# 上市公司IPO业绩变脸的案例分析

刘新亮

（暨南大学管理学院，广州 510632）

【摘要】上市后业绩变脸在中国股市里屡见不鲜，上市公司业绩大变脸无疑给资本市场添多了一分疑虑。因此，我们有必要对上市公司业绩变脸问题进行深入探讨。本文首先以C公司为例，阐释和剖析了其业绩变脸所产生的消极影响和成因，然后从制度建设和监督两个层面对治理公司业绩变脸问题提出对策建议。

【关键词】业绩变脸；信息披露；中介机构；注册制

近年来，新股、次新股的业绩“变脸”已不是一件新鲜事。公司在IPO当年的报告收益大致处于最高水平，随后开始逐年下降，公司收益往往以IPO当年为分界线呈倒V形，本文称之为“IPO业绩变脸”现象。根据Wind数据库统计，2014年半年报预告显示，已有超过1/3的次新股业绩变脸。公司上市数月后业绩就变脸较为普遍，甚至有些公司出现还未挂牌业绩就坚持不住的情况。新股出现业绩变脸，为市场的爆炒新股行为敲响警钟的同时，也为即将推出的注册制增添几分疑虑。基于此，笔者以C公司为案例，分析上市公司业绩变脸的危害及成因，并为资本市场的良性发展提出治理对策。

## 一、C公司的业绩变脸

C公司是一家从事电脑针织机械的研发、生产和销售的高新技术企业，2012年3月登陆创业板，以每股35元的发行价格募集到资金21.35亿元。公司主要产品包括电脑针织横机和电脑无缝针织内衣机。上市前，从2008～2011年，C公司归属于上市公司普通股股东的扣除非经常性损益后的净利润（下称“扣非净利润”）从676万元暴增至85 356万元，增幅高达125倍。C公司上市三个月后便发布业绩大幅缩水，变脸之快让人咋舌。2012年7月C公司

---

2. 改进建议。根据各指标计算出的数据以及上述的分析，为W公司ERP项目实施提出如下改进建议：

（1）加强各部门间的沟通。ERP项目是一项复杂的系统工程，要想提高使用效率，充分发挥它的优势，需要企业统一认识、统一目标、增加沟通、精诚协作。

（2）注重业务流程的优化。经调查得知，EPR系统上线后，很多指标未达到预期目标，且常出现系统运行不稳定，系统与需求不匹配等情况，这些都阻碍系统在日常运行中的应用，因而企业业务流程还需进一步优化，以此提高ERP系统使用效果。

（3）重视员工培训。从上述指标可以看出，企业重视创新，但却忽视了员工个体发展。企业只有关心员工，认真、踏实的做好培训工作，提高员工对ERP的认知度，努力培养具有管理和IT技术相结合的复合型人才，才能有效推广应用ERP、提高ERP使用效率。

（4）注重客户个性化需求。从以上指标值可以看出，企业新产品的购买率偏低，需要企业多关注客户的个性化需求，开发新产品，提高产品质量，争取客户对新产品的认可，拓展更多新客户。

（5）重视基础数据，ERP是建立在企业业务流程数据准确性和时效性基础之上的管理软件，只有重视基础数据的准确性才能得到有效的分析数据，为企业做出下一步决策提供数据支持。

### 主要参考文献

仲秋雁，陆牡丹.企业信息系统评价的复杂性研究[J].科技管理研究，2004(1).

Robert S. Kaplan，David Norton.The Balanced Scorecard measures that Drive Performanee[J]. Harvard Business Review，1992(1).

程言美，陈仲明等.基于BSC的研发型企业绩效预算管理[J].财会月刊，2014(18).

邓雪，李家铭，曾浩健，陈俊羊，赵俊峰.层次分析法权重计算方法分析及其应用研究[J].数学的实践与认识，2012(7).

冷昌盛，仲梁维.AHP在企业绩效评价中的应用研究[J].技术与创新管理，2012(1).

林美萍，肖晨.ERP环境下绩效评价应用研究[J].经营管理者，2011(1).

邹美凤.BSC引入ERP绩效评价体系探讨[J].现代经济信息，2013(22).

发布公告称，预计2012年1月至2012年6月月底归属于上市公司股东的净利润为30 733.13万元至35 855.32万元，比上年同期下降30%～40%。根据C公司的定期报告披露，2012年、2013年、2014年1～9月扣非净利润分别下降66%、12%、167%。2014年第三季度季报预计当年净利润亏损2.50亿至2.55亿元。C公司“业绩上市前一飞冲天，上市后一落千丈”的财务数据对比如表1所示。

与业绩变脸相对应，C公司所处的行业环境和市场环境也在上市前后发生了剧烈变化。C公司在2012年3月发布的招股书称：“目前，我国针织行业50%以上的设备仍处于20世纪70年代的水平，严重影响着行业的发展。我国针织机械行业处于快速发展阶段，本公司主要产品电脑针织横机和电脑无缝针织内衣机市场需求旺盛……公司产品市场认可度较高，产能不足已成为限制公司发展的瓶颈因素。”然而1年后，C公司2012年年报却这样描述：“国内外经济不景气导致下游针织行业的市场需求下滑，从而影响了针织企业对电脑针织机械等生产设备的投资，电脑针织横机及内衣机等针织机械市场竞争加剧，公司的主要产品电脑针织横机的销量及售价均受到影响，公司2012年营业总收入及净利润呈现较大幅度下降。”

C公司上市不到3年时间里，从当时创业板上市前最赚钱的公司到2014年亏损最严重的公司之一，招股说明书所渲染的高成长、高科技成分也无影无踪，公司招股说明书所描绘的美好图景顷刻间就灰飞烟灭了。

表1　C公司2008年至2014年9月利润情况　单位：万元

| 项　目 | 2008年 | 2009年 | 2010年 | 2011年 | 2012年 | 2013年 | 2014年1~9月 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 30 153 | 84 692 | 227 970 | 332 389 | 211 884 | 200 019 | 64 655 |
| 净利润 | 3 371 | 13 430 | 552 45 | 91 833 | 37 926 | 27 887 | -15 863 |
| 扣非净利润 | 676 | 8 817 | 51 839 | 85 356 | 29 025 | 25 427 | -17 087 |
| 扣非净利润变化率 | - | 1 204.29% | 487.95% | 64.66% | -66% | -12.40% | -167.20% |

伴随着C公司的业绩不断下降，股价大幅跳水，2014年11月11日收盘价22.06元（复权价）比发行价35元下跌37%，按照发行时总股本4.01亿股计算，市值已经蒸发近52亿元。C公司上市后，其实际控制人一度问鼎创业板首富，如今，与原始股东暴富形成强烈反差的是投资者损失惨重，按发行数量6 100万股及2014年11月11日收盘价22.06元计算，投资者损失高达7.89亿元。

## 二、对C公司业绩变脸的剖析

目前，我国的证券发行制度为核准制，证券审核机构在审查IPO公司的申请时总的来说是比较严格的，然而，上市公司业绩变脸为何频频闪现呢？“窗户装饰假说”认为，IPO公司会操纵会计数据以使得公司在发行前看起来更好，投资者由于信息的缺乏只能在新股发行时主要参考招股说明书上堆积的信息，他们通常会依据所提供的历史信息来大致判断风险和收益，做出投资决策，很难判断其投资公司的发展前景。而在长期中，公司的真实价值会被发现，从而导致股价的下跌。本文通过对C公司业绩变脸的剖析，试图发掘出其背后的一些原因。

### （一）C公司招股说明书可能信息失真

1. 夸大市场前景。C公司《招股说明书》称：“截至2010年底，我国尚存手摇针织横机160万台。按照生产效率1∶3进行粗略折算，电脑针织横机设备升级需求量约50多万台，市场空间较大。截至2010年底，一些亚洲国家手摇针织横机保有量约为100万台。按照产能估算，部分亚洲国家就将提供约30万台的市场容量，市场潜力巨大。下游针织企业生产设备更新升级的需求……决定了公司未来仍将存在持续成长的市场空间”。然而，单纯依赖上述对市场需求所做的粗略估算，就得出C公司拥有广阔的市场是经不住时间考验的，从C公司成功上市随后的市场销售业绩情况来看，现实没有招股说明书所描绘的那么美好。其2014年第三季度报告称：“国内毛衫行业持续不景气且电脑横机替换手摇横机的需求已近饱和，对本公司电脑横机的自然更新需求尚处于初期阶段。”上市不到3年，C公司从“未来仍将存在持续成长的市场空间”变为“电脑针织横机的市场需求已近饱和”。

2. IPO业绩注水。C公司《招股说明书》这样写道：2008～2011年营业收入分别为3.02亿元、8.47亿元、22.80亿元、33.24亿元，增长率分别为181%、169%、46%。营业收入的爆发性增长离不开神奇的“销售顾问”，其中，广东地区2009年收入1.65亿元，2010年暴增至9.21亿元，2011年进一步暴增至16.44亿元，短短两年，暴增接近10倍，而广东“销售顾问”仅有5名，可见其神通之大。此外，C公司异常的固定资产周转率也表明其产能、产量、营业收入、利润可能大量注水。《招股说明书》显示：“电脑针织横机属于高精度先进针织装备，技术复杂程度堪比汽车。”如果把C公司的固定资产周转能力指标与三一重工、中联重科、厦工股份、徐工机械等工程机械类公司进行对比，C公司的设备周转率高得出奇，详细如表2所示：

表2　机器设备周转率

| 公司名称 | 2011年 | | | 2010年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 年末机器设备原值（亿元） | 营业收入（亿元） | 机器设备周转率（次/年） | 年末机器设备原值（亿元） | 营业收入（亿元） | 机器设备周转率（次/年） |
| 三一重工 | 45.99 | 507.76 | 11.04 | 24.28 | 339.55 | 13.99 |
| 中联重科 | 24.33 | 463.23 | 19.04 | 22.29 | 321.93 | 14.44 |
| 厦工股份 | 7.75 | 119.92 | 15.46 | 6.90 | 103.32 | 14.97 |
| 徐工机械 | 19.36 | 329.71 | 17.03 | 18.13 | 252.14 | 13.90 |
| 平均值 | 24.36 | 355.15 | 15.64 | 17.90 | 254.23 | 14.32 |
| C公司 | 1.03 | 33.23 | 32.21 | 0.58 | 22.80 | 39.25 |

3. 隐瞒经营风险。作为行业龙头的C公司，奇怪的是其客户绝大多数都是自然人，雅戈尔、杉杉、虎豹、鄂尔多斯、七匹狼等耳熟能详的品牌商无一“入席”。可见其客户经济实力和信用状况均不理想，这为其日后的关联损失埋下了隐患。除此以外，买方信贷模式成为公司日后的重大隐忧。C公司在产品销售过程中接受客户采用买方信贷结算的付款方式，这种买方信贷模式具体包括销售担保贷款和委托贷款两种方式。上市前《招股说明书》称：“公司买方信贷业务开展情况良好，担保损失率较低”，但是实际情况并不是这样。上市后不久，C公司就陷入代偿黑洞，客户的违约大面积爆发，导致C公司资产减值损失及担保损失暴增。资产减值损失2011年仅954万元，而2012年、2013年和2014年1～9月分别为5 386万元、15 967万元和26 516万元。营业外支出中的预计担保损失2011年仅1 265万元，而2012年、2013年分别为7 254万元和4 536万元。由此可见，C公司的客户质量非常差。

（二）中介机构未勤勉尽责

在新股发行中，投行可以同时兼任企业上市的保荐人、承销商、财务顾问等多种角色，同时也可能是股东。这意味着投行的利益与上市公司是直接相关的，可获得的承销费通常与企业募集到的资金额挂钩，而如果有直接投资的话，其获得的回报会更丰厚。自从证券市场频现新股“三高”发行以来，投行在其中担任的角色就一直备受质疑。很多人认为，保荐机构或主承销商与发行人因为利益相关而可能会失去客观公正性。

为了配合C公司营造巨大市场潜力的假象，国信证券及C公司在招股说明书中始终没有正面去分析市场需要，而反复地强调市场上尚存260万台待更新升级的手摇针织横机带来的机遇。实际上，从上市后C公司的市场真实需求可以得出，国信证券及C公司当初通过手摇针织横机数量估算出电脑针织横机的需求是不切实际的。豪取6 673万元承销保荐费的国信证券却在招股书和发行保荐书中都对C公司大唱赞歌：“发行人具有独特的竞争优势，本次募集资金将进一步提升发行人在行业内的竞争地位”，“本保荐机构认为发行人的未来发展前景良好。”虽然C公司的IPO保荐人国信证券在发行投资价值研究报告中给出高达48.10至55.60元的“合理价值区间”，但是市场用脚进行了投票，上市第一天股价就告破发。

三、上市公司业绩变脸的治理对策

C公司业绩变脸的案例，其背后凸显了我国证券市场上一个深受诟病的事实，就是诚信缺失严重。上市新股、次新股的业绩频频变脸已超出了可理解的正常波动范围，监管部门必须彻查发行人所披露的信息是否存在包装粉饰，保荐代表是否切实履行了勤勉责任，以及其他中介是否做到恪尽职守等问题。这里主要从制度建设和监督两个层面对控制IPO业绩变脸提出对策或建议。

（一）健全法律法规，加大处罚力度

1. 完善信息披露法律制度。建立各项与之相配套的机制与制度是推行注册制的关键，而信息披露是注册制的灵魂。加大信息公开力度、审核标准更加透明、加大对信息造假违规的惩处力度，是以信息披露为核心的注册制推行的三个基本要求。要使股票市场真正按照市场规律去运行，就必须解决信息问题，尤其是确保招股说明书的真实可靠，因为对于IPO公司而言，由于缺乏足够的历史信息，外部投资者将严重依赖公司和承销商所披露的信息来做出判断。只有将信息放置于阳光之下，充分体现公平原则，才能得到更好的保护投资者的利益。

2. 健全退市制度，建立投资者赔付机制。我国新股发行制度的改革通常把重点放在对上市公司进入资本市场的门槛上，而相应的退出机制并不完全建立，法律机制的不健全也使得不法者有机可乘。数据显示，截至2013年，A股退市企业仅86家，深沪股市近十年退市企业与新上市企业的数量之比仅为0.05。相比之下，纳斯达克这一比值为1.6，纽交所与伦敦交易所的则为1.1，都远高于中国的A股市场。英美等成熟市场对造假持零容忍态度，一旦造假被发现，从上市公司、会计师到保荐人、券商均承担连带责任。相比之下，中国股市的造假成本太低，这也在一定程度上导致新股的业绩变脸屡禁不止。

（二）完善资本市场监督机制，规范市场主体行为

1. 完善公司内部控制。业绩变脸归根到底是公司自身出了问题，所以建立有效的内部控制和内部监督机制才是解决问题的根本。首先，企业高层应避免为上市而揠苗助长，否则只会断送公司前程。其次，要建立完善的内控体系，成立专门的内控部门，约束管理者的行为，防止违规行为的发生。再次，充分发挥内部审计的作用，赋予内审部门更大的权力，以保证其独立性和客观性。

2. 强化中介机构的作用。提供专业服务的中介机构主要有证券公司、会计师事务所、律师事务所等，而它们是否尽职尽责地履行自己的义务决定了推行注册制的效果。为了防范中介机构职能的缺失，首先，要加强中介机构的服务与鉴证职能，充分发挥它们“信息生产”和“认证中介”的作用；加强对中介机构工作人员的培训教育，提高其专业胜任能力和职业道德素质，促使他们恪尽职守、勤勉尽责、规范操作。其次，强化监管部门对中介机构的监督。建立严格的IPO 业务准入制度，一旦中介机构存在纵容上市公司违规造假、利益输送等失职行为，则对相关的中介机构及责任人给予最严厉的处罚：

主要参考文献

吴锦霞.IPO业绩注水与二级市场跳水[J].资本市场，2013(2).

郭施亮.推注册制应强化中介机构责任[N].经济参考报，2014-11-28.