

清科快评：新股定价机制改革，你准备好了吗？

2012-02-20 清科研究中心 张琦

2009年证监会成功启动了新一轮新股发行体制改革，2011年，证监会主导的完善证券市场的改革不断加速，各项举措层出不穷。对于此前进行的两轮改革，在充分肯定改革成绩的同时，清科研究中心认为：作为新股发行的核心，也是目前发行市场问题最为突出的新股定价机制，还有进一步完善和改革的必要。

美式招标抑高价

由于2009年至今的新股市场改革并不彻底，创业板、中小板“三高”问题迟迟不能得到有效解决，直接引起“三高”问题的“荷兰式招标”新股询价制度自然也成为了舆论的众矢之的。

荷兰式招标与美式招标是新股发行定价的两种方式。荷兰式招标是指，投标人按照所报买价自高向低的顺序中标，直至满足预定发行额为止，全体中标者统一按最低中标价格认购；美式招标指投标方根据各自报出的价格中标，认购价格并不统一。在荷兰式招标方式下，尽管以最低中标价格作为统一认购价格，但投标机构为获得配售机会极容易推高最终的发行定价，而我国新股网下询价正是采用了荷兰式招标；相比较而言，美式招标彰显了其在卖方市场的优越性——容易做低发行定价，因为投标方报价越高损失越大。

但为了规避询价机构联手压低报价损害发行人、承销商利益现象，有业内专家建议将A股IPO网下询价由荷兰式招标法改为美式招标法的同时以全体中标人的加权平均中标价作为网上统一申购价格，并且维持对询价对象中标人配售股份三个月锁定期的要求。

清科研究中心认为，在现阶段我国这样一个强有力的卖方市场中，将新股定价机制由荷兰式招标改为美式招标更能平衡发行人、承销商和询价机构三者间的博弈关系，即对询价机构有激励机制，又约束了询价机构的报价行为，使新股发行定价趋于理性，有效抑制创业板、中小板的“三高”问题。

存量发行缓超募

新股供求失衡是导致“三高”现象的另一重要原因。由于我国新股发行市场供给一直小于需求，一些投资人便借此操纵股价涨跌谋取短期超额收益，上市公司资金严重超募，超募资金无法得到有效利用，市场资源配置功能无法充分发挥，通过存量发行机制可以增加市场供给、抑制投机炒新、降低不合理高定价、缓解“三高”问题。

存量发行有两种情形。一种是 IPO 时的存量发行，老股东将自身所持一部分股份对外公开转让发行。我国证券市场 IPO 一直采用新股的增量发行方式，由于我国对上市公司募集资金的使用有比较严格的规定，一些资金充沛的绩优公司有可能反而无法满足上市条件；另外，这种方式易导致上市公司严重超募，资金使用边际效率下降，公司收益面临大幅摊薄的风险。而在境外成熟资本市场，IPO 时存量发行是新股发行中常见的，中资公司在境外发行时也经常引入这种方式。

另一种存量发行是指已上市公司的存量发行，老股东通过一定的方式减持全部或部分股份。对于已上市企业，存量发行机制可使老股东通过转让股份的方式快速减持套现，避免解禁后股东集体套现对企业带来的冲击，有利于稳定股市价格。另外，转让旧股所得资金并不进入上市公司，而是归原股东享有，而且，原有股份转让也不会摊薄企业利润；创业者在 IPO 阶段即可获得收益回报，也是对其创业行为最大的鼓励。

但是，存量发行制度目前存在一定法律限制。《公司法》第一百四十二条规定：“公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让”，而存量发行是公司老股东对外发售股票，因此存量发行的股份应属于“公司公开发行股份前已发行的股份”，短期规避此条款可通过提前存量发行以及相应发生的股权转让行为的时间至公司股票挂牌上市之前、之后规定存量发行的股份有一年禁售期的方式。未来可根据情况逐步推动相关法律法规修订。

值得注意的是，存量发行制度也并非有百利而无一害，原有股东的减持可能会影响公司的经营能力、损害投资者的利益。为适当约束此行为，对出让持股的原股东加以严格限制以及与增量发行制度衔接等相关配套制度需加以安排。

清科研究中心认为，作为国际先进发行制度的重要内容，存量发行制度的引入是很有必要的。适当借鉴国外成熟的存量发行制度，对完善我国多层次资本市场体制，促进市场发展意义重大。

总结

总之，美式招标、存量发行的引入是我国新股定价机制改革的方向，只有尽快对新股定价机制加以改革才能平衡发行人、承销商、询价机构三者之间的博弈关系、彻底解决“三高”问题。目前，中国资本市场在国际资本市场上的地位越发重要，从开辟资本市场的需要以及目前市场的不安定因素考虑，我们应当有足够的勇气和信心去借鉴和掌握国外成熟的新股定价机制，通过全面的制度设计，让其为构建国内多元化、多层次资本市场体制发展提供更大的空间。

关于清科

[清科集团](#)成立于 1999 年,是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构,主要业务涉及:领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

服务介绍:

[清科研究中心](#)于 2001 年创立,研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前,清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品[清科数据库](#)(Zdatabase)是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库,为众多有限合伙人、VC/PE 投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

[清科互动](#)平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台,每年参会人数总和逾万人次,拥有国内最强的投资人关系网络。旗下会议论坛品牌包括中国创业投资暨私募股权投资论坛、中国有限合伙人峰会、中国高成长企业家峰会及创业投资俱乐部。

[清科资本](#)是清科集团旗下的投资银行业务,为中国高成长企业提供全方位融资、并购和重组方案,每年协助 20 多家企业完成资金募集和并购,交易金额超过 2 亿美元。行业涵盖互联网、通信、教育、健康医疗、消费、零售及服务业等方面。

[清科创投](#)是清科集团于 2006 年募集成立的创业投资基金,专注于投资具有高增长潜质的中国企业,主要采取联合投资的方式和国内外著名创投机构投资于中后期企业,以领投或联合领投的方式投资于早期的创业企业。

[清科投资](#)是清科集团旗下专注于母基金(FoF)的管理平台,是一支专注投资中国市场上优秀的创业投资(VC)和私募股权基金(PE)基金的母基金。于 2011 年成立,首期募集目标 20 亿元,总募集规模为 50 亿元。

[投资界](#)是清科集团旗下领先的中国私募股权投资行业门户网站。以强大的投资人关系网络为

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16046

