信息披露质量、产权性质与 IPO 定价效率的关系研究

陈国民,邹逸伦[1]
(南华大学 经济管理与法学学院,湖南 衡阳 421001)

[摘　要]　以 2015—2018 年在我国深交所 A 股市场上市的 270 家企业为样本,检验了信息披露质量对 IPO 定价效率的影响,并且进一步研究产权性质在信息披露质量与 IPO 定价效率之间的调节作用。研究发现:信息披露质量越高的公司 IPO 抑价率越低,即 IPO 定价效率越高;产权性质在信息披露质量对 IPO 定价效率影响过程中起调节作用。研究结论可为 IPO 注册制顺利贯彻落实、加强监管信息披露提供参考依据。

[关键词]　信息披露质量;　产权性质;　IPO 抑价率;　IPO 定价效率
[中图分类号]　F275　[文献标识码]　A　　[文章编号]　1673-0755(2020)03-0065-07
DOI:10.13967/j.cnki.nhxb.2020.0047

新股发行定价作为股票发行市场的中心环节,直接或者间接影响发行公司和投资者的利益。IPO 定价效率直接或者间接影响到资本市场的健康持续发展,关于 IPO 的研究一直是国内外学者的关注焦点。新股发行定价的效率影响证券市场持续发展主要通过两个方面:一是新股发行定价效率直接影响发行企业募集发展资金;二是新股发行定价效率可以成为权衡一级市场和二级市场的平衡点,新股发行定价效率低会导致股票发行市场出现大量的资金滞积,证券市场发展失衡。国内外学者研究表明,各国资本市场都出现不同程度的新股低定价效率的问题,主要表现为新股短期超额回报现象和新股长期表现不佳。2018 年中国新发行 106 只 A 股,融资人民币 1402 亿元,与 2017 年相比,新股发行数量和融资总额分别出现 76% 和 39% 的下滑,其中 39 只个股价格相对发行价涨幅超过 100%,10 只个股价格跌破发行价。IPO 市场"三高"现象依旧存在,并且还出现大规模的新股破发现象,如图 1 和图 2 所示。

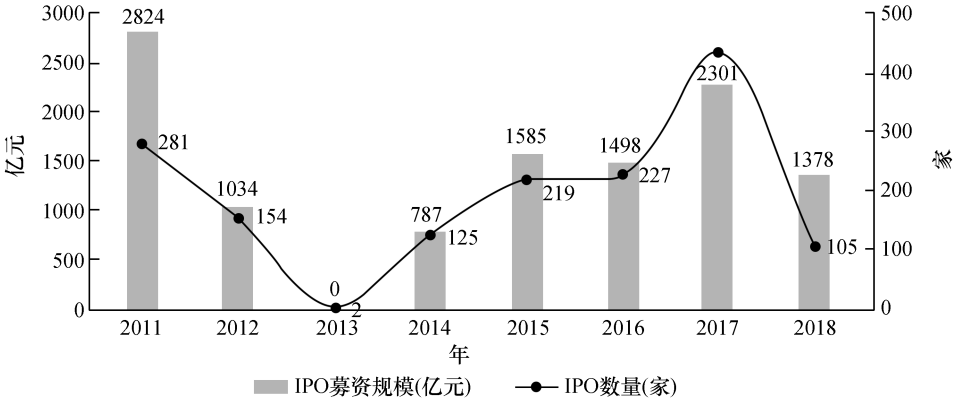

图 1　2011—2018 中企境内 A 股 IPO 数量及募资规模

[收稿日期]　2020-03-11
[基金项目]　湖南省自然科学基金项目"'注册制'改革背景下我国上市公司 IPO'业绩变脸'的理论与实证研究"资助(编号:2018JJ2334)
[作者简介]　陈国民(1964-)男,湖南衡阳人,南华大学经济管理与法学学院教授,博士。
1 南华大学经济管理与法学学院硕士研究生。

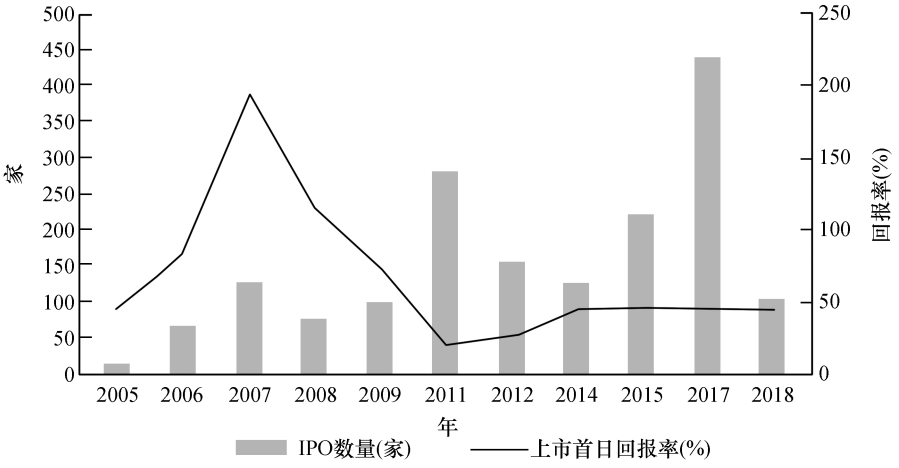

图 2 2005—2018 年新股发行概况

随着我国注册制改革的不断推进,增加企业信息的透明度,缓解企业与投资者之间的信息不对称程度显得尤为重要。信息披露质量与 IPO 定价效率的关系究竟如何?产权性质对两者是否存在影响?纵观国内外研究,有关信息披露质量、产权性质与 IPO 定价效率三者之间关系的研究较少。本文结合我国的实际情况,以 2015—2018 年在我国深交所 A 股市场上市的 270 家企业为研究样本,探讨产权性质、信息披露质量与 IPO 定价效率之间的关系,以期丰富 IPO 定价效率研究、为 IPO 发行审核制度由核准制向注册制顺利转型提供参考依据。

一 文献回顾和研究假设

(一)信息披露质量与 IPO 定价效率

信息披露是指上市企业依据相关法律法规,真实且及时地以招股说明书、定期报告或者上市公告书等形式向社会公众公布企业信息,而信息披露质量就是对上市公司所披露出的内容的评价。陈国民等指出我国资本市场上出现企业 IPO 后业绩普遍下滑的市场现象[1]。徐光鲁等指出一级市场可通过披露企业信息缩减二级市场投资者面临的流动性风险,致使二级市场定价对一级市场定价的偏离程度减缓,进而降低 IPO 首日回报率[2]。马莉莉等指出一级市场由于信息不确定性促使新股上市首日回报提高,二级市场的火爆程度缓解了一级市场的信息不确定性程度促使新股上市首日回报提高[3]。Salim Chahine 以法国 IPO 公司为研究对象实证发现企业战略信息的披露和董事会的独立性会影响 IPO 公司和投资者之间的关系,进而降低 IPO 抑价水平,但是信息的大量披露可能会损害企业的竞争优势,并且导致信息披露与 IPO 抑价之间呈倒 U 型关系[4]。L Bottazzi 对发行人选择的信息披露方式进行建模,研究发现信息披露对 IPO 定价的影响是不对称的,信息披露较多的企业 IPO 定价较低,但信息披露较少的企业 IPO 高定价并不会受到相关部门的处罚[5]。NC Brown 等发现与已经公开上市的公司形成对比,IPO 公司的 GAAP 绩效与披露非 GAAP 指标的可能性之间呈倒 U 型关系,这表明在 IPO 设置中非 GAAP 披露的动机不同。研究表明,披露非 GAAP 收益指标的公司的 IPO 通常显示出较低的定价偏低,并且在招股说明书中披露调整后的收益信息使公司可以将具有经济意义的最低定价降至最低。但是,这种定价效应取决于发行人如何计算非公认会计准则数字。具体来说,当招股说明书包含具有较大重复性排除项的非 GAAP 指标(通常被认为更具侵略性)时,发行人的定价便会偏低。进一步的分析表明,这种定价偏低的主要原因是发行人与承销商之间的机构冲突[6]。

由此,可以推断,随着企业信息披露质量的提升,IPO 抑价率也会随之降低,进而提高 IPO 定价效率。基于上述分析,提出假设 H1:

H1:信息披露质量与 IPO 抑价率负相关,即信息披露质量越高,股票发行价格越接近股票的真实价值,IPO 抑价率越低。

(二)产权性质的调节作用

企业的产权性质对企业所采取的经营管理模式、管理者的行为决策等各方面都会产生不同程度的影响。胡志颖等选取 IPO 前股权持有期为私募股权参与 IPO 行为动机的代理变量,考察了不同私募股权特征对 IPO 前持有期的影响,研究发现,私

募股权声誉越高,IPO 前的持有期越长,国有背景会延长 IPO 前的持有期,但影响不显著[7]。刘勇等采用双边随机边界模型对境内 A 股市场,境外香港市场、纳斯达克市场上市的民营企业 IPO 定价效率进行整体评估,实证发现民营企业 IPO 定价是否有效在不同时期、不同市场是存在明显区别的。具体地,1999—2015 年间,民营企业在境内 A 股市场的 IPO 定价整体上存在溢价现象,在纳斯达克市场的 IPO 定价一直是充分的,但在香港市场的 IPO 定价存在抑价现象。尤其是选择在香港 2008—2015 年间上市的民营企业的 IPO 定价由于受到消极的区别对待而使得抑价程度最严重[8]。吴高波、贺芳芳发现与国有上市公司相比,非国有上市公司的投资过度和投资不足都更为严重,而媒体监督对非国有上市公司非效率投资的治理作用也更强[9]。郑建明等指出外资参股承销商所承销 IPO 公司的定价溢价和抑价率均显著小于境内承销商,而且外资参股承销商影响 IPO 定价效率是通过制度绑定效应实现的[10]。

由此,可以推断,在不同的产权性质下,信息披露质量对 IPO 抑价率可能产生差异化的影响。基于上述分析,提出假设 H2:

H2:与国有企业相比,在非国有企业中信息披露质量对 IPO 抑价率的负向作用更加显著。

二　研究设计

(一)样本与数据

本文选取了 2015—2018 年在我国深交所 A 股市场上市的 270 家企业为样本,检验了信息披露质量对 IPO 定价效率的影响,并且进一步研究产权性质在信息披露质量与 IPO 定价效率之间关系的调节作用。本文剔除了样本数据缺失或异常的上市公司的数据。2015—2018 年 IPO 公司每股收益、资产负债率等数据均来自国泰安数据库和锐思金融数据库,并且结合上市企业招股说明书进行数据的必要修订与补充。

(二)变量测定

1. IPO 定价效率

目前权衡 IPO 定价效率的标准包括相对效率标准和绝对效率标准。相对效率标准认为新股发行的合理定价能同时反映发行企业的内部因素和外部因素。假定新股发行价 P_0 与该新股相关的信息之间存在下列关系:$P_0=f(A,B)$,其中:A 为发行人的内部因素,B 为发行人所面临的外部因素。如果内部因素 A 和外部因素 B 均对新股发行价 P_0 有显著性影响,则表明 IPO 定价合理,即 IPO 定价效率高。绝对效率标准认为新股的合理定价与反映新股内在价值的上市首日收盘价之间的差额越小,两者的拟合程度越高,则 IPO 定价效率越高。本文选择绝对效率标准指标 IPO 抑价率度量 IPO 定价效率。

$$UP=\frac{\text{上市首日的收盘价格}-\text{新股发行价格}}{\text{新股发行价格}}$$

2. 信息披露质量

审计服务机构作为企业和各利益主体的中间者,它需要在审计过程中了解和整理企业关于财务状况、经营成果等方面信息。审计服务机构的综合能力与企业信息披露质量直接相关。与业务水平一般的审计服务机构相比,排名前 20 的会计事务所业务水平更高,经验更丰富,更加注重自身在业内的声誉,更有动力提升企业披露信息质量。因此,由排名前 20 的会计事务所审计的企业披露的信息质量更高和更客观。本文以拟上市企业的会计事务所的审计服务水平衡量企业的信息披露质量。依据中国注册会计师协会公布的《2019 年国内会计师事务所(综合评价)100 强名单》,当拟上市企业的会计事务所排名在前 20 时,表明该企业的信息披露质量高,AF=1。

3. 产权性质

产权性质是指发行公司最终控制人的性质,基于本文研究的需要,当发行公司最终控制人的性质为非国有时,EN=1,当发行公司最终控制人的性质为国有时,EN=0。

4. 控制变量

参考已有文献,本文将控制变量分为 4 类。一是衡量企业价值和企业成长性的指标:AGE 表示企业 IPO 发行前的已存续的期间(企业年龄);NAV 表示企业 IPO 发行前每股净资产;EPS 表示企业 IPO 发行前每股收益;IND 表示企业根据《上市公司行业分类(2012 年修订)》判定的行业分类,当拟上市企业属于金融业、房地产行业等新兴行业时,IND=1。二是衡量承销商商誉的指标:本文依据 2015—2019 年 A 股 IPO 主承销商排名,当拟上市企业的主承销商排名在前 20 时,AT=1。三是基于“赢者诅咒”的指标:CR 表示企业的流动比率;DTA 表示企业的资产负债率;AS 表示企业 IPO 公开发行的股数;P/E 表示企业 IPO 上市首日市盈率。四是衡量市场氛围的指标:LRO 表示企业 IPO 后的网上配售中签率。如表 1 所示。

表 1 变量定义表

变量名称	变量代码	变量说明
被解释变量		
IPO 抑价率	UP	(上市首日的收盘价格-新股发行价格)/新股发行价格
解释变量		
信息披露质量	AF	当拟上市企业的会计事务所排名在前 20 时取 1,否则为 0
产权性质	EN	当拟上市企业属于非国有企业时取 1,否则为 0
控制变量		
企业年龄	AGE	股票发行日与企业成立日的相差年份
每股净资产	NAV	企业 IPO 发行前每股净资产
每股收益	EPS	企业 IPO 发行前每股收益
行业	IND	当拟上市企业属于金融业、房地产行业等新兴行业时 IND=1,否则为 0
承销商声誉	AT	当拟上市企业的主承销商排名在前 20 时取 1,否则为 0
流动比率	CR	流动资产/流动负债
资产负债率	DAT	总负债/总资产
发行股数	AS	Ln(股票发行股数)
上市首日市盈率	P/E	股票价格/每股收益
网上配售中签率	LRO	股票发行股数/有效申购股数×100%

基于以上理论分析和变量定义,本文构建如下模型:

$$UP = \alpha_0 + \alpha_1 AF + \alpha_j \sum \text{Control}k + \varepsilon$$

(三)假设检验

表 2 所示为全样本数据的描述性统计。IPO 抑价率(UP)的均值为 0.44,即相对市场收益平均上涨了 44%,最大值 44%,最小值 28%,表示新股发行能帮助认购股票的投资者获得超常的回报。信息披露质量(AF)的均值为 0.826,最大值 1,最小值 0,即样本企业中有 82.6% 企业的会计事务所排名在前 20。剩余变量的统计值均处于合理的范围之内。

表 2 变量全样本描述性分析

	样本数	最小值	最大值	平均值	标准差	中位数
UP	1080	.277	.441	.438	.013	.440
AF	1080	.0	1.0	.826	.379	1.0
EN	1080	.0	1.0	.937	.243	1.0
AGE	1080	6.0	33.0	15.157	5.174	15.000
NAV	1080	1.280	16.250	4.868	2.308	4.350
EPS	1080	.160	7.500	1.004	.839	.750
IND	1080	.0	1.0	.144	.352	.0
AT	1080	.0	5.0	.761	.591	1.0
CR	1080	.403	23.856	3.193	2.823	2.258
DAT	1080	3.978	94.631	34.791	16.839	33.348
AS	1080	16.118	19.259	17.115	.476	17.034
P/E	1080	15.10	26.99	22.609	1.403	22.98
LRO	1080	.000	4.005	.065	.436	.000
样本数	1080					

表 3 所示为全样本数据的 Pearson 相关系数检验。从表中数据可以看出各变量之间的相关系数都小于 0.5,说明各变量之间不存在多重共线性的问题。

表 4 所示为 H1 和 H2 的回归结果。为了更直观地反映出信息披露质量、产权性质和 IPO 抑价率三者之间的关系,本文将产权性质按照国有和非国有进行了分组。根据第(1)列数据显示信息披露质量与 IPO 抑价率在 1% 的置信水平上显著负相关,验证假设 H1。

第(2)列数据中信息披露质量与 IPO 抑价率在 1% 的置信水平上显著负相关,系数为-0.04,系数的绝对值提高,表明非国有企业的信息披露质量与 IPO 抑价率的负相关关系增强;第(3)列数据中信息披露质量与 IPO 抑价率在 10% 的置信水平上显著负相关,系数为-0.22,系数的绝对值减少,置信水平提高,表明在国有企业中,信息披露质量与 IPO 抑价率的负相关关系减弱。综上说明信息披露质量在非国有企业中能更好地发挥对 IPO 抑价率的负向作用,验证假设 H2。

(四)稳健性检验

为了检验上述分析结果的稳定性,本文采用替换因变量的方法进行稳健性检验。因变量的替换变量引用陆瑶、袁敏峰[11]构建的 Var_t,之后将自变量和控制变量代入模型重新进行回归分析。其中 $Var_t = \left(\frac{\text{上市第 t 日的收盘价格}-\text{发行价}}{\text{发行价}}\right)^2$。由表 5 可以

看出,分析结论与表 4 的结论保持一致。

表 3　Pearson 相关系数检验

	UP	AF	EN	AGE	AS	DAT	CR	IND	EPS	NAV	P/E	LRO	AT
UP	1												
AF	-.015	1											
EN	-.076**	.042	1										
AGE	-.043	-.015	-.109***	1									
AS	-.060**	.054*	-.151***	.209***	1								
DAT	.063**	-.058*	-.050*	.007	.216***	1							
CR	-.021	.029	.018	-.012	-.167***	-.695***	1						
IND	.058*	.050	-.154***	.028	-.133***	-.026	-.007	1					
EPS	-.458***	.021	-.026	-.046	-.190***	-.120***	.176***	-.086***	1				
NAV	-.155***	.030	.018	-.028	-.250***	-.021	.052*	-.039	.717***	1			
P/E	-.267***	-.041	.160***	.000	.039	-.031	-.034	.041	-.094***	-.048	1		
LRO	-.963***	.012	-.049	.073**	.021	-.074**	.036	-.061**	.488***	.179***	.287***	1	
AT	-.596***	.071**	-.014	.021	-.028	-.045	.009	.023	.346***	.131***	.175***	.636***	1

注:***、**、* 分别表示双尾检验在 1%、5%、10% 的水平上显著

表 4　信息披露质量、产权性质与 IPO 抑价率的关系检验

	IPO 抑价率		
	全样本	非国有企业	国有企业
	(1)	(2)	(3)
AF	-.030***(-3.739)	-.040***(-4.835)	-.022*(-1.982)
AGE	-.040***(-4.847)	-.036***(-4.175)	.033(1.627)
AS	-.050***(-5.639)	-.044***(-4.929)	-.036(-1.482)
DAT	.015(1.323)	.003(.244)	.026(1.086)
CR	.016(1.408)	.010(.857)	.018(.836)
IND	-.011(-1.378)	-.011(-1.326)	-.009(-.511)
EPS	.005(.319)	.016(1.050)	-.013(-.585)
NAV	.004(.312)	-.007(-.573)	.007(.422)
P/E	.018**(2.052)	.029***(3.150)	-.023(-1.183)
LRO	-.988***(-80.006)	-.993***(-79.536)	-.984***(-37.164)
AT	-.023**(-2.159)	-.019*(-1.809)	.027(1.211)
N	270	210	60
F	1327.676***	1240.991	917.067
调整 R^2	0.931	0.931	0.993

注:( )内为 t 检验值;***、**、* 分别表示双尾检验在 1%、5%、10% 的水平上显著

三　研究结论与启示

本文以 2015—2018 年深交所 A 股上市企业为研究样本,研究了信息披露质量与 IPO 定价效率之间的关系,以及产权性质在其中的调节作用。研究结果表明:第一,企业提高信息披露质量,降低股票发行价与真实价值之间的差额,降低 IPO 抑价率,进而提高 IPO 定价效率;第二,产权性质在信息披

露质量与 IPO 抑价率之间起调节作用。国有企业发行股票并不完全以融资为目的,它还具有一些政策性导向,导致国有企业的新股发行价的影响因素中有部分的非市场因素。因此与国有企业相比,非国有企业中信息披露质量对 IPO 抑价率的负向影响增强。

表 5 信息披露质量、产权性质与 IPO 定价效率的关系检验

	Var_t		
	全样本	非国有企业	国有企业
	(1)	(2)	(3)
AF	-.026***(-3.526)	-.036***(-4.671)	-.030*(-1.736)
AGE	.036***(4.769)	.032***(4.112)	.051*(1.737)
AS	-.045***(-5.574)	-.040***(-4.854)	-.054(-1.545)
DAT	.015(1.467)	.004(.331)	.040(1.171)
CR	.016(1.550)	.010(.942)	.029(.937)
IND	-.010(-1.297)	-.010(-1.240)	-.011(-.425)
EPS	.006(.451)	.017(1.225)	-.016(-.491)
NAV	.002(.171)	-.009(-.770)	.007(.302)
P/E	.017***(2.061)	.026***(3.187)	-.030(-1.096)
LRO	-.993***(-87.085)	-.999***(-87.702)	-.976***(-25.538)
AT	.023**(2.373)	.019**(1.996)	.039(1.203)
N	270	210	60
F	1572.536	1510.593	437.472
调整 R^2	0.941	0.943	0.986

注:( )内为 t 检验值;***、**、* 分别表示双尾检验在 1%、5%、10% 的水平上显著

本文研究的理论意义在于:基于产权性质的研究视角探讨了信息披露质量与 IPO 定价效率之间的关系。已有的大量文献验证了信息披露质量与 IPO 定价效率之间的关系,本文在二者关系的基础上进一步分析了不同产权性质下信息披露质量对 IPO 定价效率影响的差异性,拓宽了相关文献。

研究的应用意义在于:一是由于信息披露质量对 IPO 抑价率具有显著的负向影响,因此我国资本市场需要建立和健全企业预测性财力信息生成、披露和审核的规范体系,统一确定信息披露格式和标准,明确界定信息披露范围,引入证券欺诈民事损害赔偿责任制度和代表人诉讼制度,加大对相关当事人违规披露的惩处力度。二是不同产权性质下信息披露质量对 IPO 抑价率的影响有差异性,因此政府对资本市场的行政干预应限制在一定的范围内,减少政府干预的负面影响。

本文存在一定的局限与不足。一是由于 A 股 IPO 企业的招股说明书部分资料的缺失,需要从东方财富网等其他途径获得,样本数据的标准无法保证一致,导致研究样本的选取与真实有效性之间存在一定的偏差。二是控制变量选取不全面,因此在数据的收集时需要扩大数据范围。

[参考文献]

[1] 陈国民,王渺熠,陈立杰. 公司治理结构、市场化程度与 IPO 业绩变脸:基于我国 A 股 IPO 上市的 342 家企业数据[J]. 会计之友,2019(14):38-44.

[2] 徐光鲁,马超群,刘 伟,贾 钰. 信息披露与 IPO 首日回报率[J]. 中国管理科学,2018,26(10):10-19.

[3] 马莉莉,张 瑾,徐丹凤. 信息不确定性、投资者情绪与 IPO 回报的实证分析[J]. 统计与决策,2016(24):159-162.

[4] CHAHINE S, FILATOTCHEV I. The effects of information disclosure and board independence on IPO discount[J]. Journal of small business management, 2008, 46(2):219-241.

[5] BOTTAZZI L. Voluntary Information Disclosure at IPO[J]. SSRN Electronic Journal, 2016(3):18-29.

[6] BROWN N C, CHRISTENSEN T E, MENINI A, et al. Non-GAAP Earnings Disclosure and IPO Pricing[J]. Social Science Electronic Publishing,2016(5):1-59.

[7] 胡志颖,吴先聪,果建竹. 私募股权声誉、产权性质和

IPO 前持有期[J]. 管理评论,2015,27(12):39-49.
[8] 刘 勇,白小滢,徐晓炜. 境内溢价还是境外抑价:民营企业境外退市回归的一个解释[J]. 财贸研究,2018,29(6):73-86.
[9] 吴高波,贺芳芳. 媒体监督、产权性质与非效率投资[J]. 财会通讯,2019(30):76-80.
[10] 郑建明,白 霄,赵文耀. "制度绑定"还是"技术溢出"? ——外资参股承销商与 IPO 定价效率[J]. 会计研究,2018(6):62-69.
[11] 陆 瑶,袁敏峰. 新股"破发"与 IPO 定价效率:基于股东特征的分析[J]. 清华大学学报(自然科学版),2014,54(3):381-393;401.

On the Relationship Between the Information Disclosure Quality, Property Right Nature and IPO Pricing Efficiency

CHEN Guo-ming, ZOU Yi-lun
(*University of South China*, *Hengyang* 421001, *China*)

Abstract: A sample of 270 companies listed on the Shenzhen Stock Exchange A-share market from 2015 to 2018 was used to examine the impact of information disclosure quality on IPO pricing efficiency, and to further study the nature of property rights to adjust between information disclosure quality and IPO pricing efficiency effect. The study found that companies with higher information disclosure quality have lower IPO underpricing rates, which means higher IPO pricing efficiency; the nature of property rights plays a regulatory role in the process of information disclosure quality affecting IPO pricing efficiency. The research conclusion provides a reference basis for the smooth implementation of the IPO registration system and the strengthening of regulatory information disclosure.

Key words: Information disclosure quality; property right nature; IPO underpricing rate; IPO pricing efficiency

(本文编辑:魏玮)