



新经济与金融研究

ISSN: 2789-5491 (print)

雙清學術出版社

<http://www.qingpress.com>



首发股折价率计量方法的选择研究

韦金凤

广西大学, 商学院

摘要: 首发股折价在全球范围内都是一种普遍的现象, 首发股折价(IPO Underpricing)或者首发股折价现象是指首次公开发行定价明显低于上市初始的市场价格。中国的首发股折价幅度显著高于世界上其他国家。首发股折价、首发股发行后长期弱势与首发股发行热市现象并称为中国首发股发行的三大异象。

关键词: 首发股, 折价, 折价率

1. 引言

首发股折价是金融学界的一个难解之谜(张继强等, 2003)。股价波动同步性与增发折价率负向关系显著,即证明中国证券市场符合非理性行为假说(邢静怡等, 2016)。首发股折价的起因分别归类于因信息不对称而引起的道德风险,逆向选择问题以及优质公司的信号传递(王华, & 张程睿, 2004)。当折价发生时, 由于首发股股票发行公司以低于股票自身价值的价格进行销售, 老股东(首发股前股东)可能会遭受损失, 而在二级市场公开市场购入的投资者则能够从他们购买的股份中获得更高的报酬率。

首发股发行高折价提供了市场无风险套利机会, 造成大量的申购资金汇集到一级股票发行市场。资金的抽逃导致了市场供求机制的失衡: 一级股票发行市场超额收益率刺激了市场投机心理, 导致二级公开交易市场股价畸高, 不利于市场的稳定发展, 很可能使广大中小投资者利益受损。因此, 采取措施控制首发股折价现象, 消除市场的套利机会, 成为当务之急。随着中国股票市场的不断完善和发展, 正探索从核准制度到注册制, 从制度上完善股票市场, 增加股票市场的透明度, 减少由于信息不完全造成的弊端, 以有效地解决首发股高折价问题。而从 2005 年起, 中国开始实行发行的询价制度, 这是中国首发股发行制度向市场化方向的进步。询价分为初步询价和累计投标询价两个阶段。询价制可以更加真实反映股票发行公司的投资价值。对于提高首发股定价效率发挥了一定的作用。但是, 与此同时, 询价制与完全市场化定价仍有许多区别, 在实际的运行中仍存在许多需要完善之处。

中国的股票市场发展时间短、规则变化大、信息流动效率差, 成熟投资者更具难度。如前所述, 在中国证券市场上首发股折价率高的重要原因在于市场上投机资金的推动。因此应倡导理性投资, 形成理性的市场

价值投资理念。要重视对中小投资者的教育，主要包括投资决策教育、个人资产管理教育和市场参与教育等三个方面。帮助投资者形成理性的市场价值投资理念，使中小投资者对机构投资者侵犯自身权利的证券欺诈行为有所认识，进而提高市场监管效率和维护证券市场的健康有序发展。

为了增强中国股票市场的信息有效性、减少盲目跟随的非理性投资现象，有必要完善股票发行公司的信息披露机制，减少市场信息的不对称性，提高市场交易透明度。从首发股发行角度而言，保荐机构和首发股发行企业有必要加强与广大投资者的信息沟通，强化首发股发行的推介工作，减少首发股发行企业和广大投资者之间的信息不对称程度。从而避免由于市场信息不对称而导致的首发股折价现象，提高新股定价效率。

为什么首发股折价成为普通现象，是理论届研究的热点课题。本文侧重从计量方法综述角度来探讨该现象。

2. 首发股折价现象

上市公司发行新股,新股的价格一般比二级市场的价格低,称之为折价(李臣,2010)。本文所指首发股折价是特指一个股票在首次公开发行后,第一天的收盘价格高于发行价格的情况。中国的首发股折价现象非常明显,从抽样的首发股数据看(数据详情见附件),中国股市整体折价率为 40~50%。

首发股折价率

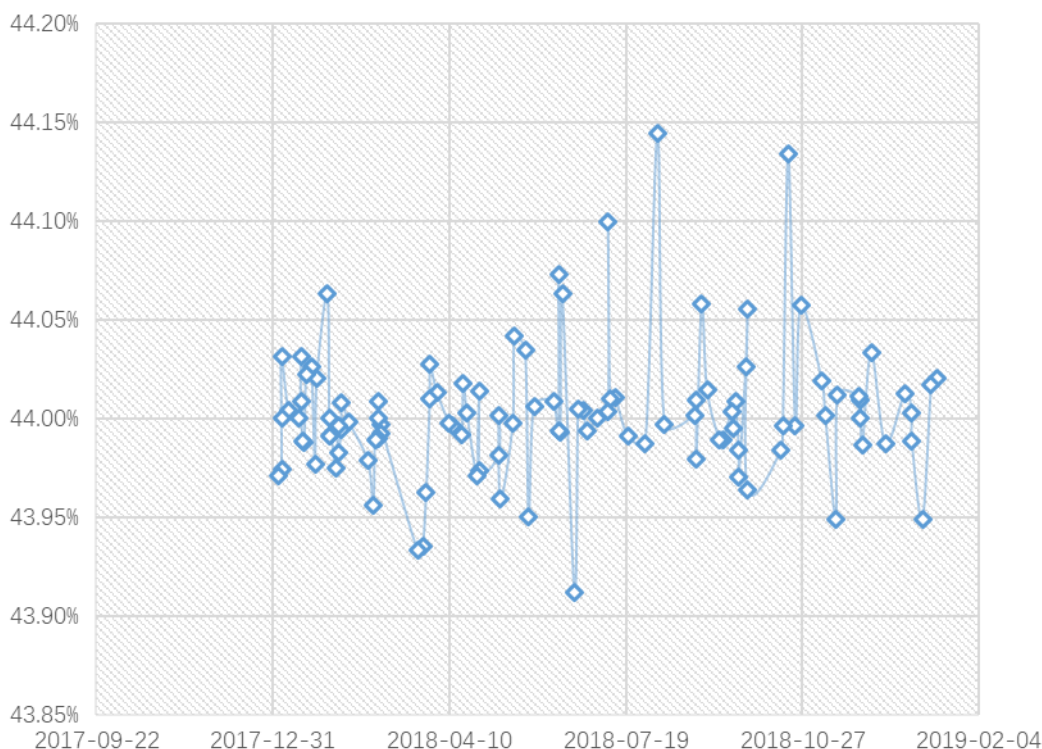


图 1: 首发股折价比例图

在“全民打新”时代，新股网上超额申购倍数骤增，从去年的 268 倍大幅上涨到今年的 3316 倍，与之对应的是中签率大幅缩水，从 0.49% 降至 0.05%，仅为去年的十分之一。

今年超额认购倍数排名前五的公司分别为平治信息、晨曦航空、名雕股份、星网宇达、新宏泽，网上超额认购倍数最高达到 8568 倍。而去年网上申购最为踊跃的田中精机，超额认购倍数仅为 809 倍，与今年动辄数千倍的超额认购相比，可谓“小巫见大巫”。

与首发股折价之对应的，是中签率一致较低。2016 年的首发股案例中，江苏银行的中签率最高，为 0.47%，平治信息中签率最低，为 0.01%，今年中签率达到千分之一的公司只有 16 家，在 222 只新股中占比仅为 7%；而 2015 年，全年 219 家新股的中签率全部在千分之 1.2 以上，中签率最高的中国核电为 1.63%。

越来越低的中签率背后，是“零成本”的打新诱惑。由于首发股发行市盈率普遍控制在 22 倍，上市后即与老股市价“找齐”，形成资金博弈套利空间。因此，绝大部分新股上市之后能拉出数个“一字板”甚至更多，中小板和创业板新股表现更突出。在截至 2016 年 12 月 28 日上市的 222 只新股中，除上市首日外，近八成个股上市后可收获 10 个以上“一字板”，其中更有 36 只个股收获了 20 个“一字板”。具体来看，沪市的海天精工共斩获 29 个“一字板”，遥遥领先；名家汇、优博讯等 10 只个股则实现了逾 5 倍的涨幅，隶属于 9 个行业，其中 3 只个股隶属于机械设备行业。

一个明显特征是，上涨幅度排名前十的新股多集中于中小板和创业板，个股数量达到 8 只。此外，在 166 只涨幅超过 100%的个股中，中小板和创业板的公司共 102 家，占比逾六成，其中创业板有 69 家。在这 69 家公司中，有 56 家上市以来涨幅在 200%以上。值得一提的是，若将时间轴拉长，2016 年和 2015 年上市的股票，上市的整体涨幅几乎一致。2016 年上市的 222 只新股，上市涨幅平均值为 220%，上市以来最大涨幅平均值为 265%；2015 年上市的 219 只股票，上市的涨幅平均值为 229%，上市以来最大涨幅平均为 268%¹。

3. 首发股折价计量方法

3.1 首发股折价的价格估值

常用的估值方式可以分为两大类：收益折现法与类比法。

3.1.1 收益折现法

股价中包含的公司特质信息量越多，则股价越接近于企业的实际价值(齐颂超, 2013)。股票价格反映的公司价值信息的量—股价信息含量被认为是市场运行效率的标志(邹小霞,2014)。所谓收益折现法，就是通过合理的方式估计出股票发行公司未来的经营状况，并选择恰当的贴现率与贴现模型，计算出股票发行公司价值。如最常用的股利折现模型(DDM)、现金流贴现(DCF)模型等。贴现模型并不复杂，关键在于如何确定公司未来的现金流和折现率，而这正是体现承销商的专业价值所在。折现率作为收益法评估企业价值的三个最基本参数之一，细微的差异都将导致评估结果的巨大差异，因此折现率的确定至关重要(何龙, 2013)。

3.1.2 市场可比方法

所谓类比法，就是通过选择同类股票发行公司的一些比率，如最常用的市盈率、市净率(p/b 即股价/每股净资产)，再结合新股票发行公司的财务指标如每股收益、每股净资产来确定股票发行公司价值，一般都采用预测的指标。市盈率法的适用具有许多局限性，例如要求股票发行公司经营业绩要稳定，不能出现亏损等，而市净率法则没有这些问题，但同样也有缺陷，主要是过分依赖公司账面价值而不是最新的市场价值。因此对于那些流动资产比例高的公司如银行、保险公司比较适用此方法。市场参与者之间存在信息不对称而导致外部投资者难以对发行公司准确定价，以及部分机构投资者对新股使用的估价模型的差别(田彩良, 010)。

3.1.3 其他方法

¹数据来源: <http://stock.qq.com/a/20161230/005728.htm>

不同的方法有各自优劣，比如，对于规模非常的大企业，如果本身异质性很大，那么选用市场法，因为医药企业的个体差异性相对较大，如果选用市场可比法，难以找到可比企业，类比指标的确定较为困难。如果采用传统的收益法，则会低估了企业的未来的成长价值，难以真实的反应出企业的内在价值，李子泉（2016）认为，采用实物期权法比较合适。

3.2 首发股折价率计量

通过估值模型，投资者可以合理地估计公司的理论价值，但是要最终确定发行价格，发行公司需要选择合理的首发股股票发行，以充分发现市场需求。IPO 定价效率对一级市场具有重要影响，定价过高或过低将破坏资本市场资源配置功能的发挥和健康有序发展。由于定价机制直接影响发行定价的高低(王鑫,2017)。常用的首发股股票发行公司式包括：累计投标方式、固定价格方式、竞价方式。

一般竞价方式更常见于债券发行。累计投标是目前国际上最常用的新股首发股股票发行公司式之一，是指发行人通过询价机制确定发行价格，并自主分配股份。所谓“询价机制”，是指主承销商先确定首发股发行价格区间，召开路演推介会，根据需求量和需求价格信息对发行价格反复修正，并最终确定发行价格的过程。一般时间为 1~2 周。在询价机制下，首发股发行价格并不事先确定，而在固定价格方式下，主承销商根据估值结果及对投资者需求的预计，直接确定一个发行价格。固定价格方式相对较为简单，但效率较低。

通常，股票发行公司的股份是根据向相应证监会出具的招股书或登记声明中约定的条款通过经纪商或做市商进行销售。一般来说，一旦首发完成后，这家公司就可以申请到证券交易所或报价系统挂牌交易。

另外一种获得在证券交易所或报价系统挂牌交易的可行方法是在招股书或登记声明中约定允许私人公司将它们的股份向公众销售。这些股份被认为是“自由交易”的，从而使得这家企业达到在证券交易所或报价系统挂牌交易的要求条件。大多数证券交易所或报价系统对股票发行公司在拥有最少自由交易股票数量的股东人数方面有着硬性规定。

首发股(首次公开募股)就估值模型而言，不同的行业属性、成长性、财务特性决定了股票发行公司适用不同的估值模型。

过去中国一直采用固定价格首发股股票发行公司式，2004 年 12 月 7 日证监会推出了新股询价机制，迈出了市场化的关键一步。香港证监会和香港联交所于 1994 年 11 月发表了《关于招股机制的联合政策声明》，自此，香港的大型首发股发行基本上采用累计投标和固定价格公开认购混合招股机制。

首发股股票发行公司式确定以后，进入了正式发行阶段，此时如果有效认购数量超过了拟发行数量，即为超额认购，超额认购倍数越高，说明投资者的需求越为强烈。在超额认购的情况下，主承销商可能会拥有分配股份的权利，即配售权，也可能没有，依照交易所规则而定。通过行使配售权，发行人可以达到理想的股东结构。在中国，主承销商不具备配售股份的权利，必须按照认购比例配售。据报道，此次建行在香港交易所发行 h 股，截至公开招股截止日(2005 年 10 月 19 日)，共吸引了 760 亿美元的认购资金，超过拟发售数量近 9 倍，而向香港公众公开发售部分更是获得了近 40 倍的超额认购倍率，其中国际发售部分将由联席账簿管理人根据多种因素决定分配，香港公开发售部分原则上严格按比例分配，但分配基准可能会因为申请人的股份数目不同而分组决定，但也不排除可能会进行抽签。

当出现超额认购时，主承销商还可以使用“超额配售选择权”（又称“绿鞋”）增加发行数量。“超额配售选择权”是指发行人赋予主承销商的一项选择权，获此授权的主承销商可以在股票上市后的一定期限内按同一发行价格超额发售一定比例的股份，在此期间内，如果市价低于发行价，主承销商直接从市场购入这部分股票分配给提出申购的投资者，如果市价高于发行价，则直接由发行人增发。这样可以在股票上市后一定期间内保持股价的相对稳定，同时有利于承销商抵御发行风险。

参考文献

- [1] 李臣.(2010).创业板新股发行折价率的实证分析.企业导报, 2010.10:12-13.
- [2] 邢静怡,瞿友凯,吴继兰,王帅杰,&徐小林. 股票价格同步性与股价信息含量关系研究——来自中国沪市 a 股上市公司增发折价率的经验证据. 珞珈管理评论, 2016,12(2).
- [3] 齐颂超.(2013).中国沪市股价信息含量的影响因素研究.Doctoral dissertation,重庆大学, 2013.
- [4] 邹小霞.上市公司信息披露质量与股价信息含量的相关性研究. Doctoral dissertation, 西南交通大学,2014
- [5] 田彩艮.我国中小板新 ipo 定价效率实证分析.商品与质量, 2010,000(012):31-32.
- [6] 王鑫.机构投资者对 IPO 定价效率的影响路径研究——基于我国中小板数据的实证分析.Doctoral dissertation, 对外经济贸易大学, 2017.
- [7] 何龙.企业价值评估收益法中折现率相关问题分析.中国外资,2013,06: 273-274.
- [8] 李子泉.上市医药企业并购中价值评估研究.Doctoral dissertation,江西财经大学, 2016.
- [9] 张继强,周勇,&张秉麟.(2003).Ipo 折价,逆向选择与分离均衡假说.预测, 2003,22(004):46-50,61.
- [10]王华,&张程睿.(2004).不对称信息理论对"ipo 折价之谜"的解析.财经问题研究, 2004,11:40-43.

附件

表格：首发股折价率统计

股票代码	名称	上市日	首发股发行价	首日收盘价	折价率
603121	华培动力	2019-01-11	11.79	16.98	44.02%
300757	罗博特科	2019-01-08	21.56	31.05	44.02%
601860	紫金银行	2019-01-03	3.14	4.52	43.95%
603185	上机数控	2018-12-28	34.10	49.10	43.99%
300756	中山金马	2018-12-28	53.86	77.56	44.00%
603629	利通电子	2018-12-24	19.29	27.78	44.01%
300753	爱朋医疗	2018-12-13	15.80	22.75	43.99%
002942	新农股份	2018-12-05	14.33	20.64	44.03%
300752	隆利科技	2018-11-30	20.87	30.05	43.99%
002943	宇晶股份	2018-11-29	17.61	25.36	44.01%
603187	海容冷链	2018-11-29	32.25	46.44	44.00%
002941	新疆交建	2018-11-28	7.18	10.34	44.01%
601319	中国人保	2018-11-16	3.34	4.81	44.01%
603220	贝通信	2018-11-15	7.85	11.30	43.95%
300751	迈为股份	2018-11-09	56.68	81.62	44.00%
300674	宇信科技	2018-11-07	8.36	12.04	44.02%
002939	长城证券	2018-10-26	6.31	9.09	44.06%
002940	昂利康	2018-10-23	23.07	33.22	44.00%
601162	天风证券	2018-10-19	1.79	2.58	44.13%
300760	迈瑞医疗	2018-10-16	48.80	70.27	44.00%
300694	鑫湖股份	2018-10-15	9.89	14.24	43.98%
002937	兴瑞科技	2018-09-26	9.94	14.31	43.96%

601577	长沙银行	2018-09-26	7.99	11.51	44.06%
300749	顶固集创	2018-09-25	12.22	17.60	44.03%
300748	金力永磁	2018-09-21	5.39	7.76	43.97%
603583	捷昌驱动	2018-09-21	29.17	42.00	43.98%
002936	郑州银行	2018-09-19	4.59	6.61	44.01%
002938	鹏鼎控股	2018-09-18	16.07	23.14	44.00%
603810	丰山集团	2018-09-17	25.43	36.62	44.00%
603790	雅运股份	2018-09-12	10.98	15.81	43.99%
603297	永新光学	2018-09-10	25.87	37.25	43.99%
002935	天奥电子	2018-09-03	19.38	27.91	44.01%
601068	中铝国际	2018-08-31	3.45	4.97	44.06%
603192	汇得科技	2018-08-28	19.60	28.22	43.98%
002933	新兴装备	2018-08-28	22.45	32.33	44.01%
603590	康辰药业	2018-08-27	24.34	35.05	44.00%
300724	捷佳伟创	2018-08-10	14.16	20.39	44.00%
601606	长城军工	2018-08-06	3.33	4.80	44.14%
603657	春光科技	2018-07-30	18.46	26.58	43.99%
601869	长飞光纤	2018-07-20	26.71	38.46	43.99%
603713	密尔克卫	2018-07-13	11.27	16.23	44.01%
002932	明德生物	2018-07-10	20.45	29.45	44.01%
603105	芯能科技	2018-07-09	4.83	6.96	44.10%
603706	东方环宇	2018-07-09	13.09	18.85	44.00%
603693	江苏新能	2018-07-03	9.00	12.96	44.00%
603650	彤程新材	2018-06-27	12.32	17.74	43.99%
300747	锐科激光	2018-06-25	38.11	54.88	44.00%

603587	地素时尚	2018-06-22	27.52	39.63	44.00%
601066	中信建投	2018-06-20	5.42	7.80	43.91%
601990	南京证券	2018-06-13	3.79	5.46	44.06%
603666	亿嘉和	2018-06-12	34.46	49.62	43.99%
601330	绿色动力	2018-06-11	3.29	4.74	44.07%
300750	宁德时代	2018-06-11	25.14	36.20	43.99%
601138	工业富联	2018-06-08	13.77	19.83	44.01%
603486	科沃斯	2018-05-28	20.02	28.83	44.01%
300746	汉嘉设计	2018-05-25	5.62	8.09	43.95%
300745	欣锐科技	2018-05-23	11.65	16.78	44.03%
603045	福达合金	2018-05-17	9.65	13.90	44.04%
300454	深信服	2018-05-16	30.07	43.30	44.00%
603013	亚普股份	2018-05-09	11.67	16.80	43.96%
300742	越博动力	2018-05-08	23.34	33.61	44.00%
603259	药明康德	2018-05-08	21.60	31.10	43.98%
603596	伯特利	2018-04-27	15.10	21.74	43.97%
300743	天地数码	2018-04-27	14.70	21.17	44.01%
603348	文灿股份	2018-04-26	15.26	21.97	43.97%
603733	仙鹤股份	2018-04-20	13.59	19.57	44.00%
603876	鼎胜新材	2018-04-18	13.54	19.50	44.02%
603773	沃格光电	2018-04-17	33.37	48.05	43.99%
603301	振德医疗	2018-04-12	19.82	28.54	44.00%
603897	长城科技	2018-04-10	17.66	25.43	44.00%
002931	锋龙股份	2018-04-03	12.36	17.80	44.01%
300504	天邑股份	2018-03-30	13.06	18.81	44.03%

603214	爱婴室	2018-03-30	19.95	28.73	44.01%
002930	宏川智慧	2018-03-28	8.53	12.28	43.96%
600929	湖南盐业	2018-03-26	3.71	5.34	43.94%
300634	彩讯股份	2018-03-23	7.17	10.32	43.93%
603059	倍加洁	2018-03-02	24.07	34.66	44.00%
002928	华夏航空	2018-03-02	20.64	29.72	43.99%
002929	润建通信	2018-03-01	23.95	34.49	44.01%
300741	华宝股份	2018-03-01	38.60	55.58	43.99%
600901	江苏租赁	2018-03-01	6.25	9.00	44.00%
603680	今创集团	2018-02-27	32.69	47.07	43.99%
603712	七一二	2018-02-26	4.55	6.55	43.96%
002927	泰永长征	2018-02-23	14.78	21.28	43.98%
603156	养元饮品	2018-02-12	78.73	113.37	44.00%
603709	中源家居	2018-02-08	19.86	28.60	44.01%
300740	御家汇	2018-02-08	21.23	30.57	43.99%
300644	南京聚隆	2018-02-06	18.03	25.96	43.98%
603871	嘉友国际	2018-02-06	41.89	60.32	44.00%
002926	华西证券	2018-02-05	9.46	13.62	43.97%
603516	淳中科技	2018-02-02	19.64	28.28	43.99%
300739	明阳电路	2018-02-01	22.30	32.11	43.99%
603506	南都物业	2018-02-01	16.25	23.40	44.00%
601838	成都银行	2018-01-31	6.99	10.07	44.06%
300737	科顺股份	2018-01-25	9.95	14.33	44.02%
603356	华菱精工	2018-01-24	10.21	14.70	43.98%
603895	天永智能	2018-01-22	18.33	26.40	44.03%

300738	奥飞数据	2018-01-19	18.15	26.14	44.02%
300624	万兴科技	2018-01-18	16.55	23.83	43.99%
601828	美凯龙	2018-01-17	10.23	14.73	43.99%
603056	德邦股份	2018-01-16	4.84	6.97	44.01%
300733	西菱动力	2018-01-16	12.90	18.58	44.03%
002925	盈趣科技	2018-01-15	22.50	32.40	44.00%
300736	百邦科技	2018-01-09	19.18	27.62	44.00%
300664	鹏鹞环保	2018-01-05	8.88	12.79	44.03%
603161	科华控股	2018-01-05	16.75	24.12	44.00%
002923	润都股份	2018-01-05	17.01	24.49	43.97%
603080	新疆火炬	2018-01-03	13.60	19.58	43.97%