

## 新股发行体制改革背景下的“炒新”行为分析

于波 电话：(86) 13951077846

邮箱：yubo21@163.com

### 引言

本轮新股发行体制改革，意在剑指市场“炒新”行为，树立理性投资的市场文化。然而，马年春节前发行上市的新股却同样受到市场热烈追捧，欧浦钢网、金一文化、欣泰电气、创意信息等四十只新股登陆二级市场，这些股票上市首日几乎无一例外地出现盘中两次“秒停”、当日上涨44%的群体性现象，赢时性、创意信息、众信旅游更是连续3、4个交易日无量涨停。此前，奥赛康还因发行市盈率过高、老股发行数量过多而暂缓上市。

市场不禁惊呼：新股发行体制改革为何不能有效遏制市场“炒新”行为呢？新股发行问题到底出在哪里？

### 一、“炒新”行为为何频现？

一方面，管理层大力推进和深化新股发行和上市等体制改革，部门规章和政策措施密集修订；另一方面，市场似乎对此充耳不闻，“炒新”行为依然我行我素。市场“炒新”行为频现，个中原因何在？

其一，市场投资理念转变需要一个过程。改革从来都是一项系统工程，资本市场深化改革直接牵动着亿万投资者的利益，这就决定了资本市场改革深化不是一蹴而就的，而是要经历较长的阵痛期。长期以来，由于资本市场制度不健全，市场发育层次不高，投资品种相对单一，加之市场长期处于低迷状态，市场投机氛围浓厚，投机炒作之风愈演愈烈，价值投资和理性判断不为市场所接受，市场投资者投机心理还未完全消除，投机炒作习惯还具有一定的路径依赖性。

其二，改革政策作用发挥需要一个过程。此轮新股发行体制改革的系列政策措施才刚刚提

出，诸多政策措施不可能取得立竿见影的效果，政策导向作用还需假以时日，市场消化政策还需一个过程。同时，市场政策措施还需要加以配套和完善。只有建立起较为完善的政策措施体系，政策体系的“协同效应”才能真正体现出来。

其三，市场“炒新”行为具有一定的合理性。此轮新股发行体制改革重要举措之一，就是要求发行人和主承销商剔除网下最高报价申购量不得低于申购总量的10%，被剔除的申购份额不得参与网下配售。实际操作中，近期有几家上市公司剔除网下最高报价的申购量竟然占到了申购份额的90%，这就导致此轮发行的新股一级市场定价普遍较低，发行市盈率低凸显二级市场价值，加之最高报价剔除申购量的该部分资金转战二级市场，争抢原本就合理估值并看好的股票，从而导致当前市场上“炒新”成为无风险套利、买到新股即赚到。

## 二、深化新股发行体制改革

如前所述，市场“炒新”行为习惯由来已久，政策效果并未完全显现出来，新股确实存在投资操作的价值空间。可见，市场“炒新”行为还会在较长时期存在。实际上，“炒新”行为并不是中国资本市场的“专利”，发达国家成熟市场如美国也存在着“炒新”行为：2013年10月31日上市的58同城当天涨幅41.88%，11月1日上市的去哪儿网涨幅则是高达89%。

其实，“炒新”可以分为理性行为和非理性行为，其判断的标尺在于是否超过了上市公司股票的内在价值。对于超过上市公司股票内在价值的“炒新”行为，显然是非理性的，必将损害市场投资者特别是中小投资者的利益。对此，管理层应当采取更为精准的措施加以管制。而对于追捧发行价低于上市公司内在价值的“炒新”行为，管理层不应视为洪水猛兽，应当正常视之。因此，抑制“炒新”非理性行为，管理层监管重点在于：上市公司信息披露是否真实、准确、完整和及时？是否存在信息欺骗和误导？新股发行是否存在利益输送问题？是否存在内幕交易和价格操纵行为？

除此以外，“炒新”行为是投资者自主决策的一种市场行为，投资者也应该对自己的投资决策承担责任。管理层应当接受市场“炒新”事实的合理性，重点监管“炒新”过程中出现的违法违规行为，而不是“炒新”行为本身，更不能退回到行政管制代替市场运行的老路上去。发行人和主承销商对新股发行的合理定价，由此带来发行市场和交易市场的利益分配差异性，则完全可由市场行为去调节和平衡，行政监管不能代替市场投资者对股票做出价值判断，市场投资者应当自行判断、自主决策和自担风险。

本质上，新股发行改革需要准确界定市场和政府各自作用的边界，以充分发挥市场调节和

政府监管这“两只手”的作用。从这个意义上说，新股发行体制改革应当毫不犹豫、坚定不移地按照“市场化、法制化和国际化”方向大力推进和继续深化。市场“炒新”行为的继续，并不能否定新股发行体制改革深远意义和重大作用，更不能改变新股发行体制改革的理念和方向。恰好相反，管理层应当高举新股发行体制改革这面旗帜，努力消除市场“炒新”不合理成分和违法违规行为，维护市场公平与正义，切实保护投资者特别是中小投资者的合法权益。

推进监管转型、建立符合市场原则的监管框架，将是管理层一项长期而系统的重要工程。诚如肖钢主席在 2014 年全国证券期货监管工作会议所指出，在监管转型过程中，特别要注意处理好推进监管转型和促进市场发展、推进监管转型和维护市场稳定、全面转型和重点推进、推进转型坚定性和政策措施灵活性、转型统一性和创新性的关系。

### 三、“炒新”行为未来之变

当前，抑制“炒新”行为非理性成分，新股发行上市体制改革需要进一步推进。结合市场运行实践，不妨从以下几个方面加以改进：

其一，强化新股发行上市的信息披露。新股发行上市的有关信息，是市场投资者据以判断决策的基本依据。因此，上市公司信息披露的数量、质量应当成为政府监管和社会监督的重点。上市公司信息披露除了共性信息外，还应披露具有行业特性的信息，也就是说，上市公司信息披露还应当考虑到所在行业的差异性。总之，任何直接或间接影响到投资者决策的信息，新股发行上市公司应当有责任充分披露，而不是故意地隐瞒或修饰。

其二，尽快建立投资者追偿机制。新股发行公司如果存在信息虚假陈述、内幕交易和股价操纵等违法违规行为，必将给投资者造成损失，这就需要建立健全投资者追偿制度，如建立赔偿基金、设立新股发行保险、投资者集体诉讼制度等。

其三，加快推进注册制改革。注册制改革，是我国新股发行体制改革的基本方向。目前，“新三板”注册制改革推进力度较大，具有经验探索的示范效应。加快注册制改革，加大新股供给规模，有利于消除市场“炒新”不合理成分。

其四，注重完善有关具体措施。2013 年 11 月以来，管理层密集推出新股发行体制改革系列政策措施，为后续深化改革提供了很好的政策铺垫。然而，有关具体措施还需进一步完善。比如，新股发行中的定价依据和定价模型应当向市场投资者充分披露，并要鼓励投资咨询公司等中介机构对该定价依据和定价模型的科学性和合理性进行研究分析，供市场投资者投资决

策。又比如，对于网下申购最高报价规定剔除比例不低于 10%的同时，是否可以考虑不高于 30%？

未来，如果市场“炒新”不再是无风险套利的群体性活动，而是具有一定风险的时候，这就表明：新股发行体制改革取得了阶段性成果。

**中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站**

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：(86) 13951077846

传真：010-66568641

中国银河证券网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>