

我国新股发行的制度缺陷及完善建议

——从中石油破发谈起

丁新娅 王化成 黎来芳

新股发行制度通常包括新股发行管制、新股定价和新股配售方式三个主要环节。我国自建立资本市场以来，一直都在探索一种更合理、更市场化的新股发行制度，先后经历了多次变革。但随着上市新股高发行市盈率、高溢价等现象的频繁发生，市场对目前的新股发行制度产生了质疑。而作为中国第一权重股的中石油A股发行上市后首日暴涨、随后暴跌直至破发的市场表现更使得目前新股发行制度的弊端凸显无疑。

中石油A股发行及市场表现

中国石油天然气股份有限公司(简称中石油)是中国石油集团最大的控股子公司，主要经营石油和天然气的勘探、开发、生产、炼制、储运、销售等业务。2000年4月，中石油发行的美国存托股份和H股分别在纽约证券交易所和香港联合交易所挂牌上市。2007年11月5日，中石油正式登陆上海证券交易所。其A股发行网上和网下申购资金合计达3.37万亿元，创当时A股发行冻结资金新纪录；最终发行价格为16.70元，共募集资金668亿元，不仅刷新了A股市场首次公开发行股票(IPO)的募资纪录，也是2007年以来全球最大规模的IPO。其A股上市首日的开盘价为48.6元，最高价达48.62元，较发行价上涨了191%；收盘价为43.96元，较发行价上涨了163%，吸引了大批中小投

资者的进入。此后其股价却呈持续下跌态势。在中石油A股被正式计入上证指数之前，除上市首日外，其他几个交易日的股价几乎都在下跌。2007年11月19日被计入指数后，股价更是出现八连阴，并带动大盘指数连续下调。2008年4月18日，被看作是A股市场“定海神针”和“风向标”的中石油A股跌破了发行价。按其上市首日开盘价和最高价计算，中石油A股的价格下跌幅度高达67%，远高于同期上证综指46%的跌幅。中石油在A股市场的表现也明显拖累其H股的走势。在次贷危机的推波助澜下，中石油H股在2007年11月1日创出20.25港元的最高价后一路下跌。

从中石油A股回归看新股发行的制度缺陷

(一) 新股定价的询价制度流于形式

1. 我国目前的询价制度。2004年12月7日，中国证监会发布了《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》，规定从2005年1月1日起，首次公开发行股票试行询价制度。2006年9月17日，证监会又发布《证券发行与承销管理办法》，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，即发行人在发行申请得到证监会的批准后必须公告招股意向书并进行推介和

询价，要经过初步询价和累计投标询价两个阶段才能确定发行价格。在此种发行定价方式下，新股的发行价格和发行数量事先并不确定，而是通过某种机制让潜在的投资者在新股发行定价完成前表露出对于股票的需求，然后再依据此需求信息来确定新股的发行价格与数量。此种以询价确定新股价格的方式，一定程度上减少了发行定价的主观性和随意性，相对于我国过去行政干预的定价方式，更能体现市场本身的要求。

2. 我国询价制度的缺陷及带来的后果。目前我国的IPO询价制度借鉴了英、美等国普遍流行的累计订单询价制度，但与发达国家相比仍存在不完全性。这种不完全性主要体现在我国新股的发售中承销商没有完全的股票分配权，在累计订单配售过程中，出价高于发行价格的所有投资者都会得到完全相同的配售机会，即同比例配售。尽管《证券发行与承销管理办法》中赋予了承销商一定的股票配售权利，但这种权利并不像美国股票市场那样发生在出现超额认购之后，因此在询价阶段询价对象可能会产生一些不正常行为，如有的询价机构在初步询价阶段出价很低，却在累计投标询价时以高价参与申购，这有故意压价的嫌疑；有的则在初步询价阶段出价很高，但在累计投标时却不参与申购，这有可能是询价机构为配合发行人高价发行的要求，故意将价

格区间拉高。就中石油而言,在其网下申购询价过程中,尽管有175家询价对象参与了初步询价,占全部可参与询价对象的80%,但很多询价机构的报价完全脱离了中石油的内在价值。中石油经过预路演确定的A股发行价格区间为15~16.7元,但几乎所有的机构配售报价都大大超过发行价上限。

这种无法真正体现新股市场价值的询价制度带来了两个直接后果。一是新股上市首日的高溢价。中石油上市首日最高191%的涨幅以及收盘163%的涨幅正说明了询价制度形同虚设。二是新股发行的高市盈率。国际知名石油公司的新股发行市盈率一般不超过12倍,如壳牌的市盈率不到10倍,而中石油的发行市盈率却为22.4倍。其他一些新股的发行市盈率更是令人惊奇,如中信银行的发行市盈率为59倍,中国远洋的更是高达98倍。

(二) 新股配售向机构投资者倾斜

目前我国的新股配售分为战略配售、网下申购与网上申购三部分。IPO规模在4亿股以上的公司可以向战略投资者配售,个人投资者只能参与网上申购。相对而言,机构投资者占据了网下申购的优势,可以通过网下配售得到20%~50%的新股。同时根据《证券发行与承销管理办法》的规定,包括公募基金、券商、QFII在内的机构投资者都可以享受“多账户”的配售待遇,而且每个资金账户由原来只能申购发行量的0.1%改为9 999.9万股。这种向机构投资者倾斜的配售制度导致了如下结果:

1. 中小投资者中签难度大。就中石油而言,其发行股份总计为40亿股,参与网上申购的股份总额占公开发行业股份的75%,其余25%的股份在网下配售。回拨机制实施后,网下最终配售比例为2.089%,仍然高于网上发行最终中签率(1.943%)。2007年尽管新股发行规模创历史新高,但网上中签率平均只有0.3%,广大中小投资者只能从

二级市场购买股票。

2. 市场波动加大。由于机构投资者能够凭借资金实力直接从一级市场上获得大量筹码,待股票在二级市场上后,机构投资者便可以通过合谋拉升股价以高位套现或者以拉升炒作等方式获得超额利润,从而加大了市场的波动。中石油A股上市交易数据表明,扣除尚处于锁定期的股票,中石油A股上市当日的换手率超过50%,成交量达15亿股。当天购买中石油的多为散户资金,买入金额排前五名的只有一个机构席位,其买入4.8亿元。而当天卖出金额排名前五名中机构席位占两个,最大单一机构席位抛售了36.26亿元,抛售数量超过8 000万股。

3. 资金无序流动。“打新”资金越多,意味着中签率和获得无风险收益的几率也越高,因此新股发行尤其是大盘股发行受到资金追捧是一个必然的现象。随着新股申购冻结资金规模不断增大,大量资金集中到一级市场,形成了巨额资金在银行与股票一级市场之间的无序流动,这不仅导致新股价格泡沫的急速膨胀,而且对货币市场的流动性造成严重影响,并逐渐影响到货币市场的供求体系和利率走势。如中石油申购冻结资金3.37万亿元,接近当时全国银行储蓄余额34万亿元的10%。如果资金规模继续增大,而相关措施没有跟上,将不可避免地影响到我国货币市场的短期流动状况。

完善新股发行制度的相关建议

(一) 新股定价环节: 逐步完善询价制度

一是赋予承销商一定的分配股票的权利,用以鼓励那些提供真实股价信息的机构,从而逐步建立起一种良好的合作关系。二是建立询价制度的辅助机制,如回拨机制和超额配售选择权等。回拨机制是股票发行时在询价对象配售数量与固定价格公开发行业数量分配

上的一种弹性机制,即当公众超额认购比例过高时,承销商可以从对机构投资者配售的股票中划拨一定比例给中小投资者,以缓解中小投资者的超额认购。该机制可以很好地解决股票在机构投资者询价对象和公开申购的中小投资者之间的最优分配比例问题,能够平衡两者之间的利益。而超额配售选择权是指发行人允许承销商在既定的发行规模之外再超额发行或配售一定比例的股票,一般是在新股上市交易之后承销商根据价格情形补充发行或从市场上购回相应比例的股票进行分配。承销商通过行使超额配售选择权,可以缓解上市股票价格的剧烈波动,提高股票的发行效率。我国新股发行中采用回拨机制的大多是同时在A股和H股市场上市的公司,如中国联通和中石油等,仅在A股市场上市的公司采用回拨机制的很少。而超额配售选择权在我国A股市场尚未采用。因此,笔者建议应尽快建立回拨机制和超额配售选择权等辅助机制,以平衡机构投资者和中小投资者之间的利益,提高新股发行的市场效率。

(二) 新股配售环节: 保护中小投资者的利益

一是提高对机构投资者的配售比例,同时降低机构投资者的网上申购额度。我国目前的新股发售制度中,给予机构投资者的配售比例上限为20%(发行量为4亿股以上的为50%),这种较低的配售比例不仅不利于新股价格的确定,而且降低了中小投资者的中签率。二是改革依据资金量大小进行配售的方式。对此,理论界和实务界给出了部分恢复市值配售、效法香港的“人手若干股”、变资金申购为账户申购等多种方案,这几种方式虽各有利弊,但不论采用何种方式,都应以优先照顾中小投资者的利益为主要出发点。

(作者单位: 中华女子学院金融系 中国人民大学商学院)

责任编辑 陈利花