

清科观察：中签率连年攀升 新股发行制度改革让投资者更理性

2012-5-23 清科研究中心

自 2009 年 IPO 重启以来，新股发行制度改革问题一直是各方关注的焦点。2012 年 4 月 28 日晚间，中国证监会又公布了《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，第三轮新股发行制度改革正式拉开了帷幕。值此之际，清科研究中心推出了《2012 年新股发行制度改革专题研究报告》，梳理新股发行制度改革的历程，剖析了国内历次新股发行制度改革对各交易所新股交易量的影响，对比国内外新股发行制度现状，并结合国际先进经验探索了中国新股发行制度改革趋势。

（一）2009 年我国新股发行制度改革对各交易所交易量的影响分析

我国证监会于 2009 年 6 月 10 日公布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》（以下简称《指导意见》），对我国新股发行体制进行了改革和完善。《指导意见》明确指出本次改革和完善新股发行体制的预期目标有四点：一是使市场价格发现功能得到优化，买方、卖方的内在制衡机制得以强化；二是提升股份配售机制的有效性，缓解巨额资金申购新股状况，提高发行的质量和效率；三是在风险明晰的前提下，中小投资者的参与意愿得到重视，向有意向申购新股的中小投资者适当倾斜；四是增强揭示风险的力度，强化一级市场风险意识。

表 1 2009 年新股发行制度改革前后中国企业境内 IPO 市场对比

上市地点	2009 年（改革后）					2008 年（改革前）				
	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均 发行 P/E	平均 首日 回报	中签 率	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均 发行 P/E	平均 首日 回报	中签 率
上海证券交易所	18,319.		44.2	55.90		10,539.		30.5		
	87	9	8	%	1.2%	39	5	6	49.9%	0.5%
深圳中小企业板	6,202.6		45.1	64.90		4,367.9		26.8	118.9	
	4	54	9	%	0.3%	7	71	3	%	0.1%
深圳创业板	2,988.1		62.1	93.20						
	3	36	8	%	0.8%	-	-	-	-	-
合计	27,510.		51.2	74.40		14,907.		27.0	114.4	
	65	99	9	%	0.8%	36	76	8	%	0.3%

来源：清科研究中心 2012.05

www.zdbchina.com

从上市企业融资规模方面来看，2009 年新股发行制度推行，二季度末 IPO 重启，创业板开放，境内资本市场掀起了新股发行的小高潮。2009 年整体融资额较 2008 年改革前增加了 84.5%，上市企业数量增加了 23 家。其中，上海证券交易所 9 家企业融资共计 18,319.87 亿美元，较 2008 年同期增加 4 家企业，融资额上涨 73.8%；中小板上市企业数量虽受一、二季度境内 IPO 市场关闭影响有所下滑，但是融资额却较改革前增加 42.0%。

从上市企业发行 P/E 方面来看，2009 年中国企业境内上市发行 P/E 普遍较高，较 2008 年同期上涨



了 89.4%，主要是因为新股发行制度逐步发挥市场化作用，同时由于 IPO 关闭 10 个月之后重新开闸，投资者积聚的热情高涨，普遍看高企业的发行 P/E。其中，深圳创业板的平均发行 P/E 最高，高达 62.18 倍；深圳中小板和上海证券交易所的平均发行 P/E 也较 2008 年同期大幅上涨。

从上市企业平均首日回报表现来看，2009 年境内上市的 99 家中国企业平均首日回报表现一般，为 74.4%。与 2008 年同期相比，中国境内上市企业平均上市首日回报明显下降，下跌了 40 个百分点，主要是因为随着证监会对新股炒作的大力打击，一、二级市场的价差逐步降低，深圳中小板表现尤其明显。

从新股发行的中签率来看，实行新股发行制度改革后，新股的中签率总体而言比改革前有所提高，2009 年新股平均中签率较 2008 年同期水平上涨 1.82 倍。这主要是因为《指导意见》规定参与股票网下报价、申购、配售的股票配售对象均不再参与该股票的网上申购，在一定程度上缓解了网上申购供不应求的局面；另一方面，由于《指导意见》规定了单一账户的申购上限，机构的资金优势受到较大限制。

实行新股发行制度改革后，主板、中小板、创业板股票均出现上市首日跌破发行价的情况。此次新股发行制度改革打破了“新股不败”的神话，促使投资者在申购新股时能理性分析其投资价值和风险，同时也促使新股发行机构在定价时考虑市场的比价效应和承受能力。

表 2 2009 年新股发行制度改革前后境内 VC/PE 支持的 IPO 市场对比

上市地点	2009 年（改革后）					2008 年（改革前）				
	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均 发行 P/E	平均投 资回报 倍数	中签 率	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均 发行 P/E	投资 回报 倍数	中 签 率
上海证券交易所	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
深圳中小企业板	2,671.74	22	45.64	10.99	0.3%	1,341.8	5	27.1	8	5.5
深圳创业板	2,139.53	25	61.96	7.48	0.8%	-	23	-	-	-
合计	4,811.27	47	54.32	9.1	0.6%	1,341.8	5	27.1	8	5.5

来源：清科研究中心 2012.05

www.zdbchina.com

新股发行制度市场化改革后，关闭长达 10 个月之久的境内 IPO 于二季度重启，再加上创业板的开放，为 VC/PE 提供了更为顺畅的退出渠道。2009 年 VC/PE 支持的中国企业境内上市数量及融资总额均较 2008 年大幅上升，融资总额增加 2.59 倍，上市企业数量增长过半。平均投资回报方面，境内 IPO 的企业为其背后的 VC/PE 投资机构带来 9.10 倍平均投资回报，较 2008 增加 72.0%。

（二）2011 年我国新股发行制度进一步深化改革对各交易所交易量的影响分析

2011 年，由于受欧债危机、美国经济复苏缓慢等因素影响，全球资本市场萎靡不振。境内资本市场方面，继 2009 年我国 IPO 重启后，2011 年我国证监会迎来换届，在新一届证监会主席郭树清主导下的证

券市场深化改革不断加速。为切实提高上市企业质量、维护中小投资者利益，证监会监管逐渐严格，境内 IPO 不断趋紧，国内投资机构通过 IPO 方式退出收益大幅缩水，VC/PE 生存陷入两难境地。

为完善我国证券市场、提高我国上市企业质量，证监会在 2011 年换届之后出台多项改革措施。2011 年 11 月，证监会推出分红新政，要求上市公司逐步明确各自分红规划；同时，证监会表示将进一步加大防控和打击内幕交易的力度，深入开展内幕交易问题综合治理；随后，为了增强新股发行环节透明度，发挥社会舆论强有力的监督作用，证监会首次对外公布了发审流程以及拟上市企业情况，并发布了《关于调整预披露时间等问题的通知》，规定拟上市企业的招股说明书预披露时间将由原来的发审会议前 5 天提前至初审会前。纷至沓来的改革举措一方面体现了监管层严监管、松管制和建立诚信、公开、透明市场理念的改革思路，另一方面表明了监管层坚定不移推进市场化改革的决心。

表 3 2011 年新股发行制度进一步深化改革前后境内 IPO 市场对比

上市地点	2011 年						2010 年					
	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均 发行 P/E	平均 首日 回报	中签 率	破发 率	融资额 (US\$M)	上市 数量	平均 发行 P/E	平均 首日 回报	中签 率	破发 率
上海证券 交易所	15,737.7		39.7	16.0			26,765.		38.7	28.3		15.4
	0	38	3	%	4.5%	39.5%	49	26	8	%	2.3%	%
深圳中小 企业板	15,774.1	11	43.0	20.6			30,982.	20	54.5	44.7		
	2	5	5	%	2.3%	28.7%	42	4	3	%	0.8%	7.8%
深圳创业 板	12,207.5	12	52.5	22.6			14,311.	11	69.8	37.8		
	1	8	9	%	1.6%	24.2%	36	7	5	%	0.7%	4.3%
合计	43,719.3	28	46.9	20.9			72,059.	34	58.5	41.2		
	3	1	4	%	2.8%	28.1%	27	7	2	%	1.3%	7.2%

来源：清科研究中心 2012.05

www.zdbchina.com

从上市企业融资规模方面来看，受 2011 年世界经济整体下行拖累，以及境内证监会收紧 IPO 监管因素影响，国内二级市场节节下挫。与 2010 年同期相比，中国境内企业上市融资总额呈现显著跌幅，达 39.3%，其中深圳中小板、上海证券交易所、深圳创业板融资额较 2010 年同期分别下降 49.1%、41.2% 和 14.7%；虽然上海证券交易所和深圳创业板上市企业数量略有增加，也难改整体数量下滑态势。

从上市企业发行 P/E 方面来看，2011 年中国企业境内上市发行 P/E 理性回归，较 2010 年同期回落了 19.8%，主要因为国内经济增速放缓，再加上 2010 年 11 月新股发行制度深化改革措施逐步奏效，另外 2011 年证监会出台多项政策以加强对 IPO 的监管、加大防控和打击内幕交易的力度、深入开展内幕交易问题综合治理，使得境内市场估值出现理性回归。其中，深圳创业板的平均发行 P/E 为 52.59 倍，较 2010 年同期下降 24.7%；深圳中小板平均发行 P/E 下跌至 43.05 倍，较 2010 年下降 21.1%。

上市企业首日回报方面来看，随着证监会对证券市场改革不断深化、打击内幕交易力度不断加大，一二级市场价差进一步降低。2011 年在境内上市的 281 家中国企业平均首日回报较 2010 年同期下跌了超过



20 个百分点，仅为 20.9%。中国境内上市企业平均上市首日回报的明显下降反映了市场逐渐步入理性轨道的趋势。

中签率方面，2011 年新股中签率呈现高企态势，境内市场平均中签率为 2.8%，较 2010 年同期水平翻了一倍之多，其中，深圳中小板表现尤为明显，较 2010 年同期水平上涨了近 2 倍。这主要是因为新股发行体制的不健全，2011 年前所未有的新股破发潮袭击股市，破发率高达 28.1%，较 2010 年上涨近 3 倍，这引发了市场的剧烈震荡；很多新股上市后业绩变脸，严重打击了二级市场投资者的热情，高市盈率与绝对高价发行的新股不再受欢迎，投资者变得更为谨慎；再加上证监会对打击“炒新”力度的加大，打新不再有绝对收益，打新资金骤然退潮，新股发行网下、网上中签率连创新高。

表 4 2011 年新股发行制度改革进一步深化改革前后 VC/PE 支持的境内 IPO 市场对比

上市地点	2011 年					2010 年						
	融 资 额 (US\$M)	上 市 数 量	平 均 发 行 P/E	平 均 投 资 回 报 倍 数	中 签 率	融 资 额 (US\$M)	上 市 数 量	平 均 发 行 P/E	平 均 投 资 回 报 倍 数	中 签 率		
上海证券交易所	9,199.25	22	41.62	6.07	3.2%	5,823.88	10	42.7	1	7.73	2.5%	
深圳中小企业板	7,316.76	54	44.37	9.18	3.0%	12,363.5	6	55.7	79	5	10.9	0.7%
深圳创业板	6,883.81	66	54.62	7.81	1.4%	8,464.78	60	70.5	1	10.9	0.7%	
合计	23,399.8	14				26,652.2	14	60.8				
	3	2	48.71	8.22	2.3%	1	9	2	10.64			0.9%

来源：清科研究中心 2012.05

www.zdbchina.com

注：2011 年平均账面投资回报为剔除“华锐风电”540.00 倍高回报极值后的数值。

受证监会 IPO 监管收紧以及国内经济增速放缓影响，2011 年，VC/PE 境内 IPO 退出步履维艰，在境内上市的 VC/PE 支持的中国企业融资总额与上市企业数量均较 2011 年同期出现下滑。平均账面投资回报

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15958

