

# 我国创业板新股发行抑价问题分析

周运兰 陈莉

(中南民族大学管理学院 武汉 430074 军事经济学院 武汉 430035)

**【摘要】** 本文结合创业板首批新发行股票的市盈率、中签率、发行价、首日收盘价、发行规模等方面的情况,将其与2009年在深沪主板和中小企业板市场新发行股票的情况进行了横向比较研究,分析了创业板市场新股发行的特点。

**【关键词】** 创业板市场 IPO 抑价率

首次公开发行股票(IPO)是指企业通过证券交易所首次公开向投资者发行股票并上市,以期募集企业发展资金的过程。新股发行抑价,是指股票首次公开发行时定价过低,而在股票首日上市交易时价格较高,投资者认购新股能够获得超额报酬的一种现象。

## 一、IPO 抑价的理论解释

IPO 抑价的长期存在,难以用传统的财务理论来解释,国外学者针对 IPO 抑价现象,提出了各种不同的理论假设,其中大多数假设主要基于信息经济学的相关理论,具体包括:信息不对称理论、委托代理理论、信息对称理论、信号显示理论和较新的股票配售理论等。

1. 信息不对称理论。其基本假设是:在 IPO 相关参与者之间存在信息不对称,IPO 发行及上市过程涉及发行人、承销商和投资者等多个市场主体,他们在 IPO 过程中占有不同的信息,从而对 IPO 抑价造成影响。为了留住发行市场上不具备信息优势的投资者,在 IPO 时通过折价发行以给予他们收益补偿,典型的有 Rock (1986)提出的“胜者诅咒”假设。Rock 研究还得出“新股发行低定价越严重,非知情投资者对新股的需求越强,则中签率越低”的结论。

2. 基于信息对称理论。有学者提出,IPO 的低定价不一定是对市场主体之间信息不对称的额外补偿,即使假设在发行上市过程中,各方拥有均衡的信息,也可能出现 IPO 抑价。典型的有 Tinic(1988)、Hughes 和 Thakor(1992)提出的避免法律诉讼假说理论。他们认为发行人(或承销商)通过 IPO 抑价,可以减少其法律责任,不容易受到起诉。

3. 委托代理理论。Baron(1982)对 IPO 抑价提出了基于代理理论的解释,该理论假设发行者相对于承销商处于信息劣势,而发行者不能不计成本地监控承销商,因此发行者最好允许一些低定价行为。Loughran、Tim 和 Ritter(2002)进一步研究了承销商和发行者之间的委托代理关系,认为如果承销商有权决定股票配售,这种决定将不会自动服务于发行公司的最大利益,必要时承销商可能压低定价发行,将股票配售给买方客户。

4. 信号显示理论。信号显示理论认为,IPO 过程也同时是

市场参与各方的信号显示过程,发行公司可以向投资者传递有关公司价值的一些信号,投资银行(承销商)可以借此向市场显示其专业声誉。典型的有 Carter 和 Manaster(1990)提出的投资银行信誉为假说,该假设认为高信誉的投资银行发行低风险的股票是因为他们期望从这些企业的后续融资中获得承销收益。

5. 股票配售理论。在研究 IPO 抑价问题中,公众越来越多地关注股票配售方式上的不公平现象,尤其是股票发行时是向机构投资者配售还是向个人投资者配售,因此许多学者也逐渐对股票配售方式问题投入越来越多的关注。

除了上述较常见的理论假说外,对 IPO 抑价的解释还有“动态信息收集假说”、“从众假说”、“市场气氛假说”和“承销商托市假说”等。上述理论一般从 IPO 发行人、投资者和承销商的不同角度来加以说明,他们可能同时作用于 IPO 定价,也可能是某一方面起主要作用。

## 二、我国 A 股市场抑价问题研究简述

国内外学者对我国证券市场 IPO 的抑价研究大多始于 20 世纪 90 年代后期,得出不少有用的结论。

王化成(2006)通过研究中国 A 股 IPO 发行市盈率与抑价率的关系发现,中国 IPO 公司发行市盈率与首日抑价率具有相同的变动趋势,即发行市盈率越高,IPO 抑价率越大。胡继之、冯巍、吕一凡(2002)对 1993 年初至 1998 年底的 IPO 进行了实证研究,结果表明:①发行抑价与发行的流通股数量成反比关系,小盘股的发行抑价高于大盘股。②不同行业之间新股发行抑价存在差异,发展前景较好的电子信息与通讯类股票发行抑价明显高于平均水平。除此外还得出“新股发行与上市的时间间隔以及二级市场股指水平都有关系”的结论。

金晓斌、吴淑琨、陈代云(2004)研究发现 IPO 上市 5 日的平均抑价率与公司业绩缺乏统计上的显著关系,主要受企业规模、发行比例、中签率、新股定价的管制程度、上市地点与时间等因素的影响。王莉(2002)对 1998 年初至 2000 年底的 IPO 抑价进行了实证分析,发现深沪两市新股的平均抑价率都在 130%以上,最高达到 173.36%,而且其程度没有下降的趋势。发现两个市场的新股抑价程度均可以用信息不对称假

说来解释,在用于解释的变量中,新股的发现规模、发行市盈率、发行前一年的每股收益以及发行前市场状况四个变量在描述假说中的不确定性时是显著有效的。

上述学者对我国新股发行的抑价情况进行了分析,但对抑价研究的样本选择和成因分析则各不相同,因此观点也有差别。几乎所有学者都认为我国证券市场存在很高程度的IPO抑价现象,这一方面说明我国仍属于新兴的证券市场,投机气氛比较浓厚,但从整体看我国IPO抑价率处于不断下降的趋势;另一方面,信息不对称理论可以用来解释我国的IPO抑价现象,例如从股票发行体制的审批制、核准制、试行阶段的通道制以及高级阶段的保荐人制度看,发现信息不对称越严重,IPO抑价就会越高。

### 三、我国创业板市场新股发行抑价比较分析

1. 新股发行抑价率、标准离差率等比较分析。表1是我国2009年初至当年12月15日不同证券市场上的IPO抑价情况比较分析。

表1 2009年按发行市场分组的IPO抑价率、发行价、收盘价统计性描述

市场分组	IPO家数	抑价率均值(%)	抑价率最小值(%)	抑价率最大值(%)	标准离差率(%)	发行价均值(元)	首日收盘价均值(元)
创业板	28	106.178	75.841	209.734 5	35.506 6	25.425	50.567 9
中小企业版	45	69.537 9	23.222 2	206.934 3	36.588 3	22.948 9	38.286 4
深沪主板	6	61.739	8.419 4	202.777 8	70.978 5	12.843 3	17.076 7

数据来源:本文所有数据都由笔者根据招商证券全能版数据计算整理而成。

从表1可以发现,除了抑价的标准离差率之外,IPO抑价率的均值、最小值和最大值以及发行价均值和收盘价均值,在创业板市场的都是最高的,在深、沪主板上市的都是最低的,在中小企业板的居中。在创业板上市的公司IPO抑价率均值为106.178%,在深沪主板上市的公司IPO抑价率均值为61.739%,其中在沪市上市的招商证券的抑价率最小,仅为8.4194%;而标准离差率的排序则相反,创业板的最低,为35.5066%,深沪主板的最高,为70.9785%,而在中小企业板上市的标准离差率虽居中,仅比创业板市场的大一点,说明抑价率在创业板和中小企业板上市的不同公司直接差异都比较小。

2. 新股发行相关指标均值比较分析。表2是我国2009年初至12月15日以前不同证券市场上IPO发行时的市盈率、中签率、发行规模等相关指标均值的比较。

表2 2009年不同证券市场上IPO相关指标均值比较

市场分组	市盈率均值	中签率均值	发行前每股收益均值(元)	总股本均值(万股)	目前流通股均值(万股)	实际流通股所占比例的均值
创业板	56.058 9	0.807 2%	0.396 5	9 543.36	1 747.542 9	0.197 2
中小企业板	43.671 1	0.349 4%	0.415 5	16 217.77	3 089.588 4	0.212 7
深沪主板	43.706 0	1.289 5%	0.224 4	1 000 858.7	262 486.4	0.185 7

通过表2的相关指标比较分析可以发现,在创业板上市的公司IPO平均市盈率最高,为56.0589,高于在中小企业板和主板进行IPO的43倍左右的平均市盈率。这与王化成等研究

得出的“中国IPO公司发行市盈率与首日抑价率具有相同的变动趋势,即发行市盈率越高,IPO抑价率越大”的结论是符合的。

主板的IPO中签率均值最高,达到1.2895%,创业板的是0.8072%,居于主板和中小板之间;而主板的IPO抑价率是最低的,平均抑价率只有61.739%,基本符合一些学者研究得出的“IPO抑价率与其中中签率成反比,即中签率越高,一般抑价率相对越低”的结论。但是创业板上市的中签率比中小板的中签率高,抑价率也比中小板的抑价率高,因此这又不完全符合上述IPO抑价率与其中中签率成反比的结论。笔者认为这跟首批在创业板上市的公司受到太多投资者青睐和追逐,因而抬高了其交易首日的价格等多种原因有关。

从发行的总股本均值和目前流通股均值看,在深沪主板上市的均值最大,在创业板上市的均值最小,在中小企业板上市的居中。这一点基本与张人骥等学者研究得出的“IPO抑价率与发行规模成反比,即股本规模小的企业IPO抑价率高”的结论相符合。

另外,首次在创业板上市的公司主要集中在科技含量高的信息技术、电气设备和生物医疗等行业,这也跟胡继之等学者研究得出的科技含量高的企业IPO抑价率高的结论相符合。从发行前最近的时间即2009年半年度的公司每股收益均值看,中小企业板的每股收益是最高的,在深、沪主板上市的是最低的,在创业板的居中,但跟在中小企业板的每股收益接近,这也跟一些学者研究得出的发行前公司的每股收益影响抑价率的结论符合,即收益好的股票抑价率比较高。从发行公司的实际流通股所占总股本的比例均值看,其排序跟每股收益均值排序相同,但总体看在三种市场上该比例均值都比较接近,笔者认为该指标对股权分置改革以后的IPO抑价率影响不大。

### 四、结论

尽管主板、中小板和创业板市场都是我国多层次资本市场的重要组成部分,但由于服务对象不同,各层次市场在发行标准、制度设计、风险特征、估值水平等方面都有所区别。主板主要面向经营相对稳定、盈利能力较强的大型成熟企业;中小板主要面向进入成熟期但规模较主板小的中小企业;创业板主要面向尚处于成长期的创业企业,重点支持自主创新企业。由于上述的一些区别加之投资者对创业板市场期待已久,寄托太多厚望,因此在创业板上市首次公开发行股票也会表现出跟主板和中小板不一样的特点,即IPO高发行价格、高发行市盈率、高发行抑价率等特征。其理论上对IPO抑价率的解释跟前期别的学者在主板或中小企业板的IPO抑价率的研究结论也有相近的一面。

【注】本文系教育部2009年人文社科青年基金项目“中小企业股权融资和股权再融资研究”的部分研究成果。

#### 主要参考文献

1. 王化成.财务管理研究.北京:中国金融出版社,2006
2. 刘春玲.我国A股市场IPO定价影响因素的实证分析.财会月刊,2009;18