

我国股票市场 IPO 异常现象长期弱势探析

曹琳¹ 成瑞² 杨海生¹

(1. 西北师范大学经济学院, 甘肃 兰州 730070; 2. 浙江工商大学统计与数学学院, 浙江 杭州 310018)

摘要:介绍了我国股票市场 IPO 异常现象之长期弱势的表现, 并从企业规模、企业盈余管理状况、新股发行机制、中介机构以及投资者自身等多个角度, 分析了新股长期弱势的原因, 提出促进我国 IPO 市场效率的政策建议。

关键词: IPO; 长期弱势; 原因; 政策建议

中图分类号: F83

文献标识码: A

文章编号: 1672-3198(2013)07-0112-03

1 我国股票市场 IPO 现状概述

股票首次公开发行 (Initial Public Offerings, 简称 IPO) 是指拥有较好投资项目且欲上市的公司, 在投资银行或者证券公司等中介机构的帮助下, 第一次通过证券交易所在股票市场上向投资者公开发售股票, 以期募集企业发展资金的行为。

表 1 2000—2008 年上海证券交易所 IPO 概况

年份	IPO 公司数(家)	股本数(亿股)	筹资金额(万元)
2003	66	83.64	4535082.1
2004	59	35.46	2372437
2005	3	9.63	285454
2006	14	328.21	14025912.96
2007	24	377.27	41817072.12
2008	6	95.29	7335402.11
2009	10	229.57	13181992.04
2010	26	402.1	17543573.53
2011	38	90.12	9669307.4
2012	25	44.67	3335738.28

资料来源: 上海证券交易所网站(www.sse.com.cn)。

根据表 1 可知, 2005 年我国上海证券市场首次公开发行上市的公司数量较前两年明显减少, 这是因为 2005 年 6 月 7 日至 2006 年 6 月 19 日相关部门决定暂停 IPO, 这一举措造就了我国股票市场从 1000 多点到 6000 多点的大牛市行情。此后的 2006 年—2007 年当中, 上海证券市场 IPO 的公司数量日益增多, 发行股本数和募集资金额也较前几年

有大幅度提高。然而, 2008 年 9 月 25 日至 2009 年 6 月 18 日 IPO 的再一次暂停, 使得这两年内, 上海证券交易所首次公开发行上市的公司仅分别为 6 家和 10 家。2009 年 7 月 10 日, IPO 在暂停半年多后重启, 随着相关指导意见和实施办法的发布, 上海证券市场首次公开发行上市从 2010 年开始逐步回暖。

2 IPO 长期弱势现象概述

众多国内外学者在系统研究发行价与首日收盘价之间的关系后, 发现 IPO 长期弱势现象可以通过图 1 反映。

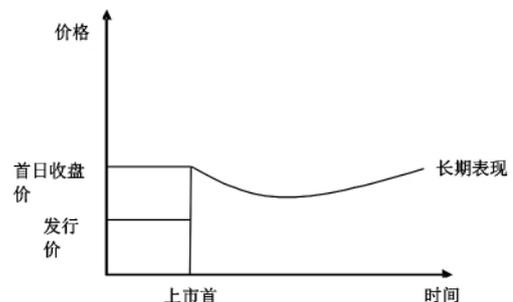


图 1 IPO 长期弱势表现

如图 1 所示, 新股上市首日, 收盘价明显高于发行价, 因此, 在新股申购期内以发行价购买到新股的人会在上市首日获得较高收益。然而, 在较长一段时期内 (一般是 1—3 年) 首次公开发行上市公司的股票出现走势弱于大盘或者匹配公司的现象。也就是说, 长期弱势的股票能给其持有者带来的长期受益率低于市场平均收益, 或者其表现弱于

再融资可以降低融资成本, 因为公司的债务利息支出可以作为财务费用在税前的收入中扣除, 而股东红利却必须在税后利润中发放, 债务融资因节税效应就显得比股权融资更具吸引力。国外企业融资通常遵循先内部融资, 其次债务融资, 最后才是股权融资的“融资啄序理论”, 在目前我国对上市公司的股权再融资约束不断加强, 强制性股利分配政策使股权融资成本随之上升背景下, 发行公司债券融资对市场来说起到一个积极作用。

参考文献

- [1] Smith, C. W. . Investment Banking and the Capital Acquisition Process[J]. Journal of Financial Economics, 1986, (15).
- [2] 付雷鸣, 万迪昉, 张雅惠. 中国上市公司公司债发行公告效应[J]. 金融研究, 2010, (3).
- [3] 谭跃, 梁秀桓. 中国公司债发行的公告效应[J]. 财会通讯, 2011, (3).
- [4] 公司债券发行试点办法证监会第 49 号[Z]. 2007[J]. 《银行间债券市场非金融企业债务融资工具办法》中国人民银行令第 1 号[Z]. 2008.

其他同类型但非首次公开发行公司的股票。

3 我国 IPO 长期弱势的原因

3.1 企业规模小, 盈余管理过度

企业的资产规模及成立时间综合反映出企业的规模大小。首先, 资产规模是反映一个企业实力的重要指标, 资产总额越大, 相应的货币资金规模也就越大, 若企业资产规模小, 可供灵活调配的资金有限, 则难以投资于前景较好的项目以取得长远发展, 实现规模效应, 最终导致首次公开发行上市的企业表现出长期弱势。其次, 企业发展遵守循序渐进的规律, 建设初期不仅自身局限多, 而且市场竞争压力大, 没有明显优势, 随着企业年龄的逐渐增大, 规模扩展, 各方面成熟度提高, 经营业绩也会日趋稳定, 促进企业股票的长期表现, 然而, 成立时间短的首次公开发行上市公司则易表现出长期弱势。

传统的定价模型认为, 股票的内在价值等于未来净现金流量的折现值。根据有效市场理论, 股票价格取决于未来市场信息, 而不是历史信息。但是, 在实际操作中, 由于投资者的信息渠道有限, 往往只能根据历史信息判断企业未来的发展潜力、收益及风险, 从而做出投资决策。在此种情况下, 首次公开发行上市的公司便通过盈余管理操纵财务数据, 传递高质量信息, 引导投资者对企业价值的判断。然而, 盈余管理只是企业调整可操作性利润来增加当期利润的权宜之计, 并不能长久维持, 因此投资者对其市场价值的评价就会随着时间的推移下降。发行时的盈余管理越严重, 后期企业股票价格向下调整的幅度就越大。

3.2 发行制度作用不明显

我国证券发行的核准制经历了通道制和保荐制两个阶段。

3.2.1 通道制

2001年4月—2004年2月我国新股发行实施通道制, 即每一年证监会根据证券公司的规模及经营状况对其授予2—8个通道, 也就是发行股票的数目。与此同时, 新股发行的规模、方式以及价格等关乎其上市成功与否的重要条件也交由主要中介机构决定, 此外, 申请首次公开发行股票的公司还必须在一些中介机构的辅导下运行一年。

作为一种暂时性安排, 通道制在实施过程中出现了一些弊端。首先, 由于证监会给予证券公司每年发行股票的数量有限, 在一定程度上限制了业绩优良券商的工作, 不利于其将更多有发展前景的公司推向股票市场, 同时, 也不利于经营稳健的企业拓宽融资渠道。其次, 欲首次公开发行上市的公司必须经过中介机构为期一年的辅导, 这在一定程度上增加了企业的时间成本, 妨碍了市场效率的提高。

3.2.2 保荐制

2004年2月1日至今, 我国新股发行实施保荐制, 即保荐机构及其保荐代表人依照相关制度的规定, 负责发行人

证券发行上市的推荐和辅导, 尽职调查并核实公司发行文件资料的真实性、有效性和完整性, 同时, 督促欲上市企业遵守相关规定, 积极配合证监会及中介机构的工作, 协助发行人建立严格的信息披露制度。

保荐制虽然在一定程度上弥补了通道制的不足, 但也存在一些缺陷。首先, 由于保荐机构的责任范围扩大, 参与新股发行的环节增多, 其中难免发生徇私舞弊的行为, 使得新股发行定价过程中或多或少存在指导定价的痕迹, 没有充分发挥市场机制的作用, 难以体现发行方和购买方的共同意志。其次, 保荐机构在确定首次公开发行上市指标时, 除了财务数据、经营业绩、内控制度、治理结构外, 可根据自身利益需求, 加入一些可人为操纵的指标, 破坏了各企业公平、公正竞争的环境, 误导了投资者的投资行为。

3.3 参与者间信息不对称

信息效率, 是指交易对象的数量与价格对相关信息的反应程度, 反应越迅速、越准确、越全面, 效率越高。IPO市场信息效率, 是指首次公开发行上市公司相关信息的产生、确认、传播和使用机制, 在指导资源进行有效配置和投资者进行理性投资等方面的有效性。

然而, 在真实的股票交易中, 参与者之间信息不对称的现象时常发生。投资者只能通过发行人公开披露的招股说明书这唯一的渠道, 获取企业资产价值、发行前利润水平、预测盈利和股利等信息, 进而了解和推断公司状况, 若其想取得更多的信息则需支付额外成本。但是, 发行人却可以在不付出任何代价的情况下, 轻松掌握大量真实信息。正是由于信息不对称性的存在, 发行人可以散布偏离真实情况的信息或者过于乐观的信息, 来误导投资者对公司股票的长期判断。

3.4 中介机构声誉低

首次公开发行股票的公司上市过程中离不开投资银行、证券公司、会计事务所等中介机构的协助, 而新股上市的成功与否及其销售量的多少也会直接影响到投资银行的佣金收入以及今后的声誉。与此同时, 证券公司为了维护其在投资者心目中的良好形象, 会在证券承销与保荐业务中, 认真履行调查义务, 对公开发行募集文件的真实性、准确性、完整性进行核查。声誉高的会计事务所在考虑到自身发展前景的情况下, 也会加强对首次公开发行上市股票审核的准确性及严谨性。综上所述, 投资者会选择高声誉中介机构所承销上市的新股, 进而在一定程度上规避风险, 增加收益。

相反, 若中介机构声誉低, 在保荐新股发行的过程中, 会侧重考虑佣金收入等现实问题, 而不顾及声誉带来的长期效益, 便冒着一定风险保荐财务状况不佳、发展前景渺茫的企业上市, 此类股票经过包装在上市初期表现较好, 但随着时间推移, 投资者对其认识程度的加深, 便出现了长期弱

势的现象。

3.5 投资者过于乐观

在证券交易市场中存在着大量非理性投资者,他们对首次公开发行上市的股票态度过于乐观。根据行为金融学的解释,由于乐观投资者对已掌握的私有信息过于自信,投资热情高于悲观者,也愿意付出更高的价格来购买新股,从而推动了新股在发行初期的价格攀升,因此,可得出结论新股价格是由过分乐观的投资者决定的。此外,发行人能够预期到过分乐观情绪出现的时间,从而利用这个“机会窗口”来发行股票以得到尽可能高的发行价格。

然而,随着时间的推移,过度乐观投资者对上市公司的了解增多,认识到其真实的经营状况、资产负债状况以及发展前景等信息,态度趋于理性,股票的价格也会慢慢接近真实价值,从而证明了长期弱势的存在。

4 提高 IPO 市场效率的政策建议

4.1 提高上市公司质量

上市公司作为我国证券市场上重要的组成部分之一,在搭建金融融通平台,活跃资本市场中发挥着不可替代的作用,因此,提高上市公司质量成为加快 IPO 市场有效发展的首要举措。

首先,监管机构要严格审查上市公司的持续经营记录、财务状况、盈利能力等相关信息,以提高新股发行市场的整体水平,保障广大投资者的切身利益。其次,上市公司的董事、监事和高级管理人员要提高自身治理水平,培养创新能力,加强风险意识,履行忠实义务,并不断完善企业内部的监督和激励机制,提高公司经营水平,以良好的业绩回报投资者。最后,证券交易所要不断完善其监督管理办法,严格规范首次公开发行公司的上市审批制度,对重要信息披露不及时的企业予以制裁,并让长期表现不佳、资不抵债的公司退市,以提高上市公司的综合质量,充分发挥证券市场的资本配置功能。

4.2 完善新股发行制度

2010年10月11日,中国证券监督管理委员会修订了《证券发行与承销管理办法》,重点规范了首次公开发行股票询价、定价以及等环节,完善了现行的首次公开发行上市制度。

首先,针对在主板市场首次公开发行上市的股票,投资银行、证券公司、会计师事务所等保荐机构,必须参与初步询价和累计投标询价两个步骤来确定新股发行价格。这样,不仅密切了保荐机构的联系,而且加强了彼此的权利制衡,对保护投资者利益,提高我国股票发行市场的整体水平产生积极作用。其次,规定网下申购与网上申购同时进行,这就意味着,在网下申购的资金不能用于网上申购,此举彻底解决了资金的重复使用行为,营造了公开、公平、公正的

竞争氛围。

4.3 完善信息披露制度

2007年1月30日施行的《上市公司信息披露管理办法》中规定,信息披露义务人应当真实、准确、完整、及时地向所有投资者公开披露信息,不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

首先,发行人应当在招股说明书中详尽反映企业的经营规模、资产负债状况、持续经营时间等对投资者投资行为产生重大影响的信息,以改善发行人与投资者之间信息不对称的现状,帮助投资者做出更加理性客观的投资决策。其次,加大对刻意瞒报信息,推迟发布信息公司的惩罚力度,追究其法律责任,以避免发行人误导投资者状况的发生,保证 IPO 市场的健康运行。

4.4 规范中介机构发展

证券公司、会计师事务所、律师事务所、资信评级公司等中介机构在首次公开发行股票上市过程中扮演着关键角色。投资者往往根据中介机构的综合实力及声誉判断新股价值,做出投资决策,而中介机构也会为了维护自己多年树立的良好形象,恪尽职守,提高披露信息的完整度及可信性。

为规范中介机构的发展,首先,市场及相关部门应该为其提供一个良性竞争的平台,鼓励正当、合法的竞争。其次,提高中介机构从业人员的业务素质,加强道德教育。最后,完善中介机构声誉等级的评定制度,惩罚滥用权力机构的同时也不忘激励维护自身声誉的机构。

4.5 加强投资者风险教育

我国股票市场不成熟,投资者由于专业知识的欠缺和风险意识的淡薄,容易听信炒作信息,盲目购买股票,在一定程度上增大了损失的可能性。因此,政府相关部门、专业媒体以及权威中介机构应从各方面向投资者普及基本知识,加强风险教育,以提升我国股民的综合素质,有利于股票市场的健康发展。

参考文献

- [1] 中国证券业协会. 证券市场基础知识[M]. 北京:中国金融出版社,2012.
- [2] 王美今,张松. 中国新股弱势问题研究[J]. 经济研究,2000.
- [3] 王春峰,罗建春. 我国股票 IPO 长期弱势现象的实证研究[J]. 南开经济研究,2002,(3).
- [4] 鲁雪静. A 股 IPO 长期表现及其影响因素的实证研究[D]. 杭州:浙江大学,2005,(12).
- [5] 刘笑洋. 深圳 A 股市场 IPO 长期弱势实证研究[D]. 成都:西南财经大学,2007,(11).
- [6] 陈婵娟. 我国新股长期弱势的实证研究[D]. 上海:复旦大学,2010,(3).