

# 全面注册制下 IPO 定价效率的影响研究

周敏

(湖南师范大学, 湖南省长沙市, 41000)

**摘要:** 全面注册制下对 IPO 定价效率的研究具有重大意义, 本文基于 IPO 公司的发行价格、交易价格和内在价值三者之间的联系, 归纳有关 IPO 定价效率度量方式和影响因素的文献, 总结出 IPO 抑价率、随机前沿模型、市盈率三种 IPO 定价效率度量方法和信息披露程度、投资者非理性行为、制度设计、市场参与主体策略性行为四类 IPO 定价效率影响因素。

**关键词:** 全面注册制; IPO; 定价效率

**中图分类号:** F832.5

**文献标识码:** A

## 一、引言

新股发行定价始终是困扰中国资本市场的“老大难”问题(张宗新和张园园, 2023)。2018 年 11 月, 习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。2023 年 2 月全面实行股票发行注册制正式实施。随着资本市场股票发行制度的不断改革深化, IPO 定价的市场化程度逐渐提升, 全面注册制背景下, 对我国资本市场 IPO 定价效率的深入研究具有重大意义。其中 IPO 定价效率的影响因素一直被学者们广泛研究探讨, 大部分学者从信息不对称和行为金融学理论分析角度展开研究, 而本文基于 IPO 公司的发行价格、交易价格和内在价值三者之间的联系, 归纳有关 IPO 定价效率度量方式和影响因素的文献, 总结出 IPO 抑价率、随机前沿模型、市盈率三种 IPO 定价效率度量方法和信息披露程度、投资者非理性行为、制度设计、市场参与主体策略性行为四类 IPO 定价效率影响因素。

## 二、IPO 定价效率的界定

### (一) IPO 定价效率的概念

发行价格和交易价格是新股发行过程中的两个重要价格。发行价格是公司在发行股票时由 IPO 公司、承销商和网下机构投资者共同博弈确定的; 交易价格是股票在交易所上市后投资者买卖股票的价格。IPO 定价效率是指发行价格和交易价格与公司实际价值的偏离程度, 即在一级市场与二级市场上, 发行价格和交易价格的确定是否合理。

在一级市场上, IPO 公司的新股发行价格受其真实价值的影响, 但并不仅仅由自身价值决定, 两者之间的偏离程度即为 IPO 定价效率。第一, 公司披露水平会影响新股发行价格, 因为公司的内在价值难以准确衡量, 市场参与者只能通过公司公开披露的信息和社交媒体的报道等估计公司的真实价值, 所以发行价格的确定很大程度上取决于 IPO 公司信息披露的程度(Oliveira 等, 2023)。第二, 承销商行为会影响新股发行价格, 在 IPO 过程中发挥着举足轻重的作用(Yang 等, 2024)。一方面承销商比机构投资者拥有更多内部信息, 机构投资者有动机为获取更多内部信息花费额外费用, 为补偿这一费用, 承销商可能会压低发

行价格；另一方面为了降低承销风险提高市场声誉，承销商有动机降低发行价格以吸引更多投资者（肖凌等，2023）。第三，网下机构投资者的情绪及“抱团”行为会影响新股发行价格，积极的投资者情绪会促使市场参与者哄抬发行价格，而为了获取更多利润网下机构投资者有动机“抱团”报价以降低发行价格。在二级市场上，投资者情绪会影响 IPO 公司的交易价格，如“炒新”和概念炒作等现象，投资者情绪高涨，非理性跟投并哄抬价格，使交易价格偏离公司实际价值（Choi 等，2024；Qi 等，2023）。

## （二）IPO 定价效率的度量

IPO 定价效率的度量主要有三种方法：第一种方法是用传统的 IPO 抑价率指标来度量，即用新股上市后二级市场的交易价格与一级市场发行价格的偏离程度来度量 IPO 定价效率，偏离程度越小，IPO 抑价率越低，IPO 定价效率越高。其中二级市场交易价格的度量方式多样，如 IPO 首日收盘价（Ritter 和 Welch，2002）、新股上市后第 30 个交易日的收盘价等（王生年和张楠，2024）国外学者 Stoll 和 Curley（1970）最早发现 IPO 抑价现象，并用 IPO 抑价率度量 IPO 定价效率。Ibbotson（1975）首次提出“IPO 抑价之谜”。Riste（2023）发现 IPO 抑价现象普遍存在。第二种方法是通过使用随机前沿模型度量 IPO 定价效率，即利用随机前沿生产函数估计 IPO 公司发行价格与所披露信息决定的公司内在价值之间的偏离程度（Dennis 等，2023），随机前沿模型最初被用来度量生产效率，Hunt（1996）、Koop 和 Li（2001）开创性地将该方法应用于 IPO 定价效率的度量。第三种方法是用市盈率度量，即用 IPO 公司的市盈率与同一行业具有可比性的公司同一天的平均市盈率之间的偏离程度来度量，偏离程度越大，表面 IPO 定价效率越低。

## 三、IPO 定价效率的影响因素

### （一）信息披露程度

全面注册制背景下，信息披露将更加详细透明，信息不对称水平降低，促使 IPO 公司发行价格向公司实际价值趋近，提高 IPO 定价效率（Li 和 Liu，2017）。IPO 上市审核流程要求交易所对发行人的上市申请材料进行审核问询，发行人在收到交易所问询函后，必须及时作出公开回复，并对招股说明书作出相应修改、完善和更新披露。交易所的审核问询及发行人的回复作为公开信息披露，有助于降低信息不对称程度。当发行人回复函的信息更详细时，首发抑价程度更低（薛爽和王禹，2022），且发行人在审核问询环节提供的增量信息越多，越能降低投资者与发行人之间的信息不对称，从而提高 IPO 定价的效率和准确性（邓瑶等，2023）。交易所的审核问询发挥着信息核验作用。当交易所增强对某承销商其他客户的问询力度时，说明该承销商客户的信息披露存在较多问题，基于信息的溢出效应，交易所可能增强对目标公司的问询力度，提高信息披露的详细程度，达到提高目标企业定价效率的效果。同时审核问询要求 IPO 公司回应媒体质疑，有利于缓解新股发行市场中的信息不对称程度，进而提升 IPO 定价效率，且回应内容越详细，提升程度越高（Mayank 等，2023）。

文本可读性是决定信息能否被有效理解的关键因素（Rameezdeen 和 Rajapakse，2007），较高的文本可读性是指披露材料简明清晰、通俗易懂，能够显著提高 IPO 定价效

率。上市公司的信息披露材料包括招股说明书、年报等，其文本可读性会影响投资者与发行人之间的信息不对称程度。若 IPO 公司的披露材料可视化程度高、逆接成分或专业术语密度越小，投资者会较容易了解公司的情况及所披露信息传递的信号，降低信息不对称程度，进而提高 IPO 定价效率。

风险信息是影响 IPO 定价和投资者决策的重要因素，IPO 公司风险信息的披露会影响 IPO 定价效率。风险披露具有风险属性与信息属性。一方面，风险披露的风险属性会影响投资者对公司的投资预期；另一方面，风险披露的信息属性能增加投资者对公司的信息拥有量，降低了投资者与发行人之间的信息不对称水平，进而提高 IPO 定价效率，避免股票市场的抑价、破发现象。同时风险因素披露量越大信息越详细，投资者越容易回归理性，IPO 定价效率越高。

## （二）投资者非理性行为

投资者的非理性行为导致“炒新”现象盛行，影响股票市场定价（乔贵涛等，2022）。注册制精简优化发行上市条件，公司只要满足条件并确保信息披露真实有效即可注册上市，这造成大量价值不确定的新股涌入市场，而我国股票市场发展还不够成熟，市场上大部分投资者为专业知识不足、投机情绪高的散户投资者，难以甄别新股质量，从而导致“炒新”等非理性跟投现象发生，降低股票市场定价效率。同时大量投资者对公司的实际情况和成长性关注不足，更多的关注某个热点概念去跟投，概念炒作现象发生造成市场股价的泡沫。但随着注册制监管机制的完善，投资者回归理性，提高了 IPO 定价效率（Jianhua 和 Jianxiang, 2024）。首先，交易所的审核问询促使 IPO 公司提高信息披露的详细程度和可读性，增加风险因素的披露，降低投资者与公司间的信息不对称程度和投资者情绪，投资者回归理性，理性判断公司的风险与投资价值，提高 IPO 定价效率。其次审核问询要求 IPO 公司回应媒体质疑，媒体的鼓吹会提高投资者情绪，使投资者激进、非理性的投资，相反媒体质疑会使投资者消极，而公司对媒体质疑的回应能有效缓解这一种激进或消极的情绪，使投资者冷静、理性的投资。最后全面注册制下新股发行采用市场化的询价、定价机制，有效引导了投资者询价行为，使投资者回归理性提高 IPO 定价效率。

## （三）制度设计

第一，注册制下精简优化的发行制度和健全的信息披露体系改善了我国股票市场供需不平衡和“炒新”跟投现象，有利于提高股票定价合理性。注册制改革是中国资本市场改革发展进程中最重要、影响最深远的一次新股发行制度改革。对比科创板注册制试点前后的 IPO 定价效率，发现相较于注册制试点前的主板和创业板市场，科创板市场 IPO 定价效率显著提高，且该效果具有辐射效应，试点改革后不只科创板，整个 A 股市场的投资者都趋于理性，IPO 定价效率提高。

第二，注册制的实施优化了定价制度和上市审查制度。定价发行方式由直接定价改为市场化询价定价，同时提高了询价对象的门槛，使发行价格更能反映公司内在价值。上市审查制度改为证券监管机构只需要对发行人公开披露信息的完整性、真实性和准确性进行审查，

更多的是形式审查，而非实质性判断，在注册制改革初始阶段，上市公司数量有限，投资者易受“炒新”等非理性情绪的影响，降低 IPO 定价效率，甚至掩盖注册制的作用，但随着改革的推进以及 IPO 公司完善的信息披露，投资者趋于理性，谨慎的甄别新股质量，市场定价效率提高（Zhenyi 等，2023）。

第三，券商“跟投”制度强化了保荐机构对 IPO 信息披露的保障职责，有助于督促保荐机构在项目筛选上“优中选优”，且相较于保荐券商未跟投的 IPO 公司，券商跟投的公司 IPO 定价效率更高（Dong 等，2024）。因为“跟投”制度使保荐机构的收益与公司的发展紧密相连，发挥监督作用，同时约束保荐机构投机行为。保荐券商有动机提高新股发行价格来获取更多的承销保荐费用，而“跟投”制度为券商提供了一种新盈利途径，即以发行价格跟投 IPO 公司股票，在跟投的情况下，若券商再提高新股发行价格会提高跟投成本，此时券商会倾向理性定价来提高自己的利润，且为了降低投资风险，券商会更谨慎的对待 IPO 公司披露的信息，进而提高新股定价效率。

#### （四）市场参与主体策略性行为

IPO 公司的盈余管理策略会影响 IPO 定价效率。公司盈利能力是投资者评估公司价值一部分，为了满足资本市场需求，IPO 公司有动机利用盈余管理手段来粉饰公司实际盈利情况，通过向投资者传递“利好”信号影响 IPO 定价。公司的盈余管理方式分为应计盈余管理和真实盈余管理，其中应计盈余管理是通过对会计准则的选择来掩饰公司实际财务信息，应计盈余管理程度越大，公司信息披露的质量越低，进而降低 IPO 定价效率。而真实盈余管理对 IPO 定价效率的影响研究具有较大争议，一方面相较于应计盈余管理，真实盈余管理通过构造真实交易活动发生的时间等方式影响盈余，不容易被识别，因此可能不影响 IPO 定价效率；另一方面，真实盈余管理和应计盈余管理本质上都是对经营业绩的操纵，降低了信息披露质量，从而影响 IPO 定价效率。而全面注册制改革后取消了上市前盈利等要求，更重信息披露的真实准确，并配套严格的监管和处罚机制，这在一定程度上降低了公司的盈余管理动机，有利于激励公司披露真实的信息，降低信息不对称程度，提高 IPO 定价效率。

网下机构投资者的“协商报价”策略行为降低 IPO 定价效率。全面注册制推行市场化的询价定价机制，网下机构投资者作为询价机构参与市场化定价的博弈，在 IPO 定价过程中发挥着重要作用。理性投资者追求利益最大化，网下机构投资者在申购新股“价格-数量”组合时主要有“研究报价”和“协商报价”两种方式，报价方式的选择取决于这两种方式的收益和成本，即实现利润最大化。注册制改革的初衷是通过网下机构投资者的“研究报价”提高 IPO 定价效率，但由于“抱团报价”等“协商报价”方式的成本往往低于基于独立研究价值判断的“研究报价”方式，且更容易博取入围有效报价的机会，出于自利动机部分机构投资者出现了重协商轻研究的报价策略，通过隐藏自身真实需求，“抱团”参与网下询价，基于较大申购量和询价优势共同压低报价以赚取新股发行后的超额收益。这一策略行为使新股定价不能真实反映 IPO 公司的实际价值，降低了 IPO 定价效率，且机构投资者“抱团”越严重，IPO 定价效率越低。

#### 四、总结

IPO 定价效率一直是资本市场研究的热点议题。从注册制改革的实施到全面注册制落地,学术界涌现出大量有关 IPO 定价效率的研究。总结前人研究,对有关 IPO 定价效率影响因素的文献进行梳理,发现大部分学者从信息不对称和行为金融学理论分析角度展开研究。本文从 IPO 公司发行价格、交易价格和内在价值出发,梳理有关 IPO 定价效率度量方式和影响因素的文献,总结出 IPO 抑价率、随机前沿模型、市盈率三种 IPO 定价效率度量方法和信息披露程度、投资者非理性行为、制度设计、市场参与主体策略性行为四类 IPO 定价效率影响因素。基于此分析全面注册制下 IPO 定价效率发现,注册制改革已初见成效,相较于改革前,全面注册制下 IPO 定价效率显著提高,但仍有缺陷,如存在机构投资者的“抱团”报价等行为,因此未来应该结合中国特色继续研究如何完善注册制制度,进一步提高股票市场定价效率,更好地推动我国资本市场的发展。

#### 参考文献

- [1] 张宗新,张国园.注册制下询价机构“抱团报价”行为如何影响 IPO 定价效率[J].财贸经济,2023,44(06):35-50.
- [2] Oliveira D F H C ,Rodrigues L C ,Jucá N M .Determinants of IPO's Underpricing: A Systematic Review[J].Contemporary Economics,2023,17(3):252-274.
- [3] Yang S ,Tai Y ,Cao Y , et al.Underwriter Discourse, IPO Profit Distribution, and Audit Quality: An Entropy Study from the Perspective of an Underwriter–Auditor Network[J].Entropy,2024,26(5):393.
- [4] 肖凌,罗峥汉,章卫东.IPO 定价理论研究述评及展望[J].中国注册会计师,2023,(01):58-62.
- [5] Choi W K ,Ma W ,Ho Y S , et al.The power of prediction with Google searches and social media posts: Retail investor interest and IPO pricing[J].Information & Management,2024,61(5):103972.
- [6] Qi W ,Zhong M ,Haoyang L , et al.Air pollution, bid price bias, and IPO underpricing[J].Borsa Istanbul Review,2023,23(S1):S40-S57.
- [7] Ritter R J ,Welch I .A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations[J].The Journal of Finance,2002,57(4):1795-1828.
- [8] 王生年,张楠.注册制改革、供应链关系与 IPO 定价效率[J].当代财经,2024,(07):88-103.
- [9] Stoll H R, Curley A J. Small business and the new issues market for equities[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis,1970, (5): 309-322.
- [10] Ibbotson R G, Jaffe J F. “Hot issue” markets[J]. Journal of Finance, 1975,30(4):1027-1042
- [11] Riste I .IPO underpricing from the institutional investor perspective: evidence from emerging markets[J].Economic research - Ekonomska istraživanja,2023,36(1).
- [12] Dennis A ,Knox C L ,Peter S .Reprint of: Formulation and estimation of stochastic frontier production function models[J].Journal of Econometrics,2023,234(S):15-24.
- [13] Hunt M J, Koh S C, Francis BB.Testing for deliberate underpricing in the IPO pre-market: A stochastic frontier approach[J].Review of Financial Studies,1996, 9(4):1251-1269.
- [14] Koop G ,Li K .The valuation of IPO and SEO firms[J].Journal of Empirical Finance,2001,8(4):375-401.
- [15] Li B ,Liu Z .The oversight role of regulators: evidence from SEC comment letters in the IPO process[J].Review of Accounting Studies,2017,22(3):1229-1260.
- [16] 薛爽,王禹.科创板 IPO 审核问询回复函与首发抑价[J].管理世界,2022,38(04):185-203.

- [17]邓瑶,郭玉梅,曾皓等.科创板审核问询的增量信息与IPO定价效率[J].中国注册会计师,2023(10):42-49.
- [18]Mayank J ,Sachin M ,Hema G .Decrypting IPO pricing: an integrated bibliometric and content analysis approach[J].Managerial Finance,2023,49(1):135-162.
- [19]Rameezdeen R ,Rajapakse C .Contract interpretation: the impact of readability[J].Construction Management and Economics,2007,25(7):729-737.
- [20]乔贵涛,杨丹,王亚茹.股票发行注册制改革与资本市场定价效率——基于IPO抑价的经验证据[J].金融发展研究,2022(12):68-77.
- [21]Jianhua L ,Jianxiang X .The effect of the registration-based IPO reform on price efficiency: evidence from China[J].Applied Economics Letters,2024,31(7):608-617.
- [22]Zhenyi Y ,Xiaping C ,Wenlian L , et al.The gatekeeping role of regulators and intermediaries: Evidence from regulatory reforms in China's IPO market[J].Economic Modelling,2023,120
- [23]Dong X ,Wang Y ,Zhang J , et al.Sponsor Co-investment, inquiry divergence, and IPO pricing efficiency[J].Finance Research Letters,2024,62(PA):104951.

## Research on the impact of IPO pricing efficiency under the comprehensive registration system

Zhou Min

(Hunan Normal University, Changsha 41000, China)

**Abstract:** The research on IPO pricing efficiency under a comprehensive registration system holds significant importance. Based on the relationship between the offering price, trading price, and intrinsic value of IPO companies, this paper summarizes the literature on the measurement methods and influencing factors of IPO pricing efficiency. It concludes three measurement methods of IPO pricing efficiency: IPO underpricing rate, stochastic frontier model, and price-earnings ratio, as well as four influencing factors: the degree of information disclosure, investor irrational behavior, institutional design, and strategic behavior of market participants.

**Keywords:** Comprehensive registration system; IPO; Pricing efficiency

**作者简介:** 周敏(2002-), 湖南师范大学硕士研究生, 研究方向:财务成本管理与管理会计。