

中国股份公司 IPO 上市的雇佣效应研究*

肖忠意¹, 刘 炼²

(1.西南政法大学 经济学院,重庆 401120;2.中国人民银行重庆营业管理部,重庆 401147)

摘 要:运用 1999—2009 年在中国 A 股市场首次发行上市的 IPO 公司的经验数据,从事后分析的角度研究公司上市之后融资约束与劳动力雇佣增加及公司业绩成长的关系。分析结果表明:缓解 IPO 公司的融资约束,能够促进公司上市后增加劳动力雇佣;IPO 公司加大对劳动力资本的投入,能够显著提升其上市后的会计绩效和基于市场表现的公司业绩。因此,大力发展和完善金融市场,缓解企业的融资约束,以及上市公司扩大对雇佣劳动力资本的投入,有助于创造更多的就业机会,也可以提高公司业绩。

关键词:IPO;融资约束;劳动力雇佣;劳动力资本投入;公司业绩;上市公司;资本市场

中图分类号:F276.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2014)03-0090-09

一、引言

大量研究表明,金融市场的发展与经济增长有正相关的关系,股票市场的发展更是对经济增长起了巨大的推动作用(Bekaert et al, 2006)。20 世纪 90 年代以来,我国的证券市场从无到有,发展十分迅速,已在国民经济中占据了重要地位。近 10 年来,中国 A 股市场首次公开发行(IPO)的股票数量越来越多,上市公司的 IPO 市值也越来越大。国内外学者从市场竞争、公司治理结构以及国家宏观经济政策和会计政策变化等多个角度,对 IPO 公司上市后的绩效问题进行了广泛的讨论,这些讨论加深了我们对 IPO 公司上市后的公司绩效问题的认识。然而,目前尚未见到从融资约束条件、劳动力雇佣增加和公司业绩成长三者关系的角度探讨中国股份公司 IPO 上市后的雇佣效应的研究文献。

学术界普遍认为 IPO 过程是公司发展进程中的重要事件之一,其相关研究也成为经济和金融领域的热点问题。Zingales(1995)认为企业选择 IPO 的动机较为复杂,最基本的是融资动机,其他还包括分散风险、提高资产流动性、获取外部监督及品牌效应等。理论上讲,通过资本市场,社会闲散资金能够被吸引到效益较好、有良好发展前景的上市公司中去。Kim 等(2008)研究发现,资本市场为上市公司注入了大量的社会资本,并且提供长期的低成本融资渠道。李科和徐龙炳(2011)研究发现,金融市场能够更加有效地分配资金,减少公司面临的融资约束;上市公司可以将从资本市场募集的资金投入到优良的项目中,培育利润增长点,提高公司的绩效。然而,徐沛(2004)认为大部分上市公司的绩效增长与融资关系不大,他们所投资的项目并不能对他们的绩效增长作出贡献。辛清泉等(2006)

* 收稿日期:2014-02-06;修回日期:2014-03-12

作者简介:肖忠意(1983—),男,重庆人;讲师,博士,在西南政法大学经济学院任教,毕业于美国德州理工大学,主要从事资产定价、金融市场与 IPO 政策研究;E-mail:zhongyi_xiao@126.com。

刘炼(1979—),男,四川宜宾人;经济师,在中国人民银行重庆营业管理部工作,主要从事信贷政策、房地产金融研究。

认为,“圈钱”动机可以解释中国上市公司的融资动机。Pagano 等(1998)也认为 IPO 可以为公司创造一个利用市场反常定价的机会,并实现套现;如果企业上市的目的只是圈钱和套现,并且在募集资金后不努力提高经营业绩,那么将导致募集的资金无法发挥作用,最终导致公司业绩滑坡,从而影响企业自身以及整个资本市场价值最大化的目标。刘少波和戴文慧(2004)研究发现,募集资金的投向对 IPO 公司上市之后的短期业绩有较明显的影响。朱云等(2009)的研究认为,中国上市公司擅自变更募集资金用途及滥用募集资金导致其长期业绩恶化。由此可见,IPO 公司上市后对募集资金的使用效率和投向必然影响公司的持续盈利能力。虽然早期研究并没有直接对融资约束、劳动力雇佣投入和公司业绩的关系进行深入分析,但是为相关研究奠定了坚实的理论基础,并提供了方法上的借鉴。

学术界和产业界普遍认同劳动力投入对企业短期和长期的发展都具有重要的作用,而劳动力投入的增加必须与有效资金投入的增加相配合。2012年4月美国通过了《创业企业辅助法》(*Jumpstart Our Business Startups*),旨在经济不振的环境下降低企业融资成本,扩大融资渠道,增加就业机会。在此背景下,国外一些学者以美国上市公司的历史数据为基础,从事后分析角度来研究美国公司 IPO 上市之后对劳动力资本投入的变化,进而考察这种投入变化对公司业绩的影响。Kenney 等(2012)以在 1996 年到 2010 年上市的 2 766 家美国公司为样本,研究发现,每家上市公司每年平均可创造 822 个新的就业机会,在 15 年的时间内总计新增了 227.2 万个就业机会,并且认为这种雇用增加效应对公司的经营业绩有明显的影 响。Borisov 等(2012)研究发现,美国公司在上市之前两年雇佣的人数平均增速为 4.8%,上市前一年增加到 22.9%,IPO 上市当年竟高达 30.4%;随着时间推移,IPO 公司上市数年后仍有增加雇佣人数的趋势;其研究结果表明缓解融资约束有利于 IPO 公司在上市后增加雇佣劳动力,同时还发现劳动力雇佣增速较快的上市公司的业绩表现优于增速较慢的上市公司。

在研究主题上,本文从我国的国情出发,以中国 A 股市场上市公司为例,从事后分析的角度实证分析 IPO 公司募集资金后对雇佣劳动力投入的变化,以及劳动力投入变化对公司业绩的影响,并提

出相应建议,以期对这一领域的研究文献进行有益的补充。在研究方法上,本文运用丰富的数据和规范的计量经济学手段对研究假设进行实证检验。

二、研究设计及数据来源

1. 研究假设及实证模型设计

为了研究上市公司通过 IPO 融资方式获得进一步发展所需要的资本是否会促进其雇佣劳动力的增加,进而促进公司上市后的业绩增长,提出两个假设。研究假设一:缓解上市公司融资约束能够激励上市公司在上市后雇佣更多的劳动力;研究假设二:IPO 上市后劳动力雇佣增长较快的公司业绩更优。

为了验证研究假设一,利用横截面数据的计量分析模型如式(1)所示:

$$\Delta \ln(EMP)_{i,Year(\cdot)} = \beta_0 + \beta_2 Financial\ Constraints_{i,Year(\cdot)} + \beta_3 Control_{i,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

为了验证研究假设二,利用面板数据的计量分析模型如式(2)所示:

$$RET_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_2 \Delta \ln(EMP)_{i,t} + \gamma_2 Financial\ Constraints_{i,t} + \gamma_3 Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

模型的变量定义如下:

$\Delta \ln(EMP)$ 表示上市公司劳动力雇佣增长率。 $Year(\cdot)$ 表示上市公司变量数据的时期,例如,-1 表示 IPO 上市前一年,0 表示 IPO 上市当年,1 表示 IPO 上市后一年,依此类推。 RET 表示上市公司业绩,选用衡量公司会计绩效的资产回报率(ROA)和基于市场表现绩效的公司市值账面比(MTB)来表示;此外, $ROA\ adj$ 和 $MTB\ adj$ 分别表示经过了行业调整后的资产回报率和公司市值账面比。融资约束变量($Financial\ Constraints$)表示与 IPO 融资活动相关的变量集合: $\ln IPO\ Proceeds$ 表示公开发行流通股本比例,即公开发行流通股本与上市前公司总资产的比值与 1 的和的自然对数; $Acquisition/Asset$ 表示资产并购累积支出比,即公司上市后累积年资产并购费用占公司上市前总资产的比例; $Capital\ Expenditure/Asset$ 表示累积资本支出比,即公司上市后累积年资本支出占公司上市前总资产的比例; $Net\ Equity\ Issue/Asset$ 表示净权益资产比,即公司上市后净权益增加值与公司上市年的期末总资产的比值(Mahajan et al, 2008); $Net\ Debt\ Issue/Asset$ 表示净债

务资产比,即净债务增加值与公司上市年的期末总资产的比值(Baker et al,2002);*Z-Score* 表示公司财务健康状况参数,等于 $3.3 \times$ 息税前利润、 $1.4 \times$ 未分配利润、 $1.2 \times$ 净运营资本、 $1 \times$ 营业收入之和与公司期末总资产的比例; $D(\Delta Z\text{-Score} > P75)$ 表示公司财务健康状况的虚拟变量, $D(\Delta Z\text{-Score} > P75) = 1$ 表示上市公司健康状况提高变化量最大的 25% 的观察样本,代表财务状况健康的上市公司,反之, $D(\Delta Z\text{-Score} > P75) = 0$ 表示财务状况欠佳的公司(Sufi, 2007);*RCC* 表示上市公司的举债成本,等于利息支出与负债的比例; $D(\Delta RCC < P25)$ 表示上市公司举债成本虚拟变量, $D(\Delta RCC < P25) = 1$ 表示举债成本降低幅度最大的 25% 的观察样本,即代表举债融资成本低的公司,反之, $D(\Delta RCC < P25) = 0$ 代表举债融资成本高的公司(Pagano et al,1998)。*Control* 表示一个虚拟变量的集合,包括:*SOE* 虚拟变量, $SOE = 1$ 表示国有控股的上市公司, $SOE = 0$ 表示私有和民营性质的上市公司;*Coast* 虚拟变量, $Coast = 1$ 表示上市公司的注册地位于沿海经济发达省区,否则 $Coast = 0$; *VC-backed* 虚拟变量, $VC\text{-backed} = 1$ 表示上市公司首次公开发行时有风险投资机构介入,否则 $VC\text{-backed} = 0$;此外,*Year* 和 *Industry* 分别表示年度和行业因素的虚拟变量。

2. 数据来源

本文样本由 1999—2009 年中国 A 股市场首次发行上市的 IPO 公司 1999—2012 年的公司雇佣和财务数据组成。样本筛选时规定所选 IPO 公司至

少有上市后连续 2 年的有关数据,同时剔除金融类上市公司以及 ST (Special Treatment) 和 PT (Particular Transfer) 的上市公司,根据以上筛选条件处理后,共得到 899 家中国 A 股市场 IPO 公司的有关数据。之所以选择 1999 年开始,主要是因为上市公司从 1999 年才开始有较为详尽的信息披露。IPO 公司上市前后有关财务数据来源于国泰安信息技术有限公司的 CSMAR 数据库,IPO 公司上市前后的雇佣员工总数及利息支出数据来源于招股说明书及其对应的上市公司年报。

三、实证结果与分析

我们首先对 IPO 公司上市后的年雇佣增长率进行了描述性统计分析。从表 1 可以看出,样本 IPO 公司在上市年的年雇佣增长率 $\Delta \ln(EMP) Year(-1 \sim 0)$ 的均值为 12.4%,在上市后 1 年的年雇佣增长率 $\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 1)$ 的均值为 12.6%。随着上市时间的推移,IPO 公司的年雇佣增速放缓;在公司上市 12 年时,公司雇佣劳动力规模趋于稳定,雇佣增速降至 1.5%。总体来看,IPO 公司在上市后劳动力雇佣的年平均增速为正,且保持雇佣人数增加的趋势。我们还采用非参数聚集的核密度函数(Kernel density function)估计法,报告了根据控制变量划分的上市公司在上市后的年雇佣增长率的分布演进情况。从图 1 可以看出,上市公司的累积劳动力雇佣数量明显向右平移,这反映了上市公司在上市后向社会提供的就业机会普遍增长。从图形上看,我国 IPO 公司的雇佣增长率分布呈现单峰状。

表 1 IPO 公司上市后劳动力雇佣年平均增长率的描述性统计

Variable	Mean	Median	Std. Dev	Variable	Mean	Median	Std. Dev
$\Delta \ln(EMP) Year(-1 \sim 0)$	0.12	0.07	0.20	$\Delta \ln(EMP) Year(6 \sim 7)$	0.04	0.02	0.21
$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 1)$	0.13	0.08	0.21	$\Delta \ln(EMP) Year(7 \sim 8)$	0.04	0.02	0.23
$\Delta \ln(EMP) Year(1 \sim 2)$	0.08	0.05	0.23	$\Delta \ln(EMP) Year(8 \sim 9)$	0.03	0.01	0.20
$\Delta \ln(EMP) Year(2 \sim 3)$	0.07	0.04	0.23	$\Delta \ln(EMP) Year(9 \sim 10)$	0.03	0.01	0.24
$\Delta \ln(EMP) Year(3 \sim 4)$	0.07	0.03	0.33	$\Delta \ln(EMP) Year(10 \sim 11)$	0.02	0.01	0.23
$\Delta \ln(EMP) Year(4 \sim 5)$	0.07	0.02	0.28	$\Delta \ln(EMP) Year(11 \sim 12)$	0.02	0.02	0.25
$\Delta \ln(EMP) Year(5 \sim 6)$	0.06	0.03	0.28				

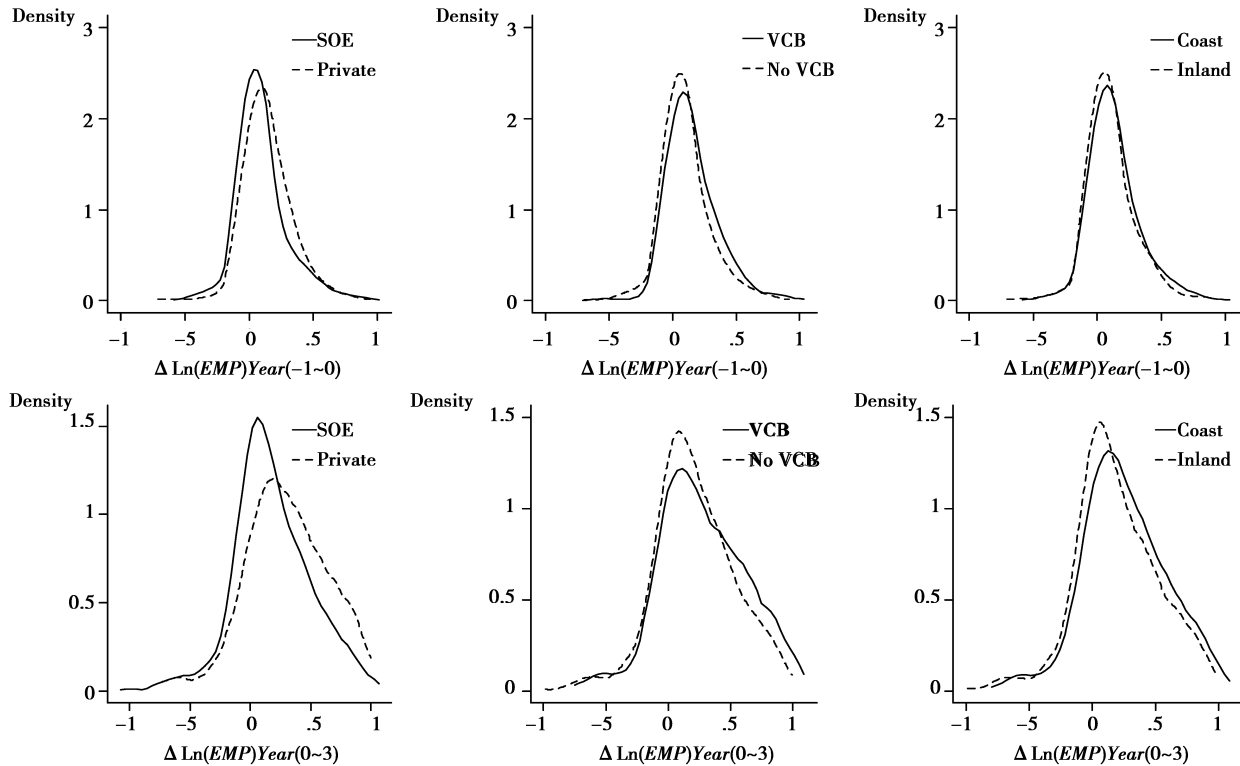


图 1 IPO 公司雇佣增长率的非参数聚集的核密度函数分析

接下来,我们报告实证检验分析的结果。虽然各个回归模型的拟合优度 R^2 值不高(拟合优度 R^2 最高仅为 19.3%),但是 F 检验统计结果在 1% 水平下显著,足以说明回归模型结果可信。从表 2 可以看出,在 IPO 公司上市年,公开发行流通股本比(LnIPO Proceeds)和净权益资产比($\text{Net Equity Issue/Asset}$)与雇佣增长率在 5% 水平下显著正相关,表明 IPO 公司从权益资本市场获得资本越多,其劳动力雇佣的增加越明显。类似地, IPO 公司累积从债权资本市场获得的资本($\text{Net Debt Issue/Asset}$)越多,在上市后雇佣劳动力的增加也越明显。从回归估计系数还可以看出,股权融资对 IPO 公司上市后的雇佣劳动力资本投入的影响更大,这可能跟我国公司存在显著的股权融资偏好以及企业难以发债融资的客观事实有关。从控制变量的回归结果来看,国有控股的上市公司(SOE)的回归系数在各个模型中均为负。在 IPO 上市年,国有控股上市公司与非国有控股上市公司相比,劳动力雇佣增长率差别不大;但随着上市时间的推移,国有控股上市公司的雇佣增长率显著低于非国有控股上市公司。另外,相对于无风险资本参与的 IPO 公司而言,风险资本

(VC-backed)注入对 IPO 公司在上市年增加雇佣劳动力有显著影响;但随着上市时间的推移,风险资本注入对雇佣劳动力增加的作用不明显。

我们在表 3 的回归检验模型中引入了表示举债成本大小的 $D(\text{RCC}<P25)$ 和公司财务健康状况的 $D(\Delta Z\text{-Score}>P75)$ 的两个虚拟变量。由表 3 可以看出, $D(\text{RCC}<P25)$ 的回归系数不显著,表明公司上市后,降低举债成本对增加雇佣的作用不显著。这主要是因为公司发债融资渠道和规模有限,并且过高的负债会增加财务成本,从而增加融资风险,所以上市公司并不倾向于举债融资。该结论也与我国上市公司表现为股权融资偏好的客观事实一致。此外, $D(\Delta Z\text{-Score}>P75)$ 的回归估计系数为正,且通过了显著性检验,说明如果公司上市后保持健康的财务状况将更有利于公司扩大规模、增加雇佣员工数,这与我们平常看到的现象一致。另外,健康的财务状况不仅能够提高公司自身在资本市场上的信誉及扩展筹资渠道,而且可以给公司生产经营带来动力,也可以降低违约几率,无疑会使投资者信心倍增。在表 3 中,其余变量的回归系数与表 2 基本一致,说明回归结果是稳健的。总结表 2 和表 3

的主要回归结果,我们发现,缓解上市公司的融资约束,能够帮助 IPO 公司从权益和债务资本市场中获得公司发展的资本,从而显著增加公司上市后的雇佣劳动力数量,即研究假设一成立。

本文的另一个逻辑在于研究上市公司增加劳动力投入对公司业绩的影响,数据样本为 IPO 公司自上市年到上市后第三年的面板数据。为了得到可靠的检验结果,在分析过程中,本文采用了混合效应回归模型、固定效应模型和随机效应模型。因

为 F 检验结果拒绝原假设,所以我们选择混合效应回归模型。同时,本文采用聚类稳健标准差估计来调整模型的标准差,结果如表 4 所示。上市公司雇佣劳动力增加对公司资产回报率的影响是显著为正的,上市公司在劳动力资本上的投入越多,上市后的会计绩效表现越好。同时还发现,增加劳动力资本的投入对提升 IPO 公司上市后的基于市场表现的业绩也有十分显著的作用。

表 2 横截面数据回归结果(1)

	$\Delta \ln(EMP) Year(-1 \sim 0)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 1)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 2)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 3)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Intercept</i>	0.100*** (0.000)	0.163*** (0.000)	0.147*** (0.000)	0.120*** (0.000)	0.272*** (0.000)	0.176*** (0.000)	0.496*** (0.000)	0.233*** (0.000)
$\ln(IPO\ proceeds)$	0.033*** (0.000)	0.044*** (0.001)	0.030*** (0.005)	0.026** (0.011)	0.018 (0.309)	0.018 (0.294)	0.032 (0.147)	0.018 (0.365)
<i>Acquisition/Asset</i>	0.122 (0.279)		0.008 (0.727)		0.066 (0.252)		0.001 (0.776)	
<i>Capital Expenditure/Asset</i>	-0.004*** (0.000)		-0.001* (0.059)		-0.001 (0.234)		-0.001 (0.358)	
<i>Net Debt Issue/Asset</i>		-0.001 (0.915)		0.315*** (0.000)		0.503*** (0.000)		0.636*** (0.000)
<i>Net Equity Issue/Asset</i>		0.160** (0.032)		0.348 (0.101)		0.648*** (0.001)		0.960*** (0.000)
<i>SOE Dummy</i>	-0.010 (0.560)	-0.019 (0.285)	-0.063*** (0.007)	-0.062*** (0.005)	-0.151*** (0.000)	-0.142*** (0.000)	-0.185*** (0.000)	-0.145*** (0.000)
<i>Coast Dummy</i>	0.028* (0.052)	0.031** (0.039)	-0.008 (0.665)	-0.010 (0.604)	-0.011 (0.679)	-0.011 (0.677)	-0.035 (0.375)	-0.026 (0.479)
<i>VC-backed Dummy</i>	0.043*** (0.004)	0.045*** (0.003)	0.014 (0.466)	0.011 (0.532)	0.046 (0.196)	0.045* (0.089)	0.002 (0.995)	0.014 (0.692)
<i>Year and Industry Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of observations	843	768	839	845	843	849	745	751
Prob.(F-statistics)	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
R ² (%)	6.6	6.4	5.5	8.3	9.2	14.5	10.0	18.9

注:横截面数据采用稳健最小二乘法进行回归检验分析;括号内为 t-检验的 p 值;* 表示在 10% 水平下显著,** 表示在 5% 水平下显著,*** 表示在 1% 水平下显著。

表 3 横截面数据回归模型检验结果(II)

Panel A								
	$\Delta \ln(EMP) Year(-1 \sim 0)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 1)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 2)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 3)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Intercept</i>	0.150*** (0.000)	0.121*** (0.006)	0.124*** (0.000)	0.112*** (0.000)	0.168*** (0.000)	0.180*** (0.000)	0.248*** (0.000)	0.241*** (0.000)
$\ln(IPO\ Proceeds)$	0.043*** (0.002)	0.031* (0.064)	0.026*** (0.010)	0.014 (0.276)	0.017 (0.300)	0.005 (0.823)	0.018 (0.378)	0.003 (0.990)
<i>Net Debt Issue/Asset</i>	-0.001 (0.889)	-0.001 (0.704)	0.317*** (0.000)	0.424*** (0.000)	0.503*** (0.000)	0.509*** (0.000)	0.636*** (0.000)	0.649*** (0.000)
<i>Net Equity Issue/Asset</i>	-0.153** (0.040)	0.070 (0.497)	0.354* (0.098)	0.628** (0.032)	0.639*** (0.001)	0.385 (0.117)	0.970*** (0.000)	1.052*** (0.000)
$D(\Delta RCC < P25)$	0.023 (0.138)	0.061 (0.342)	-0.007 (0.673)	0.016 (0.450)	0.017 (0.518)	-0.023 (0.523)	-0.036 (0.327)	-0.023 (0.714)
$\ln(IPO\ Proceeds) \times D(\Delta RCC < P25)$		0.019 (0.507)		0.031* (0.089)		0.043 (0.115)		0.048 (0.241)
<i>Net Equity Issue/Asset</i> $\times D(\Delta RCC < P25)$		-0.126 (0.433)		-0.437 (0.326)		0.573 (0.131)		-0.179 (0.633)
<i>Net Debt Issue/Asset</i> $\times D(\Delta RCC < P25)$		0.100 (0.334)		-0.267 (0.120)		-0.012 (0.953)		-0.022 (0.930)
<i>Control Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year and Industry Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of observations	768	768	845	845	849	849	751	751
Prob. (F-statistics)	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
R ² (%)	6.7	7.0	8.4	9.3	14.5	15.0	18.9	19.2
Panel B								
	$\Delta \ln(EMP) Year(-1 \sim 0)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 1)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 2)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 3)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Intercept</i>	0.154*** (0.000)	0.105*** (0.010)	0.111*** (0.000)	0.110*** (0.000)	0.161*** (0.000)	0.158*** (0.000)	0.212*** (0.001)	0.205*** (0.003)
$\ln(IPO\ Proceeds)$	0.045*** (0.001)	0.028 (0.109)	0.026 (0.012)	0.023* (0.053)	0.019 (0.267)	0.014 (0.521)	0.020 (0.333)	0.015 (0.601)
<i>Net Debt Issue/Asset</i>	-0.147** (0.047)	0.199** (0.016)	0.334*** (0.000)	0.365*** (0.000)	0.527*** (0.000)	0.538*** (0.000)	0.674*** (0.000)	0.688*** (0.000)
<i>Net Equity Issue/Asset</i>	0.002 (0.930)	-0.033 (0.726)	0.346 (0.101)	0.284 (0.273)	0.641*** (0.001)	0.649*** (0.003)	0.982*** (0.000)	1.030*** (0.000)

续表

	$\Delta \ln(EMP) Year(-1 \sim 0)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 1)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 2)$		$\Delta \ln(EMP) Year(0 \sim 3)$	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
$\ln(IPO\ Proceeds) \times$		0.014		0.011		0.014		0.018
$D(\Delta Z-Score > P75)$		(0.639)		(0.591)		(0.600)		(0.652)
$Net\ Equity\ Issue/Asset$		-0.037		0.265		-0.042		-0.818
$\times D(\Delta Z-Score > P75)$		(0.872)		(0.534)		(0.920)		(0.178)
$Net\ Debt\ Issue/Asset \times$		-0.200 **		-0.168		-0.064		-0.167
$D(\Delta Z-Score > P75)$		(0.017)		(0.404)		(0.750)		(0.441)
<i>Control Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year and Industry Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of observations	768	768	845	845	849	849	751	750
Prob(F-statistics)	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
R ² (%)	6.5	7.3	8.7	8.8	14.9	15.0	19.3	18.4

注:横截面数据采用稳健最小二乘法进行回归检验分析;括号内为 *t*-检验的 *p* 值;* 表示在 10% 水平下显著,** 表示在 5% 水平下显著,*** 表示在 1% 水平下显著。

表 4 面板数据回归结果

	ROA		ROA adj		MTB		MTB adj	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Intercept</i>	0.045***	0.040**	-0.014***	-0.018***	2.970***	2.770***	0.471***	0.304***
	(0.000)	(0.000)	(0.003)	(0.002)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
$\Delta \ln(EMP)$	0.039***	0.031***	0.039***	0.031***	0.588***	0.522***	0.482***	0.434***
	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
$Net\ Debt\ Issue/Asset$		0.001		0.001		-0.010		-0.011
		(0.324)		(0.116)		(0.812)		(0.779)
$Net\ Equity\ Issue/Asset$		0.045***		0.039***		1.537***		1.248***
		(0.000)		(0.000)		(0.000)		(0.000)
<i>Control Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Year and Industry Dummy</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Number of observations	3 370	3 282	3 370	3 282	3 370	3 282	3 370	3 282
Prob.(F-statistics)	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
R ² (%)	3.7	6.3	2.2	4.0	14.3	16.4	4.2	6.9

注:面板数据采用混合回归的方法进行回归检验分析,并利用聚类稳健标准差估计来调整模型的标准差;括号内为 *T* 检验的 *p* 值;* 表示在 10% 水平下显著,** 表示在 5% 水平下显著,*** 表示在 1% 水平下显著。

此外,以经过行业调整后的资产回报率(*ROA adj*)和公司市值账面比(*MTB adj*)为被解释变量,其回归结果与调整前的检验结果一致,表明这种正相关关系不但是显著的,检验结果也是稳健的。上述结果证明研究假设二是成立的,即 IPO 公司上市后积极增加对雇佣劳动力资本的投资,不仅能够提高公司的会计绩效,而且对基于市场表现的公司业绩也有显著的提高作用。

四、结论及政策建议

由于绝大部分的中国上市公司招股说明书仅披露了公司上市前一年的雇佣员工总数,所以无法分析和比较 IPO 公司上市前后雇佣情况的变化。因此,本文以 1999—2009 年在中国 A 股市场上市的 899 家公司为数据样本,重点讨论了 IPO 公司上市以后雇佣人数的变化以及其与公司业绩增长的关系,并通过实证分析证明了假设一和假设二是正确的:(1) IPO 公司能够从债权资本市场和权益资本市场获得的资本越多,公司在上市后对劳动力雇佣投入的增加幅度就越大,此种关系反映了缓解公司的融资约束对 IPO 公司上市后创造更多就业机会具有积极的影响;(2) IPO 公司合理利用资本市场募集的资本来增加对其劳动力资本的投入,将对上市公司的业绩提升产生显著的正面促进作用。

上述结论丰富了该领域的研究,同时也为新形势下的政策制定提供了理论依据。根据本文的实证结论,我们提出以下两点政策建议:

一是大力发展和完善金融市场,缓解企业的融资约束,解决企业融资难问题。就中国市场的现状而言,企业融资难问题已经成为企业发展的瓶颈,企业融资难最直接的表现是融资渠道有限和融资的门槛太高。为了更好地适应企业发展的融资需求,服务经济发展,应该适度放宽企业发行股票和上市的条件,简化审核程序,为企业提供便利的融资通道,这也有助于满足企业融资和扩张的需求。我国企业债权市场受到政府的严格控制,上市公司难以发债融资,这也在很大程度上限制了公司的发展。因此,必须推动金融市场发展,推动权益资本市场和债权资本市场的协调发展,降低企业外部融资的难度和成本,为企业融资和业绩成长提供更多的机会,这也有助于创造更多的就业机会,从而带

动经济发展。

二是加强对上市公司募集资金投向的监管和引导。缓解融资约束,如放宽上市条件、扩大融资渠道等,不等于放松监管。监管始终是市场发展的灵魂。鉴于中国上市公司较差的信息披露质量可能影响市场本身对资金是否合理利用的监管,所以还要不断完善信息披露机制,加强执法力度,切实保障上市公司对如何使用募集资金等信息披露的真实性;加强市场监管的力度,利用各种途径和手段,避免上市公司把股票市场当作圈钱的工具;加强对上市公司投资方向的监管,保证募集的资金用于公司发展需要。同时还要帮助和引导上市公司建立健全的资金投入和利用体系,合理使用募集的资金,实现资源利用的最优化,扩大对雇佣劳动力资本的投入,从而有效地提升公司的市场竞争力,提高公司业绩。

参考文献:

- 李科,徐龙炳.2011.融资约束、债务能力与公司业绩[J].经济研究(5):61-73.
- 刘少波,戴文慧.2004.我国上市公司募集资金投向变更研究[J].经济研究(5):88-97.
- 辛清泉,杨德明,陈念.2006.融资动机与上市公司投资者关系管理——来自公司网站投资者关系管理的实证发现[J].管理科学(2):90-97.
- 朱云,吴文锋,吴冲锋,芮萌.2009.融资受限、大股东“圈钱”与再发行募集资金滥用[J].管理科学学报(5):100-109.
- 徐沛.2004.上市公司募集资金使用效率分析[J].证券市场导报(3):4-10.
- BAKER M, WURGLER J. 2002. Market Timing and Capital Structure[J].The Journal of Finance,57(1):1-32.
- BEKAERT G, CAMPBELL H, CHRISTIAN L. 2006. Growth Volatility and Financial Liberalization [J]. Journal of International Money and Finance,25(3):370-403.
- BORISOV A, ELLUL A, SEVILIR M. 2012. IPOs and Employment[R/OL]. Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2178101>.
- KENNEY M, DONALD P, RITTER J. 2012. Post-IPO Employment and Revenue Growth for US IPOs, June 1996-2010[R/OL]. Kauffman Working Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2063829>.
- KIM W, WEISBACH S M. 2008. Motivations for Public Equity Offers: An International Perspective[J]. Journal of Financial

- Economics,87(2):281-307.
- MAHAJAN A, SEMIH T. 2008. Equity Market Timing and Capital Structure: International Evidence [J]. Journal of Banking and Finance,32(5):754-766.
- PAGANO M, PANETTA F, ZINGALES L. 1998. Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis[J].The Journal of Finance,53(1):27-64.
- SUFI A. 2007. Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans [J]. The Journal of Finance,62(2):629-668.
- ZINGALES L.1995. Insider Ownership and the Decision to Go Public[J]. Review of Economic Studies,62 (3): 425-448.

Research on the Effect of Post-Employment on IPO Firm ' s Performance in China

XIAO Zhong-yi¹, LIU Lian²

(1.School of Economics, Southwest University of Political Science and Law, Chongqing 401120, China;

2.Chongqing Operations office, The People's Bank of China, Chongqing 401147, China)

Abstract: By using historic empirical data of the IPO firms listed in A-share market of China during 1999-2009, the influence is analyzed from the perspective of financing restriction, labor employment increase and firms' performance growth after their listed in stock market, and the analysis results indicate that the mitigating of the financing restriction of IPO firms can boost the labor employment after IPO, that IPO firms' investment enlargement in labor capital can significantly improve post-IPO accounting performance and market activities based firm performance, thus, more employment opportunities can be helped to create and firm performance can also be promoted by vigorously developing and perfecting financial market to mitigate the financing restriction of the enterprises, and by enlarging the investment in employment labor capital.

Key words: IPO; financing constraints; labor employment; labor capital input; firm performance; listed company; capital market

CLC number: F276.6

Document code: A

Article ID: 1674-8131(2014)03-0090-09

(编辑:南 北)