

doi: 10.19920/j.cnki.jmsc.2026.03.010

# 注册制下询价机构报价一致性研究：社会互动的视角<sup>①</sup>

李 杰<sup>1</sup>，张永杰<sup>2,3</sup>

(1. 南京审计大学金融学院, 南京 211815; 2. 天津大学管理与经济学部, 天津 300072;  
3. 天津大学复杂管理系统实验室, 天津 300072)

**摘要:** 2019 年科创板试点注册制以来, 中国股票市场 IPO 过程中询价机构报价一致性问题突出. 对此, 本文从社会互动的视角, 对询价机构报价一致性的形成机理进行理论分析和实证检验. 研究表明, 社会互动强度对询价机构报价一致性有显著的正向影响. 进一步, 本文拆分不同社会关系类别, 发现弱关系是影响报价一致性的重要连结. 从经济后果来看, 询价机构的社会互动引发一致报价提高了 IPO 抑价率, 降低了询价阶段报价的信息含量. 从治理机制来看, 行政介入能有效缓解社会互动对一致报价的影响, 询价新规亦在一定程度上降低了报价一致性, 但未能完全消除社会互动带来的影响. 总之, 本文的研究在一定程度上打开了注册制下上市公司 IPO 定价的黑箱, 为监管部门完善新股发行定价机制提供了决策参考.

**关键词:** 社会互动; 一致报价; 询价机构

**中图分类号:** F832      **文献标识码:** A      **文章编号:** 1007-9807(2026)03-0144-16

## 0 引 言

询价机构的激烈竞争和不完全理性使得新股发行定价成为困扰资本市场发展的一大难题<sup>[1]</sup>. 2019 年开始中国相继在科创板和创业板试点注册制, 试图从根源上指引机构投资者回归理性. 注册制改革意味着市场化的询价制度正式启动, 这一举措将打破核准制下的定价限制, 以期促进上市公司的合理定价和资本市场的价值发现<sup>[2]</sup>.

上市公司准确的价值发现需要建立在询价机构积极独立的报价基础之上. 然而, 从 2020 年开始 A 股市场频繁出现参与询价的机构投资者报价高度一致的现象, 引发市场各方对机构投资者在询价过程中是否存在协同“抱团压价”的强烈质疑. 例如, 上纬新材(股票代码: 688585)在科创板上市时, 有 399 家机构报出相同价格 2.49 元,

占比 96.14%, 最终压线通过上市标准; 惠云钛业(股票代码: 300891)的有效报价也集中在 3.64 元至 3.66 元之间, 占比 74%. 两家公司首日涨幅均超过 500%<sup>②</sup>. 显然, 公司价值并没有在定价过程中被合理估计, 使得大量财富从发行人流向获得配售资格的机构投资者, 造成资源错配. 作为 IPO 定价的核心环节, 一致性报价缘何产生? 其经济后果为何? 行政干预及询价新规实施能否缓解? 本文将对以上问题进行探究.

从理论上分析, 个体行为是嵌入在社会网络中的, 围绕在个体周围的各种社会关系使得个体决策时往往不是独立做出理性选择, 而是参考网络中其他人的观点调整自身决策. 对于机构投资者而言, 团体之间的观察与互动比个体更加频繁. 在业绩考核和排名压力下, 他们更易通过社会关

① 收稿日期: 2024-04-17; 修订日期: 2025-09-07.

基金项目: 国家自然科学基金资助青年项目(72201132); 国家自然科学基金资助项目(72342022; 72141304).

作者简介: 李 杰(1989—), 山东莱阳人, 男, 博士, 副教授. Email: lijie@nau.edu.cn

② 此外, 蓝特光学、科前生物、芯海科技、天臣医疗、龙利得和铜牛信息等公司也被曝出在新股发行过程存在一致报价的行为. 详见: <https://finance.sina.cn/2020-09-26/detail-iivhuipp6590485.d.html?from=wap>.

系获取信息,进而趋同报价.基于此,本文构建机构投资者需求模型,探讨社会互动对一致报价的影响,并利用注册制下科创板与创业板的样本数据进行实证分析.研究发现:1)社会互动强度显著提高报价一致性,该结果在控制内生性后依然稳健;2)不同关系类型中,共同活动关系作用最强,符合“弱关系优势”理论;3)社会互动引发的一致报价提高了发行抑价率、降低了报价信息含量,加剧了财富转移与资源错配;4)行政介入机制有效抑制了社会互动对询价机构一致报价的影响;5)询价新规的实施降低了询价机构报价的一致性,但未能完全消除.

本文的主要贡献如下:首先,本文首次结合网络拓扑指标,对机构投资者的一致报价现象进行量化研究,揭示了社会互动对IPO报价的动态影响,在一定程度上打开了注册制下上市公司IPO定价的黑箱;其次,本文采用理论分析和实证研究相结合的研究方法,系统探究了社会互动对询价机构一致报价决策的影响机理、经济后果和治理机制,促进了对社会关系在中国资本市场中发挥实际影响的理解;最后,本文在度量社会互动强度时考虑了机构投资者之间的多重社会关系,更贴近现实中的网络特征,相较以往单一维度的研究更具解释力.

## 1 制度背景与文献综述

### 1.1 询价制度的实施与改革

从2005年开始,我国IPO的定价机制由限定市盈率转变为询价发行,发行价格由机构投资者

的报价决定.同时规定,承销商没有新股配售权,机构投资者按照比例配售或者摇号配售.由于超高的IPO首日投资回报现象突出,大量资金参与“炒新”,极大影响二级市场的稳定.对此证监会于2009年6月进行第一阶段询价改革,区分网上网下申购对象并设定申购上限,试图缓解高抑价现象.2010年10月证监会实施第二阶段改革,允许承销商推荐机构投资者参与网下询价,并要求报价公开披露,抑价问题有所缓解,但随之出现IPO“三高”问题.2012年4月改革进入第三阶段,允许承销商推荐个人参与网下询价,提出不超过行业平均市盈率25%的定价约束.由于发行价格依然较高且破发现象严重,2014年5月,证监会再次实施询价改革,规定询价天花板不高于23倍市盈率,重新回到定价管制模式<sup>[3]</sup>.

2019年科创板和创业板试点注册制,彻底打破23倍市盈率限制,实行市场化定价.询价机构根据公司价值作出实质性判断,进而决定新股发行价格.然而,从2020年开始市场频现低发行价、低市盈率、低募资额的“三低”新股,引发对“抱团压价”的质疑.2020年监管部门对19家报价一致性较高的机构开展自查并采取自律措施.值得注意的是,高价剔除制度是导致机构投资者一致报价的另外重要原因.高价剔除制度使得过高报价易被淘汰,从而诱导机构报出趋同价格.为改善这一问题,2021年9月18日询价新规实施,将高价剔除比例从“不低于10%”调整为“1%~3%”,从制度层面降低机构报价过度集中的现象.图1展示了询价制度实施与改革的重要时间节点.

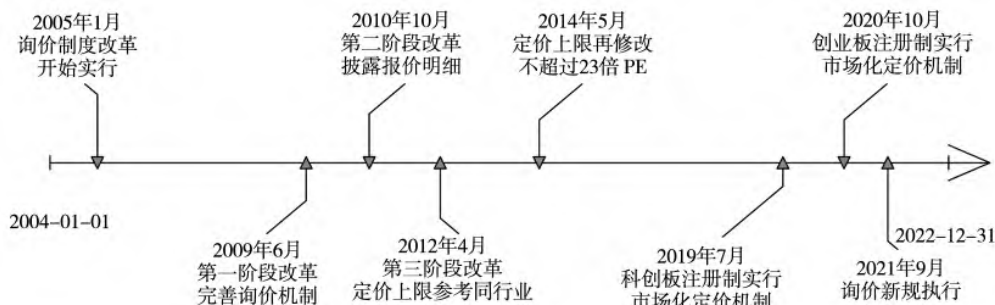


图1 询价制度的实施与改革

Fig. 1 Implementation and reform of the inquiry system

### 1.2 社会互动的研究

学术研究中通常将信息划分为公开信息和私

有信息,其中公开信息是指投资者能通过公开渠道获得的信息;而私有信息是指仅有特定市场成

员拥有的信息,既包括投资者对未来现金流的预测,也包括源于社会关系网络的非公开信息。

现有研究表明,投资者在不同社会关系下存在信息交互,并对投资行为与市场结果产生影响。一是地理关系. Hong 等<sup>[4]</sup>发现基金经理交易决策受同城经理影响, Baik 等<sup>[5]</sup>、Pool 等<sup>[6]</sup>亦证实地理临近导致持股与交易趋同。二是校友关系. Shue<sup>[7]</sup>指出相同教育经历促使投资者决策相似. 国内学者也发现校友关系影响市场分割、业绩预测与承销效果等<sup>[8-10]</sup>。三是共同持股关系. Crane 等<sup>[11]</sup>、陈胜蓝和李璟<sup>[12]</sup>基于重仓股构建信息网络,探究了基金之间的信息交互对公司治理以及投资绩效的影响。四是其他关系. 研究显示,过往工作经历、社会活动及社交媒体互动亦显著影响投资者行为与市场价格<sup>[13-15]</sup>。

总之,以上研究证实了具有不同社会关系的投资者之间存在信息互动,并对投资者决策、市场参与及公司行为产生实质性影响。

### 1.3 询价制下机构投资者报价策略研究

国外研究主要聚焦承销商的新股配售权. Chemmanur 等<sup>[16]</sup>和 Bajo 等<sup>[17]</sup>指出,承销商通过分配配售权激励机构真实报价. 但研究亦发现承销商可能利用配售权向利益相关者输送利益,从而影响 IPO 定价与投资者关系<sup>[18, 19]</sup>。

中国市场中承销商缺乏配售权,机构投资者的配售额度主要通过比例配售或摇号确定,报价策略因此不同. 2010 年第二阶段改革后,报价信息公开为研究提供了条件. 国内学者发现,改革前机构存在合谋压价行为,导致 IPO 长期弱势<sup>[20-22]</sup>;而改革后竞争加剧,出现“三高”问题<sup>[23]</sup>。在“三高”的市场环境下,询价机构为了提高收益,也存在合谋报价的动机<sup>[24]</sup>。部分研究还揭示,机构与承销商的社会关系会显著影响其报价<sup>[25]</sup>。注册制改革进一步打破定价管制,程小可等<sup>[26]</sup>发现注册制下机构存在系统性合谋行为。

总之,由于制度背景的差异以及注册制实行时间较短等原因,目前国内外学术界对中国市场机构投资者在注册制下的报价行为的关注度较低,仅程小可等<sup>[26]</sup>对注册制下的合谋行为进行初步探索,尚未考虑询价机构社会互动对其报价行为的影响。

## 2 理论分析与假设提出

本文构建询价机构的“价格  $p$  - 数量  $q$ ”需求模型,探讨社会互动对报价策略的影响. 在注册制下,新股发行价格不再受监管指导,而由发行人和承销商根据机构投资者报价综合决定. 结合本文研究问题和制度特征,作如下基本假设:

**假设 1** 股票数量归一化为 1,机构投资者配售比例为  $m$ ,  $m \in (0, 1)$ ,网上投资者配售比例为  $1 - m$ 。

**假设 2** 股票发行成功的条件,要求机构投资者在网下申购总量  $q$  大于等于其网下配售数量,即  $q \geq m$ 。

**假设 3** 股票的真实价值  $v \sim N(\bar{v}, h^{-1})$ ,其中  $\bar{v}$  表示股票平均价值,  $h^{-1}$  表示股票价值方差,  $h$  表示精度。

**假设 4** 机构投资者对价值分布具有共同的知识,且不受财富约束。

### 2.1 模型构建

每个机构投资者根据个人信念、知识和已知信息,形成对公司股票价值带有噪声的私有信息  $s$ .  $s$  的来源有两部分组成,一部分是形成股票真实价值  $v$  的信息,另一部分是噪声  $\varepsilon$ ,即  $s = v + \varepsilon$ ,其中  $\varepsilon \sim N(0, n^{-1})$ ,其中  $n^{-1}$  表示噪声的方差,同样,  $n$  表示噪声精度. 假定  $v$  和  $\varepsilon$  为相互独立随机变量,可推知  $s \sim N(\bar{v}, h^{-1} + n^{-1})$ 。在独立报价的情形下,机构投资者会根据个人拥有的私有信息  $s$  推断股票真实价值  $v$ ,由投影定理,股票真实价值的均值和方差分别为

$$E(v | s) = v + h^{-1} \frac{s - v}{h^{-1} + n^{-1}} = \frac{hv + ns}{h + n} \quad (1)$$

$$\text{Var}(v | s) = h^{-1} - h^{-1} \frac{h^{-1}}{h^{-1} + n^{-1}} = \frac{1}{h + n} \quad (2)$$

由式(2)可知,机构投资者在更新信念后,股票真实价值的方差变小(原来为  $\frac{1}{h}$  此时为  $\frac{1}{h + n}$ ),这说明私有信息提高了机构投资者对股票真实价值判断的准确度. 机构投资者根据对股票真实价值的估计,给出“价格  $p$  - 数量  $q$ ”的报价策略,相应的需求函数为  $q = f(p)$ ,此时机构投资者的利润为  $w = (v - p)q$ 。

约定机构投资者的效用函数为  $U(w) = -e^{-\lambda w}$ ,

其中  $\lambda$  为风险厌恶系数. 则机构投资者期望效用函数为

$$\begin{aligned} E[U(w)] &= E(-e^{-\lambda w} | s) \\ &= \int_{-\infty}^{+\infty} -\exp(-\lambda w) \times \frac{1}{\sqrt{2\pi Var(w|s)}} \times \\ &\quad \exp\left\{-\frac{[x - E(w|s)]^2}{2Var(w|s)}\right\} dx \\ &= -\exp\left\{-\lambda\left[E(w|s) - \frac{\lambda}{2}Var(w|s)\right]\right\} \quad (3) \end{aligned}$$

令  $g(p) = E(w|s) - \frac{\lambda}{2}Var(w|s)$ , 因此, 为使机构投资者期望效用最大化, 即使得  $g(p)$  最大化, 对  $g(p)$  进行化简得

$$\begin{aligned} g(p) &= E[(v-p)q | s] - \frac{\lambda}{2}Var[(v-p)q | s] \\ &= q\left(\frac{hv + ns}{h + n} - p\right) - \frac{\lambda}{2}q^2 \frac{1}{h + n} \quad (4) \end{aligned}$$

使  $g(p)$  最大化的一阶条件为  $g'(p) = 0$ , 化简得

$$g'(p) = q\left(\frac{hv + ns}{h + n} - p - \frac{\lambda q}{h + n}\right) - q = 0 \quad (5)$$

为使公式简洁, 令  $a = \frac{hv + ns}{h + n}$ ,  $b = \frac{1}{h + n}$ ,

式(5)变为

$$q(a - p - \lambda bq) - q = 0 \quad (6)$$

求解该式可得机构投资者需求函数为

$$p = a - \lambda bq + \frac{C}{q} \quad (7)$$

其中  $p$  为单个机构投资者的申报价格,  $q$  为单个机构投资者的申报数量,  $C$  为常数.

## 2.2 社会互动对报价策略的影响分析

本文已构建询价机构“价格  $p$  - 数量  $q$ ”的需求模型, 接下来分析社会互动对其报价策略的作用. 为简化讨论, 仅考虑无社会互动和完全社会互动两种情形, 假设参与报价机构数目为  $N(N \geq 2)$ .

### 1) 无社会互动情形

当机构投资者独立报价时, 可视为  $N$  个主体处于竞争状态, 各自根据需求函数形成“价格  $p$  - 数量  $q$ ”的报价区间  $[p_1, p_2]$ . 其中  $p_1$  和  $p_2$  分别为最低报价和最高报价. 为保证发行成功, 需求总量需满足  $Nq_i \geq m$ . 由于价格是需求的减函数, 发行方为了追求利益最大化, 单个机构需求量为  $q_i = m/N$ , 此时得到发行价格

$$p_{noin} = a - \frac{\lambda bm}{N} + \frac{CN}{m} \quad (8)$$

### 2) 完全社会互动情形

当机构投资者存在完全社会互动时, 他们可通过信息共享和协同达成统一报价, 以实现整体利益最大化. 在这种情形下, 机构投资者的报价可被看作是整体行为的集中表现, 为了保证股票能够顺利发行, 统一报价下的需求量需满足  $q \geq m$ . 由于价格是需求的减函数, 发行方为了追求利益最大化, 确定的需求量为  $q = m$ , 此时发行价格为

$$p_{in} = a - \lambda bm + \frac{C}{m} \quad (9)$$

由此可见, 无社会互动下, 机构独立决策形成区间报价; 而完全社会互动下, 机构在寡占理论逻辑下倾向合谋, 产生统一报价. 社会互动为合谋创造条件, 而一致报价则是合谋的外在表现形式. 据此, 提出如下假设:

**H1** 社会互动程度越高时, 询价机构形成一致报价的可能性越大.

进一步, 由式(8)和式(9)分析可得  $p_{in} < p_{noin}$ , 即完全社会互动情形下的定价更低, 从而更可能导致 IPO 抑价. 据此, 提出如下假设:

**H2** 社会互动引发一致报价, 将使 IPO 抑价率高于无社会互动情形.

## 3 数据与方法

### 3.1 样本选择与数据来源

本文关注的是注册制下询价机构报价一致性问题, 因此研究样本设定为 2019 年 7 月 22 日 ~ 2022 年 12 月 31 日在科创板上市的公司, 以及 2020 年 8 月 24 日 ~ 2022 年 12 月 31 日在创业板上市的公司. 机构投资者的详细报价数据来源于上市公司披露的《首次公开发行股票并在科创板(创业板)上市发行公告》. 机构投资者的社会关系数据来源于中国研究数据服务平台(CNRDS)数据库, 公司股票收益和财务指标等数据来源于中国经济金融研究数据库(CSMAR).

本文对样本进行如下处理: 1) 删除缺失社会关系数据的机构投资者; 2) 将同一母公司的子公司视为同一机构; 3) 对连续变量在 1% 和 99% 水平进行截尾. 询价机构之间的社会互动分为三类:

①校友关系,即基金经理毕业于同一学校;②同事关系,即基金经理曾在同一基金公司任职;③共同活动关系,即基金经理在同一时间共同参与上市公司的调研活动。

### 3.2 研究模型与变量定义

采用对偶分析模型和网络分析模型,分别从个体和全局视角检验社会互动对报价一致性的影响。

#### 1) 对偶分析模型

对偶分析模型是对同一家 IPO 公司进行报价的机构投资者进行两两配对,模型设定如下

$$PriceDiff_{ij} = \alpha + \beta_1 Multi_{ij} + \sum_k \beta_k Control_{ij} + \varepsilon_{ij} \quad (10)$$

其中  $PriceDiff_{ij}$  为配对机构投资者  $i$  和  $j$  的报价之差的绝对值。 $Multi_{ij}$  为多重社会关系强度,按基金经理之间的联系数加总。包括:①强校友关系:两家基金经理在两年内毕业于同一大学;②强同事关系:同一基金经理曾在两家公司交叉任职;③强共同活动关系:两家基金经理在同年同一时段多次共同参与对同一上市公司的调研。满足条件则赋值 1,否则为 0。控制变量参照 Fracassi<sup>[27]</sup>,涵盖机构成立年限、规模、基金数量、基金经理数量及学历等,并加入行业和配对固定效应。

#### 2) 网络分析模型

根据社会关系数据构建投资者网络,节点为机

构投资者,连边为关系强度。本文采用三类网络拓扑指标度量社会互动强度:①节点度 ( $MultiDG$ ),反映了信息来源渠道的丰富度。节点度越大,表明该节点能够接触到更多的信息来源,从而具备更强的收集、分析和处理信息的能力;②中心性 ( $MultiBT$ ),反映了节点在信息传递过程中的关键作用。中心性高的节点往往是信息传递的核心枢纽,能够缩短信息传播的路径,提高信息传递的效率和速度<sup>[28]</sup>;③聚类系数 ( $MultiTR$ ),反映局部网络的紧密程度。聚类系数越大,说明网络中存在更多的紧密联系群体,有助于提高信息传递的可靠性和准确性<sup>[29]</sup>。网络分析模型设定如下

$$QuotCons_i = \alpha + \beta_1 MultiIndex_i + \sum_k \beta_k Control_i + \varepsilon_i \quad (11)$$

其中  $QuotCons_i$  为公司  $i$  的报价一致性指标,分别用报价众数占比 ( $Mode_i$ ) 和报价标准差 ( $Dispersion_i$ ) 来衡量。一致性越高,则  $Mode_i$  越大、 $Dispersion_i$  越小。参照刘志远等<sup>[20]</sup>和程小可等<sup>[26]</sup>,控制变量包括:上市时间、募集资金净额、总资产、每股收益、总资产周转率、净资产收益率、资产负债率、QFII 参与报价占比和市场类别。同时,本文还控制了行业和年份的固定效应。主要变量的计算方法如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

Table 1 Definition of main variables

类别	变量	计算方法
对偶分析变量	$PriceDiff$	报价之差的绝对值
	$Multi$	多重社会关系强度
	$MultiDum$	是否存在社会关系的虚拟变量,存在为 1,否则为 0
	$MultiStrTie$	多重强社会关系强度
	$MultiStrTieDum$	是否存在强社会关系的虚拟变量,存在为 1,否则为 0
	$CoAlumni$	校友关系强度
	$CoWorker$	同事关系强度
	$CoActivity$	共同调研关系强度
	$DiffFA$	配对机构成立时间之差的绝对值
	$AvgFA$	配对机构成立时间的均值
	$DiffNUM$	管理基金数目之差的绝对值
	$AvgNUM$	管理基金数目的均值
	$DiffMN$	基金经理数量之差的绝对值
	$AvgMN$	基金经理数量的均值
	$DiffNV$	管理资金规模之差的绝对值
$AvgEdu$	基金经理平均学历,学士为 1,硕士为 2,博士为 3	

续表 1

Table 1 Continues

类别	变量	计算方法
网络分析变量	<i>Mode</i>	众数报价占比
	<i>Dispersion</i>	报价标准差
	<i>MultiDG</i>	节点度, 参照 Li 等 <sup>[30]</sup> 的求法
	<i>MultiBT</i>	中心性, 参照 Li 等 <sup>[30]</sup> 的求法
	<i>MultiTR</i>	聚类系数, 参照 Li 等 <sup>[30]</sup> 的求法
	<i>FirmAge</i>	上市年限, 成立至上市年数
	<i>Neterc</i>	募集资金净额, 募集资金净额的 自然对数
	<i>TotalAsset</i>	总资产, 总资产的自然对数
	<i>EPS</i>	每股收益, 净利润/发行股数
	<i>Turnover</i>	总资产周转率, 销售收入/总资产
	<i>ROE</i>	净资产收益率, 净利润/净资产
	<i>DARatio</i>	资产负债率, 总负债/总资产
	<i>PerUnder</i>	承销商声誉, 过去 5 年承销商的平均市场份额
	<i>QFII</i>	<i>QFII</i> 报价的虚拟变量, 参与为 1, 不参与为 0
	<i>MktType</i>	市场类别的虚拟变量, 科创板为 1, 创业板为 0

## 4 实证分析

### 4.1 描述性统计

表 2 的 Panel A 报告了对偶分析的主要变量. 配对机构报价差 (*PriceDiff*) 均值为 1.68、标准差为 3.53, 显示较高一致性. 多重关系强度 (*Multi*) 均值为 8.11, 虚拟变量 (*MultiDum*) 均值为 0.82, 说明多数配对机构投资者存在社会关系. 其中共同活动关系占 76%, 校友关系占 20%, 同事关系占 4%. 强社会关系强度 (*MultiStrTie*) 均值为 0.78, 标准差为 0.83, 虚拟变量 (*MultiStrTieDum*) 均值为 0.55, 表明约一半的配对机构投资者存在强社会关系. Panel B 展示了网

络分析的主要变量. 机构投资者众数报价占比均值为 47%, 报价方差均值 3.11, 同样反映出较高一致性. 市场类别变量 (*MktType*) 显示样本中 59% 来自科创板, 41% 来自创业板. 其他控制变量分布合理.

Panel C 比较了基金公司与其他机构的报价分布. 基金公司的众数报价均值为 34.57, 而其他机构投资者的众数报价均值为 34.72, 二者接近. 在众数及其上下 1% 区间内, 基金公司报价集中度为 62%, 其他机构为 60%; 在上下 20% 区间内, 两类机构集中度分别为 95% 和 94%, 差异不大. 总体来看, 基金公司与其他类型机构投资者的报价分布一致, 表明基金公司的报价行为并未产生系统性偏差, 研究样本具有较好的代表性.

表 2 主要变量的描述性统计

Table 2 Descriptive statistics of main variables

Panel A: 对偶分析								
变量	观测值	最小值	25% 分位数	中位数	均值	75% 分位数	最大值	标准差
<i>PriceDiff</i>	7 245 348	0.00	0.00	0.02	1.68	1.54	24.00	3.53
<i>Multi</i>	7 245 348	0.00	1.00	4.00	8.11	11.00	169.00	10.84
<i>MultiDum</i>	7 245 348	0.00	1.00	1.00	0.82	1.00	1.00	0.38
<i>MultiStrTie</i>	7 245 348	0.00	0.00	1.00	0.78	1.00	3.00	0.83
<i>MultiStrTieDum</i>	7 245 348	0.00	0.00	1.00	0.55	1.00	1.00	0.50
<i>CoAlumni</i>	7 245 348	0.00	0.00	1.00	1.62	2.00	16.00	1.71
<i>CoWorker</i>	7 245 348	0.00	0.00	0.00	0.34	0.00	29.00	1.46

续表 2

Table 2 Continues

Panel A: 对偶分析								
变量	观测值	最小值	25%分位数	中位数	均值	75%分位数	最大值	标准差
<i>CoActivity</i>	7 245 348	0.00	0.00	2.00	6.16	8.00	169.00	9.54
<i>DiffFA</i>	7 245 348	0.00	3.00	7.00	8.06	12.00	34.00	5.93
<i>AvgFA</i>	7 245 348	1.00	10.00	13.50	13.57	17.00	34.00	5.04
<i>DiffNUM</i>	7 245 348	0.00	31.00	79.00	129.23	176.00	499.00	134.23
<i>AvgNUM</i>	7 245 348	1.00	45.00	84.50	114.42	157.50	500.00	92.67
<i>DiffMN</i>	7 245 348	0.00	6.00	13.00	20.25	28.00	100.00	19.91
<i>AvgMN</i>	7 245 348	1.00	10.50	17.00	20.83	27.50	91.50	14.12
<i>DiffNV</i>	7 245 348	0.00	23.25	24.44	23.03	25.84	28.42	6.19
<i>AvgEdu</i>	7 245 348	1.25	1.94	2.00	2.00	2.07	2.75	0.12
Panel B: 网络分析								
变量	观测值	最小值	25%分位数	中位数	均值	75%分位数	最大值	方差
<i>Mode</i>	759	0.02	0.11	0.36	0.47	0.93	0.99	0.38
<i>Dispersion</i>	759	0.06	0.60	1.76	3.11	4.02	27.65	3.75
<i>MultiDG</i>	759	18.92	107.76	114.95	112.25	119.38	125.61	10.24
<i>MultiBT</i>	759	1.94	8.10	12.59	11.59	13.98	21.92	3.71
<i>MultiTR</i>	759	0.87	0.91	0.92	0.92	0.94	0.97	0.02
<i>FirmAge</i>	759	4.29	11.79	15.44	15.77	19.27	40.73	5.80
<i>Neterc</i>	759	8.38	10.58	11.18	11.20	11.71	15.33	0.85
<i>TotalAsset</i>	759	18.64	20.16	20.53	20.71	21.04	25.86	0.88
<i>EPS</i>	759	-0.72	0.50	0.84	0.99	1.27	14.03	0.92
<i>Turnover</i>	759	0.00	0.54	0.69	0.77	0.92	5.17	0.41
<i>ROE</i>	759	-0.34	0.13	0.18	0.20	0.25	1.04	0.12
<i>DARatio</i>	759	0.04	0.23	0.36	0.37	0.49	0.87	0.17
<i>PerUnder</i>	759	0.06	1.35	3.19	4.12	6.98	10.30	3.39
<i>PerQFII</i>	759	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.03	0.01
<i>MktType</i>	759	0.00	0.00	1.00	0.59	1.00	1.00	0.49
Panel C: 基金公司与其他类型机构报价的比较								
类别	<i>ModePrc</i>	<i>Mode</i>	<i>Mode ± 1%</i>	<i>Mode ± 5%</i>	<i>Mode ± 10%</i>	<i>Mode ± 20%</i>		
基金	34.57	0.47	0.62	0.77	0.87	0.95		
其它机构	34.72	0.46	0.60	0.77	0.86	0.94		

## 4.2 对偶分析

### 4.2.1 回归结果

表3给出了对偶分析模型(10)的估计结果. 表3列(1)仅包含社会互动强度变量,结果显示其对报价差异性显著为负,即互动越强,报价差异越小,一致性越高.表3列(2)加入控制变量及年份、配对固定效应后,*Multi*系数依旧在1%水平显著为负,说明结果稳健.从经济含义看,*Multi*系数为-0.009,表明其增加一单位标准差将使报价差异性下降约2.76%( $= -0.009 \times 10.84/3.53$ ),验证了假设H1.考虑异常值影响,表3列(3)用

虚拟变量*MultiDum*替代,结论保持不变,进一步证明社会关系确实减少报价差异.

对本文结论的一种替代性解释是“同质性效应”,即基金经理因教育或工作背景相似而自然表现出一致性.为此,本文引入两个虚拟变量:*EduStyle*,若基金经理与配对公司经理曾就读同一大学则取1,否则为0;*WorkStyle*,若双方经理曾在同一公司任职则取1,否则为0.表3列(4)结果显示,两者系数均显著为负,表明教育或工作经历的相似确实增强了报价一致性.但在控制这些因素后,*Multi*依然显著为负,

说明社会互动对一致性的影响并非完全源于同质性。

表3列(5)和列(6)引入强社会关系指标 *MultiStrTie* 和 *MultiStrTieDum*, 结果同样显著为

负,说明强社会关系强化了信息交流,显著降低报价差异。由此可见,强社会关系引发的信息共享,加剧了机构投资者间的行为趋同,削弱了市场对股票真实价值的多样化判断能力。

表3 对偶分析

Table 3 Pairwise analysis

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Multi</i>	-0.003*** (-8.68)	-0.009*** (-14.53)		-0.011*** (-16.52)		
<i>MultiDum</i>			-0.003** (-2.51)			
<i>MultiStrTie</i>					-0.003*** (-4.49)	
<i>MultiStrTieDum</i>						-0.009*** (-8.63)
<i>EduStyle</i>				-0.012*** (-12.50)	0.011*** (10.74)	0.014*** (12.72)
<i>WorkStyle</i>				-0.002*** (-2.66)	0.000 (0.22)	0.000 (-0.36)
控制变量	未控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
配对固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	7 245 348	7 245 348	7 245 348	7 245 348	7 245 348	7 245 348
调整 $R^2$ (%)	0.10	0.13	0.14	0.13	0.13	0.13

注: \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 5% 和 1% 的水平上显著。括号内数值为  $t$  值。标准误差均经过公司层面聚类调整。

#### 4.2.2 内生性检验

已有结果显示,询价机构社会互动越强,报价越趋于一致。但这一关系可能存在反向因果,即低价股票更容易吸引存在社会联系的机构参与,导致内生性匹配。为识别因果效应,本文引入基金经理辞职、退休或死亡事件(EVENT)作为外生冲击。该事件会削弱配对基金间的社会互动,从而为因果检验提供自然实验。

本文采用双重差分模型进行检验。EVENT数据来自CSMAR,样本期内共识别435次基金经理变动,涉及34.38%的配对机构组合。定义虚拟变量 *Dismission*, EVENT之后取1,否则为0,关键解释变量为  $Multi \times Dismission$ 。回归结果显示,在仅包含EVENT配对样本的回归中(表4列(1)和列(2)),交互项系数显著为正,表明基金经理变动削弱了社会互动,进而提高了报价差异性。在引入未经历EVENT的全样本后(表4列(3)和列(4)),结果依然稳健。综上,外生事件导致的社会

互动变化会显著影响报价一致性,进一步验证了假设H1。

#### 4.2.3 子社会关系检验

本文进一步拆分社会关系类型(校友关系、同事关系、共同活动关系),结果见表5列(1)~列(3)。三类关系均对报价差异性有显著负向影响,其中共同活动关系作用最强(系数为-0.010,  $t$  值为-16.41),印证了Granovetter<sup>[31]</sup>的“弱关系优势”理论。共同活动关系往往跨越不同经济特征群体,属于典型弱关系,信息传递效率高;而校友关系和同事关系则与教育背景或职业身份相关,偏向强关系,虽然作用较弱,但仍显著影响报价差异,这与Fracassi<sup>[27]</sup>和Li等<sup>[30]</sup>的结论一致。

进一步,本文考察关系组合对报价差异性的影响,结果如表5列(4)~列(6)所示。校友与同事组合(*BothAlumniWorker*)虽显著降低报价差异,但效果较弱;校友与共同活动组合(*BothAlumniActivity*)作用最强,说明长期校友纽带与短期互动频率

存在互补效应,从而显著增强信息传递;同事与共同活动关系组合(*BothWorkerActivity*)的负向影响也较显著,但略弱于校友与共同活动组合,这可能由于同事关系更多集中在职场环境,

时间跨度相对有限,而共同活动关系主要作用在短期互动.总体来看,多重关系的影响强于单一关系,说明关系叠加能进一步提升报价一致性.

表4 内生性检验

Table 4 Endogeneity test

变量	部分样本		全样本	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Multi × Dimission</i>	0.005 *** (3.10)	0.010 *** (6.20)	0.006 *** (7.73)	0.010 *** (12.96)
<i>Multi</i>	-0.004 ** (-2.37)	-0.025 *** (-13.66)	-0.006 *** (-10.84)	-0.016 *** (-20.49)
<i>Dimission</i>	0.012 *** (8.35)	0.006 *** (4.03)	0.007 *** (8.41)	0.008 *** (10.15)
控制变量	未控制	控制	未控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是
配对固定效应	是	是	是	是
观测值	3 365 198	3 365 198	7 245 348	7 245 348
调整 R <sup>2</sup> (%)	0.09	0.13	0.11	0.13

注: \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 5% 和 1% 的水平上显著. 括号内数值为 *t* 值, 标准误差均经过公司层面聚类调整.

表5 子社会关系检验

Table 5 Tests on sub-social relationships

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CoAlumni</i>	-0.002 *** (-5.17)					
<i>CoWorker</i>		-0.001 *** (-2.63)				
<i>CoActivity</i>			-0.010 *** (-16.41)			
<i>BothAlumniWorker</i>				-0.002 *** (-3.01)		
<i>BothAlumniActivity</i>					-0.011 *** (-17.30)	
<i>BothWorkerActivity</i>						-0.010 *** (-15.64)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
配对固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	7 245 348	7 245 348	7 245 348	7 245 348	7 245 348	7 245 348
调整 R <sup>2</sup> (%)	0.12	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13

注: \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%, 5% 和 1% 的水平上显著, 括号内数值为 *t* 值, 标准误差均经过公司层面聚类调整.

### 4.3 网络分析

#### 4.3.1 回归结果

上小节从局部视角研究了配对机构的社会互动对报价决策的影响. 当然, 机构投资者是嵌入在社会网络中的, 各种社会关系促使个体决策时相

互依赖, 共同作用形成 IPO 公司的最终报价. 本节将构造询价机构之间的网络模型, 采用模型(11)从全局视角探究询价机构社会互动对其报价决策的影响. 回归结果如表 6 所示.

表 6 列(1)列采用询价机构报价众数占比

*Mode* 衡量公司 *i* 的一致性报价程度, 采用 *MultiDG* 衡量公司 *i* 的社会互动强度, 结果显示, *MultiDG* 的系数在 1% 的水平下显著为正, 说明社会互动强度提高了公司一致性报价水平; 表 6 列 (2) 和列 (3) 采用 *MultiBT* 和 *MultiTR* 衡量投资者社会互动强度时, 社会互动强度对公司一致报价

的正向影响并未改变. 表 6 列 (4) ~ 列 (6) 采用询价机构的意见分歧指标 *Dispersion* 度量公司一致报价水平, 结果显示社会互动强度显著降低了机构投资者报价意见分歧, 即提高了报价一致性水平. 总之, 以上结果表明机构投资者社会互动强度显著提高了报价一致性水平, 从全局视角验证了假设 H1.

表 6 网络分析

Table 6 Network analysis

变量	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Dispersion</i>	<i>Dispersion</i>	<i>Dispersion</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MultiDG</i>	0.028*** (3.14)			-0.085*** (-2.64)		
<i>MultiBT</i>		0.159*** (10.84)			-0.286*** (-5.14)	
<i>MultiTR</i>			0.171*** (9.87)			-0.308*** (-4.73)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	759	759	759	759	759	759
调整 R <sup>2</sup> (%)	89.62	90.93	90.72	51.28	52.53	52.27

注: \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 5% 和 1% 的水平上显著. 括号内数值为 *t* 值, 标准误差均经过公司层面聚类调整.

4.3.2 经济后果: 是否压低定价水平

下面检验社会互动导致一致报价是否压低 IPO 定价. 理论上分析, 询价机构可能通过合作隐匿价值信息, 降低报价, 从而提高首日抑价率. 为验证假设 H2, 本文采用分步回归的中介效应模型:

第一步, 考察社会互动对 IPO 首日抑价率的直接影响. 采用模型 (12) 进行分析

$$UnderPrice_i = \alpha_2 + u_1 MultiIndex_i + \sum_k u_k Control_i + \gamma_i \quad (12)$$

其中 *UnderPrice<sub>i</sub>* 表示公司 *i* 的 IPO 首日抑价率, 由于注册制下科创板和创业板上市首日未设涨跌幅限制, 其计算方式为首日收盘价相对于发行价的变化率, 其值越大表示询价阶段压价越严重<sup>[32]</sup>.

第二步, 考察社会互动对一致报价的影响 (模型 11), 结果见表 6.

第三步, 同时引入社会互动和一致报价, 采用如下模型 (13) 检验中介效应

$$UnderPrice_i = \alpha_3 + \rho_1 MultiIndex_i +$$

$$\rho_2 Mode_i + \sum_k \rho_k Control_i + \vartheta_i \quad (13)$$

若 *u<sub>1</sub>* 显著, 且模型 (11) 中的  $\beta_1$  和模型 (13) 中的  $\rho_2$  均显著, 则表明一致报价是社会互动影响 IPO 抑价的重要中介.  $\rho_1$  是否显著可区分中介效应的类型: 若显著为部分中介效应, 若不显著为完全中介效应.

表 7 展示了中介效应分析的结果. *MultiDG* 对 IPO 抑价率显著为正; 加入 *Mode* 后, 二者均显著为正, 表明一致报价具有部分中介效应. 使用 *MultiBT* 与 *MultiTR* 作为替代指标时, 结果基本一致; 尤其当采用 *MultiTR* 时, 其系数不显著, 说明一致报价在此情境下起到完全中介作用. 综上, 假设 H2 得到支持: 机构投资者的社会互动通过一致报价显著提高 IPO 抑价率, 压低定价水平. 不同互动指标在传导效应上存在差异, 尤其网络聚类系数 (*MultiTR*) 较大时, 机构间的熟悉与信任增强, 信息解读与决策更趋同, 使得一致报价完全中介社会互动对 IPO 抑价的影响.

表7 经济后果分析: 发行价格

Table 7 Analysis of economic consequences: Offering price

变量	UnderPrice	UnderPrice	UnderPrice	UnderPrice	UnderPrice	UnderPrice
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MultiDG</i>	0.244*** (4.48)	0.168*** (3.19)				
<i>MultiBT</i>			0.414*** (7.36)	0.158** (2.21)		
<i>MultiTR</i>					0.367*** (6.52)	0.108 (1.58)
<i>Mode</i>		1.728*** (8.46)		1.467*** (5.58)		0.160*** (6.35)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	759	759	759	759	759	759
调整 $R^2$ (%)	69.06	40.74	37.91	40.32	36.99	40.13

注: \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%, 5% 和 1% 的水平上显著, 括号内数值为  $t$  值, 标准误差均经过公司层面聚类调整。

#### 4.3.3 经济后果: 是否降低信息含量

注册制改革的核心目标是实现市场化定价, 这要求询价阶段报价具有较高的信息含量。较高信息含量价格的生成需要机构投资者积极搜集信息, 独立预测股票价格。那么, 机构投资者社会关系引发的一致报价是否降低了报价信息含量? 从理论上分析, 一方面, 为了利润最大化, 机构投资者之间的社会关系, 促使其报价时互相交流, 进而达成一致报价, 降低了投资者报价时信息披露意愿。另一方面, 一致报价降低了投资者通过价格优势来获得竞争优势的能力, 进而降低了投资者搜集信息的收益, 最终降低报价的信息含量。

参考 Gao 等<sup>[33]</sup>的方法, 本文采用整数报价比例 (*IntQuote*) 衡量报价信息含量。整数报价往往

反映认知约束下的信息利用不足, 当估值不确定性较高时, 投资者更可能依赖整数报价, 从而降低价格信息含量。为检验社会互动经由一致报价是否降低信息含量, 本文将模型(12)、模型(13)的因变量替换为 *IntQuote* 进行中介效应分析。

表8回归结果显示, 表8列(1)中 *MultiDG* 系数显著为正, 说明社会互动提高整数报价比例, 降低信息含量; 表8列(2)引入一致报价后, *MultiDG* 与 *Mode* 系数均显著为正, 表明一致报价在其中发挥部分中介作用。表8列(3)~列(6)使用 *MultiBT* 与 *MultiTR* 作为替代指标, 结果一致。总体来看, 机构投资者社会互动通过引发一致报价, 显著提高整数报价比例, 从而降低报价信息含量。

表8 经济后果分析: 信息含量

Table 8 Analysis of economic consequences: Information content

变量	<i>IntQuote</i>	<i>IntQuote</i>	<i>IntQuote</i>	<i>IntQuote</i>	<i>IntQuote</i>	<i>IntQuote</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MultiDG</i>	0.119*** (4.76)	0.087*** (3.55)				
<i>MultiBT</i>			0.213*** (8.26)	0.123*** (3.73)		
<i>MultiTR</i>					0.194*** (7.54)	0.101*** (3.18)
<i>Mode</i>		0.744*** (7.86)		0.512*** (4.22)		0.580*** (4.98)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	759	759	759	759	759	759
调整 $R^2$ (%)	75.46	77.30	76.83	77.34	76.50	77.23

注: \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10%, 5% 和 1% 的水平上显著, 括号内数值为  $t$  值, 标准误差均经过公司层面聚类调整。

4.3.4 行政介入是否有效

2020年9月15日中国证券业协会、上交所和深交所联合发布了《关于就网下投资者询价合规情况全面自查的通知》,对在上纬新材、蓝特光学等8家上市公司新股发行过程中,存在报价一致性程度较高的19家机构投资者开展联合现场检查,并对其采取自律措施。监管部门的行政介入后,是否会抑制投资者的一致报价行为?本文构建模型(14)以检验监管部门的行政干预的有效性

$$QuotCons_i = \alpha + \beta_1 MultiIndex_i \times DraftAfter_i + \sum_k \beta_k Control_i + \varepsilon_i \quad (14)$$

其中  $DraftAfter_i$  为监管部门行政介入的虚拟变量,当公司  $i$  在2020年9月15日之后进行IPO询

价时,其值为1,反之为0。报价一致性指标分别采用众数占比( $Mode_i$ )和报价标准差( $Dispersion_i$ )来度量。行政介入的有效性采用 $\beta_1$ 衡量,如果行政介入能够有效督促机构投资者独立公允报价,将抑制机构投资者社会关系对报价一致性的影响。当 $Mode_i$ 度量一致报价程度时, $\beta_1$ 预期为负;当 $Dispersion_i$ 度量一致报价程度时, $\beta_1$ 预期为正。

表9的结果显示,当报价一致性采用 $Mode_i$ 衡量时, $MultiIndex_i \times DraftAfter_i$ 的系数均显著为负,当以 $Dispersion_i$ 衡量时,交互项系数显著为正。这表明行政介入削弱了社会关系对一致报价的促进作用,提高了报价的分散性。总之,监管部门的行政介入在一定程度上约束了机构投资者的社会互动效应,促进了独立公允报价。

表9 行政介入的有效性

Table 9 Effectiveness of administrative intervention

变量	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Dispersion</i>	<i>Dispersion</i>	<i>Dispersion</i>
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MultiDG</i> × <i>DraftAfter</i>	-0.079*** (-3.17)			0.304*** (4.17)		
<i>MultiBT</i> × <i>DraftAfter</i>		-0.114*** (-4.95)			0.161** (2.09)	
<i>MultiTR</i> × <i>DraftAfter</i>			-0.179*** (-6.88)			0.207** (2.49)
<i>MultiDG</i>	0.104*** (4.50)			0.139** (2.09)		
<i>MultiBT</i>		0.077*** (3.71)			0.119 (1.41)	
<i>MultiTR</i>			0.024 (1.01)			0.086 (0.92)
<i>DraftAfter</i>	-0.216*** (-6.85)	-0.102*** (-3.81)	-0.142*** (-4.38)	0.606*** (8.51)	0.389*** (3.93)	0.293** (2.52)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	759	759	759	759	759	759
调整 $R^2$ (%)	68.41	75.42	73.95	51.67	53.04	52.76

注:\*, \*\* 和\*\*\* 分别表示在10%、5%和1%的水平上显著,括号内数值为t值,标准误差均经过公司层面聚类调整。

4.3.5 询价新规的影响

高价剔除制度被认为是导致机构投资者一致报价的重要原因之一<sup>[26]</sup>,因为出价过高可能失去配售机会,投资者趋向于报出相似价格。为缓解报价过于集中,2021年9月18日询价新规将高价剔除比例由“不低于10%”调整为“1%~3%”。

本文将检验询价新规是否影响了机构投资者的一致报价行为。

首先,以2021年9月18日为分界点,比较询价新规前后报价一致性指标。表10的Panel A结果显示,新规实施后报价众数占比( $Mode$ )显著下降,报价标准差( $Dispersion$ )显著上升,说明报

价一致性降低.其次,进一步分析报价在众数周围的分布情况,Panel B 的结果显示,新规前多数报价高度集中在众数附近;而新规实施后,集中度明显减弱.综上,询价新规在一定程度上缓解了机构投资者报价趋同,促进了询价的分散化.

为进一步分析新规对社会互动与报价一致性的影响,本文参考宋顺林等<sup>[34]</sup>,以 2021 年 9 月 18 日为分界点,将样本分为新规前后并分别回

归.表 11 的结果显示,新规前社会互动 (*MultiDG*) 对一致报价的正向影响显著,实施后系数下降但仍显著;以 *MultiBT* 度量时,系数虽有所下降,但影响依然较强;以 *MultiTR* 度量时,新规前后差异不大.综上,询价新规在一定程度上削弱了社会互动对一致报价的推动作用,但未能彻底消除其影响,说明社会互动的作用具有较强韧性,难以完全通过政策调整消除.

表 10 询价新规前后报价一致性指标比较

Table 10 Comparison of quotation consistency before and after the new IPO inquiry regulation

Panel A: 询价新规前后报价一致性指标比较				
变量	新规前	新规后	差值	t 值
<i>Mode</i>	0.69	0.14	0.55***	32.58
<i>Dispersion</i>	1.44	5.67	-4.22***	-15.64
Panel B: 询价新规前后投资者报价在众数周围的群聚程度				
众数区间	新规前	新规后	差值	t 值
<i>Mode</i> ± 1%	0.88	0.20	0.68***	60.83
<i>Mode</i> ± 5%	0.95	0.50	0.45***	41.25
<i>Mode</i> ± 10%	0.97	0.72	0.25***	27.42
<i>Mode</i> ± 20%	0.98	0.89	0.09***	15.60

注: \*\*\* 表示在 1% 的水平上显著.

表 11 询价新规前后影响差异分析

Table 11 Difference-in-impact analysis before and after the new IPO inquiry regulation

变量	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>	<i>Mode</i>
	新规前	新规后	新规前	新规后	新规前	新规后
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>MultiDG</i>	0.050*** (4.74)	0.015** (2.00)				
<i>MultiBT</i>			0.109*** (6.64)	0.074*** (4.71)		
<i>MultiTR</i>					0.073*** (3.36)	0.068*** (3.64)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
行业固定效应	是	是	是	是	是	是
观测值	460	299	460	299	460	299
调整 R <sup>2</sup> (%)	95.78	72.22	95.97	73.89	95.67	73.10

注: \*, \*\* 和 \*\*\* 分别表示在 10% ,5% 和 1% 的水平上显著,括号内数值为 t 值,标准误差均经过公司层面聚类调整.

## 5 结束语

本文研究了社会互动对询价机构报价一致性的作用机理、经济后果及治理机制.理论上,构建机构投资者需求模型,揭示社会互动促进了机构

间协同,从而统一报价.实证上,基于科创板和创业板的报价数据,研究发现:第一,社会互动显著增强了报价一致性,该结论在多种检验下均稳健.其中,共同活动关系影响最为突出,印证了“弱关系优势”理论;第二,社会互动引发的一致报价推高了 IPO 抑价率,并削弱了报价的信息含量;第

三,在治理机制方面,行政介入能有效缓解社会互动对一致报价的影响,询价新规亦在一定程度上降低了报价一致性,但未能完全消除社会互动带来的影响。

本文在一定程度上揭开了注册制下IPO定价的黑箱,并为监管部门完善新股发行机制提供参考。首先,应引入更灵活和市场化的定价方式,建立多元化的询价参考指标,以减少一致报

价。其次,应加强对存在社会关系的机构投资者的监管,健全信息披露制度,规范交易和交流行为。再次,应要求投资者提供明确的报价依据,如市场数据、估值模型和行业分析,以便监管部门评估其合理性与独立性。最后,应完善法律法规与处罚机制,强化对一致报价的监测与惩戒,并推动跨部门协作,形成监管合力,维护资本市场稳定。

### 参 考 文 献:

- [1] 李冬昕, 李心丹, 俞红海, 等. 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, (7): 151 - 164.  
Li Dongxin, Li Xindan, Yu Honghai, et al. Disagreement of institutional investors' bids and IPO pricing mechanism [J]. Economic Research Journal, 2014, (7): 151 - 164. (in Chinese)
- [2] 俞红海, 范思妤, 吴良钰, 等. 科创板注册制下的审核问询与 IPO 信息披露——基于 LDA 主题模型的文本分析 [J]. 管理科学学报, 2022, 25(8): 45 - 62.  
Yu Honghai, Fan Siyu, Wu Liangyu, et al. Registration system review inquiry and IPO information disclosure on STAR market: Textual analysis based on LDA topic model [J]. Journal of Management Sciences in China, 2022, 25(8): 45 - 62. (in Chinese)
- [3] 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, (1): 61 - 67, 96.  
Song Shunlin, Tang Siyuan. IPO pricing regulation, uncertainty and investors' speculation [J]. Accounting Research, 2017, (1): 61 - 67, 96. (in Chinese)
- [4] Hong H, Kubik J D, Stein J C. Thy neighbor's portfolio: Word-of-mouth effects in the holdings and trades of money managers [J]. The Journal of Finance, 2005, 60(6): 2801 - 2824.
- [5] Baik B, Kang J K, Kim J M. Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 97(1): 81 - 106.
- [6] Pool V K, Stoffman N, Yonker S E. The people in your neighborhood: Social interactions and mutual fund portfolios [J]. The Journal of Finance, 2015, 70(6): 2679 - 2732.
- [7] Shue K. Executive networks and firm policies: Evidence from the random assignment of MBA peers [J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(6): 1401 - 1442.
- [8] 彭 聪, 申 宇, 张宗益. 高管校友圈降低了市场分割程度吗? ——基于异地并购的视角 [J]. 管理世界, 2020, 36(5): 134 - 144, 160.  
Peng Cong, Shen Yu, Zhang Zongyi. Does the executive alumni circle lower the degree of market segmentation?: Based on the perspective of cross-district M&A [J]. Journal of Management World, 2020, 36(5): 134 - 144, 160. (in Chinese)
- [9] 于剑乔, 罗 婷. 高管校友关系与业绩预测披露行为 [J]. 会计研究, 2021, (2): 72 - 85.  
Yu Jianqiao, Luo Ting. Top executives' school-tie connections and management forecast disclosure [J]. Accounting Research, 2021, (2): 72 - 85. (in Chinese)
- [10] 余峰燕, 傅颖诗, 卜 林, 等. 股票承销市场中的个人社会关系研究——基于承销双方、承销团成员多重关系视角 [J]. 经济学(季刊), 2021, 21(6): 2083 - 2104.  
Yu Fengyan, Fu Yingshi, Bu Lin, et al. The social tie in equity IPO underwriting market—perspective from heterogeneous ties among issuers, lead and participant underwriters [J]. China Economic Quarterly, 2021, 21(6): 2083 - 2104. (in Chinese)
- [11] Crane A D, Koch A, Michenaud S. Institutional investor cliques and governance [J]. Journal of Financial Economics, 2019, 133(1): 175 - 197.

- [12] 陈胜蓝, 李 璟. 基金网络能够提高投资绩效吗 [J]. 金融研究, 2021, (6): 170 - 188.  
Chen Shenglan, Li Jing. Can fund networks improve investment performance? [J]. Journal of Financial Research, 2021, (6): 170 - 188. (in Chinese)
- [13] Faleye O, Kovacs T, Venkateswaran A. Do better-connected CEOs innovate more? [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2014, 49(5 - 6): 1201 - 1225.
- [14] 杨晓兰, 王伟超, 高 媚. 股市政策对股票市场的影响——基于投资者社会互动的视角 [J]. 管理科学学报, 2020, 23(1): 15 - 32.  
Yang Xiaolan, Wang Weichao, Gao Mei. The impact of stock market policies on stock market: From the perspective of investor social interaction [J]. Journal of Management Sciences in China, 2020, 23(1): 15 - 32. (in Chinese)
- [15] 陈张杭健, 吴 粤, 李世炳, 等. 股吧个体信息交互对股价联动关系的影响研究 [J]. 管理科学学报, 2021, 24(5): 47 - 69.  
Chenzhang Hangjian, Wu Yue, Li Shibing, et al. Impact of interaction of individual stock bar information on stock price co-movement [J]. Journal of Management Sciences in China, 2021, 24(5): 47 - 69. (in Chinese)
- [16] Chemmanur T J, Hu G, Huang J. The role of institutional investors in initial public offerings [J]. The Review of Financial Studies, 2010, 23(12): 4496 - 4540.
- [17] Bajo E, Chemmanur T J, Simonyan K, et al. Underwriter networks, investor attention, and initial public offerings [J]. Journal of Financial Economics, 2016, 122(2): 376 - 408.
- [18] Ritter J R, Zhang D. Affiliated mutual funds and the allocation of initial public offerings [J]. Journal of Financial Economics, 2007, 86(2): 337 - 368.
- [19] Espenlaub S, Mohamed A, Saadouni B. Underwriter incentives and IPO pricing [J]. Journal of Corporate Finance, 2024, (87): 102625.
- [20] 刘志远, 郑 凯, 何亚南. 询价对象之间是竞争还是合谋——基于 IPO 网下配售特征的分析 [J]. 证券市场导报, 2011, (3): 35 - 44.  
Liu Zhiyuan, Zheng Kai, He Ya'nan. Competition or collusion among bidders?: Evidence from the characteristics of IPO offline placements [J]. Securities Market Herald, 2011, (3): 35 - 44. (in Chinese)
- [21] 邹高峰, 张 维, 常中阳. 询价制度下中国 IPO 长期表现 [J]. 管理科学学报, 2012, 15(11): 66 - 75.  
Zou Gaofeng, Zhang Wei, Chang Zhongyang. The long-run performance of the initial public offerings after the book-building in Chinese stock markets [J]. Journal of Management Sciences in China, 2012, 15(11): 66 - 75. (in Chinese)
- [22] 刘善存, 林千惠, 宋殿宇, 等. 机构投资者串谋对 IPO 价格的影响 [J]. 管理评论, 2013, 25(12): 15 - 24.  
Liu Shancun, Lin Qianhui, Song Dianyu, et al. The influence on the IPO price from the collusion of institutional investors [J]. Management Review, 2013, 25(12): 15 - 24. (in Chinese)
- [23] 俞红海, 刘 焯, 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.  
Yu Honghai, Liu Ye, Li Xindan. IPO book-building reform and the problem of IPO “Three Highs” in China stock market: A perspective of offline institutional investors' quotes [J]. Journal of Financial Research, 2013, (10): 167 - 180. (in Chinese)
- [24] 郑 凯, 阮永平, 何雨晴. 询价对象间关系网络的 IPO 定价后果研究 [J]. 管理科学学报, 2017, 20(7): 57 - 67.  
Zheng Kai, Ruan Yongping, He Yuqing. The effect of inquiry objects' relationship networks on IPO pricing [J]. Journal of Management Sciences in China, 2017, 20(7): 57 - 67. (in Chinese)
- [25] Brockman P, He X, Sun S, et al. The role of individual investment bankers in IPO pricing: Evidence from investor bidding behavior [J]. Journal of Corporate Finance, 2023, (82): 102431.
- [26] 程小可, 武 迪, 高升好. 注册制下 IPO 过程中机构投资者合谋报价研究: 来自科创板与创业板的经验证据 [J]. 中国软科学, 2022, (8): 103 - 118.  
Cheng Xiaoke, Wu Di, Gao Shenghao. Research on the collusive behavior of institutional investors' bids under registration system: Evidence from Sci-Tech innovation board market and growth enterprise market [J]. China Soft Science, 2022, (8): 103 - 118. (in Chinese)
- [27] Fracassi C. Corporate finance policies and social networks [J]. Management Science, 2017, 63(8): 2420 - 2438.

- [28] Wang G J, Huai H, Zhu Y, et al. Portfolio optimization based on network centralities: Which centrality is better for asset selection during global crises? [J]. *Journal of Management Science and Engineering*, 2024, 9(3): 348–375.
- [29] Qiu Y, Sun X, Xiong X, et al. Systemic financial risk analysis of the US based on the complex network [J]. *Journal of Management Science and Engineering*, 2025, 10(3): 414–433.
- [30] Li J, Zhou Z Q, Zhang Y, et al. Information interaction among institutional investors and stock price crash risk based on multiplex networks [J]. *International Review of Financial Analysis*, 2023, (89): 102780.
- [31] Granovetter M. Economic action and social structure: The problem of embeddedness [J]. *American Journal of Sociology*, 1985, (91): 481–510.
- [32] 宋顺林, 刘翔宇, 李继峥, 等. IPO 现场检查与新股质量提升 [J]. *管理世界*, 2024, 40(2): 212–231.  
Song Shunlin, Liu Xiangyu, Li Jizheng, et al. IPO on-site inspections and quality improvement of new shares [J]. *Journal of Management World*, 2024, 40(2): 212–231. (in Chinese)
- [33] Gao S, Lu R, Ni C. Institutional investors' cognitive constraints during initial public offerings [J]. *Journal of Banking & Finance*, 2019, (108): 105627.
- [34] 宋顺林, 黄文一, 李晓慧. 员工参与战略配售、新股定价与长期业绩表现——基于科创公司的证据 [J]. *经济管理*, 2024, 46(4): 153–174.  
Song Shunlin, Huang Wenyi, Li Xiaohui. Employee participation in strategic placement, IPO pricing, and long-term performance: Evidence from Sci-tech innovation companies [J]. *Business and Management Journal*, 2024, 46(4): 153–174. (in Chinese)

## Quotation consistency of inquiry institutions under the registration system: A social interaction perspective

LI Jie<sup>1</sup>, ZHANG Yong-jie<sup>2,3</sup>

1. School of Finance, Nanjing Audit University, Nanjing 211815, China;

2. College of Management and Economics, Tianjin University, Tianjin 300072, China;

3. Laboratory of Computation and Analytics of Complex Management Systems (CACMS), Tianjin University, Tianjin 300072, China

**Abstract:** Since the launch of the pilot registration system of the Science and Technology Innovation Board in 2019, a prominent issue has emerged regarding the consistency of quotes provided by inquiry institutions during the IPO process in the Chinese stock market. This article theoretically analyzes and empirically tests the formation mechanism of price consistency among inquiry institutions from the perspective of social interaction. The research results indicate that social interaction among inquiry institutions has a significant positive impact on quotation consistency. Furthermore, this article categorizes social relationships and finds that weak relationships are an important link that affects quotation consistency. From the perspective of economic consequences, social interaction leading to consistent pricing has increased the IPO underpricing rate and reduced the information content of quotes during the inquiry stage. From the perspective of governance mechanisms, administrative intervention effectively suppresses the impact of social interaction on quotation consistency. The implementation of the new inquiry regulations has reduced the consistency of inquiry institutions' quotes but has not entirely eliminated the consistent quotes driven by social interactions. In summary, this study has, to some extent, opened up the black box of IPO pricing for listed companies under the registration system, providing guidance to regulatory authorities to improve the pricing mechanism for new stock issuances.

**Key words:** social interaction; quotation consistency; inquiry institutions