

中国人民大学经济学院以研究生毕业同等学力

申请硕士学位论文写作报告

姓 名： 罗家印

资格证号： 81040723

专业名称： 世界经济

拟定学位论文题目：《科创板注册制试点能否提升IPO定价效率？——基于A—H股IPO发行抑价的对比研究》

报告日期： 2021-12-28

一、选题依据

|  |
| --- |
| 1.目的及意义（800字以内）（主要内容：阐述选题要解决什么问题，选题有何理论和现实意义）  **研究背景：**  IPO（Initial Public Offering），又称首次公开发行，是指拟登陆资本市场的企业向社会不特定对象发行证券的市场行为。回顾我国资本市场成立的三十余年，围绕IPO高抑价率等现象，形成了一系列颇具中国特色的市场问题。监管层为解决此类问题也动用了很多行政手段，例如暂停IPO发行、固定市盈率发行、首日限价涨幅等，但最终依然收效甚微，未能实质性解决问题。但科创板试点的出台似乎让广大市场参与者看到了曙光，通过引入注册制，用市场手段取代行政手段能否解决困扰在中国资本市场已久的问题，是本文展开论述的论点。  **研究目的和意义**  我国IPO定价效率较低主要体现在较高的IPO抑价率上，经统计我国过往IPO发行的IPO抑价率明显高于境外发达成熟市场水平。过高的IPO抑价会导致很多市场问题，在一级市场上发行人没有融到与内在价值相符的金额，致使市场资源没有充分的配置；同时也助长二级市场上不关注股票内在价值，脱离基本面投机等非理性市场行为。  科创板作为我国注册制的试点已实施了两个年头，围绕我国资本市场发行制度改革，对内来看，科创板注册制试点下的IPO发行效率对比原先的审批制和核准制下的发行效率有没有得到长足改善？对外来看，与境外发达成熟市场对比IPO定价效率有没有得到提升？该结论对检视我国资本市场改革路径具有现实指导意义，也为下一步我国资本市场改革的方向提供了一个现实依据。 |

|  |
| --- |
| 2.文献综述（3000字左右）（主要内容：做文献梳理和研究动态的综述，归纳已有的研究所做的工作，形成了哪些共识？列举出在哪些问题上仍未形成共识？各种不同的观点是什么？针对目前的研究，你发现了哪些问题想要继续研究？）  **一、科创板注册制文献综述**  （一）科创板演变历程  从我国发行体制改革的角度来看，主要经历三大阶段：2001年以前的审批制、2001年后的核准制以及目前的注册制试点，三个阶段分别反映了我国资本市场在当时所获得的成就以及面对的新问题。  （曹凤岐,2014）审批制是我国资本市场在诞生初期，结合国情所采用的发行制度。取得了指标和额度, 就等于获得了保荐, 股票发行仅仅是走个过场。[1]（韩炜亮,2015）在审批制期间，前后有经历了“额度管理”和“指标”管理的管理具体办法。在“额度管理”阶段，地方政府对地方企业的发行申请进行审批，中央企业主管部门在与申请人所在地政府协商后对中央企业的发行申请进行审批[2]，该阶段有200多家企业发行股票，大部分为国企。由于在“额度管理”制度下，各地方政府为了满足企业发行股票的需求，增加上市公司数量，将有限的股票额度分为若干份，造成早期资本市场的恶性发展，资源得不到有效配置。1996 年，国务院证券委针对股票发行“额度管理”存在的问题进行着手改革，实行“总量控制、限定家数”的“指标管理”。[2]  （宋顺林,2021）2001年签发的《上市公司新股发行管理办法》标志着核准制的到来，该制度突出了承销商和证监会的角色作用。承销商推荐发行人，证监会负责拟上市公司质量的审核并决定是否核准发行[3]。（韩炜亮,2015）在核准制下同样和经历了两个阶段，从“通道制”演变至当下依然采用的“保荐制”。所谓“通道制”是指由中国证监会向获得“综合类券商”牌照的证券公司下达可以发股的通道数量（即可推荐的拟公开发行股票的企业数量）。[2]虽然通道制改变了行政强干预的的做法，但依旧是行政审批下的延续，在无法满足市场需求的背景下，保荐制登上历史舞台，由于不再受到通道数量的限制，保荐制让更多的中小小企业获得上市融资机会，使得处于成长期的企业更容易获得资金的支持，使得上市公司的质量得到明显改善。[2]  在保荐制下我国资本市场开始了市场化的雏形，但伴随着我国资本市场的快速发展，保荐制的弊端也开始凸显。（吴晓求,方明浩,2021）尽管监管层早已明确了注册制的改革方向，在2013年注册制被提上了议程，但进展依然步履维艰，除了有内部的阻力困扰也有中国复杂的市场环境牵制。2020年新实施的《证券法》为注册制改革的全面推行奠定了法律基础。[4]注册制让市场在资源的配置起决定性作用，较好的顺应我国当下资本市场所处的阶段，标志着我国资本市场市场化阶段的到来。  （二）科创板注册制的经济意义  注册制的实施有助于解决我国资本市场当下一系列问题，减少不合时宜的制度对经济发展的制约。（资本市场改革课题组,2019）科创板在试点注册制、建立多元化的上市标准、市场化定价、放宽涨跌幅区间等方面，突破了原有制度设计，是深化资本市场供给侧结构性改革的重要探索，有利于更好地服务于经济高质量发展。科创板打破了A股以往市盈率23倍的定价方式，采取市场化的询价定价机制，综合参考网下各类机构投资者的报价，帮助创新型企业合理估值，有利于引导社会资源自发向科创领域聚集。[5]  过于因我国资本市场尚不成熟，无法接纳未产生持续盈利能力的新兴企业。而科创板更加尊重企业的发展规律，允许未盈利企业、同股不同权企业、VIE架构企业申请上市，提高了资本市场对创新型企业的包容性和适应性。[5]为培育有望领引我国经济发展的“硬科技”企业铺垫好了良好土壤和环境。  具有中国特色的“壳资源”产生的主要原因是对资源的无效配置。（时昊天,石佳然,肖潇,2021）在有效的市场状态下，资源将优先倾斜到经营情况更佳的企业，使得有限的资源得以在广泛的需求上得以配置，但由于“壳资源”的“壳预期”存在，致使此类经营情况较差的企业享受了更高的溢价，市场价格与内在价值严重背离。而注册制通过供给端的改革，可以有效纠偏，提振市场的配置效率。通过研究2008年至2019年关于注册制改革的91个相关事件与壳公司的累计超额间的关系，发现注册制改革将降低壳公司的估值，而延缓注册制改革则产生相反效果[6]。  注册制亦能提高IPO信息披露质量，通过制度规范提高有效信息供给，减少信息不对称。（黄方亮,孙莉,陈静,吴超鹏,2019）此举可以提高市场参与主体的理性程度，增加各参与主体对招股书，实地调研等一手信息的关注，减少对加工过的二手信息的关注。问卷调查发现, 有66%的投资者表示如果实施注册制将主动增强自身获取和解读信息的能力, 说明多数投资者能够根据机制变化调整自身行为。[7]  **二、关于A-H价差文献综述**  A股二级市场估值长期以来高于H股，业界关于此类问题一直不乏研究，目前关于此的解释主要有以下几个角度。  (Miller, 1977)A、H股的卖空制度差异体现在, 一方面, 香港实行受监管的卖空制度, 而内地禁止卖空；另一方面, 香港投资者可以通过指数期货等构造做空头寸, 而这些衍生品在内地极度缺乏。根据卖空限制对证券估值影响的理论 , A股市场中悲观的投资者只能远离市场, 负面的信息将无法反映到A股价格中, 导致乐观的投资者将A股价格推高至远超出H股价格的水平以上, 并且投资者预期越异质, A股相对H股高估就越严重。  （曹红辉,刘华钊,2009）新股发行制度差异也是引起A股相对H股在二级市场高估的重要制度因素之一，相对香港而言, 内地的股票发行审核体制行政色彩更浓、发行定价制度市场化程度较低、发行分配方式向机构投资者倾斜, 这些使A股IPO发行价相对H股更容易被高估。因此, 这种制度差异将可能通过A、H股一二级市场定价差异的关系影响其二级市场定价差异。[8]  （宋顺林,易阳,谭劲松,2015）A股的发行往往受到监管部门管制，因此 A 股的供应量通常是给定的。在供应量不变和需求弹性较小的情况下，需要价格上升较大幅度才能达到供需平衡，最终导致A股价格偏高。相对供给量（H股发行量/A股发行量或AH发行量）与A-H股溢价显著正相关，即A股的供应量相对越少，AH股溢价越高。[9]  根据流动性差异假说，H 股的流动性相对较差（交易成本较高），因而要求更高的收益率，进而导致 H 股股价较低。[9]​  在汇率制度方面, 香港长期实行货币局制度, 港币兑美元在固定区间内小幅波动。内地在2005年以前基本实行盯住美元的固定汇率制, 2005年人民币汇率形成机制改革后转变为盯住一揽子货币的有管理的浮动汇率制, 人民币兑美元出现较大幅度升值。由于H股的现金股利一般采用人民币计价、港币支付, 因此, 人民币兑美元和港币的汇率波动将影响H股估值进而影响A、H股定价差异。当人民币面临贬值预期时, H股风险将增加, 其低估将愈甚;当人民币升值预期增强时, H股的低估将减轻。但Wang和Jiang (2004) 发现2002年以前汇率变化及其预期对A、H股定价差异无显著影响。  **三、IPO抑价文献综述**  （一）IPO抑价的影响因素  1、IPO抑价相关国外理论  “赢者诅咒理论”理论的观点为投资者之间存在信息不对称。根据信息获取程度的不同, 可将投资者分为“知情”和“非知情”投资者两类。知情投资者在判断IPO公司真实价值时具有明显的信息优势, 因此, 知情投资者只竞购真实价值被低估的IPO公司并获利;而非知情投资者由于缺乏信息支持, 将认购所有新股, 但竞购成功的大多是劣质企业且遭受损失。为了解决逆向选择问题并吸引非知情交易者继续参与竞购, 发行人会对新发行股票的定价偏低。可见, IPO抑价的实质是对信息劣势投资者的补偿Rock (1986)。“事前不确定性假说”理论认为发行人将IPO定价权交给具有显著专业优势和发行经验的投资银行, 但投资银行为了建立良好声誉, 往往通过降低发行价格来提高承销活动的成功率。因此, 现有文献发现, 聘请信誉良好的投资银行会显著降低IPO的抑价程度 (Kirkulak&Davis, 2005) 。基于发行人与投资者之间的信息不对称,Allen&Faulhaber (1989)建立了信号理论。由于发行人比投资者更了解公司的真实价值, 优质公司需要向市场发送一种独特的信号以展现其内在价值。IPO抑价虽会导致发行成本的升高, 但优质公司可通过较高定价的上市之后增发来获得补偿;而劣质公司却无力承担该成本, 因为劣质公司在其真实价值暴露后无法通过增发来弥补这项成本。  2、IPO抑价相关国内理论  与国外资本市场发展阶段不同，相关的发行制度也不同。同时鉴于国内市场有其独特特点，所以国外理论无法很好的解释国内IPO抑价的成因，梳理国内学者的成果对理解国内IPO抑价会有更合适的帮助。  （汪昌云,武佳薇,孙艳梅,甘顺利,2015）认为发行人的媒体信息管理行为能降低了IPO抑价水平,促使资本市场定价效率提高。[11]通过IPO定价期间释放公司相关信息，降低了投资者与公司间的信息不对称，吸引了更多市场关注，从而募集超额资金。（刘剑蕾,栗媛,2019）发现,市场化进程较高地区的IPO公司抑价程度显著低于市场化进程较低地区的公司，拓展性研究发现, 市场化进程对IPO抑价的负向影响是通过影响其发行价格而非首日交易价格而实现的, 且两者之间的负相关关系在询价机制期间表现更为显著。[10]（郑建明,白霄,赵文耀,2018）分析1995-2016年A股IPO公司外资参股承销商对IPO定价效率的影响表明：外资参股承销商所承销的IPO定价效率显著高于境内承销商，同时较完善的外资来源国制度环境显著增强了外资参股承销商对IPO定价效率的提升作用[12]（宋顺林,唐斯圆,2017）通过定价管制对新股二级市场定价的影响分析发现, 定价管制显著提高了新股二级市场的IPO溢价, 其理论依据是定价管制会增强新股的价值不确定性, 进而会影响投资者对新股的炒作行为，致使高IPO抑价的现象普遍发生[13]  （二）关于IPO抑价导致的经济后果  （张卫东,苏鑫,陈辉,唐齐鸣,杨雪,2018）认为长期高IPO抑价率会影响投资者预期并加剧投机行为, 也会影响对市场气氛的反应方式，还会影响到投资者对新股基本面的关注程度，不利于A股市场的健康运转, 也不利于投资者素质的整体提高。[14]（张劲帆,李丹丹,杜涣程,2020）观点为高IPO抑价将导致二级市场上的非理性投资者预期高度一致，盲目追涨，最终反而放大了二级市场价格扭曲，造成IPO股票长期回报率低下。这种价格扭曲效应对于那些发展前景不确定性大的企业更加明显。[15]  **四、文献评述**  通过上述文献综述可以得到较具体的研究指向，科创板注册制是解决当下中国资本市场各项顽疾，提高运营效率的一个理想路径；而IPO定价的低效率和A-H股价差又是中国资本市场一个显著性问题。目前学术界大部分文献均在上述三个领域各自论述所存在的问题，鲜有关于科创板注册制试点对IPO定价效率相较H股是否有提升作用的研究，这也主要和科创板注册制迄今为止运行的时间和样本数量有关。在科创板运行了两年后，与国际资本市场相比在IPO定价效率上是否有得到提升？关于此的研究契机已经成熟，本文将围绕此进行论述。 |

二、研究方案

|  |
| --- |
| 1.论证方法及数据来源（主要内容：说明论证拟采用的方法，如数理模型法、计量分析法等等，以及需要用到的数据及其来源）  文献对比法：通过广泛的文献阅读，参考学术界的共识部分，补充自身观点；  经验分析法：根据实务经验为理论依据提供支持；  统计分析法：本文所采用的的均为市场公开数据，使用金融终端导出，按论文需求模块进行整理；  实证分析：通过统计数据，进行理论推导说明。 |
| 2.核心观点（主要内容：初步阐述可能得到的观点及结论）  统计科创板注册制试点规则下上市企业与同一时间段继续沿用核准制规则上市的企业的首日溢价率，与在香港IPO发行的H股首日涨幅进行时间段对比统计，得出在注册制试点下，A股的IPO溢价率得以收窄，接近H股的首日抑价水平，进而得出科创板注册制提升了IPO定价效率的结论。 |
| 3.创新之处（主要内容：简要阐述创新点，比如方法创新、方向创新、观点创新等等）  目前学术界关于IPO定价效率和注册制相关的研究较为割裂，两者的逻辑关系尚未一个学术性的共识，本文将两者联系在一起，补充该类研究。另外本文通过引入境外成熟资本市场相关数据与实施注册制改革后的科创板进行多维度对比，客观印证科创板注册制试点关于IPO定价方面的提升作用。 |

|  |
| --- |
| 4.参考文献  参考文献  [1] 曹凤岐.推进我国股票发行注册制改革[J].南开学报(哲学社会科学版),2014,(02):118-126.  [2] 韩炜亮.从核准制到注册制：中国股票发行制度改革研究[D].济南大学,2015:  [3] 宋顺林.IPO市场化改革:共识与分歧[J].管理评论,2021,33(06):270-279.DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2021.06.023.  [4] 吴晓求,方明浩.中国资本市场30年：探索与变革[J].财贸经济,2021,42(04):20-36.DOI:10.19795/j.cnki.cn11-1166/f.20210406.001.  [5] 资本市场改革课题组.创新驱动高质量发展要深化资本市场改革——兼谈科创板赋能创新发展[J].经济学动态,2019,(10):93-100.  [6] 时昊天,石佳然,肖潇.注册制改革、壳公司估值与盈余管理[J].会计研究,2021,(08):54-67.  [7] 黄方亮,孙莉,陈静,吴超鹏.投资者IPO信息获取与权益保护——基于成熟投资者问卷调查的研究[J].南开管理评论,2019,22(01):181-193.  [8] 曹红辉,刘华钊.制度差异对A、H股定价的影响[J].金融评论,2009,1(01):84-93+125.  [9] 宋顺林,易阳,谭劲松.AH股溢价合理吗——市场情绪、个股投机性与AH股溢价[J].南开管理评论,2015,18(02):92-102.  [10] 刘剑蕾,栗媛.市场化进程对IPO抑价的影响研究——基于信息不对称理论视角[J].国际金融研究,2019,(06):87-96.DOI:10.16475/j.cnki.1006-1029.2019.06.009.  [11] 汪昌云,武佳薇,孙艳梅,甘顺利.公司的媒体信息管理行为与IPO定价效率[J].管理世界,2015,(01):118-128.DOI:10.19744/j.cnki.11-1235/f.2015.01.012.  [12] 郑建明,白霄,赵文耀.“制度绑定”还是“技术溢出”?——外资参股承销商与IPO定价效率[J].会计研究,2018,(06):62-69.  [13] 宋顺林,唐斯圆.IPO定价管制、价值不确定性与投资者“炒新”[J].会计研究,2017,(01):61-67+96.  [14] 张卫东,苏鑫,陈辉,唐齐鸣,杨雪.涨幅限制影响IPO抑价了吗?[J].管理评论,2018,30(01):36-45+135.DOI:10.14120/j.cnki.cn11-5057/f.2018.01.004.  [15] 张劲帆,李丹丹,杜涣程.IPO限价发行与新股二级市场价格泡沫——论股票市场“弹簧效应”[J].金融研究,2020,(01):190-206.  [1]Miller, E. (1977) :“Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion”.Journal of Finance, 32.  [2]Rock K.Why New Issues Are Underpriced[J].Journal of Financial Economics, 1986 (15) :153-186  [3]Kirkulak B, Davis C.Underwriter Reputation and Underpricing:Evidence from the Japanese IPO market[J].Pacific-Basin Finance Journal, 2005 (13) :451-470  [4]Allen F, Faulhaber G R.Signaling by Underpricing in the IPO Market[J].Journal of Financial Economics, 1989 (23) :303-323 |

|  |
| --- |
| 5.论文提纲（写到二级标题）  题 目：科创板注册制试点能否提升IPO定价效率？——基于A—H股IPO发行抑价的对比研究  主题词：科创板 注册制 IPO定价效率 IPO抑价 H股 A股  摘要  第一章：引言  一、研究背景  二、研究目的及意义  三、研究方法及创新点  四、研究框架  第二章：文献综述  一、科创板注册制文献综述  二、A-H股价差文献综述  三、IPO抑价文献综述  四、文献述评  第三章：A-H股市场背景  一、A股市场基本概况  二、H股市场基本概况  三、A股发行机制的演变及现状  四、H股发行机制的演变及现状  五、A-H股发行机制对比分析  第四章：模型研究设计  一、样本选择及数据来源  二、变量定义  三、实证模型  第五章：实证检验  一、描述性统计  二、分组检验  三、回归分析  四、稳健性检验  第六章：研究结论及本文不足  参考文献 |
|  |