

信息披露对IPO业绩落差的影响研究 ——基于中国创业板上市公司的实证分析

THE IMPACT OF INFORMATION DISCLOSURE ON IPO PERFORMANCE-BASED ON AN EMPIRICAL RESEARCH OF CHINESE GEM LISTED COMPANIES

于姝¹, 徐志坚², 黄岩³
Shu Yu¹, Zhijian Xu², Yan Huang³

^{1,2}泰国正大管理学院中国研究生院, ³黑龙江职业学院

^{1,2}Chinese Graduate School, Panyapiwat Institute of Management, Thailand

³Heilongjiang Polytechnic, China

Received: August 26, 2019 / Revised: November 11, 2019 / Accepted: November 13, 2019

摘要

本文通过研究,旨在寻求改善创业板公司IPO后业绩下滑的现象,完善资本市场制度建设,推进注册制实施,创建大数据环境下的内部控制信息披露指数体系,完善证券市场退市制度。同时,本研究为强化证券监管监督机制,提高资本市场有效性,推动创业板与科创板市场的健康发展提供有价值的现实依据。构建了回归模型,研究信息披露和IPO业绩落差之间的相关关系,探究减少IPO业绩落差的解决方案。本文选取2011至2015年间中国创业板IPO首发上市公司,采集数据主要来自国泰安数据库,手工整理了深圳证券交易所网站披露信息的部分观测样本和上市公司年报信息。本文基于委托代理理论、盈余管理理论、信息不对称理论,预期理论及信号传递理论,在研究内容和视角上创新,构建研究信息披露与IPO业绩落差关系的回归模型,然后进行调节效应的检验。主要研究结论如下:1.信息披露质量与IPO业绩落差显著正相关,说明上市公司的信息披露越真实、越可靠, IPO业绩落差越小。2.中介机构声誉对信息披露与IPO业绩落差的关系起到正向调节作用。3.政府监管强度对信息披露水平与IPO业绩落差的关系起到正向调节作用。4.优化IPO资源对信息披露与IPO业绩落差关系起到正向调节作用。

关键词: IPO 信息披露 IPO 业绩落差

Corresponding Author: Shu Yu

E-mail: roxanne_yu@163.com

Abstract

This paper aims to improve the performance decline of the GEM after IPO, enhance the capital market system construction, promote the implementation of a registration system, create an internal control information disclosure index system under the big data environment, and boost the delisting system of the securities market. At the same time, this study provides a valuable practical basis for strengthening the securities supervision mechanism, upgrading the effectiveness of the capital market, and promoting the healthy development of the GEM and STAR Market. A regression model was constructed in order to study the correlation between information disclosure and the IPO performance gap and to explore solutions to reduce the IPO performance gap. For this paper, China's GEM IPO initial public companies from 2011 to 2015 were selected. The data collected were mainly obtained from the national database by manually sorting out a number of observation samples and annual reports of the listed companies on the Shenzhen Stock Exchange website. Based on the principal-agent theory, earnings management theory, information asymmetry theory, expectation theory and signal transmission theory, the paper provides innovations in research content and perspective, constructs a regression model to study the relationship between information disclosure and the IPO performance gap, and then tests the regulatory effect. The main conclusions are as follows: 1) There is a significant positive correlation between the quality of information disclosure and the differences of IPO performance, which shows that the more authentic and reliable the information disclosures of the listed companies are, the smaller the differences of IPO performance, 2) The reputation of intermediaries plays a positive moderating role in the relationship between information disclosure and the IPO performance gap, 3) The level of government supervision plays a positive moderating role in the relationship between the information disclosure level and the IPO performance gap, and 4) Optimizing IPO resources plays a positive moderating role in the relationship between information disclosure and the IPO performance gap.

Keywords: IPO, information disclosure, IPO performance gap

引言

近几十年来,随着中国国民经济的较高速度发展,中小上市公司规模也逐渐壮大,中小公司发展的同时也面临市场价格波动大,业绩落差大,抗风险能力弱,信誉担保程度低等问题,因此,中小公司融资难也成为目前中国普遍存在的问题。如何为中小上市公司构建有效资金融通渠道和健康成长平台,成为证券市场亟待解决的重要难题。基于此,如何培育中国创业板市场的融资通道,如何营造风险资本退出机制,成为完善产业结构调整与经济改革的重要机制。

借鉴国外成功经验与十多年的筹备,中国创业板于2009年正式成立,28家中小上市公司在深圳证券交易所上市。截至2019年4月30日,已有760家创业板公司成功上市。创业板发挥了资本市场强大的筹资融资功能,也发挥了资本市场在资源配置中的基础功能,为中小上市公司提供了公开、公平和公正的融资平台,初步为中小上市公司带来资本源泉和创新希望。同时,也为证券市场新增了优质资产,有利于资本市场的长远发展。但是,中国创业板毕竟属于初创期,依然存在诸多运行问题,部分公司IPO上市后业绩出现明显落差等问题。

近年来,随着公司在IPO前过度增加利润和粉饰报表,导致公司IPO后的业绩落差加大,股价下跌给投资者带来资本损失递增,同时导致资本配置不合理与不平衡,破坏证券市场发育。目前,国内外学者也增加了监管制度层面的研究,如何监管识别上市公司的财务造假行为成为目前学术热点问题之一。因此,本文通过研究创业板中小上市公司IPO业绩落差,旨在完善IPO信息披露制度,为投资者创造健康有序的投资环境,从而促进中国国民经济持续有效的发展。针对上述IPO业绩落差影响因素与评价监督等棘手现象,本文基于中国创业板上市公司数据主要研究以下问题:

- (1) 信息披露制度与IPO业绩落差的相关关系如何?
- (2) 如何发挥中介机构和监管机构的调节作用?如何将政治资源、学术及海外资源等要素从IPO业绩落差影响因素中剥离出来?
- (3) 如何构建回归模型,选取可测量调节指标,采用科学验证方法,研究信息披露对IPO业绩落差的影响,探究减少IPO业绩落差的解决方案。

研究目的

中小上市公司在创业板市场开创了新的融资方式,公司IPO后的业绩变化是战略管理领域学者的关注热点,关于IPO后业绩落差方面的研究目前也取得一定进展。通过梳理前期研究成果,结合成长型上市公司的市场发展现状,发现已经上市的中小型公司预期业绩增长效果并不显著,相反,部分中小上市公司上市后当年或第二年,会出现业绩落差加大的现象。因此,为稳定发展创业板市场,进一步发挥其融资功能,营造较好的发展空间,对剖析创业板上市公司IPO前后业绩落差的影响因素研究非常具有现实指导价值。

本文以中国创业板上市公司为研究对象,通过实证研究,探讨信息披露对创业板上市公司IPO首次公开发行前后的业绩变化情况的影响,及多个调节变量的影响。期望通过研究,达到改善创业板公司IPO后业绩下滑的现象。启示监管部门进一步建立和完善市场体系和法规,最终帮助IPO公司提高整体业绩,顺利推动创业板上市公司的发展。

文献综述

目前,基于各种计量经济模型和统计方法对信息披露制度影响因素进行分析已逐步成为新热点。研究集中在公司规模、股权结构性质、财务杠杆率及政府监管等方面。

Aharony, Lin & Loeb (1993) 发现在公司规模相对较小和财务杠杆率较高的公司,管理层为了顺利实现IPO,通常采用会计选择操纵经营期间收益,同时承销商与审计机构基于委托代理关系对该部分信息质量不愿意进行严谨核查。社会投资者一般只能通过招股说明书对发行公司进行价值判断,导致IPO公司有机会通过操纵招股说明书财务信息来影响社会投资者的投资决策。Meek, Robert & Gray (1995) 以美国和欧洲跨国公司为研究对象,发现公司规模、行业类型、财务状况等因素对信息披露有显著影响,信息类型不同,各影响因素重要性也存在差异。信息披露失真的内在动因还包括外部投资者与经理人之间信息不对称、盈余动机等。Healy & Palepu (2001) 指出外部投资者与经理人之间的信息不对称,是构成上市公司信息披露驱动的内在动因。为了减少代理成本从而保护自己的利益,代理人通常愿意披露更多的信息,如盈利预测信息。Kumar, Langberg & Sivaramakrishnan (2016) 提出监管当局应规定申请IPO公司信息披露的充分性和可获取性,方便投资者对公司投资价值进行充分解读。

信息披露是证券市场的基石,充分及时的信息披露可以有效降低证券市场的交易成本,从而促进资本市场发挥优化资源配置功能。上市公司信息披露是公众公司向投资者和社会公众全面沟通信息的桥梁。真实、全面、及时、充分地进行信息披露至关重要。实行信息披露制度,有利于投资者了解上市公司的经营状况、财务状况及其发展趋势,有利于证券监管部门对证券市场的管理,引导证券市场健康、稳定地发展。

Zhang & Zhu (2007) 基于托宾Q理论对中国上市公司IPO实证研究指出,托宾Q值与公司信息披露质量之间存在显著正相关,上市公司市场价值较高的IPO公司会采取积极信息披露策略,同理,而公司市场价值较低的其信息供给程度也较低。Lin & Zhang (2007) 基于台湾上市公司信息披露数据样本实证分析了信息披露质量与绩效之间存在的正向相关关系,显示上市公司信息披露对公司价值产生一定正向效应。Liu & Lv (2015) 指出2014年IPO重启后IPO上市公司绩效变脸现象日益严重,信息披露质量总体偏低,指出IPO上市公司通过提前确认收入和减少费用支出与降低关联交易成本来进行盈余管理,建议加强监管,从异常财务数据入手。Qian & Luo (2015) 基于1994至2011年财务造假公司数据样本,构建符合市场特征的财务造假预测模型,指

出能够有效成为上市公司财务造假信号的因素包括：应收账款、利润盈亏、销售利润率、证券换手率、证券集中度及证券机构持股等，相关数据指标虽然缺少IPO环节，但依旧有很大参考价值。Mo (2016) 研究表明，高管团队中海外背景比例越高，企业专利申请量越高；海外背景高管与本土高管较大的年龄、任期和教育水平差异有利于企业专利申请量的提升；二者之间的年龄和任期差异越大，企业净资产收益率越低；教育水平差异越大，净资产收益率则越高。实证结果表明，海外背景高管的政治连带与企业专利申请量之间均存在负向调节作用，与企业净资产收益率之间的关系存在倒U型调节作用。

综上所述，关于信息披露质量的影响因素和政府监管关系研究比较成熟，但对于信息披露质量的经济后果研究还处于起步阶段。尤其是直接研究信息披露质量对IPO业绩落差的影响，相关的政策监管、中介机构、IPO资源等影响因素如何发挥调节作用，还缺乏系统的实证研究，这将是一个有价值的研究方向，也是本文研究主题。

研究设计

1. 研究样本

本研究选择中国创业板数据的原因，一方面是创业板信息比较全面，另外对违规公司处罚较重，有的直接退市，可为将来注册制与科创板公司进行比较提供数据参考。本研究对数据公司的所在地区、行业类型、财务数据、股权结构数据等均来自深圳国泰安数据库，信息披露质量数据来自深圳证券交易所公开网站，国内十大会计师事务所排名来自中国注册会计师协会网站。本文IPO业绩落差为第3年减去第1年的净资产收益率的落差数据，所以研究数据来源选择的样本区间为2011年至2015年间创业板IPO公司，股票代码从300190至300501，剔除了6个特殊样本，有效样本公司为306个。

2. 研究方法

基于本文研究问题的性质和内容，考虑信息披露及IPO业绩落差的研究现状，本文采用实证研究和文献分析相结合的研究方法进行深入探讨。

3. 研究假设

上市公司信息披露质量的高低，直接会关系到证券市场有效程度、投资者保护等重要问题。中国股市在迅速发展的同时暴露出上市公司信息披露违规、盈余操纵、信息披露失真等重大问题。经过证监会调查发现，有许多上市公司为了达到发行上市条件，甚至通过虚构客户、虚构业务、伪造合同、虚构回款等方式，虚增收入和利润，骗取IPO核准，因此不断出现IPO公司上市后绩效变脸，产生巨大IPO业绩落差现象。因此，国内外学者都在不断寻求解决IPO后业绩变化的办法，因为业绩变化会导致投资者失去信心，也会不利于相关资金资源的有效配置及发挥稀缺资金的价值。

Zhang & Lv (2009) 研究指出, 信息披露最大的功能在于可以降低上市公司内部信息不对称的情况, 使上市公司的经营决策在大众的有效监管之下, 这样管理层的决策将更加稳健和慎重, 降低无效投资或融资行为, 规避上市公司经营风险。本文通过研究, 假设信息披露与IPO业绩落差正相关, 即信息披露越真实、越可靠, IPO业绩落差越小。

因此, 提出以下研究假设:

H1:信息披露质量与IPO业绩落差正相关, 即: 信息披露质量越低, IPO业绩落差越大。

在IPO过程中, 中介声誉起着至关重要的作用, 中介机构不但要向拟上市公司提供全面专门化的服务, 帮助申请上市, 如尽职检查、编制招股说明书、帮助公司路演和稳定价格等, 而且还要对投资者负责, 并承担一定的法律责任和市场风险。中介机构也面临这方面难题: 一是中介机构需要从拟IPO公司那里取得报酬, 必须为其提供专业支持和服务; 二是中介机构又必须依据公平公正原则为社会公众投资者揭示真实信息, 承担与披露信息相关的法律责任。即证券中介的声誉资本兼具信息披露功能和认证中介功能, 信息披露功能是指通过披露拟IPO公司各种信息来缓解市场信息不对称作用, 而认证中介功能则是指进一步甄别拟IPO公司质量的作用。

高声誉中介为了确保自己公司在行业内保持名列前茅, 不因服务个别公司而使自己声誉价值受损, 在审核IPO公司质量时标准较高, 努力使发行价格与公司真实价值接近, 并持续关注IPO后的长期业绩, 因此, 是否为排名在前的高声誉中介也成为投资者的判断依据。

Qi, Chen & Zhang (2004) 研究表明四大会计师事务所在中国审计市场具有较高声誉, 同时也选择较好的公司做审计服务以巩固自己行业地位。对于准IPO公司, 借助前十会计师事务所承销股票来提升公司声誉, 可以减少发行风险进而筹集更多资金。规模较大的会计师事务所审计质量较高, 有利于减少委托人和代理人之间的利益冲突, 会吸引更多的投资者, 可以对IPO业绩落差起到积极影响。中国创业板公司规模相对较小, 几乎没有选择国际四大所, 较多公司选择了国内排名前十的会计师事务所。

因此, 提出以下研究假设:

H2: 中介机构声誉对信息披露质量与IPO业绩落差关系有正向调节作用。

目前, 中国证券市场存在着大量信息不对称, 各个利益主体非常重视自己的信誉作用。一方面, 拟IPO公司与投资者之间存在严重信息不对称, 需要完善的监管政策予以保驾护航, 拟上市公司拥有自己各方面信息, 但投资者知之甚少进而怀疑IPO公司隐藏真实信息, 并执行逆向选择。另一方面, 证券中介与投资者之间也存在明显信息不对称, 中介执行详细尽职调查而取得IPO公司全面信息, 具有证券定价信息依据, 投资者则处于信息劣势地位。

Fang & Xiang (2009) 以深交所上市公司 3 年的信息披露质量评级结果为样本, 实证结果发现, 外部监管显著改善了上市公司的信息披露质量, 此外, 外部监管对信息披露质量的改善幅度受到公司所处地区环境的影响, 外部监管对信息披露的改善作用在欠发达地区更为显著。美

国经济学家 Kumar, Langberg & Sivaramakrishnan (2016) 提出完善上市公司股票发行过程中的信息披露是必不可少的。监管当局应规定申请上市公司的披露信息足够被投资者获取, 并可通过获取信息对公司投资价值进行充分解读。Ge & Huang (2002) 基于安然事件分析指出, 充满博弈机会和利益诱惑的证券市场需要监管者和监管制度来制约参与者。当收益大于信息披露成本时, 拟IPO公司具有舞弊动机, 需要外部监管构成威慑力。基于保护利益相关者, 采用制度形式规范公开披露信息行为便成为现实制度选择, 外部监管促成公共契约以保护公共利益和优化社会资源。Xu (2006) 研究指出, 投资者保护的核心问题是信息不对称和代理利益冲突, 在投资者保护制度较好的市场中冲突较少, 并且公司IPO后的经营业绩也表现较好。随着监管政策变革与完善, 公司IPO后的经营业绩下滑状况会明显改善。投资者依赖于监管政策来保障投资者的权益, 因此监管政策对IPO业绩落差也具有显著影响。

因此, 提出以下研究假设:

H3: 监管政策对信息披露质量与IPO业绩落差的关系有正向调节作用。

IPO发行市场的非市场化致使IPO资源稀缺, 如果公司高管具有多年专业执业经验、专业技术知识以及国际管理经验, 就对公司业绩与发展具有积极推动作用。如果高管具有多年国企管理等金融职业背景、较优越学术背景、海外背景, 会使董事会的监督职能更有效地发挥。地方政府和官员也会积极推动公司的IPO上市, 导致这一现象出现的根本原因是中国政治激励制度。中国以GDP作为考核官员的重要指标之一, 地方官员就会积极推动其迅猛发展以获得职位的迅速升迁。推动IPO公司上市不仅可为当地经济发展注入活力, 还有助于官员进行政治晋升, 此为“一箭双雕”。

因此, 提出以下研究假设:

H4: 优化IPO资源对信息披露质量与IPO业绩落差关系有正向调节作用。

4. 变量选取

本文将IPO业绩落差设为被解释变量。检验解释变量、调节变量对其影响程度, 据此判断业绩落差和具体的上市公司财务运作中各个因素的关系。将信息披露作为解释变量, 主要分析信息披露对上市公司IPO业绩落差的影响。

调节变量包括中介机构声誉、监管政策、IPO资源。中国IPO市场长期处于政府管理状态, IPO资源相对稀缺。中介机构在IPO公司业绩方面有着举足轻重的作用。高声誉的中介机构可以给予投资者以信心。中国证券发行监管制度经历了不断的改革和调整, 监管政策的不断完善可以防止和控制IPO舞弊现象的出现及蔓延, 为保障投资者利益及IPO公司良好发展保驾护航。

表1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
被解释变量	IPO业绩落差	IPOPG (IPO performance gap)	上市公司年报中净资产收益率、每股收益、每股净资产，IPO业绩落差为第3年减去第1年的净资产收益率的落差数据。
解释变量	信息披露	IDS (Information Disclosure System)	深交所发布上市公司信息披露考评结果，A优秀为4, B良好为3, C及格为2, D不及格为1。
调节变量	中介机构声誉	IR (Intermediary reputation)	中国注册会计师协会发布的《2017年度业务收入前100家会计师事务所信息》。
	监管政策	RP (Regulatory policy)	公司是否违规和处罚方式合计数，包括违规买卖股票、内幕交易、推迟披露，虚假记载，重大遗漏，披露不实，一般会计处理不当等。
	IPO资源	IPOR (IPO resources)	根据国泰安数据，IPO资源包含政治背景、学术背景、金融背景、最高学历、职业背景、海外背景。
控制变量	公司规模	SIZE	期末总资产的自然对数
	资本结构	CS (Capital Structure)	股东权益比率=股东权益总额/资产总额
	股权集中度	EC5 (5 Equity concentration)	前5大股东持股比例之和
	管理层持股比例	MSR (Management shareholding ratio)	管理层持股数/总股数
	是否亏损	LOSS	净利润为正取 1，净利润为负取 0

来源：作者根据国泰安CSMAR数据库和深圳迪博数据库研究制作

研究结果

1. 描述性统计

本文根据收集数据及各变量定义，利用统计分析软件 SPSS25.0 进行描述性统计，结果如表2所示：

表2 主要变量描述统计量

	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
IPO业绩落差	306	-0.74526	0.156321	-0.043578	0.086347
信息披露质量	306	1	4	3.05	0.582
公司规模	306	8.413	14.780	11.154	0.892
资本结构	306	0.047	4.175	0.529	0.355
股权集中度	306	0.036	0.982	0.543	0.356
管理层持股比例	306	.005	0.690	0.35	3.109
是否亏损	306	0	1	0.46	0.211

来源：作者根据样本数据应用SPSS25.0软件制作

从表中可以看出，IPO业绩落差极小值为-0.74526，极大值为0.15632，均值-0.04358，标准差为0.08635，方差为0.007。创业板上市公司在IPO当年和IPO两年后业绩相比较，平均值为负，即总体而言落差为负，说明样本公司总体财务业绩呈递减趋势。信息披露质量极小值为1，极大值为4，均值为3.05，标准差为0.033，方差为0.582。依据描述结果，各个变量均不是标准正态分布，但是基本处于合理区间，具有统计学意义。

2. 信息披露质量与IPO业绩落差关系的回归检验

由于选取的研究变量通过了多重共线性检验，本文通过SPSS25.0统计软件，首先对变量数据进行了标准化处理，然后对模型中的研究变量进行线性回归，得到结果如表3所示：

表3 信息披露质量与IPO业绩落差关系的回归检验

R	R 方	调整后 R 方	标准误	F	显著性	回归系数	德宾-沃森
.206a	.043	.039	.980116	13.500	.000b	.189	1.820

a. 预测变量: (常量), 信息披露质量

b. 因变量:IPO业绩落差

来源：作者根据SPSS25.0回归结果整理制作

由上表可知，调整后的R方为0.039，回归模型F统计量值=13.50，Sig.值为0.000，说明模型显著，回归方程拟合度较好，具有统计学意义。信息披露质量在1%的显著性水平下与IPO业绩落差显著相关，与假设H1一致。而且，根据相关性检验，皮尔逊相关性为0.206，说明正相

关;根据残差统计检验,残差平均值为0,表明正相关。因此得出结论,假设H1成立,信息披露质量与IPO业绩落差正相关,即:信息披露质量越低,IPO业绩落差越大。

3. 中介声誉、监管政策、IPO资源的调节效应研究

表4 中介机构声誉对信息披露与IPO业绩落差关系调节作用的稳健性检验

	R	R 方	调整后 R 方	标准误	F	显著性	德宾-沃森
模型1	.201 ^a	.040	.034	.08472	6.439	.002	1.783
模型2	.210 ^a	.036	.010	.58233	.631	.001 ^b	1.958
模型3	.067 ^a	.009	-.010	.66122	.532	.001 ^b	1.892

a. 预测变量:(常量), 中介机构声誉

b. 因变量(IPO业绩落差) 1:净资产收益率落差比率; 因变量2每股收益落差比率; 因变量3每股净资产落差比率

来源: 作者根据SPSS25.0回归结果整理制作

表5 监管政策对信息披露与IPO业绩落差关系调节作用的稳健性检验

	R	R 方	调整后 R 方	标准误	F	显著性	德宾-沃森
模型1	.160 ^a	.035	.032	.07286	5.229	.001	1.256
模型2	.250 ^a	.036	.011	.55673	.325	.001 ^b	1.532
模型3	.065 ^a	.018	-.011	.42587	.256	.002 ^b	1.527

a. 预测变量:(常量), 监管政策

b. 因变量(IPO业绩落差) 1:净资产收益率落差比率; 因变量2每股收益落差比率; 因变量3每股净资产落差比率

来源: 作者根据SPSS25.0回归结果整理制作

表6 IPO资源对信息披露与IPO业绩落差关系调节作用的稳健性检验

	R	R 方	调整后 R 方	标准误	F	显著性	德宾-沃森
模型1	.206 ^a	.043	.039	.98011668	13.500	.000 ^b	1.820
模型2	.160 ^a	.026	.009	.66582	.532	.001 ^b	1.353
模型3	.087 ^a	.008	-.009	.39691	.452	.012 ^b	1.267

a. 预测变量:(常量), 学术背景 职业背景 政治背景 金融背景 海外背景

b. 因变量(IPO业绩落差) 1:净资产收益率落差比率; 因变量2每股收益落差比率; 因变量3每股净资产落差比率

来源: 作者根据SPSS25.0回归结果整理制作

本文提了4项假设全部得到验证，实证检验结果汇总如表7所示：

表7 实证检验结果汇总表

序号	假设描述	效应类型	检验结果
H1	信息披露质量与IPO业绩落差正相关，即：信息披露质量越低，IPO业绩落差越大。	主效应	验证
H2	中介机构声誉对信息披露质量与IPO业绩落差的关系有正向调节作用。	调节效应	验证
H3	监管政策对信息披露质量与IPO业绩落差的关系有正向调节作用。	调节效应	验证
H4	优化IPO资源对信息披露质量与IPO业绩落差的关系有正向调节作用。	调节效应	验证

来源：作者根据实证检验结果整理制作

总结与讨论

基于委托代理理论、盈余管理理论、信息不对称理论、预期理论及信号传递理论的基础，构建研究信息披露与IPO上市公司业绩落差关系的回归模型，并进行了调节效应的检验。探讨信息披露对IPO业绩落差产生的影响，同时验证了中介机构声誉、监管政策、IPO资源的调节效应。采用多种方法和路径，实证结果表明，高声誉的中介机构对信息披露与IPO业绩落差关系正向影响显著，说明国内排名前十大会计师事务所审计质量越高，越吸引投资者，对减少信息披露对IPO业绩落差的影响起到积极作用。政府监管强度对上市公司信息披露水平与上市公司业绩间的正相关关系起到调节作用。如果政府加强信息披露的监管和处罚,有助于减少公司的选择性披露行为,提高信息披露质量,有利于利益相关者的信任与支持,进而提升公司业绩和价值。上市公司高管所具有的职业背景、学术背景、海外背景对信息披露与IPO业绩落差关系有影响，如果公司高管具有丰富专业技术及国际管理经验，则对公司业绩有积极作用；如果高管的国企管理金融背景深厚，可能加大公司治理成本，对公司业绩有负向影响。

之前的学者们对创业板上市前后的IPO业绩上涨或下跌的表现研究较多，也取得了很多相关的研究成果，但究竟是哪些因素导致创业板上市公司业绩变化的研究相对较少。本文经过总结分析之前学者的理论研究后发现，信息披露对IPO业绩落差有重要影响，创业板对中小上市公司的发展起到推动作用。创业板上市公司IPO业绩变化的原因研究成果有助于对创业板市场理论的丰富。因此，本文的研究可以补充理论依据，研究信息披露与IPO业绩落差之间的关系，揭示

其市场反应机理, 补充了相关理论。基于数据有限性等因素限制, 本文研究局限性体现在两方面: 一是样本数据收集, 仅限于创业板的部分阶段性上市公司, 通过国泰安、深圳迪博数据库等收集数据还存在一定局限性; 二是控制变量, 变量定义中有关公司规模、资本结构、股权集中度、管理层持股比例等指标测量方面依然有待改善。未来可继续深入细分研究, 对不同行业规模、不同股权类别、不同IPO年度的上市公司展开探究, 将IPO业绩落差幅度细分并扩展丰富变量定义, 改善测量指标。进一步提高上市公司信息披露质量, 减少IPO业绩落差, 为探索中国环境下证券市场健康发展夯实理论基础。

References

- Abbott, L. J., Parker, S. & Peters, G. F. (2004). Audit committee characteristics and restatements. *Auditing a Journal of Practice & Theory*, (3), 69-87.
- Aharony, J., Lee, C. W. & Wong, T. J. (2000). Financial Packaging of IPO Firms in China. *Journal of Accounting Research*, (38), 103-126.
- Aharony, J., Lin, C. J. & Loeb, M. P. (1993). Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, 10(1), 61-68.
- Ball, R. & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting & Economics*, 45(2-3), 324-349.
- Benesh, W. J. (2011). Taming the Dragon: The Modernization of the Chinese Equity Markets and its Effects on IPO Underpricing. *Contemporary Accounting Research*, 13(2), 334-39.
- Cai, Y. Z. (2014). *IPO effect from managerial shareholding view— —the empirical study of listed companies on GEM board*. Master's Thesis, Southwestern University of Finance and Economics. [in Chinese]
- Cao, S. X. (2015). Empirical study of relationship between the quality of the listed company information disclosure and the performance of the listed company information disclosure. *Reform of Economic System*, (6), 191-196. [in Chinese]
- Chen, X. Y. (2010). Empirical research on the relationship between pre-IPO earnings management and post-IPO performance for China firms. *The Theory and Practice of Finance and Economics*, 31(1), 62-65. [in Chinese]
- Du, Z. P. (2016). *Research on issues of initial public offerings price regulation of China*. Doctoral Dissertation, Jilin University. [in Chinese]
- Fang, J. X. & Xiang, X. X. (2009). Exterior supervision, regulation environment and information disclosure quality: Evidence from listed companies in SME board. *Securities Market Herald*, (11), 58-63. [in Chinese]

- Ge, J. S. & Huang, S. Z. (2002). Critical review of Enron event— —A thorough analysis of Enron's accounting and auditing issues. *Accounting Research*, (2), 3-11. [in Chinese]
- Guo, M. & Fu, M. H. (2016). Venture capital, information disclosure quality and corporate performance variability. *Communication of Finance and Accounting*, (27), 22-26. [in Chinese]
- Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Ipino, E. (1997). Signaling IPO quality: Evidence from disclosure and board composition. *Ededition Sweet and Maxwell*, 6(7), 56-64.
- Kumar, P., Langberg, N. & Sivaramakrishnan K. (2016). Voluntary Disclosure with Informed Trading in the IPO Market. *Social Science Electronic Publishing*, 54(4), 1365-1394.
- Li, Y. P. (2009). Why does the operating performance of the Chinese listed companies deviate from the business cycle? *Economic Research Journal*, (3), 99-109. [in Chinese]
- Lin, Y. Z. & Zhang, Y. F. (2007). The relationship between information transparency and operating performance. *Accounting Research*, (9), 26-34. [in Chinese]
- Liu, B. C. (2014). *Research on information disclosure of listed Chinese companies in US: A case study of muddy water shorting DGW*. Master's Thesis, Tianjin University. [in Chinese]
- Liu, F. C., Mo, J. X. & Ma, R. K. (2017). The impact of TMT overseas background on firm innovation performance. *Management Review*, 29(7), 135-147. [in Chinese]
- Liu, Y. & Lv, C. J. (2015). Research on methods of IPO earnings management: The case of GUIRENNIAO. *Nankai Business Review*, 18(6), 81-89. [in Chinese]
- Lu, L. (2016). A literature review on information disclosure of listed companies. *China Management Informationization*, 19(23), 121-122. [in Chinese]
- Meek, G. K., Ruberts, C. B. & Oray, S. J. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures By U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-572.
- Mo, J. X. (2016). *A study of the impact of top management team overseas background on firm innovation performance*. Master's Thesis, Dalian University of Technology. [in Chinese]
- Qi, J. N., Chen, H. L. & Zhang, Y. (2004). Auditor size, brand name, pricing and audit quality: The audit pricing and quality of "Big Four" in Chinese audit market. *Auditing Research*, (3), 59-65. [in Chinese]

- Qian, P. & Luo, M. (2015). The prediction model of Chinese listed companies' financial fraud. *Accounting Research*, (7), 18-25. [in Chinese]
- Qiu, P. P. (2013). A study of venture capital's impact on companies' operating performance before and after the IPO on GEM. *Finance and Accounting Monthly*, (6), 34-35. [in Chinese]
- Song, F. X. & Li, C. C. (2014). A study of venture capital's impact on companies' operating performance changes before and after the IPO on GEM. *Finance & Economics*, (5), 44-54. [in Chinese]
- Wang, X. Y. (2014). Study on accounting information disclosure of US-listed China-concept stocks: Take Longtop as example. *Finance and Accounting for International Commerce*, (6), 65-68. [in Chinese]
- Wu, W., Wu, C. & Rui, O. M. (2012). Ownership and the Value of Political Connections: Evidence from China. *European Financial Management*, 18(4), 695-729.
- Xu, L. (2006). Development of investor protection and IPO long-term performance: An empirical study based on law and finance. *Nankai Business Review*, 9(2), 96-101. [in Chinese]
- Zhang, C. & Lv, W. (2009). Information environment, financing constraints and cash dividend. *Journal of Financial Research*, (7), 81-94. [in Chinese]
- Zhang, Z. X. & Zhu, W. H. (2007). The empirical study on disclosure quality of listed companies in China. *Nankai Economic Studies*, (1), 45-59. [in Chinese]
- Zhou, X. H. & Wu, H. L. (2010). An empirical study on performance change in initial public offerings of listed companies with middle and small capital stocks. *Journal of Technical Economics & Management*, (6), 19-22. [in Chinese]
- Zhu, H. Q., Zhang, M. X. & Duan, K. (2016). Research on the IPO performance effect of listed companies: A literature review. *Times Finance*, (12), 333-335. [in Chinese]



Name and Surname: Shu Yu

Highest Education: Doctoral Candidate

University or Agency: Panyapiwat Institute of Management

Field of Expertise: Strategic Management

Address: 85/1 Moo 2, Cheangwattana Rd., Bang Talad, Pakkred,
Nonthaburi 11120, Thailand



Name and Surname: Zhijian Xu

Highest Education: Doctoral Degree

University or Agency: Panyapiwat Institute of Management

Field of Expertise: Strategic Management

Address: 85/1 Moo 2, Cheangwattana Rd., Bang Talad, Pakkred,
Nonthaburi 11120, Thailand



Name and Surname: Yan Huang

Highest Education: Master Degree

University or Agency: Heilongjiang Polytechnic

Field of Expertise: English Language Teaching

Address: No.5 Xuefu Rd., Nangang District, Harbin 150086, China