

信息披露质量与 IPO 抑价

——来自中小板块上市公司的经验证据

齐祥芹，罗俊

(上海财经大学 会计学院, 上海市国定路 777 号 200433)

摘要: IPO 抑价之谜的解释一直以来是财务界的重要课题, 大量的研究发现公司信息披露可以改善信息不对称程度, 影响 IPO 抑价水平。然而, 信息披露质量是否会影响 IPO 抑价的实证研究相对比较缺乏。本文以 2004 年我国 37 家中小板 IPO 公司为样本, 研究信息披露质量对 IPO 抑价的影响。结果表明, 在控制相关因素后, 信息披露质量对 IPO 抑价有显著的解释能力, 二者存在负向关系, 信息披露质量越高, IPO 抑价程度越低, 结果支持了本文的理论预测。

关键词: 信息披露质量, IPO 抑价

中国图书分类号: F2 **文献标识码:** A

一、引言

新股发行抑价现象在世界各国的证券市场上几乎普遍存在, 且不同国家的 IPO 抑价水平存在很大差别, 程度由 10%到 80%不等。IPO 抑价的理论研究, 自 70 年代 Ibbotson(1975)一直是财务理论的重要领域, 而且基于信息不对称理论的假说占据了重要的地位。信息不对称的抑价理论认为, 上市公司 IPO 抑价现象是发行方、承销方和投资方信息不对称的集中反映, IPO 抑价与信息不对称程度正相关, 信息不对称程度越高, IPO 抑价就越高。因此, 降低 IPO 抑价的重要方式就是发行公司或者市场中介向投资者提供可以充分反映公司价值的信息。

信息不对称理论对 IPO 抑价的影响也得到了大量的实证支持, 很多研究选取了不同的指标衡量信息不对称程度, 发现发行规模、公司财务状况和资金用途(Habib 和 Ljungqvist 1998, Beatty 和 Ritter 1986)等信息的披露对 IPO 抑价具有显著的解释能力, 公司信息披露作为连接信息供求双方的重要纽带, 可以使市场的信息不对称程度得到改善, 从而影响 IPO 抑价水平。

与信息披露数量相比, 以信息披露质量为基础的公司透明度越来越受到资本市场的关注。许多研究发现, 高质量的信息披露可以降低公司的融资成本, 提高公司价值。但是在 IPO 的研究中, 更多关注的是信息披露的数量, 包括公司信息是否披露, 信息披露多少等角度等。信息披露质量却没有受到足够的重视。那么, 提高公司的信息披露质量是否降低 IPO 抑价, 从而降低公司的股权融资成本呢? 这也是本文研究的主要内容。

本文以 2004 年我国 37 家中小板 IPO 公司为样本, 根据《经济观察报》公布的中小板块公司 IPO 信任度指数, 研究信息披露质量指数对 IPO 抑价的影响。研究结果表明: 在控制了 IPO 的发行特征和公司特征等相关因素后, 信息披露质量指数对 IPO 抑价有显著的解释能力, 二者存在负向关系, 即信息披露质量越高, IPO 抑价程度越低。这一结果有力的支持了本文的理论预测, 提高信息披露质量有助于降低公司 IPO 融资成本。

本文余下部分的结构安排如下: 第二部分是文献回顾; 第三部分是理论分析与假说, 第

四部分是实证检验与分析；第五部分提出结论。

二、文献回顾

国外学者自 20 世纪 70 年代就开始对 IPO 抑价现象进行研究，Ibbotson (1975) 发现 IPO 公司的发行价格通常低于市场价格，并称之为 IPO 抑价。这无疑是对市场有效性理论的重要挑战。Ritter (2004) 总结了 IPO 抑价的相关的理论解释，其中以信息不对称理论为基础的“赢家诅咒”假说和信号传递假说受到研究者的广泛关注。

Rock (1986) 从非知情投资者逆向选择的角度出发，提出了基于投资者之间信息不对称的“赢家诅咒”假说，认为 IPO 抑价是对非知情投资者的补偿。Beatty 和 Ritter (1986) 发展了 Rock (1986) 的模型，他们引入了公司价值的事前不确定性 (ex-ante uncertainty) 这一概念来衡量信息不对称程度，IPO 抑价水平随事前不确定性的增加而增加，公司价值的不确定性程度越大，信息不对称程度越高，IPO 抑价水平就越大。Koh 和 Walter (1989), Levis (1990) 的研究有力的支持了 Rock 的“赢家诅咒”理论。

信号传递假说认为在 IPO 过程中发行公司与投资者之间存在信息不对称，发行公司可以向投资者传递有关公司价值的一些信号，使得投资者能够了解公司的投资价值。Welch (1989) 认为高质量的公司会采取抑价发行的方式，吸引投资者的注意以使其更好的了解公司的投资价值，缓解信息不对称，从而有利于降低再融资成本；而对于低质量的公司来说，采取高抑价发行是不明智的选择。信号传递假说得到了 Su 和 Fleisher (1999)、Dongwei Su (2004) 等的支持。

以中国上市公司为样本的研究，表明我国 IPO 市场存在严重抑价现象。Mok 和 Hui (1998) 对 1990—1993 年 101 家新上市公司研究发现上海 A 股的 IPO 平均抑价水平为 289%，B 股为 26%。。不同的学者从不同的角度选取不同的变量，运用不同的统计方法解释 IPO 抑价。杨丹，王莉 (2001) 认为我国新股发行的确存在信息不对称，IPO 抑价水平与信息不对称程度正相关，发现在用于解释的变量中新股发行规模、发行市盈率，发行前一年的每股收益和发行前的市场状况具有显著的解释能力。王晋斌 (1997) 发现发行规模对 IPO 抑价影响不显著。张人骥、朱海平、王怀芳和韩星 (1999) 用主成分分析法和线性回归的方法 1997—1998 上交所上市的 72 家公司研究发现公司规模对发行价呈负相关作用。李建超，周焯华 (2005) 计算的我国中小企业板 38 只股票平均抑价水平为 69.67%，并以 IPO 后 3 日内的换手率等为变量研究 IPO 抑价的原因。

在现有的研究中，信息不对称的抑价理论在解释 IPO 抑价之谜中占有重要地位，并且得到了大量的实证支持。Ljungqvist (2004) 指出，现有的文献主要从四个方面来衡量事前不确定性程度，即公司特征 (公司年限、公司规模、公司所处的行业)；发行特征 (发行总量)；招股说明书披露 (IPO 资金用途、风险因素披露)；发行后二级市场变量 (交易量、收益的变动性)，然而在这些指标信息中有些并不能有效的解释 IPO 抑价，例如发行后二级市场信息变量与 IPO 抑价之间很可能存在内生性问题。更重要的是，上述四个方面能否有效地衡量公司的信息披露质量，在理论上并不非常清楚。因此，信息披露质量对 IPO 抑价的影响并没有得到经验上的支持。

另一方面，许多实证研究表明，信息披露质量与股权融资成本之间存在负向关系，即信息披露质量越高，公司股权融资成本越低。Botosan (1997, 2002) 提供了公司信息披露质量与资本成本之间存在负相关关系的直接证据。国内的研究中曾颖，陆正飞 (2006) 研究发现，在控制 β 系数、公司规模、账面市值比、杠杆率、资产周转率等因素的条件下，信息披露质量较高的样本公司边际股权融资成本较低，说明我国上市公司的信息披露质量会对其股权融资成本产生积极影响。

三、理论分析与假说

公司的信息披露方式目前主要有两种：一是强制性信息披露，即监管部门通过法律或监管当局的规制，强制企业披露信息的行为；二是自愿性信息披露，即企业管理层根据自身需要而进行的法律以外的信息披露。为了缓解资本市场中固有的信息不对称问题，各国都采用了以强制性信息为主导的披露制度。随着证券市场发展越来越成熟，强制信息披露制度辅以自己的自愿信息披露，使得公司信息披露的内容日趋完备。然而，披露内容的日趋完备，并不意味着披露信息一定真实可靠的反映了公司状况。即使监管机构强制要求公司披露会计信息披露，在现有的会计准则下，公司仍然有一定的会计政策的选择空间。因此，强制信息披露并不能解决信息不对称。自愿信息披露固然有助于向市场传递的投资价值的信号，但是由于自愿信息披露存在可能的自选择问题，削弱了自愿性信息披露的作用。因此，无论是强制披露还是自愿披露，在披露内容日趋完备的同时，信息披露的质量更值得关注。

在“决策有用”观下，高质量的信息披露可以提供关于企业财务状况和经营成果的信息，这些信息对一大批的信息使用者的决策是有用的，并具可靠性和相关性，能够真实地反映理应披露的情况，并有助于信息使用者对现在或者未来的情况作出评价和预测。对于首发上市的公司来说，高质量的信息披露可以有助于投资者了解公司的内在价值，缓解信息不对称程度，从而影响 IPO 定价。本文依据已有的信息披露与股权融资成本理论，分析信息披露质量对 IPO 抑价水平的影响。

一方面，Barry 和 Brown(1984) 等研究的理论分析表明：信息披露水平低的公司，投资者会对公司股票赋予更高的预测风险水平，所要求的风险溢价水平更高，对这类股票出价更低，从而使得公司的融资成本更高。依据这一理论主线，在 IPO 过程中上市公司与市场之间的信息不对称程度越严重，投资者新股的风险预测水平会越高，要求的风险溢价会越高，从而出价更低，IPO 定价越低，IPO 抑价水平越高；公司通过改善信息披露，提高信息披露的质量，可以改善上市公司与市场间的信息不对称水平，降低投资者对新股的风险预测水平，投资者要求的风险溢价水平降低，从而改善 IPO 定价偏低情况，降低 IPO 抑价水平。

另一方面，Diamond 和 Verrecchia(1991) 等研究理论分析表明：公司如果增加信息披露，提高公司透明度，可以吸引来自大投资者的投资，或者降低不同类别投资者之间的信息不对称程度，从而增强股票的流动性，降低融资成本。依据这一理论主线，在 IPO 过程公司通过改善信息披露，提高信息披露的质量，可以改善上市公司与市场间的信息不对称水平，使潜在投资者更愿意投资于公司，增强股票的流动性，从而新股发行方也就没有动机在出售新股时提供的折扣以吸引投资者，从而降低股权融资成本，降低 IPO 抑价水平。

据此，本文提出以下研究假说：

假说 1：信息披露质量与 IPO 抑价负相关；信息披露质量越高，IPO 抑价水平越低。

四、实证检验与分析

（一）数据来源和样本选择说明

本文中小板公司发行上市的相关数据均来源于 Wind 数据库，信息披露质量的衡量指标中小板公司 IPO 信任度指数数据来源于《经济观察报》。本文选取了 2004 年 6 月至 9 月在深圳证券交易所中小企业板发行上市的公司，共计 38 家，并按照因变量三倍标准差的方法剔除极端值¹，最终确定的样本为 37 家。

（二）指标说明

1、被解释变量（UNDPRC）

本文主要研究信息披露质量对 IPO 抑价水平的影响。IPO 抑价水平本文采用了相关文献中通常采用的股票上市交易首日收盘价与发行价之间的差异来衡量，具体计算公式为：

$$UNDPRC = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

其中 P_1 为股票上市首日收盘价； P_0 为发行价格；

2、解释变量

本文的主要解释变量为信息披露质量指标，根据信息披露质量的特征，其衡量指标必须能反映信息披露的真实、可信和及时性。在以有的研究中衡量信息披露质量的指标主要有：权威机构对于信息披露质量特征的评分，学者自建评分表，盈余披露质量指标等。学者自建评分表具有一定的主观性，容易受到质疑，而权威机构评分与盈余披露质量指标则更容易为研究者所接受。例如，曾颖，陆正飞（2006）以深圳上市公司信息披露质量的评级衡量上市公司的信息披露总体质量，以及盈余激进度和盈余平滑度一组两个指标来衡量上市公司的盈余披露质量。

本文以《经济观察报》经济观察研究院发布的中小板块 IPO 信任度指数（TRUST）作为衡量样本公司信息披露质量的衡量指标。信任度指数是由《经济观察报》、经济观察研究院推出的公司信任度标准与信任度衡量的专项研究，以反映了公司信息披露对信息使用者的可信任程度。该指数是在评估工作底稿基础上，结合了专家评估与公众评估指数两个方面。

信任度指数的评估标准主要涉及四个方面：合法性、公允性、一致性和对称性，具体内容涉及披露的公司治理信息是否符合相关规定、财务信息披露的公允合法性以及信息披露的及时可理解性。信任度指数越高，表明公司的信息披露质量越高。在 37 家中小板公司 IPO 信任度指数中，最低为江苏琼花 31.6，最高为华星化工为 72.2，平均为 55.95。

3、控制变量

Ljungqvist（2004）中衡量信息不对称主要有四大方面的指标，即公司特征、发行特征、招股说明书披露和发行后二级市场变量。由于招股说明书披露变量可能存在自选择问题，发行后二级市场信息变量与 IPO 抑价之间很可能存在内生性问题，所以在选取控制变量时，本文主要选用了发行特征和公司特征方面的变量。

3.1 发行特征

（1）发行量（LNUM）

在以往的相关研究中，几乎都采用了发行规模（数量*价格）作为 IPO 抑价作为解释变量。Habib 和 Ljungqvist（1998）发现发行规模与 IPO 抑价率之间存在负向关系。Chan（2004）发现中国公司的 IPO 抑价率与发行数量显著负相关。可以预计发行量与 IPO 抑价负相关，本文以上市公司 IPO 股票发行的数量（单位：万股）的自然对数来表示发行量指标。

（2）发行价格（ISSP）

发行价格会在一定程度上影响 IPO 抑价率，发行价格越高，IPO 抑价的水平越低。Chan（2004）在我国 A 股市场发行价格与 IPO 抑价存在显著的负向关系。本文预计发行价格与 IPO 抑价负相关，发行价格以发行价格的自然对数来衡量。

（3）流通股比例（LIQUID）

在中国股票发行上市的一个重要的特征就是流通股和非流通股人为分割。Chan（2004）研究发现中国公司非流通股比例与 IPO 抑价率之间存在负向关系。由此本文预计流通股比

变量	样本量	均值	标准偏差	最小值	最大值
UNDPRC	37	0.61	0.46	-0.09	1.44
trust	37	55.95	8.89	31.6	72.22
TRUST	37	4.01	0.17	3.45	4.28
LNUM	37	7.79	0.23	7.2	8.29
ISSP	37	2.24	0.3	1.81	2.9
LIQUID	37	0.31	0.06	0.25	0.45
CONTROL	37	0.34	0.14	0.03	0.69
CROA	37	0.15	0.048	0.086	0.27
LEV	37	0.37	0.24	0.00	0.69
SIZE	37	19.44	0.5	18.5	20.77
AGE	37	3.84	1.12	2	6
SALEGROW	37	1.31	0.22	0.77	1.91

注：UNDPRC 表示 IPO 抑价率，用股票上市首日的收盘价与发行价差/发行价，TRUST 表示信任度，用 IPO 信任度指数的对数值衡量，trust 表示 IPO 信任度指数，LNUM 表示发行数量(万股)对数值，LIQUID 表示流通股比例，用流通股/总股本度量，COTROL 表示控股比例，用第一大股东持股比例度量，CROA 表示盈利能力，用发行上市前一年的核心收益率即营业利润/总资产度量，LEV 财务杠杆，用上市前一年的总资产/总负债度量，SIZE 表示资产总额对数值，AGE 表示公司成立之上市日的年份，ISSP 表示发行价格对数值，SALEGROW 表示主营业务增长率，用上市前一年的主营业务收入/前二年的主营业务收入。

表 1 IPO 发行情况与相关变量的描述性统计

	UNDPRC	LNUM	ISSP	TRUST	LIQUID	CONTROL
UNDPRC	1.00	-0.06	-0.35	-0.38	0.17	0.15
		0.71	0.03	0.02	0.31	0.37
LNUM	-0.06	1.00	-0.31	-0.33	0.21	0.19
		0.71	0.06	0.04	0.21	0.26
ISSP	-0.35	-0.31	1.00	0.12	-0.43	0.12
		0.03	0.06	0.49	0.01	0.49
TRUST	-0.38	-0.33	0.12	1.00	0.01	-0.08

	0.02	0.04	0.49		0.93	0.64
LIQUID	0.17	0.21	-0.43	0.01	1.00	-0.03
	0.31	0.21	0.01	0.93		0.88
CONTROL	0.15	0.19	0.12	-0.08	-0.03	1.00
	0.37	0.26	0.49	0.64	0.88	

注：（1）相关性系数下方为 pearson 检验值。

（2）UNDPRC 表示 IPO 抑价率，用股票上市首日的收盘价与发行价差/发行价，TRUST 表示信任度，用 IPO 信任度指数的对数值衡量，trust 表示 IPO 信任度指数，LNUM 表示发行数量（万股）对数值，LIQUID 表示流通股比例，用流通股/总股本度量，CONTROL 表示控股比例，用第一大股东持股比例度量，CROA 表示盈利能力，用发行上市前一年的核心收益率即营业利润/总资产度量，LEV 表示财务杠杆，用上市前一年的总资产/总负债度量，SIZE 表示资产总额对数值，AGE 表示公司成立之上市日的年份，ISSP 表示发行价格对数值，SALEGROW 表示主营业务增长率，用上市前一年的主营业务收入/前二年的主营业务收入。

表 2 主要变量之间相关性结果

表 1 为 IPO 发行情况和相关变量的描述性统计结果，37 家公司 IPO 抑价率(UNDPRC) 的最低值为-9%，最高值为 144%，平均值为 61%。这一统计结果比我国 A 股 2004 年 IPO 抑价平均值（71.44%）虽然要低一些，但是相差不大，而与发达国家成熟市场的相应数据相比要高许多，这说明我国中小板块上市公司 IPO 存在相对严重的 IPO 抑价现象。

IPO 信任度(trust) 的均值为 55.95，最低值为 31.60，最高值为 72.22，离散程度较大，这表明虽然样本公司都按照证监会的要求披露了必要的信息，但是在信息披露质量方面存在比较大的差异。这也为本文研究提供了重要的契机。表 2 为主要变量间相关性结果，其中信任度（TRUST）、发行量(LNUM)和发行价格（ISSP）与 IPO 抑价率(UNDPRC)之间均存在负向关系；流通股比例(LIQUID)、控股比例(CONTROL)与 IPO 抑价率(UNDPRC)之间均存在正向关系，这与本文的预期基本一致。

（四）、回归结果与分析

INTERCEPT	5.76	1.32
TRUST	-1.03**	-2.69
LNUM	-1.54***	-3.52
ISSP	-1.23***	-3.71
LIQUID	3.41**	2.06
CONTROL	0.77	1.63
CROA	3.14*	1.79
LEV	-0.42	-1.41

SIZE	0.64**	2.30
AGE	-0.09	-1.47
SALEGROW	0.04	0.11
R-Square	0.5632	
F value	3.35	

注：(1) UNDP RC 表示 IPO 抑价率，用股票上市首日的收盘价与发行价差/发行价，TRUS 表示信任度，用 IPO 信任度指数的对数值衡量，LNUM 表示发行数量（万股）对数值，LIQUID 表示流通股比例，用流通股/总股本度量，COTROL 表示控股比例，用第一大股东持股比例度量，CROA 表示盈利能力，用发行上市前一年的核心收益率即营业利润/总资产度量，LEV 表示财务杠杆，用上市前一年的总资产/总负债度量，SIZE 表示资产总额对数值，AGE 表示公司成立之上市日的年份，ISSP 表示发行价格对数值，SALEGROW 表示主营业务增长率，用上市前一年的主营业务收入/前二年的主营业务收入。

(2) *、**、***表示系数估计在10%、5%、1% 水平上显著。

表3 2004年度中小板块上市公司IPO抑价回归结果

根据本文的回归模型，我们对 IPO 抑价进行了回归，表 3 为 IPO 抑价回归分析的结果。

从回归模型的线性拟合程度 R^2 为 56.32%，F 值为 3.35，可以认为模型的线性假设是可以成立的，模型对 IPO 抑价现象的整体解释能力达到 56.32%。

在表 3 的回归结果中，信任度（TRUST）的系数为负，且显著性水平为 5%。这一结果与本文的理论预测相符，提高信息披露质量，有助于缓解信息不对称，降低了投资者的所要求的风险溢价水平，从而降低 IPO 抑价。从系数上看，信息披露质量对 IPO 抑价的边际影响在 1.03 左右，这一结果也非常具有经济意义，也就是说信任度评分每增加 1%，IPO 抑价平均减少 1.03%。2004 年中小板块 37 家上市公司新股发行融资 88.60 亿元，按照 IPO 抑价平均水平 61%，其股权融资的机会成本为 54 亿元，公司留给新股投资者的平均收益高达 54 亿元。如果公司改善信息披露质量，信任度平均每提高 1%，公司 IPO 可增加融资金额为 5581.18 万元。因此提高信息披露质量也具有经济意义上的显著性。

表 3 表明大多数控制变量通过了显著性水平的检验。发行量变量(LNUM)和发行价格 (ISSP) 均通过了显著性水平为 1%的 t 检验，对 IPO 抑价水平具有显著的负的解释作用，这与本文的预测一致。与 Chan(2004)结论一致流通股比例变量(LIQUID)对 IPO 抑价起正的显著的影响作用。控股比例变量(CONTROL)与预期相一致，与 IPO 抑价之间存在正向关系，统计上不显著性。成立日至发行上市日的年数(AGE)与 IPO 抑价之间负相关，与预期一致，统计上不显著性。

财务杠杆 (LEV) 和主营业务增长率 (SALEGROW) 虽然系数符号与本文的预期相反，但都不显著。盈利能力 (CROA) 和 资产总额 (SIZE) 的系数都为正，且具有统计上的显著性，这与本文的预期不一致，这或许可以从 Welch(1989)的再融资信号传递假说寻求解释。Welch(1989)认为高质量的公司会采取抑价发行的方式，吸引投资者的注意以使其更好的了解公司的投资价值，缓解信息不对称，从而有利于降低再融资成本。盈利能力 (CROA) 和 资产总额 (SIZE) 作为体现公司内在价值的信息，盈利能力越高，资产总额越大，公司质量越好，而质量越好的公司采会取高抑价发行的方式，以吸引投资者并更进一步了解公司的投资价值，缓解信息不对称，以有利于降低再次融资成本

变量	次数	p1	p5	p10	p90	p95	p99
INTERCEPT	1000	-5.78	-1.56	0.25	12.63	14.32	19.35
TRUST	1000	-2.35	-1.79	-1.61	-0.59	-0.36	0.28
LNUM	1000	-2.67	-2.31	-2.16	-0.80	-0.59	0.24
ISSP	1000	-2.12	-1.89	-1.75	-0.61	-0.41	0.04
LIQUID	1000	-1.59	0.39	1.23	5.85	6.57	8.06
CONTROL	1000	-0.98	-0.47	-0.15	1.25	1.44	1.77
CROA	1000	-2.79	-0.84	0.17	5.60	6.36	7.95
SIZE	1000	-0.31	0.05	0.19	0.99	1.09	1.28
LEV	1000	-1.46	-1.10	-0.95	-0.01	0.11	0.40
AGE	1000	-0.29	-0.21	-0.18	0.01	0.04	0.08
SALEGROW	1000	-1.03	-0.68	-0.49	0.59	0.74	1.04

注：（1）P1,P5,P10,P90.P95,P99 分别为不同概率下系数估计值。

（2）UNDPRC 表示 IPO 抑价率，用股票上市首日的收盘价与发行价差/发行价，TRUST 表示信任度，用 IPO 信任度指数对数值度量，LNUM 表示发行数量（万股）对数值，LIQUID 表示流通股比例，用流通股/总股本度量，COTROL 表示控股比例，用第一大股东持股比例度量，CROA 表示盈利能力，用发行上市前一年的核心收益率即营业利润/总资产度量，LEV 表示财务杠杆，用上市前一年的总资产/总负债度量，SIZE 表示资产总额对数值，AGE 表示公司成立之上市日的年份，ISSP 表示发行价格对数值，SALEGROW 表示主营业务增长率，用上市前一年的主营业务收入/前二年的主营业务收入。

表 4 稳健型测试的结果

由于本文选取的样本较少，只有 37 个公司样本，而解释变量共计 10 个，为了检验信息披露质量与 IPO 抑价关系是否稳健，本文选用了 Noreen (1989)介绍的 BOOTSTRAP 的方法对回归结果进行了稳健性测试，即每次从 37 个样本中可重复随机抽取 37 组样本数据，然后进行 OLS 回归，共计抽取 1000 次，最后观察 1000 次回归后解释变量系数估计的分布情况。

表 4 为 BOOTSTROP 回归后解释系数参数估计在不同概率下的估计值。通过表 4 中 BOOTSTRAP 的结果可以看出信任度变量（TRUST）的系数估计在 1%至 95%的概率下都为负值，在 95%至 99%之间才由负值（-0.36）变为正值（0.28）。这说明信任度指标的系数在 5%的显著性水平上为负，信息披露质量与 IPO 抑价负相关，信息披露可信度越高，IPO 抑价越低。因此，本文的结论并非是样本量过小所致。

六、结论

公司通过首次从开发行上市来筹措资金，而在不完全资本市场中，发行方、承销方以及投资方之间存在信息不对称现象，从而形成了额外的交易成本——股权融资成本中的信息不对称部分，它实际上是企业为了解决信息不对称问题而在出售其股份时所提供的折扣，即 IPO 抑

价。因此,根据 Barry 和 Brown(1984); Diamond 和 Verrecchia(1991)提出的关于信息披露与资本成本的理论, IPO 抑价与信息披露特别是披露的质量有着重要的联系。

本文选取了 2004 年度在深圳证券交易所中小板块上市的 37 家公司为样本,从信息披露质量新视角研究了信息披露质量对 IPO 抑价的影响。研究表明,控制了发行量、发行价格、流通股比例、控股比例以及发行公司特征等相关因素后, IPO 抑价与信息披露质量负相关,公司信息披露质量越高, IPO 抑价水平越低,这一研究发现支持了本文的理论预测。

已有的大量相关研究表明信息披露特别是信息披露的多少会影响市场的信息不对称程度,从而影响 IPO 抑价水平。然而信息披露质量的高低是否会对 IPO 抑价有显著的影响呢?

本文的研究发现表明信息披露质量的高低会对 IPO 抑价水平产生显著的影响,而且是负的影响,信息披露质量越高, IPO 抑价水平就越低。这说明公司公开发行上市时,不仅仅要注重信息披露数量的多少,更要注重信息披露的质量,提高信息披露的可信度,才能进一步降低 IPO 时股权融资的机会成本。

鉴于本文只选取了中小板块公司为样本检验了信息披露质量对 IPO 抑价的影响,样本数量有限,因此进一步的结论验证还有待于主板公司数据完善之后,以主板市场公司为样本进一步研究二者之间的关系。同时公司信息披露质量是否会长期影响公司的业绩表现,以及信息披露质量的变化是否会影响公司的长期业绩表现,这都是我们后续研究的主要方向。

参考文献

- [1] 陈工孟,高宁,中国股票一级市场发行抑价的程度与原因,金融研究2000年第8期,1-12页。
- [2] 李建超,周焯华,中小企业板抑价现象实证研究《软科学》2005年第5期,34-38页。
- [3] 杨丹,王莉,中国新股发行抑价:一个假说的检验,《复旦学报》2001年第5期,85-90页。
- [4] 王晋斌,新股申购预期超额报酬率的测度及其可能解释,《经济研究》,1997年第12期,17-24页。
- [5] 张人骥、朱海平、王怀芳和韩星,中国股票市场发行价格过程分析,《经济科学》1999年第4期,64-70页。
- [6] 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,69-91页。
- [7] Allen,F.,and G.Faulhaber, 1989, Signaling by underpricing in the IPO market. *Journal of Financial Economics*,23,303-323.
- [8] Barry,C.B.and Brown,S.J., 1984, Differential Information and the Small Firm Effect, *Journal of Financial Economics*,13(2),283-295.
- [9] Beatty, R.P., and J.R. Ritter, 1986, Investment Banking, Reputation, and the Underpricing of Initial Public Offerings, *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.
- [10] Botosan,C.A.,1997,Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, *The Accounting Review*,72(3),323-350.
- [11] Botosan,C.A.and Plumlee, M., 2002, A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital,*Journal of Accounting Research*,40,21-40.
- [12] Chan,K.,J.Wang and K.C.J.Wei,2004,Underpricing and long-term performance of IPOs in China, *Journal of Corporate Finance*,10,409-430.

- [13] Diamond,D.and Verrecchia,R., 1991, Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, Journal of Finance,46(4),1325-1359.
- [14] Dongwei Su,2004,“Adverse-selection versus signaling :evidence from the pricing of Chinese IPOs”Journal of Economics & Business.
- [15] Grinblatt,M.,and C. Hwang,1989,Signaling and the Pricing of New Issues, Journal of Finance 44, 393-420.
- [16] Habib, M.A., and A. Ljungqvist, 1998, Underpricing and IPO proceeds: A Note, Economics Letters 61, 381-383.
- [17] Ibbotson,R.G.,1975.Price performance of common stock new issues.2,235-272
- [18] Koh, F., and T. Walter, 1989, A Direct Test of Rock’s Model of the Pricing of Unseasoned Issues, Journal of Financial Economics 23, 251-272.
- [19] Levis, M., 1990, The Winner’s Curse Problem, Interest Costs, and the Underpricing of Initial Public Offerings, Economic Journal 100, 76-89.
- [20] Ljungqvist, 2004, Chapter III.4: IPO Underpricing , 《Handbook in Corporate Finance: Empirical Corporate Finance》 。
- [21] Mok,H.,Hui,Y.,1998,Under-pricing and aftermarket performance of IPOs in Shanghai, China, Pacific-Basin Finance Journal,6,453-474.
- [22] Noreen,E.w,1989,Computer Intensive Methods for Testing Hypotheses,(John Wiley and Sons, Somerset ,NJ).
- [23] Rock,K.,1986, Why new issues are underpriced,Journal of Financial Economics, 15, 1051—1069.
- [24] Ritter, J.R., 1991, The Long-Run Performance of Initial Public Offerings, Journal of Finance 46, 3-27.
- [25] Ritter, 2004, Chapter5: Investment Banking and Security Issuance, 《Handbook of The Economics of Finance》 Volume1A.
- [26] Su,D.,Fleisher,B.,1999,An empirical investigation of underpricing in Chinese IPOs:.Pacific-Basin Finance Journal,7,173-202.
- [27] Su,D.,2003,Chinese stock market: A research handbook, Singapore: World Scientific Publishing (UK) Ltd.
- [28] Welch,I.,1989,Seasoned Offerings, Imitation Cost and the Underpricing of Initial Public Offerings, Journal of Finance 44, 421-449.

Disclosure quality and the IPO underpricing

——Evidence from IPOs in China’s SME Stock Market

Qi Xiangqin, Luo Jun

(Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai 200433, China)

Abstract: The mystery of the IPO underpricing is always an important topic in the academic community, lots of studies have found that information disclosure can change the extent of information asymmetry, so can influence the IPO underpricing. However, there is few empirical studies focusing on the relationship between disclosure quality and IPO underpricing. This paper studies the influence of disclosure quality on the IPO underpricing using 37 listed companies in Shenzhen SME Board stock market in 2004 as research sample. Our analysis shows that disclosure quality could explain the cross-sectional variations of underpricing and there is a negative relationship between disclosure quality and IPO underpricing controlling relative factors. The higher disclosure quality is associated with a lower IPO underpricing. The results support our theory forecast.

Keywords: Disclosure Quality, IPO underpricing

作者简介:

齐祥芹, 上海财经大学会计学院, 硕士研究生。

罗俊, 上海财经大学会计学院, 硕士研究生。

¹ 38 家中小板块上市公司抑价率 (UNDPRC) 均值的 3 倍标准差范围为 (-119.84% 259.18%), 其中 2008 “大族激光” 的抑价率为 325%, 超出抑价率均值的 3 倍标准差范围。