

我国创业板 IPO 现状分析及建议

朱平平 马广奇(博士生导师) 卢世闯

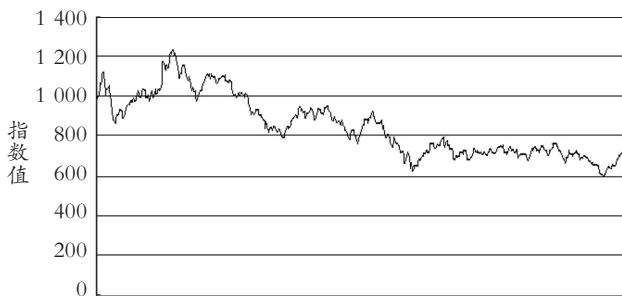
(陕西科技大学管理学院 西安 710021)

【摘要】 截至目前,共有 355 家企业成功在创业板上市。创业板在为中小企业的融资打造一个良好平台的同时,也暴露出一些值得重视的问题,如“三高现象”。本文通过对创业板 IPO 相关数据进行整理和分析,提出相关政策和建议。

【关键词】 市场 创业板 IPO 现状

一、我国创业板 IPO 现状分析

为了能够更加全面地反映创业板市场状况,深圳证券交易所于 2010 年 6 月 1 日开始发布创业板价格指数(399006)。从首日发布到 2012 年 12 月 31 日,创业板指数走势如图 1 所示:



2010年6月1日至2012年12月31日的每个交易日

图 1 创业板指数走势图

从指数值来看,创业板开板初期总体走势较好,受到了投资者的热捧。在 2010 年 10 月 20 日出现历史最高点 1 239.60 点。而从最高点至今整体上为下跌的趋势,最低的时候在 2012 年 12 月 3 日降到 593.66 点。创业板以高成长性为特色,因此在相当一段时间内保持着一个高的估值。但是经过市场长期检验,企业的业绩表现不佳,创业板指数缺乏支撑,因此长期来看走势必然是下跌的。由此可以看出,创业板在这三年的发展过程中,企业的高估值随着经营业绩和成长能力的下降而被市场发现,企业开始回归其真实价值。笔者在此结合市场统计数据重点对“高发行价、高市盈率、高募集金额”的现状和后果分别进行分析。

1. 创业板 IPO 定价现状分析。由于我国股票市场的成熟、IPO 定价存在一定的问题以及二级市场投资者的非理性等原因,创业板公司上市时一定程度上表现出了抑价的现象。所谓 IPO 抑价,就是指在上市当天的开盘价高于其发行价格,且差距越大表明抑价水平越高。假设发行价为 P_0 , 上市首日收盘价为 P_1 , 则 IPO 折价率 $= (P_1 - P_0) \div P_0 \times 100\%$ 。通过对抑价

率水平进行分段统计,发现 85.35% 的企业 IPO 定价存在抑价现象,最高的金亚科技抑价率高达 209.73%。申购新股者只要能够有机会中签,就会获得首日的超额收益,而风险几乎为零。这也使得创业板“沦为”一个“造富机器”,这种现象是很不合理的。高的发行价使得大多数的新股在上市后开始慢慢“价格回归”,“锚定效应”使得许多缺少经验的投资者持续被套牢,损失惨重。

根据企业 IPO 发行价和 2012 年 12 月 31 日的后复权收盘价,可以计算出年末整体上的破发情况。通过计算可以发现,有 214 家出现了破发,破发比例高达 60.28%, 东方日升的破发幅度最高为 66.54%, 还有的企业(天瑞仪器等)甚至在上市首日就出现了破发。大面积的破发给二级市场投资者带来了巨大的损失。不过,新股破发也有一定的积极意义。它使得投资者和市场开始对创业板企业进行冷静的思考,市场机制开始发挥调节作用,市场才是调控股票市场最好的手段。

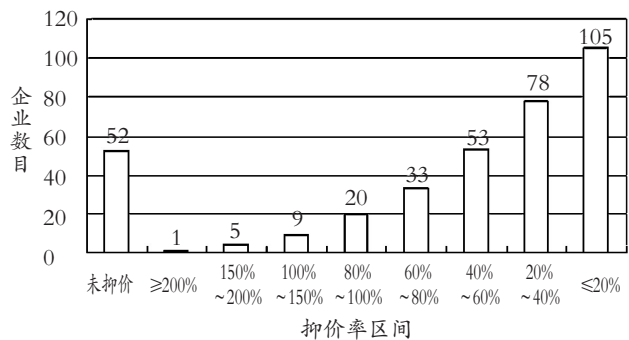


图 2 溢价率分布图

2. 创业板 IPO 发行市盈率分析。高的市盈率代表着对企业高的估值,原始股东借此一夜暴富,之后又开始通过“减持”等手段退出企业,二级市场投资者成为接盘人损失惨重。根据企业上市首日的信息,笔者将创业板 355 家上市企业按照上市日期排列,编号 1 到 355, 作为横坐标自变量值;每家企业上市发行的市盈率作为纵坐标因变量值,通过趋势线描绘出创业板上市公司发行市盈率的变化图。通过图 3 可以看出,市盈

率的变动和创业板指数的变动趋势有一定的类似。同样表明,在经历过市场的检验之后,市盈率也开始逐渐回归市场正常水平。

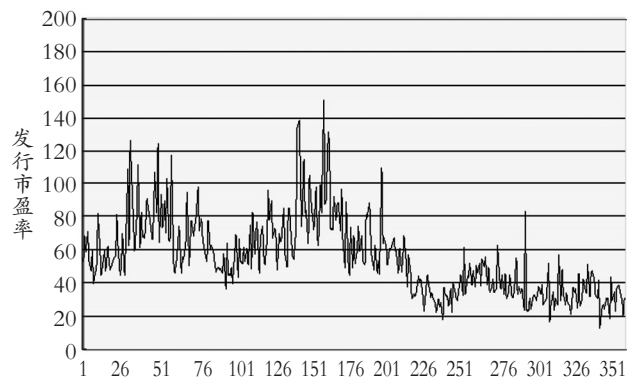


图3 市盈率分布图

3. 创业板IPO资金募集分析。由于高发行价和高市盈率的存在,就直接导致企业募集资金量严重超额。“高募集金额”使得本来应该给多家企业的资金全部给了一家企业,降低了证券资本市场的资源配置效率。在统计355家企业实际募集净额和预计募集金额的基础上,经过对比、计算得出上市企业首日超募比,如图4所示(横轴表示超募比):

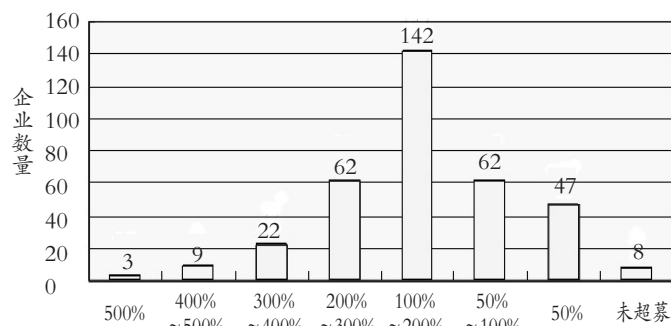


图4 超募比分布图

经过统计可以发现,仅有八家企业由于询价等原因没有募集到足够的资金,其他企业都有超募的现象。其中最高的“天立环保”超募比高达738.14%。超募资金可以为企业在未来会计期间提供稳定足够的现金流量,降低企业的财务风险,但是对超募资金的管理成为一个严峻的问题。在超募的背景下,企业一般没有好的投资项目,超募资金收益率很低,从而对企业的财务指标造成了一定影响。

虽然证监会明确要求企业在上市后6个月要披露详细的资金使用计划,并且应当投资于企业的主营业务,但是事实上,很少有企业将资金用于主营业务上。有的企业用来偿还银行贷款、有的投资于房地产或者证券市场,另外,伴随着超募资金而来的就是高的承销费用。据统计,创业板首发上市共募集资金达到2 149.18亿元,为此产生了161.22亿元的发行承销费用,占发行净额的7.5%。因此,对于超募资金应该加强管理,最主要的是要加强企业对资金使用情况的披露,并由市场进行监督。

二、相关政策和建议

1. 从“入口”控制企业质量。目前创业板存在许多“伪高新”的企业。这些企业假的高成长性造成“破发”的直接原因。投资者盲目地对这些企业的过度热捧也使得创业板存在很大的价值泡沫。因此,对于拟在创业板上市的企业,应该对其行业特征、经营模式、核心竞争力等方面进行详细评估和认定,从上市“入口”开始严抓上市企业的质量。

2. 从“出口”推行退市改革。对于经营业绩较差、成长能力不强、发展前景黯淡,已经不符合创业板上市要求的企业,就应该进行淘汰。优胜劣汰是有效市场的生存法则,对于垃圾股企业应该尽快使其退市,以净化创业板市场,减少价值泡沫。例如,在企业上市时,可以从募集的资金中抽取一定比例的资金建立创业板退市基金。在企业退市时,可以使用退市基金对退市企业的股东进行一定的补偿,以保障投资者利益,稳定投资者信心。

3. 从“制度”完善市场体制。
 ①推行创业板融资融券制度。融资融券制度是一种基于信用的交易方式,它提供了一种方向相关的投资行为和交易方式:当投资者认为股票价格偏高时,可以进行融券卖出的交易;当其认为股票价格偏低时,可以进行融资买入的交易。
 ②询价制度的过渡改革。询价制度由目前的荷兰式招标法过渡为美国式招标法。即询价结束之后,以各询价机构在询价过程中的实际报价进行股票的配售,并按照报价金额从高到低全部进行配售,直到满额。这样,出价较高的询价机构就要以其高的报价进行认购,相应地承担更大的风险。在这种制度下,就形成了对询价机构的自我约束机制。
 ③终身保荐制度。针对我国创业板企业公司治理水平不高、内部控制较弱等缺点,建议实施终身保荐制度。企业在上市之前,保荐人应尽职尽责,促进企业上市成功。在企业上市之后,保荐人更应该持续关注企业的经营行为,对企业进行监督管理,并提供相关指导,保证企业的健康有序发展。

4. 上市和融资分步骤进行。由于创业板上市企业的行业特征、盈利模式等非常特殊,一般的投资者无法在短时间内了解企业的真正价值。企业上市、融资一步完成,由于主体之间的信息不对称,使得投资者不能直接正确做出理性的投资行为,导致市场出现混乱和盲目炒新等行为。因此,对于创业板这一特殊板块,可以将企业上市和对外融资分步骤进行,这样有利于避免发行定价过程中发行方和承销商单方定价行为的随意性,减少非市场因素的干扰,能够充分发挥资本市场的定价作用,由市场去发现企业的内在价值。

主要参考文献

1. 李其成. 创业板上市公司IPO超募问题综述. 时代金融, 2012;12
2. 史克剑. 创业板迎来三周岁. 中国金融家, 2012;10
3. 戴新民, 吴婷婷. 我国创业板上市公司现状分析. 东方企业文化, 2012;7