

券商跟投制度对 IPO 破发的抑制效应研究

孙慧文, 范楷坛

(河南师范大学 商学院, 河南 新乡 453007)

摘要:针对 2019 年 7 月 22 日到 2025 年 6 月 30 日科创板企业频发的破发现象, 实证检验注册制实行下的券商跟投制度对企业 IPO 破发现象的抑制效应。研究发现, 券商跟投制度能有效抑制企业 IPO 破发, 并且在已破发的企业中券商跟投比例越高, 越能减少企业破发幅度。异质性分析发现, 该效应在被分析师关注度低、被研报关注度低以及承销商数量较少的对象中效果更显著。机制分析发现, 券商跟投制度通过使发行价合理下行与提振投资者情绪来抑制新股破发。本研究为券商跟投制度的有效性提供了相关经验证据, 并同时丰富了关于 IPO 破发的相关研究。

关键词: 券商跟投制度; IPO 破发; 科创板; 注册制

中图分类号: F832.5

文献标志码: A

文章编号: 1000-2367(2026)05-0090-08

2019 年证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》, 该文件明确提出构建以市场机制为主导、以信息披露为核心的发行制度。该文件的颁布标志着我国 IPO 审核制度进入新阶段——注册制时代。在注册制全面推行之后, 并伴随着询价机制市场化, 虽然高抑价问题得到明显缓解^[1], 然而, 新股首日收盘价从普遍高企直转跌破发行价, 并且这一破发现象正趋于常态化。近年的市场数据也印证了此现象: 2018 年沪深 A 股市场未出现首日破发企业, 自 2019 年注册制实行至 2024 年底, 全市场共有 222 家公司首日破发, 年均破发率从 2020 年的 5.30% 升至 2022 年的 27.93%。由此可见, 探究破发成因并构建应对机制, 已成为注册制下亟待研究的现实问题。

科创板作为注册制改革的第一块“试验田”, 其定位主要服务于符合国家战略、拥有核心技术的科技创新企业。但考虑到科创企业的前期研发周期较长、资金需求较大, 短期内通常难以盈利。于是, 2023 年上交所在《科创板股票上市规则》中发布了 5 套差异化的上市标准, 其中明确允许那些目前尚未盈利但有发展潜力的科创企业上市。这虽然增强了对科创企业的上市包容程度, 但新的问题是这些未盈利企业由于缺乏可靠的历史财务信息, 所以企业的估值只能依靠对未来的前瞻性判断。再加上科创企业本身的强科技属性和轻资产特征, 所以难以按照主板市场估值经验对其进行合理定价^[2]。在此背景下, 券商职能的有效发挥是解决定价问题的至关重要之举。具体而言, 券商作为专业估值主体, 通过尽职调查与财务建模, 为未盈利企业提供客观可行的估值^[3]。并且, 在配售环节, 科创板创新性地引入了券商跟投制度, 强制要求保荐机构参与战略配售并锁定投资, 以此构建风险共担与利益绑定机制, 从而有效抑制其短期机会主义行为^[4]。关于券商跟投制度的政策效果, 相关的文献虽然已经证明其有助于降低询价分歧^[5]、约束盈余管理^[6], 并缓解发行人与承销商之间的代理问题^[7], 但并未对跟投制度抑制当前频发的 IPO 破发现象这一问题进行研究。而这一问题的结论, 不仅是检验科创板配售改革路径选择成败的关键, 更是衡量科创板注册制能否实现健康运行的根本体现。

收稿日期: 2025-12-25; **修回日期:** 2026-01-20.

基金项目: 国家社会科学基金(25FGLB041).

作者简介(通信作者): 孙慧文(1984—), 女, 河南新乡人, 河南师范大学教授, 博士生导师, 中原文化领军人才, 研究方向为国民经济运行、收入分配问题, E-mail: huiwen0426@163.com.

引用本文: 孙慧文, 范楷坛. 券商跟投制度对 IPO 破发的抑制效应研究[J]. 河南师范大学学报(自然科学版), 2026, 54(5): 90-97. (Sun Huiwen, Fan Kaitan. Research on the inhibitory effect of the sponsor shareholding system on IPO underpricing[J]. Journal of Henan Normal University(Natural Science Edition), 2026, 54(5): 90-97. DOI: 10.16366/j.cnki.1000-2367.2025.12.25.0001.)

本文的边际贡献在于:第一,深化了对券商跟投制度经济后果的认知边界,将研究视角延伸至破发领域,验证了跟投制度对IPO破发的抑制作用,并且进一步揭示了券商跟投制度抑制IPO破发的作用机制,形成对IPO破发的多维度防控体系,从更为全面的视角评估券商跟投制度的政策效果提供了新证据。第二,本文拓展了IPO破发成因的研究视角,本文将破发研究引向券商中介机构行为的微观基础,从一级市场发行定价与二级市场的投资者情绪的综合视角,揭示跟投制度影响破发的作用机制。

1 理论分析与研究假设

1.1 券商跟投制度与IPO破发

新股破发是指股票上市后交易价格跌破发行价。回顾我国IPO市场长期在“高抑价”与“破发”之间反复摇摆,本质上是市场化定价与行政干预的博弈结果,呈现出“一放就乱、一管就死”的制度性怪圈:市场化易滋生泡沫,价格管制则导致抑价高企。而如今注册制下再度出现的破发现象,究竟是历史问题的简单轮回,还是市场趋于成熟过程中的价值发现与风险出清?相关研究多基于核准制或局部试点阶段探讨破发的成因,但对全面注册制下市场定价、中介职责与投资者行为的系统性变化关注不足。具体而言,主要分为外部因素和内部因素。外部因素包括市场情绪、投资者关注,以及承销商为短期利益推高发行价^[8]。王澍雨等^[9]发现,中国创业板企业破发成因则同时源于一级市场定价偏高与二级市场情绪低迷。内部因素涉及公司治理结构,如管理层持股与产权性质^[10],以及信息披露质量,尤其是风险披露的充分性^[11]。因此,在这个全面推行注册制的时代节点下破发现象再度出现,不仅要借鉴历史经验与既有理论,更需深入辨析其在新制度环境下的新特征、新动因。

相较于普通投资者,战略投资者通常与企业签订长期持股协议,建立深度的战略合作关系^[12]。这使得他们有更强大能力和能力识别企业的内在价值,并且跟投行为具有显著的信号传递功能,有助于提升公司估值与定价效率^[13]。而保荐券商作为强制跟投制度下的特殊战略投资者,始终扮演着“价值认证者”的角色。科创板要求券商以自有资金参与战略配售,并锁定24月,这相当于以其声誉与资本向市场发出对企业价值的强认证信号。该信号在IPO公开发行前释放,使投资者能够据此调整预期,做出更理性的投资决策^[14],从而缓解情绪化抛售,为股价提供“信心锚”。进一步地,跟投比例的高低是市场解读认证信号强弱的关键量化指标。一方面,更高的跟投比例减少了上市初期的流通盘供给,从供求关系上支撑股价。另一方面,比例越高,意味着券商承诺越强,越能缓解信息不对称,增强投资者信心,从而更有效地抑制破发或降低破发后的跌幅。而信息不对称程度更高的科创板高科技企业中,券商这一认证与风险共担功能更加突出。基于此,本文提出假设1(H1):券商跟投制度能有效抑制IPO破发,并且跟投比例越高,破发幅度越低。

1.2 券商跟投制度抑制IPO破发的中介机制

1.2.1 发行定价的影响机制

2023年证监会发布的《首次公开发行股票注册管理办法》已明确提出将定价权赋予发行人与主承销商,但二者均存在推高发行价的动机:第一,发行人具有谋求募集资金规模最大化的经济动机;第二,承销券商的保荐承销收入通常与募集资金规模直接挂钩,并且我国承销商有很强的动机提高发行价,而面临的约束较弱^[15]。即使新股最终出现破发,承销商也并不会遭到证监会的处罚而造成严重的经济后果^[16]。因此,保荐券商有极强的动机去协助发行人尽可能高地定价,以最大化自身短期收益,而忽视自身声誉和对被保荐企业后市的长期表现。所以,承销商这种“只荐不保”或“重发行、轻后市”的倾向,容易导致发行定价偏离企业内在价值,形成定价泡沫,而发行定价的拔高程度越大,上市企业首日破发的概率越高。

券商跟投制度通过强制券商以自有资金参与配售并锁定持股,使其若推高发行价将直接承担后续破发带来的跟投亏损,从而显著增加了抬高定价的机会成本。所以券商将会有更加审慎的尽职调查与更合理的价值评估,得到一个留有安全边际、能为后续二级市场投资者提供盈利空间的合理价格,而非竭泽而渔的最高价格。这一举措重塑了保荐券商在与发行人协商发行价时的角色定位,由原来的“合谋”转变为“制衡”,券商的核心动力将不再是与发行人一起“能定多高”而是转向“应定多稳”。这从源头上就抑制了发行定价泡沫,降低上市后价格向内在价值回归的压力,显著降低了因估值过高而破发的可能性。基于此,提出假设2(H2):券商跟投制度通过约束发行人抬高定价的行为,从而抑制IPO破发。

1.2.2 投资者情绪的影响机制

依据信号传递理论,信息优势方通过可观测行动向劣势方释放信息,以缓解信息不对称^[17].在 IPO 市场中,券商作为信息优势方,动用自有资金跟投并锁定,因其高成本与风险承担而成为一个可置信的积极信号.投资者据此判断企业质量与估值合理性,形成乐观预期.进一步从行为金融学视角看,投资者情绪在短期内对股票收益具有累积效应,最初会带来显著正收益^[18].积极信号催化的乐观预期通过羊群效应自我强化:早期跟投信号的获利行为被模仿,引发情绪高涨,投资者更倾向于乐观决策、低估风险^[19].最终,高涨的投资者情绪转化为申购热情与上市初期的强劲需求,使 IPO 发行更顺利、新股不易破发^[20].据此,本文提出假设 3 (H3):券商跟投制度通过释放积极信号,致使投资者情绪高涨,从而抑制 IPO 破发.

2 研究设计

2.1 样本选取与数据来源

本文以 2019 年 7 月 22 日至 2025 年 6 月 30 日在科创板上市的公司为研究样本,在剔除 ST 公司后,最终获得 583 家企业.为降低极端值对回归结果的干扰,所有连续变量均在 1%和 99%分位上进行了缩尾处理.数据来源方面:券商跟投数据通过逐家查阅上市公司招股说明书手工整理获得;IPO 企业基本财务与治理数据、行业分类及市场交易数据均来自 CSMAR 与 Choice 金融数据库.在估计方法上,所有回归均基于横截面数据采用异方差稳健标准误.

2.2 变量定义

2.2.1 被解释变量

为了衡量企业在 IPO 中首日上市是否破发以及破发幅度大小,本文选取上市首日破发程度(IPOB1)作为被解释变量指标.鉴于科创板规定上市 5 日不设涨跌幅的限制,为增强结论的全面性和可靠性,于是同时选取上市 5 日破发程度(IPOB5)作为补充.

2.2.2 解释变量

参考杨李娟等^[5]的做法,由于科创板强制实行券商跟投制度,且该制度的核心政策工具即为券商以自有资金参与战略配售的比例,该比例的高低直接体现了制度对券商资本约束与利益绑定的强度,故本文以券商跟投比例(Scfi)作为检验券商跟投制度效应的核心解释变量.

2.2.3 控制变量

借鉴杨李娟等^[4-5]的研究,本文从公司质量与风险、内部治理结构、发行市场条件以及中介机构作用 4 个维度选取可能会影响 IPO 破发的控制变量:资产负债率(Lev)、总资产收益率(Roa)、承销商声誉(Uw)、第一大股东持股比例(Top)、两职合一(Dual)、承销保荐费用率(FR)、中签率(Is)、公司规模(S),并且控制了行业(IND)和年份(Y)固定效应.详细变量设计和说明如附录表 S1 所示.

2.3 模型设定

为检验券商跟投制度能否抑制 IPO 破发,以及券商跟投比例是否降低 IPO 破发幅度.并且 IPO 破发程度这一代理指标为典型的左侧截尾数据,所以将采用 Tobit 模型设置回归模型:

$$IPOB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Scfi_{i,t} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Roa_{i,t-1} + \beta_4 Uw_{i,t-1} + \beta_5 Top_{i,t} + \beta_6 Dual_{i,t} + \beta_7 Fr_{i,t} + \beta_8 Is_{i,t} + \beta_9 S_{i,t-1} + \Sigma IND_{i,t} + \Sigma Y_{i,t} + \epsilon_{i,t}, \tag{1}$$

其中,下标 i 和 t 分别表示行业和年份;被解释变量 IPO 破发程度(IPOB)包括上市首日破发程度(IPOB1)和上市 5 日破发程度(IPOB5);解释变量 Scfi 表示券商跟投比例,控制变量具体符号和说明见表 S1 所示.如果 Scfi 的系数为负,则说明券商跟投制度能够抑制 IPO 破发,并且在破发样本中,跟投比例越高,破发幅度越低.因此,预期系数 β_1 应该显著为负.

3 实证结果与分析

3.1 描述性统计

附录表 S2 报告了主要变量的描述性结果,被解释变量中上市首日破发程度均值为 0.019,最大值均为

0.360,标准差为 0.059,这表明样本期内科创板新股上市首日平均仅出现 1.9%的轻微破发,说明整体定价较为理性,未出现系统性高估.然而最大破发幅度达 36%,表明不同企业间破发程度差异悬殊,部分个股仍面临显著的定价偏差与市场压力.解释变量中券商平均跟投比例为 4.19%,中位数在 4.08%,而规定跟投比例上限为 5%,说明整体券商跟投积极性较高.其他变量的描述性统计结果与研究结论基本一致.

3.2 基准回归结果与分析

表 1 列(1)至(3)展示了首日破发程度的基准回归结果,列(4)至(6)为 5 日破发程度.列(1)、(4)单变量回归中,券商跟投比例的系数分别为-0.112 和-0.097;加入控制变量后,列(2)、(5)系数为-0.154 和-0.133;进一步控制年份与行业固定效应后,列(3)、(6)系数为-0.107 和-0.098,结果均在 1%水平显著为负.结果表明,券商跟投制度能有效降低 IPO 破发,且在已破发的企业中,跟投比例越高,破发幅度越低,假设 H1 得证.

表 1 基准回归结果
Tab. 1 Baseline regression results

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Scfi</i>	-0.112*** (0.017)	-0.154*** (0.026)	-0.107*** (0.023)	-0.097*** (0.014)	-0.133*** (0.020)	-0.098*** (0.018)
<i>Lev</i>		-0.020(0.096)	-0.097(0.087)		-0.010(0.071)	-0.062(0.064)
<i>Roa</i>		-0.199*** (0.074)	-0.259*** (0.067)		-0.138** (0.061)	-0.156*** (0.048)
<i>Uw</i>		-0.006(0.038)	-0.025(0.032)		-0.014(0.028)	-0.025(0.024)
<i>Top</i>		0.130(0.092)	0.150* (0.083)		0.085(0.070)	0.098(0.063)
<i>Dual</i>		0.006(0.034)	0.013(0.030)		0.002(0.025)	0.004(0.022)
<i>FR</i>		0.505(0.805)	0.330(0.738)		0.275(0.605)	0.230(0.556)
<i>Is</i>		-0.277(0.671)	-1.374(1.048)		-0.348(0.495)	-1.522* (0.850)
<i>S</i>		-0.087*** (0.017)	-0.052*** (0.015)		-0.065*** (0.013)	-0.037*** (0.012)
<i>IND</i>	No	No	Yes	No	No	Yes
<i>Y</i>	No	No	Yes	No	No	Yes
<i>N</i>	583	583	583	583	583	583
Pseudo <i>R</i> ²	0.118 3	0.252 5	0.584 8	0.157 0	0.283 6	0.608 3

注:*表示 $p<0.1$,**表示 $p<0.05$,***表示 $p<0.01$,下同.

3.3 稳健性检验

3.3.1 倾向得分匹配法

为缓解券商跟投的自选择偏误,本文采用倾向得分匹配法(PSM)进行检验.以券商跟投比例(*Scfi*)的中位数为界,将样本分为处理组 and 对照组.选取资产负债率(*Lev*)、总资产收益率(*Roa*)、承销商声誉(*Uw*)、第一大股东持股比例(*Top*)、两职合一(*Dual*)、承销保荐费用率(*FR*)和中签率(*Is*)作为协变量,采用 1:1 最近邻匹配.平衡性检验显示匹配后两组无显著差异,样本具有代表性.基于匹配样本的回归与基准回归一致,表明券商跟投制度能有效抑制 IPO 破发.

3.3.2 Heckman 两阶段法

为进一步缓解内生性问题,本文采用 Heckman 两阶段法.第一阶段,构建券商跟投比例的虚拟变量(*D_Scfi*),以组间中位数为界赋值为 1 或 0;选取同行业同年度剔除本公司后的券商跟投比例均值(*Scfiadj*)作为工具变量,将其与模型(1)所有控制变量纳入 Probit 回归,估计出逆米尔斯比率(IMR).第二阶段,在模型(1)中加入 IMR 进行回归.结果得出 IMR 系数显著,表明存在样本选择问题;核心解释变量 *Scfi* 的系数仍显著为负,说明在控制样本选择偏误后,研究结论依然稳健.

3.3.3 替换被解释变量

为从定性角度验证基准回归的稳健性,本文将是否首日破发(*D_IPOB1*)作为被解释变量,构建 Logit 模型进行分析.回归结果显示券商跟投比例与 IPO 首日破发仍呈显著负相关.这表明,无论从定量还是定性角

度,券商跟投制度抑制 IPO 破发的结论均稳健成立.

3.3.4 采用行业年份交叉固定效应

为了控制“行业一年份”的不同特征对结论可能产生的影响,强化行业和年份层面的控制力度,本文加入“行业一年份”交叉固定效应,重新对模型(1)进行回归.在控制“行业一年份”交叉固定效应后,券商跟投制度对 IPO 破发的抑制作用影响依然显著,结论依旧稳健.

3.3.5 样本调整

本研究在样本期间内剔除了两类因宏观冲击导致市场整体异动的特殊时期.第 1 段时期为 2020 年第 1 季度疫情暴发初期,全球金融市场流动性骤降,导致 IPO 破发率出现异常波动;第 2 段时期为 2022 年第 2 至第 4 季度美联储激进加息周期,该阶段 A 股市场面临显著资本外流与系统性风险,引发破发率非正常攀升.最终发现在剔除特殊时期后,券商跟投依然对 IPO 破发成负相关关系,本文结论依旧稳健.

4 异质性分析

4.1 被分析师关注度

分析师作为信息中介,有助于降低信息不对称、提高股价信息含量.分析师关注度高的公司,信息透明,券商跟投的边际认证价值有限;而分析师关注度低的公司信息缺口较大,估值不确定性高,券商跟投所传递的积极信号更能弥补信息不足^[21].因此,按照以分析师关注度的中位数为基准分为高关注度组和低关注度组,并进行分组回归.预期跟投制度抑制 IPO 破发的效果在低分析师关注度组中更为显著.表 2 第(1)、(2)列回归结果显示,两组样本中券商跟投均显著为负,但组间系数差异较大,且在分析师关注度较低时抑制作用更强,结论与预期一致.

4.2 被研报关注度

进一步地,本文采用机构发布的研究报告数量衡量研报关注度.研报代表深度、系统性研究,关注度高意味着股价已充分反映基本面信息;而研报覆盖少的公司缺乏权威分析,投资者认知模糊,那么券商跟投的信号作用可能会更强.因此,按照以研报覆盖度的中位数为基准分为高覆盖组和低覆盖组,并进行分组回归.预期跟投抑制破发的效果在研报覆盖度低的样本中更显著.表 2 第(3)、(4)列显示,低覆盖度组的系数大于高覆盖度组,表明券商跟投的破发抑制效应在研报覆盖较少时更为明显,结论与预期一致.

4.3 首发承销商数量

本研究进一步检验了首发承销商数量在券商跟投影响 IPO 破发过程中的调节作用.表 2 第(5)列显示,券商跟投比例与承销商数量(Num)的交互项系数显著为正,说明承销商数量的增加会显著削弱跟投制度对破发的抑制效应.其原因在于:承销商较少时,券商跟投传递出集中、明确的认证信号,利益绑定机制能有效约束定价泡沫、增强市场信心;而随着承销机构增多,单个券商的跟投责任与信号作用被分散稀释,认证效应和监督动机减弱,从而降低了跟投制度对破发的治理效能.

表 2 异质性分析
Tab. 2 Heterogeneity analysis

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
<i>Scfi</i>	−0.162*** (0.028)	−0.068* (0.038)	−0.163*** (0.030)	−0.087** (0.039)	−0.121*** (0.025)
<i>Scfi X Num</i>					0.016** (0.008)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>IND</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Y</i>	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>N</i>	308	275	293	290	583
Pseudo <i>R</i> ²	0.732 3	0.653 1	0.708 7	0.671 9	0.597 3

5 机制检验

5.1 约束发行价的中介效应

根据前文的理论分析,券商跟投通过约束发行人抬高发行价,降低发行价泡沫,降低 IPO 破发.发行价格是连接券商跟投行为与 IPO 破发结果的核心传导节点.理论上,如果跟投制度能有效约束发行定价,则应直接体现在发行价格的合理性程度上.较高的发行价格往往伴随估值泡沫,上市后易因价值回归而破发,而审慎的定价则为后市留出空间.因此,将发行价格作为机制变量,本文使用发行价格的对数($\ln P$)来进一步衡量券商跟投行为能否约束发行人抬高定价的行为.同时参考江艇^[22]的研究方法进行机制检验.表 3 列(1)报告了券商跟投($Scfi$)对发行价格对数($\ln P$)作为机制变量的回归结果.结果显示, $Scfi$ 在 1%水平下显著为负,说明券商跟投制度有效降低了发行泡沫,从而抑制企业 IPO 破发.假设 H2 得到验证.

5.2 提振投资者情绪的中介效应

在理论分析下,券商跟投行为释放了积极的信号,致使投资者情绪高涨,从而有效抑制 IPO 破发.换手率能够直接反映新股在二级市场的交易活跃度与投资者关注度.首日换手率是投资者情绪的直观表征.首日换手率较高通常表明市场分歧大、投机性需求旺盛或情绪驱动交易活跃.因此,本文采用上市首日换手率(Tr)来作为投资者情绪的代理变量.表 3 列(2)报告了券商跟投($Scfi$)对上市首日换手率(Tr)作为机制变量的回归结果.结果显示, $Scfi$ 在 1%水平下显著为正,说明券商跟投制度通过有效提升了投资者情绪,抑制了 IPO 破发.假设 H3 得到验证.

表 3 机制检验
Tab. 3 Mechanism test

变量	(1)	(2)
$Scfi$	$-0.582^{***}(0.047)$	$0.049^{***}(0.006)$
控制变量	Yes	Yes
IND	Yes	Yes
Y	Yes	Yes
N	583	583
R^2	0.563	0.330

6 结论和启示

6.1 结论

本研究以 2019 年 7 月 22 日至 2025 年 6 月 30 日科创板所有上市公司为对象,考察券商跟投制度对 IPO 破发的抑制效应.结果表明:券商跟投能有效抑制 IPO 破发,并且在已破发企业中,跟投比例越高,破发幅度越低.异质性分析显示,该抑制效应在被分析师关注度低、被研报关注度低及承销商数量较少的环境中更为显著.机制检验表明,券商跟投制度通过降低发行定价泡沫和向市场传递积极信号,提振投资者与市场信心,两方面来抑制科创板企业 IPO 破发.所以,券商跟投不仅是一种风险共担安排,更是兼具信息认证与市场稳定的双重功能,是注册制下优化跟投制度、强化中介责任、提升定价效率的有效市场化治理工具.

6.2 启示

第一,针对不同信息环境的企业实施差异化跟投安排.建议监管机构构建企业信息透明度评估体系,对评分较低的企业强制保荐机构适用更高跟投比例,并延长跟投股份锁定期,同时设置与后续信息披露质量挂钩的阶梯式解禁机制,以激励保荐机构持续履行督导职责.

第二,针对未盈利企业,要求量化披露非财务指标的评估过程.应将跟投制度与定价责任更紧密结合,要求券商在招股书中独立披露跟投定价模型及参数选择依据.同时,建立跟投比例与承销佣金挂钩的浮动机制,对定价合理、上市后表现稳定的项目允许佣金上浮,反之则下调,从而形成激励相容的约束机制.

第三,增强跟投信号传递的有效性,建立信息披露与市场沟通的标准化框架.推动跟投信息的结构化、阐

释式披露,要求券商阐述企业核心价值与风险判断的逻辑链条,建立统一的跟投信息集中披露平台,动态公示各项目的比例、锁定安排及减持情况,在上市路演中设置保荐代表人专项问答环节,重点解读跟投所蕴含的价值判断与风险考量。

附录见电子版(DOI:10.16366/j.cnki.1000-2367.2025.12.25.0001)。

参 考 文 献

[1] 东北证券-复旦大学课题组,董晨,张宗新.注册制新股发行市场化改革成效及其优化研究[J].证券市场导报,2022(2):2-13.

[2] 王禹,薛爽,赵晓阳.科创板 IPO 审核问询回复函信息质量与股价波动[J].会计研究,2025(1):120-134.
Wang Y,Xue S,Zhao X Y.Comment letters' responses and stock price volatility in the STAR market[J].Accounting Research,2025(1):120-134.

[3] 广发证券课题组,李风华,葛凌.注册制下券商定价责任与能力研究[J].证券市场导报,2020(1):11-21.

[4] 杨李娟,熊凌云.券商跟投增强了资本市场价值发现功能吗:来自科创板的证据[J].金融经济研究,2025,40(3):89-104.
Yang L J,Xiong L Y.Does broker co-investment strengthen the value discovery function of the capital Market Evidence from the STAR market[J].Finance Economics Research,2025,40(3):89-104.

[5] 杨李娟,蒋尧明,熊凌云.科创板券商跟投能降低 IPO 询价意见分歧吗 [J].现代财经(天津财经大学学报),2023,43(4):64-80.
Yang L J,Jiang Y M,Xiong L Y.Can broker co-investment reduce the divergence of bids on IPO in the STAR market [J].Modern Finance and Economics (Journal of Tianjin University of Finance and Economics),2023,43(4):64-80.

[6] 徐浩然,吉富星,倪晨旭.科创板券商跟投与 IPO 企业盈余管理[J].上海金融,2022(10):2-19.
Xu H R,Ji F X,Ni C X.Science and technology innovation board Securities Companies Follow Investment and Earnings Management of IPO Enterprises[J].Shanghai Finance,2022(10):2-19.

[7] 曹奥臣,张铁刚.券商跟投意愿、询价制调整与 IPO 定价偏误:来自中国科创板市场的经验证据[J].中央财经大学学报,2022(12):27-43.
Cao A C,Zhang T G.Securities traders' willingness to follow-up investment,book-building adjustment and IPO pricing errors:empirical evidences from STAR market[J].Journal of Central University of Finance & Economics,2022(12):27-43.

[8] 陆宇建,李美玲.询价制下承销商利益最大化行为与 IPO 上市首日破发[J].山西财经大学学报,2015,37(5):39-49.
Lu Y J,Li M L.A study of the effect of the underwriters' interest maximizing behavior on IPO overpricing under book-building system[J].Journal of Shanxi Finance and Economics University,2015,37(5):39-49.

[9] 王澍雨,杨洋.中国创业板 IPO 定价效率研究:基于 IPO 破发的视角[J].宏观经济研究,2017(7):95-103.
Wang S Y,Yang Y.Research on IPO pricing efficiency of China growth enterprise market:based on the perspective of IPO breaking[J].Macroeconomics,2017(7):95-103.

[10] 谢汉昌,何瑞卿.IPO 破发对上市公司市场表现影响的实证研究[J].商业研究,2014(5):40-50.
Xie H C,He R Q.An empirical study on IPO overpricing affecting market performance of listed companies[J].Commercial Research,2014(5):40-50.

[11] 何熙琼,顾湘,刘昊.注册制背景下风险信息披露对新股破发的影响研究[J].南开管理评论,2023,26(3):86-98.
He X Q,Gu X,Liu H.Research on the impact of risk information disclosure on IPO overpricing under the registration-based sys-tem[J].Nankai Business Review,2023,26(3):86-98.

[12] 朱盈盈,曾勇,李平,等.中资银行引进境外战略投资者:背景、争论及评述[J].管理世界,2008,24(1):22-37.
Zhu Y Y,Zeng Y,Li P,et al.Introduction of foreign strategic investors by Chinese banks;background,debate and comment[J].Management World,2008,24(1):22-37.

[13] 朱宏泉,卢玮青,谢忠华.战略投资者跟投有助于价值发现吗?:基于创业板 IPO 的分析[J].投资研究,2025,44(4):74-94.
Zhu H Q,Lu W Q,Xie Z H.Would strategic investors' backing contribute to value discovery?:evidence from IPOs in Shenzhen growth enterprise market[J].Review of Investment Studies,2025,44(4):74-94.

[14] 姜麟,步丹璐.创新落地视角下的 IPO 破发研究:兼论研发投入效率的信息价值[J].会计与经济研究,2025,39(1):25-43.
Jiang L,Bu D L.The broken IPO from an innovation implementation perspective:evidence on the informational role of R & D investment efficiency[J].Accounting and Economics Research,2025,39(1):25-43.

[15] 宋顺林.平衡的艺术:承销商高定价行为的理论解释和实证检验[J].中国会计评论,2019(2):263-288.
Song S L.Balanced art:the theoretical explanation and empirical test of high pricing behavior of underwriter[J].China Accounting Re-view,2019(2):263-288.

[16] 陈运森,宋顺林.美名胜过大财:承销商声誉受损冲击的经济后果[J].经济学(季刊),2018,17(1):431-448.
Chen Y S,Song S L.A good name is more desirable than great riches:the consequence of penalty shock on underwriter reputation[J].Chi-na Economic Quarterly,2018,17(1):431-448.

[17] Spence M.Job market signaling[J].The Quarterly Journal of Economics,1973,87(3):355.

[18] 胡昌生,夏郭效.投资者情绪累积效应与股票价格波动[J].统计与决策,2023,39(5):152-157.
Hu C S,Xia G X.Cumulative effect of investors' emotion and stock price fluctuation[J].Statistics & Decision,2023,39(5):152-157.

[19] 奚玉芹,韩立岩,张晓晖,等.乐观与悲观:投资者情绪的跨市传染[J].管理科学,2024,37(6):147-159.
Xi Y Q,Han L Y,Zhang X H,et al.Optimism and pessimism:cross-market contagion of investor sentiment[J].Journal of Management Science,2024,37(6):147-159.

[20] Rajan R,Servaes H.Analyst following of initial public offerings[J].The Journal of Finance,1997,52(2):507.

[21] Bushman R M,Piotroski J D,Smith A J.What determines corporate transparency [J].Journal of Accounting Research,2004,42(2):207-252.

[22] 江艇.因果推断经验研究中的中介效应与调节效应[J].中国工业经济,2022(5):100-120.
Jiang T.Mediating effects and moderating effects in causal inference[J].China Industrial Economics,2022(5):100-120.

Research on the inhibitory effect of the sponsor shareholding system on IPO underpricing

Sun Huiwen, Fan Kaitan

(Business School, Henan Normal University, Xinxiang 453007, China)

Abstract: This study empirically examines the inhibitory effect of the sponsor shareholding system under the registration-based IPO system on the frequent IPO underpricing of companies listed on the STAR Market from July 22, 2019, to June 30, 2025. The findings reveal that the sponsor shareholding system effectively mitigates IPO underpricing. Moreover, among firms that experience underpricing, a higher sponsor shareholding ratio is associated with a smaller degree of underpricing. Heterogeneity analysis indicates that this effect is more pronounced among firms with lower analyst coverage, less research report coverage, and fewer underwriters. Mechanism analysis shows that the sponsor shareholding system curbs IPO underpricing by facilitating a reasonable downward adjustment of offering prices and boosting investor sentiment. This study provides empirical evidence supporting the effectiveness of the sponsor shareholding system and enriches the literature on IPO underpricing.

Keywords: broker underwriting and investment mechanism; IPO underpricing; Sci-Tech innovation board; registration-based system

[责任编辑 陈留院 杨浦]

附 录

表 S1 变量定义

Tab. S1 Variable definition

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	首日破发程度	<i>IPOB1</i>	未破发取值为 0,破发取值(发行价-收盘价)/发行价
	5 日破发程度	<i>IPOB5</i>	
自变量	券商跟投比例	<i>Scfi</i>	保荐券商作为战略配售投资者最终跟投比例并乘以 100
控制变量	资产负债率	<i>Lev</i>	上市前一年公司的总负债与总资产的比值
	总资产收益率	<i>Roa</i>	上市前一年税后净利润与总资产的比值
	承销商声誉	<i>Uw</i>	上市前一年承销商资产规模排名是否前十,是取值为 1,否则为 0
	第一大股东持股比例	<i>Top</i>	根据招股说明书所披露的第一大股东持股比例
	两职合一	<i>Dual</i>	虚拟变量,如果董事长和总经理为同一个人则为 1,否则为 0
	承销保荐费用率	<i>FR</i>	发行费与实际募集资金总额的比值
	中签率	<i>Is</i>	网上申购中签率
	公司规模	<i>S</i>	上市前一年公司期末总资产取自然对数
	行业	<i>IND</i>	按照证监会(2012 年修订)行业分类设置虚拟变量
	年份	<i>Y</i>	$n-1$ 个年份虚拟变量

表 S2 描述性统计结果

Tab. S2 Descriptive statistics

变量名称	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>IPOB1</i>	583	0.019 0	0.059 0	0	0.360	0
<i>Scfi</i>	583	4.190	0.894	2	7.030	4.080
<i>Lev</i>	583	0.358	0.187	0.028 0	0.974	0.335
<i>Roa</i>	583	0.111	0.180	-1.235	1.030	0.112
<i>Uw</i>	583	0.669	0.471	0	1	1
<i>Top</i>	583	0.374	0.172	0.064 0	1	0.340
<i>Dual</i>	583	0.559	0.497	0	1	1
<i>FR</i>	583	0.072 0	0.025 0	0.009 00	0.210	0.072 0
<i>Is</i>	583	0.040 0	0.022 0	0.024 0	0.303	0.037 0
<i>S</i>	583	20.21	1.106	17.28	25.08	20.09