**中国股份公司IPO上市的雇佣效应**

肖忠意

（西南政法大学,经济学院,重庆 401120）

**摘要**：本文运用自1999到2009年在中国A股市场首次发行上市的IPO公司的历史经验数据，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影响。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；加大对劳动力资本的投入，能够显著提升IPO公司上市后的会计表现绩效和基于市场表现的公司业绩。最后，我们就研究结论提出了相应的政策建议。

**关键词：**劳动力雇佣; 公司业绩; 融资约束; 上市公司

**JEL分类号：**G30; G32; G34 **中图分类号:** F276.6 **文献标识码：**A

**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等，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、甚至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。

**二、相关研究综述**

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，其它还包括分散风险、提高资产流动性、获取外部监督及品牌效应。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 and Websbach（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做出贡献。辛清泉等（2006）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）从募集资金的使用角度方面解释了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了公司的长期业绩恶化。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。虽然早期研究没有直接对融资约束、劳动力雇佣投入与公司业绩的关系进行分析，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，进而考察这种投入对公司业绩的影响。Kenney等（2012）以1996年到2010年间上市的2766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，在过去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公司上市数年之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缓慢的上市公司。

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，及劳动力投入变化对公司业绩的影响，以期对这一领域的研究文献作有益的补充。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。

**三、研究设计及数据来源**

**(一) 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可能促进雇佣劳动力的增加，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公司上市后劳动力雇佣增长较快的企业业绩更优。

首先，为了验证研究假设一，横截面数据的计量分析模型，如式（1）所示：

(1)

其次，为了验证研究假设二，面板数据的计量分析模型，如式（2）所示：

(2)

以下是模型变量定义:

∆*Log*(*EMP*)表示上市公司劳动力雇佣增长率；*Year*(∙)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IPO融资活动相关的变量集合，其中，*Log*(*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 and Tartaroglu, 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 and Wurgler，2002）；*Z-Score*表示公司财务健康状况参数，等于3.3×息税前利润、1.4×未分配利润、1.2×净运营资本、1×营业收入之和与公司期末总资产的比例；*D*(∆*Z-Score*>*P75*)表示公司财务健康状况的虚拟变量，*D*(∆*Z-Score*>*P*75)=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*(∆*Z-Score>P75*)=0表示财务健康状况欠佳的上市公司（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*(∆*RCC<P25*)表示上市公司举债成本虚拟变量， *D*(∆*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*(∆*RCC<P25*)=0代表举债融资成本高的公司（Pagano 等，1998）。*Control* 表示一个虚拟变量的集合，包括*SOE*虚拟变量，*SOE*=1表示国有控制性质的上市公司，反之，*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市，反之，*Coast*=0；*VC-backed* 虚拟变量，*VC-backed*=1表示上市公司首次公开发行时有风险投资机构介入，反之*VC-backed*=0; 此外，*Year* 和*Industry*分别表示年度和行业因素的虚拟变量。

**（二）数据来源**

本文样本由1999~2009年期间在中国A股市场首次发行上市的IPO公司的实际历史数据组成，并规定所选用IPO公司自上市后至少存在连续两年的有关数据，同时剔除金融类上市公司以及被ST（Special Treatment）和PT（Particular Transfer）的上市公司。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。根据以上筛选条件处理后，共得到899家在中国A股市场IPO公司的有关数据。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。



图1 雇佣增长率的非参数聚集的核密度函数分析

**四、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，IPO公司样本在上市年的年雇佣增长率（∆*Log(EMP*)*Year*(-1~0)）的均值为12.4%，在上市后1年的年雇佣增长率（∆*Log*(*EMP*)*Year*(0~1)）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，本文发现上市公司的雇佣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更多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 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 |
| ∆*Log*(*EMP*)*Year*(-1~0) | 0.12 | 0.07 | 0.20 | ∆*Log*(*EMP*)*Year*(6~7) | 0.04 | 0.02 | 0.21 |
| ∆*Log*(EMP)*Year*(0~1) | 0.13 | 0.08 | 0.21 | ∆*Log*(*EMP*)*Year*(7~8) | 0.04 | 0.02 | 0.23 |
| ∆*Log*(*EMP*)*Year*(1~2) | 0.08 | 0.05 | 0.23 | ∆*Log*(*EMP*)*Year*(8~9) | 0.03 | 0.01 | 0.20 |
| ∆*Log*(*EMP*)*Year*(2~3) | 0.07 | 0.04 | 0.23 | ∆*Log*(*EMP*)*Year*(9~10) | 0.03 | 0.01 | 0.24 |
| ∆*Log*(*EMP*)*Year*(3~4) | 0.07 | 0.03 | 0.33 | ∆*Log*(*EMP*)*Year*(10~11) | 0.02 | 0.01 | 0.23 |
| ∆*Log*(*EMP*)*Year*(4~5) | 0.07 | 0.02 | 0.28 | ∆*Log*(*EMP*)*Year*(11~12) | 0.02 | 0.02 | 0.25 |
| ∆*Log*(*EMP*)*Year*(5~6) | 0.06 | 0.03 | 0.28 |  |  |  |  |

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R2值不高（拟合优度R2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（*Log*(*IPO Proceeds*)）和净权益资产比（*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，上市公司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越多（*Net Debt Issue/Asset*），IPO公司在上市后的累积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密切相关。从控制变量的回归结果来看，国有控制的上市公司（*SOE*）的回归系数在各个模型中均为负。在IPO上市年，国有控制的上市公司与非国有控制的相比，劳动力雇佣增长率差别不大。但随着上市时间的推移，国有控制的上市公司的雇佣增长率显著低于非国有控制的上市公司。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。

表2 横截面数据回归结果（I）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | ∆Log(EMP)Year(-1~0) | | ∆Log(EMP)Year (0~1) | | ∆Log(EMP)Year (0~2) | | ∆Log(EMP)Year (0~3) | |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| *Intercept* | 0.100\*\*\* | 0.163\*\*\* | 0.147\*\*\* | 0.120\*\*\* | 0.272\*\*\* | 0.176\*\*\* | 0.496\*\*\* | 0.233\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) |
| *Log*(*IPO Proceeds*) | 0.033\*\*\* | 0.044\*\*\* | 0.030\*\*\* | 0.026\*\* | 0.018 | 0.018 | 0.032 | 0.018 |
|  | (0.000) | (0.001) | (0.005) | (0.011) | (0.309) | (0.294) | (0.147) | (0.365) |
| *Acquisition/Asset* | 0.122 |  | 0.008 |  | 0.066 |  | 0.001 |  |
|  | (0.279) |  | (0.727) |  | (0.252) |  | (0.776) |  |
| *Capital Expenditure /Asset* | -0.004\*\*\* |  | -0.001\* |  | -0.001 |  | -0.001 |  |
|  | (0.000) |  | (0.059) |  | (0.234) |  | (0.358) |  |
| *Net Debt Issue/Asset* |  | -0.001 |  | 0.315\*\*\* |  | 0.503\*\*\* |  | 0.636\*\*\* |
|  |  | (0.915) |  | (0.000) |  | (0.000) |  | (0.000) |
| *Net Equity Issue/Asset* |  | 0.160\*\* |  | 0.348 |  | 0.648\*\*\* |  | 0.960\*\*\* |
|  |  | (0.032) |  | (0.101) |  | (0.001) |  | (0.000) |
| *SOE Dummy* | -0.010 | -0.019 | -0.063\*\*\* | -0.062\*\*\* | -0.151\*\*\* | -0.142\*\*\* | -0.185\*\*\* | -0.145\*\*\* |
|  | (0.560) | (0.285) | (0.007) | (0.005) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) |
| *Coast Dummy* | 0.028\* | 0.031\*\* | -0.008 | -0.010 | -0.011 | -0.011 | -0.035 | -0.026 |
|  | (0.052) | (0.039) | (0.665) | (0.604) | (0.679) | (0.677) | (0.375) | (0.479) |
| *VC-backed Dummy* | 0.043\*\*\* | 0.045\*\*\* | 0.014 | 0.011 | 0.046 | 0.045\* | 0.002 | 0.014 |
|  | (0.004) | (0.003) | (0.466) | (0.532) | (0.196) | (0.089) | (0.995) | (0.692) |
| *Year and Industry Dummy* | 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\*\*\* |
| *R2* (%) | 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。

我们在表3的回归检验模型中引入了表示举债成本大小（*D*(*RCC<P25*)）和公司财务健康状况（*D*(∆*Z-Score>P75*)）的两个虚拟变量。由表3可以看出，D(*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。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。另外，*D*(*∆Z-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，也可以降低违约机率，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，同时，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发展公司的资本，从而显著增加公司上市后的雇佣劳动力数量。研究假设一成立。

表3 横截面数据回归模型检验结果（II）

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Panel A |  |  |  |  |  |  |  |  |
|  | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (-1~0) | | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (0~1) | | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (0~2) | | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (0~3) | |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| *Intercept* | 0.150\*\*\* | 0.121\*\*\* | 0.124\*\*\* | 0.112\*\*\* | 0.168\*\*\* | 0.180\*\*\* | 0.248\*\*\* | 0.241\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.006) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) |
| *Log*(*IPO Proceeds*) | 0.043\*\*\* | 0.031\* | 0.026\*\*\* | 0.014 | 0.017 | 0.005 | 0.018 | 0.003 |
|  | (0.002) | (0.064) | (0.010) | (0.276) | (0.300) | (0.823) | (0.378) | (0.990) |
| *Net Debt Issue/Asset* | -0.001 | -0.001 | 0.317\*\*\* | 0.424\*\*\* | 0.503\*\*\* | 0.509\*\*\* | 0.636\*\*\* | 0.649\*\*\* |
|  | (0.889) | (0.704) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) |
| *Net Equity Issue/Asset* | -0.153\*\* | 0.070 | 0.354\* | 0.628\*\* | 0.639\*\*\* | 0.385 | 0.970\*\*\* | 1.052\*\*\* |
|  | (0.040) | (0.497) | (0.098) | (0.032) | (0.001) | (0.117) | (0.000) | (0.000) |
| *D*(∆*RCC*<*P25*) | 0.023 | 0.061 | -0.007 | 0.016 | 0.017 | -0.023 | -0.036 | -0.023 |
|  | (0.138) | (0.342) | (0.673) | (0.450) | (0.518) | (0.523) | (0.327) | (0.714) |
| *Log*( *IPO Proceeds*)×*D*(∆*RCC*<*P25*) |  | 0.019 |  | 0.031\* |  | 0.043 |  | 0.048 |
|  |  | (0.507) |  | (0.089) |  | (0.115) |  | (0.241) |
| *Net Equity Issue/Asset*×*D*(∆*RCC*<*P25*) |  | -0.126 |  | -0.437 |  | 0.573 |  | -0.179 |
|  |  | (0.433) |  | (0.326) |  | (0.131) |  | (0.633) |
| *Net Debt Issue/Asset*×*D*(∆*RCC*<*P25*) |  | 0.100 |  | -0.267 |  | -0.012 |  | -0.022 |
|  |  | (0.334) |  | (0.120) |  | (0.953) |  | (0.930) |
| *Control Dummy* | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| *Year and Industry Dummy* | 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\*\*\* |
| *R2* (%) | 6.7 | 7.0 | 8.4 | 9.3 | 14.5 | 15.0 | 18.9 | 19.2 |
| Panel B |  |  |  |  |  |  |  |  |
|  | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (-1~0) | | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (0~1) | | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (0~2) | | ∆*Log*(*EMP*)*Year* (0~3) | |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | (8) |
| *Intercept* | 0.154\*\*\* | 0.105\*\*\* | 0.111\*\*\* | 0.110\*\*\* | 0.161\*\*\* | 0.158\*\*\* | 0.212\*\*\* | 0.205\*\*\* |
|  | (0.000) | (0.010) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.001) | (0.003) |
| *Log*( *IPO Proceeds*) | 0.045\*\*\* | 0.028 | 0.026 | 0.023\* | 0.019 | 0.014 | 0.020 | 0.015 |
|  | (0.001) | (0.109) | (0.012) | (0.053) | (0.267) | (0.521) | (0.333) | (0.601) |
| *Net Debt Issue/Asset* | -0.147\*\* | 0.199\*\* | 0.334\*\*\* | 0.365\*\*\* | 0.527\*\*\* | 0.538\*\*\* | 0.674\*\*\* | 0.688\*\*\* |
|  | (0.047) | (0.016) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) | (0.000) |
| *Net Equity Issue/Asset* | 0.002 | -0.033 | 0.346 | 0.284 | 0.641\*\*\* | 0.649\*\*\* | 0.982\*\*\* | 1.030\*\*\* |
|  | (0.930) | (0.726) | (0.101) | (0.273) | (0.001) | (0.003) | (0.000) | (0.000) |
| *D*(*∆Z-Score*>*P75*) | 0.018 | 0.044 | 0.033\* | 0.034\* | 0.060\*\* | 0.067\* | 0.078\*\* | 0.134\*\* |
|  | (0.396) | (0.600) | (0.061) | (0.100) | (0.012) | (0.079) | (0.020) | (0.018) |
| *Log*(*IPO Proceeds*)×*D*(*∆Z-Score*>*P75*) |  | 0.014 |  | 0.011 |  | 0.014 |  | 0.018 |
|  |  | (0.639) |  | (0.591) |  | (0.600) |  | (0.652) |
| *Net Equity Issue/Asset*×*D*(∆*Z-Score*>*P75*) |  | -0.037 |  | 0.265 |  | -0.042 |  | -0.818 |
|  |  | (0.872) |  | (0.534) |  | (0.920) |  | (0.178) |
| *Net Debt Issue/Asset*×*D*(∆*Z-Score*>*P75*) |  | -0.200\*\* |  | -0.168 |  | -0.064 |  | -0.167 |
|  |  | (0.017) |  | (0.404) |  | (0.750) |  | (0.441) |
| *Control Dummy* | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| *Year and Industry Dummy* | 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\*\*\* |
| *R2* (%) | 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。

本文的另一个逻辑在于研究上市公司增加劳动力投入增加对公司业绩的影响，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，上市公司雇佣增加对公司资产回报率的影响是显著为正的，公司上市在劳动力资本上的投入（∆*Log*(*EMP*)）越多，IPO公司上市后的基于会计绩效的业绩表现越好。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十分显著。

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公司业绩的检验结果一致，表明这种正相关关系是显著的，也说明检验结果是稳健的。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，不仅能够提高公司会计表现绩效，而且对基于市场表现的公司业绩也有显著的提高作用。

表4 面板数据回归结果

|  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  | *ROA* | | *ROA adj.* | |  | *MTB* | | *MTB adj.* | |
|  | (1) | (2) | (3) | (4) |  | (5) | (6) | (7) | (8) |
| *Intercept* | 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) |
| ∆*Log*(*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) |
| *Control* *Dummy* | Yes | Yes | Yes | Yes |  | Yes | Yes | Yes | Yes |
| *Year and Industry Dummy* | Yes | Yes | Yes | Yes |  | Yes | Yes | Yes | Yes |
| *Number of observations* | 3370 | 3282 | 3370 | 3282 |  | 3370 | 3282 | 3370 | 3282 |
| *Prob*.(*F-statistics*) | 0.00\*\*\* | 0.00\*\*\* | 0.00\*\*\* | 0.00\*\*\* |  | 0.00\*\*\* | 0.00\*\*\* | 0.00\*\*\* | 0.00\*\*\* |
| *R2*(%) | 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。

**五、 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公司上市前后雇佣人数的变化。因此，本文以1999年到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和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。本文基于中国上市公司的实际情况首次提出：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地影响；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，这种投入的增加将对上市公司的业绩提升产生显著地正面促进作用。上述研究结论丰富了该领域的文献，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、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。为了更好的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、加强对上市公司募集资金的投向的监管和引导。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，切实保障对上市公司如何使用募集资金等信息披露的真实性；加强市场监管的影响力，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；加强对上市公司分配投资方式的监管，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：**

[1]李科,徐龙炳.融资约束, 债务能力与公司业绩[J].经济研究, 2011(5): 61-73.

[2]刘少波,戴文慧.我国上市公司募集资金投向变更研究[J].经济研究, 2004(5): 88-97.

[3]辛清泉,杨德明,陈念.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, 2006(2):90-97.

[4]朱云,吴文锋,吴冲锋,等. 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, 2009(5):100-109.

[5]徐沛.上市公司募集资金使用效率分析[J].证券市场导报, 2004(3):4-10.

[6]Baker Malcolm, Wurgler Jeffrey. Market Timing and Capital Structure[J].The Journal of Finance, 2002,57(1):1-32.

[7]Bekaert Geert,Campbell Harvey,Christian Lundblad.Growth Volatility and Financial Liberalization[J].Journal of International Money and Finance, 2006,25(3):370-403.

[8] Borisov Alexander,Ellul Andrew,Sevilir Merih.IPOs and Employment[C].Working Paper, 2012

[9]Kenney Martin,Donald Patton, Ritter Jay. Post-IPO Employment and Revenue Growth for US IPOs,June 1996-2010[R]. Kauffman Working Paper, 2012.

[10]Kim Woojin,Weisbach S. Michael.Motivations for Public Equity Offers:An International Perspective[J]. Journal of Financial Economics, 2008,87(2):281-307.

[11]Mahajan Arvind,Semih Tartaroglu.Equity Market Timing and Capital Structure:International Evidence[J].Journal of Banking & Finance, 2008,32(5):754-766.

[12]Pagano Marco,Panetta Fabio,Zingales Luigi.Why Do Companies Go Public?An Empirical Analysis[J].The Journal of Finance, 1998,53(1):27-64.

[13]Sufi Altman. Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans[J].The Journal of Finance, 2007,62(2):629-668.

[14]Zingales Luigi. Insider Ownership and the Decision to Go Public[J]. Review of Economic Studies, 1995,62 (3): 425-448.