



谈完善我国新股询价制度

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

【摘要】 本文分析了我国现行新股询价制度的特点及其存在的问题,并通过对比国外新股询价制度,提出了改进我国新股询价制度的建议。

【关键词】 新股询价制度 机构投资者 中小投资者

一、新股询价制度及其特点

我国自2005年开始实施新股询价制度。新股询价制度规定,首次公开发行股票的公司及其保荐机构通过向机构投资者询价的方式确定股票发行价格,即发行人通过初步询价和累计投标询价(首次发行的股票在中小企业板上市的,可以不进行累计投标询价)两个阶段确定股票发行价格。我国现行新股询价制度参考了英美等国普遍采用的累计投标发行的定价方式。在这种定价方式下,首先并不确定新股的发行价格和发行数量,而是通过某种机制让潜在的投资者在新股发行定价完成之前表露其对股票的需求,然后再依据这种需求信息确定新股的发行价格与发行数量。

同新股定价制度相比,新股询价制度具有以下特点:①明确了发行价格市盈率的统计口径。新股询价制度明确把发行后的总股本作为计算每股收益和实行市盈率的依据,同时鼓励发行人预测当年的盈利,并允许发行人按照其他方式定价,如按照价格对账面价值进行计算、现金流贴现等。②通过投标决定股票发行价格。新股定价制度是先定价后发行,新股询价制度则由主承销商和发行人在市场上推介,按累计投标方式认购,然后主承销商根据累计投标询价的过程确定发行价格。③新股定价制度下的项目几乎都是网上发行,定价以后几乎按照同一比例配售给所有投资者,新股询价制度则要求在网下对特定的投资群体询价。④机构投资者作为询价对象,参与到发行定价的过程中。⑤新股定价制度没有明确定义机构投资者,新股询价制度则明确定义了六类机构投资者。⑥新股定价制度的招股说明书配合发行,投资银行不需要出具研究报告,新股询价制度的招股意向书可以不包括价格和融资金量,并且保荐机构要发表相关内容配合发行。

二、新股询价制度存在的问题

我国实行新股询价制度以来股市呈现“三高”症状,即发行高市盈率、上市高价炒作、当日高换手率。产生这些问题应当归咎于新股询价制度设计的不合理。

1. 新股询价制度的出台是市场倒逼的产物,不是我国证券发行市场有序市场化的结果。我国新股询价制度出台的背景是:我国新股上市便跌破发行价,许多投资者放弃配售,券

商包销风险增大,股市的融资功能受到了市场的严峻挑战。正是这种市场倒逼,迫使管理层不得不考虑新股发行价格应由市场决定的问题,促进了新股询价制度的推出。可见新股询价制度的推出,并不是我国证券发行市场有序市场化的结果,而是原有发行方式无法继续形势下的无奈选择,是在基础条件并不完全具备的情况下市场化、国际化的结果。这些基础条件包括弱式有效甚至无效的证券市场、欠完善的公司治理结构、高度集权的监管体制、有待完善的信息披露制度、投资行为短期化的证券投资基金等。

2. 累计订单询价机制的“国产化”弱化了新股询价制度的价格发现功能。我国现行的新股发行询价机制本质上是一种混合发售机制,兼有累计订单询价机制和固定价格机制的特点。在成熟市场的累计订单询价机制中,承销商一般具有对参与询价的机构投资者自主分配新股份额的权利,承销商可根据机构投资者的订单及其以往业绩来分配股票。在我国的新股发行询价阶段,机构投资者给承销商的价格与其最终获得股票的份额往往并没有直接关系,新股的获得最后还是与投标中的报价直接挂钩。于是询价配售阶段出现了以下奇怪的现象:初步询价和累计投标时的报价明显缺乏一致性,有的询价对象累计投标时的报价甚至根本不在初步询价时的报价区间内;有的询价对象在初步询价时表示肯定申购,在其初步询价时的报价区间与最终确定的发行价格区间并无太大差异的情况下,累计投标时放弃申购。这种“询价订单”与最后获配份额相脱节的询价机制,使得机构投资者的新股认购权利与真实报价义务相割裂,机构投资者定价职能的发挥往往只能依赖机构投资者的诚信道德,从制度设计的角度来看这无疑需要改进。

3. 新股发行资金申购制度不利于保证中小投资者的申购。由于中小投资者是资本市场中的弱势群体,因此在英国、美国及我国香港地区等成熟的资本市场,新股发行首先要保证中小投资者的申购,监管部门的维护重心放在了中小投资者身上。我国实行新股询价制度后,由于询价结果并不能真实地反映市场需求情况,从而导致新股一二级市场之间存在着巨大的套利空间,新股向询价机构的网下配售就完全变成了

一种利益输送,而这种利益获取是机构投资者的专利,与中小投资者无缘。不仅如此,询价机构在吞食了网下配售的份额后,还可以继续进行网上申购,再次与中小投资者“争食”。因此,在中小投资者只能进行网上申购的情况下,机构投资者却可以进行网下配售与网上申购的两次认购。这种认购方式对中小投资者来说是非常不公平的。而询价机构的网下配售完全是一种捡肥拈瘦之举,有风险时询价机构把最大的认购份额留给网上申购,而看到利益时则最大限度地把认购份额留在网下进行配售,这种做法显然是把风险推给中小投资者,而把利益留给机构投资者。

三、改进建议

现行新股询价制度的基本特征是建立了一个面向机构投资者的询价机制,同时也形成了一个向机构投资者倾斜的发行模式,并且以资金量的大小为配售新股的最主要原则。在目前的询价环节中,因受到各种因素的制约,询价并没有真正发挥应有的作用。

1. 新股申购可恢复以前的“优先满足市值申购”原则。恢复以前的“优先满足市值申购”原则,可以通过二级市场的市值配售鼓励二级市场投资,从而有效控制恶炒新股的现象。建议实行按账户申购,让新股发行真正体现公平原则,允许每个股票市值达到1万元或以上的有效账户,在每只新股发行时申购1000股新股。在新股申购的总量低于新股发行额度时,则每个申购者都可以获得1000股新股,而在新股申购的总量高于新股发行额度时,则采取摇号的方式确定申购者。香港资本市场实行的就是按账户申购,实行“每人一手配售”的发行方式,不论散户资金多少,保证每一有效申购账户都获得一定的新股,这也是大部分成熟的资本市场的通常做法。“一人一手”发行制度使申购机会更加均等,能让更多的中小投资者分享到一级市场的收益。此外在询价制度安排上,也应改变单一地向机构询价的方式,引入市场化的竞价机制让一些中小投资者也参与其中。只有在充分公平的竞争下询价才能更加合理。不管以何种方式申购,制度保护的重心应该都是中小投资者。因此在改进新股发行制度的同时,还需加强市场监管和市场诚信建设,只有这样才能更加公平地让中小投资者参与市场竞争。

2. 有限度地使用网上累计投标发行定价方式。累计投标发行定价方式适用于英美等机构投资者比重较高的市场,因为机构投资者投资行为相对理性且素质较高,所以累计投标发行定价的结果比较贴近市场价格。但我国证券市场的投资者中机构投资者的比重、成熟度和素质与英美等国市场中的机构投资者差异较大,因此建议有限度地使用这种发行定价方式。“有限度地使用”是指:①发行价格的确定不能完全依赖机构投资者的询价结果,因为我国证券市场的中小投资者比重仍然较高,在机构投资者极有可能存在过度投机行为的情况下,发行价格的确定也需要中小投资者的积极参与,同时放开发行价格申购区间。②针对新股发行上市高溢价、上市高价炒作等问题,应尽快推行新股发行“绿鞋”制度,让主承销商能够根据市场供求状况及时决定是否行使超额配售选择权,进

而起到维护和稳定市场的作用。③尽快立法规范私募股权投资基金,使合法的机构投资者能够成为承销商较好的合作伙伴,以适应“绿鞋”制度的发展。另外,还应积极稳妥地培育机构投资者。④针对市场供求状况,当新股发行超过一定发行规模时再使用该定价方式。

3. 加强对询价过程中机构报价的监管。新股询价制度是纯市场化的制度,要求机构投资者对市场化下的定价有一个清晰的认识。在第一次询价中,询价机构为规避因误导定价而被除名的危险,往往会紧盯主承销商定价区间的策略,询价结果将会趋向一致。为了在累计投标时能中标,询价机构往往会逐步提高报价,询价价格将越来越向主承销商二级市场定价靠拢,再通过资金角逐,尽全力在二次询价中获得更多的筹码。询价制度的另一个漏洞也让一些机构投资者抓住:参与初步询价的机构可以选择不参与正式的累计投标询价,而机构的诚信问题也使得询价制度处境尴尬。要解决询价过程中出现的随意性与诚信问题,需要采取经济层面的硬约束。比如,将初步询价与累计投标询价合而为一,报价时询价对象就应打入相应的申购资金,做“托”的成本高了,机构报出的价格将更加真实有效。监管部门将建立询价对象的诚信档案,依法对询价对象的行为进行监管,将随意报价、串通报价、故意抬压价以及出租出借账户等误导定价的行为记录在案,从询价对象名单中去除违背诚信原则的询价对象。

4. 切实将承销商置于新股发行和定价的中心位置。在新股询价制度中,承销商是发行人与投资者之间的桥梁,通过估值、路演、发行定价、价格支持,在新股发行中发挥着关键作用。从本质上看,只有当承销商位于新股发行和定价的中心位置时,其主动性和灵活性才能得以发挥,才能内在地促使其尽职尽责,探求拟发行股票的真实的供求,进行合理的估值、定价,以保障新股发行的成功。也正是因为将承销商置于新股发行和定价的中心位置,国际新股发行累计询价过程中才会有多样化的新股估值定价方法和市场化的发行定价程式,才有相对低溢价率的新股发行。而在我国新股询价制度中,发行价、筹资金额虽然在形式上由发行人、承销商及机构投资者决定,但实际上是由证监会掌控,承销商只是按既定流程从事股票推销的专业机构,在整个新股发行过程中处于从属地位。其结果是承销商进行估值定价时毫无主动性、灵活性,估值方法、发行定价方法单一。承销商的估值定价能力得不到提高,投行业务难以创新转型,这一方面导致了较高的新股发行溢价,另一方面也弱化了券商的竞争能力,不利于券商的发展。因此必须改变现状,将承销商置于新股发行和定价的中心位置。

主要参考文献

1. 刘晓峰,李梅.IPO询价制在中美实施效果的比较及博弈分析.国际金融研究,2007;2
2. 王呈斌.新股询价制度考量中介机构.浙江金融,2005;1
3. 卢宗辉.我国新股询价制度的理性分析.中国证券,2006;6
4. 郭巴,王晨波.新股询价:救市缘何又误市.中国新闻周刊,2005;6