注册制下科创板与主板IPO抑价比较研究

赵彬琰　张锐嘉　廖卓颖　黄韵诗

（广州华商学院，广东 广州 511300）

摘要：随着全球经济一体化和资本市场的迅速发展，企业通过首次公开募股（下文简称为IPO）融资已成为推动企业创新发展与社会经济增长的重要手段。然而，IPO抑价现象普遍存在于不同国家的资本市场中。IPO抑价与我国经济环境密切相关，其价格波动不仅影响相关公司的收益与融资规模，更关乎价值投资者的利益。近年来，在中国资本市场改革及注册制的逐步推广下，深入研究新制度环境下IPO抑价的变化趋势及其影响因素，对于评估注册制实施效果具有重要意义。在这一背景下，本文将围绕注册制下IPO抑价的变化趋势进行研究，采用多元线性回归模型等方法，分析2019年7月至2023年3月期间科创板和主板的IPO数据。通过对比分析，本文发现科创板的IPO抑价率高于主板市场的IPO抑价率，科创板市场的IPO抑价率与换手率正相关。最后，本文从加强投资者教育、强化信息披露质量、优化投资顾问服务三方面提出了对策建议，以期提高市场效率。整体而言，本文为理解中国股市注册制改革及其对IPO市场的影响提供了实证支持。

关键词：注册制；IPO抑价；科创板；主板

中图分类号：F832.51　　**文献识别码**：A　　**文章编号**：1673-5889（2025）09-0157-04

一、引言

随着全球经济一体化和资本市场的快速发展，企业通过首次公开募股（IPO）进行融资已成为推动企业创新发展与社会经济增长的重要手段。作为资本市场发行制度的重大变革，中国证监会于2023年2月17日发布了全面实行股票发行注册制的相关制度规则。这标志着注册制的制度安排基本定型。在我国逐步实施IPO注册制的进程中，于2019年设立的科创板是最早施行注册制的股票板块。作为注册制的先行者，科创板的设立旨在支持科技创新企业通过资本市场进行融资，推动科技创新和产业升级。在发行制度方面，科创板在上市条件、交易机制、投资者条件、信息披露等方面都进行了优化。经过五年的发展，科创板已经成为中国资本市场的重要组成部分。与此同时，主板市场作为传统的资本市场板块，依旧扮演着重要角色，并且直至2023年4月主板市场IPO发行制度才由核准制转变为注册制。注册制与核准制两种不同的发行制度下，IPO抑价现象的存在对投资者、发行企业以及市场效率都有着深远的影响。自2019年科创板设立以来，以注册制为代表的科创板与以核准制为代表的主板的IPO抑价现象是否存在差异，以及科创板IPO抑价率产生背后的成因，是本文关注的重点。

IPO抑价是指新股上市首日收盘价相对于发行价的溢价现象，反映出股票上市后二级市场的投资者对刚刚上市的公司股票估值高于新股发行时的定价，在一定程度上说明了IPO定价效率不足，新股发行价定价被抑制。IPO抑价现象普遍存在于全球范围内的资本市场。西方的学者曾经对不同国家的IPO抑价率做过研究，如Jenkinson（1990）通过分析1985年至1988年美国和英国的企业IPO数据，发现在正常交易条件下美国平均IPO抑价率为10%和英国平均IPO抑价率为7%。Goergen等（2009）发现1996年至2000年期间法国的平均IPO抑价率是21.06%。我国的学者对中国国内股票市场的IPO抑价率进行分析后发现，中国的股票市场IPO抑价率高于部分发达国家的资本市场。陈伟和顾丽玲（2018）通过分析2006年至2016年间中国A股市场820家上市公司，发现平均的IPO抑价率达到57.84%，其中，最高值为626.74%。

随着中国资本市场的不断改革以及注册制的实施推广，研究新制度环境下IPO抑价的变化趋势和影响因素对于衡量注册制制度的实施效果具有重要意义。本文将在现有文献的基础上，通过实证分析科创板与主板IPO抑价率的差异性，探讨注册制对IPO抑价现象的影响。在此基础之上，在中国资本市场改革背景下，如何通过政策调整和市场机制优化来减少IPO抑价，提高市场效率给出相关对策建议。本文的创新点一共有三个方面。第一，本文以科创板和主板作为比较，研究IPO抑价率的变化，丰富了我国国内IPO研究的内容；第二，本文基于科创

板注册制的制度优化，以投资者情绪理论来揭示 IPO 抑价率变化的原因，证实了投资者情绪在科创板的适用性；第三，本文提出了相关政策层面的建议，以期实现我国股市注册制的进一步发展。本文的组织框架共包含五部分，第一部分是引言，第二部分是文献综述以及提出假设检验，第三部分是研究方法和相关变量，第四部分是实证分析，第五部分是总结与建议。

二、文献综述及提出假设

发达国家的股票交易市场，如美国纽约证券交易所、英国伦敦证券交易所，这些市场经过了长期的演变和发展，形成了较为完善的市场体系和监管机制。相对于西方发达国家，中国股票交易市场建立和发展的时间较短。随着 1990 年 11 月 26 日上海证券交易所设立，中国股票市场正式成立。自此之后，中国股票市场的新股发行制度经历了审批制、核准制以及注册制三种不同阶段。发行制度的改革使得中国股票市场 IPO 抑价现象具有自身的特点。我国学者们从股票发行的角度出发，通过研究发现新股发行制度改革对 IPO 抑价的影响较大。毛立军和李一智（2014）从我国股票发行市场的配售机制出发，发现新股 IPO 的抑价与不完善的市场配售机制存在关联性，并在建议中呼吁进一步优化发行机制,大力发展结构市场。张剑等(2017)认为在发行制度的改革中强价格管制会阻碍信息传递。注册制下，审核工作主要由交易所负责，证监会的角色转变为注册管理和监督,减少了政府在发行审核中的直接参与。与核准制相比，注册制强调新股上市发行中的信息披露而非政府对价格的直接干预。在注册制下，拟上市企业的发行价格、规模等不设任何行政性限制，而是通过市场机制来确定价格。新股的发行价格确定是通过市场化询价机制，由机构投资者参与定价，使得价格更加反映市场供需关系，减少行政管制对价格的影响。根据以上相关研究成果，结合注册制在信息披露、市场化定价以及减少行政干预方面的改革，本文提出假设 1：

假设 1，注册制实施之后，科创板的 IPO 抑价率要显著低于主板市场的 IPO 抑价率。

对于 IPO 抑价率产生原因的早期研究可追溯到 20 世纪 80 年代，如 Rock（1986）提出的“赢者诅咒”理论认为，IPO 抑价是由于信息不对称导致的投资者对新股价值的不确定性。也有学者从信号传递的角度解释了 IPO 抑价现象。Allen 和 Faulhaber（1989）认为发行公司通过低价发行传递公司价值的信号，仅有优质的公司才能在上市后通过再次筹资弥补 IPO 抑价发行的损失。我国学者从国内股票交易市场自身特点和数据出发，从投资者情绪等角度进行了研究，并得出相应的研究结论和成果。韩立岩和伍燕然（2007）从抑价和溢价两方面来解释新股上市首日收益过高的现象，经论证认为，投资者情绪影响资产定价。刘煜辉和沈可挺（2011）采用随机前沿分析法，认为我国新股上市首日超额收益主要源于投资者非理性造成的二级市场溢价。周仕盈和杨朝军（2020）通过实证研究，认为 A 股高抑价问题根本来说还是由投资者非理性投资情绪带来的，因此更应该从投资者结构、投资者情绪等的角度展开分析。王华智（2022）从不同角度分别分析了各个时期不同的发行制度对 IPO 抑价的影响，比较了注册制和核准制的制度差异，他认为注册制下，市场主体之间信息不对称而导致的投资决策是 IPO 抑价受到投资者层面影响的重要原因。对于投资者情绪衡量指标的选取，王军亮（2008）通过构造投资者情绪指标，分析了沪深 A 股市场 1999 年至 2007 年期间上市的公司 IPO 抑价情况，发现上市首日换手率能影响 IPO 抑价率。基于以上研究成果，本文从投资者情绪理论出发，分析科创板 IPO 抑价率的成因。本文以新股的换手率为投资者情绪的衡量指标，提出假设 2：

假设 2，科创板市场的 IPO 抑价率与换手率正相关。

三、研究方法和相关变量

1. 研究方法

对于 IPO 抑价率的衡量，本文采取较多学者使用的上市首日收盘价与新股发行价的差异程度表示，公式为：IPO 抑价率 =（新股上市首日收盘价－新股发行价）/ 新股发行价（胡志颖（2015）、黄张凯等（2016）

$$U = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \tag{1}$$

根据 IPO 抑价率的定义，本文通过公式（1）来衡量科创板以及主板的 IPO 抑价率。以此来检验假设 1。其中，以 U 代表股票首次上市发行的抑价率，P_1 为新股上市首日的收盘价，P_0 为新股的发行价格。

$$U = \beta_0 + \beta_1 TOR + \sum \beta_i \text{controls} + \varepsilon_i \tag{2}$$

本文通过构建多元线性回归模型公式（2）检验假设 2。公式（2）是换手率等变量对 IPO 抑价率的回归方程。其中，U 代表的股票首次上市发行的抑价率是模型因变量，β_0 是模型常数项，TOR 作为模型自变量代表股票首日的换手率，controls 代表控制变量，ε_i 是残差项。

2. 相关变量

表1 对多元线性回归模型变量的定义

变量	符号	涵义
被解释变量	U	IPO抑价率=（新股上市首日收盘价－新股发行价）/新股发行价
解释变量	TOR	上市首日换手率
控制变量	NAPS	发行前每股净资产
	EPS	发行前每股收益
	LOT	总中签率（%）
	ME	上市首日市盈率
	MR	上市首日的市场回报率

本文实证分析中多元线性回归模型的变量如表1所示，U代表的IPO抑价率是回归模型的被解释变量，TOR代表上市首日换手率，是回归模型的解释变量，发行前每股净资产（NAPS）、发行前每股收益（EPS）、总中签率（%）（LOT）、上市首日市盈率（ME）、上市首日的市场回报率（MR）共5个变量为控制变量。

四、实证分析结果

本文使用了2019年7月至2023年3月期间科创板和主板的IPO相关数据。其中，包含科创板IPO样本量共计510，个以及主板IPO样本量共计397，总样本量为906个。研究数据均来源于国泰安数据库。本文首先对样本的IPO数据进行K-S正态性检验，如表2所示。

表2 科创板与主板IPO样本量正态分布的K-S检验结果

	科创板IPO抑价率	主板IPO抑价率
样本量	510	396
检验统计Z值	-0.138	0.48
P	<0.001	<0.001

由于科创板和主板的IPO样本量均超过了100，因此，本文选用两个独立样本的K-S检验来检测样本量是否符合正态分布。由K-S检验结果可知，科创板以及主板的IPO抑价率统计检验的P值均小于0.05，由此得出，样本量并不符合正态分布。那么，对于科创板以及主板的IPO抑价率差异性的统计检验应采取两个独立样本的非参数检验，检验结果如表3所示。

表3 科创板与主板IPO抑价率的非参数检验结果

	科创板IPO抑价率	主板IPO抑价率
样本量	510	396
最小值	-0.360	-0.276
最大值	12.740	1.194
均值	1.338	0.426
方差	1.478	0.080
曼惠特尼U检验	55197.00	
检验统计Z值	-11.718	
P值	0.000	

由表3可知，科创板IPO抑价率的最小值为-0.360，最大值为12.740，显示出科创板IPO抑价率具有较大的波动范围。相比之下，主板IPO抑价率的最小值和最大值分别为-0.276和1.194，波动范围较小。科创板IPO抑价率的均值为1.338，显著高于主板IPO抑价率的均值0.426，这可能反映了科创板市场对新股的定价机制与主板市场存在差异。此外，科创板IPO抑价率的方差为1.478，远高于主板IPO抑价率的方差0.080，表明科创板IPO抑价率的波动性更大。通过对两组独立样本进行曼惠特尼U非参数检验，可知P=0.000<0.05，说明科创板IPO抑价率与主板IPO抑价率存在显著差异。从实证结果中两组样本的均值大小曼惠特尼U检验的显著性数值可知，可以从统计上得出科创板IPO抑价率显著高于主板IPO抑价率，因此拒绝假设1。

表4 科创板IPO抑价率多元线性回归结果

变量		标准化系数beta	t值	P值	共线性统计	
					容差	VIF
常数			-6.991	0		
解释变量	TOR	0.473	11.004	0	0.92	1.087
控制变量	NAPS	0.013	0.293	0.77	0.842	1.188
	EPS	-0.086	-1.932	0.054	0.86	1.163
	LOT	-0.102	-2.425	0.016	0.969	1.032
	ME	0.016	0.387	0.699	0.991	1.009
	MR	0.122	2.853	0.005	0.935	1.07
F统计		27.963		<0.01		
D-W			1.458			
调整的R方			0.275			

表4是对科创板IPO抑价率进行多元线性回归的结果。U代表的IPO抑价率是回归模型的被解释变量，TOR代表的上市首日换手率是回归模型的解释变量，发行前每股净资产（NAPS）、发行前每股收益（EPS）、总中签率（%）（LOT）、上市首日市盈率（ME）、上市首日的市场回报率（MR）共5个变量为控制变量。根据表4的结果显示，解释变量TOR的标准化系数beta为0.473，t值为11.004，P值接近0，表明其对被解释变量U具有显著的正向影响。控制变量中，MR的标准化系数beta为0.122，t值为2.853，P值为0.005，表明上市首日的市场回报率对科创板IPO抑价率也有显著的正向影响。而EPS和LOT的系数分别为-0.086和-0.102，其中，EPS的P值为0.054，接近于显著性水平，而LOT的P值为0.016，表明发行前每股收益和总中签率对科创板IPO抑价率有显著的负向影响。

此外，所有变量的容差值均在0.8至1之间，而方差膨胀因子（VIF）均小于1.2，这表明模型中不存在严重的多重共线性问题。模型的F统计量为27.963，P值小于0.01，表明模型整体上对科创板IPO抑价率有显著的解释力。调整后的R方为0.275，说明模型能够解释科创板IPO抑价率变异的27.5%。

综上所述，本文的回归分析结果支持了解释变量上市首日换手率对科创板 IPO 抑价率的显著影响，并揭示了控制变量中上市首日的市场回报率、发行前每股收益和总中签率对科创板 IPO 抑价率的显著影响，同时也验证了模型的稳健性。这些发现为进一步理解相关变量之间的关系提供了实证基础。因此，接受假设 2。

五、结论与建议

通过对 2019 年 7 月至 2023 年 3 月期间科创板以及主板共 907 个样本量的实证分析，本文分析比较了科创板与主板的 IPO 抑价率，建立回归方程，最终拒绝假设 1，接受假设 2。实证结果说明注册制实施之后，科创板的 IPO 抑价率高于主板市场的 IPO 抑价率，并且科创板市场的 IPO 抑价率与换手率正相关。产生的结果可能在于注册制实施后科创板市场的投资者情绪高涨，推高了科创板市场 IPO 抑价率。研究结果为优化资本市场发行机制提供了实证的依据支持。最后，本文从加强投资者教育、强化信息披露质量、优化投资顾问服务三方面提出了减少 IPO 抑价现象的政策建议。

1. 加强投资者教育

注册制的核心是信息披露，投资者教育应着重于提高投资者对于信息披露重要性的认识。通过教育活动，引导投资者理解注册制下的信息披露要求，培养他们基于披露信息做出理性投资决策的能力。证监会组织开展了全面实行股票发行注册制投资者教育专项活动，旨在引导投资者客观看待和理解全面实行注册制的意义和作用，理性参与投资。

2. 强化信息披露质量

注册制下，信息披露的质量和透明度对投资者决策至关重要。上市公司应严格遵守信息披露规则，确保信息的真实性、准确性和完整性。证监会发布的《上市公司信息披露管理办法》修订版，进一步强化了信息披露的要求，要求上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度，制定董监高对外发布信息的行为规范，以提升信息披露的质量和监管执法效能。

3. 优化投资顾问服务

注册制的实施对投资顾问的专业能力提出了更高要求。投资顾问服务应更加注重个性化和专业化，帮助投资者理解市场动态，提供基于充分信息披露的投资建议。证券公司和投资咨询机构应加强从业人员的培训，提升其专业服务能力，以更好地服务于投资者。同时，应丰富产品矩阵，提高客户粘性，通过科技赋能探索智能投顾新模式，提供更加精准和高效的投资顾问服务。

参考文献：

[1]Jenkinson, T.J.Initial public offerings in the United Kingdom, the United States, and Japan[J].Journal of the Japanese and International Economies, 1990, 4（4）：428-449.

[2]Goergen, M., Khurshed, A., & Renneboog, L.Why are the French so different from the Germans? Underpricing of IPOs on the Euro New Markets[J].International Review of Law and Economics, 2009, 29（3）：260-271.

[3]Rock, K.Why new issues are underpriced[J].Journal of Financial Economics, 1986, 15（1-2）：187-212.

[4]Allen, F., & Faulhaber, G.R.Signaling by underpricing in the IPO market[J].Journal of Financial Economics, 1989, 23（2）：303-323.

[5]陈伟，顾丽玲.地理位置对上市公司IPO抑价的影响——基于区域金融密度的实证研究[J].南京审计大学学报，2018，15（3）：21-32.

[6]毛立军，李一智.我国IPO定价、抑价及长期表现分析[J].武汉大学学报（哲学社会科学版），2004（3）：375-380.

[7]周仕盈，杨朝军.涨幅限制、中国式IPO抑价与炒新顽疾——基于中美对比与生存分析的视角[J].系统管理学报，2019，28（5）：889-898.

[8]胡志颖，李瑾，果建竹.研发投入与 IPO 抑价：风险投资的调节效应[J].南开管理评论，2015（6）：113 -124.

[9]黄张凯，刘津宇，马光荣.地理位置、高铁与信息：来自中国IPO市场的证据[J].世界经济，2016，39（10）：127-149.

[注]本文系广州华商学院2023年青年学术科研项目“注册制背景下中国不同资本市场IPO抑价研究”（项目编号：2023HSQX036）研究成果

作者简介：

1.赵彬琰，广州华商学院，讲师；研究方向：金融市场，绿色金融。

2.张锐嘉，广州华商学院，助教；研究方向：金融市场，绿色金融。

3.廖卓颖，广州华商学院，本科在读；研究方向：金融科技。

4.黄韵诗，广州华商学院，本科在读；研究方向：金融科技。