6094	2.3979	2.8904	3.5264

宏观层面变量	观测值	平均值	标准差	最小值	P25	中位数	P75	最大值
<i>DeltaGDP</i>	15	0.0953	0.0216	0.0685	0.0742	0.0955	0.1064	0.1423
<i>DeltaPPE</i>	15	0.1975	0.0794	0.0573	0.1206	0.2376	0.2596	0.2995
<i>STPRICE</i>	15	7.7977	0.3881	7.0997	7.3999	7.9349	8.0652	8.4003
<i>Turnover</i>	15	5.8990	0.4690	5.2971	5.4495	5.8582	6.3548	6.8641
<i>EPU</i>	15	1.5889	0.1079	1.4288	1.4874	1.5734	1.6487	1.7749
<i>DeltaFIN</i>	15	16.2133	5.8824	6.3000	11.8000	16.7000	21.6000	25.7000
<i>DeltaM2</i>	15	0.1604	0.0470	0.0810	0.1330	0.1670	0.1780	0.2850
<i>STPRICEVOL</i>	15	5.4492	0.8656	4.2795	4.6510	5.4914	6.1083	6.9755

8

根据多元回归分析模型(1), 回归结果如下表所示。在回归时, 所有连续型变量进行[1%, 99%]winsorize 处理, 控制个体固定效应,

取公司层面和年度层面双聚类稳健标准差。

表 21 多元回归结果：IPO 业绩效应（上市后第 1 年）的影响因素

	<i>DeltaOPR₁</i>		<i>DeltaROA₁</i>		<i>DeltaROE₁</i>		<i>GROWTH₁</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>DACC</i>	-0.0433*	-0.0350*	-0.0578***	-0.0469**	-0.1002	-0.0113	0.1728	0.3088
	(-1.8782)	(-1.7848)	(-2.8977)	(-2.3793)	(-1.0780)	(-0.1349)	(0.6504)	(1.3377)
<i>TOP₁</i>	0.0361	0.0335	-0.0286	-0.0346	-0.0591	-0.0695	-0.2058	-0.0696
	(1.0396)	(0.9255)	(-0.9045)	(-1.2452)	(-0.8161)	(-1.1465)	(-0.5454)	(-0.1769)
<i>SIZE</i>	0.0055**	0.0077	0.0057*	0.0078**	0.0174**	0.0333***	-0.0089	-0.0210
	(2.3501)	(1.6040)	(1.9727)	(2.3023)	(2.1909)	(3.5293)	(-0.2668)	(-0.5671)
<i>LEV</i>	-0.0855*	-0.1062	0.1069**	0.1043***	-0.1456*	-0.2226**	-0.0716	0.1339
	(-1.7809)	(-1.4230)	(2.6222)	(3.6209)	(-1.8513)	(-2.2474)	(-0.1954)	(0.3341)
<i>PPE</i>	-0.0589**	-0.0719**	-0.0025	-0.0100	0.0126	-0.0306	0.0697	0.2362*
	(-2.2324)	(-2.0673)	(-0.1109)	(-0.4785)	(0.1875)	(-0.4941)	(0.4571)	(1.7514)
<i>AGE</i>	-0.0022	0.0014	0.0087**	0.0098	0.0380***	0.0529***	-0.1177***	-0.0921
	(-0.4371)	(0.1678)	(2.0294)	(1.3228)	(3.3474)	(2.7274)	(-2.7324)	(-1.4495)
<i>STPRICE</i>		0.0111		-0.0496**		-0.0200		-0.5093**
		(0.2995)		(-2.0577)		(-0.1931)		(-2.4853)
<i>Turnover</i>		0.0427		0.0303		0.1238*		-0.1378
		(1.2451)		(1.4079)		(1.7743)		(-0.4482)
<i>DeltaGDP</i>		-0.0523		0.5918*		0.4630		0.8590

	<i>DeltaOPR₁</i>		<i>DeltaROA₁</i>		<i>DeltaROE₁</i>		<i>GROWTH₁</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>DeltaPPE</i>		(-0.1187)		(1.7994)		(0.4367)		(0.1687)
		0.0453		-0.2080***		-0.3868*		-2.8425***
		(0.3698)		(-3.2276)		(-1.9963)		(-2.9275)
<i>EPU</i>		-0.0056		0.0947		-0.3117		0.5738
		(-0.0400)		(0.9767)		(-0.7708)		(0.5648)
<i>DeltaFIN</i>		0.0014		-0.0006		0.0014		0.0241
		(0.8803)		(-0.7308)		(0.2901)		(1.0023)
<i>DeltaM2</i>		0.0124		0.1348		0.0183		0.4722
		(0.0864)		(1.1168)		(0.0453)		(0.3135)
<i>STPRICEV</i>		-0.0338		-0.0018		-0.0970		0.1760
<i>OL</i>		(-1.3708)		(-0.1142)		(-1.3728)		(0.7718)
<i>_cons</i>	-0.0676	-0.2760	-0.2272***	-0.2292**	-0.4480***	-0.2980	0.8056	3.7052**
	(-1.6567)	(-1.5808)	(-3.7793)	(-2.1371)	(-2.9461)	(-0.8115)	(1.6502)	(2.0631)
<i>F</i>	1.7654	1.6385	7.5033	6.0486	3.1515	4.9707	1.2179	1.3318
<i>R²</i>	0.1482	0.1974	0.3790	0.5695	0.1635	0.4346	0.0828	0.1921
<i>N</i>	72	72	72	72	72	72	72	72

注：括号中为 t 值，***代表 1%水平显著，**代表 5%水平显著，*代表 10%水平显著。

表 22 多元回归结果：IPO 业绩效应（上市后第 2 年）的影响因素

	<i>DeltaOPR2</i>		<i>DeltaROA2</i>		<i>DeltaROE2</i>		<i>GROWTH2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>DACC</i>	-0.0661 (-0.9593)	-0.0798 (-0.9441)	-0.0706*** (-3.5168)	-0.0867*** (-4.6644)	-0.2301** (-2.2007)	-0.2126* (-2.0089)	0.1251 (0.1974)	-0.1362 (-0.1620)
<i>TOP1</i>	-0.0425 (-1.1278)	-0.0437 (-0.9697)	-0.0410 (-1.1538)	-0.0458 (-1.2815)	-0.1101 (-1.4269)	-0.0965 (-1.2953)	-0.1407 (-0.8467)	-0.1348 (-0.7127)
<i>SIZE</i>	0.0047* (2.0017)	0.0054 (1.3020)	0.0049 (1.4259)	0.0060* (1.7100)	0.0148* (1.6970)	0.0350*** (4.6876)	0.0272 (1.2003)	0.0030 (0.1710)
<i>LEV</i>	0.0141 (0.3802)	0.0023 (0.0403)	0.1473** (2.6462)	0.1532*** (3.3993)	-0.1140 (-1.1519)	-0.2178** (-2.1707)	-0.3325 (-1.1572)	-0.1987 (-0.6053)
<i>PPE</i>	-0.0467** (-2.1106)	-0.0446 (-1.5938)	-0.0142 (-0.6034)	-0.0059 (-0.2287)	-0.0192 (-0.2772)	-0.0409 (-0.7314)	-0.2448 (-1.3783)	-0.0970 (-0.4598)
<i>AGE</i>	-0.0047 (-1.5401)	-0.0044 (-0.7320)	0.0081* (1.7949)	0.0030 (0.4278)	0.0305** (2.5989)	0.0457*** (2.9105)	0.0491* (1.7459)	-0.0076 (-0.1093)
<i>STPRICE</i>		0.0141 (0.6335)		-0.0283 (-1.5808)		0.1260 (1.1895)		0.1156 (0.4367)
<i>Turnover</i>		0.0145 (0.7840)		0.0477*** (3.0040)		0.2906*** (3.1861)		0.3644 (0.9927)

	<i>DeltaOPR2</i>		<i>DeltaROA2</i>		<i>DeltaROE2</i>		<i>GROWTH2</i>	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>DeltaGDP</i>		-0.5666 (-1.5130)		-0.3030* (-1.9845)		-2.4161* (-1.7301)		-6.2861 (-0.8969)
<i>DeltaPPE</i>		0.0660 (0.8315)		-0.1574*** (-2.9024)		-0.1782* (-1.8928)		0.3273 (0.3242)
<i>EPU</i>		-0.0724 (-0.8533)		-0.0340 (-0.5062)		-0.8208** (-2.2780)		-0.2469 (-0.2042)
<i>DeltaFIN</i>		0.0009 (0.5244)		0.0006 (0.4696)		0.0129* (1.8326)		0.0190 (0.6913)
<i>DeltaM2</i>		-0.0080 (-0.0831)		-0.0776 (-0.7018)		-1.0611* (-1.9356)		-1.6900 (-0.7810)
<i>STPRICEV</i>		-0.0153 (-0.8643)		-0.0173 (-1.2378)		-0.2657*** (-2.7328)		-0.1755 (-0.5386)
<i>_cons</i>	-0.0848*** (-2.7128)	-0.0593 (-0.5838)	-0.2267*** (-4.0468)	-0.0954 (-1.1044)	-0.3595** (-2.2979)	-0.4686 (-1.2117)	-0.0355 (-0.0859)	-0.7446 (-0.6274)
<i>F</i>	2.1864	1.2206	6.8913	6.8659	1.8390	4.6369	0.8798	0.7006
<i>R2</i>	0.1573	0.1794	0.4656	0.6562	0.1280	0.5699	0.0866	0.1590
<i>N</i>	63	63	63	63	63	63	63	63

注：括号中为 t 值，***代表 1%水平显著，**代表 5%水平显著，*代表 10%水平显著。

从表 21 结果可以发现，在对 ΔOPR_1 和 ΔROA_1 的回归中，操纵性应计盈余管理指标 ($DACC$) 系数均显著为负，即上市公司在 IPO 前有正向粉饰业绩以满足上市盈利要求的倾向，且盈余管理程度越高，建筑业上市公司 IPO“业绩变脸”程度越强；在对 ΔROE_1 和 $GROWTH_1$ 的回归中， $DACC$ 系数不具统计上的显著意义。在公司层面，公司上市时的第一大股东持股比例 (TOP_1) 并未对上市公司 IPO 业绩效应造成影响，而公司规模 ($SIZE$) 越大的企业往往业绩变脸程度可能性越低。

在宏观层面，在市场估值较高时期择时上市的建筑公司更易出现 IPO“业绩变脸”，在对 ΔROA_1 和 $GROWTH_1$ 的回归中， $STPRICE$ 系数均在 5%水平显著为负；但换手率 ($Turnover$) 较高即市场流动性较强时期 IPO 上市的建筑公司“业绩变脸”程度较低。在对 ΔROA_1 、 ΔROE_1 和 $GROWTH_1$ 的回归中， ΔPPE 系数均显著为负，即社会固定资产投资越强反而使当期 IPO 上市的建筑公司业绩下滑，在一定程度上表明国家投资环境的改善促使建筑公司寻求上市，企业管理层机会主义以及操纵盈余的动机在投资增速较快时反而增强，这可能是因为建筑行业景气程度和投资需求上升时，限于我国 IPO 发行制度，待上市企业在上市过程中存在更强的盈余操纵动机。宏观经济政策不确定的性指标 EPU 系数均不具统计上的显著意义，可能是由于不确定的政策环境既推动了具有信息优势的管理层机会主义，他们认为在未来期间可以弥补提前确认的收入和损失，外部不确定性环境为其自利行为进行了掩护，但是与此同时，对前景的不准确预期以及融资环境的收紧也使企业约束其机会主义行为，减少 IPO 中的业绩效应。

表 22 的结果较为类似，在对 ΔROA_2 和 ΔROE_2 的回归中，操纵性应计盈余管理指标 ($DACC$) 系数均显著为负，在对 ΔOPR_2 的回归中 $DACC$ 不再具有统计上的

显著意义。对于宏观层面变量，在对 *DeltaROA2* 和 *DeltaROE2* 的回归中，*Turnover* 系数均在 1%水平显著为正，资本市场流动性较强时期往往伴随着资本市场信息透明的提升，交易频率的上升有利于信息传递，促使 IPO 上市公司降低会计信息不对称水平、约束盈余管理；而 *DeltaGDP* 和 *DeltaPPE* 的系数至少在 10%水平显著为负，建筑行业企业面临的投资需求上升时，存在更强的盈余操纵动机争取壳资源；在对 *DeltaROE2* 的回归中，政策不确定性（*EPU*）系数显著为负，说明在其他条件一定的情况下，外部不确定的政策环境为 IPO 企业管理层自利行为的掩护相对占据了主导作用，导致 IPO“业绩变脸”。

综上，上市公司 IPO 业绩效应明显受到宏观经济增速、政策不确定性、公司盈余管理程度的影响。但受限于变量数据尤其是上市前数据的难以获得以及建筑行业上市公司样本量较少，多元回归结果可能与传统意义上的全行业样本回归中的个别变量结果有所偏差，但也在一定程度上体现了建筑行业的特色。

4.2.5 进一步讨论：产权性质

和西方发达的资本主义国家相比，我国资本市场仍属于成长阶段。由于我国特殊的 IPO 发行制度背景，国有企业在证券发行中可能存在较大的政治优势，而主导宏观资源配置与发审委审核的政府部门因鼓励或支持国有企业上市可能存在一定的政治偏好。逯东等（2015）对我国创业板上市公司“业绩变脸”的实证研究表明，政治关联在其中发挥了重要作用，有政治关联的公司更易进行盈余管理以满足发行条件，并获得更高的发行收益，但业绩更易在上市后出现反转。Fan et al.（2007）的研究也证实了政治关系对上市公司股票回报有明显的负面影响：有政治关联 CEO 的公司在上市后 3 年内的股票表现低于无政治关联 CEO 的公司，而且也有较差的 IPO 后利润增长、收入增长和销售回报率。另外，民营企业由于天

然的制度约束，将在上市资格获取中处于劣势。虽然民营企业也有可能进行盈余操纵或致力于获得其他的政治联系以实现成功上市，但现有研究多发现民营企业的生产率和投资效率往往高于国有企业（Hsieh and Klenow, 2009；龚关和胡关亮，2013），且民营企业由于受到信贷歧视也更有可能会提高信息披露质量。但我国存在部分家族式民营企业，其信息不透明度也可能高于国有企业。基于此，本部分进一步讨论在建筑行业上市公司中，控股股权性质是否影响其 IPO 业绩效应。

由于样本数量较少，难以通过交乘项或分组检验来探索在其他变量一定条件的基础上产权性质的增量效应，本部分将产权性质（*SOE*）哑变量加入基本回归模型，以业绩效应中的盈利指标（*DeltaROA1*）和成长指标（*GROWTH1*）为因变量。可以发现，在对资产收益率变化值（*DeltaROA1*）的回归中，*SOE* 系数为正，但在控制各宏观经济变量后显著性消失，在一定程度上说明，国有控股企业 IPO 业绩效应程度较低，民营控股企业在上市后更易出现“业绩变脸”，这是由于民营企业在受到上市资格“歧视”时往往通过美化业绩达到标准，进而造成上市后盈余水平下降。但是当以 *GROWTH1* 作为因变量时，*SOE* 系数均显著为负，在上市后，民营建筑企业获得了更高的成长速度，而国有企业营收增长率明显低于国有企业。民营建筑公司通过上市改善了声誉，取得更多合同订单与经营业务，其上市资格也为获得信贷融资提供了新的背书保障。

表 23 多元回归结果：IPO 业绩效应中的公司产权因素

	<i>DeltaROA₁</i>			<i>GROWTH₁</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>SOE</i>	0.0220*** (3.1853)	0.0065* (1.7989)	0.0058 (0.6298)	-0.0938* (-1.9994)	-0.2671*** (-2.7912)	-0.3380*** (-3.1697)
<i>DACC</i>		-0.0565 (-1.4581)	-0.0460 (-1.3768)		0.1215 (0.3206)	0.2557 (0.6641)
<i>TOP₁</i>		-0.0342 (-1.1117)	-0.0384 (-1.5241)		0.0219 (0.0604)	0.1536 (0.4387)
<i>SIZE</i>		0.0055** (2.0649)	0.0070* (1.8352)		0.0025 (0.1027)	0.0261 (0.7554)
<i>LEV</i>		0.1036** (2.2132)	0.1068** (2.2122)		0.0616 (0.1944)	-0.0122 (-0.0358)
<i>PPE</i>		-0.0060 (-0.2891)	-0.0115 (-0.5682)		0.2126 (1.0541)	0.3254* (1.7526)
<i>AGE</i>		0.0097* (1.8768)	0.0102 (1.5040)		-0.1574*** (-3.1531)	-0.1164* (-1.6811)
<i>DeltaGDP</i>			0.6315			-1.4546

	<i>DeltaROA1</i>		<i>GROWTH1</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
			(1.4468)			(-0.2332)
<i>DeltaPPE</i>			-0.2195**			-2.1747**
			(-2.4215)			(-2.0286)
<i>STPRICE</i>			-0.0481**			-0.6000**
			(-2.0489)			(-2.2446)
<i>Turnover</i>			0.0273*			0.0403
			(1.9290)			(0.1368)
<i>EPU</i>			0.1022			0.1373
			(1.1595)			(0.1162)
<i>DeltaFIN</i>			-0.0007			0.0272
			(-0.5315)			(1.2175)
<i>DeltaM2</i>			0.1416			0.0769
			(0.9835)			(0.0452)
<i>STPRICEVOL</i>			0.0004			0.0499
			(0.0283)			(0.2263)
<i>_cons</i>	-0.0370***	-0.2197***	-0.2339**	0.2723***	0.4982	3.9848**
	(-7.2368)	(-4.4491)	(-2.0677)	(6.0646)	(1.0637)	(2.2861)

	<i>DeltaROA₁</i>			<i>GROWTH₁</i>		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>F</i>	10.1460	7.1495	5.9962	1.9582	2.2023	2.1518
<i>R</i> ²	0.0831	0.3825	0.5710	0.0199	0.1582	0.2621
<i>Adjusted R</i> ²	0.0700	0.3149	0.4561	0.0059	0.0661	0.0645
<i>N</i>	72	72	72	72	72	72

注：括号中为 t 值，***代表 1%水平显著，**代表 5%水平显著，*代表 10%水平显著。

4.3 建筑业上市公司 IPO 业绩效应的经济后果

4.3.1 理论推演与研究假设

根据现有研究，IPO“业绩变脸”具有正反两个方面的经济后果。若 IPO“业绩变脸”来源于盈余管理与企业择时上市，那么，财务数据粉饰与透支未来业绩的管理层机会主义不仅损害了投资者价值，也对企业长期发展不利，企业上市虽可能在短期内实现了权益融资，利用声誉效应改善了经营活动和营业收入，但不利于企业长期业绩改善，最终导致 IPO 后各指标无法维持上市前和上市时的水平。

但是，杨全文和薛清梅（2009）使用 2000-2004 年间 IPO 企业的实证研究结果表明上市后经营业绩下跌幅度越大的企业在面对业绩下降的现实后倾向于调整 IPO 募资投向，认为我国企业上市过程可以看作政府主导和担保作用下的募资活动，公司为达到上市要求、争取上市指标会迎合政府要求；在公司上市后，市场相对政府的作用在逐渐增强，经理人受职业风险和市场预期考虑将减少机会主义，未来盈利能力与经营业绩也将因此而改善。建筑行业企业由于对外部资金依赖性较强、投资回收期较长，因此，最终可能体现出 IPO 缓解融资困境、提升公司声誉、改善经营业绩占据主导作用，而上市前的盈余管理或管理层与股东之间代理冲突导致业绩走低影响较弱或仅存在短期性特征，进而总体可能表现为 IPO 上市有利于企业长期业绩走高的现象。

基于此，本文提出竞争性假设：

H3a: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应不利于未来长期业绩改善。

H3b: 我国建筑行业上市公司的 IPO 业绩效应有利于未来长期业绩改善。

4.3.2 实证研究思路

在前文对建筑行业上市公司 IPO 业绩效应存在性 (H1) 检验的基础上, 本部分采用“业绩变脸”强度为基础对 A 股建筑业已上市公司进行分组, 探究 IPO 业绩下滑程度较高的企业与 IPO 业绩下滑程度较低的企业在上市后财务绩效与非财务绩效变化趋势的异同, 以不同时间序列 (短期和长期) 为研究期限, 以避免出现短期内业绩下降即得出 IPO 不利于公司业绩改善的错误结论。本部分研究旨在明确 IPO 业绩效应对企业带来的中长期经济后果。

4.3.3 数据来源与样本描述

本文以截至 2018 年 12 月 31 日于沪深 A 股上市的建筑公司为研究对象, 公司特征和财务数据来源于 CSMAR 数据库与 WIND 数据库。

4.3.4 实证检验结果

本文进一步按照 IPO“业绩变脸”强度为基础对 A 股建筑业已上市公司进行分组, 计算建筑企业上市后第 1 年与上市前 1 年 ROE 的差, 取其中位数, 小于中位数的为“业绩变脸”越严重的公司, 大于中位数“业绩变脸”较轻或未发生“业绩变脸”的公司, 处于中位数的企业样本直接剔除以判断差异。基于此分组, 本部分探究 IPO 业绩下滑程度较高的建筑企业与 IPO 业绩下滑程度较低的建筑企业在上市后财务绩效变化趋势的异同。

为探究长期时间序列内的业绩指标变化, 本部分不同时间序列 (1-6 年) 为研究期限, 以避免出现短期内业绩下降即得出 IPO 不利于公司业绩改善的错误结论。下列各表为上市后 1-6 年内营业利润率 (OPR)、ROA、ROE、考虑现金股利再投资的年度股票收益、Tobin Q 值、营业收入增长率 (GROWTH)、财务费用率 (FINFEE) 和资产负债率 (LEV) 的描

述性统计。其中，*Tobin Q* 值是指公司权益的市场价值与债务账面价值之和与资产账面价值的比，常用于衡量企业价值。

表 24 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业利润率（*OPR*）走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本（“业绩变脸”较为严重的样本）					
上市后第 1 年 OPR	0.0705	0.0799	-0.1304	0.0624	0.3531
上市后第 2 年 OPR	0.0611	0.0464	0.0044	0.0481	0.1828
上市后第 3 年 OPR	0.0489	0.0548	-0.0612	0.0404	0.1893
上市后第 4 年 OPR	0.0200	0.0960	-0.3501	0.0266	0.1484
上市后第 5 年 OPR	0.0441	0.0517	-0.0599	0.0262	0.1974
上市后第 6 年 OPR	0.0164	0.1247	-0.4846	0.0258	0.1353
IPO 业绩下滑程度较低的样本（“业绩变脸”较轻的样本）					
上市后第 1 年 OPR	0.0911	0.0643	0.0128	0.0793	0.2994
上市后第 2 年 OPR	0.0793	0.0567	0.0052	0.0714	0.3097
上市后第 3 年 OPR	0.0631	0.0553	-0.1126	0.0668	0.1469
上市后第 4 年 OPR	0.0605	0.0353	0.0057	0.0585	0.1258
上市后第 5 年 OPR	0.0477	0.0388	-0.0442	0.0518	0.1239
上市后第 6 年 OPR	0.0661	0.1024	-0.0002	0.0405	0.4717

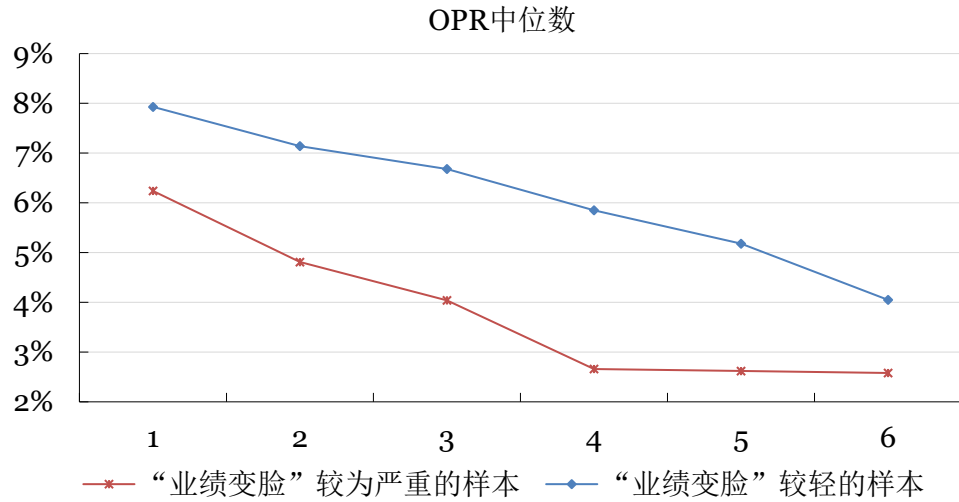


图 25 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业利润率 (OPR) 中位数比较

从建筑行业公司上市后 1-6 年内的营业利润率走势来看，IPO 业绩下滑程度较高的样本企业在上市后的营业利润要明显低于 IPO 业绩下滑程度较低的样本，从营业利润的均值和中位数的描述性统计均可以得出这一结论，一定程度上可以说明“业绩变脸”企业在上市前的高利润无法维持，企业在上市前有操控利润以满足上市条件的可能。

表 25 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产收益率 (ROA) 走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本 (“业绩变脸”较为严重的样本)					
上市后第 1 年 ROA	0.0395	0.0256	0.0114	0.0343	0.1253
上市后第 2 年 ROA	0.0305	0.0235	-0.0224	0.0268	0.0816
上市后第 3 年 ROA	0.0405	0.0566	-0.0362	0.0237	0.2490
上市后第 4 年 ROA	0.0349	0.0624	-0.0713	0.0256	0.2585
上市后第 5 年 ROA	0.0203	0.0325	-0.0363	0.0172	0.0903
上市后第 6 年 ROA	0.0235	0.0344	-0.0339	0.0186	0.1154
IPO 业绩下滑程度较低的样本 (“业绩变脸”较轻的样本)					
上市后第 1 年 ROA	0.0473	0.0302	-0.0079	0.0508	0.1368
上市后第 2 年 ROA	0.0493	0.0345	0.0023	0.0426	0.1361
上市后第 3 年 ROA	0.0417	0.0286	0.0036	0.0322	0.1042
上市后第 4 年 ROA	0.0280	0.0218	0.0012	0.0224	0.0690
上市后第 5 年 ROA	0.0352	0.0442	-0.0785	0.0324	0.1253
上市后第 6 年 ROA	0.0407	0.0273	0.0029	0.0421	0.1075

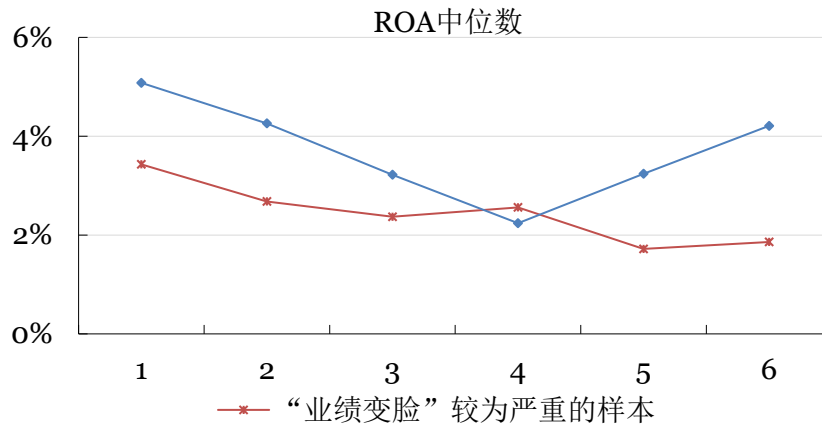


图 26 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产收益率 (ROA) 中位数比较

表 26 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年权益收益率 (ROE) 走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本 (“业绩变脸”较为严重的样本)					
上市后第 1 年 ROE	0.0940	0.0461	0.0315	0.0849	0.2769
上市后第 2 年 ROE	0.0750	0.0550	-0.0983	0.0739	0.1610
上市后第 3 年 ROE	0.0845	0.1081	-0.1864	0.0852	0.4339
上市后第 4 年 ROE	0.0997	0.2083	-0.3122	0.0808	0.7756
上市后第 5 年 ROE	0.0622	0.0891	-0.1114	0.0642	0.2515
上市后第 6 年 ROE	0.0577	0.0897	-0.1584	0.0605	0.2878
IPO 业绩下滑程度较低的样本 (“业绩变脸”较轻的样本)					
上市后第 1 年 ROE	0.1182	0.0656	-0.0296	0.1121	0.3230
上市后第 2 年 ROE	0.1234	0.0698	0.0125	0.1222	0.3387
上市后第 3 年 ROE	0.1269	0.0742	0.0078	0.1116	0.2976
上市后第 4 年 ROE	0.0960	0.0638	0.0071	0.1011	0.1998
上市后第 5 年 ROE	0.1160	0.1117	-0.1581	0.1171	0.3743
上市后第 6 年 ROE	0.1281	0.0892	0.0167	0.1176	0.4325

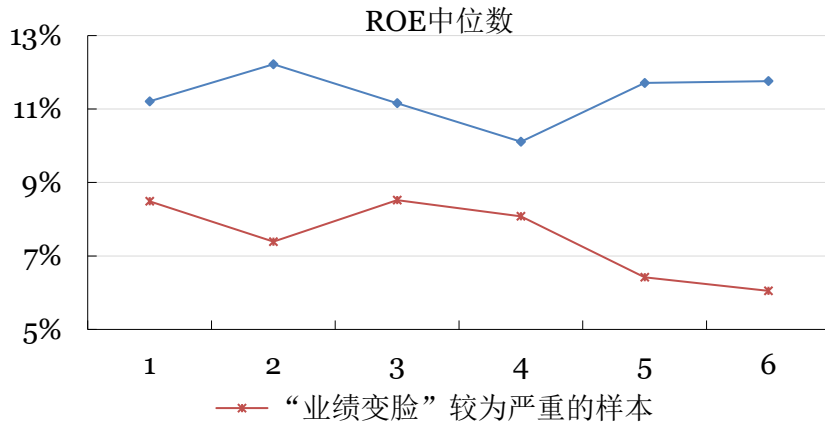


图 27 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年权益收益率 (ROE) 中位数比较

从建筑企业上市后 1-6 年内的 ROA 和 ROE 描述性统计结果可以看出，与营业利润率类似，“业绩变脸”程度较高的企业在上市后较长时间序列内具有相对更差的盈利能力，进一步说明了 IPO“业绩变脸”的不利后果。

表 27 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年股票年度收益 (*Return*) 走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本 (“业绩变脸”较为严重的样本)					
上市后第 1 年股票年度收益	0.1152	1.0033	-0.5967	-0.1614	3.8957
上市后第 2 年股票年度收益	0.1221	0.5238	-0.5309	-0.0755	1.3803
上市后第 3 年股票年度收益	-0.0830	0.2934	-0.6850	-0.1003	0.5887
上市后第 4 年股票年度收益	0.0504	0.5751	-0.5525	-0.0780	1.9787
上市后第 5 年股票年度收益	0.3323	0.6515	-0.4839	0.3568	1.9542
上市后第 6 年股票年度收益	0.3640	0.8379	-0.6405	0.1330	2.3368
IPO 业绩下滑程度较低的样本 (“业绩变脸”较轻的样本)					
上市后第 1 年股票年度收益	0.0046	0.5439	-0.5329	-0.1347	1.5253
上市后第 2 年股票年度收益	0.0789	0.7306	-0.6174	-0.1468	2.6924
上市后第 3 年股票年度收益	0.1624	0.7517	-0.5324	-0.0339	2.7918
上市后第 4 年股票年度收益	0.1093	0.6162	-0.5729	-0.0317	1.7854
上市后第 5 年股票年度收益	0.0638	0.7707	-0.7448	-0.1472	2.3683
上市后第 6 年股票年度收益	0.3803	0.5983	-0.4646	0.2959	1.8804

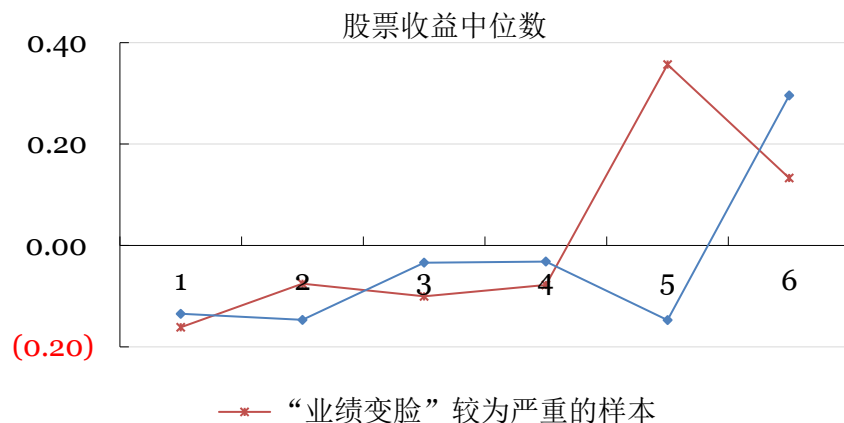


图 28 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年股票年度收益 (Return) 中位数比较

表 28 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年 Tobin Q 值走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本 (“业绩变脸”较为严重的样本)					
上市后第 1 年 Tobin Q 值	1.9380	0.8433	0.9129	1.7331	3.7590
上市后第 2 年 Tobin Q 值	2.1080	1.1050	0.9299	1.9077	6.1836
上市后第 3 年 Tobin Q 值	1.8219	0.8869	0.9349	1.5747	4.1040
上市后第 4 年 Tobin Q 值	1.6576	0.6961	0.9368	1.3863	3.2199
上市后第 5 年 Tobin Q 值	1.8146	0.8378	0.9322	1.5159	3.7676
上市后第 6 年 Tobin Q 值	1.5136	0.6805	0.9098	1.2052	3.6517
IPO 业绩下滑程度较低的样本 (“业绩变脸”较轻的样本)					
上市后第 1 年 Tobin Q 值	1.9588	0.9755	0.9384	1.7137	5.1520
上市后第 2 年 Tobin Q 值	2.0288	1.3475	0.8950	1.4784	5.9449
上市后第 3 年 Tobin Q 值	1.6861	0.8258	0.9548	1.3865	4.0934
上市后第 4 年 Tobin Q 值	1.3054	0.3482	0.9346	1.2140	2.2861
上市后第 5 年 Tobin Q 值	2.1626	2.0477	0.8466	1.3069	8.2118
上市后第 6 年 Tobin Q 值	1.5415	0.6206	0.9654	1.2828	3.1771

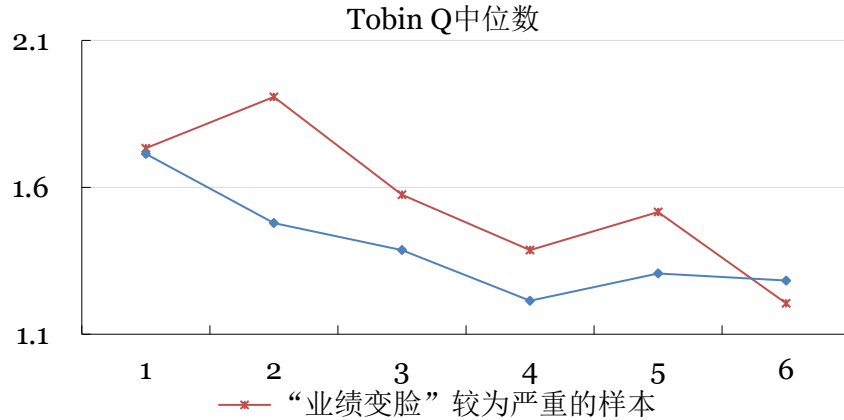


图 29 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年 *Tobin Q* 值中位数比较

除以会计利润为基础的企业财务业绩之外，本文也进一步关注了以股价为基础的上市公司股票收益和 *Tobin Q* 值。从年度股票收益均值的描述性统计来看，IPO 业绩下滑程度较低的样本在上市后 2 年内反而具有相对较差的业绩表现，但上市后各年度建筑企业股票收益大小分布不一，一方面由于个别公司收益分布较为偏离存在极值，另一方面是因为股票收益决定和影响因素较多，IPO 上市前的盈余操纵和管理层机会主义等问题对后面年度的股票收益影响不大，因此“业绩变脸”程度不同的上市公司未显示出系统性差异。*Tobin Q* 值的分布较为类似，不再赘述，后文将采用 T 检验方法考察两组样本之间差异是否存在统计学上的显著意义。

表 29 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业收入增长率 (*GROWTH*) 走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本 (“业绩变脸”较为严重的样本)					
上市后第 1 年 <i>GROWTH</i>	0.2591	0.3417	-0.2656	0.1794	1.1838
上市后第 2 年 <i>GROWTH</i>	0.1787	0.3878	-0.3588	0.1443	1.7309
上市后第 3 年 <i>GROWTH</i>	0.4758	1.9010	-0.3152	0.0739	9.7448
上市后第 4 年 <i>GROWTH</i>	0.1521	0.3437	-0.6101	0.1577	1.1668
上市后第 5 年 <i>GROWTH</i>	0.3608	0.5441	-0.5759	0.2756	2.0893
上市后第 6 年 <i>GROWTH</i>	0.3116	0.6132	-0.2224	0.1715	2.7122
IPO 业绩下滑程度较低的样本 (“业绩变脸”较轻的样本)					
上市后第 1 年 <i>GROWTH</i>	0.2181	0.2545	-0.2991	0.2372	0.9161
上市后第 2 年 <i>GROWTH</i>	0.2676	0.3031	-0.1457	0.1715	1.0294
上市后第 3 年 <i>GROWTH</i>	0.1039	0.3102	-0.4706	0.0841	0.9323
上市后第 4 年 <i>GROWTH</i>	0.2183	0.3051	-0.1671	0.1404	0.8505
上市后第 5 年 <i>GROWTH</i>	0.1481	0.1646	-0.0568	0.1219	0.6167
上市后第 6 年 <i>GROWTH</i>	0.1644	0.2396	-0.3057	0.1687	0.5600

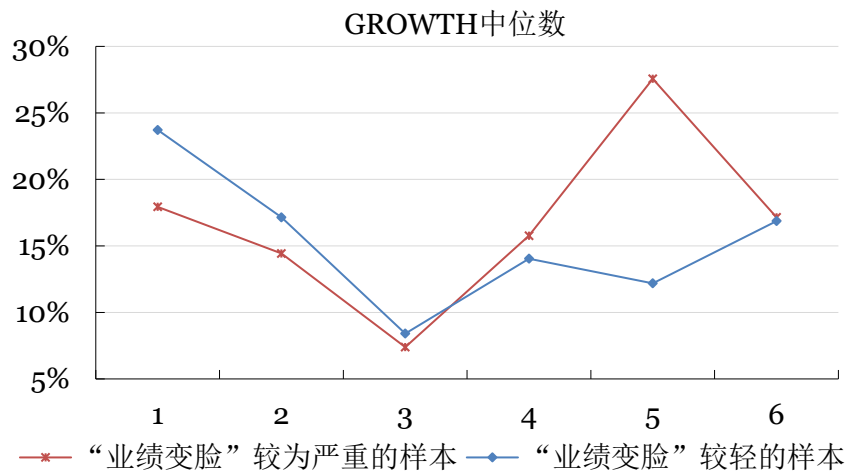


图 30 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年营业收入增长率 (*GROWTH*) 中位数比较

表 30 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年财务费用率 (*FINFEE*) 走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本 (“业绩变脸”较为严重的样本)					
上市后第 1 年 <i>FINFEE</i>	0.0122	0.0238	-0.0435	0.0093	0.0729
上市后第 2 年 <i>FINFEE</i>	0.0185	0.0258	-0.0199	0.0129	0.1195
上市后第 3 年 <i>FINFEE</i>	0.0228	0.0242	-0.0164	0.0157	0.0837
上市后第 4 年 <i>FINFEE</i>	0.0272	0.0219	-0.0002	0.0255	0.0892
上市后第 5 年 <i>FINFEE</i>	0.0268	0.0215	-0.0193	0.0273	0.0849
上市后第 6 年 <i>FINFEE</i>	0.0321	0.0305	0.0061	0.0254	0.1289
IPO 业绩下滑程度较低的样本 (“业绩变脸”较轻的样本)					
上市后第 1 年 <i>FINFEE</i>	0.0077	0.0150	-0.0424	0.0106	0.0381
上市后第 2 年 <i>FINFEE</i>	0.0157	0.0203	-0.0409	0.0159	0.0483
上市后第 3 年 <i>FINFEE</i>	0.0194	0.0219	-0.0115	0.0142	0.0797
上市后第 4 年 <i>FINFEE</i>	0.0220	0.0199	-0.0074	0.0226	0.0752
上市后第 5 年 <i>FINFEE</i>	0.0198	0.0188	-0.0011	0.0158	0.0734
上市后第 6 年 <i>FINFEE</i>	0.0385	0.0776	-0.0081	0.0177	0.3380

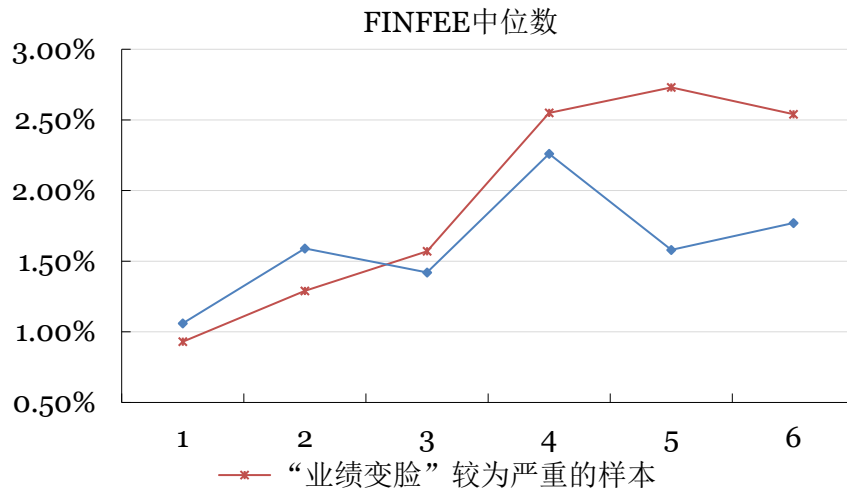


图 31 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年财务费用率 (*FINFEE*) 中位数比较

表 31 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产负债率 (LEV) 走势

变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
IPO 业绩下滑程度较高的样本 (“业绩变脸”较为严重的样本)					
上市后第 1 年 LEV	0.5302	0.1634	0.1496	0.5381	0.8143
上市后第 2 年 LEV	0.5899	0.1580	0.1640	0.6034	0.8337
上市后第 3 年 LEV	0.6146	0.1417	0.3407	0.6037	0.8446
上市后第 4 年 LEV	0.6258	0.1505	0.3441	0.6310	0.8474
上市后第 5 年 LEV	0.6361	0.1650	0.2970	0.6833	0.8484
上市后第 6 年 LEV	0.6473	0.1443	0.4161	0.7002	0.8459
IPO 业绩下滑程度较低的样本 (“业绩变脸”较轻的样本)					
上市后第 1 年 LEV	0.6040	0.1469	0.3575	0.6124	0.8748
上市后第 2 年 LEV	0.6217	0.1320	0.4222	0.6337	0.8683
上市后第 3 年 LEV	0.6952	0.1157	0.3454	0.6892	0.9158
上市后第 4 年 LEV	0.7128	0.0978	0.5300	0.7147	0.8697
上市后第 5 年 LEV	0.7116	0.0955	0.5380	0.7099	0.8633
上市后第 6 年 LEV	0.7103	0.0773	0.5220	0.7245	0.8012

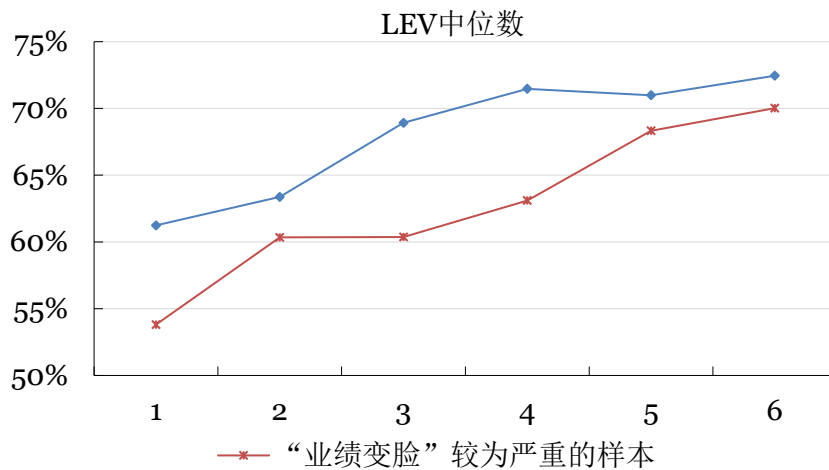


图 32 建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产负债率 (LEV) 中位数比较

本文进一步对营业收入增长率、财务费用率、资产负债率的走势进行描述性统计。从营业收入增长率中位数来看，IPO 业绩下滑程度较低的样本在上市 1-3 年具有更强势的营业收入增长态势，但之后相对降低；从财务费用率来看，IPO 业绩下滑程度较高的样本在上市后 1-5 年具有更高的财务费用均值，但中位数统计结果并非完全一致；从建筑行业上市公司 IPO 发行后 1-6 年资产负债率走势来看，无论是均值还是中位数，IPO“业绩变脸”较强的企业反而具有较低的杠杆率，资产负债率的下降虽缓解了财务风险但也可能代表此类企业无法获得足够的债务融资。

因此，上市公司在 IPO 时的机会主义和择时行为不利于上市后盈利能力改善，进一步证实了我国建筑行业企业 IPO 业绩效应的存在，但不排除在更长的时间区间内业绩下跌有所缓解的可能性，因为离 IPO 时间越远，企业经营业绩受影响因素越多，IPO 业绩效应带来的影响越弱。本文使用 PSM 方法控制企业当年资产规模、有形资产占比、营业收入总规模、机构投资者持股比例得出倾向得分，将匹配后的 IPO 业绩下滑程度较低和 IPO 业绩下滑程度较高进行各指标分年度的 T 检验。

结果如下表所示。整体来看，建筑行业企业在上市后的营业利润率（*OPR*）、资产收益率（*ROA*）、权益收益率（*ROE*）和资产负债率（*LEV*）在不同的 IPO“业绩变脸”程度的企业中有明显差异，IPO“业绩变脸”程度较高的企业在上市后 1-2 年内的盈利能力明显更低，资产负债率更低。

表 32 建筑行业公司上市后第 1 年各业绩指标 T 检验

变量	IPO 业绩 下滑程度 较低	均值	IPO 业绩 下滑程度 较高	均值	mean-diff	t
ROA	36	0.0459	36	0.0349	0.0109***	2.9819
ROE	36	0.1136	36	0.0849	0.0287**	2.2125
Return	25	-0.0385	33	0.0021	-0.0406	-0.3153
Tobin Q	36	2.3846	36	2.0010	0.3837	0.8018
GROWTH	26	0.2129	33	0.2621	-0.0492	-0.4384
OPR	36	0.0911	36	0.0705	0.0207*	1.7086
FINFEE	36	0.0077	36	0.0122	-0.0045	-0.9538
LEV	36	0.6040	36	0.5302	0.0738**	2.0144

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 33 建筑行业公司上市后第 2 年各业绩指标 T 检验

变量	IPO 业绩 下滑程度 较低	均值	IPO 业绩 下滑程度 较高	均值	mean- diff	t
ROA	31	0.0419	32	0.0373	0.0046*	1.7075
ROE	31	0.1031	32	0.0828	0.0203*	1.8573
Return	26	0.0230	24	0.0832	-0.0602	-0.4332
Tobin Q	31	2.1811	32	2.1873	-0.0062	-0.0113
GROWTH	27	0.1676	25	0.2727	-0.1050	-1.1786
OPR	31	0.0793	32	0.0611	0.0182	1.3982
FINFEE	31	0.0157	32	0.0185	-0.0028	-0.4733
LEV	31	0.6217	32	0.5899	0.0318*	1.8652

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 34 建筑行业公司上市后第 3 年各业绩指标 T 检验

变量	IPO 业绩 下滑程度 较低	均值	IPO 业绩 下滑程度 较高	均值	mean-diff	t
ROA	21	0.0393	29	0.0368	0.0025	0.1829
ROE	21	0.1205	29	0.1025	0.0180	0.4223
Return	18	0.0384	27	-0.0136	0.0520	0.3686
Tobin Q	21	1.4413	29	1.6483	-0.2070	-1.1425
GROWTH	18	0.2058	27	0.5561	-0.3502	-0.7870
OPR	21	0.0631	29	0.0489	0.0141	0.8956
FINFEE	21	0.0194	29	0.0228	-0.0033	-0.4997
LEV	21	0.6952	29	0.6146	0.0806**	2.1381

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 35 建筑行业公司上市后第 4 年各业绩指标 T 检验

变量	IPO 业绩 下滑程度 较低	均值	IPO 业绩 下滑程度 较高	均值	mean-diff	t
ROA	20	0.0413	23	0.0317	0.0096	1.0821
ROE	20	0.1417	23	0.0830	0.0586**	2.1641
Return	19	0.3912	21	0.1311	0.2600	1.0532
Tobin Q	20	1.6366	23	1.6543	-0.0177	-0.0752
GROWTH	19	0.2943	22	0.2809	0.0134	0.0891
OPR	20	0.0605	23	0.0200	0.0405*	1.7814
FINFEE	20	0.0220	23	0.0272	-0.0051	-0.8011
LEV	20	0.7128	23	0.6258	0.0870**	2.2093

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 36 建筑行业公司上市后第 5 年各业绩指标 T 检验

变量	IPO 业绩 下滑程度 较低	均值	IPO 业绩 下滑程度 较高	均值	mean-diff	t
<i>ROA</i>	19	0.0288	22	0.0305	-0.0016	-0.1184
<i>ROE</i>	19	0.0941	22	0.0732	0.0209	0.6683
<i>Return</i>	16	-0.1818	19	0.4295	-0.6113*	-1.9866
<i>Tobin Q</i>	19	1.2576	22	1.5656	-0.3079**	-2.1807
<i>GROWTH</i>	16	0.1750	19	0.3975	-0.2225	-0.5822
<i>OPR</i>	19	0.0477	22	0.0441	0.0037	0.2539
<i>FINFEE</i>	19	0.0198	22	0.0268	-0.0069	-1.0892
<i>LEV</i>	19	0.7116	22	0.6361	0.0755*	1.7547

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

表 37 建筑行业公司上市后第 6 年各业绩指标 T 检验

变量	IPO 业绩 下滑程度 较低	均值	IPO 业绩 下滑程度 较高	均值	mean-diff	t
<i>ROA</i>	19	0.0421	22	0.0297	0.0124	1.4360
<i>ROE</i>	19	0.1230	22	0.0847	0.0382*	1.6965
<i>Return</i>	17	0.5569	17	0.2457	0.3111	1.1097
<i>Tobin Q</i>	19	1.9123	22	1.7122	0.2000	0.6409
<i>GROWTH</i>	17	0.2608	17	0.1469	0.1139	1.1492
<i>OPR</i>	19	0.0661	22	0.0164	0.0497	1.3813
<i>FINFEE</i>	19	0.0385	22	0.0321	0.0064	0.3586
<i>LEV</i>	19	0.7103	22	0.6473	0.0630*	1.7010

注：***、**、*分别表示统计量在 1%、5%、10%水平上显著。

五、案例分析

5.1 案例公司简要介绍：龙元建设集团股份有限公司

本文选取上海证券交易所上市公司龙元建设（600491.SH）为案例目标公司，该公司细分行业为土木工程建筑业。龙元建设于 2004 年 4 月 30 日首次发行，2004 年 5 月 24 日上市挂牌，有较长的 IPO 后业绩期间可供观察与分析。

龙元建设是长三角建筑市场最大的民营控股施工企业，综合实力位居进沪外地施工企业前列。公司主营业务为民用建筑、工业建筑、市政建筑、公共设施建筑、建筑装饰工程，及各类工程的建筑施工和专业安装，以及水泥、钢结构的生产、销售等业务。公司拥有房屋建筑工程总承包特级资质、市政公用工程总承包一级资质、机电安装工程总承包一级资质、地基与基础工程专业承包一级资质、建筑装修装饰工程专业承包一级资质和园林古建筑工程专业承包一级资质，是一家拥有国家特级资质和五个一级资质的大型企业。

公司在上市前的股东主要为 31 位自然人、中国建筑科学研究院与明和投资，其中公司法定代表人赖振元持股 60.71%、明和投资持股比例 9.35%、中国建筑科学研究院持股 1%。公司上市时明确主要风险来源为（1）包括宏观经济运行与政策引导、市场开发与工程承揽情况、地方保护等制度缺陷因素带来的区域市场分割、公司主营业务单一并具依赖性（工业与民用建筑及公共设施的施工业务占比达 87.56%）在内的市场风险；（2）包括设备与劳务巨额支出、项目部运营与控制模式不完善、原材料无法充足供应、施工场所分散、建筑工程项目周期较长、作业环境带来的污染与安全问题等在内的业务经营风险；（3）包括融资以来银行贷款与自身积累导致的融资约束与资本结构不合理、流动负债比例较大带来的短期债务偿还压力、应收账款发生坏账、财务内部控制失效、无法获得持续融资保障投入较

大的基础设施或房地产开发与建设项目等在内的财务风险；（4）包括关联股东控制风险、组织模式与管理制度不完善、发行后股本比例变更与二级市场减持可能带来的管理层与制度不稳定、内部激励与约束机制有缺陷等在内的管理风险；（5）包括工程质量管理、技术创新等角度的技术风险；（6）包括设备使用效益、新建项目的实施、业务地域扩张、研发失败等在内的募集资金投向风险；（7）国家经济政策在建筑业层面的调整可能带来的政策性风险；（8）包括加入 WTO 带来的对外开放、诉讼等在内的其他风险。龙元建设涉及的风险问题囊括了建筑行业公司上市可能面临的绝大部分风险来源，相比之下，较小规模的建筑企业同时面临被市场挤出或其他企业兼并等方面的不确定性。

相对公司面临的风险，龙元建设具有一定的竞争优势，包括专业化的经营管理与较高的施工工艺水平、承接业务量和施工能力较高、公司历史奖项促使其形成了品牌声誉；另外，龙元建设主要经营业务在上海市、注册地为浙江省，我国东部沿海经济的迅速发展为公司创造了优质的市场环境；公司具有系统的组织部门，股东大会、董事会与监事会、经理层等层次分明，决策及执行体系较为完善；龙元建设具有以核心管理人员、关键技术人员、施工人员等专业化分工体系，对工程质量和工作效率有保障。与此同时，市场过于集中、施工设备相对老化、专业人员结构尚未达到国际国内现金建筑企业水准以及施工工艺和科技研发能力也有待提高。

5.2 龙元建设上市后融资情况统计

由于本文的目的之一在于研究建筑企业上市是否可以改善融资情况，根据 WIND 数据库统计，下表列示了龙元建设上市后融资事件及募集金额，可以发现龙元建设在上市后仍以负债融资为主要融资方式，直接融资比例较低，只占 28.49%（或 11.31%）左右。一方面

说明了其上市地位为其带来更多的信贷融资便利，另一方面则来源于建筑行业的项目投入大、周期长等特征使其依赖债务融资与商业信用，不以资本市场募集资金手段为主要融资途径。

表 38 龙元建设上市（2004）后历年融资结构统计（单位：万元）

	金额①	占比①	金额②	占比②
上市以来累计募资	2,362,802.70	100.00%	5,953,916.11	100.00%
直接融资	673,122.17	28.49%	673,122.17	11.31%
首发	47,824.00	2.02%	47,824.00	0.80%
股权再融资	485,298.17	20.54%	485,298.17	8.15%
·配股	--	--	--	--
·定向增发	485,298.17	20.54%	485,298.17	8.15%
·公开增发	--	--	--	--
·优先股	--	--	--	--
发债券融资	140,000.00	5.93%	140,000.00	2.36%
间接融资(按增量负债)	1,689,680.53	71.51%	--	--
累计新增短期借款	348,880.00	14.77%	--	--
累计新增长期借款	1,340,800.53	56.75%	--	--
间接融资(按筹资现金流入)	--	--	5,280,793.94	88.69%
累计取得借款收到的现金	--	--	5,280,793.94	88.69%

注：上市以来累计募资金额①=直接融资(金额)+间接融资(按增量负债计算)

上市以来累计募资金额②=直接融资(金额)+间接融资(按筹资现金流入)

表 39 龙元建设上市（2004）后直接融资明细

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	募资总额(万元)	募资净额(万元)	主承销商
2004-04-28	首发	2004 年	17.08	47,824.00	45,841.40	海通证券股份有限公司
2009-06-02	定向增发	2009 年	7.20	61,200.00	58,984.00	兴业证券股份有限公司
2011-03-22	短期融资券	2011 年	100.00	40,000.00	40,000.00	中国建设银行股份有限公司
2014-04-21	中期票据	2014 年	100.00	15,000.00	15,000.00	中国建设银行股份有限公司
2014-07-22	中期票据	2014 年	100.00	20,000.00	20,000.00	中国建设银行股份有限公司
2014-09-17	中期票据	2014 年	100.00	15,000.00	15,000.00	中国建设银行股份有限公司
2015-06-12	短期融资券	2015 年	100.00	30,000.00	30,000.00	中国银行股份有限公司,中国建设银行股份有限公司
2015-08-28	短期融资券	2015 年	100.00	20,000.00	20,000.00	中国建设银行股份有限公司,中国银行股份有限公司
2016-02-06	定向增发	2016 年	4.37	137,436.50	136,183.92	华福证券有限责任公司
2018-04-25	定向增发	2018 年	10.71	286,661.67	284,021.29	中信建投证券股份有限公司

5.3 龙元建设上市前后 3 年主要财务数据

表 40 龙元建设上市前后主要财务数据

资产负债表（单位：万元）							
	2001.12.31	2002.12.31	2003.12.31	2004.12.31	2005.12.31	2006.12.31	2007.12.31
流动资产	102,669.03	127,946.94	210,825.43	335,112.25	480,458.13	598,995.69	720,831.72
长期股权投资	364.54	166.46	587.65	661.32	6,036.41	954.84	1,573.84
固定资产	2,627.50	3,212.10	3,473.24	8,156.52	25,453.26	43,982.92	42,484.97
无形资产	6.65	5.82	71.62	603.37	11,073.28	6,681.82	8,902.73
非流动资产	3,503.66	4,074.35	4,775.53	16,106.18	62,992.57	72,498.91	74,711.94
资产总计	106,172.69	132,021.29	215,600.96	351,218.43	543,450.69	671,494.60	795,543.67
流动负债合计	78,103.31	96,783.30	171,990.89	247,218.20	425,165.92	533,805.07	636,773.62
负债合计	78,103.31	96,783.30	171,990.89	248,722.38	425,411.52	534,179.40	643,319.73
实收资本	8,000.00	8,000.00	8,000.00	16,200.00	24,300.00	38,880.00	38,880.00
未分配利润	15,352.19	21,371.08	28,288.85	36,996.75	43,742.75	61,021.29	74,683.32
所有者权益	28,069.38	35,237.99	43,610.06	102,496.06	118,039.17	137,315.21	152,223.94
利润表（单位：万元）							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
营业收入	196,374.92	308,780.81	398,416.63	554,118.09	659,028.57	716,909.06	711,622.17
营业成本	177,243.47	281,214.14	365,104.79	507,643.05	598,376.46	644,713.53	640,957.40
营业利润	7,672.04	11,668.25	12,881.66	16,400.70	24,336.42	29,385.25	24,352.54
利润总额	7,532.72	10,862.00	12,876.20	16,775.90	25,021.27	30,645.72	28,811.12
净利润	4,850.45	7,138.61	8,372.08	10,457.72	15,934.21	20,253.41	20,107.76

由上表可见，龙元建设在 2004 年的 IPO 上市使其资产规模尤其是固定资产与无形资产规模迅速增加，而其在上市前基本没有非流动负债（长期借款等）；企业负债融资以短期借款为主，面临较大的流动性风险，应付票据与应付账款等商业信用融资比例较大。从利润表数据来看，龙元建设上市后的营业收入和营业利润较之前均有明显上升，后续部分将对其各种盈利和成长指标进行分析。

5.4 龙元建设上市前后业绩描述性统计

图 33~36 为龙元建设自 IPO 前 2 年（2002 年）至 2018 年的盈利能力、资本结构、成长能力与应收账款周转能力的年度数据。从图 33 可以看出，2004 年企业上市期间由于总资产规模与权益规模的增加，总资产收益率（ROA）和权益收益率（ROE）均有一定程度的下降，ROE 于 2006 年首次回升。2004 年，销售毛利率基本保持稳定，财务费用占比有一定增加，即企业上市后融资成本并未明显降低。从图 34 可以看出，龙元建设符合我国建筑行业整体特点，企业财务杠杆较高，2004 年 IPO 首发上市以及 2009（2016/2018）年定向增发时资产负债率有所降低，但之后又回归至 70% 以上。

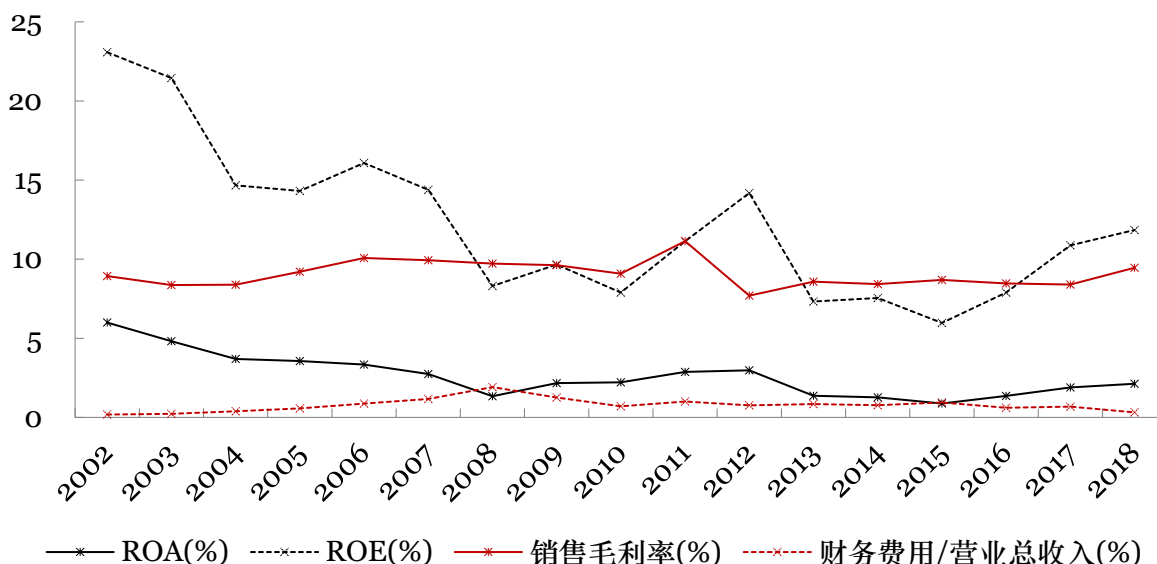


图 33 龙元建设盈利情况历史数据

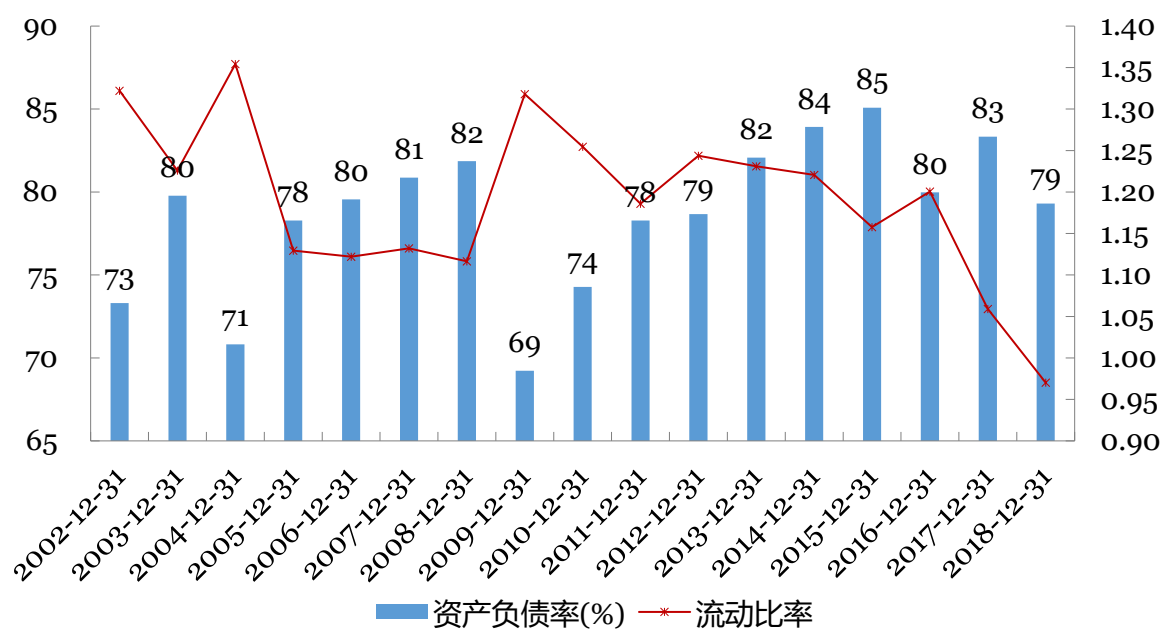


图 34 龙元建设资本结构历史数据

图 35 为龙元建设营业收入增长率和固定资产投资扩张率的变化趋势。2004 年的 IPO 上市导致公司固定资产迅速增加，而营业收入在 2004 年之后年度呈逐年降低趋势，上市并未给龙元建设带来更多的经营业务，而固定资产的持续扩张除使用内源融资外，需要可

靠的外部融资。图 36 为龙元建设应收账款周转率指标变动情况，作为企业运营效率的典型替代变量，应收账款周转率在公司上市后逐年降低，于 2009 年才有所回升，但仍显著低于上市前水平，龙元建设上市行为并未加快资金周转速度，IPO 业绩效应较为明显。

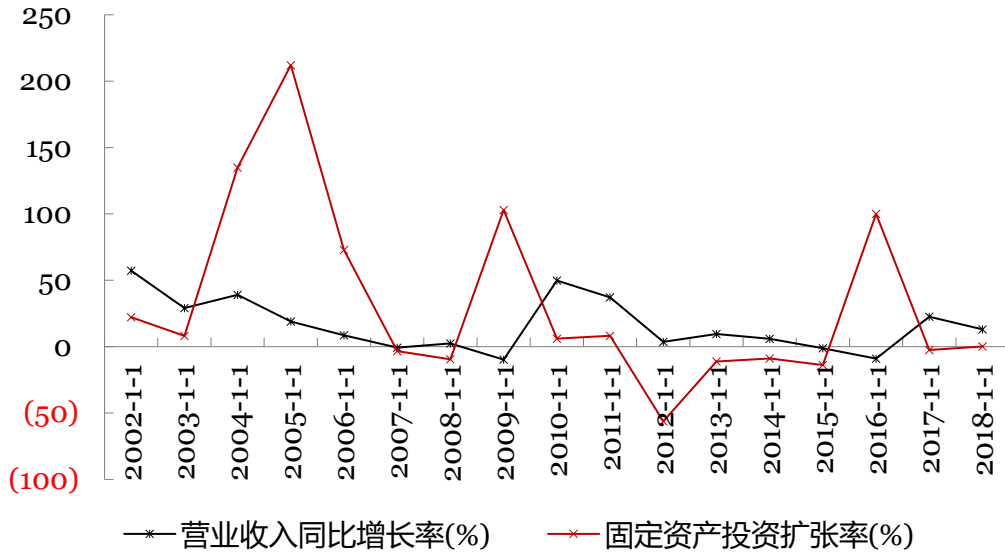


图 35 龙元建设成长能力历史数据

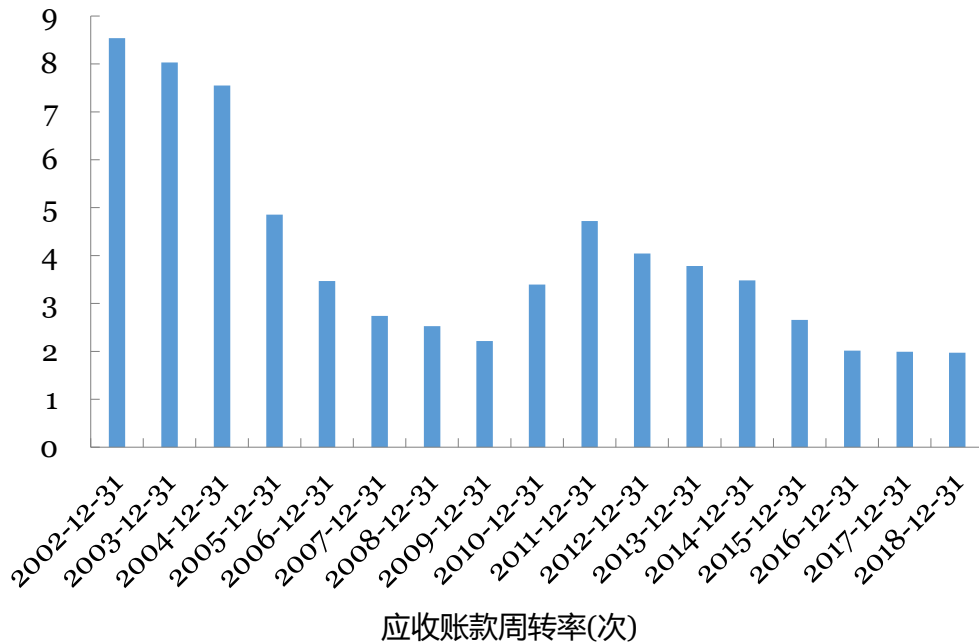


图 36 龙元建设应收账款周转能力历史数据

5.5 案例小结

经过进一步分析，龙元建设招股与上市年度正处于我国华东地区房地产行业的高增长阶段，房地产投资增速均在 20%以上，建筑业主要下游即房地产行业投资的快速增长带动了相关行业的发展。2003-2005 年，上海和浙江的建筑企业总产值近两年的年均增幅均在 15%以上。尽管建筑行业竞争较为激烈但在行业大背景向好的情况下，企业单位建筑生产总值仍保持了 20%左右的增幅，而且企业的获利与收入呈同步增长的趋势。

2004 年，公司上市导致市场知名度的提升，又为公司高于行业平均水平的增长提供了平台，但相对偏高的资产负债率以及公司的债务融资偏好导致企业潜在财务风险较高，IPO 期间可能的盈余调整以及期间公司大规模投资项目的推行（例如购置大规模固定资产设备）、公司规模的迅速扩张导致公司管理和外部信贷融资受到一定压力，虽然营业收入和净利润规模有所增加，但对应资产规模的迅速拓张一定程度上带来相对经营业绩指标的下滑。另外，龙元建设的机构投资者持股比例从 2004 年底的 11.41%（占流通股本）至 2006 年增加到 30.72%，并于之后年度继续回落，机构投资者持股比例的增加并未伴随着企业经营业绩的明显改善。

总之，龙元建设在 IPO 上市后出现一定程度的“业绩变脸”，但其通过股票市场首发上市获得的资金被用于机械设备、厂房等固定资产投资、收购、投资设立分公司以及补充流动资金，在短期内优化了资本结构、提升了流动比率；龙元建设在上市后相当长的时期内仍然保持较高的资产负债率，盈利指标也不如上市之前的相应指标。但不可否认，一家上市公司的经营业绩受到宏微观各层面因素的影响，无法只通过简单的统计趋势直接推断 IPO 不利于公司发展，企业较高的负债比例也证实其通过信贷获得融资的能力较强。

六、总结与展望

本文对外部融资依赖性较高、一次性投入水平较高的建筑行业企业 IPO 业绩效应进行实证分析，并在挑选标的企业（龙元建设）进行案例分析的基础上，厘清建筑行业企业在上市准备过程中可能影响 IPO 后业绩不同走向的不同层面因素和长期经济后果。

本文认为，近年来由于经济增速和市场需求的变化，我国建筑行业领域的总体规模扩张将会遇到一定压力，此时，建筑业尤其是建筑工程与土木工程领域需进行内部结构升级和产能优化集中，以淘汰落后产能。而我国近年的建筑行业企业 IPO 过会率较低，其原因主要来自于关联交易、应收账款及其坏账、劳务用工、持续盈利能力、毛利率等方面问题。实证研究发现，建筑企业可能因急需权益资金在 IPO 前粉饰业绩指标从而成功上市，但因财务数据造假或真实活动操纵，以及建筑行业特有的强周期性特征导致业绩剧烈变化，IPO 前操纵的业绩无法在上市后持续，即我国建筑企业存在 IPO 业绩效应。

结合宏观经济、政策环境、市场情绪、盈余管理和产权性质的研究发现，建筑行业上市公司在经济繁荣时期进行 IPO 的业绩效应越明显，管理层操纵盈余的动机在社会固定资产投资增速较快时反而增强，这可能是由于建筑行业景气程度和投资需求上升时，待上市企业更具追逐壳资源的动机；市场流动性越强时期上市的建筑公司 IPO 后业绩相对 IPO 前有所提升，市场交易频率的上升有利于信息传递，进而促使 IPO 上市公司降低会计信息不对称水平；对产权性质的研究发现，国有控股企业 IPO 业绩效应程度较低，民营控股企业在上市后更易出现以资产收益率下跌为表征的“业绩变脸”，但是民营建筑企业在上市后获得了更高的成长速度，国有建筑企业在上市后的营收增长率明显低于民营企业。

进一步，相对 IPO 业绩下滑程度较低的样本，IPO“业绩变脸”较为严重的公司其 IPO 上市后相当长的一段时期内的 ROE、ROA、营业收入均较低，但股票市场表现受 IPO 业绩效应的影响不大；在资本结构方面，IPO“业绩变脸”较强的企业在上市后具有较低的杠杆率，资产负债率的下降虽缓解了财务风险但也可能代表此类企业无法获得足够的债务融资。综上，建筑企业 IPO 业绩效应对上市后业绩也有一定的不利影响。

在总结实证结果与龙元建设案例分析的基础上，本文结论可为建筑企业发展中的战略性融资决策提出建议，本文的研究结合建筑行业特色与建筑企业上市动机对这些文献提供新的证据并进行补充，具备理论与实践的双重意义。但受限于 A 股建筑行业上市公司样本量以及公司上市前数据的可获得性，以及对案例公司内部决策机制的探索可能不完整，本文实证结论存在一定的局限性，在未来研究中，将结合实践经历谨慎评价建筑企业上市的优劣。

参考文献

- [1] Aharony, J. and CW. J. Lee, and T. J. Wong. Financial Packaging of IPO Firms in China[J]. *Journal of Accounting Research*, 2000, 38: 103-126.
- [2] Alti A. How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital Structure?[J]. *Journal of Finance*, 2006, 61(4): 1681-1710.
- [3] Baker M, Wurgler J. Market Timing and Capital Structure[J]. *Journal of Finance*, 2002, 57(1): 1-32.
- [4] Beatty R P, Ritter J R. Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings[J]. *Journal of Financial Economics*, 1986, 15(1-2): 213-232.
- [5] Benveniste L M, Spindt P A. How Investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues[J]. *Journal of Financial Economics*, 1989, 24(2): 343-361.
- [6] Da Z, Gurun U G, Warachka M. Frog in the Pan: Continuous Information and Momentum[J]. *The Review of Financial Studies*, 2014, 27(7): 2171-2218.
- [7] Danis A, Rettl D A, Whited T M. Refinancing, Profitability, and Capital Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 2014, 114(3): 424-443.
- [8] Degeorge F, Zeckhauser R. The Reverse LBO Decision and Firm Performance: Theory and Evidence[J]. *Journal of Finance*, 1993, 48(4): 1323-1348.
- [9] DuCharme L L, Malatesta P H, Sefcik S E. Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance[J]. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 2001, 16(4): 369-396.
- [10] Fama E F, French K R. The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence[R]. Working Paper, 2003.
- [11] Fama E F, French K R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt[J]. *Review of Financial Studies*, 2002, 15(1): 1-33.
- [12] Fan J P H, Wong T J, Zhang T. Politically Connected CEOs, Corporate Governance, and Post-IPO Performance of China's Newly Partially Privatized Firms[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 84(2): 330-357.
- [13] Fischer E O, Heinkel R, Zechner J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests[J]. *Journal of Finance*, 1989, 44(1): 19-40.

- [14] Flannery M J, Rangan K P. Partial Adjustment Toward Target Capital Structures[J]. *Journal of Financial Economics*, 2006, 79(3): 469-506.
- [15] Graham J R, Leary M T. A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future[J]. *Annual Review of Financial Economics*, 2011, 3(1): 309-345.
- [16] Gulen H, Ion M. Policy Uncertainty and Corporate Investment[J]. *The Review of Financial Studies*, 2016, 29(3): 523-564.
- [17] Hovakimian A. Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2006, 41(1): 221-243.
- [18] Hsieh C T, Klenow P J. Misallocation and Manufacturing TFP in China and India[J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2009, 124(4): 1403-1448.
- [19] Hsu H C S. Technology Timing of IPOs and Venture Capital Incubation[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2013, 19: 36-55.
- [20] Jain, B. A. and O. Kini. The Post-Issue Operating Performance of IPO Firms[J]. *Journal of Finance*, 1994, 49: 1699-1726.
- [21] Jensen, M. C. and W. H. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure[J]. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3: 305-360.
- [22] Jindal V, Seth R. A New Order of Financing Investments: Evidence from Acquisitions by India's Listed Firms[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2019.
- [23] Kao J L, Wu D, Yang Z. Regulations, Earnings Management, and Post-IPO Performance: The Chinese Evidence[J]. *Journal of Banking & Finance*, 2009, 33(1): 63-76.
- [24] Kayhan A, Titman S. Firms' Histories and Their Capital Structures[J]. *Journal of Financial Economics*, 2007, 83(1): 1-32.
- [25] Loughran T, Ritter J R. The New Issues Puzzle[J]. *Journal of Finance*, 1995, 50(1): 23-51.
- [26] Lowry M, Schwert G W. Is the IPO Pricing Process Efficient?[J]. *Journal of Financial Economics*, 2004, 71(1): 3-26.

- [27] Modigliani F, Miller M H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment[M]. University of Chicago Press, 1958.
- [28] Modigliani F, Miller M H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction[J]. American Economic Review, 1963, 53(3): 433-443.
- [29] Morellec E, Nikolov B, Schürhoff N. Corporate Governance and Capital Structure Dynamics[J]. Journal of Finance, 2012, 67(3): 803-848.
- [30] Myers S C, Majluf N S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187-221.
- [31] Piotroski J D, Zhang T. Politicians and the IPO Decision: The Impact of Impending Political Promotions on IPO Activity in China[J]. Journal of Financial Economics, 2014, 111(1): 111-136.
- [32] Rangan S. Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings[J]. Journal of Financial Economics, 1998, 50(1): 101-122.
- [33] Rock K. Why New Issues are Underpriced[J]. Journal of Financial Economics, 1986, 15(1-2): 187-212.
- [34] Stiglitz J E, Weiss A. Credit Rationing in Markets with Imperfect information[J]. American Economic Review, 1981, 71(3): 393-410.
- [35] Sun, Q. and W. H. S. Tong. China Share Issue Privatization: The Extent of Its Success[J]. Journal of Financial Economics, 2003, 70: 183-222.
- [36] Trauten A, Schulz R, Dierkes M. The Performance of IPO Investment Strategies and Pseudo Market Timing-Evidence from Germany[J]. Available at SSRN 967420, 2007.
- [37] 蔡春, 李明, 和辉. 约束条件、IPO 盈余管理方式与公司业绩——基于应计盈余管理与真实盈余管理的研究[J]. 会计研究, 2013, (10): 35-42.
- [38] 陈超, 陈文斌. 中国首次公开发行真的被低估了吗. 中国会计评论, 2003(1): 149-162.
- [39] 陈德球, 陈运森. 政策不确定性与上市公司盈余管理[J]. 经济研究, 2018, 53(6): 97-111.
- [40] 陈鹏程, 周孝华. 市场情绪、承销商声誉与 IPO 首日收益[J]. 财经理论研究, 2015(5): 38-46.

- [41]陈文斌. 上市公司 IPO 之后财务业绩变脸研究. 改革, 2005(5): 104-108.
- [42]陈运森, 郑登津, 李路. 民营企业发审委社会关系、IPO 资格与上市后表现[J]. 会计研究, 2014, (2):12-19.
- [43]龚关, 胡关亮. 中国制造业资源配置效率与全要素生产率[J]. 经济研究, 2013, 48(04): 4-15.
- [44]郭杰, 张英博. 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[J]. 金融研究, 2012(7): 137-153.
- [45]胡昌生, 池阳春. 投资者情绪、资产估值与股票市场波动[J]. 金融研究, 2013(10): 181-193.
- [46]黄继承, 姜付秀. 产品市场竞争与资本结构调整速度[J]. 世界经济, 2015, 38(7): 99-119.
- [47]黄亮华, 谢德仁. IPO 前的业绩压力、现金流约束与开发支出会计政策隐性选择[J]. 南开管理评论, 2014, 17(6): 72-82.
- [48] 黄少安, 张岗. 中国上市公司股权融资偏好分析[J]. 经济研究, 2001(11): 12-20.
- [49]黄瑜琴, 李莉, 陶利斌. 机构投资者报价行为、承销商定价策略与 IPO 市场表现研究[J]. 金融研究, 2013, (7):180-193.
- [50]李常青, 刘清昌. 沪市公司 IPO 业绩效应研究. 南开管理评论, 2005, (1): 96-100.
- [51]李东平. 大股东控制、盈余管理与上市公司业绩滑坡. 上海财经大学, 2001.
- [52]李建标, 孙宾宾, 王鹏程. 财富约束、市场时机与融资行为的实验研究——优序融资和市场择时理论的行为元素提炼[J]. 金融研究, 2016(5): 124-137.
- [53]李明, 郑艳秋. 盈余管理、媒体负面报道与公司上市后业绩变脸——基于我国创业板上市公司的经验证据[J]. 管理评论, 2018, 30(12): 212-225.
- [54]李小晗, 朱红军. 投资者有限关注与信息解读[J]. 金融研究, 2011, (8): 128-142.
- [55]李远鹏. 经济周期与上市公司经营绩效背离之谜[J]. 经济研究, 2009, 44(3): 99-109.
- [56]刘澜飏, 李贡敏. 市场择时理论的中国适用性——基于 1998~2003 年上市公司的实证分析[J]. 财经研究, 2005(11): 19-30.
- [57]逯东, 万丽梅, 杨丹. 创业板公司上市后为何业绩变脸?[J]. 经济研究, 2015, 50(2): 132-144.

- [58]卢文彬,朱红军. IPO 公司经营业绩变动与股权结权研究[J]. 财经研究, 2001, (7): 45-52.
- [59]祁怀锦,黄有为. IPO 公司盈余管理行为选择及不同市场间的差异[J]. 会计研究, 2016, (8): 34-41.
- [60] 屈耀辉,傅元略. 优序融资理论的中国上市公司数据验证——兼对股权融资偏好再检验[J]. 财经研究, 2007(2): 108-118.
- [61]饶品贵,岳衡,姜国华. 经济政策不确定性与企业投资行为研究[J]. 世界经济, 2017, 40(02): 27-51.
- [62]宋顺林,王彦超. 投资者情绪如何影响股票定价?——基于 IPO 公司的实证研究[J]. 管理科学学报, 2016, 19(5): 41-55.
- [63]束景虹. 机会窗口、逆向选择成本与股权融资偏好[J]. 金融研究, 2010(4): 72-84.
- [64]孙建华. IPO 后公司经营业绩下滑的实证——基于风险投资视角[J]. 财经科学, 2015a, (8): 67-78.
- [65]孙建华. 风险投资、IPO 后公司业绩与市场表现——来自中国创业板上市公司的经验证据[J]. 山西财经大学学报, 2015b, 37(9): 90-100.
- [66]谭小芬,张文婧. 经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J]. 世界经济, 2017, 40(12): 3-26.
- [67]佟家栋,刘竹青. 房价上涨、建筑业扩张与中国制造业的用工问题[J]. 经济研究, 2018, 53(7): 59-74.
- [68] 王兵,辛清泉,杨德明. 审计师声誉影响股票定价吗——来自 IPO 定价市场化的证据[J]. 会计研究, 2009, (11): 73-81+96.
- [69]王冰辉. 价格管制与 IPO 时机选择[J]. 经济学(季刊), 2013, 12(2): 407-428.
- [70]汪昌云,武佳薇,孙艳梅,甘顺利. 公司的媒体信息管理行为与 IPO 定价效率[J]. 管理世界, 2015, (1): 118-128.
- [71]巫岑,黎文飞,唐清泉. 产业政策与企业资本结构调整速度[J]. 金融研究, 2019, (4): 92-110.
- [72]熊艳,杨晶. 媒体监督与 IPO 业绩变脸:甄别、传导还是治理[J]. 财贸经济, 2017, 38(6): 66-79.

- [73]许海. IPO 前后公司财务业绩变化趋势的实证研究[J]. 山西财经大学学报, 2001, 23(5): 84-87.
- [74]亚琨, 罗福凯, 李启佳. 经济政策不确定性、金融资产配置与创新投资[J]. 财贸经济, 2018, 39(12): 95-110.
- [75]杨敏, 陈晓红, 贺正楚. 机构投资者能识别业绩变脸的 IPO 公司吗?[J]. 中国软科学, 2016, (6): 121-128.
- [76]杨全文, 薛清梅. IPO 募资投向变更、经营业绩变化和市场反应[J]. 会计研究, 2009, (4): 69-77.
- [77]尹自永, 王新宇. IPO 公司业绩变脸、承销商甄别和投资者认知[J]. 山西财经大学学报, 2014, 36(4): 38-47.
- [78]周孝华, 赵炜科, 刘星. 我国股票发行审批制与核准制下 IPO 定价效率的比较研究[J]. 管理世界, 2006, (11): 13-18.