

IPO 定价机制改革——基于新股发行指导意见的动态评析

2009 年 5 月 27 日

要点:

1、证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》，预示着新股发行制度的改革，以及 IPO 重新启动，这有利于恢复证券市场的融资功能，实现 IPO 定价的合理性和资产定价的有效性。

2、网下和网上申购参与对象的分开，有利于提高中小投资者的中签率，防止暗箱操纵，使新股定价可能更为合理，使得新股价格回归理性，缓解巨额资金申购新股状况，提高发行效率。新股定价市场化的价格形成机制有望形成，完善了询价和申购的报价约束机制。摆脱了过去行政干预限制，而且要求询价对象真实报价，杜绝高报不买和低报高买，市场化的发售新股启动了新股报价机制的改革。

3、国际上 IPO 发售机制主要有累计订单询价机制、固定价格机制、投标或拍卖机制以及混合发售机制等模式。由于累计订单询价机制模式可以克服固定价格机制和拍卖机制固有的缺陷，有效地实现价格发现功能，提高 IPO 市场的定价效率，因此在绝大多数发达国家(地区)以累计订单询价机制作为首要发售机制，而新兴市场国家(地区)绝大多数以固定价格机制为首要发售机制。从长远看，中国 IPO 发售机制的发展模式应是累计订单询价机制，中国股票一级市场推行累计订单询价机制模式要稳步推进，在新股发行制度改革中要体现。

4、新股改革定价“市场化”不彻底，国外的累计订单询价机制模式和混合机制模式值得考虑，新股发行又形成了新的限售股问题，没有形成真正意义上的全流通，使得资产定价在某种程度上扭曲。因此要大力改革新股发行制度，真正实现全流通发行，实现资产定价的市场化。

分析师: 赵 旭

TEL: (8621)6336 7000-267

FAX: (8621)6337 3209

地 址: 上海市延安东路 45 号

20F (邮编 200002)

IPO 定价机制改革—基于新股发行指导意见的动态评析

2009 年 5 月 22 日，证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》，公开征求意见截至 6 月 5 日结束。新股发行制度的改革，以及 IPO 重新启动，有利于恢复证券市场的融资功能，实现 IPO 定价的合理性和资产定价的有效性。

一、新股发行制度改革几个特点

这次新股发行制度改革征求意见稿，即《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》主要包括三个部分，即改革原则、基本内容和预期目标、现阶段主要推出如下四项措施、切实落实各项改革措施。通过解读，我们认为有以下几个启示：

(1) 网下和网上申购参与对象的分开，有利于提高中小投资者的中签率

值得注意的是，网下和网上申购参与对象的分开，参与者只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购。鉴于网下申购受到 3 个月锁定期的限制，加之网下与网上申购资金的比例已降至相对比较低的比例，在目前的市场环境下，机构参与网下申购的热情估计不会高。但对网上单个申购账户设定上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一，这在某种程度上防止了机构投资者获取比较高中签率的可能，有效分散中签账户数量，提高中小投资者的中签率，防止了中签率操纵。更为重要的是，这种分离申购，有利于使新股定价可能更为合理，对新股上市的开盘价格有一定的抑制作用，使得价格回归理性。可见，这种发行制度的改革，可以缓解巨额资金申购新股状况，通过市场化运作机制，提高发行效率。

(2) 新股定价市场化的价格形成机制有望形成，完善了询价和申购的报价约束机制。新股改革定价摆脱了过去行政干预市盈率的限制，而且要求询价对象真实报价，主承销商应当采取措施杜绝高报不买和低报高买。鉴于新股发行的历史市盈率在 20 倍以上，其中 2006 年 24 倍，2007 年 30 倍，2008 年 27 倍。由于目前沪深 300 指数的市盈率约为 22 倍，因此市场化的发售新股相对比较合理，这也启动了新股报价机制的改革。

(3) 要求承销商（保荐机构）勤勉尽责，合理定价，维护买卖双方的长期利益和根本利益。询价对象应当发挥专业机构的功能，理性定价，形成对市场的理性引导，提升定价效率。要求发行人、主承销商、证券经营机构充分揭示新股认购风险和一级市场风险，提醒投资者理性判断投资该公司的可行性。

二、国际上 IPO 发售机制模式比较分析

所谓 IPOs 发售机制,是指 IPOs 定价、分配和出售给投资者的整个机制过程。全球范围内 IPOs 发售机制主要有以下几种模式:包括累计订单询价机制、固定价格机制、投标或拍卖机制以及混合发售机制等。

(1) 累计订单询价机制以美国的包销方式最为典型。主要特点包括定价过程中的路演和征求订单机制;承销商自由分配股票的权力;发售对象主要为机构投资者;正式发售前最终确定发行价格。其通常包括确定价格区间、累计订单询价和稳定价格三个环节。

(2) 固定价格机制(公开发售机制),其可以根据承销商有无分配权分为三种,即承销商有完全的分配权、部分的分配权或完全没有分配权,但通常承销商无分配权。其主要特点为承销商事先根据一定的标准确定发行价格,之后再由投资者进行申购。承销商和发行人在定价时并未充分获取相关的定价信息和市场需求信息。

(3) 投标或拍卖机制,其可以根据投标人最终所付价格分为歧视价格拍卖(投标人最终所付价格为自己所出的价格)和统一价格拍卖(所有投标人最终所付价格为同一价格)两种形式,巴西、日本以及英国等多使用歧视价格拍卖模式,而统一价格拍卖曾在法国、澳大利亚以及美国等国使用。此外,诸多国家还使用了肮脏拍卖(最终成交价格低于市场出清价格),如比利时、法国和英国。拍卖机制中价格的确定是在收集信息之后进行的,股份的分配则根据事先规定的规则在现有的投标基础上进行,因此承销商和发行人的影响力在几种发售机制中最小。

(4) 混合机制由前三种基本发售机制模式结合而来,也就是在一次 IPOs 过程中分别对不同的份额采用不同的发售机制。根据三种基本发售机制模式的不同组合可以分为累计订单询价/固定价格混合机制、累计订单询价/拍卖混合机制以及固定价格/拍卖混合机制三种。其中,累计订单询价/固定价格混合机制使用最为广泛。在这一机制下,累计订单询价机制用以确定发行价格,并向本地机构投资者与外国投资者发售一部分股票,另一部分额度则用固定价格发售给本地小投资者,他们并不参与 IPOs 的价格形成过程。

总体而言,累计订单询价机制模式可以克服固定价格机制和拍卖机制固有的缺陷,有效地实现价格发现,提高 IPOs 市场的定价效率。通过比较分析发现,在欧洲和美洲,绝大多数国家(地区)以累计订单询价机制作为首要发售机制,而在亚太、非洲和中东地区,以固定价格机制为首要发售机制的国家(地区)则占据绝对优势。从另外一个角度看,发达国家(地区)基本全部以累计订单询价机制作为首要发售机制,而新兴市场国家(地区)则绝大多数以固定价格机制为首要发售机制。从长期来看,累计订单询价的发售机制是主流,而固定价格机制和拍卖机制的应用逐步减少,因此中国 IPOs 发售机制的发展模式应是累计订单询价机制,中国股票一级市场推行累计订单询价机制模式要稳步推进,在新股发行制度改革中要体现。

三、新股改革定价“市场化”不彻底—全流通问题没有解决影响资产定价

新股发行制度改革的基本原则是：坚持市场化方向，促进新股定价进一步市场化，注重培育市场约束机制，推动发行人、投资人、承销商等市场主体归位尽责，重视中小投资人的参与意愿。但我们通过解读，认为《征求意见稿》只是解决了新股发售中散户“中签率”低和机构投资者报价不合理问题，没有引进国外的累计订单询价机制模式和混合机制模式，特别是对新股首次公开发售股份比例的大小、限售股解禁的解决没有指明，也就是说没有形成真正的上全流通发行，使得资产定价在某种程度上扭曲。由于新股发行机制没有实现真正的改变，因此要大力改革新股发行制度，真正实现全流通发行，抛弃股改后新股有被动限售股的缺陷，力争新股发行制度有根本性的转变。

附件：

《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》

近年来，在党中央、国务院正确领导下，我国资本市场进行了一系列重大基础性和制度性改革，取得了显著成效。市场规模和容量跨上新台阶，市场机制和结构逐步优化，投资者入市踊跃，各类企业利用资本市场健全机制、融入资本的态度积极，资本市场的重要性日益突出。为了进一步健全机制、提高效率，有必要对新股发行体制进行改革和完善以适应市场的更大发展。经过对股票发行体制改革有关问题进行广泛调查研究，我会对进一步改革和完善新股发行体制提出以下指导意见：

一、改革原则、基本内容和预期目标

（一）改革原则。坚持市场化方向，促进新股定价进一步市场化，注重培育市场约束机制，推动发行人、投资人、承销商等市场主体归位尽责，重视中小投资人的参与意愿。

（二）基本内容。在新股定价方面，完善询价和申购的报价约束机制，淡化行政指导，形成进一步市场化的价格形成机制。在发行承销方面，增加承销与配售的灵活性，理顺承销机制，强化买方对卖方的约束力和承销商在发行活动中的责任，逐步改变完全按资金量配售股份；优化网上发行机制，股份分配适当向有申购意向的中小投资者倾斜，缓解巨额资金申购新股状况。同时，加强新股认购风险提示，明晰发行市场的风险。

（三）预期目标。一是市场价格发现功能得到优化，买方、卖方的内在制衡机制得以强化。二是提升股份配售机制的有效性，缓解巨额资金申购新股状况，提高发行的质量和效率。三是在风险明晰的前提下，中小投资者的参与意愿得到重视，向有意向申购新股的中小投资者适当倾斜。四是增强揭示风险的力度，强化一级市场风险意识。

二、近期改革措施

新股发行体制涉及面广、影响大，为保证改革的平稳推进，拟采取分步实施、逐步完善的方式，分阶段推出各项改革措施。现阶段主要推出如下四项措施：

（一）完善询价和申购的报价约束机制，形成进一步市场化的价格形成机制。询价对象应真实报价，询价报价与申购报价应当具有逻辑一致性，主承销商应当采取措施杜绝高报不买和低报高买。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定每笔申购的最低申购量。对最终定价超过预期价格导致募集资金量超过项目资金需要量的，发行人应当提前在招股说明书中披露用途。

(二) 优化网上发行机制，将网下网上申购参与对象分开。对每一只股票发行，任一股票配售对象只能选择网下或者网上一种方式进行新股申购，所有参与该只股票网下报价、申购、配售的股票配售对象均不再参与网上申购。

(三) 对网上单个申购账户设定上限。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况，合理设定单一网上申购账户的申购上限，原则上不超过本次网上发行股数的千分之一。

(四) 加强新股认购风险提示，提示所有参与者明晰市场风险。发行人及其主承销商应当刊登新股投资风险特别公告，充分揭示一级市场风险，提醒投资者理性判断投资该公司的可行性。证券经营机构应当采取措施，向投资者提示新股认购风险。

其他改革措施，在统筹兼顾市场发展的速度、改革的力度和市场的承受程度的基础上，择机推出。

三、切实落实各项改革措施

新股发行体制改革需要市场参与各方密切配合，市场各方应当提高认识，制定相应方案，周密部署，切实将各项改革要求落到实处。

发行人应当树立发行上市的正确理念，积极履行信息披露义务，加强募集资金管理，提高上市公司经营水平，维护股东合法权益。

承销商（保荐机构）及其他证券公司应当勤勉尽责，诚实守信，经营活动中维护买卖双方的长期利益和根本利益。具体工作中要在机构、人员、制度和技术等方面加以改进和适应，不断提高专业服务能力。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益5%以上。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址:上海市延安东路45号工商联大厦20层(邮编200002)

电话:(8621) 6336 7000

传真:(8621) 6337 3209