

企业 IPO 价值审核与股票市场表现*

张光利 薛慧丽 高 皓

内容提要: 价值审核是中国资本市场 IPO 的特殊制度安排, 本文关注 IPO 价值审核过程中审核意见的信息含量。实证结果显示, 审核意见数量能够显著降低企业 IPO 抑价水平和股票超额累积收益率, 但审核意见越多的企业, 其未来风险水平越高, “业绩变脸”的程度越严重。拓展性分析围绕审核意见主题、上市成本与投资者情绪、投资者信念等视角, 进一步讨论了审核意见中的信息价值。具体而言, 本文发现产品市场相关审核问题具有更强的信息含量; 在 IPO 过程中被质疑越多的企业, 其上市成本越高, IPO 之后连续涨停的天数越少, 一级市场中投资者信念异质性程度越高, 而且这类企业在上市之后被投资者关注的程度越低, 但知情者交易水平和股价崩盘风险越高; 此外, 审核意见数量越多的企业, 分析师预测其未来经营情况的精准度和乐观性偏差越低。整体而言, 本文发现 IPO 价值审核意见能够体现企业经营层面的信息不确定程度, 审核意见具有丰富的信息含量。

关键词: 信息不确定 价值审核 IPO 抑价 股票价格

一、引言

资本市场在本质上是一种信息市场, 投资者依据自身掌握的信息进行投资决策, 因此信息的及时性、有效性是决定资本市场运行效率的重要因素。纵观全球资本市场的发展历程, 如何构建完善的信息披露制度始终是各国资本市场制度建设的重中之重。2020 年 3 月 1 日, 新版《中华人民共和国证券法》已经正式实施。除了明确规定全面推行注册制之外, 该法律设专章规定了中国资本市场信息披露制度。中国股票发行制度经历了审批制、核准制到注册制的相继转变, 无论制度如何变化, 信息披露始终是影响股票定价效率的核心因素。因此, 如何提高资本市场中信息披露的准确性和有效性成为监管部门和学术界关注的重要资本市场话题。从全球范围来看, 首次公开募股(initial public offering, IPO) 招股说明书几乎是所有资本市场都强制要求的信息披露材料。招股说明书是企业进入资本市场做的首次系统性信息披露, 招股说明书信息披露质量直接影响到 IPO 通过概率以及投资者对企业的价值评估(Hanley & Hoberg, 2010; Crain et al., 2017; Yan et al., 2019)。最理想的信息披露效果是客观地将企业真实信息传递给投资者, 但从如此大量的信息中对上市企业进行客观定价不仅需要投资者具备专业的投资知识和经验, 而且要求监管部门对企业所披露信息的真实性提供制度保障。在信息披露不完善的制度环境下, 很多中国企业在 IPO 过程中进行虚假信息披露, 这不仅损害了投资者的利益, 同时也极大地影响了中国资本市场的运行效率。

基于信息不确定视角, 本文关注了中国企业上市过程中股票发行审核委员会(简称发审委)委员对企业价值判断的信息含量和市场影响。所谓 IPO 价值审核是指发审委委员基于企业 IPO 申报材料 and 从业经验, 对企业的历史经营状况、未来发展潜力、风险因素等方面提出质疑并形成审核问

* 张光利、薛慧丽, 中央财经大学商学院, 邮政编码: 100081, 电子信箱: guanglizhang1987@126.com, xuehuili1996@126.com; 高皓(通讯作者), 清华大学五道口金融学院, 邮政编码: 100083, 电子信箱: gaohao@tsinghua.edu.cn。作者感谢教育部人文社会科学一般项目(18YJC790214, 21YJC630026)、国家社会科学基金重大项目(19ZDA091)和中央财经大学金融可持续发展研究团队项目的资助, 感谢匿名审稿人的宝贵意见。当然, 文责自负。

题,这些审核问题直接影响到发审委对申请企业的价值判断,从而决定了企业是否具有上市融资的权利。而信息不确定是指信息对资产定价的影响具有不确定性,这种不确定性主要来自两个渠道:一是信息所体现出的企业经营层面的不确定,二是信息质量(Jiang et al. 2005; Zhang 2006)。现有研究分析了信息质量(特别是信息不对称)如何影响资产定价,但忽略了来自企业经营层面不确定信息对资产定价的影响,而后者正是信息影响资产定价更加重要和基础性的因素。这种研究现状主要是由于从实证维度很难区分信息对股票的影响是来自企业经营层面的不确定还是来自信息质量(Zhang 2006)。在核准制下,拟上市企业需要通过发审委的审核才能获取 IPO 资格。发审委委员都是来自监管、法律、会计等领域的专家,具有丰富的实践经验,他们基于其对企业的价值判断进行投票,这关系到企业能否获得上市资格,因此审核问题绝非无关紧要。发审委委员基于招股说明书等材料的审核问题实际上相当于采用专家打分法对企业经营的价值判断。相比美国的上市制度,基于专家视角的企业价值判断是中国资本市场中特殊的制度安排。从现实观察来看,企业在 IPO 过程中聘请专业的中介机构进行了长期的上市辅导工作,中介机构熟知证监会要求的披露事项,而且在企业进入 IPO 发审会之前,发行监管部审核员会初步审核企业申请材料并进行意见反馈,企业在申报材料中遗漏披露事项的可能性比较低。因此,发审委的审核意见主要是受企业层面经营质量的驱动,这为我们检验来自企业经营层面的信息不确定对股票市场表现的预测能力提供了相对客观的度量指标。

从逻辑上分析,如果拟上市企业经营质量较好,经营不确定程度较低,那么发审委委员对企业经营的审核问题越少,相反,发审委委员将提出较多审核问题。基于此,本文采用审核意见数量度量企业信息不确定程度,并分析了信息不确定对资产定价、投资者和分析师行为的影响。本文发现价值审核中的审核意见数量显著降低了 IPO 抑价水平;审核意见对企业未来的风险和收益具有较强的解释能力,审核意见越多的企业,其股票的未来收益越低,风险水平越高;而从上市后企业账面绩效来看,审核意见越多的企业,其未来的成长性和盈利能力都显著下降。围绕着审核意见主题、上市成本与投资者情绪、一级市场中投资者信念等视角,本文进一步分析了信息不确定的影响。实证结果显示 IPO 价值审核过程中与产品市场相关问题的信息含量更高,这类信息对未来股票 IPO 抑价、股票收益与风险、企业账面绩效的解释能力更强。审核意见越多,企业的上市成本越高, IPO 之后连续涨停的天数越少,一级市场中投资者信念异质性程度越高。围绕着信息搜集行为和不对称的视角,本文分析了审核意见对投资者关注、知情者交易和股价崩盘风险的影响,结果显示审核意见越多的企业未来被投资者关注的程度越低,知情者交易水平和股价崩盘风险越高。最后,本文还分析了审核意见对分析师行为的影响,结果显示当审核意见越多时,分析师对企业的预测精准度和乐观性偏差都显著下降。整体而言,本文认为 IPO 价值审核的审核意见能够比较客观体现企业经营的信息不确定程度,并对未来企业股票市场和账面绩效表现都有较强的预测能力。

相比现有文献,本文创新之处主要体现在以下四点。第一,首次关注了上市过程中价值审核的信息含量。现有研究主要关注 IPO 招股说明书的信息价值(Hanley & Hoberg 2010; Loughran & McDonald 2013),部分研究分析了美国注册制下企业 IPO 问询函的信息价值(Lowry et al. 2020)。相比以上两个方面,价值审核是中国上市制度中的特殊机制,本文将为理解价值审核的重要意义提供微观证据。第二,关注信息不确定的信息含量。现有研究主要聚焦于信息不对称问题引致的资本市场相关问题,但忽略了信息不确定对资本市场的影响(Zhang 2006),其中重要的原因是信息不确定难以度量。IPO 价值审核意见相当于采用专家打分法对未来企业经营信息不确定的客观度量,本文首次采用审核意见度量 IPO 企业的信息不确定,这为未来研究信息不确定的相关问题提供了新的度量方法。第三,丰富了关于监管问询函的相关研究。随着监管措施的多元化,以问询函为

代表的非行政处罚性监管作用日渐凸显(Dechow et al. 2016; 陈运森等 2019)。IPO 审核意见也可以视为一种特殊的问询函, 本文将监管问询函的研究拓展到 IPO 监管问询环节。第四, 为探讨注册制下如何增强信息披露有效性提供了新的视角。中国注册制实施问询式审核, 问询过程是 IPO 信息披露的核心环节, 但审核也对企业 IPO 过程产生重要影响。科创板上市委会议与核准制下发审委的职能和运行规则相似, 本文关于发审委审核意见信息含量的分析可以为完善上市委的审核过程提供经验证据。

二、文献综述与研究假设

(一) 文献综述

本文将从信息不确定视角分析上市过程中价值审核的信息含量, 价值审核的重点材料是招股说明书, 因此本文将梳理关于招股说明书以及信息不确定的相关研究。招股说明书是企业信息首次系统性公众化的重要载体, 已有文献主要围绕股票抑价、未来收益和风险等方面分析了招股说明书的信息含量。如有些研究发现招股说明书中的信息披露越充分, 股票的买卖差价越低(Guo et al. 2004), 股票的抑价水平越低(Leone et al. 2007)。后续相关研究主要采用文本分析方法度量了招股说明书不同内容特征的信息含量, Arnold et al. (2010) 发现招股说明书中的信息模糊程度能够显著提高股票抑价程度, Loughran & McDonald(2013) 发现招股说明书中的不确定词汇越多, 股票抑价水平以及未来股价风险水平越高。Yan et al. (2019) 以中国上市企业为研究样本发现负面词汇对企业股票波动率的解释能力更强, 而且招股说明书中的负面词汇、不确定词汇越多, 企业股票长期绩效越差。还有一类文献分析了招股说明书内容差异性的信息含量(Leone et al. 2007; Hanley & Hoberg 2010), 发现特殊内容信息能够提高股票定价效率。

文本分析方法具有客观性等优势, 但招股说明书中表达方法(不确定词汇、负面词汇等)的不同深受撰稿人写作习惯的影响, 以此度量企业信息不确定程度存在一定偏差。与美国上市制度不同, 在中国核准制下, 发审委委员基于招股说明书等材料提出了专业的审核意见, 这相当于采用专家打分法对企业经营质量和未来信息不确定性提出了质疑。审核委员基于从业经验、行业知识并综合宏观经济、行业发展趋势等因素, 对企业经营潜在问题提出质疑, 审核问题越多意味着企业潜在的经营问题越多, 企业层面经营信息不确定程度越高。信息不确定是影响投资者决策的重要因素, 企业信息不确定程度越高, 投资者对企业估值的差异性越大(Griffin & Tversky, 1992; Ritter, 2003), 而且投资者在投资决策中表现的越谨慎(沈华玉和吴晓晖 2018)。信息不确定程度越高的企业, 其未来股票收益率越低(Jiang et al. 2005), 但信息不确定程度提高了投资者对不同类型信息的反应程度(Zhang 2006)。企业经营层面信息不确定可以分为高质量经营信息的不确定性和低质量经营信息的不确定性, 由于发审委拥有是否允许企业上市融资的决定权, 发审委委员主要是从负面信息的角度审核企业是否具有上市资格, 因此审核意见主要体现了负面经营信息的不确定程度。基于 IPO 审核意见度量的企业信息不确定程度, 本文将从资产定价、投资者行为、分析师行为等视角, 分析价值审核中的信息价值。

(二) 研究假设

首先, 股票抑价是讨论 IPO 信息披露的重要视角。已有文献从不同维度解释了 IPO 抑价现象, Ljungqvist(2005) 将这些文献归为四类: 信息不对称、制度因素、股权结构与控制权、行为金融, 其中信息不对称因素的影响最广泛, 主要包括赢家诅咒理论(Rock, 1986)、信号理论(Allen & Faulhaber, 1989)、承销商声誉理论(Beatty & Ritter, 1986)、询价理论(Ritter & Welch, 2002)。本文主要关注企业经营层面信息不确定对抑价现象的影响, 与该视角相关度最高的理论是质量信号理论, 该理论认为质量好的企业通过抑价发行向投资者传递企业真实质量的信号, 虽然抑

价成本较高,但好公司将通过未来更多再融资获得补偿,而差公司很难通过再融资补偿抑价发行成本。因此,我们预期发审委的审核问题越多,企业信息不确定程度越高,企业 IPO 抑价水平越低。

其次, IPO 是企业由私人公司变为公众持股公司的关键一步,招股说明书记录了大量企业信息,包括企业成长历史、治理结构、融资目的、企业战略等方面,现有研究主要从上市之后企业股票收益率和风险水平分析招股说明书的信息含量(Loughran & McDonald 2013; Yan et al. 2019)。企业价值审核中的审核意见能够体现企业经营方面存在的潜在问题,这些问题是基于当前企业经营现状和审核专家的从业经验而提出,意见不仅与企业经营质量高度相关,而且综合了审核专家对未来企业经营的预期。因此,审核意见越多意味着企业潜在经营问题越多,未来企业经营信息不确定程度越高。基于此,本文预期审核意见越多,未来企业股票收益率越低,股价波动性越大。

最后,核准制下盈利性是企业上市的必要条件之一,很多企业在上市之前会通过各项调整达到盈利门槛要求,这导致上市之后“业绩变脸”的现象普遍存在(李远鹏,2009;曹廷求和张光利,2012)。现有研究发现,企业的政治关联(Fan et al. 2007)、媒体管理(方军雄,2014)等特征对企业“业绩变脸”具有显著的影响,然而缺乏对招股说明书信息披露与企业未来业绩关系的探讨。招股说明书阐述了企业在融资结构、产品市场、财务报表等方面的详细信息,这其中包含了大量能够预测未来企业经营状况的有效信息。发审委委员基于招股说明书的信息和已有经验,对拟上市企业提出了专业审核意见,审核意见越多意味着企业潜在经营质量问题越多,未来经营信息不确定程度越高。因此,这类企业发生“业绩变脸”的可能性越高。

基于以上三个方面的讨论,我们提出本文的主要研究假设:

假设 1: 发审委审核问题越多,企业的 IPO 抑价水平越低。

假设 2: 发审委审核问题越多,未来企业股票收益率越低,风险越高。

假设 3: 发审委审核问题越多,未来企业“业绩变脸”的程度越严重。

三、数据说明与模型构建

(一) 数据说明

本文采用发审委披露的审核意见度量企业经营信息不确定程度,审核意见数据来自证监会网站。审核意见数据从 2015 年 2 月 4 日开始对外公布,本文整理了截至 2019 年 12 月 31 日证监会发布的 567 份审核意见,涉及 1089 家上市企业,剔除 41 家金融企业,剩余 1048 家企业进入本文研究样本。发审委在公布审核意见时会将相似问题归类,在不同类型问题下列示具体小类问题。基于此,本文从三个维度衡量发审委委员对申报企业经营质量的质疑程度: 大类问题的个数、小类问题的个数和问题总字数。企业上市前的财务数据、股票收益数据来自国泰安数据库、Wind 数据库。从样本的行业分布来看,样本企业集中于制造业(70.06%),其次为住宿和餐饮业(8.45%)。

(二) 模型构建与指标定义

$$y_i = \alpha + \beta_1 x_i + \beta_2 Lev_b_i + \beta_3 Roe_b_i + \beta_4 Time_wait_i + \beta_5 Size_b_i + \beta_6 Nature_i + \beta_7 CR_b_i + \beta_8 SD_b_i + \beta_9 Bad_news_i + \beta_{10} Underwriter_i + Market/Industry/Quarterly\ effect + \varepsilon_i \quad (1)$$

参考黄张凯等(2016)等文献,本文采用模型(1)进行回归分析。被解释变量包括 IPO 抑价率(*Underprice*)、股票累积异常收益率(*CAR*)、股票收益波动率(*SD*)、营业收入增长率变化(*G_sale*)和利润增长率变化(*G_earning*)。由于样本期间存在新股涨幅限制,本文参考魏志华等(2019)的方法

计算了IPO股票抑价率(*Underprice*)。营业收入增长率变化(*G_sale*)和利润增长率变化(*G_earning*)分别采用IPO之后第一年的营业收入增长率和利润增长率与IPO之前同期对应指标的差值衡量。在拓展性分析中,本文还分析了审核意见对上市成本(*Cost*)、投资者情绪(*D_uplim*)、投资者信念异质性(*Bid_SD/Bid_WAD*)、投资者关注度(*Attention*)、知情者交易行为(*VPIN*)、股价崩盘风险(*NCSKEW*、*DUVOL*)、分析师预测精准度(*Ferr*)与乐观性偏差(*Pos_bias*)的影响,变量具体定义详见后文分析部分。模型(1)中的主要解释变量是企业经营信息不确定程度,本文采用发审委公布的审核意见数量的对数度量,具体为三个指标度量:大类问题个数的对数(*Q_big*)、小类问题个数的对数(*Q_small*)和问题总字数的对数(*Word_num*)。在回归分析中,本文控制了上市前公司的特征:公司上市前一年负债率(*Lev_b*)、上市前一年的账面绩效(*Roe_b*)、上市等待期(*Time_wait*)、上市前一年资产的对数(*Size_b*)和企业所有权性质(*Nature*)。本文控制了上市前的市场收益和市场风险情况,分别采用IPO前三个月市场累积收益(*CR_b*)和IPO前一个月市场收益波动标准差(*SD_b*)度量。本文还控制了上市前三个月企业负面新闻数量的对数(*Bad_news*)和承销商声誉(*Underwriter*)的影响,承销商声誉(*Underwriter*)采用上市企业的承销商是否为前十大承销商度量,对应数据来自中国证券业协会公布的证券公司营业收入排名。所有回归分析中都控制了市场类型、行业效应和季度效应。^①为了降低异常值对估计结果的影响,本文对样本数据在1%水平上进行了缩尾处理。

四、统计与计量分析

(一) 主要变量描述性统计

本文对IPO价值审核意见和被解释变量的原始值进行统计分析。从表1中可以看出,发审委对不同申请企业的审核意见数量差别较大,但样本间大类问题数量的差别较小。本文从IPO特征、股价变化、账面绩效、投资者行为和分析师行为五个维度分析了上市之后企业的不同表现。IPO特征方面,本文统计分析了股票的抑价水平、上市成本和涨停板天数,结果显示样本期间中国上市企业的IPO抑价均值为3.139,最大值高达21.858,这说明中国资本市场中的IPO抑价水平非常高;样本企业的平均上市成本为1.611元/股,上市之后连续涨停板的均值为10.314天,最小值和最大值分别为1天和29天,这意味着投资者对不同股票的投资情绪差别较大。本文从超额累积收益率、收益波动率和股价崩盘风险三个维度统计分析上市之后股价变化情况。从表1可以看出超额累积收益率(*CAR30*、*CAR60*)的均值分别为1.361和1.306,这表明中国购买并持有新股的收益率非常高,但两个风险指标(*SD30*、*SD60*)的差别并不大。企业股票的负收益偏态系数和收益上下波动比率均值分别为-0.173和0.0774,从二者的最大值来看,样本企业股票的股价崩盘风险存在较大差别。

本文从企业上市后的成长性和盈利能力变化分析上市之后企业账面绩效表现,收入增长率和利润增长率变化的均值分别为0.0173和-0.147,可以看出相比成长性,上市后企业的盈利能力下降更加明显。投资者行为方面,本文统计分析了IPO一级市场中投资者申购价格的差异,结果显示申报价格标准差和申报价格绝对距离均值分别为1.679和3.432。本文还从投资者关注程度和知情者交易水平两个视角分析了二级市场投资者信息的搜集与使用行为,二者分别采用企业的网络搜索量和知情交易概率度量,统计结果显示二者的均值分别为0.705和0.207。最后,本文统计了分析师对企业盈利的预测精准度和乐观性偏差,可以看出分析师预测精准度的差异性较大,而从乐观性偏差的中值可知分析师对企业预测的乐观性偏差较为普遍。

^① 本文所使用的样本是截面数据,因此,本文在回归分析中没有控制个体固定效应。

表 1 被解释变量的统计分析

变量	均值	最小值	最大值	中值	标准差	样本量
大类问题数(个)	3.425	0.000	8.000	3.000	1.306	1048
小类问题数(个)	7.534	0.000	24.000	6.000	5.212	1048
问题总字数(个)	665.784	0.000	1849.000	592.500	369.250	1048
IPO 抑价	3.139	0.287	21.858	2.456	2.402	1048
上市成本(元/股)	1.611	0.00640	15.070	1.460	0.994	1048
涨停板天数(天)	10.314	1.000	29.000	10.000	4.987	1048
超额累积回报率(30日)	1.361	0.00735	3.341	1.299	0.551	1048
超额累积回报率(60日)	1.306	0.00656	3.255	1.278	0.540	1047
收益波动率(30日)	0.0965	0.0620	0.120	0.0961	0.00682	1047
收益波动率(60日)	0.0783	0.0592	0.103	0.0770	0.00795	1047
负收益偏态系数	-0.173	-3.766	3.180	-0.112	1.0786	1036
收益上下波动比率	0.0774	-3.024	2.757	0.0562	0.878	1036
收入增长率变化(Q4)	0.0173	-1.995	1.550	0.00856	0.304	889
利润增长率变化(Q4)	-0.147	-39.856	9.114	-0.0611	1.494	889
申报价格标准差	1.679	0.000	104.990	0.00334	12.337	843
申报价格绝对距离	3.432	0.000	209.961	0.0131	24.681	843
网络搜索量(万)	0.705	0.000	142.648	0.000	5.714	1048
知情交易概率	0.207	0.00582	0.367	0.209	0.0604	1047
分析师预测精准度	2.117	0.000	417.820	0.363	9.766	25299
乐观性偏差	0.0108	-0.255	0.398	0.00690	0.0173	21649

本文按照审核意见的小类问题数量将样本分为三类:问题少、问题较少和问题多的企业,采用市场调整模型计算了三种类型企业 IPO 之后的累积异常收益率。^①图 1 左侧的图是将小类问题数量等分为三部分,右侧的图是按照小问题的第一四分位数和第三四分位数分组。可以看出,三种类型企业的累积异常收益率在 IPO 之后的 5 天内并没有显著差别,这主要是由于新股一般要经历涨停期(样本的平均涨停天数为 10 天)。随着时间窗口的拉长,三种类型企业的累积收益率呈现显著差异。审核意见越少的企业,其股票的市场表现越好,累积收益率越多。根据左图的统计结果显示,问题少的企业和问题多的企业在 IPO 之后 45 天超额累积收益率差异达到顶峰(43.22%),而右图显示两类企业在 IPO 之后 25 天时超额累积收益率差异达到最大值(50.51%)。这表明,IPO 价值审核意见对企业未来市场表现具有很强的预测能力,信息不确定程度越高的企业,其未来收益率越低。

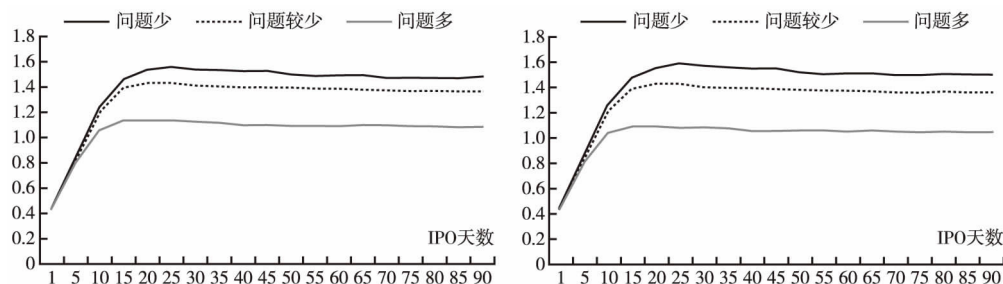


图 1 发审委委员问题数量与股票累积收益率

^① 本文也按照审核意见的大问题数量和问题总字数进行了分组统计,得到相似的结果。

(二) 计量结果分析

1. 价值审核与企业 IPO 抑价

在 IPO 核准制下,审核意见客观上体现了企业的经营质量。IPO 质量信号理论认为质量好的企业通过抑价发行向投资者传递企业真实质量的信号,质量越高的企业其抑价水平越高(Allen & Faulhaber,1989)。基于此,本文预期发审委的审核意见数量越多,企业经营不确定程度越高,经营质量越差,企业 IPO 抑价水平越低。结果如表 2 所示,发审委公布的大类问题数量(Q_big)负向影响 IPO 抑价水平($Underprice$),但没有达到显著水平,这主要由于不同企业在大类问题数量方面的差异性较小所致,^①但小类问题数量(Q_small)和问题总字数($Word_num$)都显著降低了 IPO 的抑价水平($Underprice$)。这说明本文的结果基本支持了 IPO 质量信号理论的预期,意味着企业价值审核中审核意见越多,企业经营质量越差,这类企业 IPO 的抑价水平越低。需要说明的是,关于质量信号理论的研究基本是通过 IPO 之后企业市场表现(如长期回报率、再融资行为)度量企业经营质量,进而分析企业质量与 IPO 抑价的关系,本文从事前视角客观度量了企业经营质量,为 IPO 质量信号理论提供了直接证据。

控制变量方面,本文发现企业资产规模($Size_b$)对 IPO 抑价水平存在显著负向的影响,说明大企业的 IPO 抑价水平更低。^②企业上市之前的净资产收益率(Roe_b)越高,企业 IPO 的抑价水平也越低,这意味着历史账面经营绩效越好的企业,其 IPO 定价效率更高。IPO 之前三个月市场累积收益越高(CR_b),企业 IPO 抑价水平越高,说明活跃的市场更容易助推 IPO 二级市场交易价格。企业 IPO 之前三个月的负面新闻数量(Bad_news)显著提高了企业 IPO 抑价水平,这与牛枫等(2017)的研究结论一致,媒体的负面报道能够影响询价过程中投资者的情绪和支付价格,负面报道程度越多,IPO 发行价格越低,但“打新股”的超额收益使企业股票价格在开始交易初期被不断拉升,从而使上市前负面新闻越多的企业有较高发行抑价。企业负面新闻和审核意见对 IPO 抑价水平的不同影响,也意味着审核意见受到负面新闻的影响较小。在回归过程中,本文控制了市场类型、季度效应、行业效应的影响,其他控制变量对 IPO 抑价水平没有稳健的影响。

表 2 审核意见数量与 IPO 抑价

变量	(1)	(2)	(3)
	<i>Underprice</i>		
Q_big	-0.0280 (0.0751)		
Q_small		-0.335*** (0.0845)	
$Word_num$			-0.374*** (0.117)
控制变量	控制	控制	控制
样本量	1048	1048	1048
调整 R^2	0.263	0.292	0.294

注: (1) **、*、* 分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著; (2) 括号内为行业层面的聚类标准误,下同。

2. 价值审核对股票收益与风险的预测能力

现有研究主要采用文本分析法识别招股说明书中的不确定词汇或者负面词汇,以此度量企业信

① 大类问题数量的样本分布统计数据显示,大类问题数量主要集中于 [2, 5] 范围内,累计样本占比 90.65%。

② 为节省篇幅,实证表格中的控制变量结果未汇报,若需要,可向作者索取。

息不确定程度(Yan et al. 2019) ,该方法的有效性深受词汇库、语言表达方式等方面的影响。发审委的审核意见实际上提供了采用专家打分法度量招股说明书信息质量的自然实验,这是一种内容驱动型的度量企业经营信息不确定性的客观指标。审核问题越多意味着企业未来经营信息不确定程度越高,企业未来经营质量变差的可能性越高,投资者持有该企业股票的超额收益越低。本文基于市场调整模型计算了股票 IPO 之后 30 天和 60 天的超额累积收益率,实证结果如表 3 中 Panel A 所示。研究发现,三种度量价值审核意见的指标都显著降低了 IPO 之后 30 天和 60 天的超额累积收益率(CAR) ,这意味着价值审核中被质疑越多的企业,其股票未来收益越差,这支持了本文假设 2。进一步说明上市过程中价值审核意见具有非常丰富的信息含量。本部分的结果与 Li & Liu (2017) 的研究结论不同,该文发现企业收到监管机构的 IPO 问询函数量越多,其未来的股价收益率越高,同时也与 Lowry et al. (2020) 的发现存在差异,该文发现 IPO 问询函并不能对股票未来收益率有显著的预测能力,这表明中国价值审核的审核意见与美国注册制问询函中的信息含量和作用机制存在较大差异。控制变量方面,本文发现上市前杠杆率(Lev_b) 越高的企业,上市之后股票的超额累积收益率越高,但上市前规模($Size_b$) 越大的企业,上市之后股票超额累积收益率越低。上市前企业净资产收益率(Roe_b) 越高,上市之后股票的超额累积收益率反而越低。企业上市时市场环境也显著影响了上市之后企业的收益率,上市前市场累积收益率(CR_b) 越高、市场风险(SD_b) 越大,上市之后企业的超额累积收益率越高。相比非国有企业而言,上市之后国有企业($Nature$) 的超额累积收益率更高。上市前负面新闻(Bad_news) 越多的企业,上市之后其累积收益率反而越高,这也同时说明上市前关于企业的负面报道并不能准确预测企业未来股价表现情况。

本文也从上市之后股票风险的视角分析了价值审核意见中的信息含量,采用上市之后 30 日和 60 日的股票收益波动率(SD) 度量股票风险水平。审核意见体现了企业潜在经营问题和未来经营信息不确定程度,因此,本文预期审核意见越多,企业股票风险越大。为了提高回归系数的规模,本部分将股票收益波动率(SD) 扩大 100 倍。表 3 中 Panel B 的结果表明,三种度量价值审核意见数量的指标都显著提高了企业上市之后 30 日和 60 日的股票收益波动率,这意味着价值审核过程中的审核意见能够体现未来企业经营信息不确定程度,从而能够预测未来企业股价风险水平。这与 Lowry et al. (2020) 的研究结论一致,该文发现 IPO 问询函数量对未来企业股价风险具有很强的预测力。控制变量的结果显示,上市前企业杠杆率(Lev_b) 越高,未来企业股票风险水平越高,上市前市场收益率(CR_b) 和市场风险(SD_b) 越高,同样能够显著提高未来企业股票风险水平。但上市之前企业资产规模($Size_b$) 、上市等待期($Time_wait$) 以及上市之前的净资产收益率(Roe_b) 都显著降低了未来企业股价风险水平。

3. 价值审核与企业账面业绩表现

招股说明书详细阐述了企业在融资结构、产品市场、财务报表等方面的详细信息,发审委委员基于已有经验和招股说明书的信息,对拟 IPO 企业的经营质量和发展潜力提出了质疑。由于上市盈利监管要求等原因, IPO 之后“业绩变脸”的现象在中国资本市场上比较普遍(李远鹏, 2009; 曹廷求和张光利, 2012) 。从上文的实证结果可以看出,审核意见对上市之后股票市场表现具有很强的预测能力,本部分将从 IPO 之后企业经营绩效的变化,进一步分析价值审核对未来企业经营质量的预测能力。参考 Fan et al. (2007) 的研究方法,本文选取企业 IPO 之后第一年的营业收入增长率和利润增长率与 IPO 之前同期对应指标的变化衡量企业上市之后的成长性和盈利能力的变化。从表 3 中 Panel C 中的结果可以看出,小类问题数量(Q_small) 和问题总字数($Word_num$) 都显著降低了企业 IPO 之后的成长性(G_sale) 和盈利能力($G_earning$) ,但大类问题数量(Q_big) 对未来企业成长性(G_sale) 和盈利能力($G_earning$) 没有显著的解释能力。这意味着,在 IPO 审核过程中被质疑程度越高的企业,其上市之后的成长性和盈利能力变得更差。总体而言,本文发现发审委委员在

IPO 审核过程中提出的价值审核意见对企业未来经营绩效具有非常强的预测能力,在 IPO 审核过程中被提问问题越多的企业,上市之后“业绩变脸”更严重,这进一步说明中国 IPO 企业的价值审核意见具有较高的信息含量,体现了企业经营信息不确定程度。

表 3 审核意见的预测能力

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A	CAR30			CAR60		
<i>Q_big</i>	-0.0341** (0.0158)			-0.0439* (0.0247)		
<i>Q_small</i>		-0.109*** (0.0254)			-0.0803** (0.0335)	
<i>Word_num</i>			-0.109*** (0.0276)			-0.0732** (0.0322)
样本量	1048	1048	1048	1047	1047	1047
调整 R ²	0.354	0.368	0.369	0.375	0.387	0.386
Panel B	SD30			SD60		
<i>Q_big</i>	0.186*** (0.0260)			0.166*** (0.0272)		
<i>Q_small</i>		0.138*** (0.0218)			0.0401* (0.0220)	
<i>Word_num</i>			0.102*** (0.0170)			0.0315*** (0.0107)
样本量	1047	1047	1047	1047	1047	1047
调整 R ²	0.284	0.290	0.285	0.585	0.582	0.419
Panel C	<i>G_sale</i>			<i>G_earning</i>		
<i>Q_big</i>	0.0106 (0.0368)			-0.0516 (0.0425)		
<i>Q_small</i>		-0.0187** (0.00825)			-0.0855** (0.0387)	
<i>Word_num</i>			-0.0144* (0.00817)			-0.0889*** (0.0278)
样本量	889	889	889	889	889	889
调整 R ²	0.0720	0.0906	0.0906	0.0368	0.0373	0.0375

五、拓展性分析

(一) 更具信息含量的价值审核主题

Hanley & Hoberg(2010) 分析了招股说明书中不同主题内容的信息含量。参考该研究的主题分类方法,本文进一步分析哪些主题的价值审核问题释放的不确定性信息更多。表 4 中第(1)列为价值审核问题主题对 IPO 抑价水平的影响,可以看出产品市场、法律、公司战略和市场营销问题能够显著降低企业的 IPO 抑价水平(*Underprice*),产品市场问题主要涉及企业产品价格、利润等问题,市场营销主要包括企业营销模式、营销渠道等问题,这两类问题被发审委委员质疑越多,意味着

企业在产品竞争力、盈利模式等方面的不确定性越高,这直接影响了投资者对企业 IPO 的估值。另外,如果企业在 IPO 价值审核过程中被提出的法律问题(包括企业的违法问题、法律诉讼等)越多,投资者同样认为这类企业潜在不确定程度越高,因此这类企业的 IPO 抑价水平(*Underprice*)越低。公司战略问题数量也显著降低了企业的 IPO 抑价水平(*Underprice*),这与 Hanley & Hoberg(2010)的研究发现一致,该文认为公司战略这类不易度量的信息(intangible information)能够显著影响 IPO 抑价水平。

表 4 中(2)与(3)列为价值审核问题类型与企业股票短期超额累积收益率(*CAR*)的关系,本文发现产品市场、法律、市场营销问题对上市之后企业短期超额累积收益率具有显著的预测能力,结果显示在这三方面被发审委委员质疑越多的企业,其未来经营不确定程度越高,体现在股票市场上的超额累积收益率(*CAR*)越低。从(4)、(5)列的回归结果可以看出,产品市场和企业估值方面被质疑程度越高,未来企业股票风险(*SD*)也越大;另外,我们还将关联交易、产业政策等问题放入其他问题中,研究发现其他问题越多的企业,其未来股价的风险水平(*SD*)也越高。表 4 中(6)、(7)列是关于价值审核问题主题对企业未来账面绩效表现的预测结果,可以看出只有产品市场问题对企业未来的收入和盈利增长率的变化都具有显著影响,其他主题的价值审核问题对企业未来账面绩效没有稳健性影响。综上,实证结果表明产品市场的价值审核问题对 IPO 定价效率、上市之后股票的收益和风险以及企业的账面绩效具有更强的解释能力,其他主题的审核问题信息含量相对较低。本文认为产品市场审核问题越多意味着企业在产品市场上的不确定程度越高,这将直接影响到企业未来收入的确认,而收入确认的不确定性能够显著影响企业 IPO 之后的市场表现(Teoh et al., 1998; Hanley & Hoberg 2010)。这与 Lowry et al. (2020)的研究结论保持基本一致,该文发现 IPO 中与收入确认相关的监管问询是唯一能够解释企业上市之后股票市场收益、风险水平、流动性等特征的问询主题。

表 4 不同主题审核意见的信息含量分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>Underprice</i>	<i>CAR30</i>	<i>CAR60</i>	<i>SD30</i>	<i>SD60</i>	<i>G_sale</i>	<i>G_earning</i>
产品市场	-0.185*** (0.0291)	-0.0360*** (0.0112)	-0.0325* (0.0167)	0.0604*** (0.0191)	0.0548*** (0.0123)	-0.0197*** (0.00614)	-0.182*** (0.0465)
会计	0.0666 (0.0506)	0.00227 (0.0118)	0.00343 (0.0165)	0.00241 (0.0250)	0.0144 (0.0115)	-0.00827 (0.00750)	-0.0150 (0.0206)
法律	-0.301*** (0.0435)	-0.103*** (0.0112)	-0.0783*** (0.0157)	0.0562 (0.0323)	-0.0451 (0.0287)	0.0123 (0.00751)	-0.0601** (0.0250)
公司战略	-0.258* (0.144)	-0.00248 (0.0657)	-0.0158 (0.0916)	-0.0640 (0.0529)	-0.106 (0.0801)	0.000733 (0.0155)	0.158 (0.129)
专利	0.105 (0.0780)	-0.00250 (0.0314)	0.0264 (0.0209)	-0.00683 (0.0378)	-0.0532 (0.0307)	-0.0154 (0.0234)	-0.0915 (0.100)
市场营销	-0.287*** (0.0721)	-0.101*** (0.0320)	-0.0794*** (0.0187)	-0.0213 (0.0551)	-0.138*** (0.0393)	-0.0180 (0.0128)	0.0614*** (0.0167)
估值	0.100 (0.188)	-0.00192 (0.0473)	0.0552 (0.0414)	0.322** (0.149)	0.507*** (0.0928)	-0.0863*** (0.0262)	0.0382 (0.336)
公司治理	-0.0669 (0.0519)	-0.00681 (0.0235)	-0.0124 (0.0262)	0.0408 (0.0292)	0.0342 (0.0299)	0.0104 (0.00956)	0.0423 (0.0655)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	<i>Underprice</i>	<i>CAR30</i>	<i>CAR60</i>	<i>SD30</i>	<i>SD60</i>	<i>G_sale</i>	<i>G_earning</i>
其他问题	0.000917 (0.0747)	-0.0196 (0.0137)	-0.00788 (0.0191)	0.0649*** (0.0177)	0.0286* (0.0154)	-0.00755 (0.00447)	0.155*** (0.0252)
样本量	1048	1048	1047	1047	1047	889	889
调整 R ²	0.340	0.375	0.392	0.291	0.594	0.0989	0.0452

(二) 价值审核与上市成本、投资者情绪

在中国资本市场中,企业从材料申报到发行上市平均要经历 2 年左右的时间,在这个过程中承销商、会计事务所、律师事务所等中介机构需要做大量协助性工作。从逻辑上来讲,质量越差的企业,需要中介机构付出更多时间做“粉饰”工作,而这些“粉饰”工作需要企业支付相关费用,其中最普遍的是财务包装(刘焯和吕长江 2015),企业上市费用越高,其被“粉饰”的可能性越大,其真实质量越差(曹廷求和张光利 2012)。如果企业在 IPO 审核过程中被质疑程度越高,那么企业需要向中介机构支付更多的费用对上市材料进行完善,以提高上市审核通过的可能性。因此,本文预期审核意见能够显著提高企业发行成本。本文采用每股发行费用的对数衡量企业的发行成本(*Cost_IPO*),发行费用包括总承销费用、保荐费用、注册会计师费用等十项费用。表 5 Panel A 中(1) — (3) 列示了审核意见对发行成本(*Cost_IPO*)的影响,可以看出被发审委委员质疑越多的企业,其发行成本越高,这说明价值审核中被质疑越多的企业,需要中介机构付出更多的工作来“粉饰”企业质量,以提高 IPO 成功的可能性,这与 Li & Liu(2017)的研究结论相一致。

为了遏制新股炒作的现象,沪深交易所于 2013 年底出台了 IPO 首日限价政策,但政策并没有达到预期效果(魏志华等 2019),在限价政策的影响下新股出现连续涨停的现象。然而,不同新股的连续涨停天数差别较大,这体现了投资者对不同股票的投资情绪存在差异。对于经营质量高、投资价值高的股票,投资者会更加乐观,因此这类企业股票连续涨停的天数更多,本文预期审核意见越少的企业,其投资者情绪更加乐观,股票连续涨停的天数更多。股票涨停天数数据来自 Wind 数据库,本文采用其对数形式度量股票涨停天数(*D_uplim*)。从表 5 Panel A 中(4) — (6) 列的结果可以看出,审核意见中大类问题数量(*Q_big*)对涨停天数(*D_uplim*)没有显著影响,但审核意见小类问题数量(*Q_small*)和问题总字数(*Word_num*)都显著降低了股票涨停天数(*D_uplim*),这意味着审核意见越多,企业经营信息不确定程度越高,投资者对企业经营预期乐观程度越低,因此,支撑股票价格持续上涨的市场力量越弱。

(三) 价值审核意见数量与一级市场投资者信念异质性

投资者的信念异质性对资产定价具有重要影响(Miller,1977),影响投资者信念异质性的因素有很多,但最重要的因素应该是基础资产价值的信息不确定程度。如果企业经营层面潜在问题越多,企业未来经营不确定性越高,投资者对企业估值的差异性越高。因此,如果审核意见体现了企业经营层面的潜在问题,本文预期审核意见越多的企业,企业经营信息不确定程度越高,一级市场投资者的信念异质性越大。参考 Han et al.(2019)的研究方法,本文采用询价过程中投资者的股票申报价格的差异度量投资者的信念异质性程度。具体而言,本文使用投资者申报数量加权的申报价格标准差的对数(*Bid_SD*)和申报数量加权的申报价格绝对距离的对数(*Bid_WAD*)度量投资者信念异质性。在 1048 家样本企业中,有 205 家企业采用网上定价的发行方式,843 家样本企业存在网下询价数据。表 5 中 Panel B 的结果显示,企业审核意见显著提高了 IPO 一级市场投资者信念异质性水平,说明审核意见越多,企业经营潜在问题越多,未来经营信息不确定性程度越大,投资者对这类企业价值评估的差异性越大。

表 5 审核意见数量与上市成本、投资者情绪与信念

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A	<i>Cost_IPO</i>			<i>D_uplim</i>		
<i>Q_big</i>	0.0397 ^{***} (0.0102)			-0.00341 (0.0172)		
<i>Q_small</i>		0.0354 ^{***} (0.00357)			-0.0832 ^{***} (0.0162)	
<i>Word_num</i>			0.0233 ^{***} (0.00239)			-0.0647 ^{***} (0.0134)
样本量	1048	1048	1048	1048	1048	1048
调整 R ²	0.410	0.412	0.410	0.391	0.399	0.398
Panel B	<i>Bid_SD</i>			<i>Bid_WAD</i>		
<i>Q_big</i>	0.0791 ^{**} (0.0366)			0.103 [*] (0.0513)		
<i>Q_small</i>		0.0306 ^{**} (0.0138)			0.0384 ^{**} (0.0179)	
<i>Word_num</i>			0.0374 ^{**} (0.0153)			0.0454 ^{**} (0.0207)
样本量	843	843	843	843	843	843
调整 R ²	0.0506	0.0502	0.0560	0.0548	0.0546	0.0590

(四) 价值审核与二级市场投资者信息搜集、知情者交易行为

行为金融学理论认为投资者的注意力和信息处理能力是有限的(Hirshleifer et al. 2011; 金宇超等 2017) 注意力的有限性决定了投资者注意力在使用方向上具有排他性。一般而言,相比绩效差的企业,绩效好的企业股票更容易吸引投资者的关注。审核意见越多意味着企业信息不确定程度越高,未来企业经营绩效变差的可能性越大,因此这类企业将逐渐失去投资者的关注。另一方面,信息不确定程度越高的企业,其信息不对称问题越严重(Brown & Hillegeist 2007)。本部分从信息的获取与使用视角,分析审核意见对投资者关注行为和知情者交易行为的解释能力。

第一,参考宋双杰等(2011)等文献的做法,本文采用企业网络搜索量的对数度量投资者对企业股票的关注程度,搜索量越高意味着企业被投资者关注程度越高,数据来自中国研究数据服务平台数据库中的企业网络搜索指数。表 6 中(1) — (3) 列显示了价值审核意见对 IPO 之后 30 日内投资者关注程度(*Attention*) 的影响,①本文发现审核意见数量越多的企业,未来投资者的关注程度显著下降,这意味着经营质量越高的企业越容易受到投资者的关注。第二,参考 Brown & Hillegeist (2007) 等文献的研究方法,本文采用知情者交易(*VPIN*) 度量企业信息不对称程度,具体而言我们使用 IPO 之后 30 日内的知情交易概率(*VPIN*) 度量知情者交易程度,*VPIN* 指标取值越高意味着企业信息不对称程度越高,该数据来自国泰安数据库。从表 6 中(4) — (6) 列的结果可以看出,审核问题的大类问题数量(*Q_big*) 没有显著影响股票的知情者交易程度(*VPIN*),但小类问题数量(*Q_small*) 和问题总字数(*Word_num*) 都显著提高了企业股票的知情者交易(*VPIN*) 水平,这基本说明审核意见越多的企业,上市后其信息不对称问题越严重,知情者交易行为越多。

① 本文也分析了价值审核意见对 IPO 之后 60 日内投资者关注程度的影响,实证结果与 30 日的结果基本一致。

表 6 审核意见数量与二级市场投资者行为

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Attention			VPIN		
<i>Q_big</i>	-0.934** (0.425)			-0.00549 (0.00728)		
<i>Q_small</i>		-1.318*** (0.146)			0.00511** (0.00238)	
<i>Word_num</i>			-1.204*** (0.0961)			0.00535* (0.00303)
样本量	1048	1048	1048	1047	1047	1047
调整 R ²	0.333	0.357	0.355	0.338	0.339	0.338

(五) 价值审核与股价崩盘风险

在 IPO 价值审核过程中,被质疑越多的企业未来存在经营问题的可能性越高,较多的经营问题催生了企业高管在未来隐匿坏消息的行为,这将提高企业股价的崩盘风险(Jin & Myers, 2006)。本部分从股价崩盘风险的角度,进一步分析审核意见对未来股票价格的预测能力。参考 Hutton et al. (2009) 等方法,本文采用企业股票价格的负收益偏态系数(*NCSKEW*)和收益上下波动比率(*DUVOL*)度量企业股价崩盘风险,需要说明的是本文计算的是从企业上市日起未来一年的股价崩盘风险,负收益偏态系数、收益上下波动比率数值越高,股票崩盘风险越大。结果如表 7 中 Panel A 所示,我们可以看出审核意见数量显著提高了负收益偏态系数(*NCSKEW*),审核意见大类问题数量(*Q_big*)和总字数(*Word_num*)也都显著提高了收益上下波动比率(*DUVOL*),但小类问题数量(*Q_small*)对收益上下波动比率(*DUVOL*)的影响不显著为正。总体而言,本文发现 IPO 审核过程中审核意见越多,未来企业股价崩盘风险越高,表明当企业经营信息不确定程度越高时,企业股票价格“暴涨暴跌”的可能性更大。

(六) 价值审核与分析师预测行为

分析师是资本市场中信息传播的重要中介,分析师通过企业招股说明书、财务报表、实地调研、电话会议等渠道获取企业深度信息,分析师预测行为的有效性能影响资本市场运行效率。吴锡皓和胡国柳(2015)发现企业不确定因素的增多会显著提高分析师的预测偏差,价值审核意见体现了企业经营层面的不确定性,不确定性越高意味着未来企业经营中的风险越大,这将直接影响分析师对企业经营的预测能力;另外,分析师预测普遍存在乐观性偏差(O'Brien, 1988),相比经营质量较好的企业而言,经营质量较差的企业向外释放了更多负面信息,这将降低分析师预测的乐观性偏差。基于此,本文预期 IPO 审核中被质疑程度越高的企业,分析师对企业预测的精准度和乐观性偏差都显著降低。分析师预测精准度(*Ferr*)的计算方式为分析师预测的每股收益减去该年该股票的实际每股收益的差值的绝对值再除以该股票的实际每股收益的绝对值,从统计数据可以看出该值的差异性较大,因此,本文对其进行对数化处理。乐观性偏差(*Pos_bias*)的计算方法为预测的每股收益减去该年该股票的实际每股收益除以预测前一个交易日该股票收盘价格。本部分关注了价值审核意见对上市后一年内分析师对企业预测精准度和乐观性偏差的影响,结果如表 7 中 Panel B 所示,可以看出审核意见数量显著降低了分析师预测精准度(*Ferr*)和乐观偏差程度(*Pos_bias*),这意味着审核意见越多的企业,其经营质量越差,未来经营信息不确定性程度越高,从而使分析师准确预测企业盈利的能力下降,也降低了分析师对企业预测的乐观程度。

表 7 审核意见数量与股价崩盘风险和分析师预测行为

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A	<i>NCSKEW</i>			<i>DUVOL</i>		
<i>Q_big</i>	0.352 ^{***} (0.0596)			0.271 ^{***} (0.0681)		
<i>Q_small</i>		0.0847 [*] (0.0400)			0.0332 (0.0355)	
<i>Word_num</i>			0.0920 ^{***} (0.0243)			0.0636 ^{***} (0.0186)
样本量	1036	1036	1036	1036	1036	1036
调整 R ²	0.157	0.151	0.150	0.182	0.176	0.177
Panel B	<i>Ferr</i>			<i>Pos_bias</i>		
<i>Q_big</i>	-0.216 ^{***} (0.0530)			-0.381 ^{**} (0.166)		
<i>Q_small</i>		-0.122 ^{***} (0.0381)			-0.174 ^{**} (0.0699)	
<i>Word_num</i>			-0.0818 ^{***} (0.0266)			-0.203 ^{***} (0.0402)
样本量	25299	25299	25299	21649	21649	21649
调整 R ²	0.115	0.113	0.111	0.0707	0.0693	0.0729

(七) 稳健性分析

为了验证审核意见的信息含量,从更长的时间视角分析审核问题数量与股票市场表现的关系,本文采用购买持有异常收益率(*BHAR*)度量上市之后90日和180日的股票超额累积收益情况。回归结果与30日和60日的超额累积收益率的结果基本相似。同样,本文也计算了上市之后90日和180日的股票风险,并基于此分析了审核意见对较长时期中股票风险水平(*SD*)的影响。实证结果显示,三个度量审核意见数量的指标都显著提高了90日和180日的股票风险水平(*SD*),这与前文分析短期内股票风险水平的结果基本保持一致,说明审核意见数量越多的企业,其未来经营信息不确定程度越高,从而导致股票价格波动较大。同时,这些结果也进一步验证了前文相关结果的稳健性。

六、结论与启示

IPO是企业进入资本市场的关键一步,相比国外高度市场化的IPO过程,中国资本市场的上市制度中包含了更多的监管因素。不管在核准制下还是在现有注册制下,监管审核始终是中国上市制度中的特殊安排。这种特殊的制度安排源于中国资本市场的特殊发展进程,而探究上市制度中监管审核的有效性成为促进中国资本市场发展的重要切入点。基于IPO过程中发审委的审核意见,从信息不确定的视角,本文实证分析了上市过程中价值审核中的信息含量。发审委的审核意见相当于采用专家打分法对拟IPO企业经营质量的客观评价,统计分析发现上市之后审核意见数量的差异能够显著解释未来企业股票收益率的不同。计量分析结果表明,审核意见数

量越多的企业,其IPO抑价水平越低,未来的股价收益率越低,但风险水平越高,而且这类企业未来的成长性和盈利能力下降更加严重。拓展性分析为检验价值审核意见的信息含量提供了更多维度的经验证据。具体而言,本文发现价值审核中产品市场主题的审核问题信息含量最高,如果企业的IPO审核意见数量越多,企业的上市成本越高,IPO之后连续涨停的天数越少,一级市场中投资者信念异质性程度越高。另外,IPO审核意见越多的企业,其未来被投资者关注的程度越低,但知情者交易水平和股价崩盘风险越高,这意味着企业信息不对称的问题越严重。最后,本文还发现分析师对审核意见越多企业的预测精准度和乐观性偏差也显著降低。总体而言,本文研究结果表明IPO价值审核意见能够体现企业经营层面信息不确定程度,对未来股票市场表现具有很强的预测能力。

在中国股票发行制度进入注册制的现实背景下,本文的研究结论具有以下两点政策启示。第一,以信息披露制度为核心,提高信息披露的有效性。注册制的核心是信息披露,信息披露的有效性不仅取决于信息是否全面披露,更重要的影响因素是披露信息的真实性、有效性。现阶段,中国上市企业基本按照监管部门的规定完成了信息披露的“基本动作”,但有偏披露、信息造假的问题屡见不鲜,这直接影响了中国股票市场信息披露制度的有效性。新版《中华人民共和国证券法》提高了违规信息披露的处罚力度,这对上市企业的信息披露行为具有显著的震慑作用。但注册制并非意味着放弃审核,企业价值审核仍然是企业IPO的重要一步。^①在有法可依的前提下,监管部门需要提高对上市企业信息披露质量的监察力度,从而使法律得到贯彻和执行,提高中国股票市场信息披露的有效性。第二,充分利用中国上市制度中的审核机制,提高股票发行和资本市场运行效率。与美国等市场的注册制不同,中国注册制实行问询式审核,问询和审核在股票发行中都扮演着重要的角色。作为中国资本市场中特殊的制度安排,审核过程中的审核意见具有非常强的信息含量,然而这些意见仅仅将企业潜在的问题点识别出来。相比而言,企业对审核意见的回复更具有信息含量。因此,我们建议证监会和交易所将企业回复审核意见的信息全面、详细地向投资者披露,以此进一步提高中国资本市场中IPO过程的信息披露水平。

参考文献

- 曹廷求、张光利 2012 《上市公司高管辞职的动机和效果检验》,《经济研究》第6期。
- 陈运森、邓祎璐、李哲 2019 《证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据》,《管理世界》第3期。
- 方军雄 2014 《信息公开、治理环境与媒体异化——基于IPO有偿沉默的初步发现》,《管理世界》第11期。
- 黄张凯、刘津宇、马光荣 2016 《地理位置、高铁与信息:来自中国IPO市场的证据》,《世界经济》第10期。
- 金宇超、靳庆鲁、李晓雪 2017 《资本市场注意力总量是稀缺资源吗》,《金融研究》第10期。
- 李远鹏 2009 《经济周期与上市公司经营绩效背离之谜》,《经济研究》第3期。
- 刘焯、吕长江 2015 《公司IPO盈余管理路径研究——以贵人鸟为例》,《南开管理评论》第12期。
- 牛枫、叶勇、陈效东 2017 《媒体报道与IPO公司股票发行定价研究——来自深圳中小板上市公司的经验证据》,《管理评论》第11期。
- 沈华玉、吴晓晖 2018 《信息不对称、信息不确定与定向增发中的利润承诺》,《世界经济》第3期。
- 宋双杰、曹晖、杨坤 2011 《投资者关注与IPO异象——来自网络搜索量的经验证据》,《经济研究》第12期。
- 魏志华、曾爱民、吴育辉、李常青 2019 《IPO首日限价政策能否抑制投资者“炒新”?》,《管理世界》第1期。
- 吴锡皓、胡国柳 2015 《不确定性、会计稳健性与分析师盈余预测》,《会计研究》第9期。
- Allen, F., and G. R. Faulhaber, 1989, “Signalling by Underpricing in the IPO Market”, *Journal of Financial Economics*, 23(2), 303—323.

^① 上交所科创板官方网站的披露数据显示,截至2020年12月31日,科创板在上市委一共审核通过了226家上市企业,大部分企业经过问询之后顺利通过上市委的审核,但也出现了北京国科环宇科技股份有限公司、上海泰坦科技股份有限公司被上市委否决的案例,这体现出中国问询式审核的作用。

- Arnold, T. , R. P. H. Fishe , and D. North , 2010, “The Effects of Ambiguous Information on Initial and Subsequent IPO Returns” , *Financial Management* , 39(4) , 1497—1519.
- Beatty, R. P. , and J. R. Ritter , 1986, “Investment Banking , Reputation , and Underpricing of Ipos” , *Journal of Financial Economics* , 15(1—2) , 213—232.
- Brown , S. , and S. A. Hillegeist , 2007, “How Disclosure Quality Affects the Level of Information Asymmetry” , *Review of Accounting Studies* , 12(2—3) , 443—477.
- Crain , N. , R. Parrino , and R. Srinivasan , 2017, “Uncertainty , Prospectus Content , and the Pricing of Initial Public Offerings” , SSRN Working Paper.
- Dechow , P. M. , L. Alastair , and R. James , 2016, “SEC Comment Letters and Insider Sales” , *Accounting Review* , 91(2) , 401—439.
- Fan , J. P. , T. J. Wong , and T. Zhang , 2007, “Politically Connected CEOs , Corporate Governance , and Post-IPO Performance of China’s Newly Partially Privatized Firms” , *Journal of Financial Economics* , 84(2) , 330—357.
- Griffin , D. , and A. Tversky , 1992, “The Weighing of Evidence and the Determinants of Confidence” , *Cognitive Psychology* , 24(3) , 411—435.
- Guo , R. J. , B. Lev , and N. Zhou , 2004, “Competitive Costs of Disclosure by Biotech IPOs” , *Journal of Accounting Research* , 42(2) , 319—355.
- Han , J. , Z. Pan , and G. L. Zhang , 2019, “Divergence of Opinion and Long-Run Performance of Private Placements: Evidence from the Auction Market” , *Journal of Financial Research* , 42(2) , 271—302.
- Hanley , K. W. , and G. Hoberg , 2010, “The Information Content of IPO Prospectuses” , *Review of Financial Studies* , 23(7) , 2821—2864.
- Hirshleifer , D. , S. S. Lim , and S. H. Teoh , 2011, “Limited Investor Attention and Stock Market Misreactions to Accounting Information” , *Review of Asset Pricing Studies* , 1(1) , 35—73.
- Hutton , A. P. , A. J. Marcus , and H. Tehrani , 2009, “Opaque Financial Reports , R2 , and Crash Risk” , *Journal of Financial Economics* , 94(1) , 67—86.
- Jiang , G. , C. M. C. Lee , and Y. Zhang , 2005, “Information Uncertainty and Expected Returns” , *Review of Accounting Studies* , 10(2—3) , 185—221.
- Jin , L. , and S. C. Myers , 2006, “R² around the World: New Theory and New Tests” , *Journal of Financial Economics* , 79(2) , 257—292.
- Leone , A. J. , S. Rock , and M. Willenborg , 2007, “Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offerings” , *Journal of Accounting Research* , 45(1) , 111—153.
- Li , B. , and Z. Liu , 2017, “The Oversight Role of Regulators: Evidence from SEC Comment Letters in the IPO Process” , *Review of Accounting Studies* , 22(3) , 1229—1260.
- Ljungqvist , A. , 2005, “IPO Underpricing” , *Handbook of Empirical Corporate Finance* , 2 , 375—422.
- Loughran , T. , and B. McDonald , 2013, “IPO First-day Returns , Offer Price Revisions , Volatility , and Form S - 1 Language” , *Journal of Financial Economics* , 109(2) , 307—326.
- Lowry , M. , R. Michaely , and E. Volkova , 2020, “Information Revelation through Regulatory Process: Interactions Between the SEC and Companies Ahead of the IPO” , *Review of Financial Studies* , 33(12) , 5510—5554.
- Miller , E. M. , 1977, “Risk , Uncertainty , and Divergence of Opinion” , *Journal of Finance* , 32(4) , 1151—1168.
- O’Brien , P. C. , 1988, “Analysts’ Forecasts as Earnings Expectations” , *Journal of Accounting and Economics* , 10 , 53—83.
- Ritter , J. R. , 2003, “Behavioral Finance” , *Pacific-Basin Finance Journal* , 11(4) , 429—437.
- Ritter , J. R. , and I. Welch , 2002, “A Review of IPO Activity , Pricing , and Allocations” , *Journal of Finance* , 57(4) , 1795—1828.
- Rock , K. , 1986, “Why New Issues are Underpriced” , *Journal of Financial Economics* , 15(1—2) , 187—212.
- Teoh , S. H. , I. Welch , and T. J. Wong , 1998, “Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings” , *Journal of Finance* , 53(6) , 1935—1974.
- Yan , Y. , X. Xiong , J. G. Meng , and G. Zou , 2019, “Uncertainty and IPO Initial Returns: Evidence from the Tone Analysis of China’s IPO Prospectuses” , *Pacific-Basin Finance Journal* , 57 , 1—22.
- Zhang , X. F. , 2006, “Information Uncertainty and Stock Returns” , *Journal of Finance* , 61(1) , 105—137.

IPO Value Review and Stock Market Performance

ZHANG Guangli^a, XUE Huili^a and GAO Hao^b

(a: Business School , Central University of Finance and Economics;

b: PBC School of Finance , Tsinghua University)

Summary: The sound development of capital market calls for a high quality information disclosure and how to improve the operation efficiency of the capital market by improving the information disclosure quality is a big issue concerned by academia and regulators. Whether in the approval-based system or the registration-based system , regulatory review is always a special arrangement in Chinese stock issuance system. Therefore , discussion about the effectiveness of IPO review process is of great significance to promote the operation efficiency of the capital market. From the perspective of information uncertainty , this paper focuses on the information value and market impact of the review comments made by the Public Offering Review Committee of China Securities Regulatory Commission (CSRC) during the listing process. First , we find that the number of review comments can negatively predict the IPO underpricing and the future stock cumulative abnormal return. We also find that firms with more review comments show a higher stock risk and worse book performance. Second , we further analyze the information value of review comments from the perspectives of comments' topics , issuance cost , investor sentiment , and investor belief in the primary market. The empirical results show that review comments related to the product market contain more information and have a stronger explanatory power about IPO underpricing , stock returns and risks , and firms' book performance. We also find that there is higher issuance cost , fewer continuous days of raising limit , and higher investor belief heterogeneity when firms receive more review comments. Third , from the perspective of information collection behavior and information asymmetry , we study the impact of review comments on investor attention , insider trading , and stock price crash risk. The results show that firms with more review comments will have less investor attention , more insider trading , and higher stock price crash risk in the future. Finally , this paper also analyzes the relationship between review comments and analyst behavior , finding that there is a significantly negative impact of review comments' number on analysts' forecast accuracy and optimism deviations.

There are two main innovations of this paper. First , this paper focuses on the information value of review comments during the Chinese listing process for the first time. We employ review comments to measure firm information uncertainty by which we analyze the effect of information uncertainty on IPO underpricing , investor behavior , and analyst behavior. This paper provides a new measurement for firm information uncertainty and enriches the relevant research on review comments. Second , this paper provides a new perspective on how to improve the effectiveness of capital market information disclosure. The registration-based system is the trend of China's capital market reform. From the review rules of the STAR Market , We find that the functions and rules of the Listing Committee under the registration-based system and the Public Offering Review Committee under the approval-based system are similar. The analysis of the information value of the review comments made by the Public Offering Review Committee can provide empirical evidence for improving the functions of review process Under the registration-based system. Based on the conclusion of this paper , we regard that there are two ways to improve the efficiency of China's capital market. First , the quality of information disclosure is the basis for the development of capital market. In order to improve the effectiveness of information disclosure in China's stock market , regulators need to strengthen the supervision about the information disclosure quality of listed firms. Second , it is necessary to make full use of the review process in China's listing system to improve the efficiency of stock issuance and capital market. We suggest that when disclosing the review comments of the Listing Committee , the stock exchange should also disclose the issuers' reply to the investors in detail , which can further improve the level and quality of the listed firms' information disclosure.

Keywords: Information Uncertainty; Review Comments; IPO Underpricing; Stock Price

JEL Classification: G14 , G32 , G12

(责任编辑: 恒 学)(校对: 曹 帅)