全流通下制造业公司IPO抑价问题研究

蒙文翰　刘　宏

(桂林电子科技大学管理学院　广西桂林　541004)

【摘要】本文分析了股改后全流通状态下沪深两市的IPO抑价现象,并对其进行了多元线性回归模型的实证分析。研究结论表明,股改后的我国证券市场IPO抑价率并没有下降,投资者在对新股进行投资时更多考虑的是公司的潜在成长能力,而不是公司的收益状况。

【关键词】收益率　全流通　股权分置

新股公开发行抑价(简称"IPO抑价"),又称新股上市首日超额回报,是指新股在首日上市交易价格(二级市场)高于发行定价(一级市场),投资者认购新股能够获得超额报酬率的一种现象。这种发行新股的公司将超额回报拱手让给投资者的行为,被称为"IPO抑价之谜"。自上世纪70年代以来,新股抑价问题一直是金融领域研究的一个热点问题。

从中国证监会于2005年4月29日发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》宣布启动股权分置改革试点工作到现在已基本完成,长期困扰我国资本市场的重大制度性缺陷得到弥补。新的《公司法》和《证券法》修订完成并在2006年初实施,使资本市场进入了全流通时代,沪深两市绝大部分上市公司已经完成股改。在已消除了股权分置这一制度性缺陷的情况下,笔者拟对沪深两市全流通后IPO的公司的抑价率进行研究,并将研究结论与前人的研究进行比较,以判断我国IPO抑价率是否有明显降低。

一、实证分析

本文考察了全流通下沪深两市中制造业新发行股票的IPO抑价现象,以超额报酬率(新股发行首日收益率)衡量IPO抑价程度,并以上述理论分析的相关因素作为超额报酬率的解释变量,利用多元线性回归模型进行实证分析,考虑到多元回归模型本身会存在缺陷,再以同样的样本数据用因子分析模型进行实证分析。

对冲基金投资的品种非常多,导致分类庞杂。事实上对冲基金分类也有细化的趋势。下表是美国对冲基金研究公司(HFR)关于对冲基金的最新分类。

HFR 关于对冲基金的最新分类

股权对冲基金	事件驱动基金	宏观策略基金	相对价值基金
股权市场中心基金	兼并重组基金	酌情处置基金	固定收益中的可转换基金
成长基金	特殊情况基金	系统分散基金	资产支持证券基金
价值基金	基金中的基金	系统货币基金	公司债基金
能源与原材料基金	私募基金	系统商品基金	另类收益基金
技术及健康基金	信用套利基金	多策略基金	波动率对冲基金
专事卖空基金	多策略基金		多策略基金
定量方向基金			
多策略基金			

同时HFR将基金中的基金又分为保守、分散、防卫、策略四种类型,新兴市场对冲基金分为亚洲(日本除外)、全球新兴市场、东欧及俄罗斯、拉丁美洲四种类型。

3. 体现低成本监管原则。当前对冲基金投资策略趋于多元化,特别是数量模型使得对冲基金成了一个黑匣子,外部监管者和投资者都很难评价其中的风险。而且大多数对冲基金都是采用模型进行交易,不同对冲基金的模型各不相同,即使每只基金公开自己的模型,监管者也没有时间与精力来研究其中的风险。

鉴于此,笔者建议将对冲基金分为数量型与非数量型两种。数量型对冲基金选取的参照系不一样,有的是宏观经济指标,有的是商品指数,很难有一个统一的标准,监管起来需要很高的人力成本与费用,即使在西方发达国家也没有建立有效的监管体系。非数量型基金并不依赖复杂的模型,投资过程容易监控,监管成本低。对于数量型对冲基金可以让其自报投资头寸以及对未来的风险评估。如果国内建立了专业基金研究机构,可以委托这些机构对数量模型进行专门研究,定期发布报告。总之,对冲基金的监管只能依赖于外部机构。

基于以上分类,笔者对对冲基金的定义为:投资于公开市场或者以其交易品种为标的的私募基金。这样的定义基本上可以区别对冲基金与其他各种类型基金。

主要参考文献

1. 张树德.保险公司战略管理会计研究.财会月刊(综合),2005;5

2. 陈会荣.我国股票基金投资风格管窥.武汉金融,2006;7

3. 董科. 德国对冲基金市场的培育和发展. 期货日报,2006-06-16

4. 巴曙松,王超.日本对冲基金发展路径.新财富,2006;9

1. 样本的选取。本文样本的选取范围是2006年5月25日至2007年11月1日沪深两市制造业上市公司首次公开发行的、已经在交易所上市交易的普通A股，共有107家。样本数据一部分来源于新股发行公司的招股说明书、上市公司的定期公报和大智慧行情分析软件，另一部分来自于东方财富网、和讯网、证券之星网和中国证监会网等。

2. IPO定价偏低程度的统计量描述。本文采用超额报酬率（即新股发行首日收益率）衡量IPO抑价程度。新股发行首日收益率的计算方式如下：

$AR_i=(P_{i1}-IPO)/IPO-(P_{m1}-P_{m0})/P_{m0}$

其中，AR_i为上市首日第i种股票IPO的超额报酬率，P_{i1}为第i种新股上市当天收盘价，IPO为第i种新股发行价；$(P_{m1}-P_{m0})/P_{m0}$表示同期收盘指数，本文大盘选用的是上证综合指数，P_{m1}为第i种新股上市日收盘指数，P_{m0}为第i种新股招股当日收盘指数。

根据对这107家样本公司的IPO抑价进行统计，新股发行首日收益率见表1。

统计数据表明，在这107家公司中IPO抑价率最小的是包头铝业，抑价率为5.67%，最大的是宏达经编，抑价率为564.45%。IPO平均抑价率=$\sum AR_i/107$=179.43%。得出的结论与李博、吴世农（2000）以及刘煜辉、熊鹏（2005）等学者的研究结论并不相同，即与股权分置状况下的IPO抑价率相比，股改后全流通状况下的IPO抑价率并没有下降，而是上升的。由此得出结论：我国证券市场的制度性缺陷即股权分置并不是导致我国证券市场中IPO抑价率过高的原因，股权分置改革并没有使IPO抑价率下降。

3. 解释变量定义。排除股权分置导致IPO抑价率上升这一结论后，我们对影响IPO抑价率的其他一些可能的重要因素进行研究，经过筛选我们选择了以下七个因素进行分析，希望探究出这些因素对新股发行首日收益率的影响。

（1）发行量。即IPO发行股数，股票价格×股本数=相对公司价值，其中，股票价格指新股发行的首日开盘价，相对公司价值主要用来反映企业资产规模。上市规模不同的公司，在受到外力冲击时，所受到的影响大小不同，最终表现在股票价格上会有差异。由于在新股发行首日收益率中已经包含新股发行的首日开盘价，为了避免在做线性回归时出现相关系数影响结果，所以这里研究发行量与新股发行首日收益率间的关系。由此本文提出假设：IPO抑价率与股票发行规模负相关。

（2）发行前的每股收益（EPS）。每股收益是投资者用来衡量其投资报酬率的一个非常重要的财务指标。在股价确定的情况下每股收益越高则表明投资者的投资报酬率越高。这个指标主要用于考察投资者在新股上市时对公司上市前每股收益的态度，其态度将会影响新股发行首日收益率。

（3）销售毛利率。销售毛利率=（销售收入-销售成本）/销售收入×100%。该指标主要用来反映企业的销售业绩。一般来说，销售毛利率高的企业销售业绩好，将更易吸引投资者的注意力，引起股票市场的供求变化，导致股票价格上浮，最终将体现在较高的新股发行首日收益率上。

表1　　新股发行首日收益率

序号	名称	新股发行首日收益率	序号	名称	新股发行首日收益率	序号	名称	新股发行首日收益率
1	中工国际	3.325 00	37	广东鸿图	0.869 80	73	宏达经编	5.644 50
2	同洲电子	1.214 00	38	冠福家用	1.054 10	74	中核钛白	5.272 20
3	云南盐化	0.801 80	39	广博股份	0.880 30	75	方圆支承	5.101 50
4	德美化工	0.890 00	40	恒宝股份	0.827 90	76	西部材料	4.425 70
5	得润电子	1.362 40	41	信隆实业	1.719 00	77	江苏通润	2.490 10
6	横店东磁	0.415 30	42	莱宝高科	0.569 90	78	北斗星通	4.008 30
7	中钢天源	1.123 90	43	沃华医药	1.240 00	79	广电运通	3.838 60
8	威尔泰	0.723 00	44	沧州明珠	1.140 50	80	报喜鸟	2.940 90
9	江山化工	0.533 40	45	兴化股份	0.466 50	81	辰州矿业	4.411 40
10	华峰氨纶	0.304 00	46	三钢闽光	0.712 90	82	通富微电	2.691 50
11	瑞泰科技	1.029 60	47	威海广泰	2.718 30	83	正邦科技	2.692 80
12	景兴纸业	0.775 20	48	三变科技	0.782 10	84	汉钟精机	2.707 70
13	黑猫股份	0.935 80	49	天润发展	0.831 30	85	常铝股份	3.976 30
14	众和股份	0.646 70	50	罗平锌电	2.095 30	86	远望谷	3.412 80
15	江苏宏宝	1.572 60	51	中国海诚	1.828 60	87	斯米克	2.31630
16	德棉股份	0.773 50	52	东港股份	0.717 50	88	东力传动	3.036 40
17	青岛软控	0.968 50	53	紫鑫药业	0.832 80	89	红宝丽	1.458 80
18	东源电器	0.912 00	54	康强电子	1.053 00	90	莱茵生物	2.776 80
19	高新张铜	0.964 40	55	新海股份	1.839 40	91	东方锆业	4.966 00
20	雪莱特	1.550 50	56	科陆电子	1.619 90	92	深圳惠程	1.679 00
21	太阳纸业	0.390 20	57	天马股份	1.455 10	93	智光电气	2.579 80
22	苏州固锝	0.975 60	58	荣信股份	1.787 00	94	芭田股份	1.897 50
23	中材科技	0.798 20	59	湘潭电化	2.423 40	95	精诚铜业	2.622 00
24	栋梁新材	0.794 50	60	银轮股份	1.651 50	96	澳洋科技	1.725 70
25	孚日股份	0.458 80	61	新民科技	1.428 40	97	梅花伞	2.031 00
26	万丰奥威	0.600 10	62	中环股份	2.186 10	98	广陆数测	3.742 20
27	新野纺织	0.408 40	63	沃尔核材	2.536 10	99	江特电机	3.415 00
28	鲁阳股份	1.518 30	64	利欧股份	1.340 80	100	御银股份	3.705 40
29	新海宜	0.843 20	65	恒星科技	1.289 20	101	中航光电	1.814 60
30	中泰化学	1.019 20	66	天津普林	1.269 00	102	包头铝业	0.056 70
31	青岛金王	1.024 10	67	安纳达	2.579 50	103	晋亿实业	1.221 26
32	南岭民爆	0.844 60	68	实益达	2.217 10	104	柳钢股份	0.606 24
33	山河智能	1.808 50	69	顺络电子	1.627 10	105	重庆钢铁	1.413 67
34	浔兴股份	1.114 60	70	拓邦电子	4.651 30	106	连云港	2.022 80
35	海翔药业	0.645 60	71	蓉胜超微	2.052 70	107	中国铝业	1.839 70
36	天康生物	1.058 00	72	高金食品	2.033 50		$\sum AR_i/107$	179.43%

（4）发行前营业利润/利润总额。营业利润/利润总额代表了一个上市企业所获利润的收益质量，营业利润占利润总额的比重越高，则说明公司实现利润中的非正常收益越少，即公司的收益质量越好，越易受到投资者的追捧，这最终将表现在新股发行首日收益率上。

（5）发行前主营业务收入增长率。主营业务收入具有一定的前后连贯性，主营业务收入增长率越高，表明公司未来的可持续发展能力越强，保证有充足的营业现金流量满足各相关

利益团体的需求。因此，一个公司的主营业务收入增长率越高，越能吸引投资者的注意力，其股票价格的涨幅空间就更大，新股发行首日收益率的变动幅度也就更大。

（6）发行前净资产收益率（RRNA）。RRNA主要反映企业的盈利能力，在正常情况下，净资产收益率高代表企业的盈利能力强，这样的股票会受到投资者的追捧，从而影响到新股发行首日收益率。

（7）发行前总资产收益率。发行前总资产收益率=利润总额÷（年初资产总额+年末资产总额）÷2×100%。发行前总资产收益率反映了企业利用全部经济资源的获利能力，这项比率越高，表明资产利用效率越高，经营管理水平越高。这样的股票会被投资者看好，从而引起新股发行首日收益率的变动。

4. 统计方法。针对以上所选的可能影响新股发行首日收益率的七个因素，对所选样本进行多因素的线性回归和因子分析。

用SPSS软件进行逐步回归分析。在逐步回归分析之前，为使数据的匹配性更强，先对数据进行描述性统计分析，进行标准化处理，再用SPSS软件进行分析。建立如下方程：

$$AR=\alpha+\beta_1X_1+\beta_2X_2+\beta_3X_3+\beta_4X_4+\beta_5X_5+\beta_6X_6+\beta_7X_7$$

其中，AR是新股发行首日收益率，α是常数项回归系数，β_1、β_2、β_3、β_4、β_5、β_6、β_7分别是X_1、X_2、X_3、X_4、X_5、X_6、X_7的回归系数。最后结果见表2。

表 2

	Unstandardired Coefficients		Standardired Coefficients	t	Sig.	Correlations			Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
(Constant)	-2.05E-15	0.099		0	1					
发行前主营业务收入增长率	0.149	0.095	0.149	1.55	0.122	0.191	0.15	0.14	0.872	1.145
发行前净资产收益率	0.23	0.121	0.23	1.905	0.05	0.172	0.182	0.17	0.545	1.83
销售毛利率	0.109	0.095	0.109	1.155	0.251	0.109	0.111	0.1	0.884	1.313
发行前营业利润/利润总额	-0.237	0.091	-0.237	-2.595	0.011	-0.29	-0.244	-0.2	0.95	1.053
发行量	-0.009	0.092	-0.009	-0.087	0.931	-0.04	-0.008	-0	0.945	1.059
发行前的每股收益	-0.21	0.113	-0.21	-1.868	0.055	-0.05	-0.179	-0.2	0.527	1.595
发行前总资产收益率	-0.075	0.097	-0.076	-0.783	0.435	-0.01	-0.076	-0.1	0.838	1.193

二、结果分析

由表2得出新股发行首日收益率与发行量、发行前的每股收益、销售毛利率、发行前营业利润/利润总额、发行前主营业务收入增长率、发行前净资产收益率、发行前总资产收益率的线性回归方程为：

$$AR(X_2)=-2.06E-0.15-0.008X_1-0.210X_2+0.109X_3-0.237X_4+0.149X_5+0.230X_6-0.076X_7$$

从回归分析结果可以看出，发行量、发行前的每股收益、发行前营业利润/利润总额、发行前总资产收益率的回归系数全为负数，说明这些指标与新股发行首日收益率成负相关关系。销售毛利率、发行前主营业务收入增长率、发行前净资产收益率为正数，说明这些指标与新股发行首日收益率成正相关关系。

其中，“发行前营业利润/利润总额”对于新股首日收益率的影响程度最大，且负相关。“发行前营业利润/利润总额”一般反映一个公司的收益质量，即营业利润占利润总额的比重越大，则意味着该公司非营业性收益越小，其收益质量就越高。由于整个样本中的营业利润与利润总额的平均比值高达95.062 9%，而且标准差很小，这说明样本中的绝大多数公司是靠追求主营业务利润来积累资金，谋求企业发展的，高达95.062 9%的平均值也使公司营业利润与公司的每股收益有着相当大的融合性。而每股收益在很大程度上影响着公司股票的发行价格，即公司每股收益越高则新股发行定价也会越高。又由于我国公司上市前的利润操纵现象比较严重，所以营业利润/利润总额、每股收益以及总资产收益率指标与IPO抑价率均成反比就在情理之中了。发行前净资产收益率（加权平均）对于新股首日收益率的影响程度为次大，呈正相关。净资产收益率是评价上市公司的综合指标，该指标反映了公司资本的运营效率，在很大程度上也反映了公司的获利能力。从实证的数据来看，与公司获利能力有关的销售毛利率、发行前主营业务收入增长率指标和净资产收益率一样成正相关，这个结论与我们的判断是一致的。这也说明投资者在投资新股时非常看重企业的获利能力，获利能力强的企业会受到更多的追捧，从而引起市场的供求变化，其价格很容易被人为炒高，使新股发行首日收益率被推高。实证研究表明，虽然新股发行首日收益率与发行量成反比，但新股发行量并不是导致IPO抑价率变动的主要因素，即流通盘的大小并不是影响IPO抑价率变动的主要因素。

主要参考文献

1. 王晋斌. 新股申购预期超额报酬率的测度及其可能原因的解释.经济研究，1997；12

2. 韩德宗，陈静.中国IPO定价偏低的实证研究.统计研究，2001；4

3. 肖曙光，蒋顺才.我国A股市场高IPO抑价现象的制度因素分析.会计研究，2006；6

4. 陈柳钦，曾庆久.中国股市IPO抑价实证分析.贵州财经学院学报，2003；4