

专题研究

《生产力研究》No.3.2010

我国新股发行定价机制对 IPO 抑价的影响

刘时阳

(厦门大学 经济学院, 福建 厦门 300162)

【摘要】我国证券市场上 IPO 的定价、抑价过高, 股票价格与价值背离, 使得新股在市场上的长期表现不佳, 市场效率低下。文章从新股的发行方式及定价方式这一角度, 分析其对我国股市 IPO 定价效率的影响, 研究结果表明, 法人配售的参与与否对股抑价率水平没有明显影响, 但向二级市场投资者配售比单纯面向全体投资者公开定价发行的抑价水平要低, 此外询价发行方式能有效的降低抑价率水平。

【关键词】定价模型; 发行方式; IPO 抑价理论

【中图分类号】F832.5 **【文献标识码】**A **【文章编号】**1004-2768(2010)03-0112-02

资产定价是资本市场的核心职能, IPO 定价问题更是金融领域广受关注的热点问题。准确的 IPO 定价, 不仅与发行人的筹资效果和发行人、投资者与承销商之间的利益分配密切相关, 而且对股票市场资源配置功能的发挥和整个市场的成熟和规范程度也起着至关重要的作用。我国股票发行市场, 由于起步晚, 虽然发展速度很快, 但在不成熟的市场目标定位、制度安排以及发行定价机制、定价方式下, IPO 定价正确反映市场对投资者的需求的能力有限。长期以来, 股票定价扭曲, IPO 高抑价现象普遍存在, 即 IPO 的股票普遍存在初始收益率过高。对公司股票首次公开发行定价过低高抑价问题, 学术界对此作出了许多解释, 如胜利者的诅咒(Winner's curse)假说、随潮流(bandwagon)假说、信号(signalling)假说、投机一泡沫假说(speculative-bubblehypothesis)等。

另一方面股票市场价格与发行方式也密不可分, 在股票的成功发行过程中, 公平、合理、高效的新股发行方式扮演着举足轻重的作用。1996 年以来, 网上定价发行成为主流, 与此前的发行方式相比, 它的效率更高、成本更低、也更加安全。不过, 近年来这种定价发行方式的缺点也逐渐暴露出来了, 定价发行主观色彩过浓, 使得一、二级市场价格落差大, 新股上市首日涨幅经常在 100% 以上甚至更高, 发行价往往无法体现企业的真实价值。由此可见, 合理的新股发行定价方式, 不仅股票市场价格发现, 而且对于发行人来说至关重要。

一、IPO 的估值模型

在 IPO 定价的实践中, 发行价格的确定一般分为两个步骤:

首先, 根据公司经营指标进行股票内在价值评估, 或称公司价值评估, 形成初步的发行价格、询价区间或最低投标价格。通过股票估值, 可以将公司目前及未来预期的财务和非财务信息转化为股票的内在价值。常用的 IPO 股票估值模型主要有以下几种: 收益贴现模型、可比公司法、期权估值模型和多因素估值模型(见表 1)。

其次, 在路演或网上竞价时, 根据股票市场和投资者收集的信息, 分析需求信息和价格信息, 调整并确定发行价格。不同

定价方式的差别主要在于 (1) 充分获取及利用股票市场收益等公众信息及投资者对拟发行股票的需求等私有信息的能力是否充足 (2) 出现超额认购时, 承销商的配售权利是否充足。

表 1 IPO 估值模型

收益贴现模型	现金流贴现法(DCF)	公司自由现金流 (FCFF) 贴现方法
		股权资本自由现金流 (FCFE) 贴现方法
可比公司法	股利贴现方法	经济附加值估值法 (EVA)
		动态市盈率估值法
		价格/销售收入估值法
期权估值模型	EBIT/EBITDA 倍数法	
多因素估值模型		

本文对收益贴现方法和可比公司法方法进行了一个简单的比较, 如表 2 所示。

表 2 贴现现金流法与相对价值评估法比较

收益贴现方法和可比公司法方法比较		
	收益贴现方法	可比公司法方法
前提假设	企业的价值是企业能产生未来收益的贴现值	产品市场和资本市场有效
方法	未来现金流量按照风险调整为贴现率贴现	动态市盈率、价格/销售收入估值法和 EBIT/EBITDA 倍数法
数据来源	内部经营、会计数据	大量可比公司和可比数据
评估结果	内在价值	市场价值
优点	建立在管理和价值分析的基础上, 反映企业整体的未来盈利能力	方便直观, 在成熟市场中比较有效
缺点	主观程度浓烈, 评估的正确性取决于对企业未来的预测能力	参照市场价格和系选择波动会影响准确性

通过 IPO 估值模型计算出的股票的内在价值作为基准底价在一定程度上决定了股票的最终发行价格。然而实际发行中, 由于发行者、投资者及承销商之间的信息不对称以及其他因素的影响, 常常导致新股发行价格偏离其内在价值, 造成新股发行价格偏低的抑价现象。

二、IPO 的发行机制

IPO 定价的目标在于反映投资者对公司股票内在价值的判断, 新股最终发行定价必须与市场的需求相结合。而不同发行方式对新股最终发行价格的影响不尽相同, 承销商可根据新股

【收稿日期】2009-10-21

【作者简介】刘时阳, 女, 天津人, 厦门大学经济学院财经系。

发行的具体情况选择合适的新股发行定价方式。目前国内外采用的发行方式主要有以下几种类型(见表3)。

表3 IPO 发售机制分类及其一般抑价水平比较表

		定价前是否已获取对投资者对新股需求的信息			
		是		否	
承销商是否拥有分配股份的权利	是	累计投标方式(14%)	固定价格发行方式	允许配售(39%)	
	否	竞价方式(8%)	式	公开发售(24%)	

1.固定价格发行方式。采取固定价格发行的方式,在新股公开发行前由发行人和主承销商商定一个固定价格,然后根据这个价格直接进行公开发售。它分为固定价格公开发售和固定价格允许配售,在使用后一种发行方式时承销商在配售股份方面拥有更多的自主性。由于方式比较简单,适合于没有太多机构投资者且不能取得足够询价信息的新兴市场。但由于它对承销商的估价能力过度依赖,主观性强,且不能有效解决信息不对称问题。另外由于存在发行和上市的时间差,对市场信息缺乏应变能力,发行价和上市价差波动较大。在这种情况下,承销商为了使上市股价表现良好,会有意压低发行价格,导致偏离股票发行的理想定价,降低融资效果。

2.累计投标发行方式。累计投标方式,又称累计订单方式、造帐方式,是美国最常用的发行定价方式之一。该方式的特点是:发行价格和发行数量在事先并不确定,投资者在新股发行定价完成之前表示出对股份的需求,然后根据投资者的需求信息确定发行的价格和数量。该方式的发行价格由市场供求决定,贴近上市价格,可以有效降低发行抑价;另一方面发行人有权选择理想股东结构,有助于上市公司改善治理结构,提高公司质量;再者由于承销商有权选择客户,这有助于大型投资银行的培育。累计投标发行区别于其他发行方式之处在于它使承销商能够控制所有发行股票数量的分配。与竞价发行相比,累计投标方式通过控制投资者的数量来降低发行人和投资者的风险,并有利于形成合理公平的发行价格,提高信息手收集的效率,此外它还能促使投资者独立评估拟发行的股票,减少搭便车的现象。

以上两种方式统称议价发行方式,其主要特征是最终发行价格的确定主要由股票发行人与主承销商协商确定。

3.竞价发行方式。由各股票承销商或者投资者以投标方式相互竞争确定股票发行价格进行发行的方式叫竞价发行。(1)根据不同的竞价规则,竞价发行方式分为荷兰式竞价发行方式和法式竞价发行方式、两阶段竞价发行方式等。(2)根据竞价参与者和参与方式的不同,竞价发行还分为网上竞价、机构投资者(法人)竞价、券商竞价。该方式的优点在于市场化程度高,可以有效地发挥一级市场的价格发现功能。通过公开竞价招标产生发行价格有利于减少人为因素的影响,从而有效防止主承销商与发行人联合操纵发行价格的行为,将“公开、公平、公正”的原则体现得更充分,且交易成本低。其缺点在于发行价格、发行量和募集资金总量(发行价格*发行量=募集资金总量)无法事先确定,风险大,控制难。

三、IPO 抑价理论

IPO 抑价理论一般是从 IPO 认购者、发行公司和承销商等不同角度来进行阐述,本文主要介绍以下几种主要的理论:

(一)胜利者的诅咒假说

根据胜利者的诅咒假说,在任何一种拍卖形式中,拍卖物价值通常是不确定的,胜者常常是那些对拍卖物估价过高的人,因此赢得拍卖物的收益常低于正常收益,甚至是负收益。在 Rock(1986)模型中,首次公开发行的公司其市场价值不确定。但是,发行公司必须设定 IPO 招股价。如果 IPO 存在认购过度,则须配额供应。Rock 认为信息不对称广泛存在于有信息(in-

formed)的投资者和缺乏信息(uninformed)的投资者间。由于缺乏信息的投资者认购 $P > V$ 的 IPO 机会远远大于有信息的投资者,这就面临胜利者的诅咒。发行公司为了吸引缺乏信息的投资者,不得不使 IPO 定价偏低。可见 IPO 上市后的是价值不确定性越大, IPO 的定价偏低程度也就越大。

(二)随潮流假说

随潮流假说是指假如一个投资者发现无人愿意认购 IPO,那么即使该投资者拥有信息上的优势,他也不会认购;假如一个投资者发现有人愿意认购 IPO,即使该投资者缺乏 IPO 信息,他也会进行认购。发行公司为吸引第一批少量的潜在投资者,产生随潮流效应,会使 IPO 定价偏低。

(三)信号假说

Grinblatt 和 Hwang(1989)认为,公司内在价值通过 IPO 的招股价和发行公司原股东保留股份的百分比两个信号反应出来。由于这两个信号反映了公司未来现金流的均值和方差,从而反映公司的内在价值。Welch(1989)认为发行公司为了将来发行新股能获得较高的发行价而使 IPO 定价偏低。

(四)投机—泡沫假说

投机—泡沫假说认为,投机者的投机欲望造成了 IPO 过高的超额报酬率。由于 IPO 被投资者过度认购,因此许多投机者通过招股价认购 IPO 不易成功。一旦 IPO 挂牌上市,投机因素就会将 IPO 价格推到超过其内在价值的价位。

四、实证分析

本文选取了 1990 年 1 月 4 日至 2007 年 12 月 30 日间,在中国首次公开发行的、并且已经在沪深交易所上市的所有 A 股股票,共 1350 个样本数据。

被解释变量定义:IPO 发行公司价值低估的程度用首日回报率来衡量,以新股上市后第一个交易日的收盘价作为均衡价。记为 $IP = (P_1 - P_0) / P_0$ 。其中,IR 代表股票首次公开发行抑价率, P_1 代表上市首日收盘价, P_0 代表发行价。

解释变量定义:解释变量在内部因素方面,选取了净资产收益率(ROE)、资产负债率(DA)、发行前每股净资产(NAPS)三个指标;以发行方式(I)为外部因素。

回归分析:本文通过下面的回归模型来检验上述影响几个影响因素对首日回报率的解释程度。以首日回报率为因变量,各影响因素为自变量建立回归方程(其中 D 为虚拟变量):

$$IR = c + c(1)ROE + c(2)DA + c(3)NAPS + c(4)D + e$$

由于固定价格发行方式需经历上网定价发行、向二级市场投资者配售发行等 5 种方式,因此虚拟变量的数目为 4;而相对固定市盈率定价方式则将网下向询价对象配售和网上向二级市场投资者配售结合方式和其他几种股票只数极少的发行方式,因此只需引入 1 个虚拟变量;而在累计投标询价方式下,发行方式共经历了网下法人配售和上网定价结合发行方式、上网询价发行方式和其他几种股票只数极少的几种发行方式,因此需要引入 2 个虚拟变量。回归结果见表 4。

表 4 回归结果

变量	ROE	DA	NAPS	C(4)	C(5)	C(6)	C(7)
	T 值	0.635	0.38	0.18	-0.35	-1.62E-15	1.438
特征	$\bar{R}^2=0.417$ F=3.795 DW=1.894						
相对固定市盈率	ROE	DA	NAPS	C(4)			
	T 值	1.709	-0.276	0.492	-4.283		
特征	$\bar{R}^2=0.527$ F=5.759 DW=1.461						
累计投标询价	ROE	DA	NAPS	C(4)	C(5)		
	T 值	1.910	-1.386	0.627	1.725	1.373	
特征	$\bar{R}^2=0.833$ F=5.974 DW=1.956						

回归结果分析:从 \bar{R}^2 和 F 的值可以看出,这三个模型的拟合优度都比较好,其解释力度能够满足计量在(下转第 120 页)

业的导向性、调控性和约束性,因此促进大学生的就业政策对大学生与用人单位都会产生一定的影响。再从高校因素的影响来看,大学生培养质量和结构决定着能否满足社会的人才需求,因此也是影响用人单位选择偏好的决定性因素。长期以来,我国高校对大学生的培养受计划经济的影响,实行的是整齐划一的培养模式,学校基本上按照统一的教学计划、课程设置、教学内容培养学生,忽视社会的实际需要和学生个性培养。在用人单位访谈中,许多单位反映高校一些课程和实践教学环节比较陈旧,落后于当今科技发展,许多理论和知识在实际工作中早已不用了,这些都会对用人单位的选择偏好造成影响,甚至导致很多单位宁愿花钱来自己培养所需的人才,也不愿意接受当年毕业的大学生。至于社会风气对用人单位选择偏好的影响,可能很多人觉得这一因素并不重要,因为从人力资源的角度看,为企业创造价值的是员工的工作能力,推动一个企业发展壮大的是员工的素质和水平。所以,招聘员工的标准便只能是“唯贤是举”、“唯才是举”。但这只是理论上的存在,在现实的社会经济生活中并不完全如此。在许多人奉行“利益至上”主义的今天,不良的社会风气对于用人单位的选择偏好也产生了很大的影响,特别是在某些特殊的行业或单位,这种情况表现得更为明显。

对于大学生自身因素对用人单位选择偏好的影响,目前用人单位反映较为强烈的一个问题就是毕业生的科研能力和创

新能力不够,团队协作精神和心理素质亟待加强。正是因为高校毕业生自身的素质与用人单位的需求之间存在较大差距,毕业生往往需要很长的时间“磨合”才能适应工作岗位的需要。据统计,在两年内能够适应工作需要的仅为70%左右,不少毕业生需要三年甚至更长的时间才能适应,甚至有的毕业生根本无法适应工作的需要。这种情况使得许多用人单位对于招聘新的大学生往往不得不采取非常慎重的态度,采取宁缺勿滥的原则,或者干脆就不招聘,或者少招聘,这也在一定程度上加剧了大学生就业的难度。

【参考文献】

- [1] 李明.整体偏好次序下个体偏好次序的变化研究[J].财经理论与实践,2007(7).
- [2] 王元璋,赵中杰.确定性条件下偏好形成及其政策含义[J].求索,2006,(1).
- [3] 冯菊香.大学生择业偏好对构建和谐社会的负面影响及其矫正[J].理论导刊,2006(5).
- [4] 肖国忠.怎能如此定招聘标准[N].光明日报,2008-01-24.
- [5] 教育部高教司.普通高校经济学、工商管理类本科人才社会需求和培养现状调研报告[M].北京:中国人民大学出版社,2005.
- [6] 应松宝.我国大学生就业过程研究[D].西南交通大学博士研究生学位论文,2006.

(责任编辑:L 校对:Z)

(上接第113页)1%的水平下,固定价格定价方式中,ROE、DA、NAPS的回归系数为正,但没用通过显著性检验,说明ROE、DA、NAPS与发行公司首日回报率正相关,但统计上不具有显著性。而向二级市场投资者配售发行方式通过检验,说明发行方式对首日回报率的影响具有显著性,相对固定市盈率定价方式下,DA和NAPS没有通过显著性检验,ROE的回归系数为正且通过检验,说明ROE与IR显著正相关。另外,网下询价对象配售和网上向二级市场投资者配售的发行方式与首日回报率间显著负相关;累计投标询价方式下,NAPS与IR正相关,但不具有显著性,ROE与IR显著正相关,DA与IR显著负相关,此外网下法人配售和上网定价相结合、上网询价这两种发行方式与IR均显著正相关。

可见随着发行方式的不断变革,新股发行价反映的信息逐渐完善,定价效率也越来越高。且实证结果表明,对于不同的定价方式和发行方式,IPO抑价水平也不同。即发行方式和定价方式对IPO的定价效率有着直接的影响。

五、研究结论与政策建议

本文以上市首日回报率为对象对IPO抑价进行测度,选取1990年1月4日至2007年12月30日间沪深两市首次发行上市交易的1350家A股数据为研究样本,对我国股市上IPO抑价现象及其影响因素进行了实证研究,得出了以下结论:

1. 无法人配售的参与与否,对我国新股抑价率水平的影响并不显著,甚至一定程度上会降低IPO的定价效率,这与改革的初衷相悖而行。法人配售这一重大改革的初衷是,监管当局希望公司真实价值能够通过机构投资者的专业性以及收集信息揭示出来,从而确定最接近市场价值的发行价格。但由于法人配售过程中过度向机构投资者倾斜,而个人投资者只能参与网上申购,其中中签比例较低,此外,以资金量作为配售的主要依据也在无形中提高了个人投资者参与的门槛。这些都说明了与真正的成熟市场相比,我国法人配售方式仍然存在很大差距。

2. 与面向全体投资者公开定价发行相比,向二级市场投资

者配售抑价水平更低一些。由于向二级市场投资者配售,这在客观上要求二级市场的投资者持仓量与可申购新股的数量挂钩,因此它在迫使部分长期逐利于一级市场的申购资金进入二级市场房门具有实践意义。这就有利于提高新股的发行价格,因此与单纯面向全体投资者公开定价发行相比,向二级市场投资者配售的抑价水平更低。

3. 与普遍定价方式相比,询价发行方式的抑价率水平更低一些。这是由于询价制度是最具市场化的发行方式,这也表明了我国在询价发行制度方面取得了一定的效果,有效地提高了我国IPO的定价效率,肯定了新股询价发行方向的正确性。

针对目前中国证券市场的现状,为了使IPO定价合理,降低IPO高抑价现象,有利于我国股市的健康发展,本文提出以下建议:与解决我国过高的IPO首日回报率问题,首先必须培育理性的投资观念,IPO首日回报率居高不下最重要的原因就是投资者对新股估价的过度乐观。欲减少市场上的非理性因素,管理层应减少对市场的干预,让市场按其自身的规则运行。只有这样才能逐渐形成健康成熟的投资理念。其次应加强信息披露制度,建立信息公开以及信息披露动态监管机制,减少由于信息不对称造成的IPO抑价。最后,应该肯定IPO发行市场化改革的方向,大力发展保荐制下的IPO新股发行方式。进一步放宽对发行市盈率的管制,培育市场化定价的机制。

【参考文献】

- [1] 毛立军,李一智.我国IPO定价、抑价及长期表现分析[J].武汉大学学报,2004(3).
- [2] 蒋成忠.我国现行A股IPO抑价问题的实证分析[D].苏州大学硕士学位论文,2008.
- [3] 何剑.中国股票市场IPO抑价实证研究[D].暨南大学博士学位论文,2006.
- [4] 郑建红.我国A股市场IPO首日收益的实证研究——以沪市为例[D].暨南大学硕士学位论文,2004.
- [5] 陈工孟,高宁.中国股票以及市场发行抑价的程度和原因[J].金融研究,2000(8).

(责任编辑:X 校对:W)