A股上市公司市盈率水平的驱动因素研究

宋光辉(教授)，孙 影，董 艳

【摘要】本文通过理论推导，系统地分析了驱动我国上市公司市盈率水平的宏微观因素，并利用多元回归模型从宏观和微观两个方面，对市盈率的驱动因素进行了实证分析。实证结果表明：这些驱动因素对市盈率水平的影响方式及影响程度不尽相同，基本涵盖了公司理财活动的方方面面。在宏观层面，利率水平是影响市盈率最重要的驱动因素；而在公司基本财务面，影响市盈率水平的关键因素是股利支付率、β系数和公司规模。

【关键词】市盈率；宏观因素；微观因素；多元回归

【中图分类号】F830.9　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)05-0102-4

一、引言

市盈率(P/E)又称市价收益比率、本益比，是上市公司股票价格与每股收益的比率。该指标从一个角度可以理解为普通股股东愿意为公司创造的每1元净利润支付的价格；从另一个角度也可以理解为投资者从公司盈利中收回本金的时间长短，同时也体现了股票投资风险，所以市盈率反映出投资者对公司未来发展潜力的预期。因此，市盈率是衡量公司风险性、成长性和盈利性的重要指标。影响上市公司市盈率的因素有很多，笔者认为，我国上市公司市盈率水平的驱动因素大致分为宏观和微观两类因素，但是这些因素对公司市盈率的驱动方向、驱动程度不尽相同。本文拟在理论分析的基础上，从实证的角度去分析和量化这些因素对市盈率的驱动方向和驱动程度，期望投资者能够正确地使用市盈率指标进行投资分析与决策。

二、文献综述

关于市盈率驱动因素的最初研究是Benjamin Graham和David Dodd(1934)在其《证券分析》中的表述：通常认为一只普通股的价值是其当期收益的一定倍数，这个倍数或乘数的大小一部分决定于企业当时的人气，另一部分决定于企业的性质和记录。从宏观经济角度，Beaver和Morse(1978)指出市盈率是衡量股价的指标，但它本身并不是一个孤立和绝对的数字，而是会受到经济周期、利率水平、股息发放、通货膨胀、投资环境、股市气氛等多重因素的影响。在此基础上，Jain和Roestt(2001)研究了市盈率倒数与宏观经济变量之间的关系。Chowdhry和Titman(2001)的研究发现，市盈率会受到利率和资本成本的影响。

国内的学者对对市盈率驱动因素也作了大量的理论分析和实证研究。朱武祥等(1999)构造了一个公司股票上市初期价格影响因素的计量模型，考察股票市场对上市公司非流通股比例高低的价格反应程度，以及股票价格中隐含的投资者对政府是否解释非流通股上市限制的预期信息。何治国(2001)分析了我国股市上市公司数据，实证分析了各风险因素与股票资产组合收益率之间的关系，得出了市净率对风险的解释能力高于β系数的结论，而市净率和市盈率之间呈负相关关系。

乔峰等(2002)通过模糊线性回归的方法对影响市盈率的三个因素，即风险程度、红利支付率、预期增长率进行了研究，得出结论为：只有风险程度因素的回归系数是模糊的，其余系数都是精确的，说明市盈率回归值的模糊性仅由β系数引起，也就是说，由于对股票风险主观估计的不精确性，才导致了市盈率与风险程度之间关系的不稳定。武一(2001)实证分析了总体市盈率与公司业绩、流通股本之间的关系。王春丽(2010)、陈共荣等(2011)、金春兰等(2012)对市盈率的影响因素及其在资本市场的有效性进行了研究。研究结果显示：影响市盈率的主要因素有利率水平、通货膨胀、股息支付率、流通股比例以及其他特殊因素。

国外学者对市盈率的影响因素的研究以实证研究为主，从相关文献来看，对市盈率的影响因素有两派观点：一是价格主导派；二是公司主导派。前者认为“人气”主导了市盈率的高低程度；后者认为影响市盈率高低的主要因素有股息支付率、每股收益和风险因素，并且在这三个因素中股息支付率和每股收益与市盈率呈正相关关系，与风险呈负相关关系。从国内学者对市盈率影响因素的研究文献来看，市盈率影响因素主要包括股利支付率、市净率、风险因素等微观因素和通货膨胀率、GDP增长率、利率水平等宏观因素。

通过对宏观经济政策、资本市场、公司基本面的综合研

究，国内外学者利用戈登固定股利模型、NPVGO模型、CAPM模型对其驱动因素进行了理论和实证研究。Beaver和Morse（1978）、Zarowin（1990）、Nikbakht和Polat（1994）、Allen和Cho（1996）以及Jain和Rosett（2001）研究认为，GDP、实际利率、通货膨胀率、消费者情绪等因素是影响上市公司市盈率水平的宏观因素。在影响市盈率水平的微观因素方面，学者们根据Gordon模型、NPVGO模型、CAPM模型理论推导出的影响因素主要包括股利支付率、必要报酬率和股利增长率。但是这些理论推导过程中涉及很多假设条件，在中国这个新兴资本市场是否满足这些条件，以及这些影响因素和市盈率之间的作用机制如何等问题都有待解决。本文拟从宏微观理论视角分析及实证检验中国上市公司市盈率水平的驱动因素以及驱动机制。

三、理论分析

1. *影响上市公司市盈率的宏观因素*。影响上市公司市盈率水平的宏观因素有很多，比如利率、资本市场、GDP、CPI、行业等因素。在前文的基础上，本文主要分析市盈率受利率、GDP、CPI的影响及影响程度。

（1）市盈率与利率。根据Gordon模型，可算出公司股票理论价格，然后再求出理论市盈率。公司股票理论价格p是对股票的股息收入及其再投资收入的现值化。设未来各期股票预期股息收入分别为$D_1, D_2, D_3, \cdots, D_n$，持有年限为n，n年后股票的价格为$p_n$，利率为i。则根据股息贴现模型可知：

$$p=\frac{D_1}{1+i}+\frac{D_2}{(1+i)^2}+\frac{D_3}{(1+i)^3}+\cdots\cdots+\frac{D_n}{(1+i)^n}+\frac{p_n}{(1+i)^n}$$

$$=\sum_{t=1}^{n}\frac{D_t}{(1+i)^t}+\frac{p_n}{(1+i)^n} \quad (1)$$

假设未来各期的预期收益（E）均相等，且持有期n为无限大，式（1）可简化为：

$$p=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{(1+i)^t}+\lim_{t\to\infty}\frac{p_t}{(1+i)^t}=\sum_{t=1}^{\infty}\frac{D_t}{(1+i)^t}=\int_0^{\infty}De^{-it}dt=\frac{D}{i} \quad (2)$$

又假设E=D，即上市公司取得固定收益并全部分红。那么式（2）可简化为：$p=\frac{E}{i}$，即：

$$P/E=\frac{1}{i} \quad (3)$$

从式（3）推导可以看出，将市盈率看作利率的倒数需要满足一些条件，包括持续经营、长期持有、公司盈利固定并全部分红，这样公司在未来没有成长，也没有经营风险，这和实际情况有所差别，但式（3）基本上可以反映出利率水平与市盈率呈反向变动关系。利率是社会的资金成本，利率越高，表示资金成本越高，那么投资者要求的必要报酬率也就越高，这样会导致股票价格下跌，相应地市盈率也会下降，所以理论上利率与上市公司市盈率呈反向变动关系。

（2）市盈率与GDP增长率。上市公司的市盈率水平从一个方面反映了投资者对上市公司未来增长的预期，上市公司市盈率越高，通常被认为其未来增长速度越快。从宏观层面上讲，公司置身于国民经济的宏观环境中，其运行状况和增长前景必然受到宏观经济的影响，因此，上市公司市盈率在理论上应与国民经济的发展速度存在正相关关系。GDP增长率一般用来衡量国民经济发展状况，是反映一定时期内经济发展水平变化程度的动态指标，也是反映一个国家经济发展是否具有活力的基本指标。那么，一个国家或地区的GDP增长率越高，增长速度越快，就意味着相应市场越具有活力和投资价值，从而体现为预期投资报酬率的上升和投资回收期的缩短。

（3）市盈率与通货膨胀率。通货膨胀是指货币发行量超过流通中实际所需要的货币量而引起的货币贬值现象。在通货膨胀时期，实际利率降低，会使储户把资金从银行取出投入具有较好保值功能的资本市场上，这将使得上市公司股票由于受到投资者的青睐而股价上升，市盈率也会随之提高，因此，公司市盈率水平与通货膨胀之间存在正相关关系。目前，世界各国基本上均用消费者价格指数（CPI）来反映通货膨胀的程度。本文拟采用CPI来研究公司市盈率受通货膨胀影响的程度。

2. *影响上市公司市盈率的微观因素*。影响上市公司市盈率水平高低的微观因素有很多，比如股利支付率、流动比率、总资产报酬率、净资产周转率、资产负债率、每股收益增长率、企业规模等因素。

根据Gordon模型，可推导出：

$$P/E=\frac{b(1+g)}{k-g} \quad (4)$$

由式（4）可知，公司市盈率在微观层面上与股利支付率与股利支付率b、股利增长率g存在正相关关系，而与必要报酬率k存在负相关关系。

（1）市盈率与股利支付率。股利支付率是公司股利与收益的比率，表明公司盈利以现金形式支付给股东的比例，反映公司的股利分配政策。一个成长性较好的公司，在成长初期会通过支付较低或不支付股利以获取未来收益高增长所需的资本，所以公司的股利分配政策以及不同时期股利分配政策的调整将向投资者传递公司未来的战略发展信息，因此，公司市盈率与股利支付率之间存在正相关关系。

（2）市盈率与必要报酬率。必要报酬率是指准确反映期望未来现金流量风险的报酬，也称其为人们愿意进行投资所必需赚得的最低报酬率，从公司层面也可以理解为权益资本成本，即权益资本成本是投资报酬率的最低要求。由于必要报酬率受诸多因素的影响，国内外学者对其影响因素从不同角度进行了大量的研究，如Fama-French三因素模型、剩余收益折现模型，根据他们的研究成果，我们将必要报酬率分解为企业规模和β系数。

(3)市盈率与股利增长率。如果股利支付率b保持不变,则:

$$g=\frac{D_1-D_0}{D_0}=\frac{E_1b-E_0b}{E_0b}=\frac{E_1-E_0}{E_0}$$

$$=ROE\times(1-b) \quad (5)$$

ROE按照杜邦分析体系进行分解,有:

$$ROE=M\times TR\times L \quad (6)$$

经推导,得到:

$$g=ROE\times(1-b)=M\times TR\times L\times(1-b) \quad (7)$$

其中:M为销售净利率;TR为总资产周转率;L为权益乘数;b为股利支付率。

式(7)说明股利增长率受公司经营效率(销售净利率和总资产周转率)和财务政策(股利支付率和权益乘数)的影响,且与销售净利率、总资产周转率和权益乘数呈正相关关系,与股利支付率呈负相关关系,所以股利增长率是公司经营效率和财务政策综合作用的结果。

综上所述,对股利支付率b、必要报酬率k和股利增长率g三因素进行分解,可以得到:

$$P/E=\frac{b\times[1+M\times TR\times L\times(1-b)]}{r_f+\beta_i(r_m-r_f)-M\times TR\times L\times(1-b)} \quad (8)$$

由式(8)可知,影响公司市盈率的因素在微观层面可分解为股利支付率b、销售净利率M、总资产周转率TR、权益乘数L、β系数和企业规模。

四、实证研究设计

1. *数据选取*。针对公司市盈率宏观层面驱动因素的研究,进行时间序列分析。市盈率水平取自沪市A股市场年度平均市盈率,并以中国人民银行公布的一年期存款利率为利率水平。选取样本为1999~2014年共16个年度的数据。

针对公司市盈率微观层面驱动因素的研究,进行截面分析。以沪市A股公司为样本,剔除亏损、年报数据不全以及2014年刚上市的公司(防止新股效应),选取了617家上市公司,以2015年4月30日(2014年年报公布截止日期)作为分析时段,市盈率根据当日收盘价与上年年报每股收益计算得出。若2014年4月30日停牌或没有数据的公司,以前一个交易日的收盘价为计算依据,以此类推。

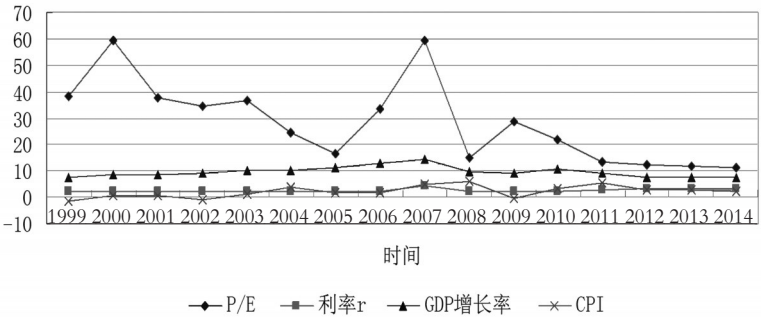
本文数据来源于中国人民银行网站、上海证券交易所网站、国家统计局数据中心、国泰安数据库(CSMAR)。

2. *研究模型设计*。从右上图可以看出,市场平均市盈率与利率、GDP增长率和CPI之间有明显的相关性,但是否与理论上的结论一致,本文通过构建多元回归模型进行检验。模型中相关变量定义如表1所示。

多元回归模型如下:

$$P/E=\alpha_0+\alpha_1r+\alpha_2GDP+\alpha_3CPI+\varepsilon \quad (模型1)$$

本文以股利支付率、销售净利率、总资产周转率、权益乘数及β系数作为解释变量,对被解释变量市盈率进行多元回归,除上述驱动因素外,还需要考虑企业成长因素中的控制因素公司规模。



上证P/E与利率、GDP增长率、CPI的变动趋势图

表1　变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量(被解释变量)	市盈率	P/E	每股市价/每股收益
自变量(解释变量)	股利支付率	b	每股股利/每股收益
	销售净利率	M	净利润/营业收入
	总资产周转率	TR	营业收入/平均资产总额
	权益乘数	L	资产总额/所有者权益
	β系数	β	根据个股年收益率与市场收益率进行计算
控制变量(解释变量)	企业规模	LnA	总资产的自然对数

为此,采用年末总资产的自然对数来度量公司规模。设计回归模型如下:

$$P/E_i=\alpha_0+\alpha_1b_i+\alpha_2M_i+\alpha_3TR_i+\alpha_4L_i+\alpha_5\beta_i+\alpha_6LnA_i+\varepsilon_i \quad (模型2)$$

五、实证分析

1. *影响上市公司市盈率的宏观因素分析*。本文分析使用的软件是Eviews7.0,选取的显著性水平为5%。将样本数据代入模型1进行分析,得到回归结果如表2所示:

表2　多元回归模型1的回归结果

变量	回归系数	标准差	t值	p值
P/E	32.2479	14.2576	2.1782	0.0318
r	−13.0461	5.1504	−3.1907	0.0163
GDP	1.7308	0.6713	3.1523	0.0059
CPI	5.1031	1.4764	2.9721	0.0062

表3　模型1的相关检验

R^2	调整后R^2	F值	Prob	D-W值
66.09%	63.27%	54.7918	0.0000	3.2195

表3列示了对模型1进行相关检验的结果。由表3可知，回归模型1的拟合优度调整后R^2为63.27%，说明3个宏观变量对市盈率变动的解释程度占63.27%，具有较高的相关性。t值和F值均通过检验，即线性关系显著。D-W值为3.2195，也说明各变量之间不存在自相关问题。

于是，可得到如下多元回归方程：

$$P/E=32.2479-13.0461r+1.7308GDP+5.1031CPI+\varepsilon$$

（模型3）

由模型3可知，一年期存款利率每提高1%，会使市盈率减少约13个单位；GDP每增长1%，使得市盈率相应提高约1.73个单位；CPI每增长1%，市盈率提高约5个单位。实证分析结果与理论分析结果基本一致。此外，可看出利率对市盈率的驱动程度明显高于CPI和GDP。

2. 影响上市公司市盈率的微观因素分析。将样本数据代入模型2进行分析，得到回归结果如表4所示：

表4　　多元回归模型2的回归结果

变量	回归系数	标准差	t值	p值
α_0	98.6242	50.2137	6.3247	0.0000
b	0.7059	0.0395	18.3770	0.0000
M	0.0108	0.0512	−2.5027	0.0159
TR	0.0132	0.0557	0.3608	0.7203
L	0.0017	0.0043	0.4612	0.6513
β	1.9814	3.0179	3.1523	0.0129
LnA	−9.3105	2.4518	−5.2364	0.0002

表5　　模型2的相关检验

R^2	调整后R^2	F值	Prob	D-W值
55.19%	42.17%	50.1643	0.0000	2.0714

表5列示了对模型2进行相关检验的结果。由表5可知，回归模型2的拟合优度调整后R^2为42.17%，说明6个财务指标对市盈率变动的解释程度占42.17%，具有较高的相关性。t值和F值均通过检验，即线性关系显著。D-W值为2.0714，也说明各变量之间不存在自相关问题。

于是，可得到如下多元回归方程：

$$P/E_i=98.6242+0.7059b_i+0.0108M_i+0.0132TR_i+0.0017L_i+1.9814\beta_i-9.1305LnA_i+\varepsilon_i$$

（模型4）

由模型4可知，股利支付率每提高1%，会使市盈率提高不到1个单位；销售净利率、总资产周转率和权益乘数这三个指标的提高，公司市盈率变化不大；但是公司规模和β系数的改变，将会带来公司市盈率较大幅度的变动。实证分析结果与理论分析结果也基本一致。另外，可以看出公司规模和β系数对市盈率的驱动程度明显高于其他财务指标。

六、研究结论

本文通过理论推导与实证分析，得出利率、GDP增长率和CPI是驱动公司市盈率的宏观因素，且利率水平的影响最为显著；而股利支付率、销售净利率、总资产周转率、权益乘数、β系数以及企业规模是驱动公司市盈率的微观因素，但是股利支付率、销售净利率、总资产周转率以及权益乘数对公司市盈率的驱动力微乎其微，主要的驱动因素是个股的β系数和公司规模。

综上所述，上市公司市盈率水平的高低受到多因素影响，GDP、CPI、股利支付率、销售净利率、总资产周转率、权益乘数及β系数与公司市盈率呈正相关关系，但是总资产周转率和权益乘数的相关关系不显著；而利率和公司规模与公司市盈率之间呈负相关关系。从实证分析来看，宏观因素对市盈率的解释力度稍高于公司基本财务面。从宏观层面来理解公司市盈率的驱动因素，能够更好地实施风险防范并预测其未来的变化趋势；而从微观层面来理解公司市盈率的驱动因素，能够更好地帮助投资者正确利用市盈率指标进行投资分析和决策。

主要参考文献：

金春兰，刘平.我国创业板市盈率的影响因素及偏高原因[J].时代金融，2012(4).

陈共荣，刘冉.市盈率能否成为投资决策分析的有效指标[J].会计研究，2011(9).

武一.中国证券市场总体市盈率研究[J].天府新论，2001(3).

乔峰，姚俭.市盈率的模糊线性回归预测模型研究[J].上海理工大学学报，2002(1).

何治国.中国股市风险因素实证研究[J].经济评论，2001(3).

朱武祥，邓海峰.股票市盈率中隐含的竞争优势持续期[J].经济研究，1999(12).

Chowdhry B., Titman S.. Why Real Interest Rates, Cost of Capital and Price-Earnings Ratios Vary Across Countries[J]. Journal of International Money and Finance, 2001(2).

Jain Prem C., Rosett Joshua G.. Macroeconomic Variables and the E/P Ratio: Is inflation really positively associated with the E/P Ratio?[J]. Review of Quantitative Finance and Accounting, 2006(1).

Beaver W., Morse D.. What Determines Price-Earnings Ratios?[J]. Financial Analysts Journal, 1978(4).

本杰明·格林厄姆等著.巴曙松等译.证券分析[M].北京：中国人民大学出版社，2013.

作者单位：华南理工大学工商管理学院，广州510641

盈余稳健性与IPO折价的关系

张 茜[1](博士)，张 博[2]，李 祎[3]

【摘要】上市前各种利益相关方之间的信息不对称是IPO折价产生的主要原因之一。盈余稳健性原则下的会计信息对损失的确认更加及时，对收益的确认更加严谨，从而对降低信息不对称发挥着更加重要的作用。本文以我国2002～2012年期间A股IPO公司为研究样本，实证检验了公司上市前盈余稳健性与新股定价、IPO折价的关系。研究发现：我国新股定价没有考虑盈余稳健性；然而对于中小板上市公司，上市前盈余稳健性越高，IPO折价水平越低。

【关键词】盈余稳健性；新股定价；IPO折价

【中图分类号】F275；F830　　【文献标识码】A　　【文章编号】1004-0994(2016)05-0106-8

一、引言

理论上讲，公开上市是公司融资、实现股东结构多元化和提升内部治理的一个重要渠道，新股发行及其后市表现关系到诸多利益集团的利益，各方利益的均衡才能实现资源的有效配置。在信息不对称背景下，新股定价效率直接受到发行公司信息披露质量和投资者处理信息有效性的影响。20世纪70年代起陆续出现IPO折价现象即是新股定价效率偏低的最好证明，IPO折价也成为衡量新股定价效率的重要标准之一。已有大量研究证实IPO折价现象在全球的资本市场普遍存在，而且这一现象在我国尤为严重。

对IPO折价现象产生原因的解释众说纷纭，其中最基础、最重要的解释就是信息不对称理论。该理论认为在发行公司和投资者之间、投资者和投资者之间、承销商和投资者之间、承销商和发行公司之间都存在信息不对称，并且导致了IPO折价现象。面对上市前有限的公开信息，公司所提供的财务报告是投资者判断公司内在价值最主要的信息来源，高质量的财务报告是信息价值相关性的前提，只有高质量的财务报告才能起到降低利益相关者之间信息不对称的作用。盈余稳健性直接导致企业有关收益的信息更具可验证性，有关损失的信息更具及时性，这种非对称的确认原则在信息不对称环境下显得尤为重要。

已有大量文献证实，盈余稳健性可以有效地抑制管理层的机会主义行为，降低代理成本，提高契约的有效性，使得企业提供的会计信息能更好地满足信息使用者的决策需要，降低信息不对称程度，因此，盈余稳健性逐渐成为财务报告高质量的衡量指标之一。

既然IPO折价源于信息不对称，盈余稳健性又可以降低信息不对称，因此，可推测较高盈余稳健性能一定程度地降低IPO折价水平，使新股定价更趋合理。那么，我国IPO公司在进行新股定价时是否考虑了盈余稳健性的影响呢？盈余稳健性能否提高新股定价效率，降低IPO折价水平呢？随着我国资本市场改革的深入，越来越多的中小型企业进行股权融资，那么在我国特殊制度背景下推出的中小板块上市公司在新股定价效率表现上与主板上市公司又有何区别呢？本文试图解答这些问题。

本文从信息不对称、代理问题的视角出发，检验盈余稳健性与IPO折价之间的关系，补充了现有关于IPO折价问题的研究；同时利用新股上市这一独特事件，从降低新股上市前信息不对称视角出发，验证了盈余稳健性对于提高新股定价，降低公司股权融资成本的作用，扩充了现有关于盈余稳健性经济后果的研究；另外，本文也为准则制定机构提供了盈余稳健性存在价值的直接证据，在我国上市公司普遍粉饰报表的背景下，稳健的会计行为更符合市场的需求，拓宽了对盈余稳健性经济意义的理解。

二、文献综述

(一)IPO折价

综观国外对新股定价效率的研究，针对IPO折价现象的研究最为丰富，其中探讨最为透彻和详尽的当属信息不对称理论。信息不对称的解释主要体现为以下观点：第一种观点认为，在潜在投资者和上市公司之间存在信息不对称；第二

【基金项目】中央高校基本科研业务费专项资金项目“制度变迁、分析师预测与管理层绩效披露迎合”(项目编号：2014105010202)；湖北会计发展研究中心2015年项目“盈余稳健性与IPO折价研究”

种观点是规避“赢者的诅咒”，信息灵通投资者（Informed Investors）并不是成功的出价人（中签者），即投资者与投资者之间存在信息不对称；第三种观点认为，信息不对称存在于承销商与投资者之间。Spatt、Srivastava（1991）认为，IPO折价是承销商对信息灵通投资者的一种补偿，因为在IPO过程中承销商能够从信息灵通投资者那里获取关于上市公司的私人信息，从而有助于确定IPO定价。还有一种观点认为，这种信息不对称存在于承销商和发行公司之间，即通常所说的委托代理问题，委托代理问题的存在给承销商自身利益最大化的机会主义行为提供了渠道。

在国内，李志文和修世宇（2005）研究了发行价格管制对IPO折价的影响；王海峰（2006），刘立燕和曹溪（2008）研究了询价定价机制对IPO折价的影响；刘煜辉、沈可挺（2011）等研究了发行审核制度对IPO折价的影响。由于受到我国资本市场的不完全性和政策不断出台的影响，国内有关IPO折价研究的文献主要围绕新股发行制度的变迁展开，较少有文献从信息不对称的视角对IPO折价现象直接进行检验。一方面，可能是鉴于中国资本市场“新型+转轨”的独特性，从而国内学者将更多的注意力放在政策的转变对IPO的影响上；另一方面，可能是信息不对称这一概念不太好度量。如同其他发展中的经济体一样，我国资本市场也存在所有权结构过度集中，法律体系不完善，政府干预过多，寻租和腐败严重等问题，使得中国资本市场成为全球信息不对称最严重的资本市场之一，从而研究信息不对称与IPO折价的关系在中国资本市场背景下更有意义。

（二）盈余稳健性

上述研究表明，造成IPO折价现象最关键的因素就是信息不对称。利益相关者关于IPO公司最直接、最主要的信息来源是发行公司的财务报告，降低信息不对称最直接的手段就是提高财务报告信息质量，国外已有不少文献证实盈余稳健性是衡量财务报告质量的关键指标之一。关于盈余稳健性能够降低信息不对称，从而提高财务信息质量的研究，主要围绕盈余稳健性的内在机制展开。国外学者根据Watts（2003，a；2003，b）所提出的盈余稳健性所存在的几大关键因素（债务契约、薪酬契约、公司治理、税收因素、诉讼因素和管制因素）进行了大量卓有成效的研究。一系列的研究结果都证实了盈余稳健性的运用产生了一种天然的、有效的契约机制，这种机制可以降低由于不对称支付、不对称信息、有限责任和有限任期所导致的道德风险，从而减少了知情交易者的信息优势，也减少了由于契约的不完全性导致的股东对债权人、管理层对股东和债权人、控股股东对中小股东的利益侵占，对管理层的机会主义行为和管理者的判断偏差起到较好的抑制作用。

国内学者对盈余稳健性内在机制的直接探究不多，现有研究主要集中在债务契约、法律责任、企业性质和新会计准则影响等方面。无论是对盈余稳健性契约作用的证明，还是在不同法律、制度环境下盈余稳健性的强弱对比研究，不难发现其内在机理都是通过盈余稳健性提高会计信息的质量，从而减少获取信息的成本，并降低利益相关者之间的信息不对称。

（三）IPO折价与盈余稳健性

综观国外关于IPO折价和盈余稳健性的研究，直接对两者之间的关系进行分析的文献较少，相关文献中多数是研究盈余质量与IPO折价问题。开创性的研究当属Tech、Wong、Rao（1998），他们的研究表明，IPO公司在发行收入的诱惑下具有进行盈余管理的动机。但Venkataraman、Weber、Willenborg（2004）的研究表明，并不存在IPO公司上市前盈余质量低于其他公司的情况。支持这一观点的还有Ball、Shivakumar（2006），他们认为，由于受到来自审计师、董事会、分析师、法律法规等一系列更加严格的要求和监督，IPO公司较非上市公司盈余稳健性更高。Armstrong、Foster、Taylor（2008）研究发现，IPO公司上市前可操纵应计项显著为负，表明IPO公司上市前采取的是稳健的会计政策。Boulton等（2011）分析了上市公司盈余质量和IPO折价之间的关系，发现在会计盈余质量越高的国家，IPO折价水平越低。Leone等（2007）认为，信息披露可以改善逆向选择问题，他们发现在IPO上市之前披露的次数越多，IPO折价水平越低。

由于我国资本市场尚不发达，政府和监管机构执法力度不足，新的政策法规不断出台，针对我国IPO公司盈余质量的研究中，多数文献证实了我国IPO公司上市前普遍存在盈余管理行为，并且这种低质量的盈余信息最终都会暴露，体现为上市后业绩马上下降。Aharony、Lee、Wong（2000）的研究证实，在我国IPO公司，尤其是非保护性行业中，存在显著的财务包装行为。Aharony等（2010）进一步研究发现，在我国公司上市之前存在通过与关联方销售进行盈余管理的行为，且认为这是大股东的“隧道挖掘”行为。Lau（2004）、陈文斌和陈超（2007）的研究都表明，新股发行公司存在长期业绩“变脸”现象，发行后公司业绩指标显著下降。但徐浩萍、陈超（2009）利用发行制度改革后2002～2005年IPO的公司样本进行研究，并没有发现IPO公司在上市前普遍存在盈余管理行为，然而规模较小、成长性较高并处于非保护性行业的公司盈余质量较差。可见，新股发行制度改革在一定程度上抑制了IPO公司盈余管理行为，盈余质量有所提升。

综上所述，已有的针对我国IPO公司的研究大部分都站在“纠错”的角度，试图发现盈余管理的存在并且证实其对IPO定价以及上市公司长期业绩的负面影响。而本文从造成IPO折价现象背后的逻辑机理出发，试图验证盈余稳健性是否能有效地提高IPO定价效率，从而降低IPO折价水平，这在我国会计准则与国际接轨和新股上市制度不断完善的时期更具实际意义。