

# 审计师声誉与IPO估值泡沫

李雨萱, 李莫愁

东华大学旭日工商管理学院, 上海

收稿日期: 2023年11月13日; 录用日期: 2023年12月21日; 发布日期: 2023年12月29日

## 摘要

审计作为提高上市公司信息披露质量的制度安排, 具有合理保证公司财务报表真实性的功能。那么, 高声誉审计师能否促进新股定价效率提升, 降低一级市场的IPO估值泡沫呢? 本文选取了2010~2019年A股市场2019家IPO上市公司作为研究对象, 使用剩余收益估价模型对新股内在价值进行估值, 进而计算泡沫, 实证检验审计师声誉与IPO估值泡沫之间的关系。研究发现, 我国A股市场存在IPO估值泡沫, 且审计师声誉越高, IPO估值泡沫越小。文章的研究拓展了现有文献, 从一级市场的角度验证了泡沫的产生和影响因素, 对于投资者优化投资决策和政府提高新股定价效率具有启发意义。

## 关键词

审计师声誉, 定价效率, IPO估值泡沫

# Auditor Reputation and IPO Valuation Bubble

Yuxuan Li, Mochou Li

Glorious Sun School of Business & Management, Donghua University, Shanghai

Received: Nov. 13<sup>th</sup>, 2023; accepted: Dec. 21<sup>st</sup>, 2023; published: Dec. 29<sup>th</sup>, 2023

## Abstract

As an institutional arrangement to improve the quality of information released by listed companies, the audit has the function of reasonably ensuring the authenticity of the company's financial statements. So, can reputable auditors improve the efficiency of new share pricing and reduce the IPO valuation bubble in the primary market? This paper selects 2019 IPO-listed companies in the A-stock market from 2010 to 2019, uses the residual earnings valuation method to estimate the intrinsic value of new shares, and then calculates the bubble, and empirically tests the relationship between auditor reputation and IPO valuation bubble. The results show that the IPO valua-

tion bubble exists in China's A-stock market, and the higher the auditor's reputation, the smaller the IPO valuation bubble. The research expands the existing literature, and verifies the formation and influencing factors of bubbles from the perspective of the primary market, which has enlightening significance for investors to optimize investment decisions and the government to improve the efficiency of IPO pricing.

## Keywords

Auditor Reputation, Pricing Efficiency, IPO Valuation Bubble

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

IPO 过程中有两次发生价值偏离的机会, 第一次在新股发行定价时, 此时的偏离结果即为 IPO 估值泡沫, 第二次在新股上市首日, 主要表现在首日回报率。一级市场产生的泡沫会直接传导进二级市场并进一步扩大, 加剧股市崩盘风险。一个健全的股票市场需要一级和二级市场处于良好的互动关系状态。丁度(2012) [1]利用 2001~2008 年我国 A 股 IPO 上市数据进行实证检验后发现, 中国证券市场明显存在新股定价泡沫。我国的新股定价制度经历了诸多演变, 从一开始的固定价格定价, 到现行的股票询价制度, 新股定价逐渐摆脱“无形的手”的控制。2023 年 2 月, 证监会发布全面实行股票发行注册制相关规则制度, 意味着询价机制彻底摆脱隐性监管, 打破 23 倍市盈率限制。询价机制的市场化在一定程度上提高了定价效率, 但仍未根本解决股票发行的供需不平衡, 且机构投资者报价的依据在实质上没有发生变化, 一贯是依靠公司公开披露的财务和经营信息评判公司价值。因此, 所依据的财务报表等资料的价值如何, 会影响一级市场估值泡沫的产生和大小。

审计作为提高上市公司信息披露质量的制度安排, 为投资者做判断提供了重要的参考作用。投资者希望公司披露的财务信息能够准确反应出公司的治理情况、经营规模、盈利水平以及发展前景, 第三方的审计机构可以提高财务报告的可信度, 因此审计结论会影响外部投资者对公司价值的评估, 进一步影响 IPO 价格的确定。审计师声誉在一定程度上是审计质量的代言, 一般认为, 高声誉审计师会令公司财务报表更符合真实情况, 进而使股票发行价格趋近其内在真实价值, 抑制泡沫产生。但从另一个角度分析, 上市公司往往更愿意聘请高声誉的审计师以提升公司的形象价值, 追求抬高股价。最终一个现实问题浮现: 高声誉审计师是否会抑制 IPO 估值泡沫或加剧 IPO 估值泡沫? 亦或两者并无显著相关关系? 本文将针对上述问题展开实证研究。

本文可能的贡献在于: 一, 验证了目前我国 A 股市场存在 IPO 估值泡沫, 证明股市泡沫以一级市场为起点。二, 研究了审计师声誉与 IPO 估值泡沫之间的相关关系, 为投资者做股票投资决策和政府规范审计行业提供视角和帮助。

## 2. 文献综述

### 2.1. IPO 估值泡沫

IPO 估值泡沫有正负两种可能, 这取决于发行价格与其内在价值的偏离方向。将新股发行价格与内在价值之间的偏离值除以其内在价值, 得到的 IPO 估值偏离率, 即 IPO 估值泡沫。要判断是否存在泡沫

以及估计泡沫大小的关键就在于合理衡量新股内在价值。主流的 IPO 估值方法分为绝对估值法和相对估值法。相对估值法操作简单, 主要包括市盈率法、市净率法和市销率法。绝对估值法是将企业未来的现金流进行折现, 以此为依据进行估值。市场上使用频率较高的主要是股利贴现模型(DDM)、自由现金流贴现模型(DCF)、剩余收益估价模型(RIV)。从以下几方面考虑, 本文采用 RIV 模型: 一、国内外学者的实证研究结果支持 RIV 模型的解释效果更好。Oswald 与 Francis (2000) [2]研究了 RIV、DDM、DCF 三种模型对股价的解释力度, 最终的结论为 RIV 模型的解释力度最强, KIM (2009) [3]也将这三种模型进行了实证分析和比较, 得出了相同的结论。丁度(2013) [4]以我国 2001~2008 年上市的公司为样本, 比较了 RIV 模型和 DCF 模型估值效果, 发现 RIV 的效果更好。二、RIV 模型要求的数据是上市公司对应年份的基本每股收益与每股净资产, 这些数据容易从公开的财务报表中获取。三、RIV 模型从投资者利益的角度出发, 使用会计信息来评价经营活动价值, 更容易被投资者接受。

剩余收益估价模型核心理念是企业赚得的超过股东要求的回报的净利润才是真正的剩余收益。它的计算公式为:

$$IV_0 = BPS_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{EPS_i - BPS_{i-1} * r_i}{(1+r_i)^i} \quad (1)$$

其中,  $IV_0$  表示评估基准日每股股票的内在价值,  $BPS_i$  表示对应年份的每股净资产账面价值,  $EPS_i$  表示对应年份的基本每股收益,  $r_i$  表示对应年份的无风险收益率。

## 2.2. 审计师声誉与 IPO 定价

审计师声誉是社会公众及利益相关者对事务所与审计师个人保护投资者利益和维护职业道德规范活动的整体认知与评价, 具体可描述为对审计服务品质、综合能力、事务所规模、品牌专用性以及历史文化积累的认可(查道林、费娟英, 2004) [5]。有的学者把审计师声誉作为审计质量的代理(DeAngelo, 1981) [6]。除了审计质量以外, 事务所规模、行业专门化、媒体报告等也被认为是审计师声誉的形成因素(王兵、陈武明, 2011) [7]。国内外对审计师声誉与 IPO 定价效率之间的关系有不同的研究论断。Chang 等(2008) [8]选取了澳大利亚 1996~2003 年上市的公司, 研究发现审计师声誉与 IPO 抑价呈正相关, 也就是说高审计师声誉没能降低事前不确定性, 预防定价过低。王兵等人(2009) [9]对我国上市公司进行分析, 发现审计师声誉越高, 首日折价率越低, 说明经高声誉审计师审计的公司发行价格与内在价值更接近, 验证了审计师声誉的价值认证作用。

综上所述, 审计师声誉会影响 IPO 定价已是被广大学者研究认同的, 但国内外大部分学者的研究都集中在审计师声誉对二级市场中 IPO 首日交易价格和上市初始价格之差的影响, 忽视了二级市场泡沫可能的传导来源——一级市场泡沫即 IPO 估值泡沫。因此, 本文将从 IPO 泡沫的起点出发, 研究审计师声誉对 IPO 在估值环节产生的泡沫的影响。

## 3. 理论分析与研究假设

我国从 2005 年起实行股票询价制度, 发行公司、承销商和机构投资者三方共同影响新股发行价格的确定。在核准制背景下, 新股询价定价还未能完全摆脱政府监管, 但 2018 年 11 月在科创板试点并在 2023 年全面实行的注册制, 则令新股完全由市场定价。核准制发审效率低, 耗时长, 导致股票资源稀缺, 中签率偏低, 促使溢价产生。注册制改革虽然规定企业只要符合条件, 递交相应材料审核后即可获得上市权利, 但依然未从根本上解决股票发行供需不平衡的问题, 而且在实行初期容易发生政府放松管制造成定价效率下滑的情况。IPO 估值泡沫实难避免。

审计师是影响泡沫大小的一个因素。根据信息不对称理论, 发行者对自己的财务状况、发展前景有

着相比投资者更明晰的认识, 而投资者只能从公司公开披露的信息中获取可作为自己报价的依据, 但这些信息不能排除是公司为提高发行价格而刻意突出利好信息, 弱化不利信息, 甚至发布虚假信息的可能。如果在询价定价过程中, 投资者不能识别出公司真正的质量水平, 可能定价会偏离内在价值, 破坏资本市场的资源配置效率。因此, 投资者将希望投射在审计机构, 希望其作为第三方独立机构, 能帮助提高公司信息透明度。

根据声誉理论, 审计师声誉体现了公众包括投资者对该会计师事务所的认可和信赖。所谓登高跌重, 高声誉审计师一旦违规或审计失败会遭受巨大的声誉损失, 进而损害未来营收。虽然可能存在有“合谋”意向的公司向事务所寻求以高聘金换取“好名声”, 但高声誉审计师客户来源众多, 为偶发的短期利益而去冒长期积累而来的名誉可能会受损的风险, 这种可能性较低。因此, 为了保护自己长久以来建立的社会品牌价值, 高声誉审计师更倾向于提高审计质量, 保持审计独立性, 加强自身“价值认证”功能, 提高公司财务信息披露质量, 降低 IPO 估值泡沫。

所以, 依据以上分析, 本文提出以下研究假设:

H1: A 股市场上上市公司的发行价高于其内在价值, 存在 IPO 估值泡沫。

H2: A 股上市公司审计师声誉与 IPO 估值泡沫存在负相关关系。

## 4. 研究设计

### 4.1. 样本选取

考虑到采用剩余收益估值模型对股票进行估值需要发行后三年经营数据, 因此本文的研究样本选择 2010~2019 年 A 股上市公司, 其中包括了实行注册制的科创板公司。在剔除了金融业、被 ST、PT 和\*ST 的经营异常公司、相关指标数据有缺失值的公司后, 最终得到共 2019 个样本。本文关于 IPO 公司的发行信息和财务信息来自于国泰安数据库(CSMAR), 个别数据取自上市公司的招股说明书。

### 4.2. 变量定义与模型构建

#### 1) 被解释变量: IPO 估值泡沫(PB)

本研究采用 PB 来计量 IPO 估值泡沫, 该指标的大小取决于发行价格和内在价值两个因素。具体而言, 本研究把新股上市首日的发行价格称为 OP, 将新股内在价值称作 IV, 则  $PB = (OP - IV)/IV$ 。发行价格是市场上公开的信息, 可直接获取, 内在价值无法在市场上直接取得, 本文使用剩余收益估价模型做估值。经简化, 内在价值计算公式如下所示。其中的无风险收益率以中债国债一年期利率为度量。

$$IV_0 = BPS_0 + \sum_{i=1}^3 \frac{EPS_i - BPS_{i-1} * r_i}{(1+r_i)^i} \quad (2)$$

#### 2) 解释变量: 审计师声誉(AR)

在我国当前市场中, 国际“四大”和国内“八大”普遍被认为审计质量好、专业能力强, 受到市场广泛认可。因此, 本研究设定当公司上市时的会计师事务所是国际“四大”或国内“八大”时, AR 取值为 1, 否则取 0。

#### 3) 控制变量

参照以往研究, 本文选取了以下控制变量: 承销商声誉(UR)、净资产收益率(ROE)、资产负债率(Level)、公司规模(Size)、股权集中度(Share)、独立董事比例(IDP)、公司性质(State)。

#### 4) 模型构建

为验证审计师声誉与 IPO 估值泡沫是否有负相关关系, 构建下方的多元线性回归模型。

$$PB = a_0 + a_1AR + a_2UR + a_3ROE + a_4Level + a_5Size + a_6Share + a_7IndDirPct + a_8State + \varepsilon \quad (3)$$

模型涉及的变量定义如表 1 所示。

**Table 1.** Variable definition  
**表 1.** 主要变量定义表

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
因变量	IPO 估值泡沫	PB	(新股发行价格 - 新股内在价值)/新股内在价值
核心变量	审计师声誉	AR	国际“四大”或国内“八大”取 1, 否则取 0
	承销商声誉	UR	按照承销商声誉由低到高赋值 0~3
	净资产收益率	ROE	净利润/净资产平均总额
控制变量	资产负债率	Level	负债总额/资产总额
	公司规模	Size	公司总资产取自然对数
	股权集中度	OwnCon10	前十大股东持股比例
	独立董事比例	IndDirPct	独立董事数量/董事会总人数
	公司性质	State	国有企业取 1, 否则取 0

## 5. 实证结果

### 5.1. 描述性统计

从表 2 中可以看到, 2010~2019 年我国 A 股市场上市的公司估值泡沫(PB)平均值为 1.251, 最小值为 -0.315, 最大值为 5.174, 中位数为 1.036, 表明 A 股上市公司总体存在 IPO 估值泡沫, 且泡沫普遍较大。均值单因素方差 T 检验后发现, 在显著性水平为 0.01 的条件下, A 股上市公司的 IPO 估值泡沫显著区别于 0, 进一步证明 A 股市场 IPO 估值泡沫的存在, 假设 1 得证。

审计师声誉(AR)均值为 0.458, 表明 IPO 审计市场上经“四大”和“八大”审计的公司约占总数一半, 高低声誉审计师的市场份额较接近。

**Table 2.** Descriptive statistics

**表 2.** A 股市场 IPO 估值泡沫描述性统计

变量	最小值	最大值	平均值	中位数	标准差	样本量
PB	-0.315	5.174	1.251	1.036	0.978	2019
AR	0.000	1.000	0.458	0.000	0.498	2019
UR	0.000	3.000	1.516	2.000	1.207	2019
ROE	0.029	0.243	0.099	0.093	0.039	2019
Level	0.026	0.744	0.255	0.226	0.159	2019
Size	19.810	24.689	21.139	20.960	0.869	2019
OwnCon10 (%)	43.920	91.340	73.332	74.980	8.260	2019
IndDirPct (%)	33.330	57.140	37.267	33.330	5.015	2019
State	0.000	1.000	0.092	0.000	0.289	2019

## 5.2. 相关性分析

本文计算了各自变量之间的 Pearson 相关系数, 检验了变量之间是否存在多重共线性问题。从表 3 可以看出, 在没有其他因素的影响下, IPO 估值泡沫(PB)与审计师声誉(AR)在 1%的水平下显著负相关, 初步印证了假设 2 审计师声誉与 IPO 估值泡沫存在负相关关系。此外, 各变量之间的相关系数均小于 0.5, 方差膨胀系数(VIF)为 1.20, 远小于 10。因此, 本研究可以排除各变量之间存在多重共线性的问题。

**Table 3.** Correlation analysis

**表 3.** 变量的相关性分析表

Variables	PB	AR	UR	ROE	Level	Size	Share	IDP	State
PB	1.000								
AR	-0.315***	1.000							
UR	0.054**	0.032	1.000						
ROE	-0.119***	0.198***	0.013	1.000					
Level	-0.266***	0.122***	-0.047**	0.133***	1.000				
Size	-0.097***	-0.041*	0.003	0.203***	0.512***	1.000			
Share	0.024	0.063***	0.041*	0.184***	0.074***	0.249***	1.000		
IndDirPct	0.018	-0.002	0.051**	0.046**	-0.038*	-0.053**	0.111***	1.000	
State	-0.157***	-0.032	-0.096***	-0.013	0.203***	0.349***	0.087***	-0.083***	1.000

## 5.3. 回归分析

表 4 报告了审计师声誉对 IPO 估值泡沫的影响。列(1)表示在不加入控制变量的情况下, 对审计师声誉和 IPO 估值泡沫进行单变量回归, AR 系数在 1%的水平下显著为正, 说明二者有负相关关系。列(2)表示进一步加入控制变量进行多变量回归, AR 系数在 1%的水平下显著为负, 系数为-0.1013。实证结果表明, 审计师声誉越大, IPO 估值泡沫越小, 假设 2 得证。这说明高声誉审计师不会为了利益而与公司合谋, 粉饰报表, 而是坚持审计独立, 为市场提供更真实的财务报表, 帮助新股定价更加贴近内在价值。

**Table 4.** Multiple regression analysis

**表 4.** 审计师声誉与 IPO 估值泡沫多元回归结果

	(1)	(2)
AR	-0.0924** (-2.12)	-0.1013** (-2.38)
UR		0.0327** (2.19)
ROE		1.3990*** (2.79)
Level		-0.8781*** (-6.21)
Size		0.0315 (1.13)

## Continued

Share		0.0055**
		(2.43)
IndDirPct		0.0030
		(0.83)
State		-0.4804***
		(-6.95)
_cons	1.2928***	0.1945
	(47.86)	(0.34)
N	2019	2019
adj. $R^2$	0.3036	0.3460

## 5.4. 稳健性检验

本文延长了计算股票内在价值的取数时间, 以 IPO 后六年的剩余收益计算得到股票内在价值, 进而计算 IPO 估值泡沫。表 5 报告了更改因变量计算取值年限的稳健性检验回归结果。可以看到, 在加入控制变量的情况下, AR 的系数在 1% 的水平下显著为负, 系数为 -0.1218, 与前文假设一致。

Table 5. Robustness test

表 5. 稳健性检验结果

	(1)	(2)
AR	-0.1285**	-0.1218**
	(-2.21)	(-2.10)
UR		0.0102
		(0.55)
ROE		0.6435
		(0.83)
Level		-0.6454***
		(-3.38)
Size		0.0209
		(0.52)
Share		0.0019
		(0.57)
IndDirPct		0.0056
		(1.07)
State		-0.4144***
		(-5.04)
_cons	1.4298***	0.7669
	(47.03)	(0.92)
N	1297	1297
adj. $R^2$	0.2701	0.2944

## 6. 结论及建议

本文以 2010~2019 年在 A 股上市的 2019 家公司为样本,考察了审计师声誉对 IPO 估值泡沫的影响。研究发现:我国 A 股市场上存在 IPO 估值泡沫,且审计师声誉与 IPO 估值泡沫呈负相关关系。这说明,审计师声誉越高,越能促使公司提供真实的财务报表,帮助新股定价回归真实价值,降低一级市场泡沫产生。该结论经稳健性检验后依然成立。

本研究有如下启示:首先,审计师声誉在新股发行过程中发挥了“价值认证”的作用,向市场传递公司真实经营和财务状况信息,因此投资者可以运用审计师的这一特征为自己增添判断股价发行价格是否偏颇的渠道,优化投资决策。其次,虽然注册制的实施优化了询价制度,但我国资本市场“炒作”风气尤盛,新股定价效率有待提升,应当继续优化注册制配套制度,增加注册制上市公司数量,提升发行效率,促使新股定价效率提升。最后,政府应继续更新和完善审计行业相关规范和制度,监督审计行业持续健康发展,鼓励市场上形成追求高质量审计的良好氛围,培育对高质量审计有需求的市场环境。

## 参考文献

- [1] 丁度. IPO 股票估值与发行定价泡沫[J]. 财会月刊, 2012(1): 2-4.
- [2] Francis, J., Olsson, P. and Oswald, D.R. (2000) Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, **38**, 45-70. <https://doi.org/10.2307/2672922>
- [3] Kim, K.J., Lee, C. and Tiras, S.L. (2009) Residual Income Valuation: A New Approach Based on the Value-To-Book Multiple. *Social Science Electronic Publishing*, **67**, 714-722. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1465855>
- [4] 丁度. 中国股市新股发行内在价值模型的选择[J]. 会计研究, 2013(7): 82-85.
- [5] 查道林, 费娟英. 独立审计声誉机制研究[J]. 审计研究, 2004(5): 68-72.
- [6] DeAngelo, L.Z. (1981) Audit Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics*, **3**, 183-199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- [7] 王兵, 陈武明. 审计师声誉机制研究述评[J]. 中国注册会计师, 2011(8): 70-73.
- [8] Chang, X., Gygax, A.F., Oon, E., et al. (2008) Audit Quality, Auditor Compensation and Initial Public Offering Underpricing. *Accounting & Finance*, **48**, 391-416. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2008.00275.x>
- [9] 王兵, 辛清泉, 杨德明. 审计师声誉影响股票定价吗——来自 IPO 定价市场化的证据[J]. 会计研究, 2009(11): 73-81.