

IPO新政下的A股“打新”与“炒新”

——桂林三金、万马电缆首发上市分析与启示

■ 孙自愿 王翠翠

在充分有效的资本市场中,股票的收益率应该是随机游走的,但纵观各国证券市场,首次公开发行新股上市后的收益率却并不服从随机游走假设,而是上市首日涨幅很高并在短期内超出市场平均收益。我国的A股市场也不例外。1998~2008年,我国共有920家公司通过首发上市,平均初始超额收益率高达116.87%,保持着全球较高水平。为此,2009年6月10日,中国证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》(简称《指导意见》),内容涉及完善询价和申购的报价约束机制、优化网上发行机制、完善回拨机制和中止机制、风险提示等五个方面,并于6月11日起实施。之后,随着新股发行制度的改革和IPO的重启,深交所为警示和防范股票上市首日过度炒作的风险,于7月2日发布《关于完善中小企业板首次公开发行股票上市首日交易监控和风险控制的通知》(简称《通知》)。在此背景下,2009年7月10日,桂林三金和万马电缆两只新股登陆深交所。经过2008年大熊市的洗礼和投资中石油的深刻教训后,投资者对待新股似应更理性一些,但出乎意料的是,两只新股再度出现一级市场疯狂申购和二级市场上市首日暴涨的局面,使人们着实为IPO新政捏了一把汗。

一、两新股首发上市情况

1. 桂林三金申购及上市首日表现

(1) 新股申购。桂林三金作为A股

IPO暂停9个月后重启的首家,网上和网下共发行4600万A股,发行价格19.80元,募集资金总计85927.83万元。其中网下发行数量920万股,占比20%,在初步询价中提交有效报价的278家配售对象有效申购资金为300.4254亿元,有效申购数量为151730万股;网上发行数量3680万股,占比80%,而参与网上申购的有效户数为336.81万户,有效申购股数为214.8亿股,如果以19.8元发行价格计算,网上有效认购资金额为4254亿元。因此,桂林三金网上、网下发行冻结资金总量共约4554亿元,发行市盈率32.89倍,其中网上发行中签率为0.17%,认购倍数达到584倍,这也意味着平均要投入约580万元才能中一签。从其低于市场预期的网上中签率以及相对较高的发行市盈率来看,投资者依然把新股看作“香饽饽”,打新的热情并未因IPO新政的实施而降低。

(2) 上市首日表现。2009年7月10日桂林三金上市交易,首日开盘价32.50元,较发行价高开64.14%,开盘后便受到各路资金热捧,仅17分钟后股价涨幅就超过20%,被临时停牌30分钟。复牌后,桂林三金的股价涨幅缩小,打新族纷纷开始套现,午盘涨幅达85%。午后该股成交开始萎缩,最终报收于36.01元,IPO初始收益率为81.87%,收盘价较开盘价涨幅为10.80%。

2. 万马电缆申购及上市首日表现

(1) 新股申购。作为IPO重启后的

第二单,万马电缆于2009年7月2日发行5000万股,发行价格11.50元,发行市盈率为30.88倍,发行股数仍然是网上和网下分别为80%、20%。申购结果是网上发行有效申购户数为280.8297万户,有效申购股数为3001466.25万股,中签率0.13%,认购倍数为750倍。

(2) 上市首日表现。2009年7月10日万马电缆与桂林三金同上市,首日开盘价22.50元,较发行价涨幅高达95.65%。如此高的开盘价格在上市首日仍遭到资金爆炒。开盘仅13分钟,股价节节攀升扩大到134.78%,由于涨幅超过开盘价的20%,万马电缆被临时停牌。停牌半小时复牌后股价快速下跌,涨幅跌落至10%附近。此后股价虽又快速上冲,但资金炒作有所收敛,未敢再超过停牌时的红线。其后大部分时间股价走势较为平淡,但尾盘再度快速拉起,涨幅重新达到30%以上,后触及27元的全天高价后又再度回落。最终万马电缆报收于25.93元,IPO初始收益率为125.48%,收盘价较开盘价涨幅为15.24%,成交金额达8.3亿元,换手率高达85%,以高于市场预期完成了上市首日的表现。

二、两新股IPO的评价

1. 一级市场申购结果使得IPO改革喜忧参半

首先,IPO新政限制了机构投资者申购的空间。从证监会发布的《指导意见》内容来看,机构投资者只能在网

上和网下之间二选一,并且单一账户在网上申购的比例不能超过本次网上发行股数的千分之一,因此,拥有庞大资金量的机构投资者大多转为网下参与申购竞争。有多达649家的配售对象参与了桂林三金的网下申购,但由于部分机构投资者的报价低于最终确定的发行价,所以失去了下一步申购的资格,最终只有278家机构投资者胜出。因此,机构投资者为了获得网下申购资格,都会将询价价格定的高一些,从而获得申购资格,但这会进一步导致发行价格“泡沫”的产生。

其次,IPO新政有限地提高了新股中签率。《指导意见》使得机构投资者及较大资金量的个人投资者在网上利用资金优势进行申购变得困难,致使网上申购冻结资金数量明显比2008年平均冻结量减少。虽然桂林三金网上申购资金总量4254亿元低于市场预期,比2008年在深市首次公开发行公司网上平均冻结资金金额少18.77%,但网上申购冻结资金规模的减少却提高了新股中签率。桂林三金和万马电缆网上发行的中签率比2008年网上平均中签率0.08%分别高出112.5%和62.5%。

最后,IPO新政下一二级市场仍存在狂热的“打新”现象。中签率的提升使得中小散户获得了更多“打新”中签的机会,也不再容易出现机构投资者网上、网下“一手遮天”的局面,但也容易诱导散户一哄而上,加剧其参与申购的热情。狂热的投资者情绪使得参与桂林三金和万马电缆网上申购的有效账户分别达到336.81万户和280.83万户,参与新股网上申购的投资者数量激增,导致实际中签率依然不高,并未实质性提高散户获得新股配售的机会。

2. 二级市场新股上市首日仍遭爆炒,新政任重道远

第一,IPO新政体现了预防爆炒的制度设计。《通知》的颁布将上市首日的

停牌计算指标由“盘中涨幅与开盘之差达到 $\pm 50\%$ 或 $\pm 90\%$ ”调整为“盘中成交价格较开盘价的变动幅度达到20%或50%”,停牌时间也从原来的15分钟延长至30分钟,从而进一步减小了新股上市首日遭爆炒的可能性,进一步凸显了监管机构试图将临时停牌和降低停牌指标作为风险控制的核心举措。

第二,重启首单易遭爆炒。历史上IPO重启后的首单分别是:1991年7月发行的绿景地产、1995年1月发行的黔轮胎A、1995年6月发行的创业环保、2001年11月发行的华联综超、2005年1月发行的华电国际以及2006年6月5日发行的中工国际,这些上市首发的新股极易吸引资金参与“炒新”。其中,最具代表性的便是“新老划断”后首家上市的中工国际。该股上市首日以17.11元高开,当日下午股价从17元暴涨至50元,最高涨幅一度达575.68%,不过随后该股连续6个交易日跌停,使得首日高位跟进的投资者损失惨重。此次IPO新政实施后,新股中签仍是稀缺资源,在一级市场“打新”中签的投资者仍然可以获得巨大的超额初始收益,但大多数投资者并没有获得新股的认购机会,于是他们还是把目光转向了二级市场“炒新”,因此,新股上市首日遭爆炒的局面仍将持续发生。桂林三金和万马电缆上市首日也未逃脱被爆炒的怪圈。

三、现象透视

1.“新股神话”依然在上演。回顾我国资本市场近十年的发展,由于IPO通常没有发行失败的风险,因此投资者获利的着眼点主要放在通过股票买卖产生发行价与市场交易价格的差价,从而导致大量生产领域的资金和银行存款进入股票一级市场进行打新。加之为了规避IPO新政对账户申购上限的限制,大量的“人头账户”涌入资本市场上参与打新炒作。因此IPO新

政实行后,中签率虽有所回升,但仍不足以改变散户中签份额过低的现实难题。另外,二级市场上“高溢价”现象使得高初始收益得以延续,而远高于市场平均水平的高收益率又助推了投资者狂热的情绪,进一步吸引更多的投机资金流入一级市场,如此循环往复,“新股不败”神话和高初始收益率现象得以持续重演。

2.“市场择时理论”在IPO新政下得以验证。IPO领域存在着明显的扎堆上市现象而衍生的“择时上市”问题:如果发行是在热销时期,上市公司会选择扎堆上市,利用高涨的市场行情和投资者情绪最大化筹资规模;反之,则放弃发行新股。2009年以来,A股主要指数“迎难而上”,走出了一轮有别于全球股市的“独立行情”。截至2009年6月30日收盘时,上证综指和深证成指较年初分别出现了77%和62%的涨幅,两市日成交额超过两万亿元几乎成为常态,A股市场排队上市或申请上市的公司越来越多。事实上,纵观国内外的资本市场,IPO的发行者一般可以把握热销的机会并进行首发上市,而不断上涨的市场行情和初期的IPO高收益率也助长了非理性投资者的乐观和狂热情绪。

3.首日高开盘价、高市盈率的根源在于投资者的非理性。桂林三金、万马电缆不仅发行市盈率高于行业平均水平,而且上市首日盘中市盈率一度达到60余倍,这种为了降低新股初始收益率而出现的高市盈率“泡沫化发行”现象,带来了高发行价、高市盈率、高开盘价等现实难题,这是整个资本市场各种因素导致的结果,其中既有投资者、发行公司的因素,也有承销商的推波助澜,但归根结底是发行公司、承销商和理性投资者对非理性投资者行为反应的均衡结果。

(作者单位:中国矿业大学管理学院)

责任编辑 陈利花