

# 为申购新股买老股值得吗

中国股市的基本面自上周末新政出台而发生重大变化,优先股、重启 IPO,这些新政与投资者最关联的还是新股申购恢复了 10 年前实施过的市值配售,下月新股就要发行了,投资者是否要申购? 怎么申购? 有没有必要为申购新股而买入老股? 这都是需要考虑的问题。

尽管 10 年前实施过市值配售,但现在的市场与 10 年前相比,发生了很大变化,下列几个细节值得投资者关注:

第一, 接下来开闸的 IPO,80%的新股来自于深市的中小板和创业板,这就带来一个问题,持有上海股票市值能否申购深市新股,10 年前,两市的市值是不能通用的,因为两个交易所都是独立清算的,如果市值不能通用,沪深股市会出现明显的失衡,那么投资者对市场的选择就会成为一个需考虑的问题。

第二,10 年前“拖拉机”账户盛行,即一个资金账户下可以挂 N 个股票账户,那时手中有较大股票市值的投资者具有申购优势,而现在一个资金账户只能对应一个股票账户,靠市值申购的优势没有了。如果你手中有套牢的股票,放着也是放着,那么你可以按照手中股票的市值去申购新股,但是你要做好这样的思想准备,如果发行的是小盘股,那中签率千分之几、万分之几,这么低的中签率等于博一次彩票,也许你忙乎一年全部做了无用功。13 年前,中联重科发行 5000 万股新股,发行价 12.74 元,一半资金申购,中签率 0.2128%;一半市值配售,中签率 0.0839%。可见市值配售中签率比资金配售要低得多,从这个角度而论,为了配售新股而专门去买二级市场股票似乎不值得。

第三、新股申购可以用老股票的市值来申购,但中签的股票还是要用钱来购买的。中签率低的新股配售不到,但到发行大盘股时中签率高了,但中签的股票上市未必赚钱,这里还有一个问题,比如一个股民满仓 100 万股股票,他用这 100 万市值去申购新股,结果中签率 50%,他必须要拿出 50 万现金去买下新股,由于他已经满仓,没资金了,这就将带来新的问题,10 年前,这种情况碰到过,接下来新问题还会接踵而来。为了防止中签后“逃单”,就要求投资者账户中有申购资金量,而交易所难以判别,因为投资者的钱都在证券公司,而券商对此判别也有一定难度,因为券商不知道市值申购后可能的中签率是多少,相信这些现实问题会有实施细则出台,但投资者要有思想准备。

搞市值配售对哪类人最有利,这有一个边际效用的分析问题,一般而言,对手中市值只有 10 万、20 万的小投资者而言,几乎没有利好作用,因为股票中签的概率很小,一年中的申报几乎都在做无用功。对很大的投资者,手中有几千万市值的股民,受账户所限,也没有好处,比较适合做市值配售的还是那些不大不小手中有一两百万市值的股民,而且手中还得有一定的资金,相对边际效用较好,但市值配售的中签率基本与博奔福利彩票的概率差不多,开始的时候会热闹些,时间长了,对大多数人而言都在做无用功就会兴味索然的。

市场已经出现了重大变化,相信大家很快会适应这种变化,借用一句老话,市场是永远正确的,我们没法改变市场,我们唯一能改变的就是自己。

应健中

## 天时地利话新股

11 月 30 日下午,证监会突然召开发布会,证监会集中发布《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》、《关于开展优先股试点的指导意见》、《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》、《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》。笔者归纳有几个“突然”:发布方式突然,周六召集新闻发布会,罕见。

既然有这么多的“突然”,到股市开盘立即作出“情绪化”的反应:创业板指 12 月 2 日重挫,收盘报 1253.93 点跌 8.26%,创历史最大跌幅,逾 200 只个股封跌停,整个沪深股市超过 5%以上的跌幅竟达 1200 多只股票,可见重启 IPO 对股市短期冲击之巨!

其实,股市反应既正常也不正常。在理论上又可以用上诺贝尔经济学奖的两个结论了:股市是有效率的;股市是非理性的。股市的大跌有它的合理之处,股市最基本的原理就是供求关系,重启 IPO 表明股市的供求关系出现改变,股市有动荡就是这个道理。目前有一种观点认为,创业板的估值又处于 60 倍左右的水平,如果后期新股发行的市盈率在 20 倍左右的话,那么就会实质性拉低创业板的估值水平。但如果后

期新股发行的市盈率是接近当前估值的话,那么市场会重新燃起对于融资的担忧,同样也会使得市场对于创业板的估值认可度下降。此外,证监会明确创业板不得被借壳,那么这就会对创业板中的垃圾股带来毁灭性的打击。对此笔者却明确不赞同。

要知道,4 个文件同时发布标志着 A 股新一轮市场制度改革启动。我们认为本轮改革对 A 股而言不仅仅是短期资金供求关系的影响,更重要的是这些改革将构建更健康、更有资源配置效率和价值发现功能的 A 股生态环境,投资者行为也将随之发生变化。这是一种过渡性的安排。根据新股改革意见,新股发行正逐步向注册制过渡,审核程序、发行节奏都更加市场化,从而,一级市场和二级市场的反馈功能被打通。如果认可因为创业板有新股冲击,那么重启 IPO 对整个股市冲击更大,那为何到目前为止股市整体却向上呢?

如果认同新股上市会拉低股票的定价,请问又如何解释今年创业板解禁高潮达到历史高峰,而今年市场表现最好的就是创业板呢? 明显可看出股市供求关系的才是最基本的原理,但是股价又与预期严重相关,投资者预期股票能涨,还希望“放量”涨,这“量”来自哪里? 笔者文章的题目

说到“天时、地利”就是要看到我们证券市场在十八届三中全会后的基本面变化,全会指出,“经济体制改革是全面深化改革的重点,核心是处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中发挥决定性作用和更好发挥政府作用。”

股市就是市场化最典型的场所之一。市场化一直是 IPO 改革的方向,股票发行审核以信息披露为中心,证监会不再对盈利能力和投资价值作出判断,向注册制迈出一大步。试图建成这样的市场机制,形成一级市场和二级市场的反馈功能,二级市场对于新股的需求旺盛、股票估值偏高时,新股发行会自动加速,当二级市场低迷、供大于求时,新股发行会自然减速,形成一个良性的循环。发行节奏更加市场化。有新意的还有一点:存量发行。IPO 时,鼓励持股满三年的原有股东将部分老股向投资者转让,增加新上市公司可流通股股票的比例。让大小非减持压力提前释放,值得观察效果。

笔者还是要强调,经济体制改革超预期已经改变投资者对于中国经济未来增长的预期,从而提升对于 A 股的中长期信心,IPO 改革有可能改变 IPO+增发+分红+回购<零的窘境,这是本文要强调的。

文兴

近日证监会发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,标志着资本市场改革尤其发行体制改革的重大突破。《意见》中提出的诸多改革措施充分体现了十八届三中全会中提出的“使市场在资源配置中起决定性作用”的改革取向,同时在贯彻法治化取向、加强市场监管、维护市场公平、保护投资者合法权益等方面不乏亮点。我们认为,《意见》所提出的改革方案是一个保证市场长期健康发展的基础,对中国股票市场的发展来说意义重大。

通过分析,我们认为这次新股改革对市场 and 参与者的影响如下:

第一,通过提高信息透明度、大力打击造假等行为,大幅减少财务造假等不利于市场生态的不法行径。一些典型性的措施包括:1)大幅提前招股说明书预先披露时间,给市场充分的时间来理解和验证相关公开信息。2)加大对投行造假的追究和惩罚制度,让这些中介机构真正执行它们的督导职责,而不是和上市公司合伙来欺骗投资者。今后投行、会计师事务所、律所等机构,他们需要承担的责任更多更大,证监会也会加强对于这些机构的责任追查,真正实现让这些中介机构对其行为负责;3)发现上市公司造假后需要回购股票,赔偿投资者等等事后赔偿制度,通过这些制度来抑制事前造假的冲动。

第二,从制度设计上平衡 IPO 市场上买卖双方的力量,抑制新股发行的扭曲定价,纠正三高发行、圈钱等恶习。比如之前投行和发行方拥有信息优势,但又没有有效约束,导致高的发行价成为其唯一追求目标,因此财务消息的公正性等不到保证。但在新的规则制度下,参与各方都有所约束,制度上抑制了追求高发行价、高募资额的倾向。比如,如果新股上市 6 个月跌破发行价,则原有股东和高管等手中的股票锁定期限自动延长 6 个月,并且其两年内减持价格不得低于发行价,这项规定制约了发行方的发高价冲动。比如,网下询价时需要剔除掉最高价的 10%,避免了机构投资者在询价时,因为人情等因素,在报价时故意偏高等行为。这些措施均在于引导参与各方兼顾多重目标,在尊重公司本身价值基础上合理定价,制度设计上抑制三高发行等破坏股市生态的行为。

第三,发行新股时注意保护投资者尤其是中小投资者的合法权益,同时尽量降低对二级市场的冲击。过去一些好的新股往往给中小投资者投资的机会很小。这次改革措施,规定网下认购倍数达到一定规模时,启动回拨机制。网下申购比例最高可达到 80%。同时规定持有一定数量上市公司非限售股份是投资者参与网上配售的条件之一,避免集中打新对二级市场资金的分流和冲击。

这次的新股改革方案公布后创业板市场出现了大幅下跌,市场似乎出现情绪。我们认为,创业板的短期暴跌反映出市场对供给增加的担心。但中长期看,不会影响市场趋势。尤其新股改革下,一批财务信息更加透明,定价更为合理的公司上市,给二级市场提供了投资优秀成长股的机会。当然,一部分估值过高,主要靠题材炒作的上市公司,未来新股数量增加将加速这部分爆炒个股的价值回归。新的发行体制下,以前盲目炒小、炒新等投资行为未来面临很大的风险。而真正以价值作为投资基础,寻找真正有价值企业的投资者方能长期制胜。汇添富高级策略师 刘伟林

盲目炒小炒新面临很大风险

### 【名家话新股改革】 华生 发审制度改革是二次股改

东南大学经济管理学院名誉院长、经济学家华生表示,发审制度改革是二次股改。股权分置改革解决的是上市公司股东之间的产权界定问题,中国证券市场还需要解决一个运行体制市场化的问题,这就是发行审批制度根本改革。否则,中国证券市场的基本制度改革就没有完成。

发审制度的根本改革势在必行,但充满风险。因为一次股改还有对价,二次股改没有对价。

投资者要充分认识到过渡期冲击带来的阵痛。改革最大难点是过渡期平稳落地,过渡时期的改革最需要智慧。审批制是特权也是保姆,今后生态改变,适者生存,投资者也需要改变思维惯性。风雨过后是彩虹,但我们希望在风雨的路上避免过去总出现的反复和折腾。

提高上市门槛也增加了造假的难度。开始门槛高些,以后市场结构合理了,再逐步降低,这样可以较为平稳地过渡。

发行审批制的市场化改革不能一蹴而就,不能搞“大跃进”、休克疗法,那样做与 30 多年来中国改革走过的路径也不相吻合。发行审批制度改革,是一个整体性的根本改革,不单是新股发行一个环节的改革。

### 李大霄 首次真实牛市将起步

英大证券首席经济学家李大霄认为,本次新股发行制度的改革是一个重要进步,长期以来一级市场向二级输入泡沫的顽疾将得到改观,在过渡期内用审核速度来控制发行速度也减轻了市场压力,一级市场与二级市场投资者的利益将渐渐均衡。伴随着估值调整到位、宏观经济企稳、政策红利持续释放、股市政策驱动等因素,中国股市首次真实牛市起步了。



■ 借壳上市信加难

汤子勤 画