

注册制新股发行市场化改革成效及其优化研究

东北证券-复旦大学课题组^{1,2}

(1.东北证券股份有限公司, 吉林 长春 130119; 2.复旦大学经济学院, 上海 200433)

摘要: 本文系统评估注册制新股发行市场化改革成效, 深入挖掘全面推行新股发行市场化定价的内在逻辑和深层次阻力, 以此探究健全注册制IPO市场化询价、定价和承销机制优化的政策路径。研究发现: (1) 新股发行市场化改革有效引导了投资者询价行为, 提升了IPO定价效率和市场运行效率; (2) “激励约束相容”的新股询价与定价机制仍部分缺位, 市场化充分博弈的IPO定价均衡机制尚未真正形成; (3) 强化保荐机构监管, 提高投行执业质量, 是破解IPO市场化改革“堵点”与“阻力点”的关键环节。基于注册制新股发行改革绩效的系统评估和问题剖析, 本文提出加快建立市场化充分博弈均衡定价机制、完善询价机构估值定价依据管理、强化网下投资者分类监管及投行业务全链条监管等制度优化建议。

关键词: 注册制改革; 新股市场化定价; 询价机构行为; IPO定价效率

Abstract: This paper focuses on the reform effect of the registration-based IPO system, explores the internal logic and difficulties of market-based pricing and the optimization path to improve the IPO book-building, pricing and underwriting mechanism. We find that the IPO registration-based system reform has effectively guided institutions' bidding behavior, and improved IPO pricing efficiency and market operation efficiency. However, the mechanism with “compatible incentives and restrictions” of the IPO book-building system is still partially absent, so the market-oriented IPO pricing equilibrium mechanism has not truly formed. We also find that strengthening supervision of intermediary institutions and improving their professional quality are key to cracking the “blocking points” and “resistance points” of the IPO marketization reform. Finally, this study puts forward some proposals to further improve the registration-based system, such as accelerating the establishment of the market-based equilibrium pricing mechanism, improving the valuation management of investors, strengthening the classification supervision of institutions and the whole-chain supervision of investment banks.

Key words: registration-based system reform, market-based pricing, institutions' bidding behavior, IPO pricing efficiency

课题负责人: 董晨, 东北证券副总裁兼战略规划部总经理; 张宗新, 经济学博士, 复旦大学经济学院教授、博士生导师。

课题组成员: 张园园、吴钊颖、张冰妍、张栋梁。

中图分类号: F832.5 **文献标识码:** A

一、注册制新股发行市场化改革效应

发行定价市场化是注册制改革的重要一环。注册制新股发行采用市场化的询价、定价及承销机制, 将估值定价权直接交给市场, 进而提高定价效率和资源配置效率。当前A股市场注册制改革已进入关键推进期, 从科创板与创业板注册制改革实践效果看, 注册制IPO市场化改革效应正在释放, 询价博弈均衡机制、市场化价格发现机制和信息披露机制正在逐步形成。

然而, 在注册制改革实践过程中, 出现了网下投资者询价行为不规范、为博入围“抱团报价”等现象, 中介机构执业质量不高、“穿新鞋走老路”等问题依然存在。¹ 对此, 证券监管部门一直积极推动新股发行注册制市场化询价、定价与承销制度, 并针对新股发行定价改革过程中出现的问题进行政策优化², 具体如图1所示。

注册制新股发行市场化改革, 主要体现在IPO询价机制改革的定价博弈均衡、IPO定价市场化价格发现、注册制IPO审核问询与信息披露监管效果等方面。

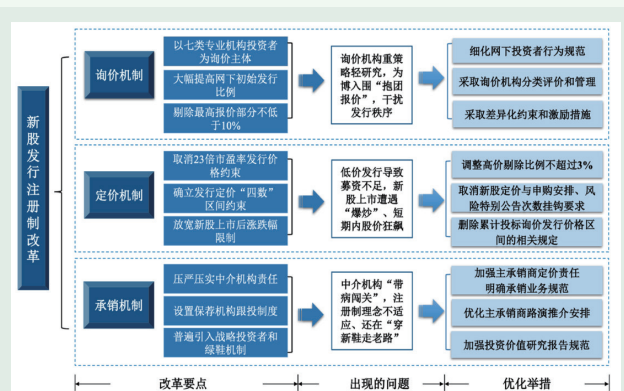


图1 注册制询价、定价及承销机制与优化

(一) IPO 询价机制改革推动相关利益方定价博弈均衡

注册制新股发行实施以机构投资者为参与主体的市场化询价机制，有利于充分发挥机构投资者信息优势和投研定价能力，并通过高价剔除、有效报价区间约束等制度变革引导投资者回归理性，从而遏制询价机构出于利益诉求和制度漏洞的非理性报价。在市场化询价机制的基础上，注册制新股发行进行了以“保荐机构跟投”为核心，辅以“高管及核心员工参与配售、全面放开战略配售和‘绿鞋机制’门槛”等多方面制度创新，有利于实现投资者、发行人与保荐机构等利益相关者之间的长期博弈均衡，进而推动IPO市场化价格形成。

从科创板及创业板试点注册制改革的实践效果看，注册制市场化询价改革有效引导了网下投资者理性决策和价值投资。注册制改革后参与IPO网下申购的投资者数量较之前核准制明显减少，原核准制下询价机构数量相对IPO发行规模的比例高达81.72%，注册制改革后降至14.58%。与此同时，询价认购倍数也显著降低，核准制下询价机构超额认购倍数平均高达10574.45倍，注册制改革后降至3557.11倍。

注册制改革后网下投资者结构进一步优化。图2展示了科创板及创业板网下询价机构分布情况。在全部询

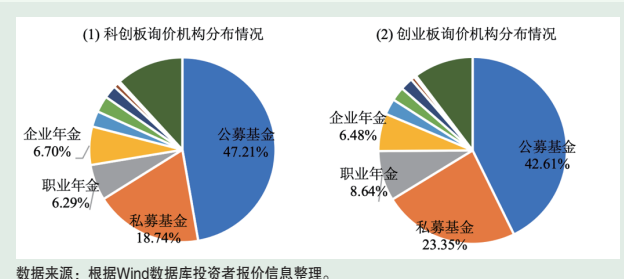


图2 新股发行注册制下询价机构分布情况

价对象中公募基金占据主体地位，其占比接近50%，其次是私募基金管理人，再次是企业年金和职业年金，保险公司、证券公司仅占3%左右，社保基金、信托投资公司、QFII以及财务公司占比不足1%。相较于个人投资者，机构投资者往往在信息获取、信息处理、研究定价等方面更具优势，有利于促进新股发行价格相对内在价值回归。

然而，随着改革的推进，网下询价过程中逐渐出现部分机构重策略轻研究、为博入围“抱团报价”、干扰发行秩序等新问题新情况。对此，监管部门不断强化询价机构报价行为监管，持续优化新股发行制度安排。2021年9月18日，中国证监会颁布《关于修改〈创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定〉的决定》，沪深证券交易所、中国证券业协会同步完善了科创板、创业板新股发行定价相关业务规则，从而进一步优化注册制新股发行询价与承销制度，促进买卖双方充分博弈均衡的市场化定价机制形成。³

(二) IPO 定价机制改革促进市场化价格发现

注册制IPO市场化定价机制，是通过一级市场市场化询价并取消市盈率限价约束、二级市场交易机制改革进而前5个交易日涨跌幅放开等系统性机制改革实现的，系统性配套改革措施将显著降低一、二级市场的套利空间，加快二级市场估值向一级市场传导速度，改善中国A股市场长期存在的一级市场与二级市场估值定价偏离现象。

从注册制实践效果看，科创板及创业板IPO抑价程度较沪深主板市场明显减小。由表1可见，截至2021年7月22日，313家科创板上市公司的发行市盈率平均为57.76倍，其中发行价格高于23倍市盈率的占比86.91%，多家上市公司募集资金超出预期，平均超募率为15%。在原有新股发行核准制下，新股定价23倍市盈率的限定为二级市场资产定价预留了上涨空间，新股上市后脱离基本面的连续涨停严重影响了定价效率，带来了价格扭曲。

表1 科创板、创业板与主板市场 IPO 发行特征对比

	发行数 (个)	平均发行价 (元)	平均市盈率 (倍)	超募率	首日收益率
科创板	313	32.16	57.76	15%	175%
创业板	164	26.54	29.1	-6%	262%
上证主板	169	18.3	21.81	-0.18%	44%
深证主板	53	18.1	22.05	-0.11%	44%

资料来源：Wind 数据库。统计区间为 2019 年 7 月 22 日至 2021 年 7 月 22 日。

注册制询价机制下市场参与各方博弈更加充分，有效发挥了市场价格发现功能，使得股票价格能够较为快速地回归理性区间，定价效率逐步提升。

然而，随着注册制改革的不断推进，新股发行网下询价过程中逐渐形成询价机构“买方垄断”，IPO发行价格和发行市盈率持续走低，上市公司募资不及预期成为常态，如图3所示。据统计，313家科创板上市公司中发行价格低于23倍市盈率的占比13.09%，募资不及预期的IPO数量占比46.32%。164家公司在创业板试点注册制改革后发行上市，其中低价发行、募资不足的情况更为严重，在采用询价方式发行的122家公司中，募集不及预期的IPO占比高达69.67%。一级市场发行市盈率持续走低为二级市场资产定价预留了上涨空间，导致短期内新股上市遭遇“爆炒”的情形仍普遍存在。科创板及创业板新股上市首日即呈现较高的溢价水平，大多数新股在上市首日就出现股价狂飙的局面，二级市场投机炒作氛围较为浓厚。

(三)注册制IPO审核问询与信息披露监管效果

完善的信息披露制度是新股发行注册制改革的灵魂。注册制改革的新股发行信息披露制度完善主要体现在注册制审核问询、招股说明书风险揭示和强化中介机构监管等核心环节。

首先，强化招股说明书中的信息披露内容，特别要求发行人充分披露风险因素、投资者保护等信息，提高信息披露充分性与投资者决策相关性。根据科创板开市两周年科创板上市公司及创业板试点注册制上市公司的招股说明书文本，本文构建了风险揭示词云图，如图4

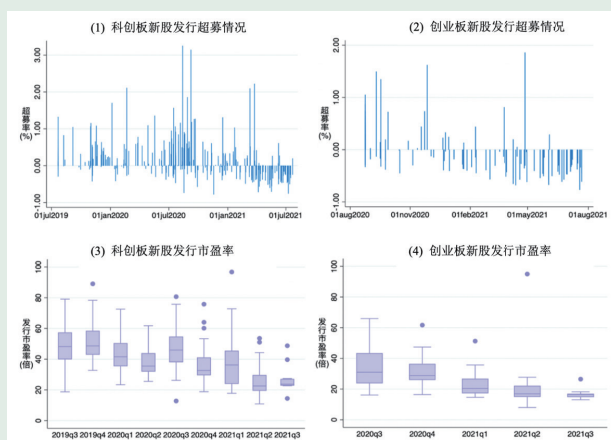


图3 科创板及创业板新股发行市盈率与超募情况



图4 注册制IPO招股说明书风险揭示云图

所示。从信息披露程度看，招股说明书中“风险”“损失”“不利影响”“下降”等风险相关词汇出现频率更高，表明注册制下发行人对信息披露的诚信义务和法律责任进一步强化，风险相关信息披露更为充分，有利于提高投资者风险识别能力和理性投资意识。

其次，证券发行注册制推行以信息披露文件为重点的公开化问询式审核，督促发行人充分披露与投资者决策相关的重要信息。图5展示了注册制审核问询的实践效果。截至2021年7月22日，科创板及创业板上市公司平均收到交易所2.41轮问询，其中近半数企业收到2轮反馈意见，少数公司收到5~6轮问询。从问询函总问题数量看，上市公司收到交易所问题数量大多介于30~50，极少数企业收到的总问题数量高达100个以上。问询式审核实行公开化、透明化，帮助外部投资者清楚审核关注问题和风险点，从而引导投资者理性决策和价值投资。

再次，注册制新股发行充分发挥中介机构核查把关作用，要求投行、会计师、律师等中介机构切实发挥“看门人”作用，秉承执业独立性，对拟上市公司信息披露的真实性、准确性和完整性进行审查和判断。然而，在IPO现场检查中出现了高比例撤回申报材料的现象，原因在于一些中介机构尚未真正具备与注册制相匹配的理念、组织和能力，还在“穿新鞋走老路”。对此，2021年以来监管部门不断强化注册制下保荐承销、

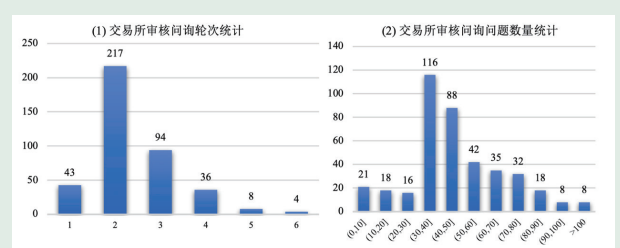


图5 注册制IPO交易所审核问询轮次及问题数量

财务顾问等业务督导,通过开展现场检查、加大问责力度、强化内部制衡等一系列监管措施,督促中介机构认真履职尽责,持续提高执业质量,为注册制新股发行市场化提供坚实保障。⁴

二、注册制询价机制改革的市场化效应

(一)IPO询价机制改革的市场化定价效果

作为中国资本市场基础性制度改革的重​​大创新,注册制改革以新股发行定价权的市场化为核心,通过一系列制度变革推动市场形成有效的均衡机制和博弈机制,从而促进市场化价格发现。针对一级市场发行定价环节,注册制改革实施以机构投资者为参与主体的市场化询价机制,大幅提高网下初始发行比例,同时放开原有23倍发行市盈率的​​新股定价管制,设置询价有效报价区间约束并充分披露询价报价信息。在原有新股发行核准制下,新股发行价格往往会受到定价上限的约束而​​被人为压价,导致IPO抑价严重。同时承销商和发行人大多直接利用剔除最高报价后的价格上限作为最终发行价,未能综合考虑市场询价结果并确定合理的发行价格,从而降低了新股定价效率(Cheung et al., 2009)^[3]。注册制询价机制的市场化改革充分考虑了市场询价结果,促使新股发行价格更接近于市场预期估值,更大程度地体现和尊重市场自身对投资标的价值判断,从而抑制虚高报价操纵空间及新股炒作空间,提升新股发行定价效率。

为检验注册制询价机制改革的市场化定价效果,本文以2016年1月1日至2021年7月22日A股上市的1526家公司为研究对象,研究使用的IPO相关信息数据主要来自Wind数据库,上市公司财务数据与市场行情数据来自CSMAR数据库。在回归检验过程中,设置注册制虚拟变量(*Treat*)作为主要解释变量,即采用注册制询价机制发行上市的公司*Treat*取值为1,否则为0。采用IPO抑价率度量新股发行定价效率作为被解释变量。IPO抑价率表示新股发行定价相对其内在价值的抑价程度,计算方法为(内在价值-新股发行价格)/内在价值。参考宋顺林和唐斯圆(2019)^[10]的方法,采用可比公司法估计每股内在价值,内在价值=发行时所属行业市盈率×新股上市后每股收益。此外,为控制发行人特质、市场情绪等其他因素对新股发行定价效率的影响,选取公司规模(*Size*)、盈利

能力(*ROE*)、负债水平(*Lev*)、公司年龄(*Age*)、股权集中度(*TOP1*)、承销商声誉(*UW*)、流通股占比(*Share*)、投资者情绪(*Sent*)等影响IPO定价效率的因素作为控制变量,同时控制了行业固定效应。

表2报告了注册制IPO市场化询价机制改革影响新股发行定价效率的回归结果。检验结果显示,注册制询价机制下新股发行抑价程度显著降低。从科创板相较于上证主板以及创业板相较于深证主板的发行定价市场化改革效果看,回归结果显示注册制下科创板及创业板IPO抑价程度均显著低于主板市场,说明注册制询价机制改革有效缓解了IPO定价相对其内在价值的抑价程度,促进了市场价格发现,提高了一级市场新股发行定价效率。

(二)新股发行注册制下机构投资者询价行为分析

长期以来,我国A股市场投资者炒作新股等投机行为颇为严重,其根源在于新股发行询价定价机制的非市场化问题。注册制IPO市场化询价机制以机构投资者为参与主体、设置询价有效报价区间、放开市盈率定价约束等一系列改革举措,旨在克服原核准制下投资者在询价报价过程中存在的突出问题。

为深入探究注册制询价机制改革是否改善了机构投资者询价行为,本文从投资者参与程度、竞争强度、报

表2 注册制新股发行定价市场化效果检验

	IPO 抑价率		
	注册制 VS 核准制	科创板 VS 上证主板	创业板 VS 深证主板
<i>Treat</i>	-0.769*** (-11.55)	-0.508*** (-5.45)	-1.175*** (-7.38)
<i>Size</i>	-0.010 (-0.22)	0.074 (1.30)	-0.091 (-0.70)
<i>ROE</i>	0.003 (1.06)	0.008** (1.98)	0.005 (0.70)
<i>Lev</i>	0.002 (0.74)	0.000 (0.16)	0.002 (0.35)
<i>Age</i>	-0.012** (-2.23)	-0.019** (-2.57)	-0.004 (-0.30)
<i>TOP1</i>	-0.001 (-0.42)	-0.002 (-0.76)	0.005 (1.14)
<i>UW</i>	0.040 (0.65)	-0.152* (-1.78)	0.307* (1.95)
<i>Share</i>	0.762 (1.13)	2.281*** (2.68)	-0.946 (-0.49)
<i>Sent</i>	-0.065*** (-2.93)	-0.101*** (-3.43)	0.042 (0.71)
截距项	0.374 (0.38)	-1.593 (-1.24)	1.879 (0.65)
行业	控制	控制	控制
样本量	1,523	817	384
调整 R ²	0.160	0.143	0.216

注:***、**、* 分别表示在 1%、5%、10% (双尾) 水平下显著; 括号内为 t 值。下表同。

价有效性等多个角度刻画询价机构行为，具体询价行为指标如表3所示。采用询价对象报价偏度评估机构间竞争强度，若报价偏度为负，表明报价集中于右端高价区域，报价分布整体“左偏”，此时询价机构间存在过度竞争(俞红海等，2013)^[12]。参考李冬昕等(2014)^[7]，采用报价标准差度量询价机构间报价分歧度。此外，结合注册制新股发行制度安排，设置有效报价占比以及报价有效性等指标。其中，有效报价占比用于度量询价对象入围有效报价并获配新股的可能；报价有效性着重考察新股发行价格是否充分考虑市场询价结果及剩余有效报价的平均水平，其计算方法为(网下有效报价上限—新股发行价)/新股发行价，该指标越大，表示询价机构报价行为越有效(张宗新和吴钊颖，2021)^[13]。

进一步检验注册制询价机制改革对机构询价行为的影响，本文以上述机构询价行为指标作为被解释变量，解释变量为注册制改革的虚拟变量，其他控制变量与前文相同，进行回归分析。表4展示了注册制市场化询价改革影响机构询价行为的实证检验结果。从机构参与程

度看，注册制改革对询价机构数量及询价认购倍数的回归系数均在1%水平下显著为负，表明注册制询价机制改革有效引导了机构投资者理性参与网下询价，询价机构数量及询价认购倍数较之前核准制明显降低。从询价对象定价能力看，注册制改革后询价对象中排名前十的基金管理公司占比明显提高，意味着注册制改革后询价对象整体投研定价能力提升，表明注册制询价机制改革通过优化投资者结构有利于充分发挥机构投资者的研究定价能力。此外，从机构报价有效性看，注册制询价机制改革显著降低了询价对象入围有效报价的可能，并在定价过程中综合考虑了询价结果及剩余有效报价的平均水平。从机构博弈行为看，询价对象间报价偏度显著降低，说明相比于核准制IPO，注册制市场化询价机制改革有效激励了询价机构间充分竞争。体现在报价决策上，注册制改革后机构间报价分歧度显著增加，一致报价占比明显减少，表明注册制市场化询价改革进一步规范了投资者询价行为，有效促进了询价机构间充分博弈。

本文通过刻画机构投资者询价行为，发现注册制市场化询价机制改革有效引导了投资者回归理性，从而带动全市场的价格认知。然而，在注册制背景下一个以压低发行价为核心的新利益链正在形成。这条利益链与过去的“三高发行”看似形式相反，实则本质相似——抛开发行企业的客观价值，针对定价规则寻求谋取不合理超额收益的技术手段。⁵图6展示了注册制改革以来科创板及创业板询价机构报价行为的变化。从报价偏度看，2019年科创板试点注册制改革初期，询价机构报价偏度

表 3 注册制 IPO 网下机构投资者询价行为变量	
变量名称	变量定义
询价机构数量	参与询价的机构数量 / IPO 发行规模 (万股)
询价认购倍数	$\ln(\text{询价机构申购总股数} / \text{新股发行数量})$
机构定价能力	询价机构中 2020 年资产规模排名前十的基金公司报价数量占所有询价对象的比重
有效报价占比	有效报价数量 / 总报价数量
报价偏度	询价机构的报价偏度
报价分歧度	询价机构的报价标准差
报价一致性	同一报价数量 / 总报价数量
报价有效性	$(\text{网下有效报价上限} - \text{新股发行价}) / \text{新股发行价}$

表 4 注册制询价改革对机构询价行为的影响检验				
	询价机构数量	询价认购倍数	机构定价能力	有效报价占比
Treat	-0.818*** (-32.23)	-1.498*** (-32.88)	0.074*** (39.43)	-0.231*** (-36.97)
控制变量	是	是	是	是
行业、年份	是	是	是	是
样本量	1,275	1,275	1,275	1,275
调整 R ²	0.627	0.643	0.843	0.655
	报价偏度	报价分歧度	报价一致性	报价有效性
Treat	-13.354*** (-4.49)	0.650*** (9.19)	-0.645*** (-75.32)	0.010*** (3.19)
控制变量	是	是	是	是
行业、年份	是	是	是	是
样本量	1,275	1,275	1,275	1,275
调整 R ²	0.135	0.236	0.843	0.015

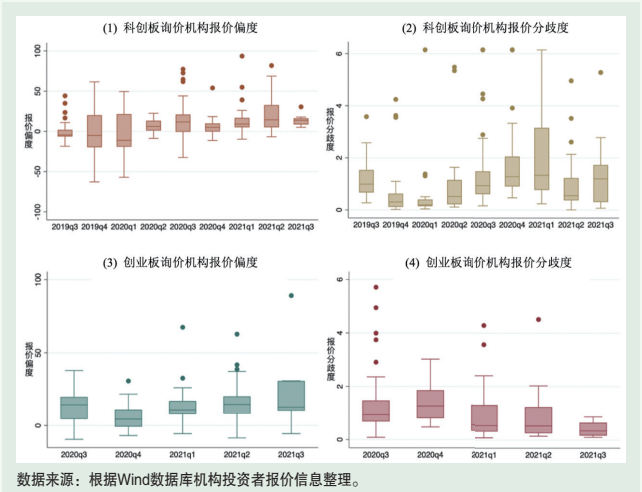


图 6 科创板及创业板市场询价机构报价行为

均值水平趋近于0，报价整体上趋近正态分布，表明机构投资者在网下询价过程中相对独立且博弈较为充分。2020年以来，科创板及创业板市场询价机构报价偏度均为正且不断上升，说明机构报价更多地集中于左尾低价区域，报价整体呈现“右偏”。从询价机构报价分歧度看，随着注册制试点改革的推进，询价机构间报价分歧度不断降低，“抱团报价”问题突出。

三、注册制改革的二级市场运行效率评价

(一)注册制IPO交易价格限制改革与政策效果

为全面评估注册制IPO市场化改革成效，本文进一步检验注册制IPO交易价格限制改革的短期政策效应和中长期政策效应，分别从新股上市首日市场表现及上市后中长期市场表现两个维度进行探究。针对新股上市首日市场表现，借鉴已有文献(宋顺林和唐斯圆，2019；魏志华等，2019)^{[10][11]}，采用IPO溢价率和首日实际收益率两个指标。针对上市后市场表现，本文对科创板及创业板注册制改革后上市的公司以上市次日为起点，对主板及创业板改革前上市的公司选择首个收盘未涨停日次日为起点，分别计算公司上市后中长期(30、60、90、120、150个交易日)的累计超额收益率(CAR)和购买并持有超额收益率(BHAR)，计算方法分别为式(1)及式(2)。其中， $r_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*日的收益率， $r_{m,t}$ 为股票*i*所在市场的经流通市值加权后的第*t*日市场收益率。

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^T (r_{i,t} - r_{m,t}) \quad (1)$$

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^T (1 + r_{i,t}) - \prod_{t=1}^T (1 + r_{m,t}) \quad (2)$$

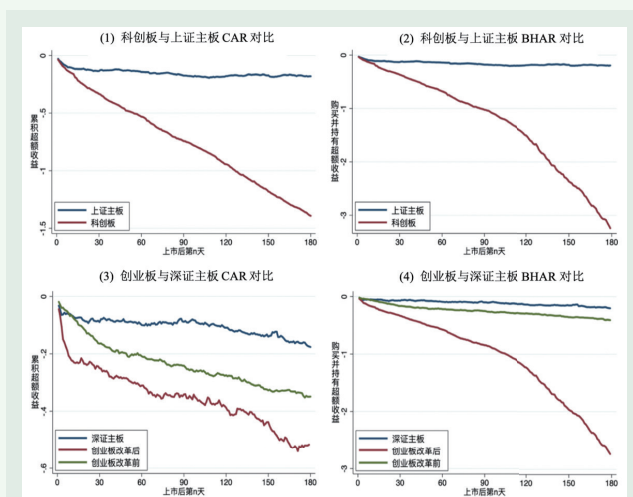


图7 科创板、创业板与主板市场新股上市后市场表现

图7直观展示了科创板、创业板与主板市场新股上市后中长期市场表现的差异。可以看到，不同板块新股上市后累积收益均为负值，并随着时间推移呈现负向加深趋势，科创板及创业板股票相对主板市场累积收益下降速度更快，尤其是科创板市场，这为进一步探究注册制交易价格限制改革的政策效果提供了初步证据。

表5展示了注册制交易价格限制改革的短期政策效应，即放宽涨跌幅限制改革影响新股上市首日市场表现的检验结果。回归结果显示，科创板及创业板新股IPO溢价率显著更高，同时首日实际收益率显著更低，表明注册制改革放开首日限价的制度安排有效抑制了A股市场长期存在的投资者“炒新”行为以及新股上市初期价格操纵现象，促进了新股上市初期市场投资者充分博弈，加快信息融入股价，促使市场均衡定价更快形成。同时，科创板及创业板市场新股的交易活跃度较高，产生了一定的“乐观情绪溢价”，从而形成更高的IPO溢价。

基于新股上市后中长期市场表现视角，本文进一步评估注册制定价机制改革对新股投机的抑制作用，回归

表5 注册制交易价格限制改革的短期政策效应

	注册制 VS 核准制		科创板 VS 上证主板		创业板 VS 深证主板	
	IPO 溢价率	首日 收益率	IPO 溢价率	首日 收益率	IPO 溢价率	首日 收益率
Treat	2.196*** (9.98)	-0.244** (-2.10)	1.225*** (3.90)	-0.823*** (-6.31)	4.041*** (7.19)	0.634*** (2.60)
控制变量	是	是	是	是	是	是
行业、时间	是	是	是	是	是	是
样本量	1,523	1,523	747	747	335	335
调整 R ²	0.157	0.334	0.150	0.199	0.259	0.390

表6 注册制交易价格限制改革的中长期政策效应

Panel A: 累积超额收益率 (CAR)					
	CAR30	CAR60	CAR90	CAR120	CAR150
Treat	-0.168*** (-8.72)	-0.328*** (-13.50)	-0.477*** (-16.62)	-0.617*** (-19.13)	-1.011*** (-24.43)
控制变量	是	是	是	是	是
行业、时间	是	是	是	是	是
样本量	1,473	1,405	1,333	1,285	1,187
调整 R ²	0.141	0.218	0.290	0.373	0.506
Panel B: 购买并持有超额收益率 (BHAR)					
	BHAR30	BHAR60	BHAR90	BHAR120	BHAR150
Treat	-0.198*** (-10.21)	-0.436*** (-16.38)	-0.672*** (-19.84)	-1.009*** (-24.64)	-2.615*** (-31.40)
控制变量	是	是	是	是	是
行业、时间	是	是	是	是	是
样本量	1,473	1,405	1,333	1,285	1,187
调整 R ²	0.178	0.293	0.381	0.513	0.651

结果如表6所示。从上市后特定区间累计超额收益率以及购买并持有超额收益率情况看,注册制改革的系数均在1%水平下显著为负,且随着时间推移回归系数呈现负向增长趋势,即注册制改革后新股上市后的中长期市场表现更差。原因可能在于注册制放宽涨跌停板制度有效抑制了新股投机行为,充分发挥了市场价值发现功能,从而减少股价在上市后一段时间内的非理性上涨,由此打破了A股市场长期存在的“短期价格超涨、长期回报低下”的扭曲异象。

(二)注册制市场化定价机制与二级市场定价效率提升

注册制将日后涨跌幅限制由10%放宽至20%,这一改革举措有利于更好地促进市场充分博弈,缓解过窄涨跌幅限制对市场交易连续性的干扰和对市场流动性的限制(Chen et al., 2005)^[2],从而纠正股票定价扭曲问题,加快均衡价格实现、提高市场定价效率。

为检验注册制市场化定价机制改革对二级市场定价效率的影响,借鉴已有文献(李志生等, 2015)^[8],本文基于资产价格的信息发现效率和信息反应速度两个方面进行研究,选用股价同步性指标、相关系数以及价格延迟度衡量资产定价效率。

关于股价同步性指标(SYNCH),参考Morek et al. (2000)^[6]度量个股收益相对市场收益的同步性程度,计算方法如式(3)。其中, $r_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*日的收益率, $r_{m,t}$ 为市场的经流通市值加权后的第*t*日市场收益率。模型估计后得到拟合优度并根据(4)式进行对数转换。

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_{i1}r_{m,t} + \beta_{i2}r_{m,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$SYNCH_{i,t} = \log(R^2_{i,T}/(1-R^2_{i,T})) \quad (4)$$

关于相关系数指标(ROU),Bris et al.(2003)^[1]提出用当期个股收益率与滞后一期市场收益率的相关系数来衡量定价效率水平,计算方法如式(5)。其中, $r_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*日的收益率, $r_{m,t-1}$ 为市场的经流通市值加权后的第*t*-1日市场收益率。其数值越小,表明个股收益率与市场历史收益率的相关性越小,即特质信息含量越高。

$$\rho_{i,t} = \text{corr}(r_{i,t}, r_{m,t-1}) \quad (5)$$

关于价格延迟指标(Delay),借鉴Hou and Moskowitz (2005)^[4],利

用资产价格对市场信息调整速度的相对效率来衡量定价效率,具体计算方法如式(6)所示,并运用式(7)估计价格对信息反应的延迟程度。其中, $r_{i,t}$ 为股票*i*在第*t*日的收益率, $r_{m,t}$ 为股票*i*所在市场的经流通市值加权后的第*t*日市场收益率, $r_{m,t-n}$ 表示滞后*n*期的市场收益率, $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项。

$$r_{i,t} = \alpha_i + \beta_i r_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_{i,n} r_{m,t-n} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$Delay_i = \frac{\sum_{n=1}^4 |\delta_{i,n}(-n)|}{|\beta_i| + \sum_{n=1}^4 |\delta_{i,n}(-n)|} \quad (7)$$

图8是不同板块市场新股上市次月至10个月的股价同步性对比结果。相比于沪市主板新股上市后股价同步性不断增加,科创板上市公司在上市次月至上市10个月的区间内股价同步性变动幅度较小,且新股上市一段时间后科创板公司股价同步性逐渐低于主板市场,表明科创板市场资产价格的信息发现效率相对较高。此外,与深证主板及创业板改革前上市公司相比,创业板试点注册制改革后公司股价同步性显著较低,表明公司特质信息能够较好地融入资产定价过程,市场定价效率较高。

进一步地,本文以上述市场定价效率指标为被解释变量,选取公司财务特征与市场交易行情等控制变量进行回归检验。表7展示了注册制下市场定价效率是否相比原核准制下主板市场及创业板市场显著提升的检验结果。实证结果显示,2019年试点注册制改革初期,科创板上市公司股价同步性、相关系数均相对主板市场配对

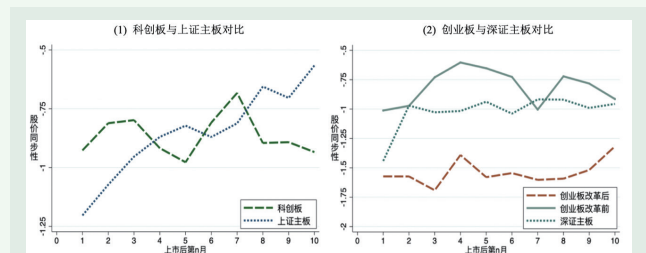


图8 不同板块市场新股上市次月后的股价同步性对比

表7 注册制 IPO 市场化改革与二级市场定价效率

	2019 年			2020 年			2021 年		
	SYNCH	ROU	Delay	SYNCH	ROU	Delay	SYNCH	ROU	Delay
Treat	-0.375*** (-3.99)	-0.444*** (-12.55)	-0.281*** (-16.65)	0.186*** (4.25)	-0.214*** (-12.37)	-0.099*** (-12.97)	0.202*** (4.72)	-0.086*** (-5.07)	-0.067*** (-9.78)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是	是
行业、时间	是	是	是	是	是	是	是	是	是
样本量	3,016	3,016	3,016	4,875	4,875	4,875	3,630	3,630	3,630
调整 R ²	0.289	0.248	0.253	0.304	0.188	0.246	0.101	0.150	0.157

样本公司显著更低，意味着科创板市场价格能够更加真实且充分地反映所有市场信息，特别是基于公司微观层面的特质信息能被较好地纳入资产定价过程。此外，科创板市场的价格延迟度也显著较低，表明市场的信息反应速度较快，资产价格能够更为及时且准确地吸收最新市场信息。因此，在注册制改革初期，二级市场定价效率显著提升，市场化定价机制有效促进了市场发挥价格发现功能，较好地达到了改革预期目标。

然而，随着注册制改革的不断推进，市场化定价机制对二级市场定价效率提升的积极作用逐渐减弱。表7检验结果显示，2020年注册制改革与股价同步性的回归系数显著为正，相关系数指标及价格延迟度的回归系数较2019年显著增加，表明市场的信息发现效率及信息反应速度较改革初期有所降低。2021年注册制市场化定价机制改革对二级市场定价效率提升的积极作用进一步减弱。正如施东辉教授评价科创板两周年发展，“尽管科创板设立了‘两年投资经历’加‘50万元资产额’的投资者准入门槛，但中小投资者投资思维和习惯难以很快改善，市场的定价效率仍有待提高”。⁶

四、投行业务监管与注册制IPO定价效率

（一）注册制压实中介机构责任与执业质量问题

正如证监会所指出，“中介机构归位尽责是注册制平稳实施的重要基础，是资本市场高质量发展的重要切入点和着力点”。⁷注册制实施以信息披露为核心的自律监管机制，对证券公司、会计师、律师等中介机构专业能力和道德水平提出了更高要求。证券公司作为资本市场最重要的中介机构，其归位尽责对确保注册制顺利实施具有重要意义。资本市场实践经验表明，中介机构发挥“看门人”作用主要通过信息质量控制机制和声誉约束机制两条路径实现。

首先，从信息质量控制机制路径看，信息质量把关是中介机构发挥注册制新股发行“看门人”角色的基本前提。长期以来，由于证券市场各参与主体如上市公司、投资者、监管层之间存在严重信息不对称，而证券违规处罚机制和中小投资者赔偿机制不到位，信息优势方的发行人在证券发行过程中存在虚假信息披露的机会主义动机，进而损害处于信息劣势的外部投资者利益。

作为连接上市公司与投资者的重要桥梁，中介机构的作用即在于秉承执业独立性对拟上市公司披露的相关信息进行审核和判断，确保信息披露的真实性、准确性和完整性，从而降低市场的信息不对称程度，保障新股发行定价的有效信息供给。

其次，从声誉约束机制路径看，中介机构声誉约束机制是“看门人”功能发挥的核心载体。在新股发行过程中，中介机构履行执业准则、专业把关等法定职责的同时逐渐积累声誉资本，并以其声誉资本对发行人的信息披露质量及证券发行信息质量向市场传递有效信息。注册制改革进一步强化了中介机构的声誉约束，在法律层面加大对中介机构违法违规行为的处罚力度，提高中介机构违法成本，倒逼中介机构提高执业质量。据Wind数据库统计，自2020年3月1日新《证券法》实施至2021年末，监管部门对保荐业务相关违规处罚达到296次，其中保荐机构与保荐人代表76次，会计师与会计师事务所175次，资产评估师与资评机构33次，律师与律师事务所12次。

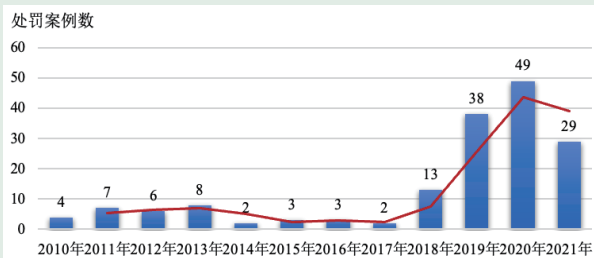
A股市场试点注册制改革以来，压实中介机构“看门人”责任的有效机制不断完善。同时，出现了中介机构项目遴选不审慎、核查把关不严格，“带病闯关”“一查就撤”等问题，暴露出部分证券公司注册制理念不适应、执业质量不高，还在“穿新鞋走老路”。究其原因，一方面是中介机构在资本市场活动中存在严重的角色冲突。证券公司开展中介服务的雇佣方是作为其监督对象的上市公司，而使命与责任是从维护投资者利益出发监督雇佣方信息披露的真实性。这种角色冲突使得证券公司在执业过程中往往需要权衡自身、发行人以及投资者等多方利益，难以独立客观地履行核查把关的法定职责。另一方面是当前我国证券行业集中度较高，头部券商在声誉品牌、信息获取等方面具有相对优势，市场资源进一步集中。截至2021年末，注册制试点新股发行市场保荐承销业务向头部券商集中的趋势越来越明显，前20家头部券商承担了82.3%的科创板上市公司的保荐承销业务。然而，海通证券、广发证券等处于行业领先地位的证券公司或保荐人多次因合规问题遭监管“点名”。注册制下证券公司执业质量不高、把关不严等问题，将严重扰乱新股发行秩序，进而影响市场价格发现功能发挥，阻碍资本市场高质量发展。

(二)投资银行业务监管与强度指标构建

强化证券监管机制对推动中介机构归位尽责、有效发挥资本市场“看门人”作用具有重要意义。一方面，监管部门不断完善投行业务执业标准，明确尽职调查、工作底稿等执业要求，并通过现场检查有针对性地发现问题，督促中介机构提升执业水平和执业质量；另一方面，证监会严厉打击中介机构违法违规行为，通过监管警示、公开谴责、罚款等方式不断加大处罚力度、提高违规成本，倒逼中介机构认真履职尽责，更好发挥“看门人”作用。

注册制试点以来，监管当局对投行业务监管达到了前所未有的强度。图9展示了2010年至2021年上半年证监会发布的投行业务违规处罚案例数，2018年以来违规处罚案例数量明显增加，监管力度不断强化。2021年7月9日，证监会发布《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》，进一步强化对注册制下保荐承销、财务顾问等投资银行业务的监管，为优化投行业务发展生态、稳步推进全市场注册制改革夯实基础。

为进一步探究注册制下外部监管约束能否对提升证券公司执业质量发挥积极作用，本文对投资银行业务监管强度进行量化评价。参考Lohse et al.(2014)^[5]、潘敏和魏海瑞(2015)^[9]对证券行业监管研究的方法，本文从监管当局事前发布监管公文、事后实施违规惩戒和违规处罚力度三个角度衡量投行业务监管强度。具体而言，选取新股发行上市前一年监管当局发布公文的次数刻画事前监管强度(*Supe1*)；采用监管当局对投行业务实施违规惩戒的案例次数刻画事后监管强度(*Supe2*)；根据惩戒力度进一步筛选“重罚”案例，筛选条件为禁止参与投行业务6个月及以上、罚款300万元及以上、撤销保荐代表人资格或对保荐代表人市场禁入5年以上，并据此统计新股



数据来源：截至2021年9月17日根据证监会公告整理。

图9 2010—2021年投行违规处罚统计

发行上市前一年监管当局对投行业务违法违规行为采取严重处罚的案例次数(*Supe3*)。

进一步，本文采用主成分分析方法(PCA)对上述三个监管强度指标进行降维处理，把多个投行业务监管指标转化成一个监管强度综合指标，构造监管强度指数。图10展示了2010—2021年投行监管强度指数的变化趋势。2019年之前，受新《证券法》修订、注册制改革尚未推出等制度环境制约，监管当局对投资银行业务的监管强度始终处于较低水平；2019年之后，伴随我国注册制改革快速推进和新《证券法》实施，投行监管强度明显提升。

(三)强化投行监管影响IPO定价效率的实证分析

根据前文分析，投行执业质量可以通过信息质量机制和声誉约束机制两条路径提供市场有效信息供给，而强化投行监管能否提升IPO定价效率？为此，本文基于监管强度指数对IPO定价的影响进行验证。在此，选取2010年11月至2021年3月A股上市公司为研究样本，选取公司财务特征及市场环境等控制变量，考察监管强度对IPO定价效率的影响。

表8中Panel A报告了投行业务监管强度影响IPO定价效率的检验结果。回归结果显示，*Supe1*、*Supe2*、*Supe3*均在1%水平下与IPO抑价率存在显著的负相关关系，即监管当局在新股上市前一年发文频率越高、对投行业务违规行为的处罚频率甚至重罚频率越高，上市公司IPO抑价率越低。同时，投行监管强度指数与IPO抑价率显著负相关，进一步表明强化投行业务监管能够有效督促证券公司提高执业质量，推动市场化价格发现，为资本市场平稳健康发展提供坚实保障。

进一步，为探究注册制背景下投资银行业务监管对新股发行定价效率的政策效果，本文选取注册制发行的342家上市公司为研究对象进行实证检验，结果见表8中

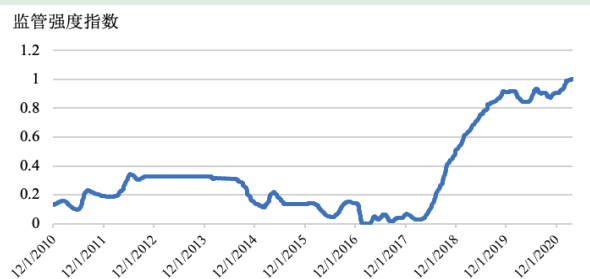


图10 2010—2021年投行监管强度指数

表 8 投行监管强度影响 IPO 定价效率检验

Panel A: 市场全样本					
	IPO 抑价率				
Supel	-0.018*** (-3.90)	-0.018*** (-4.30)			
Supel2	-0.012*** (-2.77)		-0.013*** (-3.42)		
Supel3	-0.162*** (-5.12)			-0.106*** (-3.49)	
监管强度 指数					-0.015*** (-4.32)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	2237	2237	2237	2237	2237
调整 R ²	0.41	0.40	0.40	0.40	0.40
Panel B: 注册制样本					
	IPO 抑价率				
Supel	0.008 (0.63)	0.008 (0.66)			
Supel2	0.003 (0.32)		0.001 (0.07)		
Supel3	0.044 (0.22)			0.071 (0.38)	
监管强度 指数					0.315 (0.38)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	342	342	342	342	342
调整 R ²	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66

Panel B。结果显示，注册制下监管强度指标与IPO抑价率的回归系数均不显著，表明强化投行业务监管对提高注册制IPO定价效率的积极效应尚不明显，其原因可能在于注册制改革背景下市场参与者行为模式的渐进过程。由于注册制改革推出与新《证券法》颁布实施的时间均较短，证券监管部门、中介机构等市场参与者角色再定位与行为模式转变仍需要一个较长过程，从而导致证券公司等中介机构在从事投行业务时很大程度上受制于传统行为模式的影响，强化投行业务监管的政策效应有待进一步释放。

五、注册制询价定价机制改革政策优化建议

发行定价市场化是注册制改革的重要一环，能否建立科学有效的新股发行询价、定价机制，直接关系到A股市场注册制改革的成败与绩效。本文研究发现，注册制IPO市场化改革有效提升了新股发行定价效率。同时，现阶段IPO询价定价的难点主要在于询价机制尚不完善、询价机构间博弈不充分，机构投资者为博入围导致定价

决策未能充分反映新股真实估值，违背了独立、客观的报价原则。此外，发行人和承销机构定价权不充分、询价机构自身投研定价能力有限、市场估值方法体系不完善、卖方报价报告质量不高等均是当前全面推进注册制改革面临的难点和阻力。

为稳步推进全市场注册制改革，充分博弈形成市场均衡定价机制，本文提出以下六方面制度优化的政策性建议。

(一)基于注册制系统性改革完善IPO询价定价的制度生态体系

在注册制改革试点阶段，出现IPO询价与定价问题的根源在于A股市场基础性制度不配套与IPO询价定价的制度生态环境不适应。单纯推动注册制询价体系改革，传统交易机制、投资者行为模式不同步改革，难以有效解决“A股新股定价难题”，难以有效提升IPO定价效率。为充分发挥注册制询价定价机制改革效应，有效提升市场定价效率，建议基于注册制系统性改革角度，完善资本市场基础性制度。第一，引导规范询价投资者报价行为。根据《网下投资者分类评价和管理指引》，对不同名单的投资者采取差异化的约束和激励措施，进一步督促投资者规范报价行为。第二，加强承销机构定价责任。要求主承销商优化路演推介安排，强化证券分析师路演推介作用，加强对投资价值研究报告的规范，进一步提升其专业性、实用性。第三，进一步优化股票交易机制。完善融券卖空交易、日内单次回转交易等配套机制改革，加快引入做市商制度，促进多空双方充分博弈以及市场供需关系的自发平衡，提升资本市场定价效率，进而实现资本市场的功能系统性再造。

(二)建立市场化博弈机制，打破询价机构“买方垄断”，根除“机构抱团”

随着注册制改革的推进，上市公司低价发行、募资不及预期、上市首日遭遇“爆炒”等问题频发，其根源在于市场博弈不充分，定价均衡难以实现。为进一步建立注册制市场化博弈机制、打破询价机构“买方垄断”，从而根除“机构抱团”，建议：一是优化累计投标询价机制。在试点注册制经验基础上，借鉴境外成熟市场做法，鼓励发行人及主承销商采用累计投标询价机制确定新股发行价格，可试点新股累计询价订单竞争机制，以

市场化博弈手段推动IPO定价市场化均衡。二是优化网下投资者结构。考虑引入第三方询价机构参与报价，引导机构投资者充分发挥研究定价能力，强化询价机构报价行为规范，从而充分反映新股价值信息、维护新股发行秩序。三是引入长期机构投资者制度。境外股票市场实践表明，长期投资在推动市场平稳运行、提高市场定价效率等方面具有不可或缺的重要作用。借鉴境外长期投资实践经验，建议在科创板及创业板市场推出长期机构投资者制度，推动市场投资者结构平衡合理，使其在新股发行市场化询价、定价及配售过程中发挥更大作用。

(三)加强新股估值定价模型及投资价值报告管理，为询价报价提供有效信息支撑

注册制改革实施过程中逐渐出现的询价机构报价高度趋同、新股发行价格持续走低等现象，引发市场关于询价机构报价决策是否独立、客观、诚信的质疑。同时，在IPO现场检查过程中，发现了部分机构询价操作流程不完善、定价决策依据不充分、报价结果缺少研究支持等问题，严重影响市场价格发现功能发挥。为进一步规范询价机构报价行为，充分发挥注册制询价机制的市场化效应，建议加强估值定价模型及投资价值报告管理，为询价报价提供有效信息支撑。第一，提高发行端信息披露质量。以投资者需求为导向持续完善不同行业的信息披露制度要求，充分发挥公开式审核问询的监管效应，增加发行端有效信息供给，引导投资者理性决策和价值投资。第二，引导承销商投价报告专业质量提高。进一步规范投价报告的研究过程和专业依据，细化投价报告撰写要求及规范，加快建立投价报告质量评价机制，为询价机构提供真正具有参考价值的盈利预测与估值分析，从而有效发挥投价报告在发行定价中“锚”的作用。第三，完善询价机构估值定价依据管理。要求询价机构建立并严格执行合规报价内控制度，详细说明研究采用的估值定价模型、相关参数设置缘由、最终报价的逻辑推导过程等决策依据，并妥善留存参与报价的定价依据、定价决策过程、申报记录等文件和相关信息。

(四)强化报价行为监管，建立“激励约束相容”的分类报价体系

注册制下网下投资者出现“重策略轻研究”“抱团报价”、干扰发行秩序等问题，根本原因在于现有的询

价机制缺乏推动投资者充分博弈的有效激励。本文基于机构询价行为分析的研究结果表明，随着改革的不断推进，询价机构报价逐渐呈现高度趋同且集中于低价区域，询价机构间博弈不充分，影响市场定价效率提升。为促进询价机构充分博弈、推动市场化询价机制更有效发挥作用，建议进一步加强监管协作，不断强化机构报价行为监管，构建“激励约束”相容的分类报价体系。一是强化网下投资者分类监管。加大对询价过程的监测和检查力度，构建网下投资者分类评价和管理体系，进一步完善针对“关注”“异常”“限制”和“精选”等四类名单中询价机构的差异化监管措施。⁸二是优化询价机构激励机制。明确“精选名单”中机构投资者的奖励措施，通过开通绿色通道、简化审核流程等方式有效激励其持续规范参与新股询价，从而带动整个股票发行市场投资者报价行为规范。三是完善严厉问责询价机构的体制机制。加大对“关注名单”“异常名单”及“限制名单”中机构投资者违法违规行为的责任追究和处罚力度，及时出清不专业、不负责任的询价机构，改善网下投资者生态环境，维护市场化发行定价秩序。

(五)优化新股发行市场化配售机制，允许主承销商自主配售

发行人和承销机构定价权不充分是现阶段注册制询价机制改革面临的重要问题，券商主体责任难以充分发挥，从而影响市场定价效率提升。为进一步加强承销机构主体责任，提高新股发行市场化定价效率，建议优化市场配售机制。一是允许主承销商自主配售。借鉴境外成熟市场承销商自主配售的实践经验，在科创板及创业板市场适当允许主承销商自主配售部分新股，给予发行人及主承销商更多自主权，在投资者、券商、发行人之间建立长期利益关联机制，从而平衡买卖双方在新股定价方面的优势，有效促进市场充分博弈。二是加强配售对象及规模管理。对自主配售对象及相应的配售规模制定具体限制要求，明确承销商及发行人关联方涵盖范围，要求承销商充分披露配售方相关信息并报监管部门备案，严厉禁止通过自主配售方式向各关联方输送利益。三是加大违规配售处罚力度。严格落实新《证券法》提高违法违规成本的要求，明确承销商利益输送等不当行为的认定标准，加大对承销商违规配售等机会主

义行为的处罚力度，督促承销机构坚守专业服务本位、切实提升执业质量。

(六)加强主承销商定价责任，提升投行执业质量

投资银行是资本市场最重要的中介机构，其归位尽责是全面推进注册制改革的重要基础。本文基于对监管强度量化评价的研究结果表明，外部监管约束能够有效提升证券公司执业质量、提高新股发行定价效率。然而，现阶段部分投资银行注册制理念不适应、执业质量不高、“带病闯关”等问题依然存在。为充分发挥投行核查把关作用、提高投行执业质量，从而为全面推进注册制新股发行市场化改革提供坚实保障，建议：其一，强化投行全链条监管。明确证券公司保荐承销、财务顾

问等投行业务执业规范，完善监管流程、监管标准及问责措施，扩大现场检查和督导范围，对IPO项目路演推介、簿记建档、定价配售等业务环节随时进行监督检查。其二，加大问责处罚力度。重点关注撤否率高、市场反映问题多的证券公司，针对执业过程中出现的违法违规行为依法采取行政处罚、刑事惩戒等追责方式，倒逼证券公司认真履行职责，提高执业质量。其三，完善激励约束机制。构建全流程投行业务执业质量评价体系，对“白名单”机构给予简化行政审批流程等政策倾斜，充分激发证券公司主动归位尽责，提升执业质量。■

[此文由中国证券业协会2021年度优秀课题“健全注册制下新股发行市场化询价、定价和承销机制研究”(2021SACKT028)改编]

注释

1. 参见2021年3月20日中国证监会主席易会满在中国发展高层论坛圆桌会上发表的主旨演讲，http://www.csrc.gov.cn/newsite/zjhxwfb/xwdd/202103/t20210320_394519.html。
2. 中国证券业协会在推进注册制改革的相关公告中，多次强调IPO定价市场化是注册制改革重要环节，并先后制定《注册制下首次公开发行股票承销规范》《注册制下首次公开发行股票网下投资者管理规则》《注册制下首次公开发行股票网下投资者分类评价和管理指引》等规则，对网下投资者及其配售对象的网下询价与申购行为进行规范。参见中国证券业协会网站(www.sac.net.cn)中证协发〔2021〕212号文、中证协发〔2021〕213号文。
3. 中国证监会发布的《关于修改〈创业板首次公开发行股票发行与承销特别规定〉的决定》特别强调，本次IPO承销制度优化主要针对询价机构“抱团报价”、干扰发行秩序等新问题，并在取消新股发行定价与申购安排、投资风险特别公告次数挂钩要求、删除累计投标询价发行价格区间等措施进行制度优化。参见http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202109/t20210918_405722.html。
4. 2021年7月9日中国证监会制定并发布《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》，强化对投

行业务监管，http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202107/t20210709_401329.htm；2021年8月23日，国务院办公厅发布《关于进一步规范财务审计秩序促进注册会计师行业健康发展的意见》，依法加强对从事证券业务的会计师事务所监管，http://www.gov.cn/xinwen/2021-08/25/content_5633312.htm。

5. 摘自2020年9月17日，上海证券报，“对规则套利说不！斩断科创板‘底价发行’利益链”，<https://news.cnstock.com/paper/2020-09-17/1371805.htm>。

6. 参见2021年7月28日，施东辉，“科创板两周年：一场尚未终局的试验”，https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_13779166。

7. 摘自2021年7月9日，中国证监会，“综合施策、标本兼治，全方位督促证券公司归位尽责”，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202107/t20210709_401328.html。

8. 2021年9月18日，中国证券业协会发布《注册制下首次公开发行股票网下投资者分类评价和管理指引》，从投资者报价行为的合规性、专业性、独立性、审慎性等维度，明确了网下投资者分类评价的标准，并设置关注、异常、限制和精选名单等四类名单对投资者加强管理。

参考文献：

- [1] Bris A, Goetzmann W N, Zhu N. Efficiency and the bear: short sales and markets around the world[J]. Journal of Finance, 2003, 62: 1029-1079.
- [2] Chen G M, Kim K A, Rui O M. A note on price limit performance: the case of illiquid stocks[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2005, 13(1): 81-92.
- [3] Cheung Y L, Ouyang Z, Tan W. How regulatory changes affect IPO underpricing in China[J]. China Economic Review, 2009, 20(4): 692-702.
- [4] Hou K, Moskowitz T J. Market frictions, price delay, and the cross-section of expected returns[J]. Review of Financial Studies, 2005, 18(3): 981-1020.
- [5] Lohse T, Pascalau R, Thomann C. Public enforcement of securities market rules: resource-based evidence from the Securities and Exchange Commission[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2014, 106: 197-212.
- [6] Morck R K, Yeung B, Wu W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?[J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1): 215-260.
- [7] 李冬昕, 李心丹, 俞红海, 朱伟骅. 询价机构报价中的意见分歧与IPO定价机制研究[J]. 经济研究, 2014, 49(7): 151-164.
- [8] 李志生, 陈晨, 林秉旋. 卖空机制提高了中国股票市场的定价效率吗?——基于自然实验的证据[J]. 经济研究, 2015, 50(4): 165-177.
- [9] 潘敏, 魏海瑞. 提升监管强度具有风险抑制效应吗?——来自中国银行业的经验证据[J]. 金融研究, 2015, (12): 64-80.
- [10] 宋顺林, 唐斯圆. 首日价格管制与新股投机: 抑制还是助长?[J]. 管理世界, 2019, 35, (1): 211-224.
- [11] 魏志华, 曾爱民, 吴育辉, 李常青. IPO首日限价政策能否抑制投资者“炒新”?[J]. 管理世界, 2019, 35(1): 192-210.
- [12] 俞红海, 刘烨, 李心丹. 询价制度改革与中国股市IPO“三高”问题——基于网下机构投资者报价视角的研究[J]. 金融研究, 2013, (10): 167-180.
- [13] 张宗新, 吴钊颖. 科创板基础性制度改革能否提升市场定价效率[J]. 证券市场导报, 2021, (4): 33-46.

(责任编辑: 吴林祥)