

会计信息质量、分析师预测 与IPO股价信息含量^{*}

陈 艳 梁 烁 于洪鉴

内容提要 本文以我国沪深A股上市公司2009—2014年的面板数据为样本,以会计信息质量为切入点,实证检验了会计信息质量、分析师预测对IPO股价信息含量的影响,并进一步探讨了会计信息质量对分析师预测准确性与IPO股价信息含量之间相关关系的影响,尝试对新股发行阶段市场效率低下的原因进行探析。研究结果表明:会计信息质量越高、分析师预测准确性越高,IPO股价的信息含量就越高,即两者的提高能够有效地改善新股上市后短时间内的市场有效性。而随着会计信息质量的提高,分析师预测准确性与IPO股价信息含量之间的正向关系会逐渐减弱;换言之,会计信息质量的提高,使得投资者更加关注公司上市直接披露的信息,因而会削弱分析师预测的效应。由此说明,资本市场中仍需以会计信息质量为本,从某种程度上也反映出我国投资者具备了一定的价值判断能力。

关键词 会计信息质量 分析师预测 IPO
股价信息含量 新股发行市场效率

一、引言

证监会发布的《关于进一步推进新股发行

体制改革的意见》(2013)提出了新股发行体制由“核准制”向“注册制”转变,集中突出了信息披露和中小投资者保护的基本理念。随着IPO注册制的悄然推进,A股市场基础性制度也在不断地完善,其中《证券法》的再次修订在资本市场上引起了热烈的反响。实际上,投资者在现阶段对我国证券市场缺乏信心,A股市场的巨幅震荡也在不断地加深着人们对市场的担忧。一大批大股东及经理人在公司挤过了上市这根黄金独木桥后顷刻暴富,新股上市进入二级市场后公司股价却又高度无个性地随大盘抑或板块共同涨跌,市场资源配置效率低下,并且我国证券首发市场长期存在的“三高”、“打新”、“业绩变脸”等种种问题,使得许多投资者对我国证券市场的有效性和能否推进注册制改革共存质疑。在此背景下,本文拟通过IPO股价信息含量的研究,向投资者较为直观地呈现出我国新股上市后的市场效率,以此为投资者进行上市公司的价值判断提供一定的参考。

在IPO定价中,更多的公司信息是由招股说明书所揭示的,投资者据此搜集信息并作出决策。一般来讲,当公司的会计信息质量较低时,外部投资者获取信息成本较高。当外部投资者面临过高的信息获取成本时,他们便不愿投入更多的精力去搜集处理公司层面的信息,也就

^{*}本文得到国家社会科学基金资助项目(15BGL055)和东北财经大学国际合作研究支持项目(DUFE2015GY07)的资助。

出现了所谓的“柠檬市场”，此时市场效率不言而喻。因此，会计信息质量会对IPO股价信息含量产生重大的影响。此外，证券分析师在股票市场中扮演着会计信息需求者和预测信息供给者的双重角色（蔡祥文、李志文和张为国，2003）。公司上市时，招股说明书中所披露的信息十分繁杂，与普通投资者相比，证券分析师可以凭借其专业技能对信息进行更加有效的分析处理并进行定价预测，提高了信息的传播效率，理论上也可以提高IPO股价信息含量。然而，在我国股票市场的特殊背景下，这两者对IPO股价信息含量的影响仍需进一步检验，这也正是本文的研究主题所在。

二、文献综述和研究假设

（一）文献综述

关于IPO股价信息含量的研究源于股价同步性的研究。股价的变动源于投资者对信息的反映，Roll（1988）认为，由市场波动所导致的个股收益率变化可以通过 R^2 进行度量，其值越小，市场对个股股价变动的影响越小，公司层面信息对股票价格变动影响越大，由此可见， R^2 能够通过直观体现股价的信息含量反映市场效率。针对我国股票新股发行市场，在Roll等的研究基础上，邹斌和夏新平（2010）以IPO股价信息含量为研究对象，从新股信息效率这一角度研究了IPO股价信息含量对IPO抑价的影响，认为其能够有效地降低上市首日的超额收益。

国外学者对股价信息含量的研究较早，研究成果表明，市场发展程度、披露信息质量、法律制度、分析师预测等因素对股价信息含量都具有重大的影响。Morck、Yeung和Yu（2000）从宏观的角度将不同国家的股票市场进行对比，结果显示，各国股票市场的股价信息含量存在着一定的差异，进一步，证券市场越成熟，股价受市场或者板块的影响越小，股价信息含量越

高。Li、Morck和Yang（2004）研究了市场自由化程度对股价信息含量的影响，最终也验证了两者间显著的正相关关系。Li和Myers（2006）证实了各国间股价信息含量差异产生的原因主要源于披露信息的质量差异，指出较低的信息质量除了将直接导致投资者掌握较少的公司信息以外，外部投资者还承担了更高的风险，知情交易比例下降，并由此导致了股价信息含量不可避免地减少。在法律制度因素对股价信息含量的影响方面，国外学者主要针对内幕交易法的实施所带来的影响进行了相关性的研究。Fernande（1983）认为，由于公司内部人掌握更加全面及时的内部消息，其通过内幕交易便能够提高股价中的公司特质信息含量。而实施内幕交易法后，内幕交易得以有效抑制，股价信息含量可能因此而有所降低。那么分析师预测是否会影响股价信息含量？Piotroski和Roulstone（2004）通过实证检验得出了证券分析师预测行为与股价信息含量存在负相关关系的结论，因为证券分析师更关注市场和行业的变化，而不是注重于搜集处理公司信息。

近年来，我国学者也越来越关注股价信息含量的研究，由于我国资本市场属于新兴市场，与国外研究相比，国内学者最先关注的是能够提高股价信息含量的具体因素，比如会计信息质量、资本市场分析师的预测行为、公司治理等。其中，会计信息质量作为影响股价信息含量的重要因素，被众多学者所关注。袁知柱和鞠晓峰（2008）实证研究了会计信息质量与股价信息含量间的相关关系，结果表明两者呈显著正相关。这一结果后来也被其他学者加以证实，金智（2010）以应计质量衡量会计信息质量，研究其对股价信息含量的影响，得到了相同的结论。

而对于证券分析师的作用，基于不同的市场背景，中外学者研究结论不尽相同。朱红军、何贤杰和陶林（2007）探究了我国证券分析师预

测行为与股价信息含量的关系,与国外研究结论不同,他们发现我国证券分析师预测能够有效提高股价的信息含量,更加关注公司层面信息。上市公司作为股票市场的重要参与者,必然会对股价信息含量具有重大的影响。袁知柱和鞠晓峰(2009)对此做了较为全面的研究,认为公司治理的各方面,如所有权比例、治理结构、外部审计等都能够影响股价信息含量。

从目前所占有的文献来看,虽然国外的相关研究相对全面充实且具有一定的借鉴意义,但由于我国资本市场仍处于转型期,具有特殊的制度与市场背景,因此国外研究成果并不一定适用于我国。与国外的研究相比,我国学者则是近年来才集中关注股价信息含量问题的,研究成果相对较少,主要集中在几个单独因素对股价信息含量的影响,并且绝大多数研究关注的是公司上市后相当长一段时间内市场的股价信息含量,缺乏对IPO阶段的股价信息含量的关注,IPO阶段的市场效率扑朔迷离。随着注册制改革不断推进,此时市场的IPO信息效率与市场效率将成为研究重点。考虑到会计信息质量、分析师预测与股价信息含量之间重要的相关关系,本文将研究两者对IPO股价信息含量的影响,并进一步探究它们的相互作用,以期探明提高市场效率的途径。

(二)研究假设

一个富有效率的资本市场能够无摩擦地实现其资本配置功能,证券的价格必须能够较好地体现其价值(Fama, 1976)。这就是说,新股的定价最终会直接影响到资本市场的效率,它通过与新股相关的会计信息进入IPO发行价的程度来衡量。会计信息披露越充分,信息的揭示能力越强,信息含量程度就越高,IPO市场效率也就越高。

目前我国核准制下的定价方式并不是真正意义上的市场化定价,IPO始终是一种稀缺性资源,由于存在信息不对称问题,造成IPO新股炒

作的现象十分严重。投资者总是希望通过不断地获取私有信息在IPO阶段获得超额收益。当获得的收益大于搜集信息所付出的成本时,投资者倾向于搜集私有信息;反之,当搜集信息所付出的成本大于获得收益时,投资者将不愿意投入时间精力去搜集私有信息。而会计信息质量低下时,投资者获取私有信息的成本高,这种信息的不对称使得投资者难以对IPO的公司进行价值判断,而倾向于以整个市场的平均价值来衡量不同的上市公司,从而产生“劣币驱逐良币”的结果,IPO股价不能真正地传递公司层面信息,市场有效性较低。就风险而言,当会计信息质量高时,外部投资者在承担一定市场风险的基础上承担了更多公司层面的风险,这促使其搜寻更多的公司特质信息以作出投资决策,并通过交易将信息进一步融入了IPO股价之中。所以本文提出假设H1:

H1:控制其他条件后,我国A股上市公司的会计信息质量与IPO股价信息含量正相关。

IPO阶段,投资者获取上市公司信息的来源有两个方面:一是公司在上市时根据法律法规在招股说明书中披露的上市前公司信息,二是证券机构对即将上市的公司进行全面分析后向外界披露的公司信息。因此,会计信息质量对IPO股价信息含量产生影响的路径也有两种:一种是其直接影响投资者的价值判断,从而影响IPO股价信息含量;另一种是其通过影响分析师定价预测,从而影响投资者对即将上市公司的价值判断,进而对IPO股价信息含量产生影响。

朱红军、何贤杰和陶林(2007)在其研究中表明,证券分析师专业的分析活动能够将更多公司特质信息资本化入股价之中,降低与市场变动的同步性,优化资本配置并提高市场效率。分析师作为资本市场中的职业参与者,其优秀的综合分析力以及特有的信息搜寻渠道,使其更接近于有效市场假说中的理性投资者,并作出专业准确的判断。证券分析师通晓信息的重

要性,他们持续地搜集、评估各类信息对股票价格的影响,同时向市场提供预测与投资建议。新股上市时,分析师通过加工公司IPO所披露的繁杂信息,使其作出的定价预测成为一种增量的信息,并通过影响投资者的投资决策提高股价信息含量。据此,本文提出假设H2:

H2:控制其他条件后,证券分析师定价预测的准确性与IPO股价信息含量正相关。

证券分析师取得成功必须要克服信息的缺乏和不准确(Fernandez、Graham和Dodd,2001)。从会计信息质量角度研究分析师定价预测与IPO股价信息含量之间的关系,对于提高新股发行市场有效性和保护投资者利益具有重要的意义。

公司上市时证券分析师进行定价预测所需的信息包括公共信息和私有信息。相对于私有信息而言,公共信息(包括上市公司披露的会计信息)的成本较低,因而更容易获取,成为证券分析师定价预测的主要信息来源。随着法制的发展,公司的治理机制更加完善,会计信息质量也随之提高,证券分析师的预测更加准确(方军雄和洪剑峭,2007)。但当公司会计信息质量高到一定水平后,分析师预测信息增加股价信息含量的作用将不再那么明显。因为随着会计信息质量的提高,证券分析师预测所运用的公共信息比例越来越高,投资者将会更加关注公司直接披露的信息。对于投资者而言,他们一方面可以直接得到公司披露的会计信息,另一方面也可以间接从证券分析师得到经过其分析的信息(如会计信息的定价预测)。而随着公司会计信息质量的提高,越来越多的投资者会发现自己利用上市披露的信息亦能作出正确的价值判断,其会更偏向关注公司直接披露的信息,继而降低对分析师预测的依赖,公司会计信息直接对股价信息含量的影响也就相对地增强。所以,随着会计信息质量的提高,证券分析师定价预测的准确性与IPO股价信息含量之间的正相关

关系反而会相对逐渐减弱。鉴于此,本文提出假设H3:

H3:控制其他条件后,随着会计信息质量的提高,分析师定价预测准确性与IPO股价信息含量之间的正相关关系逐渐减弱。

三、研究设计

(一)样本选择与数据来源

本文选取IPO第七次重启后2009年7月1日至2014年12月31日五个年度内(其中2012年11月16日至2014年1月17日IPO经历了第七次暂停)沪深A股上市的公司为初始样本。由于在计算IPO股价信息含量时需使用各市场指数衡量市场收益率,而创业板股指从2010年6月1日才开始公布,因此剔除了期间创业板上市的80家公司,又依次剔除了金融业样本、分析师预测数据缺失样本及异常值样本之后,最终得到849个观察样本。个股与市场的日收益率数据主要来源于RESSET数据库,分析师定价预测数据来源于Wind数据库,其他数据均来源于CSMAR数据库。

(二)变量定义与描述

(1)IPO股价信息含量

参考Roll(1988)、邹斌和夏新平(2010)对股价信息含量的衡量方法,通过(1)式对每支新股*i*在上市后2到30个交易日内的个股日收益率和所在市场指数日收益率进行以下回归,并得到每家公司的 R^2 :

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i \cdot r_{m,t} + \varepsilon_i \quad (1)$$

其中, α_i 为常数项; β_i 为个股收益相对于市场收益的敏感系数; ε_i 为残差,表示股价变化中个股特质信息所解释的部分, ε_i 越大, R^2 就越小,股价中所反映的个股特质信息的含量越高,IPO股价信息含量越高。反之亦然。由于 R^2 的取值区间为 $[0,1]$,不符合最小二乘法的回归要求,因此对 R^2 进行对数变换,构建变量INFOR度量股

价中个股特质信息的含量,即

$$\text{INFOR} = \ln \frac{1-R^2}{R^2} \quad (2)$$

从公式(2)可知, R^2 值越小, INFOR 的取值越大, 股价中个股特质信息含量越高。

(2) 会计信息质量

本文参考 Dechow、Sloan 和 Sweeney (1995) 的方法, 通过修正的 Jones 模型, 采用分年度回归获得操纵性应计 (ACC) 的绝对值, 以衡量会计信息质量 (IQ)。首先, 将 (3) 式分年度进行回归, 可以得到估计的各项回归系数, 并将回归系数代入 (4) 式, 计算出可操纵性应计的绝对值, 该值越小, 会计信息质量越高。为方便后文理解与表述, 本文将会计信息质量指标 IQ 加负号转化为正向指标, 即 IQ 值越高, 会计信息质量越高。

$$\frac{\text{TA}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t-1}} = \alpha_1 \frac{1}{\text{Asset}_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta \text{REV}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\text{PPE}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{ACC}_{i,t} = \frac{\text{TA}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t-1}} - \left(\alpha_1 \frac{1}{\text{Asset}_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta \text{REV}_{i,t} - \Delta \text{REC}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{\text{PPE}_{i,t}}{\text{Asset}_{i,t-1}} \right) \quad (4)$$

$$\text{IQ} = -|\text{ACC}_{i,t}| \quad (5)$$

其中 TA 表示总应计, 等于营业利润减去经营活动现金净流量; Asset 为资产总额; ΔREV 表示销售收入变动额; ΔREC 表示应收账款变动额; PPE 表示固定资产原值。

(3) 分析师定价预测准确性

本文对分析师预测准确性衡量的计算方式如下:

$$\text{Analyst} = -\frac{|\text{actualprice} - \text{estimateprice}|}{\text{actualprice}} \quad (6)$$

其中, actualprice 表示公司实际发行价, estimateprice 表示每家公司分析师预测定价区间中值的均值。Analyst 变量的取值越高, 分析师预

测准确性越高。

(4) 控制变量

为了增强回归方程的解释力, 本文借鉴国内外的研究成果, 考虑对 IPO 股价信息含量能够产生影响的公司内部特质信息如规模、风险、上市需求、财务杠杆、公司治理等因素以及公司外部市场情绪影响, 选取公司规模 (LnAsset)、公司成立年限 (Age)、募集资金净额 (LnFund)、公司经营风险 (ComRisk)、资产负债率 (Leverage)、中签率 (Lottery)、第一大股东持股比例 (Share) 作为控制变量。

各变量的具体定义和计算如表 1 所示。

(三) 研究模型

本文通过多元线性回归模型的建立, 分析被解释变量和解释变量之间的关系, 并用回归方程的统计检验对其进行分析和研究, 建立模型如下:

模型 1:

$$\text{INFOR} = \beta_0 + \beta_1 \text{IQ} + \beta_2 \text{LnAsset} + \beta_3 \text{Age} + \beta_4 \text{Leverage} + \beta_5 \text{ComRisk} + \beta_6 \text{LnFund} + \beta_7 \text{Lottery} + \beta_8 \text{Share} + \sigma$$

模型 2:

$$\text{INFOR} = \beta_0 + \beta_1 \text{Analyst} + \beta_2 \text{LnAsset} + \beta_3 \text{Age} + \beta_4 \text{Leverage} + \beta_5 \text{ComRisk} + \beta_6 \text{LnFund} + \beta_7 \text{Lottery} + \beta_8 \text{Share} + \sigma$$

模型 3:

$$\text{INFOR} = \beta_0 + \beta_1 \text{IQ} + \beta_2 \text{Analyst} + \beta_3 \text{IQ} * \text{Analyst} + \beta_4 \text{LnAsset} + \beta_5 \text{Age} + \beta_6 \text{Leverage} + \beta_7 \text{ComRisk} + \beta_8 \text{LnFund} + \beta_9 \text{Lottery} + \beta_{10} \text{Share} + \sigma$$

模型 1 用于检验本文第一个假设, 即会计信息质量与 IPO 股价信息含量的相关关系; 模型 2 用于检验本文第二个假设, 即分析师预测准确性与 IPO 股价信息含量的相关关系; 而模型 3 在模型 1 与模型 2 的基础上加入会计信息质量与分析师预测准确性的交叉项, 以进一步研究两者对于 IPO 股价信息含量的综合影响。

表 1 变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
被解释变量	IPO 股价信息含量	INFOR	度量 IPO 后股价中个股特质信息的含量,INFOR 越高股价中个股特质信息含量越高
解释变量	会计信息质量	IQ	会计信息质量指标,计算方法见上文
	分析师预测准确性	Analyst	分析师预测的准确性,计算方法见上文
控制变量	总资产	LnAsset	新股上市前一年总资产对数
	募集资金	LnFund	新股募集资金净额
	成立年限	Age	公司成立至上市的年限
	资产负债率	Leverage	新股上市前一年的资产负债率
	中签率	Lottery	新股发行申购中签率
	持股比例	Share	第一大股东持股比例
	经营风险	ComRisk	企业经营风险变量,用上市前三年资产回报率标准差衡量

四、实证结果与分析

(一)描述性统计

(1)INFOR 的描述性统计分析

INFOR 指标代表 IPO 股价信息含量,是衡量上市时披露的公司层面私有信息在上市后股价中含量的指标。表 2 表明,样本 IPO 股价信息含量指标的最大值与最小值分别为 6.906 与-1.766,而 2009 年至 2014(除 2013 年)这五年的均值为 1.182,从总体平均来看,我国 A 股上市公司在上市后短时间内的股价信息含量是比较低的。据 Piotroski 和 Roulstone(2004)统计,1984—2000 年美国证券市场的股价信息含量均值为 1.742,即我国股票市场 IPO 股价信息含量水平与几十年前的美国股票市场相比仍存在一定差距。然而,我国上市公司上市前披露的公司层面私有信息

融入股价的比例也并非像投资者凭直觉所预想的那么低,股票市场已具有一定的资源配置效率。另外,2014 年 IPO 股价信息含量为 2.609,较 2012 年的均值 1.097 增长 1 倍多。这一结果的出现可能是《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(2013)对证券市场向市场化推进作用的表现。在此情况下,一方面,上市公司有动力披露更加全面、更加详尽、更加真实的公司层面私有信息;另一方面,投资者也意识到必须开始转变投资意识、注重价值投资、搜集更多的公司私有信息,为注册制的到来做好准备。

(2)其他变量的描述性统计

其他变量的描述性统计如表 3 所示。

表 3 表明,2010 年至 2014 年我国 A 股上市公司上市前一年会计信息质量(IQ)的均值为-0.094,最小值为-2.621,最大值接近于 0,表明各公司之间会计信息质量存在较大差异。分

表 2 INFOR 描述性统计

Year	N	Mean	Max	Min	Sd.
2009	60	0.852	3.791	-1.563	1.093
2010	241	0.879	5.806	-1.355	1.276
2011	276	0.928	6.212	-1.766	1.216
2012	149	1.097	5.293	-1.361	0.982
2014	123	2.609	6.906	-0.036	1.694
Total	849	1.182	6.906	-1.766	1.398

析师预测准确性 (Analyst) 的均值为-0.264,最大值为-1.25e-08,最小值为-2.616,说明分析师对于A股公司上市定价的预测能力并不高。

(二)会计信息质量、分析师预测准确性与IPO股价信息含量的回归检验

本文首先对模型1与模型2进行回归分析,结果如表4所示。

本文为检验解释变量会计信息质量(IQ)对被解释变量IPO股价信息含量(INFOR)的影响进行了多元回归。模型1的回归结果表明,会计

信息质量IQ的回归系数值在5%的水平下显著为正,这说明我国上市公司上市前一年会计信息质量越高,其IPO股价信息含量越高。上市公司提高其会计信息质量能够使投资者信息搜寻活动的成本降低,减小信息不对称,增加知情交易量,从而提高上市公司新股上市后股价的信息含量。这与Li和Myers(2006)所提出的理论是一致的,会计信息质量与股价信息含量正相关。同时该结论也与国内其他学者比如袁知柱和鞠晓峰(2008)、金智(2010)的检验结果相吻合。由

表 3 其他变量描述性统计表

Variable	Obs	Mean	Max	Min	Sd.
IQ	849	-0.094	-0.0001	-2.621	0.125
Analyst	849	-0.224	-1.25e-08	-2.616	0.264
Age	849	8.828	27.000	3.000	5.303
LnAsset	849	20.292	29.815	18.098	1.190
LnFund	849	11.037	15.586	7.996	0.797
ComRisk	849	0.030	0.350	0.0004	0.029
Lottery	849	1.503	65.521	0.098	3.100
Leverage	849	0.467	0.978	0.040	0.171
Share	849	39.750	92.260	4.730	15.490

表 4 模型1与模型2的回归结果

变量	预测符号	模型1		模型2	
		系数	t值	系数	t值
IQ	+	1.052**	2.72		
Analyst	+			1.481***	7.27
Age	+	0.016	1.33	0.013	1.19
LnAsset	+	0.425***	6.40	0.269***	3.88
LnFund	-	-0.774***	-8.71	-0.491***	-5.15
ComRisk	+	3.462**	1.98	2.754	1.61
Lottery	-	-0.039**	-2.36	0.036**	2.24
Leverage	+	1.31***	3.68	0.952***	2.71
Share	-	-0.001	-0.57	-0.002	-0.80
Cons		1.52	1.58	1.15	1.23
F值		12.86***		19.29***	
		0.11		0.14	
		849		849	

注:“***”、“**”、“*”分别表示1%、5%、10%的显著性水平,表5—表7同。

此,假设H1得以验证。

模型2用于检验分析师定价预测行为对IPO股价信息含量的影响,模型2的回归结果表明,分析师定价预测准确性(Analyst)的回归系数在1%的水平下显著为正,表明分析师对公司上市定价预测的准确性越高,IPO股价的信息含量越高。分析师对上市公司在上市前披露的公司层面信息的挖掘,使得其对新股发行的预测定价包含了更多公司层面,此时预测定价与公司实际发行价之间的差别就越小,通过其市场中介的作用,影响资本市场对新股发行信息的吸收,IPO股价信息含量得以提高。所以,假设H2得以证实。

表5 模型3的回归结果

变量	预期符号	模型3	
		系数	t值
IQ	+	0.924**	2.69
Analyst	+	1.352***	6.47
IQ*Analyst	-	-3.392**	-2.68
Age	+	0.012	1.07
LnAsset	+	0.274***	3.96
LnFund	-	-0.517***	-5.40
ComRisk	+	3.003*	1.76
Lottery	-	-0.037**	-2.28
Leverage	+	0.984**	2.80
Share	-	-0.002	-0.67
Cons		1.366	1.45
F值		16.32***	
Adj.R ²		0.15	
N值		849	

从模型3的回归结果来看,会计信息质量与分析师预测准确性的交叉变量与IPO股价信息含量在5%的水平下显著正相关。上述回归结果揭示了当公司披露的会计信息质量增强时,投资者会更加关注公司披露的会计信息,依靠自己对会计信息分析并作出投资决策,进而导致对分析师的关注减少,从而使得证券分析师定价预测行为对股价波动的信息质量影响逐渐减

弱,这也验证了本文的第三个假设H3。

(三)稳健性检验

为考察本文结果的稳健性,本文将INFOR的估计时间窗口扩大到[2,60]天,并通过DD模型(Dechow和Dichev,2002)重新计量会计信息质量,DD模型如下所示:

$$ACC_{i,t}=\alpha+\beta_1CFO_{i,t-1}+\beta_2CFO_{i,t}+\beta_3CFO_{i,t+1}+\beta_4(\Delta REV_{i,t}-\Delta REC_{i,t})+\beta_5PPE_{i,t}+\varepsilon_{i,t} \tag{7}$$

其中,ACC为营运资本应计,营运资本应计=(当年流动资产变化值-当年现金及现金等价物变化值)-(当年流动负债变化值-当年短期借款变化值)-折旧与摊销。CFO为经营活动净现金流量,ΔREV为销售收入变动额,ΔREC为应收账款变动额,PPE为固定资产原值。所有指标都通过除以总资产进行调整。将该模型分年度进行回归后,获得残差的绝对值并加负号正向化处理后作为衡量会计信息质量的指标。

重复操作上述步骤,得到实证结果如表6所示。

从表6的多元回归结果和表7的检验结果可知,在重新衡量IPO股价含量与会计信息质量后,所得实证结果与预期一致,本文所提出的理论与假设获得了稳健的实证结果的支持。

五、研究结论

本文选取了2009—2014年期间在我国A股上市的公司作为样本,参考部分学者以R²衡量股价信息质量的方法,对IPO股价信息含量进行了衡量。研究发现,我国A股市场在研究期间内IPO股价信息含量的平均水平仍较低。但是,随着股票市场的不断完善与发展,IPO股价信息含量在逐年提高,我国股票市场在新股上市阶段已具备一定的信息效率与市场效率,投资者也初具投资意识。本文的研究主要论证了会计信息质量、分析师预测与IPO股价信息含

表 6 稳健性检验结果

变量	预测符号	模型 1		模型 2	
		系数	t 值	系数	t 值
IQ	+	1.933**	2.32		
Analyst	+			1.632***	4.50
Age	+	0.073	0.52	0.115	0.85
LnAsset	+	0.949***	5.37	0.622***	3.42
LnFund	-	-0.809***	-5.00	-0.456**	-2.60
ComRisk	+	6.448*	1.77	4.822	1.36
Lottery	-	-0.038**	-2.33	-0.037*	-1.88
Leverage	+	2.608***	2.82	2.319**	3.56
Share	-	-0.008	-1.32	-0.010*	-1.72
Cons		-8.181	-2.40	-6.342	-1.91
F 值		11.99***		19.29***	
Adj.R ²		0.10		0.14	
N 值		849		849	

表 7 稳健性检验结果

变量	预期符号	模型 3	
		系数	t 值
IQ	+	2.819**	2.51
Analyst	+	1.517***	4.18
IQ*Analyst	-	-6.042*	-1.87
Age	+	0.108	0.80
LnAsset	+	0.656***	3.58
LnFund	-	-0.460**	-2.63
ComRisk	+	5.669	1.60
Lottery	-	-0.024*	-1.67
Leverage	+	0.991**	2.82
Share	-	-0.009	-1.56
Cons		-6.865	-2.07
F 值		16.05***	
Adj.R ²		0.15	
N 值		849	

量的相关关系。其中,会计信息质量与 IPO 股价信息含量具有显著正相关的关系,即会计信息质量越高,上市后股价能够比较及时地吸纳公司披露的特质信息,从而带来股价信息含量的提高。同时,证券分析师定价预测与 IPO 股价信息含量之间也存在显著正相关关系。分析师可

以充当公司层面信息“过滤器”与“放大器”的作用,分析师通过对信息的加工与全方位分析,提高了 A 股市场中股价的信息含量。进一步研究表明,会计信息质量的提高削弱了证券分析师预测行为对 IPO 股价信息含量的影响。当公司披露的会计信息质量增强时,投资者会更加关注公司披露的会计信息,从而导致证券分析师定价预测的准确性对股价波动的影响逐渐减弱。

为了提高 IPO 股价信息含量,进一步优化资本市场资源配置,我们应该从会计信息质量这个“本源”出发,改善公司外部和内部的治理机制,提高上市企业自身会计信息质量;完善以投资者价值判断为核心的信息披露制度,重监管,力求提高拟上市企业违规成本的同时降低投资者的决策成本,并提升投资者的理性行为与价值判断效率;规范证券分析师行业,从政策法规以及行业道德的方方面面对证券分析师进行切实的约束,培养出高素质的分析师队伍。只有这样,才能满足新股发行注册制的内在要求,增强我国资本市场价格的信号机制作用,维护新股发行市场效率。

参考文献:

①蔡祥文、李志文、张为国:《中国证券市场中的财务问题:实证研究述评》,《中国会计评论》2003年第1期。

②陈梦根、毛小元:《股价信息含量与市场交易活跃程度》,《金融研究》2007年第3期。

③方军雄、洪剑峭:《上市公司信息披露质量与证券分析师盈利预测》,《证券市场导报》2007年第3期。

④冯用富、董艳、袁泽波、杨仁眉:《基于 R^2 的中国股市私有信息套利分析》,《经济研究》2009年第8期。

⑤高雷、宋顺林:《公司治理与公司透明度》,《金融研究》2007年第11期。

⑥金智:《新会计准则、会计信息质量与股价同步性》,《会计研究》2010年第7期。

⑦李增泉:《所有权结构与股票价格的同步性——来自中国股票市场的证据》,《中国会计与财务研究》2005年第7期。

⑧李翔、林树:《信息不对称、信息披露与股票价格波动》,《山西财经大学学报》2007年第6期。

⑨王凤华、张晓明:《我国上市公司会计信息透明度对股价同步性影响的实证研究》,《中国软科学增刊(上)》2009年。

⑩汪炜、蒋高峰:《信息披露、透明度与资本成本》,《经济研究》2004年第7期。

⑪熊家财、苏冬蔚、刘少波:《制度环境、异质机构投资者与股价信息含量》,《山西财经大学学报》2014年第7期。

⑫袁知柱、鞠晓峰:《制度环境、公司治理与股价信息含量》,《管理科学》2009年第1期。

⑬袁知柱、鞠晓峰:《中国上市公司会计信息质量与股价信息含量关系实证检验》,《管理科学》2008年第1期。

⑭游家兴、张俊生、江伟:《制度建设、公司特质信息与股价波动的同步性——基于 R^2 研究的视角》,《经济学(季刊)》2006年第6期。

⑮俞颖:《我国新股上市定价效率的实证研

究》,《华南理工大学学报(社会科学版)》2005年第4期。

⑯曾颖、陆正飞:《信息披露质量与股权融资成本》,《经济研究》2006年第2期。

⑰周孝华、赵炜科、刘星:《我国股票发行审批制与核准制下IPO定价效率的比较研究》,《管理世界》2006年第11期。

⑱邹斌、夏新平:《中国IPO股价的信息含量及其上市首日收益研究》,《管理科学》2010年第3期。

⑲朱红军、何贤杰、陶林:《中国的证券分析师能够提高资本市场的效率吗——基于股价同步性和股价信息含量的经验证据》,《金融研究》2007年第3期。

⑳Carlton, D.W. and Fischel, D.R., The regulation of insider trading. Stanford Law Review, Vol.35, No.5, 1983.

㉑Chen, Q., Goldstein, I. and Jiang, W., Price informativeness and investment sensitivity to stock price. Review Of Financial Studies, Vol.20, No.3, 2007.

㉒Dechow, P.M. and Dichev, L.D., The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. Accounting Review, Vol.77, No.s-1, 2002.

㉓Dechow, P.M., Sloan, R.G. and Sweeney, A.P., Detecting earnings management. Accounting Review, Vol.70, No.2, 1995.

㉔Fama, E.F., The behavior of stock-market prices. Journal Of Business, Vol.38, No.1, 1965.

㉕Fernandes, N. and Ferreira, M.A., Does international cross-listing improve the information environment. Journal Of Financial Economics, Vol.88, No.2, 2008.

㉖Fernandes, N. and Ferreira, M.A., Insider trading laws and stock price informativeness. Review Of Financial Studies, Vol.22, No.5, 2009.

㉗Goldman, E., Organizational form, information collection, and the value of the firm. Journal Of Business, Vol.78, No.3, 2005.

②⑧ Haggard, K., Martin, X. and Pereira, R., The impact of voluntary disclosure on stock price informativeness. FMA 2006 Annual Meeting, University Of Missouri Columbia, 2006.

②⑨ Li, K., Morck, R. and Yang, F., Firm-specific variation and openness in emerging markets. Review Of Economics And Statistics, Vol.86, No.3, 2004.

③⑩ Li, J. and Myers, S.C., R^2 around the World: New theory and new tests. Journal Of Financial Economics, Vol.79, No.2, 2006.

③⑪ Morck, R., Yeung, B. and Yu, W., The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements?. Journal Of

Financial Economics, Vol.58, No.1, 2000.

③⑫ Piotroski, J.D. and Roulstone, D.T., The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock price. Accounting Review, Vol.79, No.11, 2004.

③⑬ Roll, R., R^2 . Journal Of Finance, Vol.43, No.3, 1988.

(作者单位:陈艳、梁烁、于洪鉴:东北财经大学会计学院、中国内部控制研究中心)

责任编辑 希 雨

(上接第83页)

⑤ Bai, J., Estimation of a change point in multiple regression models. Review Of Economics And Statistics, Vol.79, No.9, 1997.

⑥ Brannlund, R., Chung, Y., Fare, R. and Grosskopf, S., Emissions trading and profitability: The Swedish pulp and paper industry. Environmental And Resource Economics, Vol.12, No.3, 1998.

⑦ Brunnermeier, S.B. and Cohen, M.A., Determinants of environmental innovation in US manufacturing industries. Journal Of Environmental Economics And Management, Vol.45, No.2, 2003.

⑧ Gray, W.B. and Shadbegian, R.J., Pollution abatement cost, regulation and plant-level productivity. NBER Working Paper, No.9125, 1995.

⑨ Hansen, B., Threshold effects in non-dynamic panels: Estimation, testing, and inference. Journal Of Econometrics, Vol.173, No.2, 1999.

⑩ Hansen, M., Embodying Technesis: Technology Beyond Writing. Ann Arbor: University Of Michigan Press, 2000.

⑪ Jaffe, A.B. and Palmer, K., Environmental regulation and innovation: A panel data study. Review Of Economics And Statistics, Vol.79, No.4, 1997.

⑫ Lanjouw, J.O. and Mody, A., Innovation and the international diffusion of environmentally responsive technology. Research Policy, Vol.25, No.4, 1996.

⑬ Porter, M.E., America's green strategy. Scientific American, Vol.147, No.6, 1991.

(作者单位:臧传琴:山东大学经济学院、山东财经大学经济学院副教授,张菡:太平洋保险公司山东分公司)

责任编辑 徐敬东