

[文章编号] 1009-3729(2015)04-0098-07

上市融资对足球俱乐部战绩影响的实证分析

——以欧洲职业俱乐部为例

陈皓¹, 安曼², 于兹志¹

(1. 北京外国语大学 国际商学院, 北京 100089;

2. 北京航空航天大学 数学与系统科学学院, 北京 100191)

[摘要]对欧洲上市足球俱乐部的赛事战绩面板数据进行回归分析,发现:上市融资并不会对职业足球俱乐部产生显著的积极影响;上市后的职业足球俱乐部在一段时间内的战绩并不比未上市的俱乐部更出色;只有低级别联赛的小型俱乐部才会从上市中获得明显收益,而顶级联赛的豪门俱乐部则从中收益甚微。相比于欧洲而言,中国的职业足球联赛起步较晚,与欧洲低级别联赛情况接近,所以中超球队应积极寻求上市融资,通过扩大资本投入来提升俱乐部的竞技水平,从而带动商业收入的增长,尽快走上健康良性发展之路。

[关键词]职业足球俱乐部;上市融资;商业收入

[中图分类号]F832.5;G843 **[文献标志码]**A

[DOI]10.3969/j.issn.1009-3729.2015.04.021

上市融资是企业拓宽融资渠道、降低融资成本的有效途径,企业上市后,可通过向社会各界公开募集资金,吸纳各类投资者,从而以最低的成本融得再生产所需资金。目前大多数企业都把上市作为一项重要的长远发展目标,但对于足球俱乐部这种特殊的企业而言,上市似乎并非是其发展的必由之路,许多豪门俱乐部都选择了放弃上市。追溯历史,世界上第一家公开募股的职业足球俱乐部是英格兰的托特纳姆热刺,其于1983年上市。1990年代出现了一波足球俱乐部上市的热潮,1991—1997年的7年间,英格兰先后有17家足球俱乐部成功上市,通过这一渠道获得了效益和战绩的双丰收。

对于绝大多数企业而言,衡量其业绩的指标多与其经营活动相关,如每股收益、收益增长率、固定资产投资增长率等。而足球俱乐部的经营业绩主要通过球迷人数、商业收入、社会影响力等指标来衡量,影响这些指标的决定性因素则是俱乐部的赛事成绩。本文拟通过对足球俱乐部运营与比赛战绩的关系分析,考察上市融资是否会对职业足球俱乐部的战绩

起到促进作用。

一、数据处理与描述性统计特征

本文选取道琼斯 STOXX 指数足球板块的27家欧洲职业足球俱乐部作为研究样本。由于有5家俱乐部上市前的数据无法获得,因此最终的研究样本确定为10个国家的22家俱乐部。该样本中最早上市的俱乐部为1994年4月1日上市的英国南安普顿俱乐部,最晚上市的俱乐部为2007年5月1日上市的葡萄牙本菲卡俱乐部。

在比赛成绩指标方面,本文选取1990—2008年各家俱乐部的场均联赛积分和欧足联积分排名作为衡量指标,得到一个由22个截面观测值(俱乐部间)和19个时间序列观测值构成的面板数据。

受制于有限的样本容量,笔者着重对俱乐部的比赛表现进行分析。本文分别选取场均联赛积分(场均积分指赛季场均获得的积分,职业足球联赛积分规则:胜一场积3分,平一场积1分,负一场积0分)和欧足联积分排名(欧足联对欧洲各国家队和俱乐部进

[收稿日期] 2015-06-12

[作者简介] 陈皓(1992—),男,河南省郑州市人,北京外国语大学学生,主要研究方向:国际金融。

[通信作者] 于兹志(1976—),男,黑龙江省穆棱市人,北京外国语大学讲师,博士,主要研究方向:公司治理与公司财务。

行排名的依据)作为衡量国内联赛成绩和国际比赛成绩的指标。这两项指标都是标准指标,对样本中的各家俱乐部均适用。国内比赛数据来自于RSSSF,国际比赛数据来自于欧足联官方网站。

1990—2008年样本俱乐部的场均联赛积分与上市俱乐部数量之间的关系见图1。图1中实线折线反映1990—2008年样本俱乐部每年的国内联赛场均积分,虚线折线反映同一时期对应的上市俱乐部数量。由图1可知,上市俱乐部在考察期间的场均联赛积分基本保持稳定,国内联赛场均积分并未受到上市俱乐部数量增加的显著影响。从长期来看,上市融资并不能提升俱乐部的战绩(即增加胜率)。但图1并不能说明在特定条件下或特定的时间内(如一两个赛季之内)上市对俱乐部的表现是否会带来积极影响。稍后我们会对这种影响进行计量分析。

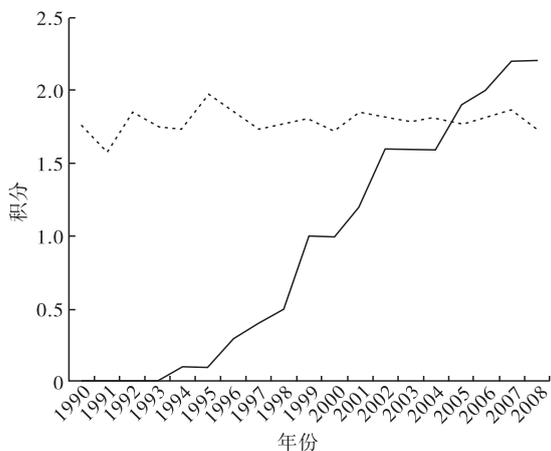


图1 1990—2008年国内联赛场均积分与上市俱乐部数量之间的关系

1990—2008年样本俱乐部国际比赛表现与上市俱乐部数量之间的关系见图2。图2中实线折线反映1990—2008年样本俱乐部每年的国际比赛表现,虚线折线反映同一时期对应的上市足球俱乐部数量。其国际比赛表现是以各俱乐部的欧足联积分排名来衡量的。由于欧足联于1999年改变了积分排名计算方法,当年的数据呈现出一个明显的结构性断裂。为了排除这一因素对我们分析结果的影响,在分析时把考察期分割成1990—1998年和1999—2008年两个子考察期来分别考量。1990—1998年样本俱乐部的平均欧足联积分从0.40提升至0.72,1999—2008年样本俱乐部的平均欧足联积分从6.47提升至7.62。由此我们认为,在这两个子考察期内,样本俱乐部的国际比赛表现与上市俱

乐部数量之间仅存在微弱的正相关。

1990—2008年足球版指数(STOXX)与上市俱乐部数量之间的关系见图3。图3中实线折线反映1990—2008年足球版指数变化情况,虚线折线反映同一时期对应的上市俱乐部数量。从图3中可以看出,上市俱乐部数量与市值加权平均股价非正相关。1992—1997年期间,STOXX足球版指数呈增长势头,由起始时点的61增长到350,而后再跌至2008年的125。把这两段时间的变化情况结合起来可以发现,随着上市俱乐部数量的增多,STOXX平均指数先上涨后下跌,故二者之间不存在正相关关系。

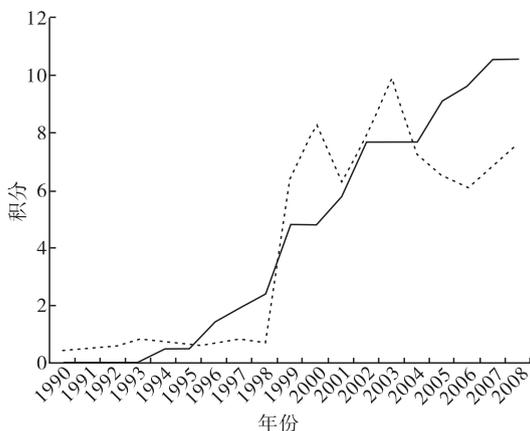


图2 1990—2008年国际比赛表现与上市俱乐部数量之间的关系

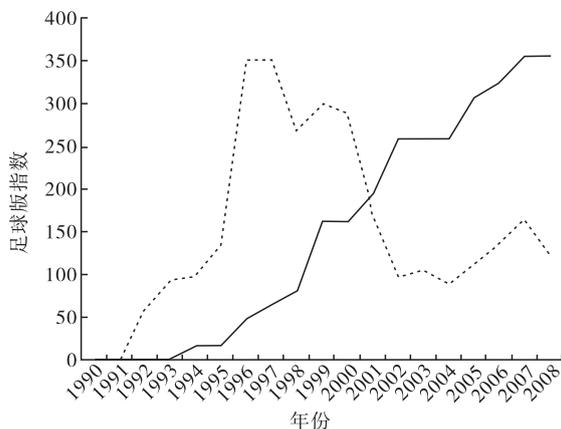


图3 1990—2008年足球版指数(STOXX)与上市俱乐部数量之间的关系

如果上市决策可以通过提升俱乐部成绩带来潜在的利润增长,那么俱乐部股价就应当相应上涨。然而事实是,虽然在考察期内足球版指数出现了上涨,但若把其与同一时期欧洲主板市场指数变化进行对比则会发现,足球概念股的上漲势头明显较弱。

二、基本假设与模型建立

本文的基本假设是:职业足球俱乐部可以从上市融资中获益。

为了验证这一假设,笔者再提出3个由基本假设衍生出的更为具体的假设——

假设1:俱乐部上市后的国内联赛成绩优于上市前。

假设2:俱乐部上市后的国际比赛成绩优于上市前。

假设3:俱乐部股价可以充分反映其过去、现在和未来的国内联赛和国际比赛表现。

假设1着重于俱乐部上市前后国内联赛表现的差异,假设2着重于俱乐部上市前后国际比赛表现的差异,假设3着重分析上市后的股价变动是否能如实地反映俱乐部在过去和现在的比赛成绩变化,并准确地预测俱乐部未来的赛场表现。

依据上述3个假设,首先构建如下对应的回归模型:

$$perf_{it} = a_i + bIPO_D_{it} + cX_{it} + e_{it} \quad \text{①}$$

其中,因变量 $perf$ 表示俱乐部场均联赛积分, i 代表俱乐部, t 代表时间;自变量 IPO_D 是虚拟变

量,它的取值为1或0,分别表示该俱乐部在时点 t 已上市或未上市; X 是一个由控制变量组成的矩阵; e 为服从正态分布的随机扰动项;变量 a 、 b 、 c 为参数项,其中 a 随俱乐部变化,另外两项为常数。

需要说明的是,因变量 $perf$ 既是一个衡量俱乐部国内联赛的指标(场均积分;适用于假设1),也是一个衡量国际比赛的指标(欧足联积分;适用于假设2)。 X 中的控制变量包括样本俱乐部所在联赛的规模大小(英格兰、西班牙、德国、意大利、法国的职业联赛被认为是大型联赛,其他国家的职业联赛为小型联赛),以控制不同等级联赛的竞争环境和市场大小对结果造成的影响。样本俱乐部所在联赛的级别也同样在控制变量的范围中。俱乐部层面的差异(如俱乐部规模)并不在单独考察之列,但通过面板数据的使用可以间接得到反映。

事实上,俱乐部所在的联赛级别这一因素应得到充分注意。因为如果俱乐部降级到低级别联赛,随后取得了优异的成绩,这不能说明比上个赛季的成绩更佳。因为升降级这一因素可能会导致结果出现偏差。但由于在我们的样本中未出现某家俱乐部在上市后的第一个赛季内出现降级的情况(见表1),故升降级因素在本研究中未被考虑在内。不过

表1 上市俱乐部名称及日期一览表

俱乐部名称	所属国家(地区)	位于低级别联赛的时间	上市日期
南安普顿	英格兰	2006—2008年	1994年4月1日
普雷斯顿	英格兰	1990—2008年	1995年9月1日
凯尔特人	苏格兰	无	1995年9月1日
伯明翰	英格兰	1996—2002、2007年	1997年4月1日
哥本哈根	丹麦	无	1997年12月1日
阿贾克斯	荷兰	无	1998年5月11日
波尔图	葡萄牙	无	1998年6月1日
里斯本竞技	葡萄牙	无	1998年6月2日
拉齐奥	意大利	无	1998年7月6日
奥尔堡	丹麦	无	1998年9月14日
罗马	意大利	无	2000年5月22日
多特蒙德	德国	无	2000年10月30日
沃特福德	英格兰	1996—1999、2001—2006、2008年	2001年8月1日
尤文图斯	意大利	2007年	2001年12月19日
贝西克塔斯	土耳其	无	2002年2月19日
加拉塔萨雷	土耳其	无	2002年2月19日
费内巴切	土耳其	无	2004年9月17日
奥胡斯	丹麦	2007年	2004年12月1日
特拉布宗体育	土耳其	无	2005年4月15日
AIK 索尔纳	瑞典	2005年	2006年7月1日
里昂	法国	无	2007年2月1日
本菲卡	葡萄牙	无	2007年5月1日

出现这一现象的原因也可能与俱乐部所有者的理性行为模式有关,因为俱乐部所有者为了筹集到更大规模的资金,不太可能在俱乐部战绩不佳的时候使其上市,通常会选择在俱乐部成绩良好之时上市。另外需要注意的一点是,由于本研究中并未将其他非上市俱乐部考虑在内,故①式中的因变量所考量的上市俱乐部的表现不能反映该俱乐部的排名情况,因此得出的关于俱乐部成绩好坏的评价存在局限性。

为验证假设3,即上市俱乐部股价能否准确地反映其过去、现在和未来的成绩表现,我们构建了如下回归模型:

$$R_{it} = a_i + bRM_{it} + c\Delta perf_{it} + dX_{it} + e_{it} \quad (2)$$

因变量 R 表示任意年份一家上市俱乐部的股价回报率, i 代表俱乐部, t 代表时间;自变量 RM 是由样本内 22 家俱乐部的年回报率加权平均得到的市场回报率,反映足球概念股的股价变动情况; $perf$ 是一个 3×1 的矩阵,其包含过去、现在、将来 3 个时期的俱乐部表现;矩阵 X 中的控制变量与式①中的相同。

三、模型检验及结果

表 2 给出的是关于俱乐部首次公开募股前后的国内联赛表现与上市之间关系的系数估计、标准差(圆括号内)以及 t 统计量的回归结果,用以衡量俱乐部上市行为对其国内联赛成绩表现的影响。

对应的回归模型为:

表 2 俱乐部上市前后的国内联赛表现比较

考察对象	设定 1	设定 2	设定 3	设定 4	设定 5	设定 6
IPO_D	0.032 4 (0.036 9)	0.226 0*** 0.082 98	0.261 2 (0.188 0)	-0.068 6 (0.051 8)	0.041 5 (0.039 0)	0.366 1* (0.193 0)
顶级联赛上市球队	0.88	2.72 -0.220 6***	1.39 -0.256 0	-1.32	1.06	1.90 -0.357 3*
次级联赛上市球队		0.084 9 -2.60	(0.189 3) -1.35	-0.036 4 (0.174 2)		-0.068 6 (0.174 0)
大型联赛上市球队			-0.21	0.200 7*** (0.073 0)		# 2.75
$perf_{(t-1)}$					0.087 2 -0.057 1 1.53	0.101 2* (0.056 4) 1.79

注: * 表示 $p < 0.1$, ** 表示 $p < 0.05$, *** 表示 $p < 0.01$; # 表示由于多重共线性舍去。

$$perf_{it} = a_i + bIPO_D_{it} + cX_{it} + e_{it}$$

设定 1 反映的是俱乐部上市前后国内联赛表现的变化情况。 IPO 的系数估计值是 0.032 4,这说明上市后的场均积分要略高于上市前。但是,这一数值无论从统计学上来讲还是从足球领域来看都不够显著,也就是说,俱乐部上市后的成绩提高并不明显。具体而言,0.032 4 的场均积分增加意味着俱乐部从原先的场均获得 1.778 分(表外)增加到了 1.810 分,这大概相当于一个赛季内把某一场输掉的比赛提高到一场平局(按每赛季 30~40 场联赛计算)。

设定 2 在基础模型之上加入了一个虚拟变量来专门衡量顶级联赛球队的成绩变化情况(如英超或德甲球队)。 IPO 的系数估计值 -0.220 6 是由两项系数估计值的加和求出的,这说明顶级联赛球队上市后的成绩比上市前有所下降。而 IPO 虚拟变量的系数估计值为 0.226 0(正值),说明低级别联赛的球队上市后的表现明显好于上市前,因此上市对于低级别联赛球队成绩的提高有明显帮助。设定 3 则进一步验证了这一结论。

设定 4 添加了一个大型联赛 IPO 随机变量,用以统一衡量 5 个大型联赛球队的情况。结果表明大型联赛的俱乐部在上市后会取得更好的成绩。结合前 3 个设定来看,大型联赛中众多低级别小球队通过上市获得的成绩上的提高最为明显,而一些小型联赛(如丹麦、葡萄牙、土耳其职业联赛)的球队则受益不那么明显。

设定5和设定6则说明俱乐部的表现具有延续性,当我们把俱乐部表现的延后性考虑在内后,系数的估计值就仅发生量变而不发生质变了(正负不发生改变)。

由于欧足联在1999年进行了积分排名计算方法的调整,故我们将样本数据分成1999年以前和1999年以后两部分分别进行回归。表3-1、表3-2分别给出的是1999年以前和1999年以后关于俱乐部首次公开募股前后的国际比赛表现与上市之间关系的系数估计、标准差(圆括号内)以及t统计量的回归结果,用以衡量俱乐部上市行为对其国

际比赛成绩表现的影响。我们使用样本俱乐部的欧足联积分排名作为其国际比赛成绩好坏的衡量指标。

对应的回归模型为:

$$perf_{it}(UEFA) = a_i + bIPO_D_{it} + cX_{it} + e_{it}$$

表3-1中的设定1反映国际比赛表现的变化。由系数估计值可知,上市对俱乐部的国际比赛成绩有着显著的积极影响。设定2和设定3分别以顶级联赛和次级别联赛作为研究对象,得出的结论是:对于这两个级别联赛的俱乐部而言,上市都会对其国际比赛表现起到正面作用。由设定4的结果可以看

表3-1 俱乐部上市前后的国际比赛表现比较(1999年之前的面板数据)

考察对象	设定1	设定2	设定3	设定4	设定5	设定6
<i>IPO_D</i>	0.218 8** (0.095 3) 2.30	-0.001 5 (0.171 1) -0.01	0.057 2 (0.232 5) -0.25	0.163 0 (0.575 1) 0.28	0.028 4 (0.045 1) 0.63	0.036 7 (0.287 8) 0.13
顶级联赛上市球队		0.317 6 (0.205 5) 1.55	0.373 3 (0.259 0) 1.44			-0.008 7 (0.121 8) -0.07
次级联赛上市球队			0.122 8 (0.345 2) 0.36			0.110 0 (0.158 0) 0.70
顶级联赛上市球队				0.057 4 (0.583 3) 0.10		-0.020 1 (0.287 3) -0.08
<i>perf_(t-1)</i>					0.677 9*** (0.045 9) 14.76	0.683 1*** (0.047 3) 14.43

表3-2 俱乐部上市前后的国际比赛表现比较(1999年之后的面板数据)

考察对象	设定1	设定2	设定3	设定4	设定5	设定6
<i>IPO_D</i>	0.092 7** (0.036 2) 2.56	0.141 5** (0.061 9) 2.29	-0.354 0** (0.141 3) -2.51	0.036 2 (0.045 9) 0.79	0.019 1 (0.021 6) 0.89	-0.094 1 (0.090 3) -1.04
顶级联赛上市球队		-0.056 2 (0.057 7) -0.97	0.439 3*** (0.139 6) 3.15			0.101 0 (0.087 1) 1.16
次级联赛上市球队			0.495 5*** (0.128 0) 3.87			0.115 3 (0.080 4) 1.43
顶级联赛上市球队				0.146 3** (0.073 9) 1.98		0.031 9 (0.044 6) 0.71
<i>perf_(t-1)</i>					0.785 9*** (0.040 4) 19.46	0.765 4*** (0.042 3) 18.10

注:*表示 $p < 0.1$, **表示 $p < 0.05$, ***表示 $p < 0.01$ 。

出大型联赛的俱乐部可以从上市中获益。设定5和设定6的意图是研究俱乐部成绩保持的持久性。从结果可以看出,在设定2—设定6中,除了衡量俱乐部比赛表现延续性的变量之外,其他变量的系数均不显著,因此可以认为,上市对于俱乐部国际比赛成绩的影响比国内联赛更具延续性。

表3-2中的系数估计值与表3-1存在差异,虽然从结论上来说,两个面板数据所得到的结论基本一致,但要更加显著。其结果基本与国内部分的类似,唯一的差别在于,根据表3-1的结果我们认为,不论顶级联赛还是次级别联赛的俱乐部都会在上市后取得更好的国际比赛成绩。具体而言,顶级联赛的球队场均积分可以增加0.09分,而次级联赛的球队场均均可多拿0.14分。

表4给出的是关于俱乐部股价是否受其国内联赛及国际比赛表现影响的系数估计、标准差(圆括号内)以及t统计量的回归结果,用以衡量俱乐部的国内和国际比赛成绩对其股价走势的影响。此处我们将俱乐部现在的表现定义为所处赛季的成绩即 $perf_{(t)}$, $\Delta perf_{(t)}$ 表示本赛季比上赛季成绩的提升(下降)。

对应的回归模型为:

$$R_{it} = a_i + bRM_t + c\Delta perf_{it} + dX_{it} + e_{it}$$

设定1反映的是对STOXX足球版指数的市场回报率RM的系数估计。从回归结果可知,其系数为正值且高度显著(beta值为0.3896,且t统计量为7.89,大于1%显著性水平(双侧)上的临界值2.58)。

设定2和设定3是对设定1的进一步补充,目的是考察国内和国际比赛成绩分别对俱乐部股价产生的影响。其中设定2是对当前国内联赛表现的考量,设定3是针对当前的国际比赛。其结果(显著正相关)可以说明,上市俱乐部股价的走势会分别受到这两方面战绩的影响。

设定4和设定5则是从动态的角度来衡量俱乐部成绩对股价的影响,包括过去战绩、现在战绩和未来战绩三个层面,其中设定4是从国内联赛的角度进行考察的,设定5是从国际比赛的角度进行考察的。从国内联赛来看,过去国内联赛战绩与股价呈负相关,现在和未来国内比赛战绩与股价呈正相关,但这3个相关关系都不显著;从国际联赛来看,3个都呈正相关,且现在国际比赛成绩与股价具有显著的正相关关系(系数为0.0124,t统计量为3.13,大

表4 股价波动与俱乐部表现的对应关系

考察对象	设定1	设定2	设定3	设定4	设定5	设定6
<i>RM</i>	0.3896*** (0.0494) 7.89	0.3422*** 0.0640	0.3684*** (0.0492) 7.48	0.3652*** (0.0733) 4.98	0.3547*** (0.0517) 6.86	0.3343*** (0.0744) 4.49
国内 比赛				-0.1153 (0.0801) -1.44		-0.1962** (0.0816) -2.40
	$\Delta perf_{(t-1)}$					
	$\Delta perf_{(t)}$		0.1326** (0.0567) 2.34		0.1179 (0.0882) 1.34	-0.0423 (0.0898) 0.47
	$\Delta perf_{(t+1)}$			0.0736 (0.0758) 0.97		0.0446 (0.0760) 0.59
国际 比赛			0.01004** (0.0032) 3.10		0.0036 (0.0041) 0.88	0.0038 (0.0048) 0.78
	$\Delta perf_{(t-1)}$					
	$\Delta perf_{(t)}$				0.0124** (0.0040) 3.13	0.0148** (0.0047) 3.15
	$\Delta perf_{(t+1)}$				0.0022 (0.0037) 0.60	0.0010 (0.0044) 0.21

注: *表示 $p < 0.1$, **表示 $p < 0.05$, ***表示 $p < 0.01$ 。

于1%显著性水平(双侧)上的临界值2.58)。

最后,设定6将国内联赛和国际比赛成绩包含在了同一个模型内,结果发现,过去国内联赛战绩与当前俱乐部股价呈显著负相关,当前国际比赛战绩与俱乐部股价呈显著正相关,除此之外其他统计量之间的关系都不具有显著性。这种对国际比赛战绩反应的迅速性和对国内联赛战绩的滞后性或许可以反映一个事实,即只有在本赛季的国内联赛中取得好的成绩才有资格参加下赛季的欧洲冠军联赛。因此,市场或许是将国内联赛战绩视为衡量俱乐部表现的核心指标,而国际比赛的成功只是一份附加红利。

另外,由于1999年欧足联更改积分排名积分计算方法造成数据结构性断裂,我们把数据分成两个子样本来看会发现:1999年之前的子样本的回归结果与整体有较大差异,并且不够显著;而1999年之后的子样本与整体结果除了RM的系数估计值略有差异之外,无论从质上还是从量上来看都非常接近(1999年之后的子样本的b值是0.5,整体的b值是0.35)。

以上实证分析结果说明:(1)职业足球俱乐部通常不会从上市行为中明显获益;(2)首次公开募股只能对低级别联赛小球会的国内联赛成绩起到促进作用;(3)上市融资对于所有俱乐部的国际比赛成绩都有积极的促进作用,并且对大型联赛俱乐部的作用更加明显;(4)上市俱乐部股价与其当前赛季的国际比赛成绩呈正相关,与过去国内联赛战绩呈负相关,当前股价与未来预期战绩不相关。

四、结论与建议

本文研究了足球俱乐部首次公开募股对俱乐部成绩表现的影响。通过研究发现:大多数俱乐部上市后的国内联赛成绩并没有出现明显提高,只有大型联赛中的低级别球队的国内联赛成绩会不断提高,而大多数俱乐部的国际比赛成绩会在上市后出现提高。除此之外,上市俱乐部的股价波动主要受其上赛季国内联赛成绩以及本赛季国际比赛成绩的影响。

1990年代,Berrett等^[1]曾在论述中提出,市场定价方法对于体育俱乐部并不适用,因为体育俱乐部可以产生正外部性,这无法被直接衡量。事实上,从本文得出的结论(足球俱乐部大多不会从上市行为中明显获益;上市俱乐部股价不能完全反映及预测其战绩表现)中我们可以看出,上市对足球俱乐部这一特殊形式的企业发展所能起的积极作用是有限的。

相比于欧洲而言,中国的职业足球联赛起步较晚,目前虽处在上升期但市场总体规模仍较小(2014年英超联赛总收入为49亿美元,而同年中超联赛总收入仅为20亿人民币),但是考虑到亚洲足球整体发展水平有限,我国的职业联赛目前在亚洲排名前列,可以算作大型联赛。另外,由于竞赛水平有限,目前我国的顶级联赛的竞技水平、竞争激烈程度也都与欧洲低级别联赛更接近。故“大型联赛的低级别球队会从上市中获益”这条结论应该对中国联赛适用。另外,近几年来中超豪门球队随着其整体实力的提升,越发看中在亚冠联赛(国际比赛)中的表现,都在力争取得更好的成绩。中超球队应积极寻求上市融资,通过扩大资本投入来提升俱乐部的竞技水平,从而带动商业收入的增加,尽快走上健康发展之路。

【参 考 文 献】

- [1] Berrett T, Slack T, Whitson D. Economics and the pricing of sport and leisure [J]. *Journal of Sport Management*, 1993(3):199.
- [2] Eckbo B, Norli O. Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns [J]. *Journal of Corporate Finance*, 2005(11):1.
- [3] Fama E, French K. The cross-section of expected stock returns [J]. *Journal of Finance*, 1992(2):427.
- [4] Jain B, Kini O. The post-issue operating performance of IPO firms [J]. *Journal of Finance*, 1994(5):1699.
- [5] Loughran T, Ritter J. The new issues puzzle [J]. *Journal of Finance*, 1995(1):23.
- [6] Mikkelsen W, Partch M, Shah K. Ownership and operating performance of companies that go public [J]. *Journal of Financial Economics*, 1997(44):281.
- [7] Purnanandam A, Swaminathan B. Are IPOs really under-priced? [J]. *Review of Financial Studies*, 2004(3):811.
- [8] Ritter J. The long-run performance of initial public offerings [J]. *Journal of Finance*, 1991(1):3.
- [9] Ritter J, Welch I. A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations [A]. In: NBER Working Paper Series [C]. 2002; No 8805.
- [10] Schultz P. Pseudo market timing and the long-run under-performance of IPOs [J]. *Journal of Finance*, 2003(2):483.
- [11] 蒋健保, 刘菊. 英格兰足球冠军联赛的经营现状研究 [J]. *宁波大学学报:人文科学版*, 2014(5):122.
- [12] 刘巍, 董德朋. 中、欧竞技体育职业化比较: 差异与启示 [J]. *山东体育科技*, 2014(5):48.
- [13] 彭健翹, 徐秀彬. 关于足球俱乐部上市的思考 [J]. *湖北体育科技*, 2005(4):450.