

新股上市制度改革与“三高”问题研究

2011-08-11 17:36:16

白一欣 金美延

(西南财经大学金融学院, 四川 成都611130)

【摘要】本文对2006年9月以来上市的所有股票进行统计,以改革进程分为三期,用上市调整后的个股收益率、上市市盈率、网上网下超额认购比例作为指标,分析了我国股票的高定价、高市值、高超募的“三高”问题,并分析新股上市改革的绩效。本文认为,新股改革并没有从根本上解决这些问题,我国需进一步加快市场化,并最终实现核准制。

【关键词】三高 新股改革 市场化

我国新股上市发行机制饱受诟病,被归纳为“三高”:高价发行、高市盈率、高超募。在2009年IPO重启之前,证监会出台《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,促进了新股定价的市场化。2010年10月11日,证监会又出台《关于深化新股发行体制改革的指导意见》,进一步完善了报价和配售机制,扩大了询价范围。笔者试图根据相关指标衡量“三高”问题,并得出对改革效果的评价。

一、时期及样本的确定

笔者使用CSMAR国泰君安数据库,将新股发行研究时期分为3期,以新股的上市日期作为时间统计标准:

第0期:2006年6月19日—2008年12月5日,这一时期我国完成股权分置改革,2008年底因金融危机,关闭IPO。以这一时期,作为统计的基期,期间上市的所有股票共270只。

第1期:2009年7月10日—2010年11月22日,这一时期是证监会指导意见发布, IPO重启的时期,作为统计的第1期,共405只股票。

第2期:2010年11月23日—2010年12月31日。这一时期,证监会出台了深化改革意见,作为统计的第2期,共43只股票。

二、“三高”具体指标计算及改革绩效评价

1. 高价发行

历史上,我国新股抑价发行问题严重。笔者选择个股上市首日回报率,通过研究抑价问题,来反映我国股票是否高价发行的情况。我们考虑到,大盘的波动会影响个股的表现,从而对不同股票的统计产生干扰,所以采用调整后的上市首日个股收益率来衡量,具体公式为:

$$AR_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} - \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

AR为个股上市首日调整后的回报率;

P_t 为上市首日收盘价;

P_{t-1} 为发行价;

I_t 为上市当日对应的大盘收盘指数;

I_{t-1} 为发行当日对应的大盘收盘指数。

将不同时期的上市首日市场调整的个股收益率作为不同样本,使用SPSS求出均值,并进行t统计检验是否存在显著性差异,结果如下:

	期数	样本数	平均值	方差
上市首日常市场	0	270	1.397174	1.0315256

调整的个股回报率	1	405	0.474251	0.4170098
率	2	43	0.460101	0.4215084

可以看出，从均值上看，我国上市股票的首日回报率有了明显的下降。通过t检验，第0期与第1期，第0期与第2期，差异显著性都小于0.05，但第1期与第2期改善效果并不明显，Sig值为0.833，不存在显著性差异。

因此，我们可以认为，通过2009年对新股发行制度的改革，在新股抑价问题上，我国的市场有了明显的改善，但与2009年比，2010年的改革效果不甚明显。事实上，进入2011年后，新股频频破发，如今，我国股市所面临的，更多的是发行定价过高的问题。机构在上市后高位抛出股票，往往让中小股民套牢其中，严重损害了中小股民的利益，也影响了股市的长远发展。

2. 高市盈率

根据CSMAR数据库的数据，经过计算，三个时期，股票上市首日市盈率平均数分别为66.27、75.86、89.87。我们发现，经过改革以后，沪深两市市盈率并没有得到下降，却有逐渐上升的趋势。

近年来，由于中小板和创业板的成立，众多中小股上市，市盈率的高企，体现了市场对公司成长的高预期。但需要指出，存在一些公司业绩虚报等的现象，其公司成长性并不足以支撑如此之高的市盈率。同时我国新股发行，市场整体的市盈率偏高，也反映了市场投机氛围过重，不利于市场的发展和理性价值投资者的培育。

3. 高超募

通过对CSMAR国泰君安数据库的统计分析，三个时期内，统计结果如下：

期数	总超额认购倍数均值	网上超额认购倍数均值	网下超额认购倍数均值
第0期	1018.65	1222.1	201.29
第1期	629371.5	88.03	3942.88
第2期	150.72	30	129.88

由上表看出，新上市的股票，网上网下总计超募倍数的平均数分别为1018.65倍、629371.51倍、150.72倍。我们发现，经过改革，第1期的超募倍数不但没有得到改善，反而惊人地大幅上升，但是在第2期，却获得了明显的下降。

分析造成这种现象的原因，首先让我们再看看第1期网上和网下平均超额认购倍数，网上为3942.88倍，网下只有88.03倍。这个应该与当时实行了新的规定有关，即资金只能选择一种申购方式，虽然证监会出台单一网上申购账户的申购上限，而能够参与网下申购的毕竟是少数机构，而当时新股不败的神话，导致大幅资金蜂拥至网上申购。

在第2期，总超额认购倍数的下降，主要是由于证监会加快审批新股上市，两市大幅扩容。同时，在今年下半年资金面偏紧，在市盈率偏高，上市首日回报下降的情况下，对机构及股民对新股申购的热情下降。因此，超募情况有所好转。

三、总结

总的来说，新股发行向市场转化的发行机制使新股抑价的问题得到了一定的改善，超额认购比例上，也较前期有大幅减少，但发行定价过高的问题却很严重，特别是在发行过程中，部分机构询价时，随意哄抬价格，扰乱市场，使股票的市盈率普遍偏高。

鉴于以上分析，笔者认为，只有继续坚定不移的向着市场化的方向改革，让市场的手充分发挥作用，让投资者能够真正用脚投票，由核准制变为审核制，才能真正解决问题。

作者简介：白一欣(1988-)，女，汉族，四川成都人，就读于西南财经大学金融学院，研究方向：金融学。

(备注：以出刊内容为准)

[设为首页](#) | [加入收藏](#) | [关于本站](#) | [版权声明](#) | [诚聘英才](#) | [联系方式](#) | [友情链接](#) | [我要统计](#)

主管：中国人民银行昆明中心支行 版权所有：《时代金融》杂志社

网络实名：时代金融、时代金融杂志、时代金融杂志社、《时代金融》编辑部

社址：昆明市正义路69号

电子邮箱：ynsdj r@126.com 电话：010-57107535 0871-3212464

版权所有 未经许可不得复制或建立镜像

电信与信息服务业务经营许可证：京ICP备案中 组织机构代码：79718261-3