

IPO 信息扩散对企业交易伙伴 价值影响的实证检验

王琛玥, 刘阳(副教授)

【摘要】 本文主要研究我国企业 IPO 过程中的信息扩散对合作企业股价估值的影响,发现在企业 IPO 信息扩散过程中所披露的合作关系会对交易伙伴的股票累计超额收益率产生影响,说明了首发上市作为一种稀缺资源对于 IPO 企业的合作伙伴同样具有潜在价值。为了探究这种资源的获取途径,进一步从资源支付的视角考察长期合作、业务重叠、重大客户依赖这三个特质对合作企业价值的影响。实证结果表明:IPO 公司与合作企业间的二元互补关系会创造价值;对于合作企业来说,资源配置的方式越独特,其获得的股票累计超额收益率就越高。

【关键词】 IPO; 累计超额收益率; 市场模型; 信息扩散; 资源基础观

【中图分类号】 F273.7

【文献标识码】 A

【文章编号】 1004-0994(2017)08-0105-6

一、引言

首次公开募股(Initial Public Offerings, 简称 IPO)是一种吸纳资金的方式,也是一个信息向资本市场扩散的过程。合理的信息扩散方式将对企业的 IPO 结果产生积极的影响。IPO 企业自身从中吸纳投资者、增强资金流动性、完善管理制度,同时信息扩散的过程也将对关联企业产生一定的影响。

20 世纪 90 年代以来,国内外对于 IPO 领域的研究不断涌现,以 IPO 抑价、IPO 新股表现、热销市场(Hot Issue Market)三个问题为主流开展了深入研究。国内文献关于 IPO 的研究多数以投资者情绪、信息不对称以及外部经济环境等为着手点,讨论信息披露对 IPO 公司自身产生的影响,少有文献研究企业 IPO 过程中的信息扩散如何影响关联企业的价值。

本文讨论 IPO 过程中信息扩散是否对关联企业造成影响,探讨 IPO 公司与交易伙伴间的独特二元关系是否具有价值,并试图研究交易伙伴和 IPO 公司长期的合作关系、业务重叠以及交易依赖关系这些特殊性质是如何影响交易伙伴价值的。从合作伙伴的角度将 IPO 企业首发上市看作一种稀缺资源的潜在价值,将给予投资者一个新的视角去选择投资组合,同时也给新上市企业及其关联方获取外部创

新资源与进行开放式创新提供了新思路。

二、研究假设

20 世纪 80 年代, Teece(1986)首次提出技术创新资源获取机制经典理论框架,该理论框架以资源基础观作为支撑,运用“占有机制”与“交易契约”两个关键变量对“技术资源”与“商业化资源”的获取机制进行了剖析。“商业化资源”是指企业的研发成果进入市场所需的资源,涉及制造能力、品牌、渠道等方面,包括财、物、信息等,而企业 IPO 过程所披露的信息属于商业化资源的一种。Teece(1986)还发现企业的战略将受到 IPO 合作伙伴的影响,因为他们之间早已缔结了稳定的互补关系。企业的发行上市资格是一种稀缺资源,企业通过一定方式取得 IPO 发行许可即是在一级市场获得一种潜在的价值。发行上市对于企业来说或许是一次全新的机遇,欲将这种价值商业化,交易伙伴的帮助必不可少,因为他们可以提供 IPO 公司缺少的资源。

Lippman 与 Rumelt(2003)从交易的角度指出,资源组合后会获得剩余价值这件事很有可能已被那些参与过 IPO 公司生产活动的其他公司所预料到。所以 IPO 企业为了减少有价值的知识的流失将与一部分相关企业签订协议。Dyer 与 Singh(1998)研究发

【基金项目】 国家社会科学基金项目“长江经济带金融结构优化研究”(项目编号:15CJY078)

现,只有当公司与交易商、供应商之间的合作能够创造出大于双方单独创造的价值时,独特的合作关系才得以建立;也只有当双方签订具体的投资协议后以特有的方式整合资源时,这种合作关系才具有价值。Chen等(2003)基于资源基础观研究发现,当内部化无法给予企业有价值的资源时,它们可以寻求企业间资源整合的新形式来获取异质性资源,从而维持自身的竞争优势。概括而言,企业间的合作建立在占有资源与创造价值的基础之上,合作关系带来的资源占有不仅包括技术资源,还包括企业IPO壳资源在内的商业化资源,这些资源将参与企业价值创造的过程。

Clark(1973)提出混合分布假说,发现资产价格波动由每日到达市场的信息量决定。Hong与Stein(1999)提出信息扩散假说,刘煜辉(2003)等学者在此基础上研究归纳了我国股票市场对信息反应的模式,发现投资者对于正面信息会做出过度反应行为,信息传播扩散过程中的信息不对称是产生超额收益的影响因素之一。Hsu等(2013)使用美国上市公司数据实证发现招股说明书中披露的合作企业信息将对合作企业的股票价值产生积极的影响。合作方曾参与过IPO企业的价值创造过程,当IPO企业在招股说明书中披露合作企业信息后,这些正面信息将通过多种渠道在股票市场扩散,最终被投资者捕获并做出反应,最后表现为合作企业的股票价值被预期有一个正向的波动。根据以上分析,本文做出如下假设:

假设一:我国企业IPO过程中披露交易伙伴信息时,企业的交易伙伴将获得累计超额收益率(CARs)。

Teece(1986)将商业化资源分为通用性商业化资源与专用性商业化资源。专用性和共同专用性商业化资源能为企业带来竞争优势,因为资源专用性带来的交易成本和小数目谈判都会加大通过市场购置资产的难度。他还发现互信关系与信息交流能促进合作双方对专用性资源的投资。Lippman与Rumelt(2003)基于资源支付的视角发现,交易伙伴所创造的价值多来自于对方的谈判能力与所能提供资源的稀缺性。从本质上讲,IPO公司与其合作伙伴间的二元关系将具有一些特征,特征越明显则越不易被其他对象所代替。Dyer与Singh(1998)表示,这些特质中包含长期合作关系,长期的合作要求合作双方加强资源的专用性以便产生互补性优势。他们还发现长期协议有助于构建信任关系,促进合作企业间的

价值互补与专项性知识资源的交流。因此本文设想,长期的协议合作关系将创造价值,具体表现为对长期合作企业股票价值的积极影响。基于上述分析,本文做出如下假设:

假设二:IPO企业和交易伙伴间的长期合作关系对交易伙伴的累计超额收益率(CARs)产生积极的影响。

虽然长期合约有助于开发独特的资源组合,但并不是所有的合作关系特性都会对双方产生积极影响。Teece(1986)发现共同专用性商业化资源与通用性商业化资源不能给企业带来竞争优势,因为它们具有可替代性。Chi(1994)认为资源交换能够带来价值的根本原因是这些资源之间存在互补性或协同效应。Lippman与Rumelt(2003)研究发现产品的价值被可模仿性与可替代性大大削弱。他们认为当交易伙伴现有的生产线能够被二元关系中的对方所模仿时,将会产生替代效应。因此,交易伙伴为IPO公司提供的通用化服务是否与IPO公司的业务存在重叠至关重要。这种可替代的关系给合作双方创造的价值少之又少,当IPO公司与上市合作企业存在行业业务交叠时,将削弱双方发展特定合作关系的动力。同时,合作企业会关注那些专用性资金的部署以及知识产权的共享行为,这些资金将被运用于强化合作企业自身的发展以便与IPO企业竞争。Hsu等(2013)实证发现企业IPO将对其竞争对手的股票价值产生消极影响。业务重叠使合作伙伴之间在某一领域存在竞争关系,由此本文做出如下假设:

假设三:IPO公司和交易伙伴存在业务重叠会对交易伙伴的累计超额收益率(CARs)产生消极的影响。

IPO企业的合作关系中的重大客户依赖虽然不是首发上市的实质性障碍,但也是一个重要的审核风险。存在重大客户依赖的IPO企业一般被认为独立性相对较低,大客户对于这些IPO企业的业绩贡献较多,一旦发生大客户变动将对IPO企业的业绩产生不利的影晌。所以重大客户依赖关系一般属于负面的信息,国内外有学者发现媒体报道IPO企业负面信息将影响投资者情绪,从而对IPO企业自己的股价以及资产价格产生负面影响,但影响效果存在滞后(全小峰等,2015)。综合以上观点,本文在假设一的基础上进一步分析,如果IPO企业向市场所扩散的合作关系信息中存在负面内容,这些内容将通过多种渠道传播影响投资者情绪,从而让IPO企业的抑价程度更加严重;由于合作伙伴曾参与过

IPO企业的价值创造过程,当IPO企业自身的股票价格严重低于实际价值时,IPO企业合作伙伴的股票价格也将受到影响,具体表现为合作伙伴股票超额收益率将产生负向的波动。根据以上分析,本文做出如下假设:

假设四:IPO企业与交易伙伴间的重大客户依赖关系将对交易伙伴的累计超额收益率(CARs)产生消极的影响。

三、研究设计

(一)数据与样本

本次研究选取2014年9月~2016年4月期间在A股主板成功IPO的167家企业的合作关系为样本,经过条件筛选后收集到合作企业已在A股上市的有效合作关系共计72组,包含14400个股票日观测值。研究使用的个股数据均来自于万德数据库(Wind);IPO企业招股说明书、首次公开披露的精确日期均从证监会的官方网站获得;行业划分代码、长期合作关系、业务重叠、依赖关系等信息均基于招股说明书确定。个股每日实际收益率以个股每日收盘价为基准计算获得,每日市场收益率以每日上证A股指数、深证A股指数与中小板指数为基础计算获得。

(二)研究方法

事件研究法经常被用于评估某个经济事件是否对公司的价值产生影响,并且在金融、财会、企业管理等领域得到了普遍应用,尤其是在研究市场事件对股价的影响以及股价波动是否产生异常收益率时经常被使用。所以本文假设一的主要研究方法为事件研究法,使用的估计模型为市场模型,假设二、假设三、假设四的检验均以假设一为基础,检验模型采用多元线性回归模型。

1. 定义事件期。事件期定义为股票市场对于IPO信息披露做出反应的日期。如果事件期过长,可能导致无关信息影响股价,为了避免混杂信息产生的干扰,事件期选取事件日的前后5天。在我国,IPO信息公开披露日期与IPO公司提交招股书的日期并非同一日,这里需要明确定义事件日(第0天)为IPO公司提交招股书后首次被公开披露的当天。

2. 定义估计期。使用市场模型估计参数 α 与 β 需要通过相关市场在一定时期内的实际收益率与市场收益率回归求得,因此估计期需要足够的长度,但是时间过长又会掺杂各种不可控的外部因素。一部分经典文献将估计期长度控制在200天左右,鉴于此,本文估计期选取为事件日的前194天到前6天,共189天的日股票收益率作为观察对象。这个长度近

似于一年中股市开盘的总时长。

3. 计算累计超额收益率。累计超额收益率的计算以市场模型为基础,计算原理如下:

$$CAR_i = \sum_{t=-5}^N AR_{it} \quad (1)$$

其中, CAR_i 为企业*i*的事件期内累计超额收益率; AR_{it} 为企业*i*在第*t*日的超额收益率。

$$AR_{it} = R_{it} - ER_{it} \quad t = -5, -4, \dots, N \quad N \leq 5 \quad (2)$$

其中, R_{it} 为股票*i*第*t*日的实际收益率。那么异常收益率为个股实际收益率与市场收益率的差值。当差值为正时称为超额收益率。

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{m_t} + \varepsilon_{it} \quad t = -194, -193, \dots, -6 \quad (3)$$

其中, R_{m_t} 为市场在*t*时期的收益率。

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad (4)$$

其中, P_t 是*t*时期的股票收盘价格, P_{t-1} 为*t*前一日的股票收盘价。

$$R_{m_t} = \frac{P_{m_t} - P_{m_{t-1}}}{P_{m_{t-1}}} \quad (5)$$

其中, P_{m_t} 为*t*时期的大盘指数, $P_{m_{t-1}}$ 为*t*前一日的指数。

将式(4)与式(5)代入式(3)得到:

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \alpha_i + \beta_i \frac{P_{m_t} - P_{m_{t-1}}}{P_{m_{t-1}}} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$t = -194, -193, \dots, -6$

根据式(6),使用样本的估计期数据计算出72对个股参数 α_i 、 β_i :

$$AR_{it} = R_{it} - \alpha_i - \beta_i R_{m_t} \quad t = -5, -4, \dots, +5 \quad (7)$$

将72对个股参数 α_i 、 β_i 分别代入式(7),计算出事件期中的个股每日超额收益率。最后代入式(1)可得累计超额收益率。

(三)变量的定义

1. 解释变量的选取。因变量累计超额收益率(CARs)为-5日至0日的累计超额收益率。本文为了验证假设二长期合作关系对累计超额收益率(CARs)的影响,引入虚拟变量长期合作关系变量(cooperate)。当IPO企业与被披露的合作伙伴存在长期合作关系时,虚拟变量取值为1,当不存在长期合作关系时虚拟变量取值为0。这里需要说明的是,长期合作关系定义为在公告期内合作关系至少存在三年,合作伙伴是IPO公司的前五大供应商或客户之一且合作双方存在明确的合作合约。为了验证假设三业务重叠对合作伙伴累计超额收益率的影响,将引入虚拟变量业务重叠关系变量(overlap)。当存

在业务重叠时虚拟变量取值为1,反之为0。这里需要说明的是,业务重叠的判断依据为查询合作双方企业的国民经济行业分类代码,如果代码一致则认为存在业务重叠。对于假设四的检验,本文引入虚拟变量重大依赖关系变量(dep)。当存在重大依赖关系时,虚拟变量取值为1,反之为0。重大客户依赖关系定义为在IPO公司公告期内存在与单一客户交易额超过总交易额50%,或交易伙伴与IPO公司之间存在关联方交易。

2. 控制变量的选取。在现有的大部分文献中,累计超额收益率常受到上市公司规模、股票盈利水平、公司成长性以及股价真实水平等因素的影响。以现有文献为基础结合我国股票市场的特点,本文选取以下三个具有可操作性的指标来反映股票市场以及上市企业的特点。

(1)公司规模因素,由总股本(Totalequity)来反映。博弈论中的囚徒困境经典理论表明,当市场上同时存在大公司与小公司时,公众注意力更多地集中于大公司,则投资者与大公司管理人员间的信息不对称程度要低于小公司,损害股东权益的可能性以及相应风险也较低,所以大公司可以用较高的价格发行股票,从而导致较低的累计超额收益率。另外,市场对不同规模公司公开信息的整合能力也各有差异。我国A股市场上受到媒体关注的公司在事件期内存在显著为负的累计超额收益率。通常,大公司会获得多于小公司的媒体关注,市场整合其公开信息的能力也就较强。而该能力越强,其会计信息披露的资讯含量就越低。因此,对于大公司而言,内控信息披露后引起的市场反应可能要小于小公司,所以公司规模与累计超额收益率之间是负相关的关系。

(2)公司盈余状况,由每股收益(EPS)来反映。它是影响股票价格的重要因素,常被用来反映企业的经营成果,衡量普通股的获利水平及投资风险,是投资者等信息使用者据以评价企业盈利能力、预测企业成长潜力、进而做出相关经济决策的重要的财务指标之一。通常而言,盈余越高的企业其获得的累计超额收益率也越高。根据经济学经典理论可知,每股收益越高则股票的预期收益也越高,那么累计超额收益率则越不容易获得。因此,每股收益与累计超额收益率负相关。

(3)股价真实性,用股本可流通比例(FSR)来反映,即A股流通股数量除以总股本。我国的资本市场将股票分为流通股与非流通股。流通股发行越多则公司流通股的比例越大,股价越能反映公司的真实

价值。流通股的比例越小,说明大股东持股越多,股价越难反映公司真实价值。我国的非流通股股东多为法人股与国家股股东,他们与流通股股东有着不同的利益目标,可能会发生大股东损害小股东利益的情况。流通股占比越低的公司股票发行价格就越低,则可能获得的累计超额收益率就越高,因此,累计超额收益率与股本可流通比例负相关。具体变量定义如表1所示。

表1 变量定义

变量类型	变量符号	变量描述	取值方法
被解释变量	CARs	累计超额收益率	通过市场模型计算获得
模型二解释变量	cooperate	长期合作	建立虚拟变量,存在长期合作为1
模型三解释变量	overlap	业务重叠	建立虚拟变量,存在业务重叠为1
模型四解释变量	dep	大客户依赖	建立虚拟变量,存在大客户依赖为1
控制变量	Totalequity	总股本	
	FSR	股本可流通比例	A股流通股数量/总股本
	EPS	每股收益	

(四)模型的构建

假设一的检验根据估计期与事件期合作企业的股票超额收益率以及累计超额收益率的统计学意义决定,而假设二、三、四的检验需要构建多元线性回归模型。根据以上变量的设定,构建以下回归方程:

$$CAR_{s_i} = Totalequity_i + FSR_i + EPS_i + cooperate_i \quad (8)$$

$$CAR_{s_i} = Totalequity_i + FSR_i + EPS_i + overlap_i \quad (9)$$

$$CAR_{s_i} = Totalequity_i + FSR_i + EPS_i + dep_i \quad (10)$$

式(8)、式(9)、式(10)依次为假设二、假设三、假设四的检验模型。

四、实证结果分析

(一)描述性统计与相关性检验

表2中,CARs0表示到事件日为止的前六日的累计超额收益率,AR0为事件日当天的超额收益率。由表2第三列可以看出,在事件日当天的超额收益率均值为0.71%,到事件日为止的累计超额收益率高达1.37%。从简单的统计数据可以看出,样本中的大部分企业在事件日当天获得了超额收益率,且在事件日当日获得了累计超额收益率。

(二)实证检验

表3为收益率与累计超额收益率的双侧t检验结果。从第二列AR的平均值可以看出,在事件日当

表 2

样本描述与相关性检验

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值	CARs0	AR0	cooperate	overlap	dep	Totalequity	FSR	EPS
CARs0	72	0.0137	0.0639	-0.1105	0.2235	1							
AR0	72	0.0071	0.027	-0.0398	0.1171	0.4672***	1						
cooperate	72	0.6541	1.0208	0	1	-0.0252**	0.0306	1					
overlap	72	0.1666	0.3753	0	1	0.0099	0.0189	-0.1532	1				
dep	72	0.1111	0.3165	0	1	0.0905	0.1119	0.1259	0.0791	1			
Totalequity	72	61.207	220.75	0.67	1830	-0.0678	0.0287	0.0842	-0.064	0.0457	1		
FSR	72	0.8561	0.2015	0.2686	1.0327	0.0553	-0.0331	-0.0016	0.0642	0.0411	-0.0093	1	
EPS	72	0.4155	0.761	-0.65	4.18	0.1984**	0.0436	0.0639	0.0519	0.0185	-0.0608	0.0268	1

注:***、**、*分别表示通过1%、5%和10%的显著性检验,下同。

天超额收益率均值为0.71%,达到峰值且正向波动最强;第三、四列为AR的双侧t检验结果,从-5日至-1日超额收益率都未通过t检验,在统计上显著为零。事件日当天 $|T| > |t|$ 的P值为0.0284,且 $\Pr(T > t) = 0.0142$,在5%的置信区间上拒绝了序列为零的原假设,接受了累计超额收益率大于0的备择假设,在统计上具有显著意义。第0日之后超额收益率又呈现出统计上的无意义状态。CARs代表从-5日开始至第N日结束所获得的累计超额收益率,从第五列可知,事件日当天的平均累计超额收益率达到峰值1.37%,高峰持续至+1日,在+2日出现下降趋势。

表3的第六、七列为CARs的双侧t检验结果,从-4日至-1日累计超额收益率都未通过t检验,在统计上显著为零。事件日当天 $|T| > |t|$ 的P值为0.0736,且 $\Pr(T > t) = 0.0368$,在10%的置信区间内拒绝了序列为零的原假设,在5%的置信区间内接受了累计超额收益率大于0的备择假设,具有显著的统计学意义。第+1日的累计超额收益率在统计上依旧显著不为0, $\Pr(T > t) = 0.0759$,在10%的置信区间内接受了大于0的备择假设,之后几日CARs均表现出统计上不显著。由此得出以下结论:事件日当天的累计超额收益率在0.71%的超额收益率的影响下具有显著的统计学意义,且影响延伸至+1日。所以,企业IPO信息披露当日,合作伙伴将获得股票累计超额收益率,假设一通过检验。

表4为假设二、假设三、假设四的实证检验结果。模型1为控制变量与CARs的关系。由表4第二列模型1可知AR与CARs显著正相关,这一结果再次校验了假设一的结论。总股本(Totalequity)与累计超额收益率(CARs)负相关,但是在统计上并不显著。股本可流通比例(FSR)与累计超额收益率

表 3 事件期内双侧t检验结果

事件期	AR 平均值	AR 双 侧 t 检 验 Pr ($ T > t $)	AR 双 侧 t 检 验 Pr ($T > t$)	CARs 平均值	CARs 双侧 t 检验 Pr ($ T > t $)	CARs 双侧 t 检验 Pr($T > t$)
5	-0.0018	0.5877	0.7062	-0.0073	0.5370	0.7315
4	-0.0024	0.7662	0.6169	0.0091	0.4058	0.2029
3	0.0030	0.4278	0.2139	0.0115	0.2494	0.1247
2	-0.0039	0.3793	0.8104	0.0085	0.3514	0.1757
1	-0.0014	0.6712	0.6644	0.0123	0.1517	0.0759
0	0.0071	0.0284	0.0142	0.0137	0.0736	0.0368
-1	0.0025	0.4376	0.2188	0.0054	0.4184	0.2092
-2	-0.0017	0.6185	0.6907	-0.0018	0.7703	0.3851
-3	0.0016	0.6697	0.3348	0.0035	0.5232	0.2616
-4	-0.0001	0.9760	0.5120	0.0020	0.6377	0.3189
-5	0.0021	0.5117	0.2559			

(CARs)呈正相关关系,但并未通过检验。每股收益(EPS)对累计超额收益率(CARs)具有正向的影响,并且在5%的置信区间上通过了检验。

位于表4第三列的模型2为假设二的实证检验结果。从表4可知长期合作关系对于合作伙伴的累计超额收益率具有显著的积极影响,在10%的置信区间内通过了t检验,因此假设二通过检验。位于表4第四列的模型3为假设三的实证检验结果,表明IPO企业与合作伙伴具有重叠业务对合作伙伴的累计超额收益率将产生负向的影响,但统计上并不显著。模型4为假设四的实证检验结果,当企业IPO时披露重大依赖关系将对合作伙伴的累计超额收益产生正向的影响,实证结果与假设四相悖,但统计上并不显著。

表 4 假设二、三、四的回归结果

变量名	模型 1	模型 2	模型 3	模型 4	模型 5
Totalequity	-0.0020 (0.0030)	-0.0021 (0.0033)	-0.0014 (0.0035)	-0.0017 (0.0034)	-0.0026 (0.0030)
FSR	0.0208 (0.0331)	0.0127 (0.0363)	0.0159 (0.0378)	0.0148 (0.0370)	0.0171 (0.0329)
EPS	0.0187** (0.0093)	0.0176* (0.0105)	0.0212** (0.0105)	0.0209** (0.0105)	0.0154* (0.0095)
AR	1.0859*** (0.2474)				1.0463*** 0.2491
cooperate		0.0283* (0.0152)			0.0245* (0.0139)
overlap			-0.0002 (0.0232)		-0.0050 (0.0174)
dep				0.0168 (0.0240)	0.0071 (0.0214)
Constant	-0.0160 (0.0292)	-0.0178 (0.0329)	-0.0052 (0.0327)	-0.0061 (0.0337)	-0.0255 (0.0303)
R-squar	0.2733	0.1097	0.0640	0.0708	0.3083
Adj R-squar	0.2299	0.0566	0.0081	0.0154	0.2326
F-statistic	6.3	2.06	1.15	1.28	4.07
No. of obs	72	72	72	72	72

注：系数下括号内的值为标准误差。

五、结论与建议

本研究发现,我国企业 IPO 过程中披露合作伙伴信息将产生价值,这种价值将扩散至股票市场,继而以合作企业股票累计超额收益的形式表现出来,价值的大小则取决于合作双方独特的二元关系。基于资源支付视角(Resource Payment Perspective)与交易成本论(Transaction Cost Economics)我们发现,IPO 企业与合作伙伴间的互补性关系将促进合作企业价值的提升,具体表现为对合作伙伴的股票价值的正向的影响,而可替代性的或竞争性的关系将在一定程度上阻碍价值的产生,具体表现为合作伙伴累计超额收益率受到负向的影响。

从战略合作的角度考虑,我国企业应当将 IPO 过程视为一次披露战略性信息的良机。有资格首发上市的企业掌握了壳资源并从中获得潜在价值,更关键的是合作伙伴通过 IPO 企业上市首发的信息扩散的过程间接地拥有了一种以合作信息为基础的稀缺资源,这种资源来自于企业间的合作特质,由 IPO 信息的扩散触发,表现为合作伙伴获得股票累计超额收益率。值得关注的是,这种稀缺资源的持有者在整个事件过程中属于被动方,所以如何主动、有效地利用这种资源是一个值得继续讨论的问题。

深入思考该问题,可以从新上市企业的横向发展

与纵向发展两个方面来讨论。面对中国经济新常态的企业需要在产业结构优化的浪潮中不断摸索,结合企业的外部特性与行业特征选择合适的经营管理模式。从假设一的检验结果我们可以推断,保持与上下游上市企业稳定的采购销售关系在一定程度上提高了企业自身的整体效益,稳定的长期双边合作能够创造价值。选择恰当的联盟形式有利于企业从合作伙伴处获取互补且有价值的资源。

假设二的检验结果说明一个纵向发展的企业将受到产业链上其他企业的影响,相较于依赖合作伙伴发展自身价值,上市企业的差异化发展能在一定程度上抵御市场不确定性带来的冲击。在研发、制造与营销等合作内容中选取适度的联盟范围,以及是否在合约中对合作期限进行规定仍旧是一个亟待讨论的问题。虽然一个纵向一体化发展的企业将面临移动壁垒与资本约束的困境,但是纵向整合发展能够有效避免上下游企业的投机行为,保护产业信息、构筑竞争壁垒,有利于形成防御型市场力量从而保护企业资产与技能。尤其是在经济全球化的浪潮下,外向型企业与内向型企业边界不断模糊,我国企业需要摸索一条具有世界竞争力的道路,这种情况下讨论我国新上市企业的横向与纵向发展,以及这种环境对其他企业的影响具有一定的价值。

主要参考文献:

- 张雅慧,万迪昉,付雷鸣.我国 A 股市场的媒体效应及影响因素——基于公司特征的分析[J].山西财经大学学报,2012(4).
- 杨清香,俞麟,宋丽.内部控制信息披露与市场反应研究——来自中国沪市上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2012(1).
- 江旭,姜飞飞.企业家导向与战略联盟形成决策:联盟经验的调节效应研究[J].管理科学学报,2014(7).
- 杨丹.新股长期价格行为研究——基于壳资源价值的假说和证据[J].财经科学,2004(5).
- Stuart T. E., Hoang H., R. C. Hybels. Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures[J]. Administrative Science Quarterly, 1999(2).

作者单位:南京师范大学商学院,南京 210097