

DOI: 10.16538/j.cnki.fem.2019.02.009

IPO制度改革、盈余透明度与投资者异质信念

高敬忠¹, 彭正银¹, 王英允²

(1. 天津财经大学 商学院, 天津 300222; 2. 中央财经大学 会计学院, 北京 100081)

摘要: 本文实证检验了IPO制度改革、IPO盈余透明度与投资者异质信念的作用关系。检验结果发现: 第一, 以应计盈余管理、真实活动盈余管理及总盈余管理表示的IPO盈余透明度降低均会导致更高的投资者异质信念; 延长窗口期后这一作用会因盈余管理方式不同而呈现不同作用强度; 第二, 各个阶段IPO制度改革均显著影响了应计盈余管理表示的IPO盈余透明度对投资者异质信念的作用, 而以真实活动盈余管理及总盈余管理表示的IPO盈余透明度对投资者异质信念的作用, 除了在额度管理到指标管理阶段改革受到显著弱化外, 其他阶段的IPO制度改革均没有对其产生显著影响。本文从信息披露的角度分析了投资者异质信念的形成过程, 并进一步检验了IPO制度改革对这一过程的影响, 为我国资本市场IPO制度改革及稳定市场波动提供了参考依据。

关键词: IPO公司; IPO制度改革; 盈余透明度; 投资者异质信念; 信息弹性

中图分类号: F270 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-4950(2019)02-0112-13

一、前言

在投机氛围较为浓厚以及投资者特征差异较大的我国新兴资本市场中, 投资者的信念往往容易出现较大差异, 这种信念上的差异将会在很大程度上影响资源配置的有效性。理解投资者信念差异的形成及其经济后果对于提高我国资本市场效率及监管有效性具有重要意义。Mille(1977)提出了投资者异质信念理论后, 后续研究更多关注异质信念对投资者行为后果的影响, 例如, 投资者高异质信念易导致投资者对信息的反应不足(Ottaviani和Sørensen, 2015)、预期投资收益降低(包锋和徐建国, 2015; 朱宏泉等, 2016)、股票价格波动(邓路和王化成, 2014; Baker等, 2016)、甚至个股价格暴跌(陈国进和张贻军, 2009), 最终影响了资本市场有效性, 但是, 现有研究较少关注投资者异质信念形成。根据Hong和Stein(2007)的观点, 投资者异

收稿日期: 2017-11-22

基金项目: 国家社会科学基金(16BJY015)

作者简介: 高敬忠(1975—), 男, 天津财经大学商学院, 副教授、硕士生导师(通讯作者);

彭正银(1963—), 男, 天津财经大学商学院教授, 博士生导师;

王英允(1981—), 女, 中央财经大学会计学院, 博士研究生。

质信念的形成受到渐进信息流动、有限注意以及先验异质性的影响,因此,信息的流动、获取与利用也在一定程度上影响投资者异质信念的形成。更透明的信息披露有利于向市场注入更为丰富、准确的关于公司的特质信息,有助于投资者对未来的事项进行预测并降低事件实际发生时的意外情况(Dasgupta等,2010)。心理学研究的文献表明,当信息环境中存在更大不确定性与模糊时,动机推理更可能发生(Gilovich,1983)。根据弹性判断理论(Hsee,1995,1996),随着不确定性及模糊程度的提高,投资者的选择弹性更高。因此,在IPO过程中,当公司IPO信息透明度较高时,投资者在形成对公司价值的信念时面临较小的弹性,不同投资者的判断推理依据相差较小,从而使得他们的异质信念程度较低;反之,投资者面临较大的信息弹性时,判断推理的一致性程度降低,从而形成较高的异质信念。根据以上阐述,本文试图从IPO信息透明度的视角来研究信息披露对投资者异质信念形成的作用。

从我国资本市场建立以来,监管机构一直致力于通过IPO制度改革提高资本市场有效性。我国已经经历的IPO制度改革过程表现为IPO制度市场化程度的渐进式提高(Cheung等,2009;田利辉等,2013;方匡南等,2015),监管方式也逐步转向市场化。现有研究更多地从IPO定价的角度关注IPO制度改革的有效性,很少探讨IPO制度对信息披露及其市场作用的影响,对于IPO制度改革下的信息披露对投资者异质信念形成作用的研究更是不够。本研究认为,IPO制度市场化程度的提高及监管模式的转变将强化IPO信息披露与投资者信念形成的关系。公司IPO中的信息透明度选择与投资者的异质信念预期,从表面上看是企业与投资者的个体行为;实质上,它们反映的是宏观制度背景下的市场参与者多重博弈的结果。本文试图从IPO公司信息透明度对投资者异质信念作用的微观角度、基于IPO制度变迁演化背景综合研究IPO制度改革的有效性。

根据以上分析,本文主要讨论以下两方面的问题:第一,IPO公司盈余透明度如何影响投资者异质信念的形成。首先,这一研究从讨论信息披露对投资者信念形成的作用的视角丰富了关于投资者异质信念形成的研究;其次,本文选择了IPO公司作为研究样本,相对于现有关于盈余透明度的研究主要关注已上市公司,本文的研究从样本公司选择的角度丰富了这方面的研究;最后,本文的研究为控制股价波动提供思路,即通过提高信息透明度以提高不同投资者信念形成依据的一致性,降低投资者信念异质性程度以稳定股价。第二,IPO制度改革如何影响盈余透明度对投资者异质信念的作用。该方面的研究贡献有两点:首先,从盈余透明度对投资者行为作用变化的视角讨论了IPO制度渐进式市场化改革的有效性;其次,为理解市场参与主体在IPO制度改革环境下利用会计信息进行决策提供经验证据。

本文的后续结构安排如下:第二部分为理论假设;第三部分为研究设计;第四部分为实证结果分析;第五部分为稳健性检验;第六部分为结论与启示。

二、理论假设

现有研究表明,信息透明度在公司治理以及资源配置中发挥了重要作用,特别地,信息透明度影响了投资者对公司的认知及其在认知基础上形成的交易行为。首先,信息透明度影响着投资者对公司行为的认知。如透明度提升有助于减轻散户对股市传闻认知负向偏差效应(唐雪松和林雁,2014),增强外部投资者的信心(雷光勇等,2011),而较低的透明度则更可能显著影响经验不足评估师的估值判断(张志红等,2015),也可能使公司更多受到投资者情绪影响(Firth等,2015)。其次,透明度影响着市场交易行为与后果。如高透明度可以降低超常回报(曾庆生,2014),提高股票回报的同步性(Dasgupta等,2010),降低股价崩盘风险(权小锋等,2016)

并抑制股价波动(辛清泉等,2014)。

(一) 盈余透明度对投资者异质信念形成作用的预期假设

根据Hong和Stein(2007)的观点,信息在投资者信念形成中起着重要作用,异质信念的形成机制包括渐进信息流动、有限注意以及先验的异质性三个方面。投资者异质信念既受到个人先天因素的影响,也与信息流动与接收方式有关。Holthausen和Verrecchia(1990)建立模型分析后认为,投资者共识的下降是信号意外量与所感知到的信号精确性离差的正函数。因此,当公司在IPO中披露的信息透明度较高时,投资者之间接收信息时的流动差异将降低,而且,对信息感知的精确性程度也相对较高,从而更容易对接收到的信息形成高的共识。Hsee(1995,1996)提出的弹性判断理论认为,当判断因素中不存在弹性时,在判断中就不会考虑非判断因素;当存在弹性时,判断中对弹性判断因素的评估会朝着非判断因素的方向扭曲,然后所作出的判断表面上看是只依赖于判断因素,实质上受到了非判断因素的影响。当IPO盈余信息披露透明度较高时,投资者在对公司价值判断过程中受非判断因素影响就相对较少,个体特质因素在其判断中发挥作用的空間也会减少;如果公司降低IPO盈余信息披露的透明度,则不同的投资者在判断过程中可能会因个体特征差异而将过多的非判断因素纳入判断之中,从而使得各自形成价值判断的信念基础出现分歧,信念异质性程度提高。

在公司IPO实践中,管理层为了自身利益可能对IPO盈余信息透明度进行操控以改变投资者所接收的IPO盈余信息的信息弹性,进而影响其判断结果。当管理层选择采用高透明度披露IPO盈余信息时,投资者信念形成过程中面临的信息弹性相对较小,从而使得结果的可能性较少,投资者共识程度较高,也即意味着其异质信念程度低;而当管理层选择相对不透明的方式披露IPO盈余信息时,投资者形成信念时面临的信息弹性增大,结果的可能性增多,认知分歧也会增大,从而导致更高的投资者异质信念。综上所述,我们预期:

假设1:随着盈余透明度的提高,投资者异质信念下降;反之,当盈余透明度降低时,投资者异质信念提高。

(二) IPO制度改革对盈余透明度与投资者异质信念关系调节作用的预期假设

IPO制度改革是监管机构完善资本市场基础性制度建设的重要问题之一。从1990年至今,我国IPO制度经历了审批制到核准制的改革,同时,审批制经历了1990—1995年额度管理、1996—2000年指标管理;核准制经历了2001—2004年的通道制、2004年至今的保荐制;近期监管机构又提出了核准制到注册制的改革。纵观IPO制度改革历程,从行政化主导向市场化主导转变是重要特征之一。IPO制度的这一改革特征将凸显证券市场在资源配置中的决定性作用,并弱化政府的直接作用。在此背景下,就投资者信息获取而言,这将使投资者决策所需信息从主要来源于政府的方针政策及相关规定而逐步转变为主要来源于公司的信息披露,这将提高IPO中管理层信息披露与投资者决策的相关性,进而激发投资者对管理层信息披露策略的关注程度,强化管理层信息披露策略与投资者决策的互动关系。

随着IPO制度市场化改革的进行,市场参与主体之间的博弈关系也发生了变化。在审批制下,投资者对拟上市公司的价值信念形成更多依赖于政府对上市公司名额分配中的价值背书,很少关注公司披露的信息。拟上市公司在IPO中更多关注如何获得名额指标,拿到分配的名额也就等于获得了上市资格,对信息披露只要在形式上满足监管机构要求即可,甚至于存在通过操控手段达到信息披露要求的情形。对此,监管机构也会不断改进对IPO公司信息披露监管。因此,在审批制下的IPO信息披露过程中,主要表现为监管机构与IPO公司之间的博弈,而投资者在博弈中则力量较弱,在公司价值判断中对所披露信息的实质情况关注度也相对较低;在核

准制下,拟上市公司需要通过自己所披露的信息获得保荐机构的青睐,保荐机构为了提高“过会率”及自身业务声誉,在筛选过程中不但要关注监管机构的要求,也要关注市场中投资者利用公司信息披露对公司价值进行的判断。据此,保荐机构会提高对拟上市公司信息披露质量要求。因此,随着IPO制度渐进式市场化程度的提高以及投资者素质的提高,投资者对信息披露的关注度也不断提高,对公司价值信念形成过程也更多考虑公司所披露的信息。因此,在IPO信息披露中,投资者在与监管机构、IPO公司博弈关系中的力量也有所增强,对IPO信息的关注度提高使得信息对投资者信念影响也逐渐增强。

根据以上分析,本文认为,IPO制度市场化改革所带来的市场参与主体博弈关系的变化将最终影响到IPO公司所披露信息对投资者信念形成的作用。因此,我们预期:

假设2:IPO制度改革(包括审批制改革为核准制、审批制下的额度管理改革为指标管理、审批制下指标管理改革为核准制下通道制以及核准制下通道制改革为保荐制)将对IPO盈余透明度与投资者异质信念关系产生显著调节作用。

三、研究设计

(一)变量定义与度量

1. IPO公司盈余透明度(*Transparency*)

现有研究认为,如果盈余被过多操纵,则会降低盈余信息的透明度。因此本文以公司IPO中的盈余管理程度度量IPO盈余透明度。具体从三个角度度量,即应计盈余管理程度、真实活动盈余管理程度以及两者之和的总盈余管理程度。

首先,本文根据Kothari等(2005)提出的修正的琼斯模型计算应计盈余管理程度*Aem*。应计盈余管理往往表示IPO公司利用会计政策进行盈余操控的程度。

其次,本文借鉴Roychowdhury(2006)的实际活动盈余管理度量方法,计算销售操控、生产操控和费用操控三个方面真实活动盈余管理情况,并在计算以上三方面真实活动盈余管理基础上,进一步参考李增福等(2011)的做法,在考虑销售操控、生产操控和费用操控方向一致性,采用模型(1)计算真实活动盈余管理的整体情况。

$$Rem_{i,t} = (-1) \times ACFO_{i,t} + APROD_{i,t} + (-1) \times AEXP_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Rem_{i,t}$ 表示*i*公司*t*期真实活动盈余管理整体程度。根据Roychowdhury(2006)计算真实活动盈余管理的模型, $ACFO_{i,t}$ 表示异常经营活动现金净流量, $APROD_{i,t}$ 表示异常生产成本, $AEXP_{i,t}$ 表示异常可操控费用。

最后,根据Chan等(2015)的做法,本文用应计盈余管理*Aem*与真实活动盈余管理*Rem*相加的和表示总盈余管理*Tem*,即 $Tem = Aem + Rem$,总盈余管理的程度体现了IPO公司通过会计政策及业务进行盈余操纵的总程度, Tem 越大,总盈余管理程度越高,则IPO公司盈余透明度越低。

2. 投资者异质信念(*Beliefsturn*_(0,n))

根据邓路和廖明情(2013)的研究,结合研究需要修改后,用模型(2)计算的市场调整的超额换手率作为投资者异质信念的度量:

$$Beliefsturn_{(0,n)} = \frac{1}{n} \sum_{t=0}^n \left(\frac{Vol_{i,t}}{Shs_{i,t}} - \frac{Vol_{m,t}}{Shs_{m,t}} \right) \quad (2)$$

式中, $Beliefsturn_{(0,n)}$ 表示0至*n*天平均超额换手率, $Vol_{i,t}$ 为IPO公司*i*在第*t*天的交易量, $Shs_{i,t}$ 为IPO公司*i*在第*t*天发行在外的全部流通股, $Vol_{m,t}$ 为市场组合在第*t*天的总交易量,

$Shs_{m,t}$ 为市场组合第 t 天发行在外的全部流通股。将样本公司每天换手率对市场整体换手率进行调整,剔除市场整体状况的影响。在实证研究中,首先,本文主要以IPO后0至1天的超额换手率检验投资者异质信念 $Beliefsturn_{(0,1)}$;其次,本文将延长窗口期,进一步检验0至3天、0至15天及0至30天的投资者异质信念。

3. IPO制度改革(Ref_IPO)

本文中IPO制度改革是指我国资本市场所经历的审批制(1990—2000年)到核准制(2001—2015年),以及审批制下由额度管理(1990—1995年)到指标管理(1996—2000年)的改革、审批制下指标管理阶段(1996—2000年)到核准制下通道制阶段(2001—2004年)的改革、核准制下由通道制(2001—2004年)到保荐制(2005—2015年)的改革过程。本文采用历史研究法,比较分析历次制度变化后,设计虚拟变量来表示IPO制度改革。

4. 控制变量

在实证检验中,本文的控制变量定义及度量如表1所示。

表1 控制变量定义及度量

变量名称	变量含义	变量度量
<i>Debt Ratio</i>	资产负债率	IPO前一年的资产负债率
<i>Roa</i>	资产收益率	IPO前一年的资产收益率
<i>Size</i>	IPO公司规模	以拟上市公司总资产对数表示
<i>Earnings_Var</i>	IPO公司上市前的 盈余波动性	以IPO前三年盈余的标准差来度量
<i>Pricing_Style</i>	IPO定价方式	当采用市场化程度较低的方式(如固定价格方式、相对固定市盈率定价方式、控制市盈率定价方式)定价时,取0,采用市场化程度较高的方式(如累计投标定价方式、累计投标询价方式)定价时,则取1
<i>Offering_Style</i>	IPO发行方式	根据国泰安数据库提供的发行方式,当发行采用市场化方式时,取1,否则取0
<i>Pub Fraction</i>	IPO公开发行比例	以本次公开发行股占整个招股股票的比例表示
<i>IND</i>	行业性质	以中国证监会2012年发布的行业指引对行业进行分类控制

用表1中的控制变量,本文控制了以下因素的影响:公司的财务状况、经营状况、公司规模差异、收益变动程度、IPO定价市场化程度、IPO发行方式市场化程度以及公开发行与内部认购现象对投资者认知的影响。

(二)样本选择

本研究选取了1990—2015年我国A股资本市场中2 896家IPO公司的样本,并以IPO事件作为研究对象。研究公司IPO盈余透明度对投资者异质信念的作用以及IPO制度改革对这一作用的影响。考虑到极端异常值影响,本文对所有连续变量在上下1%水平进行了Winsorize处理,剔除了有变量缺失的样本,最终得到的有效样本为2 441家。

在表2中,根据IPO制度的演变过程,我们将样本统计计划分为四个阶段,即1990—1995年审批制的额度管理阶段,在该阶段中共有58家IPO公司样本;1996—2000年审批制的指标管理阶段,该阶段中共有619家IPO公司样本;2001—2004年核准制下的通道制阶段,该阶段共有302家IPO公司样本;2005—2015年核准制下的保荐制阶段,该阶段共有1 462家IPO公司样本。

表2 IPO公司的年度样本分布

	年 度				合 计
	1990—1995年	1996—2000年	2001—2004年	2005—2015年	
样本数	58	619	302	1 462	2 441

(三)模型设计

首先,本文设计了多元回归模型(3)检验IPO盈余透明度对投资者异质信念的作用。

$$\begin{aligned} Beliefsturn_{(0,1)} = & \alpha_0 + \alpha_1 Transparency + \alpha_2 Debt_Ratio + \alpha_3 Roa + \alpha_4 Size \\ & + \alpha_5 Pricing_Style + \alpha_6 Offering_Style \\ & + \alpha_7 Pub_Fraction + \alpha_8 IND + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (3)$$

在模型(3)中, $Beliefsturn_{(0,1)}$ 是表示投资者异质信念的因变量; $Transparency$ 是表示IPO盈余透明度的自变量,在检验中,分别以应计盈余管理 Aem 、真实活动盈余管理 Rem 以及总盈余管理 Tem 表示;控制变量含义具体见表1的变量定义。

其次,本文设计了模型(4),检验IPO制度改革如何调节IPO盈余透明度对投资者异质信念的作用。

$$\begin{aligned} Beliefsturn_{(0,1)} = & \alpha_0 + \alpha_1 Transparency + \alpha_2 Ref_IPO \times Transparency \\ & + \alpha_3 Debt_Ratio + \alpha_4 Roa + \alpha_5 Size + \alpha_6 Pricing_Style \\ & + \alpha_7 Offering_Style + \alpha_8 Pub_Fraction + \alpha_9 IND + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (4)$$

在模型(4)中, $Ref_IPO \times Transparency$ 为IPO制度改革变量与IPO盈余透明度的交互项;其他变量定义及度量同模型(3)。

四、实证结果分析

(一)变量描述性统计

表3列示了本文主要因变量与自变量的描述性统计结果。

表3 本文因变量与自变量的描述性统计结果

	样本数	均值	标准差	25%	中位数	75%	最小值	最大值
$Beliefsturn_{(0,1)}$	2 441	35.71	23.76	17.97	38.67	52.94	-4.643	103.6
$Beliefsturn_{(0,3)}$	2 441	24.94	17.81	12.11	25.29	37.52	-4.709	77.42
$Beliefsturn_{(0,15)}$	2 441	11.47	9.318	4.668	10.01	17.38	-4.483	43.53
$Beliefsturn_{(0,30)}$	2 441	7.741	6.945	2.502	6.187	11.70	-4.160	31.45
Aem	2 441	0.063	0.104	-0.003	0.053	0.119	-0.188	0.391
Rem	2 304	-0.085	0.330	-0.226	-0.061	0.086	-1.308	0.789
Tem	2 304	-0.022	0.356	-0.196	-0.015	0.167	-1.221	0.971

表3中所列示的结果显示,首先,样本公司投资者异质信念变量 $Beliefsturn$ 0至1天、0至3天、0至15天以及0至30天的均值均接近于中位数,差距不大。表明样本分布较为合理;并且,0至1天、0至3天、0至15天以及0至30天的均值呈下降趋势。其次,以盈余管理表示的盈余透明度变量中,应计盈余管理 Aem 均值高于中位数,但真实活动盈余管理 Rem 均值低于中位数,总盈余管理 Tem 的均值稍低于中位数,均值与中位数分布基本合理。这一结果表明,IPO公司可能更多通过应计盈余管理方式改变了IPO盈余透明度。最后,其他控制变量的均值与中位数基本处于合理范围。

(二)盈余透明度对投资者异质信念作用的实证结果分析

1. 对比检验结果分析

本文分别以应计盈余管理 Aem 、真实活动盈余管理 Rem 以及总盈余管理 Tem 的均值为依据进行分组,高于均值的划归为HIGH组,低于均值划归为LOW组,并对两组样本异质信念变量均值差异进行t检验,结果如表4所示。

表4中列示的结果显示,以应计盈余管理 Aem 均值作为分组依据,首先,HIGH组以超额换

手率表示的IPO后0至1天、0至3天、0至15天及0至30天的投资者异质信念均显著高于LOW组；其次，以真实活动盈余管理 Rem 均值作为分组依据，HIGH组与LOW组的投资者异质信念均没有显著差异；最后，以总盈余管理 Tem 均值作为分组依据，首先，HIGH组IPO后0至1天、0至3天的投资者异质信念显著高于LOW组，但0至15天及0至30天的差异不显著。

表4 按 Aem 、 Rem 、 Tem 均值分组的各变量均值检验结果

	以 Aem 均值分组			以 Rem 均值分组			以 Tem 均值分组		
	LOW ⁽¹⁾	HIGH ⁽²⁾	(2)-(1) ^a	LOW ⁽³⁾	HIGH ⁽⁴⁾	(4)-(3) ^a	LOW	HIGH	(6)-(5) ^a
$Beliefsturn_{(0,1)}$	32.931 (1 311)	38.930 (1 130)	5.999***	35.894 (1 058)	35.956 (1 246)	0.062	34.799 (1 130)	37.013 (1 174)	2.214**
$Beliefsturn_{(0,3)}$	22.908 (1 311)	27.294 (1 130)	4.386***	25.093 (1 058)	25.115 (1 246)	0.022	24.329 (1 130)	25.851 (1 174)	1.522**
$Beliefsturn_{(0,15)}$	10.670 (1 311)	12.403 (1 130)	1.733***	11.596 (1 058)	11.527 (1 246)	-0.069	11.303 (1 130)	11.804 (1 174)	0.501
$Beliefsturn_{(0,30)}$	7.259 (1 311)	8.300 (1 130)	1.041***	7.805 (1 058)	7.773 (1 246)	-0.032	7.623 (1 130)	7.946 (1 174)	0.323

注：a表示该列为均值差异值；***表示 $p<0.01$ ，**表示 $p<0.05$ ，*表示 $p<0.1$ 。

本文还根据 Aem 、 Rem 、 Tem 的中位数进行分组后也进行了对比检验，得到的结果与均值分组对比检验的结果类似，限于篇幅未在文中列示。

对比检验的结果总体上表明，IPO公司通过盈余管理降低IPO盈余透明度导致了更高的投资者异质信念，结果总体上符合本文预期假设。

2. 盈余透明度对IPO后0至1天投资者异质信念作用的检验结果分析

表5列示了利用模型(3)实证检验盈余透明度对IPO后0至1天投资者异质信念作用的结果。

表5 盈余透明度对IPO后0至1天投资者异质信念作用检验结果

	$Beliefsturn_{(0,1)}$	$Beliefsturn_{(0,1)}$	$Beliefsturn_{(0,1)}$
Constant	113.886*** (10.2)	111.631*** (9.48)	108.410*** (9.21)
Aem	21.905*** (5.13)		
Rem		3.479** (2.43)	
Tem			4.979*** (3.90)
$Debt_Ratio$	0.228*** (7.22)	0.235*** (7.05)	0.236*** (7.08)
Roa	-0.123 (-1.47)	0.001 (0.010)	0.013 (0.14)
$Size$	-9.136*** (-12.5)	-9.424*** (-12.2)	-9.258*** (-11.9)
$Earnings_Var$	4.895*** (7.71)	5.279*** (7.85)	5.242*** (7.82)
$Pricing_Style$	5.005*** (4.54)	4.389*** (3.85)	4.415*** (3.88)
$Offering_Style$	21.669*** (15.8)	21.768*** (15.2)	21.736*** (15.2)
$Pub_Fraction$	-2.703 (-0.55)	-1.294 (-0.25)	-1.276 (-0.25)
IND	控制	控制	控制
样本量	2 441	2 304	2 304
R^2	0.260	0.250	0.250
调整的 R^2	0.256	0.242	0.245
F检验	39.10***	34.45***	35.01***

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

表5中的结果显示，在控制了其他因素的影响后，应计盈余管理 Aem 、真实活动盈余管理 Rem 以及总盈余管理 Tem 与以超额换手率表示的投资者异质信念分别在小于1%、5%、1%的水平下显著正相关，这一结果表明，IPO公司通过提高会计政策及真实活动进行的盈余操纵，降低了盈余透明度，同时，随着盈余透明度的降低，投资者异质信念显著提高。

3. 长窗口期下的IPO信息透明度对投资者异质信念作用的进一步检验结果分析

通过延长窗口期,本文进一步考察了盈余透明度对长窗口期下投资者异质信念的影响。我们分别以0至3天、0至15天及0至30天的平均超额换手率表示不同窗口期的投资者异质信念,对模型(3)进行检验,检验结果如表6所示(限于篇幅,控制变量结果未在文中列示)。

表6 延长窗口期后的盈余透明度对投资者异质信念作用检验结果

	<i>Beliefsturn</i> _(0,3)	<i>Beliefsturn</i> _(0,3)	<i>Beliefsturn</i> _(0,3)	<i>Beliefsturn</i> _(0,15)	<i>Beliefsturn</i> _(0,15)	<i>Beliefsturn</i> _(0,15)	<i>Beliefsturn</i> _(0,30)	<i>Beliefsturn</i> _(0,30)	<i>Beliefsturn</i> _(0,30)
Constant	77.596*** (9.26)	76.464*** (8.61)	74.024*** (8.34)	32.364*** (7.39)	31.732*** (6.86)	31.027*** (6.71)	21.640*** (6.60)	20.788*** (6.02)	20.526*** (5.94)
<i>Aem</i>	16.447*** (5.11)			5.284*** (3.14)			2.442* (1.94)		
<i>Rem</i>		2.758** (2.56)			1.416** (2.52)			1.204*** (2.87)	
<i>Tem</i>			3.877*** (4.03)			1.655*** (3.30)			1.201*** (3.20)
样本量	2 441	2 304	2 304	2 441	2 304	2 304	2 441	2 304	2 304
<i>R</i> ²	0.250	0.240	0.240	0.260	0.250	0.250	0.250	0.240	0.240
调整的 <i>R</i> ²	0.247	0.233	0.237	0.249	0.241	0.243	0.242	0.237	0.237
<i>F</i> 检验	37.33***	32.87***	33.45***	37.68***	34.30***	34.57***	36.41***	33.47***	33.59***

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

表6中的结果显示:

第一,以应计盈余管理*Aem*表示的盈余透明度与以IPO后0至3天、0至15天、0至30天的超额换手率表示的投资者异质信念分别在小于1%、5%、10%的水平下显著正相关。由此可见,以应计盈余管理表示的盈余透明度降低显著导致了更高的投资者异质信念,但这一作用的强度随着IPO窗口期延长而逐渐降低(作用系数逐渐减小,显著性程度也逐渐下降)。

第二,以真实活动盈余管理*Rem*表示的盈余透明度与0至3天、0至15天以及0至30天的投资者异质信念分别在小于5%、5%、1%的水平下显著正相关,作用的显著性程度逐渐增强,但作用系数逐渐减小。相对于以应计盈余管理*Aem*作为盈余透明度对投资者异质信念的作用,以真实活动盈余管理*Rem*表示的IPO盈余透明度对投资者异质信念在长窗口期的作用更为显著(对0至30天异质信念的作用显著性更高)。由此可见,IPO公司通过会计政策进行的应计盈余管理对IPO信息透明度的改变,在IPO后的短窗口期内更显著地影响投资者异质信念,而通过真实活动进行的盈余管理对盈余透明度的改变则在IPO后较长的窗口期更显著地影响投资者异质信念。我们认为,IPO公司通过会计政策对盈余进行的操纵,更容易被发现并较快影响到投资者异质信念;而通过真实活动进行的盈余操纵则相对隐蔽,发现周期更长。因此,在IPO长窗口期的后期,其作用更显著地影响到投资者异质信念。

第三,总盈余管理*Tem*与0至3天、0至15天以及0至30天的投资者异质信念均在小于1%的水平下显著正相关,由此可见,IPO公司通过会计政策及真实活动操纵盈余信息所引起的盈余透明度的降低显著地导致了投资者在IPO后较长窗口期的更高的异质信念。

以上长窗口期下的检验,进一步证明了盈余透明度的降低将导致更高的投资者异质信念,与本文预期一致。

(三)IPO制度改革对盈余透明度与投资者异质信念关系的调节作用检验结果分析

我国资本市场成立以来经历了从审批制到核准制的制度改革。因此,本文首先以审批制到核准制改革为背景,检验IPO制度改革在IPO盈余透明度对投资者异质信念作用中的调节作用;其次,审批制经历了从额度管理到指标管理阶段性改革,核准制经历了通道制到保荐制的阶段性改革,本文将以阶段性改革为背景,检验每一阶段性IPO制度改革的影响。

1. 审批制到核准制的IPO制度改革调节作用检验结果分析

表7分别列示了以审批制到核准制改革为背景,以应计盈余管理 Aem 、真实活动盈余管理 Rem 以及总盈余管理 Tem 表示的盈余透明度对模型(4)进行检验的结果。

表7 IPO制度改革(审批制—核准制)、盈余透明度与投资者异质信念检验结果

	$Beliefsturn_{(0,1)}$	$Beliefsturn_{(0,1)}$	$Beliefsturn_{(0,1)}$
Constant	115.413*** (10.4)	112.553*** (9.53)	108.800*** (9.24)
Aem	14.454** (2.32)		
$Ref_IPO \times Aem$	13.152* (1.65)		
Rem		6.436** (2.23)	
$Ref_IPO \times Rem$		-3.811 (-1.18)	
Tem			6.976*** (2.83)
$Ref_IPO \times Tem$			-2.697 (-0.95)
$Debt_Ratio$	0.227*** (7.19)	0.238*** (7.12)	0.239*** (7.14)
Roa	-0.138 (-1.64)	-0.003 (-0.034)	0.010 (0.11)
$Size$	-9.177*** (-12.5)	-9.462*** (-12.2)	-9.274*** (-12.0)
$Earnings_Var$	4.915*** (7.74)	5.289*** (7.87)	5.239*** (7.81)
$Pricing_Style$	4.274*** (3.60)	4.217*** (3.67)	4.453*** (3.91)
$Offering_Style$	21.935*** (15.9)	21.906*** (15.3)	21.778*** (15.3)
$Pub_Fraction$	-3.178 (-0.65)	-1.708 (-0.33)	-1.483 (-0.29)
IND	控制	控制	控制
样本量	2 441	2 304	2 304
R^2	0.263	0.250	0.253
调整的 R^2	0.256	0.242	0.245
F检验	37.55***	33.02***	33.53***

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

表7中的回归结果显示,第一,以应计盈余管理 Aem 表示的盈余透明度与0至1天投资者异质信念 $Beliefsturn_{(0,1)}$ 正相关,其与IPO审批制到核准制改革变量 Ref_IPO 的交互项 $Ref_IPO \times Aem$ 对投资者异质信念的作用在小于10%的水平下显著正相关。这表明,IPO审批制到核准制的制度改革强化了以应计盈余管理IPO盈余透明度对投资者异质信念的作用,即相对于审批制,在核准制下以应计盈余管理 Aem 表示的IPO盈余透明度的降低将导致比审批制下更高的投资者异质信念。第二,以真实活动盈余管理 Rem 及总盈余管理 Tem 表示的IPO信息透明度分别与投资者异质信念在小于5%、1%的水平下显著正相关,两者与制度改革变量 Ref_IPO 的交互项均与投资者异质信念负相关,但统计上不显著。由此可见,IPO审批制到核准制改革并未对以真实活动盈余管理 Rem 及总盈余管理 Tem 表示的IPO信息透明度与投资者异质信念的关系产生显著的调节作用。

我们认为,通过会计政策选择改变IPO盈余透明度的应计盈余管理 Aem ,相对于通过真实活动进行盈余管理改变IPO盈余透明度,更容易被市场发现并形成对投资者信念的影响。因此,IPO制度改革的影响可能较快地形成对应计盈余管理作用的影响;而真实活动的盈余管理由于较难发现,制度改革的影响相对不显著或比较缓慢。

2. 以IPO制度阶段性改革为背景的进一步检验结果分析

本文对审批制下的样本进行了划分,实证检验由IPO审批制下额度管理到指标管理、审批制下指标管理到核准制下通道制以及核准制下通道制到保荐制的阶段性IPO制度改革如何调节了盈余透明度对投资者异质信念的作用。当样本来自改革前时,IPO制度改革变量 Ref_IPO 的取值为0;当样本来自改革后时,则IPO制度改革变量 Ref_IPO 的取值为1;利用划分的样本

及设计的变量,对模型(4)进行了检验,结果如表8所示(限于篇幅控制变量的回归结果未列示)。

表8 IPO制度改革阶段性改革、IPO盈余透明度与投资者异质信念关系检验结果

	额度管理——指标管理			指标管理——通道制			通道制——保荐制		
	<i>Beliefsturn</i> _(0,1)								
<i>Constant</i>	68.284*** (5.44)	74.773*** (5.76)	73.175*** (5.60)	69.578*** (5.89)	71.748*** (5.65)	69.044*** (5.43)	133.077*** (7.13)	126.877*** (6.30)	122.805*** (6.12)
<i>Aem</i>	-8.509 (-1.20)			19.396*** (4.26)			5.461 (0.36)		
<i>Ref_IPO</i> × <i>Aem</i>	13.687* (1.76)			-28.998*** (-3.07)			28.168* (1.72)		
<i>Rem</i>		13.284*** (4.01)			1.548 (0.72)			2.565 (0.57)	
<i>Ref_IPO</i> × <i>Rem</i>		-11.961*** (-3.17)			1.410 (0.43)			-0.290 (-0.060)	
<i>Tem</i>			10.646*** (3.56)			4.311** (2.40)			2.076 (0.49)
<i>Ref_IPO</i> × <i>Tem</i>			-8.802*** (-2.61)			-2.543 (-0.84)			2.363 (0.52)
样本量	677	631	631	927	864	864	1 764	1 673	1 673
<i>R</i> ²	0.169	0.176	0.172	0.443	0.420	0.423	0.325	0.312	0.314
调整的 <i>R</i> ²	0.144	0.149	0.145	0.430	0.406	0.409	0.316	0.303	0.305
F检验	6.676***	6.494***	6.340***	34.20***	30.49***	30.88***	36.42***	32.53***	32.84***

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

表8中的结果显示:

首先,在由审批制的额度管理到指标管理改革背景下,以应计盈余管理*Aem*表示的盈余透明度与IPO制度改革变量交互项*Ref_IPO* × *Aem*与投资者异质信念*Beliefsturn*_(0,1)在小于10%水平下显著正相关;以真实活动盈余管理*Rem*表示的盈余透明度与投资者异质信念*Beliefsturn*_(0,1)在小于1%水平下显著正相关,其与IPO制度改革变量交互项*Ref_IPO* × *Rem*与投资者异质信念在1%水平下显著负相关;以总盈余管理*Tem*表示的盈余透明度与投资者异质信念在小于1%水平下显著正相关,其与IPO制度改革变量交互项*Ref_IPO* × *Tem*与投资者异质信念在小于1%水平下显著负相关。以上结果总体上表明,当审批制下由额度管理改革为指标管理后,制度改革显著减弱了应计盈余管理所表示的盈余透明度对投资者异质信念的负向作用,即相对于额度管理制度,在指标管理制度下IPO盈余透明度低将会导致更高的投资者异质信念;制度改革显著减弱了真实活动盈余管理所表示的盈余透明度对投资者异质信念的正向作用,即在指标管理阶段,相对于额度管理阶段,随着真实活动盈余管理所表示的盈余透明度的降低,投资者异质信念提高的幅度较低;总的盈余管理表示的盈余透明度对投资者异质信念的正向作用也因制度改革而减弱,即改革后,两者之间的正向作用强度显著降低。

其次,在IPO制度由审批制的指标管理阶段改革为核准制的通道制阶段背景下,以应计盈余管理*Aem*表示的盈余透明度与投资者异质信念*Beliefsturn*_(0,1)在小于5%水平下显著正相关,其与IPO制度改革变量交互项*Ref_IPO* × *Aem*与投资者异质信念*Beliefsturn*_(0,1)在小于1%水平下显著负相关;以真实活动盈余管理*Rem*以及总盈余管理*Tem*表示的盈余透明度与IPO制度改革变量的交互项对投资者异质信念的作用系数统计上均不显著。以上结果表明,IPO制度由审批制的指标管理阶段改革为核准制的通道制阶段后,显著弱化了改革前以应计盈余管理表示的盈余透明度的降低对提高投资者异质信念的正向作用;而对于以真实活动盈余管理所表示的盈余透明度对投资者异质信念的作用没有显著影响,这可能由于应计盈余管理与真实活动盈余管理表示的盈余透明度的抵消作用,总盈余管理所表示的盈余透明度对投资者异质

信念的作用并没有受到这一阶段IPO制度改革的显著影响。

最后,当IPO制度由核准制下的通道制改革为保荐制后,以应计盈余管理 Aem 表示的盈余透明度与投资者异质信念 $Beliefsturn_{(0,1)}$ 正相关,但统计上不显著,其与IPO制度改革变量交互项 $Ref_IPO \times Aem$ 与投资者异质信念 $Beliefsturn_{(0,1)}$ 在10%水平下显著正相关;以真实活动盈余管理 Rem 以及总盈余管理 Tem 表示的盈余透明度与IPO制度改革变量的交互项对投资者异质信念的作用系数在统计上均不显著。这一结果表明,核准制下由通道制到保荐制的阶段性IPO制度改革只是显著强化应计盈余管理所表示的盈余透明度对投资者异质信念的正向调节作用,而对真实活动盈余及总盈余管理所表示的盈余透明度对投资者异质信念的调节作用均不显著。

以上检验结果表明,IPO各阶段的改革均显著调节了以应计盈余管理表示的盈余透明度对投资异质信念的作用,而对以真实活动盈余管理及总盈余管理表示的盈余透明度对投资者异质信念的作用,除了审批制下额度管理到指标管理的改革产生显著调节作用外,其他阶段改革均未产生显著作用。本文认为,通过会计政策进行的盈余操纵,相对于真实活动盈余管理,容易被市场识别,因此,盈余透明度对投资者异质信念的影响对IPO制度市场化改革的敏感性相对较强;而通过业务活动进行的真实活动的盈余管理相对隐蔽,不容易为投资者识别,因而受IPO制度市场化改革调节的敏感性相对较弱。

五、稳健性检验

首先,IPO盈余透明度变量替代。考虑到向下的盈余管理也会影响盈余透明度,本文对应计盈余管理 Aem 、真实活动盈余管理 Rem 以及总盈余管理 Tem 变量取绝对值后作为盈余透明度的替代变量,并利用原样本数据对模型(3)、(4)进行了重新回归,除系数大小及显著性程度稍有变化外,本文原所得出的结论依然得到支持。

其次,为了控制潜在的异方差和序列相关问题,本文对所有回归系数的标准误都在公司层面上进行Cluster处理,重新进行了回归检验,系数结果及显著性基本未发生变化。

以上检验限于篇幅,未报告检验结果,如有需要待索。

六、结论与启示

(一)研究结论

本文实证检验了IPO制度改革、盈余透明度与投资者异质信念的作用关系。检验结果发现:第一,以应计盈余管理、真实活动盈余管理及总盈余管理表示的盈余透明度的降低均会导致更高的IPO后0至1天的投资者异质信念;延长窗口期后进一步检验发现,以应计盈余管理表示的盈余透明度对投资者异质信念的作用呈下降趋势,而以真实活动盈余管理表示的盈余透明度对投资者异质信念的作用显著性则呈增强趋势。总盈余管理表示的盈余透明度对投资者异质信念的作用在研究窗口期内均显著。第二,在IPO制度改革背景下,分别检验了IPO制度由审批制改革为核准制、IPO审批制下由额度管理改革为指标管理、IPO核准制下由通道制改革为保荐制以及由IPO审批制下的指标管理改革为核准制下通道制的阶段性IPO制度改革对盈余透明度对投资者异质信念作用的调节。检验结果表明:在IPO制度改革的各个阶段,IPO制度均显著调节了应计盈余管理表示的盈余透明度对投资者异质信念的作用,具体而言,审批制到核准制改革、审批制下额度管理到指标管理以及核准制下通道制到保荐制的改革强化了应计盈余管理所表示的IPO盈余透明度对投资者异质信念的正向作用,只有审批制下指标管理到

核准制下通道制阶段的改革减弱了应计盈余管理所表示的IPO盈余透明度对投资者异质信念的正向作用;相对地,以真实活动盈余管理及总盈余管理表示的IPO盈余透明度对投资者异质信念的作用,除了在额度管理到指标管理阶段改革受到显著弱化外,其他阶段的IPO改革均没有对其产生显著影响。

(二)研究启示与展望

本文研究表明,盈余透明度显著影响了投资者异质信念的形成,而IPO制度改革对这一过程产生了一定的调节作用。IPO制度改革整体表现为制度实施的市场化程度提高,将逐渐凸显市场在资源配置中的决定性作用,并弱化行政手段的直接作用,这将提高管理层信息披露策略与投资者决策的相关性,进而激发投资者对管理层信息披露的关注程度。投资者对信息的理解与运用,直接影响到资本市场有效性,透明的信息更有助于投资者形成对IPO公司价值的一致认识,而不透明的信息却可能造成投资者对公司价值的理解差异,引发交易波动。因此,在IPO制度市场化改革进程中,通过提高信息透明度以降低投资者在决策判断中的异质信念,将是稳定市场波动的重要路径之一。

主要参考文献

- [1]包锋,徐建国.异质信念的变动与股票收益[J].经济学(季刊),2015,(4):1591-1610.
- [2]邓路,廖明情.上市公司定向增发方式选择:基于投资者异质信念视角[J].会计研究,2013,(7):56-62.
- [3]邓路,王化成.投资者异质信念与定向增发股价长期市场表现[J].会计研究,2014,(11):38-45.
- [4]方匡南,何纯,王郁.基于Sai-GA-SVR的我国IPO制度与新股市场特征研究[J].管理科学学报,2015,(4):98-110.
- [5]雷光勇,王文,金鑫.盈余质量、投资者信心与投资增长[J].中国软科学,2011,(9):144-155.
- [6]李增福,董志强,连玉君.应计项目盈余管理还是真实活动盈余管理?——基于我国2007年所得税改革的研究[J].管理世界,2011,(1):121-134.
- [7]权小锋,肖斌卿,吴世农.投资者关系管理能够稳定市场吗?——基于A股上市公司投资者关系管理的综合调查[J].管理世界,2016,(1):139-152.
- [8]唐雪松,林雁.股市传闻、会计信息透明度与散户认知负向偏差——一项实验研究[J].财经研究,2014,(5):31-41.
- [9]田利辉,张伟,王冠英.新股发行:渐进式市场化改革是否可行[J].南开管理评论,2013,(2):116-132.
- [10]辛清泉,孔东民,郝颖.公司透明度与股价波动性[J].金融研究,2014,(10):193-206.
- [11]曾庆生.高管及其亲属买卖公司股票时“浑水摸鱼”了?——基于信息透明度对内部人交易信息含量的影响研究[J].财经研究,2014,(12):15-26,88.
- [12]张志红,田昆儒,李香梅.评估师经验、收益信息透明度对估值判断影响的实验研究[J].会计研究,2015,(4):27-32.
- [13]朱宏泉,余江,陈林.异质信念、卖空限制与股票收益——基于中国证券市场的分析[J].管理科学学报,2016,(7):115-126.
- [14]Baker S D, Hollifield B, Osambela E. Disagreement, speculation, and aggregate investment[J]. Journal of Financial Economics, 2016, 119(1): 210-225.
- [15]Chan L H, Chen K C W, Chen T Y, et al. Substitution between real and accruals-based earnings management after voluntary adoption of compensation Clawback provisions[J]. The Accounting Review, 2015, 90(1): 147-174.
- [16]Firth M, Wang K P, Wong S M. Corporate transparency and the impact of investor sentiment on stock prices[J]. Management Science, 2015, 61(7): 1630-1647.
- [17]Ottaviani M, Sørensen P N. Price reaction to information with heterogeneous beliefs and wealth effects: Underreaction, momentum, and reversal[J]. American Economic Review, 2015, 105(1): 1-34.

IPO System Reform, IPO Earnings Transparency and Investors' Heterogeneous Beliefs

Gao Jingzhong¹, Peng Zhengyin¹, Wang Yingyun²

(1. Business School, Tianjin University of Finance and Economics, Tianjin 300222, China;

2. Accounting School, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Summary: This study selects samples of 2896 IPO companies in the A-share capital market in 1990—2015, and takes the IPO event as the research object. In this paper, the effect of IPO earnings transparency on investors' heterogeneous beliefs and the impact of the IPO system reform on this role are studied. The test results show that: First, we group the sample based on the mean and median of IPO earnings transparency variables and conduct a comparative test. In general, the results show that investors' heterogeneous beliefs in group with high IPO earnings transparency are significantly lower than those in group with low IPO earnings transparency. After controlling the influence of other factors, we find that IPO companies reduce earnings transparency by improving earnings manipulation through accounting policies and real activities, and with the decrease of earnings transparency, investors' heterogeneous beliefs are significantly improved. After extending the window period, the results show that the reduction of earnings transparency caused by IPO's manipulation of earnings information through accounting policies and real activities significantly leads to the higher heterogeneity of investors' beliefs in the longer window period after IPO. Second, the IPO system reform at various stages has significantly affected the effect of IPO earnings transparency measured by accrual earnings management on investors' heterogeneous beliefs, but the effect of IPO earnings transparency measured by real earnings management and total earnings management on investors' heterogeneous beliefs is not significantly affected by the IPO system reform at various stages except the significant weakening effect of the reform from quota management to index management.

This study shows that earnings transparency significantly affects the formation of investors' heterogeneous beliefs. The IPO system reform has played a certain moderating effect in this process. The overall performance of the IPO system reform is the improvement of the marketization of system implementation, which will gradually highlight the decisive role of the market in resource allocation, and enhance the correlation between the management information disclosure strategy and investors' decision-making. Investors' understanding and application of information directly affect the effectiveness of the capital market, and transparent information will help investors form a consistent understanding of the value of IPO companies and reduce transaction volatility. Therefore, in the process of the market-oriented reform of the IPO system, it will be one of the most important ways to stabilize the market volatility by improving information transparency to reduce investors' heterogeneous beliefs in decision-making.

Key words: IPO company; IPO system reform; earnings transparency; investors' heterogeneous beliefs; information elasticity

(责任编辑:王 孜)