



人大重阳

研究动态

责任编辑：胡海滨

审核：王文

邮箱：rdcy-info@ruc.edu.cn 联系电话：010-62516305

网址：http://rdcy-sf.ruc.edu.cn 新浪微博：@人大重阳

第 4 期

2013 年 7 月 21 日

如何疏导 IPO 堰塞湖？

中国人民大学重阳金融研究院研究部副主任 赵亚赞

截至 2013 年初，共有 841 家企业等待 IPO 审核，已过会等待上市的已有 92 家。即使证监会启动了有史以来最严厉的大核查，到 6 月份仍然有 677 家企业待审。由于股市不景气，股民意见大，管理层暂停批准企业上市，但随着时间推移，排队等待上市的企业越来越多，目前已经有近千家之多，需要的融资规模已远超万亿，这就形成了一个影响 A 股市场健康发展的“堰塞湖”。而且这个堰塞湖规模越来越大，一旦“溃坝”后果不堪设想。如何既能满足企业的融资需求，又能保证投资者利益，促进证券市场的健康发展，是迫切需要解决



的问题。

解决IPO堰塞湖的问题，传统的办法是等股市行情变好之后再开闸。但鉴于周边市场的不景气和中国经济增长预期的放缓，短时期内很难依靠这种“靠天吃饭”的方法解决。更重要的是，由于现在企业贷款困难，越来越多的企业转向股市直接融资，这使得IPO堰塞湖的规模不断增大。在这种情况下，即使股市重新上涨，管理层也不敢一下放行很多股票上市，这样只有在确认大牛市的情况下，IPO堰塞湖的问题才能解决。但等米下锅的企业却很难等下去。因此，正确的解决方法自然是要靠疏导，而且不是一时的权宜之计，是要建立完善的常态的疏导机制。

建立完善的IPO疏导机制，要从这个堰塞湖产生的根源入手，找到主要矛盾，从根本上解决问题。IPO堰塞湖产生的原因主要有两个：一个是人们的思想误区，二是以前的制度没能跟上形势。

新股发行并不会拖累股市上涨

1、传统思想误区

很多人对新股发行有个误解，认为新股发行会打压整体股市。事实上这是一个非常错误的认识。究其原因，一个是不少投资者对市场的本质特征认识不清，以为只要控制市场规模，那么随着资金的不断流入，就能够把股市越炒越高。所以，他们对股市扩容，特别是发行新股，有一种近乎本能的反感。其实这是一种很幼稚的看法，不发行新股的股市，显然是不完整的。这样的市场可能会上涨，但随着指数被炒高，投资机构为代表的较为理性的资金会认为估值过高



风险变大，有持仓的会套现撤离，没有持仓的也不会进入。只有以散户为代表的非理性资金会疯狂追涨杀跌，这又容易造成暴跌，最终这部分资金也会离开，这样不发行新股的市场最终是死路一条。而题材丰富的新股，特别是质地优良的新股，不仅将受到存量资金的追捧，还会吸引大量场外增量资金，从而健康地推涨股市；另一个问题是，过去管理层对市场涨跌比较关注，受舆论影响也曾经试图用调节供求关系的办法来调控股市，而控制发行新股就成为其达至目的的一个的重要手段。

另一方面，我们也应当承认，发行新股的确是增加了股票的供应，在其它条件不变的情况下，这样做自然会分流股市中的资金，导致指数的下跌。另外，由于发行是在一级市场，上市是在二级市场，而一般投资一级市场与二级市场的是两部分人，如果新股发行价过高，在二级市场上交易后往往会有个下跌的阶段，这样等于一级市场投资者赚了二级市场投资者的钱，因此很多二级市场投资者对新股发行视为利空。特别是中石油这样的股票上市后一路狂跌，始终让二级市场投资者看不到解套的机会，严重增加了他们对新股发行的反感。

2、新股发行常常是股市利好

不过我们应当认识到，这其实不是新股发行的问题，而是新股定价太高，或者质地太差的原因。差的新股固然会拖累股市，但也应当看到，好的新股却对股市上涨是一大助力。比如苏宁电器、等业绩优良的企业，一上市不但没随大盘下跌，反而逆势上涨；不但受到存量资金的追捧，还吸引了大批场外资金入市；不但没有拖累股市，反而起了支撑作用。

除此之外，新股发行对于股市还有其他积极意义：

IPO 为市场增添了新的投资品种，这显然有利于吸引增量资金介入。



像中小企业板块的开辟，使得大量高成长的中小企业得以上市，就为投资者提供了很多新的投资标的，也为他们创造了财富。2004年6月25日中小板正式开板交易，在当时股市一片哀鸿的时候，并没有出现很多人预想的暴跌，反而出现了一段盘整行情，后来虽然出现短暂的向下突破，但很快就开始强烈反弹，之后就开始了——波前所未有的大牛市。



(图 1，来源：通达信交易软件)

又如创业板，2009年10月23日，创业板正式开板，上证指数不但没有受拖累，反而涨了1.85%，之后一个月共上涨7.42%。



(图 2，来源：通达信交易软件)

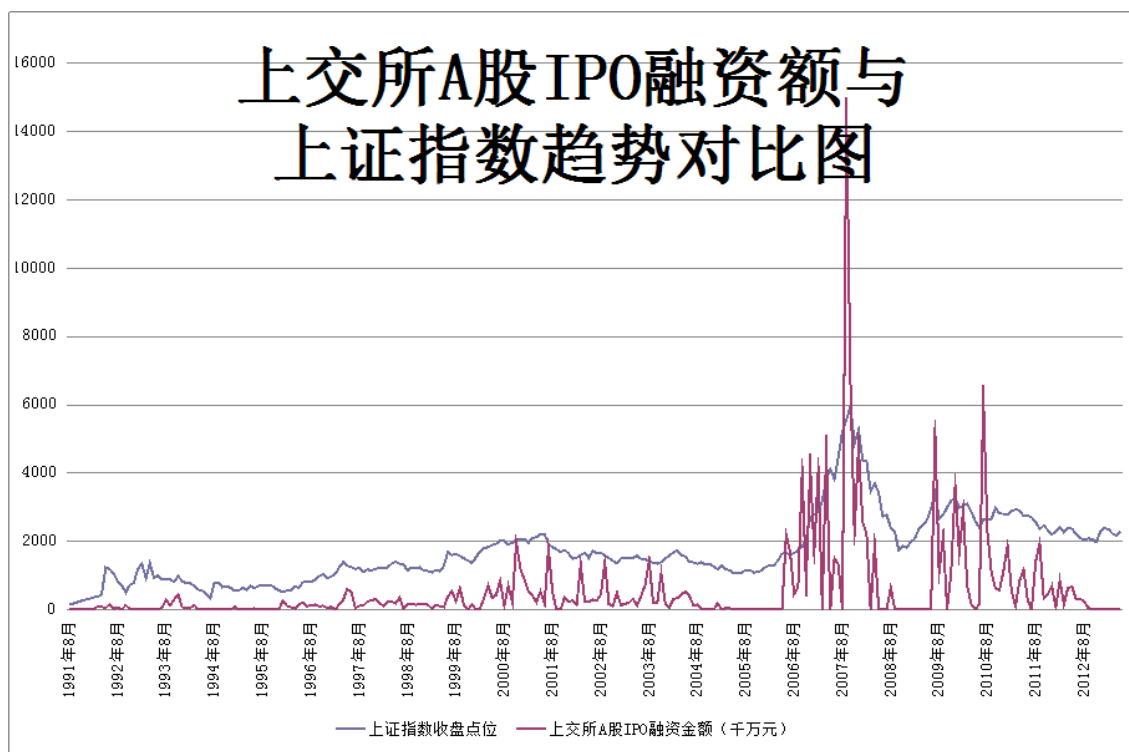


通过上面中小企业板和创业板开板上市交易后上证指数的表现来看，并没有造成多大冲击，反而对市场稳定有一定好处。新股发行的规模没有哪次能比中小板、创业板这样开辟一个新市场的规模更大，心理冲击更强的了。中小企业板和创业板都无法让股市暴跌，其他规模小得多的新股又怎么能造成股市下跌呢？

新股的发行与上市，还为相关企业借助资本市场发展提供了巨大的空间。

现在很多优秀的企业，当初都是利用了资本市场所提供的机会，实现了其高速增长的。而不断有优秀企业上市，也有利于提高股市的吸引力，集聚更多的资金参与投资。事实上，越是规模大的股市，其对外部资金的吸引力也越大，那里的股市行情也就越有机会。

3、新股发行受制于股市涨跌



(图3, 1991年8月-2013年5月上海证券交易所A股IPO融资额与上证指数趋势对比图。数据来源: 万德资讯)



从图3我们可以看出，新股发行融资额与A股走势的关系并不是非常密切，在正常范围内，停发新股也不能阻止股市下跌，发行新股也不能阻止股市上涨。同时，在大部分时间里IPO融资额的增减明显滞后于股市的涨跌，因此新股发行量是受股市的涨跌影响的，而不是相反。这也比较好理解，股市好的时候，发行股票比较容易，也能融到较多的资金；而股市不好的时候，却正相反。大部分公司只要不是特别缺钱，都还是倾向于在股市较好的时候上市。

4、有很多时候，新股发行直接利好股市

另外，专家们早就发现在一个企业上市前一段时间内，与该企业处于同一行业的其他股票从整体上来看存在着正的超额收益，也就是说如果某一行业有新股要上市，对同行业已上市公司的股价是个利好¹。这主要是机构投资者会利用某种板块时间来吸引散户跟风对某一板块进行炒作，而新股发行是一个比较引人注目的题材。另外股市与经济周期并不完全合拍，特别是有些行业在经济不景气时能够逆势增长，特别是一些新兴行业，往往业绩增长会有不俗的表现。这些行业中的佼佼者如果能够上市，定会受到投资者的追捧，不但不会加速大盘的下滑，反而能起到“定海神针”的作用。

通过上面的数据和研究资料，我们可以发现，新股发行本身对股市并不是利空。利空的是那些定价不合理，质地很差的新股，只有这样的“坏”新股发行，才会拖股市的后腿。

¹ 王燕明 楚庆峰 《沪深股市IPO行业板块效应研究》《金融研究》2009年第1期151页



二、新股发行制度亟待改革

那么为什么会有“坏”的新股发行呢？这显然是新股发行中的审核问题。企业质地不好，也许还是因为审核不严，但新股定价屡屡出现“虚高”，这就是新股发行制度问题了。除此之外，目前明明股市不景气，但申请上市的公司却越来越多，形成眼下的达摩克利斯之剑般的 IPO 堰塞湖。在境外成熟市场，当二级市场股价低迷时，IPO 申请企业数量会大减，甚至有许多企业会暂停申请上市。目前 A 股二级市场的整体低迷和如此多的企业等待申请 IPO 的现象并存，说明我们市场仍然存在根本性的制度问题需要解决。

1、新股发行制度改革滞后是我国证券市场诸多结构性问题的根源

长期以来，新股发行制度市场化推进速度缓慢，行政化干预较多，是导致目前证券市场诸多结构性问题的主要原因，而这些结构性问题反过来引发目前 IPO 堰塞湖问题，成为一个“恶性循环”。

首先是多层次市场结构不合理。目前市场主板、中小板和创业板无论从公司数还是市值占比上都是“倒金字塔”型结构，中小企业上市公司数量过少，不符合股份有限公司正常的分布特征。

其次是新股“三高”现象导致投资者普遍无法盈利。由于新股发行市场存在供需不平衡，导致新股发行出现“三高”现象。2009 年 IPO 重启以来，780 家新上市公司的首发平均市盈率为 51.98 倍，18 家公司首发市盈率超过 100 倍，极大透支了二级市场投资者的获利空间，破发率高达 76%。

第三是，市场价格结构不合理。在目前市场整体低迷的情况下，大盘蓝筹



同中小企业估值呈现“两极分化”的荒唐情况。目前，上证180指数的市盈率仅为10.58倍（甚至远低于2008年金融危机期间上证指数最低点时的12.4倍），而中小板和创业板的市盈率均在30倍以上。一方面大盘蓝筹控股股东不断增持，说明股价已经严重低估；另一方面中小企业的大小非仍然疯狂减持，100多家上市公司出现高管辞职“套现”，说明这些中小盘股价仍然高估。在中小盘股价严重高估的情况下，大股东和上市公司高管无心关注企业经营的好坏，更多考虑如何实现高位“套现”。

第四是，“炒新”、“炒小”、“炒差”等非理性投资者行为仍然盛行。由于IPO没有市场化，中小上市公司和“壳”资源成为市场稀缺资源，在大盘蓝筹股同中小上市公司交易机制无差异的情况下，中小上市公司的股价波动更大，必然出现“炒新”、“炒小”、“炒差”等非理性投资行为。

第五，导致退市制度实施困难。由于“壳资源”的稀缺性，上市公司的退市制度在实施层面会面临各方面较大的阻碍，无法落到实处。新股发行机制和退市机制是资本市场这个生态系统“吐故纳新”的基础，如果运行不畅必然导致定价机制扭曲和资源配置机制紊乱等诸多问题。

长期以来，IPO市场的“三高”和二级市场中小上市公司的“结构性高估”所带来的巨大财富效应，引发了一级市场的上市热潮，形成目前IPO“堰塞湖”局面。

2、在控“量”的情况下控制新股发行“价”，会导致二级市场炒作

管理层显然也注意到这个情况的严重性，也开始着手改革，前一阶段的新股发行改革措施重点在于控制新股发行的“三高”问题。2012年5月30日，中国证监会发行监管部和创业板发行监管部向各保荐机构下发了《关于新股发



行定价相关问题的通知》。根据通知，发行市盈率超过同行业上市公司平均市盈率 25% 的公司，如果存在三种情形之一的，发行监管部门将按会后重大事项的监管规定重新提交发审会审核。2012 年上市的 155 只新股，平均发行市盈率仅为 30.19 倍，而 2011 年 282 只新股首发市盈率平均为 47.49 倍，2012 年新股市盈率为 2011 年同期的 63.35% 左右，应当说行政性控“价”取得了一定的效果。

但是在上市公司发行总“量”没有放开的情况下，仅仅控制发行“价”并非治标之策，反而会导致新股上市后的疯狂炒作，随之而来的是“炒新”、“炒小”、“炒差”等非理性行为的盛行，市场出现了诸如“浙江世宝”、“洛阳钼业”的爆炒案例。

三、破解 IPO “堰塞湖”问题的政策组合

市场上流传着一句俗语叫“没有卖不出去的股票，只有卖不出去的价格”，因此解决 IPO “堰塞湖”问题的根本性方法是去除行政干预，实现新股发行制度彻底市场化，不再进行“流量”控制。同时考虑到，新股发行市场化对于二级市场的股价可能带来的冲击，为保持市场稳定运行，必须通过吸引长期资金入市购买蓝筹股、鼓励申请上市公司先通过发行普通股之外的其他股权形式或以股债结合的方式融资、允许 ETF 和大盘蓝筹股实行日内回转交易、加大上市公司分红力度等配套政策来提振对蓝筹股的持股信心，达到“有保有压”的差异化政策效果，解决市场定价的结构性扭曲问题。为此，我们结合中国证监会 6 月 5 日发布的《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见（征求意见稿）》提出以下建议：



1、关键举措：全面推进 IPO 市场化改革

要彻底改变目前股票市场估值结构性扭曲、供求严重不平衡（股票需求远高于股票供给）的局面，需要全面推进 IPO 市场化改革，从供给层面着手，增加 IPO 公司数量，解决股票市场因供求严重失衡引致整个市场估值水平结构性扭曲所带来的一系列典型问题（如炒新、炒小、炒差以及炒短等），让市场重新恢复其应有的定价功能，充分发挥市场“无形之手”的自我调节作用。

对于 IPO 市场化改革的具体操作举措，重点是放开新股的发行节奏的调控，使新股发行节奏常态化，同时，放开对新股“价”、“量”的控制，由发行人与市场自主决定新股发行价格与发行数量。监管机构取消对新股的实质性审批，聚焦于合规性审核，将更多地的监管资源转移到提高发行人的信息披露水平与质量、发行人的风险提示的充分性上，做好对投资者的风险教育和提示。

管理层严格审核申请上市公司的财务状况，确保不放“害群之马”进股市。同时，积极推动优秀企业上市，并在经济大环境不景气的情况下，鼓励反周期行业和新兴行业的质地良好企业上市。

在推进 IPO 市场化改革的同时，还要利用相关的法律法规，建立基于信息披露和统一规则的追责制度，加大对发行过程中出现的各类失信和违法违规行为的惩治力度，通过提高违规成本推动发行人和市场中介机构归位尽责，形成一个清晰的投资者权益保护框架，切实保障市场机制良性运行。

通过 IPO 市场化改革，一方面，可以解决目前 IPO 过程中因待审企业过多所形成的“堰塞湖”问题，将有限的监管资源配置到市场亟需的地方；另一方面，通过增加 IPO 公司数量，特别是中小规模公司的数量，改变目前中小公司估值



过高、大盘蓝筹公司估值过低的不合理估值结构，重构整个市场的估值体系，有效推动市场形成价值投资、理性投资与长期投资的投资文化。

2、配套举措一：积极探索和鼓励企业以发行普通股之外的其他股权形式或以股债结合的方式融资

由于目前“新股发行利空股市”的谬误流传很广，一下子放开新股上市对很多投资者是一种心理冲击，容易引发抛售，所以也要防止这种错误的心理冲击股市。因此，管理层鼓励申请上市公司先发债，同时积极探索和鼓励企业以发行普通股之外的其他股权形式或以股债结合的方式融资。这样迫切需要直接融资的公司可以考虑发行优先股、可转债、认股权证等。这样既可以考验企业的盈利能力，也吸引社会闲散资金。尤其是优先股，既有利于 IPO 价格回归理性，又可以更好地将投资人与发行人长期利益进行绑定，还可以保险、社保、企业年金和部分 QFII 等注重稳定收益的长线投资者。世界最著名的价值投资人巴菲特的主要投资模式就是购买优先股。

3、配套举措二：建立最后投资人机制

当证券市场出现非理性的过度下跌，如大盘蓝筹股市盈率低于 10 倍、股息率高于一年期定期存款利率时，为平抑市场波动，稳定市场情绪，可以借鉴银行体系中为防止银行危机或流动性短缺而引入的最后贷款人做法，在证券市场中建立最后投资人机制。

最后投资人可由社保、保险、年金、公积金等长期资金充当，一旦整个市场出现非理性的过度下跌时，即可启动最后投资人机制。目前，中国股票市场整体呈现低迷情形，市场指数出现大幅下跌。统计数据表明，目前市场估值处



于历史最低水平，上证 50 市盈率仅 8.5 倍，上证 180 为 9 倍；上证 50 股息率为 3.63%，上证 180 为 3.38%；沪市 A 股税后股息率超过一年期银行存款利率的大盘蓝筹公司近百家，平均税后股息率达 4.34%，其流通市值占沪市 1/4。如果此时启动最后投资人机制，社保、保险、年金、公积金等长期资金入市购买这些价格被严重低估的权重蓝筹股，既可以起到稳定市场、提振投资者信心的作用，又可以为最后投资人提供长期稳定的投资回报和现金流，促进这些长期资金的保值增值。

从国际经验来看，境外证券市场早已建立类似的市场稳定机制，香港、日本和台湾等市场称之为股市平准基金。境外证券市场的平准基金也取得了较好的效果，如香港曾在 1998 年动用股市平准基金成功地阻击了索罗斯等国际炒家对香港联系汇率和香港股市的立体式袭击。

4、配套举措三：允许 ETF 和大盘蓝筹股实行日内回转交易

日内回转交易制度，俗称“T+0”交易，是国际证券市场通行的一项交易制度。为对股价结构达到“有保有压”的差异化政策效果，可允许 ETF 和大盘蓝筹股实行日内回转交易。

目前，股指期货和债券在国内市场允许实行日内回转交易。2010 年 3 月，融资融券制度的试点推出使投资者可以通过融券卖出的方式，实现变相“T+0”回转交易。融资融券和股指期货的推出使机构投资者和大户拥有日内对冲市场波动风险的做空工具，而散户投资者由于门槛限制不能实现日内回转交易，无法对冲日内价格波动风险。

实行日内回转交易机制可以产生以下四方面积极效果：第一，大幅度提升大盘蓝筹股的成交活跃度；第二，有助于提高市场定价效率；第三，为中小投



投资者提供了更加灵活、便利的风险管理手段；第四，有利于推动整个证券行业和基金管理行业的产品及交易创新。

但是，鉴于目前证券市场不够成熟，投机气氛仍比较浓厚，在选择可实施日内回转交易的证券品种方面，建议比照融资融券标的证券选择的标准，以市值较大、经营规范、业绩稳定的大盘蓝筹股及所对应的ETF产品为主。融资融券试点的经验已经表明，ETF产品和大盘蓝筹股具有定价效率高、抗操纵性强、流动性好等特点，因此，建议首先以融资融券标的证券作为日内回转交易的试点，然后扩展到其他股票品种。

5、配套举措四：加大上市公司分红力度

国际成熟市场经验已经证明，只有建立了有效、稳定的上市公司分红机制，才能吸引以获取稳定分红收益加合理资本利得为目标的长期资金类机构投资者，市场估值才会相对合理、稳健。

在成熟市场，公司分红是上市公司的常态，客观上存在一个公司分红的市场基准，因此，对少数成长性高而分红少甚至不分红的例外公司，如苹果公司等，投资者也可参考该基准进行估值，且市场、股东、舆论会高度关注其资金使用的有效性，形成严格的监督和制约。

在我国，近年来不少上市公司开始积极实施分红政策，蓝筹公司股息率股已达到甚至超过境外市场水平。但总体上看，仍然缺乏稳定、可预期的分红机制，这使得市场难以吸引长期资金和价值投资者，股票估值没有牢靠的投资者基础，导致股价很容易要么过于高估，要么过度低迷。资本市场缺乏长期资金，不仅直接影响了二级市场的定价功能，也对资本形成机制造成不利影响。

因此，我们需要进一步鼓励上市公司持续现金分红，引导投资者形成稳定



的分红预期，通过制定外在的约束性和鼓励性措施，引导和鼓励上市公司作出有利于股东利益的现金分红决策，形成上市公司现金回报股东的股权文化，提升市场投资价值，推动长期资金入市，促进资本市场理性投资、长期投资和价值投资。同时，针对持续性高分红蓝筹股，基金公司和投资银行可适时推出既能满足投资者低风险偏好，又能分享未来股市成长空间的产品，帮助投资者更好地把握良好的价值投资机遇，同时也可以显著增加蓝筹股的市场需求和资金供给。

四、一揽子改革的预期效果

长期以来，中国股市陷入某种周而复始的“死结”中，对新股发行节奏的人为控制导致一二级市场股价结构性高估，在单个时点和微观上表现为求大于供，市场“炒新”屡禁不止；而在宏观上则表现为供大于求，800余家拟上会企业对投资者信心和市场运行构成严重压力。与发行可转债、通过三板分流等权宜之计相比，放开发行节奏和吸引长期资金入市的政策组合有望彻底打破上述“死结”，从根本上解决困扰市场发展的诸多难题，同时不会产生大量新的IPO排队企业和新的历史遗留问题，使资本市场的发展迈上一个新的台阶。

首先，有助于推动新股发行体制的市场化改革。放开发行节奏后，企业股票何时发行、发行价格高低、发行金额多少完全由市场决定。一方面IPO市场由于供应量放开导致发行价走低，甚至出现大量发行失败的局面（类似目前二级市场再融资公开募集面临的困境）；另一方面，二级市场中小上市公司股价会逐步回归合理。当一二级市场价格合理回归后，就不会那么多企业排队申请上市了。监



管机构彻底摆脱根据股指水平控制发行节奏的“包袱”，真正建立起市场化运作机制和约束机制，为新股发行体制从核准制向注册制过渡打下基础。

其次，有助于完善股票市场的定价功能。与以往刊发社论、降低印花税、暂停发行新股等针对整个市场的稳定措施不同，放开发行节奏和吸引长期资金入市的政策组合是市场化的结构性举措，一方面将平抑小盘股和绩差股的不合理高估值，另一方面则有利于提升蓝筹股的投资价值和市场活跃度，改变股票市场价格结构不合理的状况，完善市场的定价功能。

再次，有助于改善市场生态和股权文化。股价结构的合理化和机构投资者持股比重的增加将遏制市场“炒新、炒小、炒差和炒短”的投机行为，倡导长期投资、价值投资和理性投资。同时推动中小上市公司大小非股东和管理层放眼长远，努力将企业做忧做强，不断提升公司内在价值，避免股价高估时出现的大量减持行为。

最后，上述改革不会对市场构成严重冲击。放开发行节奏和吸引长期资金入市是一个“对冲”的政策组合，小盘股、绩差股的估值虽然会下降，但蓝筹股在整体市值中占据绝对比重，长期资金的入市将对蓝筹股估值构成有力支撑，从而保持市场的稳定运行。