

## 知网个人查重服务报告单(全文标明引文)

报告编号:BC202306251041204418861747

检测时间:2023-06-25 10:41:20

篇名:注册制背景下IPO企业估值体系创新研究

作者:杨一帆

检测类型:学术研究

比对截止日期:2023-06-24

### 检测结果

去除本人文献复制比: 9%

去除引用文献复制比: 6.8%

总文字复制比: 9%

单篇最大文字复制比: 1.5% (科创板IPO破发的影响因素研究——以成大生物为例)

重复字符数: [1606]

单篇最大重复字符数: [273]

总字符数: [17940]

7.3%(645)

7.3%(645)

注册制背景下IPO企业估值体系创新研究\_第1部分 (总8780字)

10.5%(961)

10.5%(961)

注册制背景下IPO企业估值体系创新研究\_第2部分 (总9160字)

(注释: 无问题部分 文字复制部分 引用部分)

### 1. 注册制背景下IPO企业估值体系创新研究\_第1部分

总字符数: 8780

#### 相似文献列表

去除本人文献复制比: 7.3%(645)

去除引用文献复制比: 3.6%(314)

文字复制比: 7.3%(645)

#### 1 科创板IPO破发的影响因素研究——以成大生物为例

3.1% (273)

是否引证: 否

叶小杰;於铃; - 《财会月刊》- 2022-10-31 11:31

#### 2 上交所审核问询、科创板关键事项信息披露与IPO定价效率

1.4% (122)

是否引证: 否

张雷云(导师:蒋尧明) - 《江西财经大学博士论文》- 2021-12-01

#### 3 基于模糊实物期权的科创板芯片企业价值评估研究

0.9% (79)

是否引证: 否

郑茂森(导师:隋英杰) - 《山东工商学院硕士论文》- 2022-06-30

#### 4 数字经济时代DCF的失灵与估值重构

0.7% (65)

是否引证: 是

王培;郑建彪; - 《财务管理研究》- 2022-02-20

#### 5 互联网独角兽企业估值研究

0.4% (36)

是否引证: 是

赵欣; - 《经济论坛》- 2022-12-15

#### 6 民营企业IPO的财务规范问题

0.4% (32)

是否引证: 否

徐丹; - 《纳税》- 2023-05-15

#### 7 实物期权评估指导意见(试行)

0.3% (30)

是否引证: 否

- 《中国资产评估》- 2012-03-15

#### 8 立足冰雪文化的龙江地域品牌形象情感化设计研究

0.3% (30)

是否引证: 否

赵婷(导师:刘金梅;孙利) - 《东北石油大学硕士论文》- 2021-06-30

#### 9 中国科创板IPO定价效率及影响因素研究

0.3% (29)

是否引证: 是

董秀良;刘佳宁;徐世莹; - 《数理统计与管理》- 2021-04-08 13:22

### 原文内容

大学生创新训练项目计划申请书

项目编号

项目名称注册制背景下IPO企业估值体系创新研究

项目负责人杨一帆联系电话 18345524091

所在学院经济管理学院  
学号 20204041120 专业班级会计一班  
指导教师于瑞华  
申请日期 2023年6月25日  
起止年月 2023年6月至2024年6月  
黑龙江八一农垦大学

一、 基本情况

项目名称		注册制背景下IPO企业估值体系创新研究						
项目级别		省级						
项目类型		创新训练项目（A类）						
项目类别		一般项目						
所属学科		学科一级门：经济学      学科二级类： 经济学类						
是否为重点支持领域	否	重点支持领域		泛终端芯片及操作系统、重大应用软件的应用开发；云计算、人工智能和无人驾驶；新材料及制造技术；新能源与储能技术；生物技术与生物育种；绿色环保与固废资源化；新一代通信技术、千兆光网技术和新一代IP网络通信技术；生物医学工程与精准医学、脑科学和类脑计算；城乡治理与乡村振兴；社会事业与文化遗产				
项目来源名称		A学生自主选题，来源自己对课题的长期积累与兴趣						
选题来源		新文科						
起止年月		2023年6月至2024年6月						
负责人	杨一帆	性别		女	民族	汉	出生年月	2002年1月
学号	20204041120	联系电话		宅：手机：18345524091		邮箱：447857962@qq. com		
指导教师	于瑞华	联系电话		宅：手机：13836961866		职称：副高级	邮箱：2290617003@qq. com	
项目简介		党的二十大报告强调要大力发展实体经济，而证券市场是连接实体经济与资本市场的中介，因此依法规范和引导资本市场的健康发展成为当前的工作重点。，2023年2月全面实行股票发行注册制改革正式启动后，注册制背景下使新股定价也完全市场化，因此在多方利益主体的驱动下很多IPO企业股票存在高估现象，而上市后股票价格跌破发行价格，破发比例呈爆发式增长，公司市值出现了“腰斩”乃至“跳水”的现象，市场陷入极度恐慌。为了促进资本市场持续稳定健康发展和实现二十大的发展目标，本项目通过对比分析与指标敏感性分析，从IPO企业破发的角度出发，分析我国当前估值方法所存在的弊端，期于帮助市场参与方更好的识别发行新股的真实价值，引导投资者关注企业的长期可持续发展，为广大投资者提供思考角度与决策依据。						
负责人曾经参与科研的情况		作为第二主持人参加省级B类大学生创新创业训练项目《互联网+“龙江桦（画）”特色文创产品——有效助力乡村振兴》，负责项目的投融资分析、效益预测等相关财会工作。“建行杯”第八届黑龙江省“互联网+”大学生创新创业大赛省级银奖两项。3. 2022年12月以第一作者撰写学术论文《财务类退市新规对企业盈余管理手段的影响》。现已被《现代商业》国家级期刊录用待发表。预计2023年7月见刊。4. 2023年2月以第一作者撰写学术论文《科创板首批被退市警示企业财务造假案例分析与启示》。现已被《现代商业》国家级期刊录用待发表。预计2023年8月见刊。5. 基于大学生创新创业项目，以第二作者撰写《乡村振兴背景下黑龙江桦树皮画文化创新思路研究》，现已被《炎黄地理》录用，预计2023年9月见刊。6. 参与2023年大庆市课题《绿色创新助推大庆市经济高质量发展的分工协作机制研究》一项。						
指导教师承担科研课题情况		1. 黑龙江垦区大豆竞争力分析及产业发展政策研究，（HNKXIV-12-15-03），黑龙江农垦总局2. 基于XBRL的网络财务报告模式研究（11512226），省教育厅3. The Du Pont System 的理论与实践完善研究，校级课题，4. 企业资金链断裂及危机预警研究，校内三纵三横课题，RRCPY201808						
指导教师对本项目的支持情况		项目团队总负责人为指导教师，对项目各环节精准把控，全力支持本项目工作的开展运行。						
项目组主要成员	姓名	学号		专业班级		所在学院	项目中的分工	
	杨一帆	20204041120		会计一班		经济管理学院	分配任务、汇总整合	
	闫红飞	20204041119		会计一班		经济管理学院	调研数据、整理资料	
	杜玉洁	20214041104		会计一班		经济管理学院	框架设计；项目背景调查	
	魏岚	20224041348		会计三班		经济管理学院	收集资料、查找国内外文献	

项目名称注

项目编号							
项目名称		注册制背景下IPO企业估值体系创新研究					
项目负责人		杨一帆		联系电话		18345524091	
所在学院		经济管理学院					
学号		20204041120		专业班级		会计一班	
指导教师		于瑞华					
申请日期		2023年6月25日					
起止年月		2023年6月至2024年6月					

册制背景下IPO企业估值体系创新研究

项目级别省级

项目类型创新训练项目（A类）

项目类别一般项目

所属学科学科一级门：经济学学科二级类： 经济学类

是否为重点支持领域否重点支持领域泛终端芯片及操作系统、重大应用软件的应用开发；云计算、人工智能和无人驾驶；新材料及制造技术；新能源与储能技术；生物技术与生物育种；绿色环保与固废资源化；新一代通信技术、千兆光网技术和新一代IP网络通信技术；生物医学工程与精准医学、脑科学和类脑计算；城乡治理与乡村振兴；社会事业与文化遗产

项目来源名称 A学生自主选题，来源自己对课题的长期积累与兴趣

选题来源新文科

起止年月 2023年6月至2024年6月

负责人杨一帆性别女民族汉出生年月 2002年1月  
学号 20204041120 联系电话宅：手机：18345524091 邮箱：447857962@qq.com  
指导教师于瑞华联系电话宅：手机：13836961866 职称：副高级邮箱：2290617003@qq.com

项目简介党的二十大报告强调要大力发展实体经济，而证券市场是连接实体经济与资本市场的中介，因此依法规范和引导资本市场的健康发展成为当前的工作重点。，2023年2月全面实行股票发行注册制改革正式启动后，注册制背景下使新股定价也完全市场化，因此在多方利益主体的驱动下很多IPO企业股票存在高估现象，而上市后股票价格跌破发行价格，破发比例呈爆发式增长，公司市值出现了“腰斩”乃至“跳水”的现象，市场陷入极度恐慌。为了促进资本市场持续稳定健康发展和实现二十大的发展目标，本项目通过对比分析与指标敏感性分析，从IPO企业破发的角度出发，分析我国当前估值方法所存在的弊端，期于帮助市场参与方更好的识别发行新股的真实价值，引导投资者关注企业的长期可持续发展，为广大投资者提供思考角度与决策依据。

负责人曾经参与科研的情况作为第二主持人参加省级B类大学生创新创业训练项目《互联网+“龙江桦（画）”特色文创产品——有效助力乡村振兴》，负责项目的投融资分析、效益预测等相关财会工作。“**建行杯”第八届黑龙江省“互联网+”大学生创新创业大赛省级银奖两项**。3. 2022年12月以第一作者撰写学术论文《财务类退市新规对企业盈余管理手段的影响》。现已被《现代商业》国家级期刊录用待发表。预计2023年7月见刊。4. 2023年2月以第一作者撰写学术论文《科创板首批被退市警示企业财务造假案例分析与启示》。现已被《现代商业》国家级期刊录用待发表。预计2023年8月见刊。5. 基于大学生创新创业项目，以第二作者撰写《乡村振兴背景下黑龙江桦树皮画文化创新思路研究》，现已被《炎黄地理》录用，预计2023年9月见刊。6. 参与2023年大庆市课题《绿色创新助推大庆市经济高质量发展的分工协作机制研究》一项。

指导教师承担科研课题情况 1. 黑龙江垦区大豆竞争力分析及产业发展政策研究，（HNKXIV-12-15-03），黑龙江农垦总局 2. 基于XBRL的网络财务报告模式研究（11512226），省教育厅3. The Du Pont System 的理论与实践完善研究，校级课题，4. 企业资金链断裂及危机预警研究，校内三纵三横课题，RRCPY201808

指导教师对本项目的支持情况项目团队总负责人为指导教师，对项目各环节精准把控，全力支持本项目工作的开展运行。项目组成员姓名学号专业班级所在学院项目中的分工

杨一帆 20204041120 会计一班经济管理学院分配任务、汇总整合  
闫红飞 20204041119 会计一班经济管理学院调研数据、整理资料  
杜玉洁 20214041104 会计一班经济管理学院框架设计；项目背景调查  
魏岚 20224041348 会计三班经济管理学院收集资料、查找国内外文献

二、 立项依据（可加页）

（一）研究目的党的二十大报告强调要大力发展实体经济，而证券市场是连接实体经济与资本市场的中介，因此依法规范和引导资本市场的健康发展成为当前的工作重点。2023年2月1日，全面实行股票发行注册制改革正式启动，制度的进步使新股定价也采用完全市场化的询价、定价与承销机制，市场拥有直接定价的权利，因此在多方利益主体的驱动下很多IPO企业都是高溢价发行，而上市后纷纷破发，所以创建合理的估值体系以及高效合理评估股票的内在价值，降低新股发行价与市场报价之间的差异率尤为关键。故本项目的研究目的主要是：（1）为发行主体降低IPO股票破发风险提供参考随着当前我国注册制在股票市场的全面实施，询价机制的高度市场化，市场报价过高、发行方定价高等现象频发，发行主体对企业发展前景往往持有乐观态度，缺少对企业内在价值合理的判断方法，市场氛围也演变成IPO抑价与IPO破发并存的局面，导致上市初期公司的内在价值不能得到真实的反映。因此，本文从股票真实价值与市场估值视角分析企业IPO定价的不合理之处，以便发行方、承销商可以及时采取有效的防范机制。（2）为投资者识别申购新股价格是否合理提供参考对于股票发行方而言，其根本目的在于企业可以获得融资金额，以便扩大经营规模与现金留存额度。二级市场投资者在认购股票时，很可能处于信息劣势方，不能有效识别发行方披露信息质量，并且发行方也不会因发行高估值而付出巨大的成本，因此，本文通过估值方法探索IPO破发的因素，旨在分析企业IPO市值，为投资者合理预测股票价格提供思考角度，以此识别可能发生的投资风险。研究内容（1）研究的主要内容IPO企业破发问题一直都是资本市场与学界关注的重点，如何科学定价和建立合理的IPO企业估值体系降低破发概率成为资本市场的工作重点。因此项目基于对我国股票发行制度改革和国内外研究现状的了解，按以下脉络对公司的财务状况进行梳理，最后得出启示，本项目研究内容共分为三个部分：第一部分是注册制背景下企业IPO估值现状①企业IPO定价政策。2019年1月证监会发布的《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》提出，科创板新股发行价格、规模等要通过市场化的方式来决定，对新股发行及定价不设限制，即取消原来发行价不高于23倍市盈率的条件。同年3月证监会又发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》，规定在原来五类网下询价机构的基础上，新增私募基金管理人为询价对象，扩大询价对象范围以促使报价更加多元、合理。综合来看，此次规则调整主要内容是：首先，最高报价剔除比例变更为不超过3%、不低于1%。其次，审慎评估发行价是否需超出“四值孰低值”允许发行价超出幅度不超过30%，这也致使新股发行市盈率、发行价高成为普遍现象，市场氛围也演变成IPO抑价与IPO破发并存的局面，随之而来的是我国股票市场出现大批新股破发，如何降低新股发行价与市场报价之间差异亟待解决。表1我国新股发行定价演进

时间	定价方式	定价上限	是否管制
1999年9月前	固定价格与市盈率	15倍市盈率	是
1999年10月-2001年10月	累计投标定价	无	否
2001年11月-2004年12月	固定市盈率	20倍市盈率	是
2005年1月-2009年5月	询价制	30倍市盈率	窗口指导
2009年6月-2012年4月	询价制	无	否
2012年5月-2014年6月	询价制	参考同行业	否
2014年6月-2019年6月	询价制	23倍市盈率	窗口指导
2019年6月至今	询价制	注册制板块放开	否

②企业IPO估值常用方法。我国IPO估值方法有市场法和收益法。现有的估值策略以单一的利润为价值导向，比如市场法下以市盈率或市净率指标测算公式股票所拥有的价值具有一定的局限性，市净率对于大型上市公司相对准确，但对于小型公司存在不确定因素，有时候会导致投资价值大打折扣，导致估值不准确。再有市盈率除了受企业本身基本面的影响还受整个经济景气程度的影响，若为周期性企业则企业价值可能被歪曲。而收益法下以股权自由现金流模型或自由现金流贴现模型对企业股票进行估值无法准确预测公司未来盈利的波动性，只局限于将公司未来的收益体现到当前的股价中。③注册制背景IPO估值问题。注册制下企业上市需要提交符合资讯披露规定的招股书，在信息充分、真实、准确的前提下，证监会将对其进行备案，公司即可正式上市交易。这也导致注册制下市场将主导股价的形成，市场供求力量和投资者情绪的影响可能导致股价和估值波动较大，市场氛围也演变成IPO抑价与IPO破发并存的局面。注册制下发行方通过市场询价方式制定股票发行价格时，往往对企业未来发展持有乐观态度，致使股价高估值、高市盈率的现象广泛存在，估值过高破发成为常态。同时现阶段我国市场环境投机氛围很浓，投资者的需求并不是建立在对股票的内在价值评估的基础上，而是建立在对一级、二级市场差价的预期上。因此IPO抑价下估值过低导致二级市场过度投机与炒作之风盛行。第二部分是注册制背景下IPO估值体系创新①估值思路的重新调整。根据上述对注册制背景下企业IPO估值现状的研究，可见我国估值体系尚不完善。首先估值思路的整体调整需完善IPO有关的信息披露程度，这包括更加清晰和全面地披露估值方法和假设，明确风险和不确定性，并保持估值过程的透明度和可追溯性，以提高市场参与者对估值结果的信任度，使投资者的需求建立在对股票的内在价值评估的基础上，而不是建立在对一级、二级市场差价的预期上，从而改善IPO抑价的市场氛围；再者改善发行主体内在价值评估方法，引入实物期权法，用Schwartz-Moon模型为股票重新定价，通过将蒙特卡洛模拟结果与发行价相比较，利用参数敏感性分析，分析指标对企业价值影响大小，进而探索企业IPO破发的因素，从而改善IPO破发的市场环境。其次注册制的核心是以市场价格为导向，因此，在估值思路的具体调整中，需要更加注重市场价格的影响。传统的基本面分析和财务模型仍然重要，但应该结合市场价格、市场比较法和交易对手法等市场化指标进行综合分析。这样可以更好地反映市场对企业的认知和评估。②估值方法的创新应用。上述不管是相对估值法抑或是绝对估值法对企业估值时都存在一定的弊端，本项目在估值方法上引入实物期权法对以往的估值模型的修正与改进。比如市场法加实物期权估值的创新，市场法加实物期权估值创新可以在实物交割期权的估值过程中引入非会计因素，以更准确地计算权益证券的估值。比如可以通过对社会贡献度的分析，来预测未来的市场前景，并据此估算实物期权的价值。将收益法和实物期权相结合的创新，由于实物期权的估值需要考虑期权的行权时机对现金流量的影响。行权时机可能与市场情况、标的资产价格、利率等有关，因此在预测现金流量时，综合考虑这些因素，并将其纳入估值模型中。该创新可以更加精确地反映企业未来现金流的不确定性，并提供一种灵活的估值方法，尤其适用于具有高度不确定性、资产价值波动较大的行业和公司。③估值结果的创新调整。首先根据市场估值的调整，即在估值分析中根据市场情况对估值结果进行创新性的调整和修正。比如根据市场整体情绪、市场流动性和类似企业的估值高低进行同方向调整，根据市场风险水平进行反方向调整。其次根据环境变化的调整，在进行估值分析时，本项目考虑各种环境因素，如宏观经济环境、行业竞争环境、技术发展趋势、政府政策变化等。这些环境因素对资产或企业的价值有着重要的影响，通过创新性的调整来更好地反映这种影响。，以上根

据市场估值和环境变化估值结果的创新调整,可以提高估值结果的准确性和实用性,帮助决策者做出更科学、可靠的决策。第三部分是创新估值与传统估值产生的差异比较①引入实物期权模型。创新估值下考虑了实物期权价值,将估值方法与实物期权模型相结合,即市场法加实物期权估值的创新与收益法和实物期权相结合的估值创新考虑到企业所持有的实物资产、市场机会、专利技术等实物期权的价值。而传统估值方法可能更关注财务指标和市场交易价格,而未能充分考虑实物期权对企业价值的潜在影响。②考虑战略调整和业务前景等非会计因素。创新估值方法可能更注重对企业的战略调整、业务前景和发展机会的评估。传统估值方法可能更侧重于历史数据和当前状况的分析,局限于以往以单一的利润为价值导向的估值策略,未充分考虑企业未来的战略路径和创新潜力等因素。③估值技术和模型多元化。创新估值方法下采用更复杂、多元的模型和技术,例如实物期权定价模型、实物资产估值模型和风险折现模型。这些方法能更准确地反映公司的经营特征、技术创新、市场前景和风险因素等,提供更全面的估值结果。传统估值方法通常使用相对简化的模型方法,如市盈率、贴现现金流量模型(DCF),考虑相对较少的因素,估值结果的准确性和可靠性较低。国内、外研究现状和发展动态 ①IPO定价效率影响因素研究IPO破发现象是市场对IPO定价的一种过度反应,也是IPO定价效率低的表现之一,国内外对于IPO定价效率的研究时间较长并且理论较为成熟,可以从IPO定价效率及其影响因素相关研究剖析破发现象。盈余是衡量公司经营成果的重要指标之一,盈余管理加大了资本市场中的信息不对称程度和逆向选择程度,使得投资者在定价时会与公司实际价值发生偏离(Abadet,2018),进而对IPO定价效率产生影响。此外,当企业创立时间较短历史数据不够充足,则更加依靠当期的盈利水平,(Purnanandam等,2004)发现其中高价的新股存在当期利润较低、操纵性应计较高、分析师预测的成长性高于新股实际的成长性等诸多现象,使得投资者更关注乐观的增长预期而对盈利能力关注不够,进而造成错误的判断。其次,“信息效率观”认为由于公司本身经营业务具有复杂性且存在代理问题,使市场参与者之间产生了信息不对称(Jin,Myers,2006),减少信息不对称则需要提升企业信息披露水平,例如通过上市前的第三方审计(Dye,Willenborg,1999);此外,企业IPO自愿性披露信息也可以有效降低股价同步性,有利于提高IPO定价效率(Hutton,2009)。除公司本身产生的信息不对称以外,主承销商作为股票发行的信息优势方,有时会根据投资者竞价策略的异质性推断投标人的真实估值,进而对IPO定价效率产生影响(Jenkinson等,2007)。另外,法国的中介机构在对拟上市公司的股票价格评估时,会使用多种不同的评估方法,并使用一定的加权比例将各种方法得到的结果进行整合,最终对加权平均取一个折扣率作为最终确定的发行价(Roosenboom,2007)。在我国,针对发行定价层面,注册制取消了直接定价方式,对新上市概念股、科技股、媒体追捧股票的炒作抑制作用明显(赖黎等,2022);从溢价角度来看,在注册制改革初期“炒新”情绪煽动的作用下溢价现象仍层出不穷(王梓凝、王跃堂,2023)。针对交易定价环节,科创板重点突破了新股上市首日交易最大涨幅44%的限制,相对于主板在IPO阶段和正常交易阶段的定价效率更高,促进了中长期理论定价(张宗新等,2021);(张晓燕等,2022)。还有部分国内学者认为注册制改革初期,放松政府管制会使得承销商寻求风险溢价补偿,不但没有提高资本市场定价效率反而降低,是因为科创板公司实施完全强制跟投制度使得定价效率略高于创业板公司(吴锡铭等,2022)。同为注册制公司,科创板与创业板相比,创业板公司承销商与投资者发行人之间发生冲突导致其IPO抑价高(陈国明、姚雅静,2023)。另外,当有外资参股承销商参与时,我国IPO公司的定价溢价和抑价率均显著小于境内承销商,且较为完善的外资来源国制度环境进一步增强了IPO定价效率,符合制度绑定假说(郑建明等,2018)。媒体报道作为资本市场中的非正式外部监管角色已经被许多学者研究证实。在发行上市前,投资者难以获得IPO公司的相关信息,而媒体报道可以有效缓解信息不对称问题,当媒体质疑企业信息披露质量时,企业对于媒体回应内容涉及研发费用、营业收入、营业成本指标,且回应内容越详细,对于提升企业IPO定价效率越有显著影响(蒋尧明等,2022);但是当没有媒体关注时,即使企业将信息进行披露,大部分中小投资者不能有效利用公司披露的研发信息来进行合理决策(胡志强等,2021)。另外,当企业主动在IPO招股说明书中披露商业信用信息时,也会显著降低IPO首日上市收益率,进而增强IPO定价效率(叶志强等,2020)。盈余管理也会导致资本市场中存在更高的信息不对称,应计盈余管理会降低IPO定价效率,这种影响在市场化程度较高的地区和熊市期间表现更显著(王英允等,2021)。除此之外,(董秀良等,2020;2021)发现股票发行规模越小股票价格越高,偏离公司内在价值的程度也就越大,说明二级市场投资者对公司基本面、科创属性等重要指标的关注度明显不足,非理性投机行为严重,一方面需要加强对承销商和发行人的监管能力增强信息披露,减少信息不对称程度,也要对投资者倡导价值投资、理性投资。②国外IPO企业估值体系研究现状企业价值评估概念首次被国外学者Irving Fisher提出,他在其著作《资本与收入的性质》内提到了企业收入决定企业价值,而利率所发挥的作用就是连接资本与收入,同时,该著作详细的描述了资本与企业收入之间的联系以及资本价值是通过未来收入的折现衡量。折现现金流量的思想与理念逐步被学者们所认可。(Black,Scholes,1973)最早提出了B-S期权定价模型,开启了学术界对于实物期权的量化的研究,该模型认为企业在不确定的经营环境下也存在获利,运用实物期权思想可以发现企业在风险项目中潜在的期权价值。在对公司股票市场价值判断时,可以基于现金流折现模型,并将股息、每股收益等会计信息联系在一起构建公司市场定价模型,从会计数据的角度为公司IPO定价提供思路(Ohlson,1995);与此同时,经济增加值(EVA)的概念也是基于现金流折现模型所提出的,该方法可以更加有效的评估企业内在价值,真实反应企业创造价值的能力,并且可以度量公司未来增长的贴现值(Damodaran,2007)。同时,企业资历、规模和盈余程度会影响估值方法的选择(Hekmat Hanieh等,2023)。随着估值评估理论的深入研究,发现传统估值公式在使用的过程中,会存在一些数值估算不准确,进而导致结果出现偏差(Liano-Ferro,2009),可以综合运用净资产定价模型、风险溢价模型、现金流折现模型来评估企业价值,改善单一估值方法存在的弊端(Michelfeder等,2013)。通过企业价值计算方法评估企业的内在价值与市场价值可能会存在一定差距,但是从长远看,企业市场价值的增长或者下降都会在企业评估的价值附近来回波动(Njowa,Musingwini,2017)。此外,由于最初的B-S实物期权应用受到很大限制,是连续时间的期权定价模型,后来又将模型调整至离散化,并使用蒙特卡洛模拟方法将其应用并计算,改善了原始模型使用受限的情况(Schwartz,Moon,2010)。模糊实物期权方法通过实物期权概念衍生出的,针对企业固执中相关参数选取的缺陷问题,结合数学理论、统计理论,使得实物期权实操性大大增强,例如,将其应用评估融资对绿化技术的整体净现值(Daniel Metzger,2019)。国外多家IPO企业数据研究表明,许多方面对IPO估值起到积极影响。商标宽广度的增大对IPO的估值有所助力(Fisch Christian等,2022)。正在发展的小规模公司与蒸蒸日上青年公司在成员创业的影响下也产生了好的化学反应(Wu Shuai,2023)。③国内IPO企业估值体系研究现状目前我国针对IPO企业估值体系的研究多见于估值体系下估值方法的选择与优化,随着我国企业估值体系的完善,国内学者也较为系统的对企业估值领域进行深入研究,估值技术被广泛应用于分析股票价格,以传统的经济增加值(EVA)法为基础,将权益资本成本因素加入模型中,进而可以进行差异化分析股票价格和评估价值(温素彬,2018)。在物流企业中,由于现行的价值评估实物主要依赖财务报表的数据而忽略表外数据,容易脱离实际情况,在传统价值评估模型中对相关指标选择时,应该综合考虑行业发展因素(张欢,2019)。此外,对于成熟的企业来说,由于产品和客户多元化,盈利水平稳定,传统的公司估值方法已不适用于新经济形势下新业态下的互联网独角兽企业估值,因此可以考虑采用EV/EBITDA方法、PE、PEG等指标进行估值(肖荣荣等,2020)。随着当前数据资产市场的发展,一些学者也逐渐对数据资产价值进行评估,例如(陆垠峰、欧阳文杰,2022)综合运用层次分析法、成本、收益法和市场法评估原理,利用联邦学习技术对商业银行数据资产进行估值定价,也有学者将灰色预测模型与实物期权模型结合,规避了现金流预测对数据的依赖性(屈晓娟等,2019)。但在实践层面更多的是采用相对估值法与已有数据进行参考对比(赵成,2022)数字经济时代企业估值不能神化基于会计信息的企业估值模型,还应要求评估非会计信息对企业估值的重大影响,真正做到定量评估与定性评估的完美结合(王培、郑建超,2022)。④文献评述首先,国外学者集中在IPO定价效率的研究,对IPO破发的研究集中在国内。国内外学者主要从盈余管理、一级市场与二级市场信息不对称、信息披露等角度对IPO定价效率情况进行解释;此外,还有部分国外学者认为承销商采取不同的股票定价方式和发行方式也会对发行价格产生影响。而我国资本市场与外国相比起步较晚,近年来发行制度的改革也与IPO定价有密切关系,一些学者认为当前制度的变革使得IPO定价效率得到有效提升;而一些学者持相反态度,认为这种制度的市场化改革导致发行方与承销商短期行为更加严重,加剧了IPO破发的可能。对于企业IPO破发现象分析发现,IPO定价高于企业内在价值、高发行价、高市盈率、高募集资金等不合理因素普遍存在,严重影响资本市场资源配置的有效性,投资者会因此受到极大的经济损失。其次,对于企业估值,外国学者相对于国内研究较早,当前传统企业估值领域的体系逐渐成熟,传统方法中成本法、收益法、市场法针对不同类型企业在实务中应用较为广泛,国内学者主要是在国外研究基础上进而修正模型提升模型适用性。此外,外国学者提出实物期权理论后,我国学者也逐步应用理论并且将实物期权模型应用到我国企业估值中,认为实物期权法对于高新技术企业的价值评估适用性更强。最后,以往对于IPO破发现象的研究大多围绕着盈余管理、媒体报道等因素来解释,企业估值研究也相对独立,结合企业估值研究IPO破发的影响因素相对较少。因此,本文从企业估值视角探索“知乎”IPO破发的成因,基于股票内在价值与市场估值等多种角度,深入挖掘企业IPO破发的因素,并提出合理的防范建议。参考文献:Jing Gao,Ling Mei Cong,John Evans. Earnings Management, IPO Underpricing, and Post-Issue Stock Performance of Chinese SMEs[J]. The Chinese Economy,2015,48(5).David Abad, M. Fuensanta Cutillas-Gomarez,Juan Pedro Sánchez-Ballesta,José Yagüe. Real Earnings Management and Information Asymmetry in the Equity Market[J]. European Accounting Review,2018,27(2).Amiyatosh K. Purnanandam,Bhaskaran Swaminathan. Are IPOs Really Underpriced?[J]. The Review of Financial Studies,2004,17(3).Jin L, Myers S C. R2 around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics,2006,79(2):257-292. Empirical Analysis of the Economic Demand for Auditing in the Initial Public Offerings Market[J]. Journal of Accounting Research,1999,37(1).Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R2, and crash risk [J]. Journal of Financial Economics,2009,94(1):67-86. Jenkinson T, Jones H. IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutional investors[J]. frc Working Papers, 2006, 22(4):1477-1504. Chan, Yue-Cheong, Wu, Congsheng, Kwok, Chuck. Valuation of global IPOs: a stochastic frontier approach[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2007(3): 267-284. Roosenboom P. How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market[J]. Contemporary Accounting Research, 2007(24):331-354. 赖黎,蓝春丹,秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗?——来自注册制的证据[J]. 管理世界, 2022, 38(04):172-184+199+185-190. 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(04):33-46. 张晓燕,张子健. 科创板制度改革的效果——基于股票定价效率、流动性和上市公司质量的研究[J]. 经济学报, 2022, 9(03):1-31. [1]陈国明,姚雅静. 市场化进程下IPO定价效率的有效性[J]/OL. 财会通讯:1-6[2023-06-25]. 陈国明,姚雅静. 市场化进程下IPO定价效率的有效性[J]/OL. 财会通讯:1-6[2023-06-25]. 吴锡铭,张弛. 注册制改革对资本市场定价效率的影响研究——基于IPO抑价率的视角[J]/OL. 南开管理评论:1-32[2023-06-25]. 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. 蒋尧明,杨嘉逸,邓瑶. 科创板审核问询函要求回应媒体质疑能提升IPO定价效率吗[J]. 当代财经, 2022(08):124-137. 胡志强,尹朝曦. 研发信息披露与IPO定价效率[J]. 技术经济, 2021, 40(03):54-63. 叶志强,朱青育,张顺明. 商业信用对IPO定价的影响研究[J]. 投资研究, 2020, 39(12):84-101. 王英允,杨朝,高敏忠. 盈余管理方式与IPO定价效率[J]. 中国注册会计师, 2021(02):70-76. [1]董秀良,刘佳宁,徐世堂. 中国科创板IPO定价效率及影响因素研究[J]. 数理统计与管理, 2021, 40(03):526-543. 董秀良,刘佳宁,满媛媛. 注册制下科创板首次定价合理性及高回报成因研究[J]. 上海财经大学学报, 2020, 22(06):65-78. Williams, J.B. The theory of investment value[M]. Cambridge:Harvard University Press, 1938, 15-117. Michael C. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2). Ohlson J A. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11(2):661-687. Damodaran A. Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence[J]. Foundations and Trends® in Finance, 2007, 1(8):693-784. Hekmat Hanieh, Rahmani Ali, Yazdifar Hassan. IPO valuation in an emerging market - a study in Iran[J]. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 2023, 16(2). Ferana do Llano-Ferro. The Weighted Average Cost of Capital for Firm Valuation Calculations[J]. International Research Journal of Finance and Economic. 2009(26):148-150. Richard A. Michel felder, Pauline M. Ahem. Comparative Evaluation of the Predictive Risk Premium Model, the Discounted Cash Flow Model and the the Capital Asset Pricing Model for Estimating the Cost of Common Equity. The Electricity Journal, 2013. G. Njowa, C. Musingwini. A framework for interfacing mineral asset valuation and financial reporting[J]. Resources Policy, 2018, 56. Schwartz E S, Moon M. Rational Pricing of Internet Companies Revisited[J]. Financial Review, 2010, 36(4). Daniel Metzger, Orestis Schinas. Fuzzy real options and shared savings: Investment appraisal for green shipping technologies[J]. Transportation Research Part D, 2019, 77. Fisch Christian, Meoli Michele, Vismara Silvio, Block Jörn H. The effect of trademark breadth on

IPO valuation and post-IPO performance: an empirical investigation of 1510 European IPOs[J]. Journal of Business Venturing, 2022, 37(5). Wu Shuai. Impact of serial entrepreneurs on IPO valuation: Evidence from U.S. IPOs[J]. North American Journal of Economics and Finance, 2023, 64. 温素彬, 蒋天使, 刘义鹏. 企业 EVA 价值评估模型及应用[J]. 会计之友, 2018, (02): 147-151. 张欢. 我国上市物流企业市场价值评估分析[J]. 商业经济研究, 2019(15): 117-120. 肖欣荣, 王艺蓉. 如何对创新型企业的估值[J]. 金融市场研究, 2020, (05): 106-112. 陆岷峰, 欧阳文杰. 商业银行数据资产的价值评估与交易定价研究[J]. 会计之友, 2022(19): 30-37. 屈晓娟, 张华. 创业板上市公司价值评估模型构建研究——基于灰色预测模型与实物期权的结合[J]. 财会通讯, 2019(05): 98-103. 赵欣. 互联网独角兽企业估值研究[J]. 经济论坛, 2022(12): 135-144. [40]王培, 郑建彪. 数字经济时代 DCF 的失灵与估值重构[J]. 财务管理研究, 2022(02): 64-69. 创新点与项目特色创新点: (1) 基于股票内在价值与市场估值等多种角度, 拓宽企业 IPO 破发现象影响路径分析的角度。通过阅读大量的文献可以发现, 我国估值体系的研究多针对于高新技术企业, 而对处于不同行业、不同生命周期、不同环节的企业没有系统性的研究, 对企业估值的研究角度较为独立, 因此本项目基于股票内在价值与市场估值等多种角度, 深入挖掘企业 IPO 破发的估值因素, 拓宽企业 IPO 破发现象影响路径分析的角度, 通过模型的修正与改进, 分析实物期权法相比传统估值方法对于企业估值的适用性, 为同类型企业价值评估提供新的思路, 为我国建立特色 IPO 企业估值体系提供建议, 从而提高估值体系与我国资本市场的适配程度, 使估值更为准确地反映企业上市公司的真实价值, 提高估值的客观性和准确性, 有利于让投资者产生新的投资理念, 为中国资本市场的发展带来一股新风。(2) 围绕新发展格局, 引入非会计信息因素, 从而构建中国特色估值体系。现有的估值策略以单一的利润为价值导向, 比如市场法以下市市盈率或市净率指标测算公式股票所拥有的价值具有一定的局限性, 市净率对于大型上市公司相对准确, 但对于小型公司存在不确定性因素, 有时候会导致投资价值大打折扣, 导致估值不准确。再有市盈率受企业本身基本面的影响还受整个经济景气程度的影响, 若为周期性企业则企业价值可能被扭曲。因此若想科学合理地反映公司的价值, 可以引入更多非会计信息因素进行评价, 比如企业发展潜力、社会贡献度等, 使企业估值不仅反映企业自身的财务价值和投资价值, 更能反映社会价值, 引导投资者关注长期可持续发展, 使 IPO 企业估值回到合理的水平。项目特色: (1) 顺应国家大环境的变化。2023 年 2 月初, 全面实行股票发行注册制改革正式启动。随着改革的深入, 市场的阵痛开始显露, 研究发现注册制下 IPO 企业估值大幅提高, 增加了 IPO 企业破发的概率, 打击了股民的投资积极性, 对股票市场的发展有一定的阻碍作用, 同时证监会召开的 2023 年系统工作会议明确提出, 推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素, 推动各相关方加强研究和成果运用, 逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系, 更好发挥资本市场的资源配置功能。因此对同类型企业精准有效地估值和建立 IPO 企业特色估值体系顺应了大趋势的走向。(2) 观点新颖。当前国内外文献对 IPO 企业估值体系的研究很少, 并且对估值体系的研究较为片面, 多为科创型企业的估值方法分析, 但是全面注册制下各种企业类型的估值整体都偏高, 针对不同类型企业特点修订估值模型并将其应用于同类型企业观点较为新颖, 比如将基础模型结合“知乎”企业特点进行修订, 然后将此模型应用于同类互联网企业。(五) 技术路线、拟解决的问题及预期成果本项目在就某公司分析前, 会先对其财务状况进行梳理, 归纳并总结 IPO 破发的成因以及该公司运用的估值方法, 从而将估值基础模型结合公司特点进行修正。本项目将以企业“知乎”为例研究企业 IPO 破发存在的共性问题, 并从企业估值的角度提出应对风险的防范措施。①案例研究法本文选取互联网 IPO 企业“知乎”作为案例研究对象。由于互联网企业我国传统行业存在很大的差别, IPO 估值定价较为困难, 因此选取该板上上市企业研究更符合我国资本市场当前发展形势, 案例具有很强的代表性, 通过对互联网企业“知乎”首日破发现象进行描述并对现象成因加以分析, 梳理当前造成企业 IPO 破发存在的共性问题, 并从企业估值的角度提出应对风险的防范措施。②定量分析法定量分析法是以“知乎”企业 2012 年至 2022 年十年的财务报表为主要数据来源, 按照数理方式加工整理, 量化公司数据进行分析。本文通过了解互联网企业特征后, 引入了以实物期权为基础的 IPO 估值模型, 使用 Matlab 编程软件计算服从正态分布的随机数, 然后通过多次计算获得考虑实物期权价值后的企业内在价值。③比较分析法比较分析法包括横向比较与纵向比较, 横向比较即对同行业企业在相同时期对同一指标进行对比, 纵向比较是将“知乎”企业同一指标当期水平与历史水平进行比较。本文通过使用不同的企业估值模型, 对比传统方法与实物期权法的优劣以及方法在企业中的适用性, 将结果与发行价格进行比较, 另外也将模型指标敏感性进行比较, 分析指标对企业价值影响大小, 进而探索企业 IPO 破发的因素。1. 技术路线 2. 拟解决的问题从企业估值的角度分析 IPO 企业破发的原因及其所选择的估值方法。2. 分析企业所选估值方法对该类型企业估值时存在的缺陷和适用性。3. 根据存在的弊端在基础模型基础上引入实物期权模型并结合公司特点进行修正。4. 为投资者合理预测股票价格提供思考角度, 以此识别可能发生的投资风险。3. 预期成果 1. 在省级刊物公开发表相关论文一篇。撰写一篇关于 IPO 企业估值的相关文章。2. 撰写注册制背景下 IPO 企业估值体系研究报告一份。3. 对项目研究得出结论并提出建议。(六) 项目研究进度安排 (1) 2023.04-2023.06 综合分析小组成员专长, 明确做好组内分工, 分头查阅资料并整理, 小组定期进行汇总讨论, 完成前期基本调研工作。(2) 2023.06-2023.12 对前期的数据资料进行整理, 并与指导教师商讨综合意见, 完成数据的整合的工作。(3) 2023.12-2024.02 在现有研究基础上整理资料, 进一步发现问题, 根据问题制定调研方案, 完成调研报告。(4) 2024.02-2024.03 进一步完善研究报告, 收集资料, 完成论文的发表。(5) 2024.03-2024.05 总结资料, 整合数据, 做项目结题准备, 完成结题。(七) 已有基础与本项目有关的项目积累和已取得的成绩①对小组指导教师和负责人而言本项目的指导教师研究方向为企业财务与价值分析, 对 IPO 企业估值体系研究较为深入, 能够对项目进行精准的把控, 提出指导意见。2023 年 5 月项目负责人在指导教师的指导下参加第六届全国企业价值创造实战竞赛, 并取得省级二等奖的成绩, 为项目的进行奠定了良好的基础。项目负责人以第一作者撰写两篇学术论文《科创板首批被退市警示企业财务造假案例分析与启示》与《财务类退市新规对企业盈余管理手段的影响》, 均已被国家级期刊《现代商业》录用待发表, 因此对注册制背景有深入的了解。项目负责人成绩优异, 具有很强的组织能力和严谨的工作态度, 参与的主要专业竞赛如下: 杨一帆(负责人): 第二主持人参与省级 B 类大学生创新创业训练项目《互联网+“龙江桦(画)”特色文创产品——有效助力乡村振兴》, 项目成功以成功结题。2021-2022 学年国家奖学金 2022 一带一路暨金砖国家技能发展与技术创新大赛决赛三等奖“建行杯”第八届黑龙江省“互联网+”大学生创新创业大赛省级银奖 2 项 2023 第一届“科云杯”全国大学生企业财管综合技能大赛省级一等奖 2022 年全国本科大学生会计技能竞赛北区区域赛一等奖 2022 年全国本科大学生会计技能竞赛北区区域赛团体二等奖 2022 一带一路暨金砖国家技能发展与技术创新大赛初赛一等奖第十届“网中网杯”大学生财务决策大赛东北区二等奖第六届全国企业价值创造实战竞赛省级二等奖②对小组主要成员而言闫红飞(成员): “建行杯”第八届黑龙江省“互联网+”大学生创新创业大赛省级银奖第十届“网中网杯”东北赛区二等奖第六届全国企业价值创造大赛二等奖“正保会计网校”全国校园财会大赛三等奖“科云杯”全国大学生企业财管综合技能大赛一等奖“2022 年全国大学生审计技能大赛——十五地区选拔赛(本科组)”三等奖杜玉洁(成员): 参与“知翰杯”全国高校数字化运营实践与创新挑战赛参与第六届黑龙江省“福斯特杯”大学生大数据会计决策与分析竞赛 2. 已具备的条件, 尚缺少的条件及解决方法①已具备的条件学校提供知网的检索渠道, 方便我们在研究过程中查阅相关文献。项目指导教师可以为课题的研究提供指导, 项目负责人组织协调能力, 多次参加创新创业比赛, 并且获得了一些奖项, 这可以为大创项目的开展提供帮助, 并对大创项目有一些基础性的了解。小组成员均成绩优秀, 有大学生创新创业竞赛的经历, 具备电脑、网络等硬件设施, 能够熟练使用 word、ppt 等软件方便我们撰写调研报告和论文等。团队成员对本课题有一致的兴趣意向, 成员之间合作配合默契, 可以将原有的经验和知识相互启发和促进。②尚缺少的条件基于内在价值与市场价值因素提出相应建议措施时, 需要将处理后的数据输入到 Schwartz-Moon 模型, 需要使用 Matlab 编程软件计算正确操作分析过程并计算估值结果; 另一方面, 需要结合企业财务数据与行业数据分析对市场参与者各个主体合理分析, 此部分我们项目组成员缺乏相关知识。③解决方法学习相关教材和课程, 深入了解模型适用性及其理论, 对于未来预测性数据保持客观谨慎的分析模式, 尽量降低主观因素造成方法使用导致的误差, 熟练应用所需软件及模型; 另外, 通过比较分析发现数据的共性问题与差异较大的现象。

(一) 研究目的党的二十大报告强调要大力发展实体经济, 而证券市场是连接实体经济与资本市场的中介, 因此依法规范和引导资本市场的健康发展成为当前的工作重点。2023年2月1日, 全面实行股票发行注册制改革正式启动, 制度的进步使新股定价也采用完全市场化的询价、定价与承销机制, 市场拥有直接定价的权利, 因此在多方利益主体的驱动下很多 IPO 企业都是高溢价发行, 而上市后纷纷破发, 所以创建合理的估值体系以及高效合理评估股票的内在价值, 降低新股发行价与市场报价之间的差异率尤为关键。故本项目的研究目的主要是: (1) 为发行主体降低 IPO 股票破发风险提供参考随着当前我国注册制在股票市场的全面实施, 询价机制的高度市场化, 市场报价过高、发行方定价高等现象频发, 发行主体对企业发展前景往往持有乐观态度, 缺少对企业内在价值合理的判断方法, 市场氛围也演变成 IPO 抑价与 IPO 破发并存的局面, 导致上市初期公司的内在价值不能得到真实的反映。因此, 本文从股票真实价值与市场估值视角分析企业 IPO 定价的不合理之处, 以便发行方、承销商可以及时采取有效的防范机制。(2) 为投资者识别申购新股价格是否合理提供参考对于股票发行方而言, 其根本目的在于企业可以获得融资金额, 以便扩大经营规模与现金留存额度。二级市场投资者在认购股票时, 很可能处于信息劣势方, 不能有效识别发行方披露信息质量, 并且发行方也不会因发行高估值而付出巨大的成本, 因此, 本文通过估值方法探索 IPO 破发的因素, 旨在分析企业 IPO 市值, 为投资者合理预测股票价格提供思考角度, 以此识别可能发生的投资风险。研究内容 (1) 研究的主要内容 IPO 企业破发问题一直都是资本市场与学界关注的重点, 如何科学定价和建立合理的 IPO 企业估值体系降低破发概率成为资本市场的工作重点。因此项目基于对我国股票发行制度改革和国内外研究现状的了解, 按以下脉络对公司的财务状况进行梳理, 最后得出启示, 本项目研究内容共分为三个部分: 第一部分是注册制背景下企业 IPO 估值现状①企业 IPO 定价政策。2019 年 1 月证监会发布的《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》提出, 科创板新股发行价格、规模等要通过市场化的方式来决定, 对新股发行及定价不设限制, 即取消原来发行价不高于 23 倍市盈率的条件。同年 3 月证监会又发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》, 规定在原来五类网下询价机构的基础上, 新增私募基金管理人为询价对象, 扩大询价对象范围以促使报价更加多元、合理。综合来看, 此次规则调整主要内容是: 首先, 最高报价剔除比例变更为不超过 3%、不低于 1%。其次, 审慎评估发行价是否需超出“四值孰低值”允许发行价超出幅度不超过 30%, 这也致使新股发行市盈率、发行价高成为普遍现象, 市场氛围也演变成 IPO 抑价与 IPO 破发并存的局面, 随之而来的是我国股票市场出现大批新股破发, 如何降低新股发行价与市场报价之间差异亟待解决。表 1 我国新股发行定价演进

时间定价方式定价上限是否管制

1999年9月前固定价格与市盈率 15倍市盈率是  
1999年10月-2001年10月累计投标定价无否  
2001年11月-2004年12月固定市盈率 20倍市盈率是  
2005年1月-2009年5月询价制 30倍市盈率窗口指导  
2009年6月-2012年4月询价制无否  
2012年5月-2014年6月询价制参考同行业否  
2014年6月-2019年6月询价制 23倍市盈率窗口指导  
2019年6月至今询价制注册制板块放开否

②企业IPO估值常用方法。我国IPO估值方法有市场法和收益法。现有的估值策略以单一的利润为价值导向，比如市场法下以市盈率或市净率指标测算公式股票所拥有的价值具有一定的局限性，市净率对于大型上市公司相对准确，但对于小型公司存在不确定因素，有时候会导致投资价值大打折扣，导致估值不准确。再有市盈率除了受企业本身基本面的影响还受整个经济景气程度的影响，若为周期性企业则企业价值可能被歪曲。而收益法下以股权自由现金流模型或自由现金流贴现模型对企业股票进行估值无法准确预测公司未来盈利的波动性，只局限于将公司未来的收益体现到当前的股价中。③注册制背景IPO估值问题。注册制下企业上市需要提交符合信息披露规定的招股书，在信息充分、真实、准确的前提下，证监会将对其进行备案，公司即可正式上市交易。这也导致注册制下市场将主导股价的形成，市场供求力量和投资者情绪的影响可能导致股价和估值波动较大，市场氛围也演变成IPO抑价与IPO破发并存的局面。注册制下发行方通过市场询价方式制定股票发行价格时，往往对企业未来发展持有乐观态度，致使股价高估值、高市盈率的现象广泛存在，估值过高破发成为常态。同时现阶段我国市场环境投机氛围很浓，投资者的需求并不是建立在对股票的内在价值评估的基础上，而是建立在对一级、二级市场差价的预期上。因此IPO抑价下估值过低导致二级市场过度投机与炒作之风盛行。第二部分是注册制背景下IPO估值体系创新①估值思路的重新调整。根据上述对注册制背景下企业IPO估值现状的研究，可见我国估值体系尚不完善。首先估值思路的整体调整需完善IPO有关的信息披露程度，这包括更加清晰和全面地披露估值方法和假设，明确风险和不确定性，并保持估值过程的透明度和可追溯性，以提高市场参与者对估值结果的信任度，使投资者的需求建立在对股票的内在价值评估的基础上，而不是建立在对一级、二级市场差价的预期上，从而改善IPO抑价的市场氛围；再者改善发行主体内在价值评估方法，引入实物期权法，用Schwartz-Moon模型为股票重新定价，通过将蒙特卡洛模拟结果与发行价相比较，利用参数敏感性分析，分析指标对企业价值影响大小，进而探索企业IPO破发的因素，从而改善IPO破发的市场氛围。其次注册制的核心是以市场价格为导向，因此，在估值思路的具体调整中，需要更加注重市场价格的影响。传统的基本面分析和财务模型仍然重要，但应该结合市场价格、市场比较法和交易对手法等市场化指标进行综合分析。这样可以更好地反映市场对企业价值的认知和评估。②估值方法的创新应用。上述不管是相对估值法抑或是绝对估值法对企业估值时都存在一定的弊端，本项目在估值方法上期于引入实物期权法对以往的估值模型的修正与改进。比如市场法加实物期权估值的创新，市场法加实物期权估值创新可以在实物交割期权的估值过程中引入非会计因素，以更准确地计算权益证券的估值。比如可以通过对社会贡献度的分析，来预测未来的市场情景，并据此估算实物期权的价值。将收益法和实物期权相结合的估值创新，由于实物期权的估值需要考虑期权的行权时机对现金流量的影响。行权时机可能与市场情况、标的资产价格、利率等有关，因此在预测现金流量时，综合考虑这些因素，并将其纳入估值模型中。该创新可以更精确地反映企业未来现金流的不确定性，并提供一种灵活的估值方法，尤其适用于具有高度不确定性、资产价值波动较大的行业和公司。③估值结果的创新调整。首先根据市场估值的调整，即在估值分析中根据市场情况对估值结果进行创新性的调整和修正。比如根据市场整体情绪、市场流动性和类似企业的估值高低进行同方向调整，根据市场风险水平进行反方向调整。其次根据环境变化的调整，在进行估值分析时，本项目考虑各种环境因素，如宏观经济环境、行业竞争环境、技术发展趋势、政府政策变化等。这些环境因素对资产或企业的价值有着重要的影响，通过创新性的调整来更好地反映这种影响。，以上根据市场估值和环境变化估值结果的创新调整，可以提高估值结果的准确性和实用性，帮助决策者做出更科学、可靠的决策。第三部分是创新估值与传统估值产生的差异比较①引入实物期权模型。创新估值下考虑了实物期权价值，将估值方法与实物期权模型相结合，即市场法加实物期权估值的创新与收益法和实物期权相结合的估值创新考虑到企业所持有的实物资产、市场机会、专利技术等实物期权的价值。而传统估值方法可能更关注财务指标和市场交易价格，而未能充分考虑实物期权对企业价值的潜在影响。②考虑战略调整和业务前景等非会计因素。创新估值方法可能更注重对企业的战略调整、业务前景和发展机会的评估。传统估值方法可能更着重于历史数据和当前状况的分析，局限于以往以单一的利润为价值导向的估值策略，未充分考虑企业未来的战略路径和创新潜力等因素。③估值技术和模型多元化。创新估值方法下采用更复杂、多元的模型和技术，例如实物期权定价模型、实物资产估值模型和风险折现模型。这些方法能更准确地反映公司的经营特征、技术创新、市场前景和风险因素等，提供更全面的估值结果。传统估值方法通常使用相对简化的模型方法，如市盈率、贴现现金流量模型（DCF），考虑相对较少的因素，估值结果的准确性和可靠性较低。国、内外研究现状和发展动态 ①IPO定价效率影响因素研究IPO破发现象是市场对IPO定价的一种过度反应，也是IPO定价效率低的表现之一，国内外对于IPO定价效率的研究时间较长并且理论较为成熟，可以从IPO定价效率及其影响因素相关研究剖析破发现象。盈余是衡量公司经营成果的重要指标之一，盈余管理加大了资本市场中的信息不对称程度和逆向选择程度，使得投资者在定价时会与公司实际价值发生偏离（Abadet，2018），进而对IPO定价效率产生影响。此外，当企业创立时间较短历史数据不够充足，则更加依靠当期的盈利水平，（Purnanandam等，2004）发现其中高估的新股存在当期利润较低、操纵性应计较高、分析师预测的成长性高于新股实际的成长性等诸多现象，使得投资者更关注乐观的增长预期而对盈利能力关注度不够，进而造成错误的判断。其次，“信息效率观”认为由于公司本身经营业务具有复杂性且存在代理问题，使市场参与者之间产生了信息不对称（Jin、Myers，2006），减少信息不对称则需要提升企业信息披露水平，例如通过上市前的第三方审计（Dye、Willenborg，1999）；此外，企业IPO自愿性披露信息也可以有效降低股价同步性，有利于提高IPO定价效率（Hutton，2009）。除公司本身产生的信息不对称以外，主承销商作为股票发行的信息优势方，有时会根据投资者竞价策略的异质性推断投标人的真实估值，进而对IPO定价效率产生影响（Jenkinson等，2007）。另外，法国的中介机构在对拟上市公司的股票价格评估时，会使用多种不同的评估方法，并使用一定的加权比例将各种方法得到的结果进行整合，最终对加权平均取一个折扣率作为最终确定的发行价（Roosenboom，2007）。在我国，针对发行定价层面，注册制取消了直接定价方式，对新上市概念股、科技股、媒体追捧股票的炒作抑制作用明显（赖黎等，2022）；从溢价角度来看，在注册制改革初期“炒新”情绪煽动的作用下溢价现象仍层出不穷（王梓凝、王跃堂，2023）。针对交易定价环节，科创板重点突破了新股上市首日交易最大

涨幅44%的限制，相对于主板在IPO阶段和正常交易阶段的定价效率更高，促进了中长期理论定价（张宗新等，2021）；（张晓燕等，2022）。还有部分国内学者认为注册制改革初期，放松政府管制会使得承销商寻求风险溢价补偿，不但没有提高资本市场定价效率反而降低，是因为科创板公司实施完全强制跟投制度使得定价效率略高于创业板公司（吴锡皓等，2022）。同为注册制公司，科创板与创业板相比，创业板公司承销商与投资者发行人之间发生冲突导致其IPO抑价高（陈国民、姚雅静，2023）。另外，当有外资参股承销商参与时，我国IPO公司的定价溢价和抑价率均显著小于境内承销商，且较为完善的外资来源国制度环境进一步增强了IPO定价效率，符合制度绑定假说（郑建明等，2018）。媒体报道作为资本市场中的非正式外部监管角色已经被许多学者研究证实。在发行上市前，投资者难以获得IPO公司的相关信息，而媒体报道可以有效缓解信息不对称问题，当媒体质疑企业信息披露质量时，企业对于媒体回应内容涉及研发费用、营业收入、营业成本指标，且回应内容越详细，对于提升企业IPO定价效率越有显著影响（蒋尧明等，2022）；但是当没有媒体关注时，即使企业将信息进行披露，大部分中小投资者不能有效利用公司披露的研发信息来进行合理决策（胡志强等，2021）。另外，当企业主动在IPO招股说明书中披露商业信用信息时，也会显著降低IPO首日上市收益率，进而增强IPO定价效率（叶志强等，2020）。盈余管理也会导致资本市场中存在更高的信息不对称，应计盈余管理会降低IPO定价效率，这种影响在市场化程度较高的地区和熊市期间表现更显著（王英允等，2021）。除此之外，（董秀良等，2020；2021）发现股票发行规模越小股票价格越高，偏离公司内在价值的程度也就越大，说明二级市场投资者对公司基本面、科创属性等重要指标的关注度明显不足，非理性投机行为严重，一方面需要加强对承销商和发行人的监管能力增强信息披露，减少信息不对称程度，也要对投资者倡导价值投资、理性投资。②国外IPO企业估值体系研究现状企业价值评估概念首次被国外学者Irving Fisher提出，他在其著作《资本与收入的性质》内提到了企业收入决定企业价值，而利率所发挥的作用就是连接资本与收入，同时，该著作详细的描述了资本与企业收入之间的联系以及资本价值是通过未来收入的折现衡量。折现现金流量的思想与理念逐步被学者们所认可。（Black、Scholes，1973）最早提出了B-S期权定价模型，开启了学术界对于实物期权的量化的研究，该模型认为企业在不确定的经营环境下也存在获利，运用实物期权思想可以发现企业在风险项目中潜在的期权价值。在对公司股票市场价值判断时，可以基于现金流折现模型，并将股息、每股收益等会计信息联系在一起构建公司市场定价模型，从会计数据的角度为公司IPO定价提供思路（Ohlson，1995）；与此同时，经济增加值（EVA）的概念也是基于现金流贴现模型所提出的，该方法可以更加有效的评估企业内在价值，真实反应企业创造价值的能力，并且可以度量公司未来增长的贴现值（Damodaran，2007）。同时，企业资质、规模和盈余程度会影响估值方法的选择（Hekmat Hanieh等，2023）。随着估值评估理论的深入研究，发现传统估值公式在使用的过程中，会存在一些数值估算不准确，进而导致结果出现偏差（Liano-Ferro，2009），可以综合运用资本资产定价模型、风险溢价模型、现金流折现模型来评估企业价值，改善单一估值方法存在的弊端（Michelfeder等，2013）。通过企业价值计算方法评估企业的内在价值与市场价值可能会存在一定差距，但是从长远看，企业市场价值的增长或者下降都会在企业评估的价值附近来回波动（Njowa、Musingwini，2017）。此外，由于最初的B-S实物期权应用受到很大限制，是连续时间的期权定价模型，后来又将模型调整至离散化，并使用蒙特卡洛模拟方法将其应用并计算，改善了原始模型使用受限的情况（Schwartz、Moon，2010）。模糊实物期权方法通过实物期权概念衍生出的，针对企业固执中相关参数取值的缺陷问题，结合数学理论、统计理论，使得实物期权实操性大大增强，例如，将其应用评估融资对绿化技术的整体净现值（Daniel Metzger，2019）。国外多家IPO企业数据研究表明，许多方面对IPO估值起到积极影响。商标宽度的增大对IPO的估值有所助力（Fisch Christian等，2022）。正在发展的小规模公司与蒸蒸日上的青年公司在成员创业的影响下也产生了好的化学反应（Wu Shuai，2023）。③国内IPO企业估值体系研究现状目前我国针对IPO企业估值体系的研究多见于估值体系下估值方法的选择与优化，随着我国企业估值体系的完善，国内学者也较为系统的对企业估值领域进行深入研究，估值技术被广泛应用于分析股票价格，以传统的经济增加值（EVA）法为基础，将权益资本成本因素加入模型中，进而可以进行差异化分析股票价格和评估价值（温素彬，2018）。在物流企业，由于现行的价值评估实物主要依赖财务报表的数据而忽略表外数据，容易脱离实际情况，在传统价值评估模型中对相关指标选择时，应该综合考虑行业发展因素（张欢，2019）。此外，对于成熟的企业来说，由于产品和客户多元化，盈利水平稳定，传统的公司估值方法已不适用于新经济形势下新业态下的互联网独角兽企业估值，因此可以考虑采用EV/EBITDA方法、PE、PEG等指标进行估值（肖欣荣等，2020）。随着当前数据资产市场的发展，一些学者也逐渐对数据资产价值进行评估，例如（陆垠峰、欧阳文杰，2022）综合运用层次分析法、成本、收益法和市场法评估原理，利用联邦学习技术对商业银行数据资产进行估值定价，也有学者将灰色预测模型与实物期权模型结合，规避了现金流预测对数据的依赖性（屈晓娟等，2019）。但在实践层面更多的是采用相对估值法与已有数据进行参考对比（赵欣，2022）数字经济时代企业估值不能神化基于会计信息的估值模型，还需要评估非会计信息对企业估值的重大影响，真正做到定量评估与定性评估的完美结合（王培、郑建彪，2022）。④文献评述首先，国外学者集中在IPO定价效率的研究，对IPO破发的研究集中在国内。国内外学者主要从盈余管理、一级市场与二级市场信息不对称、信息披露等角度对IPO定价效率情况进行解释；此外，还有部分国外学者认为承销商采取不同的股票定价方式和发行方式也会对发行价格产生影响。

2. 注册制背景下IPO企业估值体系创新研究_第2部分		总字符数：9160
相似文献列表		
去除本人文献复制比：10.5%(961)		去除引用文献复制比：9.9%(911)      文字复制比：10.5%(961)
1	注册制改革对创业板市场IPO定价效率影响研究 王颖杰(导师：王树强) - 《河北工业大学硕士论文》 - 2021-12-01	2.3% (213) 是否引证：否
2	构建中国特色估值体系 本报记者 李华林 - 《经济日报》 - 2023-03-17	2.3% (211) 是否引证：否
3	技术创新对科创板市场IPO定价效率的影响研究 邓志豪(导师：高宏霞) - 《兰州大学硕士论文》 - 2021-04-01	2.3% (208) 是否引证：否

4	<u>双碳背景下港口供应链可持续评估与减排策略研究</u> 孔玉丹(导师:刘家国) - 《大连海事大学博士学位论文》 - 2022-12-07	1.6% (149)	是否引证: 否
5	<u>四方面构建中国特色估值体系 服务好中国资产定价</u> 本报记者 吴晓璐 - 《证券日报》 - 2023-02-22	1.6% (142)	是否引证: 否
6	<u>全面注册制改革“施工图”已绘就 A股市场生态将重塑</u> 本报记者 吴晓璐 见习记者 毛艺融 - 《证券日报》 - 2023-02-06	1.5% (137)	是否引证: 否
7	<u>对按权益法核算的A股上市银行长期股权投资估值方法的思考</u> 刘刚; - 《中国资产评估》 - 2023-04-15	1.5% (136)	是否引证: 否
8	<u>注册制下发行定价券商“寻锚”: 多管齐下提升报价报告质量</u> 本报记者 周尚仔 - 《证券日报》 - 2023-02-07	1.5% (136)	是否引证: 否
9	<u>“中字头”大象起舞 中国特色估值体系加速构建</u> 记者 罗逸姝 - 《经济参考报》 - 2023-03-17	1.5% (136)	是否引证: 否
10	<u>多维发力 构建中国特色估值体系</u> 本报记者 咎秀丽 - 《中国证券报》 - 2023-03-15	1.5% (136)	是否引证: 否
11	<u>新股低价发行: 机构投资者“抱团压价”还是“选美博弈”——以上纬新材为例</u> 高军;薛爽;李志刚; - 《财会月刊》 - 2021-12-31 20:40	1.4% (129)	是否引证: 否
12	<u>当前A股整体估值适中</u> 宏源期货 吴守祥 - 《期货日报》 - 2023-02-21	1.3% (115)	是否引证: 否
13	<u>观点五则</u> - 《金融博览》 - 2023-03-08	1.2% (114)	是否引证: 否
14	<u>中国证监会召开2023年系统工作会议 部署资本市场五大重点工作</u> - 《中国金融家》 - 2023-02-15	1.2% (114)	是否引证: 否
15	<u>证监会: 全力以赴抓好全面实行注册制改革</u> 证券时报记者 程丹 - 《证券时报》 - 2023-02-03	1.2% (114)	是否引证: 否
16	<u>明确五大重点工作 强调统筹一二级市场动态平衡</u> 本报记者 吴晓璐 - 《证券日报》 - 2023-02-03	1.2% (114)	是否引证: 否
17	<u>证监会部署2023年资本市场五大重点工作</u> 记者 梁银妍 - 《上海证券报》 - 2023-02-03	1.2% (114)	是否引证: 否
18	<u>全力以赴抓好全面实行股票发行注册制改革</u> 记者 杨毅 - 《金融时报》 - 2023-02-03	1.2% (114)	是否引证: 否
19	<u>证监会召开2023年系统工作会议</u> 首席记者 曲德辉 - 《期货日报》 - 2023-02-03	1.2% (114)	是否引证: 否
20	<u>证监会: 推动提升估值定价科学性有效性</u> 记者 吴黎华 - 《经济参考报》 - 2023-02-03	1.2% (114)	是否引证: 否
21	<u>证监会明确2023年五大重点任务</u> 本报记者 咎秀丽 - 《中国证券报》 - 2023-02-03	1.2% (114)	是否引证: 否
22	<u>探索建立中国特色估值体系</u> 本报记者 李华林 - 《经济日报》 - 2023-02-16	1.1% (100)	是否引证: 否
23	<u>今年资本市场改革“路线图”划定</u> 本报记者 祝惠春 - 《经济日报》 - 2023-02-06	1.1% (99)	是否引证: 否
24	<u>新《证券法》出台的市场反应研究</u> 葛强(导师:张根文;耿志强) - 《合肥工业大学硕士学位论文》 - 2022-05-01	0.9% (78)	是否引证: 否
25	<u>国内国际要闻</u> - 《股市动态分析》 - 2023-02-11	0.3% (31)	是否引证: 否

原文内容

而我国资本市场与外国相比起步较晚，近年来发行制度的改革也与IPO定价有密切关系，一些学者认为当前制度的变革使得IPO定价效率得到有效提升；而一些学者持相反态度，认为这种制度的市场化改革导致发行方与承销商短期行为更加严重，加剧了IPO破发的可能。对于企业IPO破发现象分析发现，IPO定价高于企业内在价值、高发行价、高市盈率、高募集资金等不合理因

素普遍存在,严重影响资本市场资源配置的有效性,投资者会因此受到极大的经济损失。其次,对于企业估值,外国学者相对于国内研究较早,当前传统企业估值领域的体系逐渐成熟,传统方法中成本法、收益法、市场法针对不同类型企业在实务中应用较为广泛,国内学者主要是在国外研究基础上进而修正模型提升模型适用性。此外,外国学者提出实物期权理论后,我国学者也逐步应用理论并且将实物期权模型应用到我国企业估值中,认为实物期权法对于高新技术企业价值评估适用性更强。最后,以往对于IPO破发现象的研究大多围绕着盈余管理、媒体报道等因素来解释,企业估值研究也相对独立,结合企业估值研究IPO破发的影响因素相对较少。因此,本文从企业估值视角探索“知乎”IPO破发的成因,基于股票内在价值与市场估值等多种角度,深入挖掘企业IPO破发的因素,并提出合理的防范建议。参考文献:Jing Gao,Ling Mei Cong,John Evans. Earnings Management, IPO Underpricing, and Post-Issue Stock Performance of Chinese SMEs[J]. The Chinese Economy, 2015, 48(5).David Abad,M. Fuensanta Cutillas-Gomariz,Juan Pedro Sánchez-Ballesta,José Yagüe. Real Earnings Management and Information Asymmetry in the Equity Market[J]. European Accounting Review, 2018, 27(2).Amiyatosh K. Purnanandam,Bhaskaran Swaminathan. Are IPOs Really Underpriced?[J]. The Review of Financial Studies, 2004, 17(3).Jin L, Myers S C. R2 around the world: New theory and new tests[J]. Journal of Financial Economics, 2006, 79(2):257-292.Empirical Analysis of the Economic Demand for Auditing in the Initial Public Offerings Market[J]. Journal of Accounting Research, 1999, 37(1).Hutton A P, Marcus A J, Tehranian H. Opaque financial reports, R2, and crash risk [J].Journal of Financial Economics, 2009, 94(1):67-86. Jenkinson T , Jones H . IPO pricing and allocation: a survey of the views of institutional investors[J]. frc Working Papers, 2006, 22(4):1477-1504.Chan, Yue-Cheong, Wu, Congsheng, Kwok, Chuck. Valuation of global IPOs: a stochastic frontier approach[J]. Review of Quantitative Finance & Accounting, 2007(3): 267-284. Roosenboom P . How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market[J]. Contemporary Accounting Research, 2007(24):331-354. 赖黎,蓝春丹,秦明春.市场化改革提升了定价效率吗?——来自注册制的证据[J].管理世界, 2022, 38(04):172-184+199+185-190. 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(04):33-46.张晓燕,张子健.科创板制度改革的效果——基于股票定价效率、流动性和上市公司质量的研究[J].经济学报, 2022, 9(03):1-31. [1]陈国民,姚雅静.市场化进程下IPO定价效率的有效性[J/OL].财会通讯:1-6[2023-06-25].陈国民,姚雅静.市场化进程下IPO定价效率的有效性[J/OL].财会通讯:1-6[2023-06-25].吴锡皓,张弛.注册制改革对资本市场定价效率的影响研究——基于IPO抑价率的视角[J/OL].南开管理评论:1-32[2023-06-25]. 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.蒋尧明,杨嘉逸,邓瑶.科创板审核问询函要求回应媒体质疑能提升IPO定价效率吗[J].当代财经, 2022(08):124-137. 胡志强,尹朝曦.研发信息披露与IPO定价效率[J].技术经济, 2021, 40(03):54-63.叶志强,朱青青,张顺明.商业信用对IPO定价的影响研究[J].投资研究, 2020, 39(12):84-101. 王英允,杨朝,高敬忠.盈余管理方式与IPO定价效率[J].中国注册会计师, 2021(02):70-76.[1]董秀良,刘佳宁,徐世莹.中国科创板IPO定价效率及影响因素研究[J].数理统计与管理, 2021, 40(03):526-543.董秀良,刘佳宁,满媛媛.注册制下科创板首发定价合理性及高回报成因研究[J].上海财经大学学报, 2020, 22(06):65-78. Williams, J. B., The theory of investment value[M]. Cambridge:Harvard University Press, 1938, 15-117. Michael C. Jensen. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers[J]. The American Economic Review, 1986, 76(2).Ohlson J A . Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation[J]. Contemporary Accounting Research, 1995, 11(2):661-687. Damodaran A. Valuation approaches and metrics:A survey of the theory and evidence[J]. Foundations and Trends® in Finance, 2007, 1(8):693 - 784. Hekmat Hanieh, Rahmani Ali, Yazdifar Hassan. IPO valuation in an emerging market - a study in Iran[J]. International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, 2023, 16(2). Ferana do Llano-Ferro. The Weighted Average Cost of Capital for Firm Valuation Calculations[J]. International Research Journal of Finance and Economic. 2009(26):148-150. Richard A. Michel felder, PaulineM. Ahem. Comparative Evaluation of the Predictive Risk Premium Model, the Discounted Cash Flow Model and the the Capital Asset Pricing Model for Estimating the Cost of Common Equity. The Electricity Journal, 2013. G. Njowa, C. Musingwini. A framework for interfacing mineral asset valuation and financial reporting[J]. Resources Policy, 2018, 56. Schwartz E S , Moon M . Rational Pricing of Internet Companies Revisited[J]. Financial Review, 2010, 36(4). Daniel Metzger, Orestis Schinas. Fuzzy real options and shared savings: Investment appraisal for green shipping technologies[J]. Transportation Research Part D, 2019, 77. Fisch Christian, Meoli Michele, Vismara Silvio, Block Jörn H. . The effect of trademark breadth on IPO valuation and post-IPO performance: an empirical investigation of 1510 European IPOs[J]. Journal of Business Venturing, 2022, 37(5). Wu Shuai. Impact of serial entrepreneurs on IPO valuation: Evidence from U.S. IPOs[J]. North American Journal of Economics and Finance, 2023, 64. 温素彬,蒋天使,刘义鹏. 企业EVA 价值评估模型及应用[J]. 会计之友, 2018, (02):147-151. 张欢. 我国上市物流企业市场价值评估分析[J]. 商业经济研究, 2019(15):117-120. 肖欣荣,王艺蓉. 如何对创新型企业估值?[J]. 金融市场研究, 2020, (05):106-112. 陆岷峰,欧阳文杰. 商业银行数据资产的价值评估与交易定价研究[J]. 会计之友, 2022(19):30-37. 屈晓娟,张华. 创业板上市公司价值评估模型构建研究——基于灰色预测模型与实物期权的结合[J]. 财会通讯, 2019(05): 98-103. 赵欣. 互联网独角兽企业估值研究[J]. 经济论坛, 2022(12):135-144. [40]王培,郑建彪. 数字经济时代DCF的失灵与估值重构[J]. 财务管理研究, 2022(02):64-69. 创新点与项目特色创新点: (1) 基于股票内在价值与市场估值等多种角度, 拓宽企业IPO破发现象影响路径分析的角度。通过阅读大量的文献可以发现,我国估值体系的研究多针对于高新技术企业,而对处于不同行业、不同生命周期、不同环节的企业没有系统性的研究,对企业估值的研究角度较为独立,因此本项目基于股票内在价值与市场估值等多种角度,深入挖掘企业IPO破发的估值因素,拓宽企业IPO破发现象影响路径分析的角度,通过模型的修正与改进,分析实物期权法相比传统估值方法对于企业估值的适用性,为同类型企业价值评估提供新的思路,为我国建立特色IPO企业估值体系提供建议, 从而提高估值体系与我国资本市场的适配程度,使估值更为准确合理地体现上市公司的真实价值,提高估值的客观性和准确性,有利于让投资者产生新的投资理念,为中国资本市场的发展带来一股新风。(2) 围绕新发展格局,引入非会计信息因素,从而构建中国特色估值体系。现有的估值策略以单一的利润为价值导向,比如市场法下以市盈率或市净率指标测算公式股票所拥有的价值具有一定的局限性,市净率

对于大型上市公司相对准确，但对于小型公司存在不确定因素，有时候会导致投资价值大打折扣，导致估值不准确。再有市盈率除了受企业本身基本面的影响还受整个经济景气程度的影响，若为周期性企业则企业价值可能被歪曲。因此若想科学合理地反映公司的价值，可以引入更多非会计信息因素进行评价，比如企业发展潜力、社会贡献度等，使企业估值不仅反映企业自身的财务价值和经济价值，更能反映社会价值，引导投资者关注长期可持续发展，使IPO企业估值回到合理的水平。项目特色：

（1）顺应国家大环境的变化。2023年2月初，全面实行股票发行注册制改革正式启动。随着改革的深入，市场的阵痛开始显露，研究发现注册制下IPO企业估值大大提高，增加了IPO企业破发的概率，打击了股民的积极性，对股票市场的发展有一定的阻碍作用，同时证监会召开的2023年系统工作会议明确提出，推动提升估值定价科学性有效性。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，逐步完善适应不同类型的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。因此对同类型企业精准有效地估值和建立IPO企业特色估值体系顺应了大趋势的走向。（2）观点新颖。当前国内外文献对IPO企业估值体系的研究很少，并且对估值体系的研究较为片面，多为科创型企业的估值方法分析，但是全面注册制下各种企业类型的估值整体都偏高，针对不同类型企业特点修订估值模型并将其应用于同类型企业的观点较为新颖，比如将基础模型结合“知乎”企业特点进行修订，然后将此模型应用于同类互联网企业。（五）技术路线、拟解决的问题及预期成果本项目在就某公司分析前，会先对其财务状况进行梳理，归纳并总结IPO破发的成因以及该公司运用的估值方法，从而将估值基础模型结合公司特点进行修正。本项目将以企业“知乎”为例研究企业IPO破发存在的共性问题，并从企业估值的角度提出应对风险的防范措施。①案例研究法本文选取互联网IPO企业“知乎”作为案例研究对象。由于互联网企业与我们传统行业存在很大的差别，IPO估值定价较为困难，因此选取该板上市企业研究更加符合我国资本市场当前发展形势，案例具有很强的代表性，通过对互联网企业“知乎”首日破发现象进行描述并对现象成因加以分析，梳理当前造成企业IPO破发存在的共性问题，并从企业估值的角度提出应对风险的防范措施。②定量分析法定量分析法是以“知乎”企业2012年至2022年十年的财务报表为主要数据来源，按照数理方式加工整理，量化公司数据进行分析。本文通过了解互联网企业特征后，引入了以实物期权为基础的IPO估值数理模型，使用Matlab编程软件计算服从正态分布的随机数，然后通过多次计算获得考虑实物期权价值后的企业内在价值。③比较分析法比较分析法包括横向比较与纵向比较，横向比较即对同行业企业在相同时期对同一指标进行对比，纵向比较是将“知乎”企业同一指标当期水平与历史水平进行比较。本文通过使用不同的企业估值模型，对比传统方法与实物期权法的优劣以及方法在企业中的适用性，将结果与发行价格进行比较，另外也将模型指标敏感性进行比较，分析指标对企业价值影响大小，进而探索企业IPO破发的因素。1. 技术路线 2. 拟解决的问题从企业估值的角度分析IPO企业破发的原因及其所选择的估值方法。2. 分析企业所选估值方法对该类型企业估值时存在的缺陷和适用性。3. 根据存在的弊端在基础模型基础上引入实物期权模型并结合公司特点进行修正。4. 为投资者合理预测股票价格提供思考角度，以此识别可能发生的投资风险。3. 预期成果1. 在省级刊物公开发表相关论文一篇。 撰写一篇关于IPO企业估值的相关文章。 2. 撰写注册制背景下IPO企业估值体系研究报告一份。3. 对项目研究得出结论并提出建议。（六）项目研究进度安排

（1）2023. 04-2023. 06综合分析小组成员专长，明确做好组内分工，分头查阅资料并整理，小组定期进行汇总讨论，完成前期基本调研工作。（2）2023. 06-2023. 12对前期的数据资料进行整理，并与指导教师商讨综合意见，完成数据的整合的工作。（3）2023. 12-2024. 02在现有研究基础上整理资料，进一步发现问题，根据问题制定调研方案，完成调研报告。（4）2024. 02-2024. 03进一步完善研究报告，收集资料，完成论文的发表。（5）2024. 03-2024. 05总结资料，整合数据，做项目结题准备，完成结题。（七）已有基础与本项目有关的研究积累和已取得的成绩①对小组指导教师和负责人而言本项目的指导教师研究方向为企业财务与价值分析，对IPO企业估值体系研究较为深入，能够对项目进行精准的把控，提出指导意见。2023年5月项目负责人在指导教师的指导下参加第六届全国企业价值创造实战竞赛，并取得省级二等奖的成绩，为项目的进行奠定了良好的基础。项目负责人以第一作者撰写两篇学术论文《科创板首批被退市警示企业财务造假案例分析与启示》与《财务类退市新规对企业盈余管理手段的影响》，均已被国家级期刊《现代商业》录用待发表，因此对注册制背景有深入的了解。项目负责人成绩优异，具有很强的组织能力和严谨的工作态度，参与的主要专业竞赛如下：杨一帆（负责人）：第二主持人参与省级B类大学生创新创业训练项目《互联网+“龙江桦（画）”特色文创产品——有效助力乡村振兴》，项目成功以成功结题。2021-2022学年国家奖学金2022一带一路暨金砖国家技能发展与技术创新大赛决赛三等奖“建行杯”第八届黑龙江省“互联网+”大学生创新创业大赛省级银奖2项2023第一届“科云杯”全国大学生企业财税管综合技能大赛省级一等奖2022年全国本科大学生会计技能竞赛北区区域赛个人一等奖2022年全国本科大学生会计技能竞赛北区区域赛团体二等奖2022一带一路暨金砖国家技能发展与技术创新大赛初赛一等奖第十届“网中网杯”大学生财务决策大赛东北区二等奖第六届全国企业价值创造实战竞赛省级二等奖②对小组主要成员而言闫红飞（成员）：“建行杯”第八届黑龙江省“互联网+”大学生创新创业大赛省级银奖第十届“网中网杯”东北赛区二等奖第六届全国企业价值创造大赛二等奖“正保会计网校杯”全国校园财会大赛三等奖“科云杯”全国大学生本科组企业财税管综合技能大赛一等奖“2022年全国大学生审计技能大赛—十五地区选拔赛（本科组）”三等奖杜玉洁（成员）：参与“知翰杯”全国高校数字化运营实践与创新挑战赛参与第六届黑龙江省“福斯特杯”大学生大数据会计决策与分析竞赛2. 已具备的条件，尚缺少的条件及解决方法①已具备的条件学校提供知网的检索渠道，方便我们在研究过程中查阅相关文献。项目组指导教师可以为课题的研究提供指导，项目负责人组织协调能力强，多次参加创新创业比赛，并且获得了一些奖项，这可以为大创项目的开展提供帮助，并对大创项目有一些基础性的了解。小组成员均成绩优秀，有大学生创新创业竞赛的经历，具备电脑、网络等硬件设施，能够熟练使用 word、ppt 等软件方便我们撰写调研报告和论文等。团队成员对本课题有一致的兴趣意向，成员之间合作配合默契，可以将原有的经验和知识相互启发和促进。②尚缺少的条件基于内在价值与市场价值因素提出相应建议措施时，需要将处理后的数据纳入Schwartz-Moon模型，需要使用Matlab编程软件计算正确操作分析过程并计算估值结果；另一方面，需要结合企业财务数据与行业数据分析对市场参与者各个主体合理分析，此部分我们项目组成员缺乏相关知识。③解决方法学习相关教材和课程，深入了解模型适用性及其理论，对于未来预测性数据保持客观谨慎的分析模式，尽量降低主观因素造成方法使用导致的误差，熟练应用所需软件及模型；另外，通过比较分析发现数据的共性问题与差异较大的现象。

三、 经费预算

开支科目	预算经费（元）	主要用途	阶段下达经费计划（元）	
			前半阶段	后半阶段
预算经费总额	10000	市场调研、搜集相关文献进行分析、省级论文刊物发表论文	1400	8600

1. 业务费	5800	对市场路演结果、搜集相关文献进行分析、省级以上刊物发表论文	0.00	5800
(1) 计算、分析、测试费	0.00	无	0.00	0.00
(2) 能源动力费	0.00	无	0.00	0.00
(3) 会议、差旅费	0.00	无	0.00	0.00
(4) 文献检索费	800	购买图书、订阅报刊、搜集相关文献等	0.00	800
(5) 论文出版费	5000	省级刊物发表论文	0.00	5000
2. 仪器设备购置费	0.00	无	0.00	0.00
3. 实验装置试制费	0.00	无	0.00	0.00
4. 材料费	4200	打印汇报及结题材料装订费等	1400	2800
学校批准经费			0.00	

开支科目预算经费（元） 主要用途阶段下达经费计划（元）

前半阶段后半阶段

预算经费总额 10000 市场调研、搜集相关文献进行分析、省级论文刊物发表论文 1400 8600

1. 业务费 5800 对市场路演结果、搜集相关文献进行分析 、省级以上刊物发表论文 0.00 5800

(1) 计算、分析、测试费 0.00 无 0.00 0.00

(2) 能源动力费 0.00 无 0.00 0.00

(3) 会议、差旅费 0.00 无 0.00 0.00

(4) 文献检索费 800 购买图书、订阅报刊、搜集相关文献等 0.00 800

(5) 论文出版费 5000 省级刊物发表论文 0.00 5000

2. 仪器设备购置费 0.00 无 0.00 0.00

3. 实验装置试制费 0.00 无 0.00 0.00

4. 材料费 4200 打印汇报及结题材料装订费等 1400 2800

学校批准经费 0.00

四、 指导教师意见

同意！

导师（签章）：

2023 年6月25日

五、 院系大学生创新创业训练计划专家组意见

专家组组长（签章）：

年月日

六、 学校大学生创新创业训练计划专家组意见

负责人（签章）：

年月日

七、 大学生创新创业训练计划领导小组审批意见

导师（签章）：

年月日

## 表格检测详细结果

说明：1. 总文字复制比：被检测文献总重复字符数在总字符数中所占的比例

2. 去除引用文献复制比：去除系统识别为引用的文献后，计算出来的重合字符数在总字符数中所占的比例

3. 去除本人文献复制比：去除系统识别为作者本人其他文献后，计算出来的重合字符数在总字符数中所占的比例

4. 单篇最大文字复制比：被检测文献与所有相似文献比对后，重合字符数占总字符数比例最大的那一篇文献的文字复制比

5. 复制比按照“四舍五入”规则，保留1位小数；若您的文献经查重检测，复制比结果为0，表示未发现重复内容，或可能存在的个别重复内容较少不足以作为判断依据

6. **红色文字**表示文字复制部分；**绿色文字**表示引用部分（包括系统自动识别为引用的部分）；**棕灰色文字**表示系统依据作者姓名识别的本人其他文献部分

7. 系统依据您选择的检测类型（或检测方式）、比对截止日期（或发表日期）等生成本报告

8. 知网个人查重唯一官方网站：<https://cx.cnki.net>