

文章编号:1002-980X(2006)07-0111-03

不同新股发行方式下初始收益率差异性比较研究

肖智润¹, 颜峻²

(1. 上海第二工业大学, 上海 201209; 2. 江南证券有限责任公司, 南昌 330008)

摘要:上网定价发行和市值配售是我国证券市场曾经采用和正在采用的新股发行方式。在核准制条件下, 上网定价发行和市值配售这两种不同的发行方式下新股初始收益率的影响因素表现特征有所不同。本文从各个交易主体的经济利益最大化角度出发对此作了初步探讨。以期对我国股票发行时选择何种发行方式产生借鉴作用。

关键词:新股发行; 初始收益率; 差异性

中图分类号: F830.91 **文献标志码:** A

证券的初始发售行为在企业理论中被称为“首次公开发行”(简称 IPO)。从各国的实际情况看, 公司证券的首次公开发行普遍存在着低定价现象。一般认为, 股票在二级市场上的交易价格是反映其价值和供求关系的均衡价格, 并且在实证分析中, 大多数学者选取股票上市首日收盘价格作为观察期的均衡价格。新股上市初始收益率, 即指股票发行价格和上市首日收盘价格之间的差距, 它反映了股票发行价格的低估程度。影响新股初始收益率的因素有很多, 包括发行价格和市盈率、总股本和流通股本、中签率、资产收益率, 等等。

一、新股发行各交易主体的竞争结构及经济利益分析

国内新股发行的交易主体包括发行人、投资银行、投资者和监管机构等。各交易主体的竞争结构即指上述参与交易的各方在交易博弈中的相对地位和以此为基础的议价能力, 它取决于交易各方交易的需求弹性和他们各自的行业结构。交易主体在交易中的地位 and 议价能力与交易的需求弹性成正比, 而与各自所处“行业”的竞争程度(或行业结构)成反比。下面以此为基础来对股票发行市场各交易主体相对地位和议价能力以及其经济利益进行分析。

(一) 发行人

从发行人角度来看, 成为上市公司不仅能立即为其带来低成本的发展资金, 更重要的是还给予其今

后的发展开辟直接融资的渠道, 从而使其发展不受银行的限制, 发行人最关心的是将“交易”做成, 其次才会考虑发行价格的高低。这就是说, 发行人交易的需求弹性是非常低的。就行业结构来说, 虽然拟上市公司并不能看作为一个行业, 但是很显然, 它与其他可替代的证券供给者之间存在着竞争关系, 而且由于证券市场交易成本的低廉, 使这种竞争较为接近完全竞争。无论从交易的需求弹性, 还是从拟上市公司自身的“行业结构”来看, 发行人在这一交易中处于不利地位从而只拥有较低的议价能力。而我国的拟上市公司在这方面表现更为突出。由于我国证券市场的政策变动十分频繁, 从改制到发行上市时间又比较长, 期间拟上市公司的基本面可能发生很大的变化。因此, 在发行价格谈判中, 发行人虽然对自身最为了解, 很有发言权, 但往往受制于诸多因素的影响。

(二) 投资银行

尽管到现在, 证券承销利润占整个证券行业利润的比重还不小, 但大部分证券商仍旧长期有志于这项业务, 这主要的原因在于证券业是一个“范围经济”很强的行业, 各项业务之间具有很强的互补性, 从事该业务可以为开展自营、公司理财、项目融资等业务打下基础, 也能提高公司的信誉。这样, 投资银行对做成新股发行项目这笔交易的需求弹性只与发行失败风险的大小有关, 也就是说, 投资银行在此项交易中的交易需求弹性是非常小的, 在新股发行基

收稿日期: 2006-03-08

作者简介: 肖智润(1963—), 男, 上海人, 上海第二工业大学经济管理学院副教授, 研究方向: 企业发展战略, 技术经济与金融管理; 颜峻(1974—), 男, 江西南昌人, 江南证券有限责任公司财务经理, 会计师, 武汉大学经济学硕士。

本无风险的我国,交易的需求弹性更小。就行业结构而言,发达国家的投资银行业大都属于寡头垄断行业,我国的投资银行业的竞争程度则介于寡头垄断与垄断竞争行业之间,国内对投资银行进行资格的审查也比较严格,不正当竞争既会遭同行的报复,又有损于自己的声誉。

(三) 投资者

在投资者眼中,新股认购只是实现其资本增值的一种投资方式而已,可供选择的投资方式愈多,各种投资方式之间的替代性越强,投资者参与新股发行交易的需求弹性也就越大,这也可以说明新兴资本市场的新股发行首日涨幅较大,而中签率很低的现象。就行业结构来说,成熟资本市场的投资者队伍一般以机构投资者为主,竞争程度有所下降;而新兴资本市场的参与者以自然人为主要成员,从而接近于完全竞争行业,虽然投资者的竞争程度较高,但由于其交易的需求弹性一般也较高,因此,投资者在交易中具有较高的相对地位和较强的议价能力。但我国的情况较为特殊。相对于机构投资者而言,众多个人投资者对于市场的了解,对于发行公司的研究,对于行业的把握无法和拥有资金优势、研究实力和信息渠道的机构投资者相比,其从公开信息渠道,如招股说明书、发行公告、路演等得到的信息一般已相对滞后,其准确性和完整性也无法绝对保证,其发言权更小。

(四) 监管机构

监管机构是发行项目的监督者和游戏规则的制订者。它一般不参与交易价格的形成,但它影响新股价格的确定。监管者从维护整个市场稳定发展和保护投资者利益的角度,一般倾向于较低的发行价。比如,很多国家的监管者要求发行价的制订必须以账面价值为基础,而账面价值又不能反映发行公司所拥有的众多增长机会,但是较低的发行价至少可以减少发行失败,从而更有利于整个市场稳定发展。在我国,监管机构的作用更为突出。证监会不仅制订了游戏规则,从很大程度上而言,也参与了部分价格决定。例如,当市场状况非常不好的时候,中国证监会会有权停止新股发行的审核,而即使不停止,其有权决定发行公司发行上市的先后顺序,对于那些“不太听话”的发行人和投资银行,其完全有能力和权力拖延其发行的步伐。而在不同的时期,比如在股市繁荣时期和萧条时期,新股发行的难度和价格方面的差异是显而易见的。因此,从某种意义上而言,我国的监管机构在新股发行价格方面的影响力度不亚

于投资银行,因此证监会作为监管方也必须考虑在本文所阐述的主体博弈之中。

二、不同发行方式下初始收益率影响因素的表现特征

正是由于前文所述的各个发行主体的利益最大化博弈,使我国证券市场中新股初始收益率的影响因素在不同发行方式下表现出不尽相同的特点和敏感系数。

(一) 发行价格和市盈率

这方面的博弈主要是监管机构和发行人及投资银行之间展开。其中由于默认监管机构的权威性,投资银行作为定价的主要决策方,出于自身经济利益的考虑会给出不同的市盈率和价格。在我国的证券市场中,在相当长的一段时期内,上网定价发行方式下监管机构对市盈率的要求不是非常严格,投资银行通常会定下30倍左右的发行市盈率,而当实行市值配售时,由于监管机构的策略是低市盈率发行,市盈率则会有所下降。这就是为何同为核准制,发行方式不同,发行价格和发行市盈率对新股初始收益率的影响就完全不同的原因。

(二) 总股本和流通股本

这方面主要是投资者互相博弈的结果。拟上市公司股本(包括总股本和流通股本)的大小是投资者较为关注的因素,尤其是流通股本。小盘股获得更多的青睐依然是我国证券市场的主要特征之一。由于发行方式不同,上网定价发行以资金申购,而市值配售以持有的股票市值申购,这就使得上述因素的影响不一。投资者中的机构投资者通过自身的研究和资金优势,在网上申购时是有目的的参与,有选择的进行;而市值配售时,由于申购上限较低,虽然机构可以通过分仓进行多账户参与申购,做到和上网定价发行基本一致,但分散市值与每次不同的申购上限配合并不是没有成本的。

(三) 中签率

在网上定价发行方式下,中签率这一变量对新股初始收益率是有影响的,而在市值配售方式下则影响不大。这是因为,在网上定价发行方式下,中签率除了与流通股大小和发行价格有关外,主要和申购资金有关系,即与投资者认购的主动性有关系;而在市值配售中,由于中签不取决于资金,而取决于拥有的市值,并且投资者大部分是处于一种被动申购的状况之下,因此在不同的发行方式下,中签率对于初始收益率的影响完全不同。此外,在使用资金申

购时,投资者不仅要考虑中签的可能性,同时也要考虑资金的机会成本,对于大资金而言更加要考虑募集资金的成本;而使用市值来申购时,在限额范围内投资者每拥有一万元股票市值就可以拥有一个申购号,不必考虑资金准备的因素,因而在很多情况下,投资者采用与开户营业部签订满足条件自动申购的协议来从事新股申购。总之,在不同的发行方式下,投资者的主动与被动表现完全不同,从而造成了中签率变量对新股初始收益率的影响大相径庭。

(四) 资产收益率

净资产收益率是由发行人与投资银行之间出于各自的经济利益最大化考虑而博弈形成的。在发行前的改制阶段,发行人和投资银行之间就股份公司在设立时的资产质量和数量已经进行过详尽的讨论,这时就基本上决定了发行人的净资产收益率的情况,这与发行方式的关系不是非常大,这一点有别于前文所述的发行价格、股本等因素。

三、结论及建议

通过上述分析,本文得出如下结论:不同的发行方式对新股初始收益率有较为明显的影响;形成这种现象的根本原因在于不同的发行方式的参与主体的经济利益不同,正是由于新股发行的各个参与主体在不同的发行方式下的经济利益最大化的博弈,使得我国新股的初始收益率的影响因素在不同发行方式下有较为明显的区别;其结果导致在我国的证

券市场中,发行定价的市场化程度不高,上市定价的投机性较强。在此对我国新股定价方式和发行方式等提出一些政策性建议:

(一) 新股定价方式的方面

从前文的分析中可以发现,定价体系的不同、申购方式的不同都会使得新股发行的初始收益率有明显的区别。因此,在制订新股发行政策时,应该根据不同的公司、不同的行业、不同的发行时期、不同的募集资金量综合运用多种定价方式,提高发行效率。

(二) 新股发行方式的方面

由于我国的资金面相对比较宽松,投机气氛又比较浓厚,将发行价格彻底放开的政策风险很大。在采用逐步放开价格的同时,应该对发行方式进行探讨,针对不同的发行人特点实施分类别的发行方式,以配合不同的定价方式。

综上所述,发行方式和定价方式的选择直接影响到一、二级市场的投资者收益和资金分布状况,又直接影响资源配置。在政策考虑时应该从各个角度和层面加以分析,经过周密的考虑,先试点,再推广。

参考文献

- (1) 吴勇. 从股东权益看 IPO 定价[J]. 现代管理科学, 2004 (6).
- (2) 孙国茂. 上海股票市场 IPO 定价实证分析[J]. 上海经济研究, 2003(10).
- (3) 施东晖. 中国股市微观行为理论与实证[M]. 上海远东出版社, 2001.

The Comparative Research of the Rate of Initial Profit under Different Kinds of IPO Methods

XIAO Zhi-run¹, YAN Jun²

(1. Shanghai Second Polytechnic University, Shanghai 201209, China; 2. Southchina Securities Co. Ltd., Nanchang 330008, China)

Abstract: Issuing by Pricing on the Net and Offering by Market Price are two kinds of IPO methods. The former has ever been used in our securities market, and the latter is still used. Under these two IPO methods and in the condition of issuing by sanction, the features of the influence on the rate of initial profit are different. In order to serve as a reference in terms of which method being taken on issuing, the essay will briefly discuss the problem by analyzing the maximum benefit of each economic entity.

Key words: IPO; the rate of initial profit; difference