

清華大學

中國經濟研究中心



學術論文

公司上市前后经营业绩变化分析

朱武祥 张帆

清华大学经济管理学院金融系

No. 200019 2000年9月

Working Paper

National Center for Economic Research

At

Tsinghua University, Beijing

公司上市前后经营业绩变化分析

The Post-Issue Operating Performance of the IPO Firms

朱武祥 张帆 清华大学经济管理学院金融系 100084

【摘要】本文以 1994—1996 年期间在上海深圳证券交易所上市的 217 家 A 股公司为样本，比较了上市前 1 年到上市后 4 年总资产利息税前收益率等业绩指标中位数的变化趋势，分析了若干因素与该业绩指标变化的相关性。研究结果表明：(1) 样本企业上市后的总资产利息税前收益率等显著性低于上市前；上市后 4 年中，总资产利息税前收益率整体上显著性下降。(2) 上市公司管理层持股市值高低与企业上市后总资产利息税前收益率水平差异显著性相关，但第一大股东持股比例和流通 A 股比例高低与企业上市后的总资产利息税前收益率差异水平的相关性不显著。我们认为，上市公司经营业绩下降除了西方金融经济学者所提出的企业方面的原因外，我国股票市场评价理念和公司控制权市场功能缺陷也是重要原因。最后提出了改善上市公司经营业绩的政策方向。

关键字：上市公司 经营业绩 股票市场

一. 引言

公司上市后的经营业绩变化及成因是 90 年代以来金融经济学关注的问题。企业往往在进入快速成长阶段时上市。人们一般预期，企业上市时获得了一笔可观的股权资本，提高了资信等级，改善了资本结构。上市后还可以在资本市场上持续融资，增强了抵御竞争环境下支付风险的财务能力，同时，从上市前的资本约束、投资不足状态中获得解脱，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。上市后的 3、4 年内应该实现与资产规模扩张速度一致，甚至递增的经营业绩表现。西方不少企业上市后经营业绩实现了 5 年以上的持续高递增，从地区性企业成长为具有国际竞争优势的跨国公司，投资者也从中获取了丰厚的回报。

表 1 微软 1985 年上市—1991 年经营业绩主要财务指标增长率

年份	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
净资产收益率增长率(%)	—	72	52	52	45	50	50
销售收入增长率%	44	41	75	71	36	47	56
税后利润增长率%	52	63	83	73	38	64	66
每股收益增长率%	51	50	67	71	37	54	58
股票市值(百万美元)	—	784	2,686	3,596	2,891	8,647	11,854

另一方面，由于股票市场关注每股收益、权益资本收益率等反映经营业绩的财务指标，上市公司在希望保持持续股权融资能力的愿望下，一般都有合法利用会计准则管理公司会计帐面利润的行为，使经营业绩财务指标达到配股标准或者股票市场认同的增发新股的水平。因此，人们有理由认为，企业上市后 3—4 年内，经营业绩应该逐年提高，而不是递减。

但西方学者的实证研究表明，企业上市当年的经营业绩显著性低于上市前 1 年，或者说企业上市后难以维持其上市前的业绩水平，上市后经营业绩也显著性下降(Jain 和 Kini[1994]¹，

¹ Jain 和 Kini 比较了 1976—1988 年上市的 2126 家美国公司上市前 1 年到上市后 4 年的经营业绩

Mikkelson, Partch, Shah[1997]²)。此外,上市公司增发新股后,经营业绩也显著性下降(Loughran 和 Ritter [1997])。对此现象的解释包括:(1)采用 Jensen[1976][1989]提出的代理成本假说解释。认为上市前的私人企业成为公众公司后,分散的外部投资者股权比例日益增加,原企业主或管理层股份比例则逐年显著下降,管理层与外部股东的利益冲突和代理成本增加,出现将自由现金流投资于不利于股东价值最大化的投资行为,导致企业经营业绩和价值下降(Mikkelson, Partch, Shah[1997]);(2)企业管理层为了最大化融资和上市成功,美化或高估其上市前的会计收益,使上市后的实际经营业绩难以超过上市前;(3)企业往往选择在业绩最好的时机上市;(4)采用 Jensen[1993]关于过度投资假说的解释,即由于企业内部控制系统失效,产业内各企业过度投资,形成能力严重过剩,引发价格战而导致企业经营业绩下降。由于西方金融经济学学者通常认为股票市场是有效的,因此,把企业上市前后经营业绩下降的根本原因主要归于企业内部治理和激励,而不是股票市场。

我国股票市场自 90 年代初期创立以来发展迅速。到目前为止,A 股上市公司超过 1000 家。随着股票市场规模逐步扩大和证券投资基金等机构投资者力量日益增强,投资者对上市公司经营业绩分析和研究日益重视。大多数分析结果表明,尽管大部分上市公司都是各地筛选的好企业,经营条件相对优越。但整体经营业绩财务指标呈现下降趋势(例如,申银万国证券(1998)研究报告[1],姚浩(1998)对沪深股票市场 A 股上市公司 1993 年至 1996 年净资产收益率平均统计[5]),陷入“一年红火、二年平淡、三年亏损、四年重组”的怪圈。

国内研究人员对上市公司经营业绩实证分析(例如,姚浩[1998],岑成德[1999],魏刚[1999]等)具有以下特点:(1)对分析期内的上市公司收益指标进行平均,而不是同一企业上市前后较长时间的比较,即分析期内样本不一致;(2)业绩评价指标以净资产税后收益率平均值为主,不能有效衡量和比较上市公司经营能力。因为净资产收益率受上市公司负债水平和所得税率影响,平均值则深受奇异数值影响;(3)上市公司经营业绩变化原因分析以现象、实例论述和评论为主。因此,国内对企业上市前后经营业绩变化尚没有比较严谨的实证研究成果。

本文希望在研究方法、样本和指标选择等方面借鉴国际金融学术界有关上市公司经营业绩的实证研究作法,克服国内目前该问题研究中的不足。本文安排如下:(1)以 1994—1996 年期间上市的 217 家公司为样本,分析这些公司上市前 1 年和上市后 4 年内的经营业绩变化,并进行显著性检验;(2)考察上市公司管理层持股市值、流通 A 股比例以及第一大股东持股比例等三项指标的高低对经营业绩影响的显著性;(3)计算结果解释与政策建议。

二. 样本、方法和指标

1. 样本

1993 年,上市公司开始实施财政部公布的《企业会计准则》。1992 年前后上市公司财务报表中的财务数据缺乏可比性。由于需要比较上市前 1 年的经营业绩财务数据,为保证企业上市前

² Mikkelson, Partch,Shah 研究的是 1980—1983 年上市的 283 家公司上市后的 10 年期间经营业绩变化及与管理层股权比例变化的相关性

后财务数据的可比性、足够的样本数量和分析时限，本文选取 1994—1996 年期间上市的 217 家公司(期间有 222 家公司上市，由于其中 5 家公司财务数据不全而舍弃，样本分布见表 2)为样本。

表 2 样本分布

IPO 时间	IPO 数	数据残缺样本数	实际利用样本数
1994 年	38	3 ^a	35
1995 年	13	0	13
1996 年	171	2 ^b	169
合计	222	5	217

注：a—600854、600866、600868，b—0600、600744

2. 研究方法

本文采用 Jain 和 Kini[1994]的研究方法。包括：

(1)采用经营业绩会计指标的中位数值而不是平均值作为描述经营业绩的特征值，以避免个别特异数(特大或特小数)对整个样本特征值产生过大的影响。例如，在本文全部样本经营业绩数值中，第 4 年的净资产收益率中位数为 8.47%，平均值只有 0.40%。在 A 股上市公司亏损面不到 20% 的情况下，该平均值不合理。产生该结果的原因是因为样本中有 1 家公司的净资产收益率为-127.08%。

(2) 将上市当年定为基年(0 年)，上市前 1 年定为-1 年，上市后第 1、2、3、4 年分别定为 1、2、3、4 年。依次将样本按-1、0、1、2、3、4 年分组，求出各组样本中各项评价指标的中位数，然后对比各组中位数的大小。

(3)在经营业绩显著性检验中，假设样本独立，采用 Wilcoxon 成对样本带符号的秩次和显著性检验方法。

$$z = \frac{w - \mu}{\sigma}$$

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

μ —秩次和平均数， σ^2 —秩次和方差， w —正秩次总和

3. 反映经营业绩的财务指标及数据选择

为了更好地反映上市公司资产的盈利能力，剔除债务规模和所得税率不同对上市公司盈利水平的影响。本文选取总资产利息税前收益率(EBIT/A)来反映上市公司经营业绩。利息和税前净收益(EBIT)是在所得税前利润总额的基础上，去掉各种补贴收入和营业外净收入，加回财务费用和营业税金及各种附加费，另外，选择净资产税前收益率(ROEBT)和主营业务利润率(EARN)作为辅助指标。

总资产和净资产均采用会计年末值，主营业务利润率中的利润为损益表中“主营业务收入”。

三. 计算及显著性检验结果

从表 3 可以看到,从上市前 1 年到上市后 4 年的 5 年期间,总资产利息税前收益率(EBIT/A)、净资产税前收益率(ROEBT)以及主营业务利润率(ERAN)的中位数值变化趋势非常明显和一致:上市后的经营业绩低于上市前 1 年,上市后呈逐年下降趋势。

表 3 企业上市前后经营业绩财务指标中位数变化

	-1 年	0 年	1 年	2 年	3 年	4 年
总样本数	217	217	217	217	216 ^c	48 ^d
EBIT/A(%)	14.13	9.82	8.70	7.57	6.70	4.68
ROEBT(%)	25.51	15.13	13.08	11.93	11.02	8.47
EARN(%)	74.72	49.40	45.11	38.28	38.20	32.90

[注]c—由于九州股份(0653)1999 年年报推后公布,因而 3 年的样本数少了 1 家。

d—1996 年上市的 117 家公司上市后的第 4 年为 2000 年,而我们的分析年份到 1999 年为止。

因此,上市后有 4 年业绩的只有 1994—1995 年的 48 个样本。

从显著性检验结果(表 4)可看到:从企业上市前 1 年到上市后 4 年的 5 年中,EBIT/A 逐年下降的显著性水平达到 99%;净资产税前收益率(ROEBT)逐年下降的显著性水平除第 3 年到第 4 年为 95%外,其余都达到 99%;主营业务利润率(EARN)逐年下降的显著性水平除第 3 年到第 4 年为 90%外,其余都达到 99%。

表 4 经营业绩财务指标变化显著性检验

时间		-1 到 0	0 到 1	1 到 2	2 到 3	3 到 4
EBIT/A	中位数差	-4.31***	-1.12***	-1.13***	-0.87***	-2.02***
	Z 值	-10.76	-3.942	-7.302	-2.847	-2.704
	P 值	0.000	0.000	0.000	0.002	0.004
ROEBT	中位数差	-10.4***	-2.05***	-1.15***	-0.91***	-2.55**
	Z 值	-11.68	-3.689	-7.855	-3.201	-1.829
	P 值	0.000	0.000	0.000	0.001	0.034
EARN	中位数差	-25.3***	-4.29***	-6.83***	-0.08***	-5.30*
	Z 值	-11.328	-5.059	-6.885	-9.589	-1.289
	P 值	0.000	0.000	0.000	0.000	0.099

四、若干因素与总资产利息税前收益率指标的相关显著性分析

1. 上市公司管理层持股市值

(1) 样本分组 国内研究人士通常用上市公司管理层持股数量占公司总股本比例来反映管理层激励。由于不同公司股票价格差异很大,而管理层持股数量通常很少,持股数量与总股本比例不能完全反映股权激励的强弱程度。本文采用国外学者研究该问题时常用指标—公司管理层持本公司股票的流通市值 Q。以上市当年年末公司管理层持本公司股票的流通市值 $Q_i = N_i \times P_i$ 作为分组指标(N_i —公司 i 上市当年年末高级管理人员持有本公司股份数量, P_i —上市当年年末股票收盘价格)。

按照 Q 值(万元)将 216 家样本公司分为各有 108 家公司的两个组:Q 值低的样本组 Q 值分布在[0.0, 60.9],中位数为 26.6;Q 值高的样本组 Q 值分布在[61.4, 2283.4],中位数为 123.8。

表 5 Q 值样本

样本分组	样本分组(上市公司家数)				Q 值(万元)分布			
	1994 年	1995 年	1996 年	合计	中位数	平均数	最大数	最小数
高 Q 值组	18	0	90	108	123.8	27.4	2283.4	61.4

低 Q 值组	17	13	78	108	26.6	231.3	60.9	.0 (5 家)
--------	----	----	----	-----	------	-------	------	----------

(2) 计算结果: 上市前 1 年, 高 Q 值样本组的总资产利息税前收益率 (EBIT/A) 的中位数小于 Q 值低的样本组, 上市后 4 年均大于 Q 值低的样本组。

表 6 按上市公司管理层持股市值分组的两组样本总资产利息税前收益率中位数值

指标	-1 年		0 年		1 年		2 年		3 年	
	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组
样本数	108	108	108	108	108	108	108	108	108	107
EBIT/A(%)	14.39	13.96	8.87	10.49	7.94	9.42	6.96	7.96	5.84	7.44

(3) 显著性检验结果: 上市前 1 年, 两组样本的 EBIT/A 差异不显著; 高 Q 值样本组 EBIT/A 值在上市当年及上市后第 1 年、2 年和 3 年显著大于 Q 值低的样本组。说明管理层持股市值显著影响公司经营业绩。

表 7 两组样本经营业绩差异显著性检验

年	EBIT 差值	
	中位数差	Z 值(P 值)
-1	-0.43	-0.131(0.448)
0	1.63***	-3.11(0.001)
1	1.49***	-2.89(0.002)
2	0.995***	-2.84(0.003)
3	1.60***	-2.48(0.006)

2. 流通 A 股占总股本比例

(1) 样本分组: 假设样本公司 i 在上市当年年末流通 A 股数量为 D_i , 总股本为 B_i , 定义公司 i 在上市当年年末流通 A 股占总股本比例为 K_i , 则:

$$K_i = \frac{D_i}{B_i} \times 100\%$$

根据 K 值大小将 216 家样本公司分成各有 108 家公司的两组: K 值低的样本组 K 值分布在 [88%, 25.48%], 中位数为 25%; K 值高的样本组 K 值分布在 [25.49%, 48.96%], 中位数为 29.72%。

表 8 按流通 A 股比例分组的两组样本

样本分组	样本分组情况(家数)				K 值(%)分布情况			
	1994 年	1995 年	1996 年	合计	中位数	平均数	最大数	最小数
高 K 值组	16	5	87	108	29.72	31.90	48.96	25.49
低 K 值组	19	8	81	108	25.00	20.8	25.48	0.88

(2) 计算结果: 从上市前 1 年到上市后 4 年的 5 年中, 两组样本的总资产利息税前收益率 (EBIT/A) 的中位数均呈逐年下降趋势。流通股比例高的样本组总资产利息税前收益率 (EBIT/A) 中位数每年都低于流通股比例低的样本组。

表 9 按流通 A 股比例分组的两组样本总资产利息税前收益率中位数

指标	-1年		0年		1年		2年		3年	
	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组
样本数	108	108	108	108	108	108	108	108	107	108
EBIT/A(%)	15.20	12.89	10.06	9.46	9.50	8.13	7.76	7.39	6.91	6.38

(3) **显著性检验:** 两组样本的总资产利息税前收益率(EBIT/A)中位数差异在上市前1年和上市当年的显著性水平为90%; 上市后1年差异的显著性水平为95%; 上市后的第2年和3年差别不显著。

表10 两组样本差异显著性检验

年	EBIT/A 差值	
	中位数差	Z 值(P 值)
-1	-2.31*	-1.51(.065)
0	-.605*	-1.60(.055)
1	-1.37**	-1.97(.025)
2	-.37	-1.15(.126)
3	-.53	-.13(.451)

3. 第一大股东持股比例

(1) **样本分组:** 假设公司*i*在上市当年年末第一大股东持股比例为 α_i , 根据 α 值大小, 将216家样本公司分为各有108家公司的两个组: α_i 值低的样本组 α 值分布在[6.19%, 46.93%], 中位数为33.18%; α 值较高的样本组 α 值分布在[47.02%, 79.60%], 中位数为61.72%。

表11 按第1大股东持股比例分组的样本组 α 值分布

样本分组	样本分组情况(家数)				α 值(%)分布情况			
	1994	1995	1996	合计	中位数	平均数	最大数	最小数
高组	17	8	83	108	61.72	61.40	79.60	47.02
低组	18	5	85	108	33.18	32.40	46.93	6.19

(2) **计算结果:** 上市前1年, 第1大股东持股比例高的样本组总资产利息税前收益率(EBIT/A)中位数明显高于低样本组, 在上市当年和上市后第1、2、3年, 两组样本基本接近。

表12 两组样本各年总资产利息税前收益率(EBIT/A)中位数

指标	-1年		0年		1年		2年		3年	
	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组	低组	高组
样本数	108	108	108	108	108	108	108	108	107	108
EBIT/A(%)	12.20	15.82	9.93	9.65	8.31	9.07	7.67	7.36	6.46	6.77

(3) **显著性检验:** 在上市前1年, 第1大股东持股比例高的样本组EBIT/A中位数明显超过低样本组的显著性水平为99%, 而在上市当年(0年)及上市后的第1、2、3年中, 两组样本没有显著性差异。

表13 两组样本差异显著性检验

年	EBIT/A 差值	
	中位数差	Z 值(P 值)
-1	3.62***	-4.33(.000)
0	-.28	-.520(.302)
1	.76	-.632(.267)

2	-.31	-.237(.406)
3	.32	-.061(.476)

六、解释与政策意义

计算结果解释

1. 样本企业上市当年经营业绩财务指标显著低于上市前 1 年，说明企业上市时普遍存在包装上市前的帐面利润的行为。因为 1993—1996 年期间，股票发行有额度限制，普遍采用市盈率法定价，证监会规定发行市盈率上限为 15，每股收益为上市前 3 年平均值。为提高发行价格、增加融资规模，企业自然有增加帐面利润的动机。而上市公司前身多为国有企业，由原国有企业分立出全部或部分优良资产而设立，形成由原企业代表国家同时在上市公司控股和在剥离后的非上市资产或企业中全资的严重关联交易格局，这与西方企业从私人企业重组为独立运作的公众公司模式不同。因此，国内上市公司更容易利用关联交易包装上市前年度的会计利润，这方面每年都发现和揭露了不少企业，审计师对上市公司盈利出具的保留意见也逐年增加。这种关联交易模式也可以解释第 1 大股东持股比例高低对企业上市前 1 年总资产利息税前收益率水平差异影响的显著性，以及流通股比例低的样本组在上市前 1 年和上市当年总资产利息税前收益率高于流通股比例低的样本组的显著性。因为流通股比例低的企业往往是规模大和第 1 大股东持股比例高、关联交易程度高的企业。这也可以解释企业上市后，第 1 大股东持股比例高低和流通股比例高低对企业上市后经营业绩差异影响的不显著。说明在目前股票市场环境下，大多数上市公司现有第 1 大股东对上市公司经营能力和业绩改善的贡献递减，仅仅增加流通股规模并不能有效改善上市公司治理和经营业绩。

2. 上市后经营业绩财务指标整体上逐年显著性下降，从我国上市公司独特的控股和关联交易结构来看，一定程度说明上市公司第一大股东经营的未上市业务的盈利能力下降，通过关联交易操纵利润的空间递减和难以为继。而从上市公司投资经营角度看可能有两种情形：

(1)上市公司缺乏明确一致的业务发展战略，随意改变投资方向，导致经营能力和业绩下降。这是因为我国股票市场上市公司战略选择和投资行为评价理念的属于概念或题材倾向，而不是基于公司资源和竞争能力基础上的评价，股票市场由短期投机炒作行为和力量主导。从而诱导上市公司迎合股票市场概念或题材化的评价偏好，进行所谓资本运作。例如，1999 年股票市场青睐于高科技概念时，上百家上市公司纷纷参股或收购科技企业，甚至改头换面为科技名称。2000 年股票市场青睐网络概念，上百家上市公司又纷纷参股网络企业。尽管 1999 年以来，封闭型证券投资基金规模显著增加(现有 22 只封闭型证券投资基金，10 家证券投资基金管理公司，资金规模近 500 亿人民币，占股票市场 10%左右)，增强了股票市场机构投资者力量，促进了上市公司研究。但这些投资基金尽管持有上市公司较大比例的股份，在公司治理方面基本上还是消极的投资者，在基金业绩每周公开净值的评价标准压力下，投资风格普遍强调积极成长概念，但投资理念、政策和评价标准并不明确。因此，并没有改变股票市场短期投机和概念化偏好的评价理念和力量的主导地位。

(2)上市公司战略明确—追求主业规模经济和竞争地位，通过加强主业投资，经营效率确实明显提高，能力扩张和销售增长同步。但由于主要竞争对手的发展战略、投资方向和竞争策略相似，导致能力过度、价格战和行业利润平均化，行业内上市公司经营业绩整体下降。而在这一过程中，由于股票市场公司控制权转移功能低效，使这类上市公司难以通过公司控制权市场实现兼并收

购，退出过度能力。家电上市公司最为典型。尽管自 1993 年宝安收购延中实业以来，上市公司控制权转移以及相应的资产重组事件频繁，第 1 大股东转让控制权的兼并收购事件近 200 多起，其中，控制权发生二次甚至三次以上转移有 20 多起，控制权市场已经形成。但主要是上市公司壳资源买卖行为，是市场方式矫正以往上市和配股行政管理模式的行为，即直接上市替代功能。并没有达到西方企业通过公司控制权市场实现获得增长机会、退出过度能力的资源配置效果 (Andrade and Stafford[1999])。新的控股股东通常以自己的业务注入和替换被收购的上市公司业务，经营业绩会计指标短期得到改善，但由于买卖壳本身成为一种投资机会，降低了控股股东持续改善经营的压力，竞争能力和经营业绩没有获得实质性改善。

3. 在样本企业上市前后经营业绩显著性下降趋势中，以管理层持有的流通股市值衡量的股权激励强度显著性影响上市公司经营业绩。说明应该推行“股票期权”，使上市公司管理者和外部投资者的利益基本趋于一致。

政策意义

股票市场资源配置的有效性体现在根据风险动态集聚和分配社会资金、提供公司投资价值评价信息以及公司控制权转移等三大具体功能的有效性上。到目前为止，我国股票市场有效性主要体现在通过少数金融工具实现企业融资功能和股票市场对信息的价格反应上。上市公司经营业绩下降的原因除了西方金融经济学学者通常认为企业层次的因素外，股票市场对上市公司的评价理念不当和控制权转移功能低效也是重要因素。

在股票市场的评价功能和公司控制权市场功能低效的环境下，上市公司整体经营业绩下降增加了上市公司投资价值风险和股票市场系统风险，使投资者难以通过投资组合来有效分散投资风险。在上市公司国有股权控股结构短期内难以显著改变的条件下，从上述分析可以看到，改善上市公司经营能力和业绩，除了增强上市公司管理层激励等企业层次的措施外，还需要改造股票市场投资者理念和投资力量对比结构，扭转概念化、题材化的短期投机评价理念和行为占绝对主导地位的格局，增强股票市场评价功能的有效性。可以通过引入基于公司战略资源、竞争能力以及治理质量的投资价值评价理念的机构投资者，包括保险基金、公司治理导向的私募投资基金和部分开放型基金，逐渐在我国股票市场注入以公司战略资源能力和治理质量等价值驱动因素为估价指标的投资者力量。另外，有必要开展对上市公司治理、公司战略等方面的评价，并在媒体上公布结果，对上市公司产生企业价值导向的市场评价压力，促进越来越多的上市公司制定和实施价值导向的发展战略。最后，需要研究如何提高公司控制权转移功能，使上市公司能适时重组和进行具有整合效果的兼并收购，包括引入能力改善经营的战略投资者。最终达到改善经营业绩和股票市场资源配置优化的目的。

本文受清华大学经济管理学院小林实中国经济问题研究基金资助

参考文献

- [1]李隆章《实用非参数统计方法》中国财政经济出版社 1989 年
- [2]《申银万国证券研究报告》1998 年
- [3]岑成德“对各行业上市公司的统计分析”《中山大学学报》1999 年第 1 期

- [4]姚浩 “上市公司经营业绩分析 1993—1996”《证券市场导报》1998 年
- [5]魏刚 “上市公司主营业务利润实证分析”《中国工业经济》1999 年第 7 期
- [6]李磊 朱武祥 “证券投资基金投资风格研究” 2000 年 6 月(未发表的研究报告)
- [7] Andrade,Gregor and Erik Stafford,1999,"Investigating the Economic Role of Merger," Harvard Business School Working Paper
- [8]Jain, Bharat A. and Omesh Kini, 1994, “The post-issue operating performance of IPO firms, ” Journal of Finance December
- [9] Jensen,M. And W. Meckling."Theory of the firm: Managerial Behavior, agency costs and owership structure." Journal of Financial Economics 3(1976)
- [10] Jensen,M. C.,1989, “Eclipse of Public Corporation” ,Harvard Business Review,Nov.-Dec.
- [11]Jensen,M.C.,1993, “The modern industry revolution,exit,and the failure of internal control systems,” Journal of Finance 48
- [12] Mikkelson,Wayne H., M.Megan Partch, and Kshitij Shah. " Ownership and operating performance of companies that go public," Journal of Financial Economics 44(1997)
- [13] Tim Loughran, Jay R.Ritter,1997," The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings," Journal of Finance, December 1997

通信地址:

北京 清华大学

中国经济研究中心

电话: 86-10-62789695 传真: 86-10-62789697

邮编: 100084

网址: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn

Adress:

National Center for Economic Research

Tsinghua University

Beijing 100084

China

Tel: 86-10-62789695 Fax: 86-10-62789697

Web site: <http://www.ncer.tsinghua.edu.cn>

E-mail: ncer@em.tsinghua.edu.cn