

股票市场 IPO 制度市场化演进 可能面临的风险与对策

宋玉臣 李楠博

(吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春 130012)

摘要: IPO 市场化主要包括对上市规模和新股定价两个方面进行市场化。从中国股票市场 IPO 制度的演变历程看, 发行制度经历了审批制和核准制两个阶段, 定价制度则经历了固定发行价定价法、固定市盈率定价法、市盈率区间定价法和询价制度四个阶段。到目前为止, 这些制度均没有完全摆脱监管部门对新股定价的干预和影响, 实现市场化还有一定距离。在市场化改革过程中, 政府监管部门对 IPO 上市规模和定价的影响会越来越弱, 取而代之的是采用注册制和 IPO 市场定价, 即完全市场化模式。但是, 在由非市场化模式向市场化模式过渡的过程中必然会带来一些风险, 诸如 IPO “三高”、新股快速扩容以及股市下跌等问题的出现有可能使投资者蒙受损失, 甚至有使股市崩盘的危险。文章试对此进行分析与研究, 并提出相应对策。

关键词: IPO 制度; 市场化演进; 均衡定价模式; 询价制度

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-0246 (2013) 08-0059-09

引 言

IPO (Initial Public Offering) 制度建设的市场化方向毋庸置疑, IPO 市场化是中国股票市场制度建设的最终目标。自股票市场建立以来, IPO 制度建设就从来没有停止过。股票市场发行制度经历了审批制和核准制两个阶段, 新股定价经历了固定发行价定价法、固定市盈率定价法、市盈率区间定价法和询价制度四个阶段, 采用的主要是由政府监管部门或少数市场主体参与进行的非市场均衡定价方式, 并没有按照市场机制的规则进行新股发行。本文结合中国 IPO 模式的市场化演进过程, 分析研究了市场化改革可能面临的风险, 并提出相应对策, 以期实现股票市场各个行为主体公平与公正的最大化, 避免把市场化改革变成监管部门主导下牺牲弱势群体利益的分配过程, 从更深层次上保证股票市场稳定健康发展。

IPO 发行定价制度与定价方式的关系非常密切, 贾立的研究表明, 在全世界 100 多个证券市场中, 中国股市是唯一一个自上而下建立起来的, 而且是唯一一个单一层次的股票市场, 还是唯一一个由政府行政部门控制股票发行上市的市场。^① 一级市场的发行制度及其定价方式与水平直接影响了二级市场甚至对二级市场起决定作用。监管部门主导的股票一级市场, 直接影响到二级市场的开盘价格

基金项目: 国家自然科学基金面上项目 (71273112); 教育部人文社会科学规划项目 (11YJA790131); 吉林省社会科学基金项目 (2011B030); 吉林省科技厅软科学项目 (20110642)。

作者简介: 宋玉臣, 吉林大学数量经济研究中心教授, 博士生导师, 研究方向: 金融市场; 李楠博, 吉林大学数量经济研究中心博士生, 专业方向: 数量经济。

^① 贾立:《股票发行核准制的制度缺陷分析》,《生产力研究》2006年第3期。

乃至之后的股价走势并影响投资者的收益水平以及股票市场的吸引力,最终会影响到股票市场的健康发展和股市的成败。新股定价市场化是IPO市场化制度建设的核心,从中国股票市场IPO定价模式的演变历程看,监管部门主导的定价模式始终主导着IPO市场,还远没有实现市场化均衡定价。市场化的均衡定价模式是指在市场机制的作用下,股票市场上众多上市公司(资金需求者)和众多投资者(资金供给者)及中介机构(投资银行等)通过竞价形成的股票发行价(一级市场)和交易价(二级市场)的市场。市场在价格发现功能的驱动下,股票价格无论是高于内在价值还是低于内在价值都会在市场机制的作用下自动矫正价格偏差并最后形成均衡价格。而中国股票市场的一级市场属于典型的非市场均衡定价模式,无论是审批制条件下的政府监管部门定价还是核准制条件下的询价行为,一级市场很可能在政府监管部门、上市公司、承销商和保荐机构的共同作用下进行定价,又往往形成一级市场定价过高的现象,这一现象给二级市场投资者留下的风险就会非常大。二级市场是一个由众多投资者竞价交易的市场,市场化程度远远高于一级市场,一旦一级市场定价过高,二级市场通过价格发现功能实现价值回归就容易致使股价下跌,正是由于这一原因,中国股票市场呈现跌多涨少的基本特征也就不足为怪了,这就是中国股市牛短熊长、投资者累累亏损的根本原因。对于需要筹集资金的企业,股份制这一通过发行股票筹集资金的方式非常直接和实用,然而在二级市场下跌到一定程度时,就会使新股IPO受到直接影响,政府监管部门可以用政策把股票市场托起,让牛市的赚钱效应吸引投资者积极入市,使新股发行能达到正常为止,但是这样势必造成大部分长线投资者失败,使股票市场吸引投资能力日益下降,并带来“投机市”、“政策市”等等问题。不过,在这一过程中却完成了大量新股上市的过程,实现了众多公司梦寐以求的上市筹资愿望。于是,人为催生了无数股市泡沫使股票价格脱离其内在价值,泡沫的矫正就是股市下跌,这一过程就是让投资者承受下跌风险的过程。向内在价值回归是市场经济的内在要求,如果股票价格低于内在价值就会利用上涨向内在价值回归;如果股票价格高于内在价值就会利用下跌向内在价值回归。从后者的角度研究,在股票价格尚未回归到合理价格时,股市上的投资者已经亏损累累,拟上市公司的新股也发不出去,政府监管部门又面临着巨大的压力,于是,又利用政策利好措施催生另一个牛市,使得股票市场价格发现功能难以充分发挥其应有的作用。从2001年到2012年中国股票市场仅仅有短短的3年上升期,下跌期却有9年之久,对于长线理性投资者的吸引力变得极其有限,这样的股票市场就失去了稳定健康发展的根本基础。事实上,在中国股票市场各个行为主体博弈的过程中,我们最终会发现,广大投资者尤其是中小投资者处于最不利的地位,政府监管部门也有很多不得已的为难之处,上市公司则成为最大受益者,股票市场只有一个功能发挥得充分,那就是筹资功能。

上市的直接目的是发行新股筹集资金,对于拟上市公司的利益来说,IPO定价越高筹资越多。从理论上讲,上市交易要解决的是股票流动性问题,一个自诞生之日起就约定不能退股的股票需要通过交易来解决流动性问题,由于股东多和交易多,上市交易更方便,否则如果股东很少和交易很少就可以私下交易或通过柜台交易进行市场转让。而中国股票市场上市IPO的直接目的是筹资或称之为圈钱,上市会改变公司及其原有股东的命运。多年来上市资格作为垄断资源在监管部门的控制下使得一、二级市场的差价巨大,产生暴富效应,以几乎只有上市没有退市为特征的股票市场就此形成。新股、壳资源屡屡被炒并愈演愈烈,根源是制度性的问题,而并非投资者的问题。

一、IPO制度的市场化演变过程

IPO制度改革的总体方向是逐步走向市场化,主要包括新股发行额度的市场化、新股发行定价的市场化、再融资的市场化、上市退市行为的市场化等。从1990年12月上海证券交易所成立至今,股票的发行方式经历了额度管理、指标管理、通道制、保荐制和询价制。IPO定价模式主要经历了三个阶段:固定价格(1990年至1995年)、固定市盈率定价(1996年至2003年)和询价制(2004年至

今)。从制度变化本身看,新股询价是发行体制市场化改革的重要举措,是向市场化迈进的一次飞跃,它弱化了发行价格的行政干预,极大地推进了股票市场的市场化程度。下面我们以新股 IPO 定价为主线进行分析。

1. 审批制度下的新股固定发行价格与面值发行

IPO 制度的演进过程可以追溯到 1984 年,飞乐音响是国内发行的第一只股票,当时股票均按面值发行;1985 年,延中实业和爱使电子分别发行股票 500 万元和 40 万元;1987 年,真空电子和飞乐股份分别发行股票 1000 万元和 210 万元;豫园商场于 1988 年发行 129.1 万元,中华实业发行 46 万元。1992 年 2 月,真空电子发行了首支 B 股。最初的股票市场并不被看好,深圳 1987 年发行的深发展及后来的万科、金田、原野等股票都毫无例外地遭遇了意料之中的投资认购冷漠,然而不久之后这些股票便创造了上涨几十倍甚至上百倍的财富神话,这些暴富神话的意义不在于这些股票本身,甚至讨论这些股票值不值这些钱都无关紧要,在一个对股票知之甚少的国度里,这些股票上涨并产生巨大的财富效应,其意义已远远超出了这几支股票本身,已无法用股票投资价值本身来衡量,而应从中国资本市场甚至中国经济发展的历史角度来进行评价。这些事件共同决定了 1990 年和 1991 年沪深两个证券交易所的成功开业。后来,随着暴富神话的蔓延,整个股票市场也表现出了快速增长的态势和喜人的局面。于是,股票溢价发行和供不应求问题便从此产生,IPO 发行额度与 IPO 定价成为主宰中国股票市场的两大重要因素。

这一阶段是股票市场诞生阶段,只有几十家上市公司的中国股票市场就此起步。到 2000 年,上市公司已达到近 1000 家,用 10 年左右的时间就走完了欧美发达国家几百年走过的路程,发展速度之快、成绩之斐然令世界震惊。中国股市从无到有的过程中,政府行为发挥着无可替代的作用。这一过程可以概括为在政府监管部门推动下的股票市场建立过程。可以认为,没有政府的行政手段驱使,就不会有中国股票市场的成功登场并逐渐走向成熟的过程。

2. 审批制度下新股固定市盈率定价法与溢价发行

从 1990 年至 2000 年,IPO 采取的是行政审批制。上市额度分配基本上按行政隶属关系分配上市公司数。1992 年前的内部认购,内部职工股直接上市模式的暴富效应对中国股票市场发展的推动作用依然巨大。后来由于认购者越来越踊跃,采用发行抽签认购表形式。1993 年采用全额预缴、比例配售、余款即退和余款转存等形式。定价方式都是按照市盈率确定发行价格,基本上分布在 15—20 倍之间,按照 IPO 公司的股本规模大小对发行市盈率进行调整,IPO 规模大的发行价格低些,IPO 规模小的发行价格高些。2001 年,IPO 由审批制改革为核准制,它比审批制的市场化程度要高,是向市场化迈进的重要步骤。《证券法》明确规定,“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准,未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券”,这一规定改变了原来由政府分配上市名额的审批制,确立了证券发行核准制的 IPO 制度。周孝华等使用 1995—1999 年和 2001—2005 年沪深市场的 IPO 数据,对两种发行制度下的 IPO 定价效率进行了比较研究,得出了核准制下 IPO 定价效率提高,IPO 定价趋于合理的结论,^①说明核准制在向市场化迈进方面取得的进展毋庸置疑。发行方式采用上网定价发行和上网竞价发行,新股定价还是使用固定市盈率定价。在这一阶段,新股不败的神话被屡屡上演,二级市场上市开盘价格比一级市场的发行价格高出几十个百分比甚至翻倍的现象屡见不鲜。于是,政府监管部门在推进市场化建设的思路下开始对炒新问题增加关注,并于 2004 年对定价方式采用询价制度,这也使得定价方式进一步向市场化迈进。1999 年 7 月 1 日前,IPO 定价由发行人与承销商协商确定,报中国证监会批准,中国证监会以市盈率上限方式控制发行价,新股全部向公众投资者发行。1999 年至 2001 年上半

^① 周孝华、赵伟科、刘星:《我国股票发行审批制与核准制下 IPO 定价效率的比较研究》,《管理世界》2006 年第 11 期。

年,发行市盈率管制逐步放松,开始尝试询价机制。发售方式上则引入了法人配售,开始试点市值配售。2001年下半年至2004年,监管部门重新对发行市盈率进行严格管制,市值配售全面推行。这一阶段的发行额度和定价权完全控制在政府监管部门手中,由政府主导的自上而下建立的股票市场不能永远用行政手段进行管理和运作,市场化改革的思路便逐渐提到议事日程。

3. 核准制度下的询价制度

将股票发行审批制改为核准制,改变了由政府部门确定计划额度、选择和推荐上市企业、审批股票发行的方式,确立了由主承销商根据市场需要推荐公司上市,证监会进行合规性初审,发行审核委员会独立审核表决的原则。2001年3月17日,我国股票发行核准制正式启动。

所谓询价制度就是在股票定价时,投资银行和上市公司根据基本面情况和市场需求,确定一个发行价格的区间。根据市场上投资者的反馈,按照大多数投资者能接受的价格水平确定发行价格。询价制度确定后股票市场IPO发行方式和定价方式都向市场化方向迈进了一大步,它是中国股票市场的市场化进程中决定性的一步。2010年8月20日,中国证监会发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》,主要从报价申购和配售约束机制、扩大询价对象范围、增强定价信息透明度等方面进行了完善。2004年新股发行遵循询价制度,监管部门不再对新股价格进行核准。2006年新老划断后又取消了市值配售,推行网下询价配售与网上资金申购相结合的发行方式。自2009年,以“新股发行定价市场化”加“新股发行节奏市场化”为主要内容的新股发行体制的市场化改革,其本质是一级市场祛除行政化的过程,还原市场本色。这一轮改革已经取得了一定的成效,并达到了预期效果。可是,新的问题马上又出现了,最主要的是新股三高现象,即“高发行价”、“高发行市盈率”、“超高的募集资金”的现象。证券监管部门只得采取各种措施来抑制市场过度炒作的现象。监管部门把三高归罪于股票供给数量少,尽可能地增加新股供给。首批创业板市场同时上市28家公司就是出于这种考虑,这又直接推动了扩容节奏的加快,又同时伴随着股票市场的绵绵不断的下跌。为了控制炒新行为还实行新股首日上市涨跌幅限制阶梯停牌制等措施,三高问题得到了一定程度的抑制。但很多市场人士把股票市场下跌归结为市场扩容的直接结果,又使监管部门处于进退两难的境地。

中国证监会不断出台治理资本市场的措施。退市制度、新股发行制度改革的目的都是为了遏制投资者炒绩差股、炒新股,引导广大投资者选择优质的上市公司,提倡长期投资和价值投资理念,证监会领导直接针对中国股市多年来存在的优质不优价问题数次表态,认为蓝筹股已具备投资价值。解决股票市场的根本出路是祛计划经济的阴影,向市场化过渡,在这一过程中不可避免地带来很多意料之中和意料之外的问题,比如IPO实行询价制,不但没有通过这一向市场化迈进的制度性变革行为治愈新股发行三高问题,反而使其越演愈烈,特别处理的ST公司本意是对其业绩不佳的惩罚和对广大投资者的警示,反而令ST股票却愈炒愈烈,成为这些年来最具有投机“机会”的投机品种,且屡禁不止。

二、IPO 市场化改革可能面临的风险

IPO市场化改革的总体方向是减少监管部门的干预,强化市场内在机制的自发调节作用。从1990年12月上海证券交易所成立至今,我国的股票发行制度不断进行改革,整体来看经历了审批制和核准制两个阶段,这将意味着在向市场化过渡的过程中,必然要遇到其他国家股票市场遇不到的问题,面临其他国家股票场所没有的风险。^①市场化改革是一个方向,但绝不是完全实现市场化就万事大吉,市场机制本身并非完美无缺,市场失灵等问题也是长期存在的。由于中国股票市场的市场化改革是自上而下进行的,逐渐放开发行额度和发行定价权后,在一定时间段内可能面临如下风险:

^① 贾立:《股票发行核准制的制度缺陷分析》,《生产力研究》2006年第3期。

1. 股票市场扩容速度加快, 导致股票供给量快速增加, 市场化改革很可能伴随着股市低迷

众所周知, 市场化改革措施的推出, 必将减少政府监管部门的审批环节, 从而使上市门槛大幅降低, 造成的直接后果就是大量企业的快速上市。长期以来, 上市以圈钱为直接目的已成为股票市场一种惯性思维模式。在监管部门审核过程中形成的大量拟上市公司市场化改革的放权过程, 很可能就是大量释放 IPO 的过程。2012 年排队待审的拟上市公司越来越多就是最好的证明。突然大规模上市势必造成股票供给严重过剩并导致资金短缺, 股市大幅下跌, 严重时会导致股市崩盘。规模巨大的拟上市公司的存在, 就意味着政府监管部门如果控制不好, 又会回到“政策市”的老路上去。例如, 2012 年股市低迷严重, 上证指数节节向下, 很多业界人士建议暂停发新股以提振市场信心, 但事实上, 停发新股则是典型的行政管制, 不符合市场化改革的方向, 是历史性的倒退。证监会的治市新政实施以来, 中国股票市场机制有了很大程度完善, 市场化改革已有明显的进步, 在此情况下, 又似乎也不宜放任由市场来决定新股发行节奏。但是, 监管部门虽然没有明确宣布, 但从 2012 年 10 月 10 日证监会发审委审核 2 家企业 IPO 申请之后新股发行断档可以看出 IPO 事实上已经暂停, 这一次暂停 IPO 又使股市快速上涨, 证券监管部门不愿意放弃市场化改革的成果又不愿意看到股市的连续下跌, 这种举措既是无奈又包含着摆脱“政策市”的良苦用心。

市场化改革与股市低迷的矛盾就像小孩被大人扶着走路一样, 当大人松开手时必然会有有一定的风险。中国股票市场的诞生由政府主导, 这是历史的必然选择, 在政府主导下就势必形成壳资源短缺甚至具有极高价值的现象, 而市场化改革的方向上逐渐由政府主导演变成由市场主导, 壳资源价值慢慢趋向于零才是市场化改革成功的标志。市场化改革后必然经历严重的阵痛, 即通过市场行为对投资者和上市公司的非市场化行为进行矫正甚至惩罚, 市场才能归于理性, 才能逐渐具备市场化特征并逐渐走向成熟。市场化改革后, 从投资者的角度讲, 垃圾股票可能变成仙股 (价格 1 元以下的股票), 绩优股票能被真正发现。在监管部门主导的时代, 壳资源比业绩更具有价值, 所以才出现鸡犬升天并充满无数重组想象的炒作行为, 且政府监管部门屡禁不止; 从上市公司的角度讲, 原始股东的股票上市可能会高于原始认购价亦可能低于原始认购价, 很难出现十几倍、几十倍甚至上百倍的造富过程, 快速造富现象发生的原因还是上市资格本身 (即壳资源) 具有很高价值所带来的结果。

2. 上市“三高”与市场化改革的矛盾

所谓三高是指“高发行价、高市盈率、高募资额”。市场化定价的前提是要有一个规范、成熟的资本市场, 新股询价制度是成熟市场广泛采用的有效的定价方式。但是, 由于我国股票市场环境不成熟导致实施效果并不理想, 高价发行、以圈钱为目的损害投资人利益的现象屡有发生。岑健认为新股发行“三高”现象给市场带来的后果非常严重, 给市场的资金面造成极大的压力, 从根本上违背了优化市场资源配置的改革目标, 造成市场资源的极大浪费, 也成为许多公司大股东高价套现和承销商不择手段谋取不正当利益的渠道。^①

实现新股发行市场化的路途一定不会一帆风顺, 采用询价制度以来, 证券监管部门不再进行定价, 却导致“三高”现象的发生。中国股票市场炒新现象盛行必然直接导致高发行价, 也就一定同时伴随着新股高市盈率。新股发行价格长期被主承销商和机构操控, 在利益驱动下保荐机构一定会做高发行价并抬高上市价, 再加上超额募集还可以获得更多提成和承销费, 他们会千方百计地推动新股发行的“三高”。询价机构为了争夺筹码, 也会拼命地抬价, 对巨额超募资金现象起推波助澜的作用。政府监管部门为抑制“三高”现象增加了上市规模, 结果导致股市节节下跌。2006 年, 共发行新股 70 家, 其中发行市盈率在 10—20 倍的占 33%, 20—30 倍的占 61%, 30 倍以上的占 6%。2007 年, 共发行新股 118 家, 其中发行市盈率在 10—20 倍的占 2%, 20—30 倍的占 88%, 30 倍以上的占

^① 岑健:《新股发行制度改革的反思和政策建议》,《新金融》2011 年第 1 期。

10%。自2009年6月IPO重启以来,A股市场发行市盈率水平也被不断抬高,2009年99只上市新股的算术平均市盈率是51.5倍,远远高于2008年26.7倍的发行市盈率,增长了93%。2010—2011年,新股发行平均市盈率为:创业板59.49倍,中小板48.53倍,沪市主板37.55倍。2012年由于股票市场的持续低迷,发行市盈率有一定程度下降,新股“三高”问题也随之有所收敛。A股IPO平均发行市盈率持续回落,从2011年平均47.6倍降至2012年平均30.2倍。导致这一现象的主要原因不是调控效果,而是股票市场低迷所致,新股上市首日破发现象屡屡出现。2011年新上市的154家企业中,有41家出现首日破发,占比达26.6%。这应是正常现象,在一个比较完善的证券市场也应该是一种常态现象。

价格的形成是资源配置的核心机制,定价机制的改革将决定IPO发行机制改革的成败。现存定价机制最大的问题在于主动权在逐渐放开的市场化改革道路上掌握在大股东手中,势必过分倾斜大股东利益,中小股东利益难以体现,这种不公平的利益分配机制伤害的是中国股票市场。为了抑制“三高”问题,证监会决定放开网下配售股份的锁定期,这样对于机构不看好的那些新股要建立网下向网上回拨机制。这无疑是鼓励那些特权配售机构赚取更快、更稳定的收益,这是新股发行制度改革的倒退,过度照顾机构投资者利益会加剧这些机构对新股发行价格的操纵。

3. 投资者承担市场化改革的利益损失,使投资者对中国股市失去信心导致市场化改革半途而废

市场化改革的过程必然带来阵痛,任何一项改革都是利益重新分配与调整并走向公平的过程。中国股票市场的市场化改革也必然如此,这种阵痛如果能够顺利度过并走出阴影是最好的选择,也是最好的结果。如果在这种强烈的阵痛中投资者对股票市场丧失信心或是导致股市崩盘,用政府行为来收拾残局就成为不得已的对策,到那时中国股票市场又会回到原来的政府主导为特征的改革的起点上,即回归“政策市”,所有为改革付出的努力和尝试势必前功尽弃。在2009年新股发行制度改革以来,监管部门努力实现发行额度和定价的市场化,而股票市场的节节下跌使得无法运用停止新股发行这一过去常用的利好对策来稳定股市,想抑制股市下跌,又不愿回到老路上去,政府监管部门左右为难。不想搞“政策市”,股市下跌绵绵不休,出政策救市又变成了“政策市”。2013年1月8日开始的财务核查吓退了一些正排队等候的IPO企业,迫于财务核查风暴的压力,一些正在排队等候的拟IPO企业宣布退出,监管部门的初衷是控制新股发行节奏,这种办法是对过去审核上市的一种否定。

新股发行数量一直是影响股票涨跌的重要因素,IPO市场化改革似乎总是在左右着中国股票市场的走势,而作为决定股价走势根本因素的上市公司业绩却总显得那样苍白。市场化改革让投资者承受着股票下跌的风险,监管部门又在一次次的无奈中演绎着“政策市”的轮回。“暂停新股发行”成为调控中国股市的直接手段。事实上,决定股票市场走势的是股票的投资价值,而非新股发行节奏。自中国股票市场诞生以来,曾经有7次IPO暂停,第一次是1994年11月1日至1995年1月24日,第二次是1995年4月11日至1995年6月29日,第三次是1995年7月1日至1995年10月10日,第四次是2001年9月10日至2001年11月29日,第五次是2004年9月9日至2005年2月3日,第六次是2005年6月7日至2006年6月19日,第七次是2008年9月25日至2009年6月18日。我们注意到,除了第四次暂停IPO效果并不十分显著外,其余各次均不同程度止住了跌势,甚至直接催生了大牛市。^①

4. 股票市场价格发现功能无从体现,一级市场和二级市场估值倒挂,股票市场筹资功能被无限放大,并成为圈钱工具

2012年10月24日《人民日报》海外版刊文《股票缘何遍地“优质不优价”》。文章表示中国证监会时任主席郭树清认为我国资本市场存在的主要问题是当前股价结构不平衡,2011年新股平均发

^① 宋玉臣、马秋艳:《中国股票市场制度建设之悖论》,《管理现代化》2013年第2期。

行市盈率为 48 倍,而沪深市场的全年平均市盈率只有 17.76 倍,优质不优价问题突出,股票价格不能客观地反映股票的内在价值。2012 年二级市场股票平均市盈率只有 12 倍,而新股发行市盈率却超过 30 倍。这一个方面说明市场投资者的理性程度极其有限;另一个方面也是多年来市场炒新行为所致,市场投资理念出现了严重问题,已成为中国股票市场健康发展与制度建设成功的主要阻碍因素。一级市场和二级市场估值倒挂的奇特现象在股票市场低迷的 2011 和 2012 年表现得极其显著。2011 年发行市盈率最高的新研股份达到了 150 倍以上,全年发行市盈率在 100 倍以上的股票达到 5 只。而同期股票二级市场蓝筹股的市盈率却日益下降,到 2012 年末已至近 10 倍的历史低位。朱红军、钱友文选取 1992 至 2008 年间的 A 股 IPO 样本,控制了市场气氛等其他因素后进行检验,实际结果不符合“定价效率观”,而基本符合“租金分配观”。^①政府这种对股票供给的管制容易引起人为的供不应求,从而导致市场对于“获准发行”公司的股票所能接受的价格,会比在充分竞争市场条件下要更高,这部分高出来的价格,即为管制经济学意义上的“租金”。非理性投机炒作的行为远远大于理性投资行为,市场筹资功能被炒新行为人为地放大了,股市变成圈钱的场所,直接破坏了资源配置功能和价格发现功能。涂人猛认为中国股市长期以来的功能定位和制度设计偏向于融资者,这在解决国有企业资金问题和促进中国经济快速发展上发挥了重要作用。但是,上市公司重融资轻回报圈钱效应突出,市场资源配置效率低下,股票市场成为少数人的造富场所,使普通投资者的利益严重受损。^②

三、对策分析

中国股市的基础性制度准备不足,从而使其在发展中面临不少障碍,基础性制度的建立与完善是中国证券市场持续健康发展的关键。^③从股票发行制度建设的角度上讲,无论是注册制还是核准制都无法做到完美无缺。就新股 IPO 发行制度而言,作为整个资本市场运行的重要组成部分,必须在资本市场的不断发展中进行改革与完善。纵观中国股票市场新股发行体制 20 多年的演进过程,从 2001 年结束的审批制到正在使用的核准制,改革措施的出发点都是建立以公开、公平、公正为原则的证券发行制度模式。钱康宁、蒋建蓉认为股票发行制度的形成和变化既是一个国家或地区证券市场发展内在要求的体现,更是其政治、经济、法律制度的延伸。以英国、德国为代表的核准制和以美国、日本为代表的注册制是目前成熟股票市场采用的两种发行制度。我国 IPO 发行制度的后续改革应采取渐进方式,遵循稳定与发展、效率与公平相兼顾的原则。不断使发行规模与定价机制市场化、合理化,防范风险与新股发行制度创新并举,分阶段逐步转向注册制,促进一级市场和二级市场协调健康发展。^④付彦和邓子欣认为市场化程度较高的注册制虽能成为我国股票市场新股发行体制改革的目标,但我国股票市场新股发行体制改革的成功与否及进度控制,则取决于与之配套的法律制度和环境是否完善。^⑤各有优劣的两种发行审核制度在证券市场的实际运作中并非非此即彼,也无绝对的进步与落后之分。注册制奉行市场自治,认可证券发行权归属于公司自治的范畴,而非国家授予,强调市场效率和自由,应充分尊重市场这只无形之手在资源配置中的调节作用。核准制推崇政府介入,强调市场公平和秩序,充分体现了行政权力对证券发行的参与。在中国股票市场 IPO 市场化改革的道路上不会一帆风顺,一定会遇到这样或那样的问题和困难,针对前文风险问题的分析我们提出如下对策:

① 朱红军、钱友文:《中国 IPO 高抑价之谜:“定价效率观”还是“租金分配观”?》,《管理世界》2010 年第 6 期。

② 涂人猛:《中国股市的制度设计偏差与变革》,《武汉金融》2012 年第 6 期。

③ 易宪容:《中国股市基础性制度分析》,《中共中央党校学报》2007 年第 8 期。

④ 钱康宁、蒋建蓉:《股票发行制度的国际比较及对我国的借鉴》,《上海金融》2012 年第 2 期。

⑤ 付彦、邓子欣:《浅论深化我国新股发行体制改革的法制路径》,《证券市场导报》2012 年第 5 期。

1. 可以试行股票发行与上市分离模式

遵循先发行市场化,然后再上市市场化的步骤,两个市场化加起来就形成完全市场化模式。拟上市公司发行新股之后,能否上市具有不确定性,就会使投资者理性选择新股,既可以使有增长潜力的公司得到直接融资的支持,又不会增加二级市场的压力,同时防止圈钱现象的发生。发行和上市同时进行是股票上市并成为圈钱工具的直接动力。因为,上市至少在一定程度上是垄断资源,种种因素的合力导致以上市为载体的圈钱行为得以顺畅进行。从一般意义上讲,上市是为解决股票这一个不能退还本金的有价证券的流动性问题。中国股票市场的一个显著特征是上市的直接目的还是为了筹资,公司容易以圈钱为上市动机。发行和上市分开后,企业股份只要符合条件就可以发行股票,实现发行完全市场化,由市场投资者选择。发行后并不一定上市交易,就会使投资者有选择地进行一级市场投资。曾洋认为在我国证券法律制度中一直没有明确规定股票公开发行后是否应当或必然上市,然而我国证券市场规则及其实践做法却逐步使得“所有的公司股票公开发行后必然上市”成为一种“常识性认识”。^①发行和上市的统一,实际上使我国形成了上市以发行为条件的程序惯例,导致资本市场上投资风险依赖政府部门,这是中国股票市场“政策市”之所以形成的根源所在。

新发行股票不一定要上市流通,股票发行只是筹集资金的手段,而上市流通是为了解决流动性。股票发行与股票上市原本是两个分开、独立运作的过程。上市和发行可以分开进行,在时间上独立,也可以合并进行,在时间上连续进行。发行和上市分离,可以消除发行市场虚假繁荣现象,还原一级市场本应存在的风险。

2. 扩大询价范围

询价制度的确立是向市场化迈进的重要步骤。众多专业机构投资者参与定价,肯定会减少新股定价的主观性和随意性,也使投资者、保荐机构等参与主体的行为更趋向于市场化,在一定意义上会兼顾发行人和投资者利益。但是,近几年询价制度执行的结果是监管部门对新股价格仍然具有很大的影响甚至起决定作用,没有充分发挥询价制在市场化改革中的基本功能。询价制尚不完善,投资者并未按真实的意愿出价,出现低报高买、高报少买或不买的现象,使询价在很多时候都流于形式,难以反映股票真实价值。^②在发行审核和上市保荐的众多文件中,定价是其中不可或缺的一个重要成分。保荐人的承销说明书必须包括承销股票的种类、数量、金额及发行价格,通过对询价对象资格和报价行为的监管,结合询价过程的窗口指导,监管部门对询价行为实施了事实控制。

目前,询价制度的不完善昭然若揭,上市后大多数新股都下跌说明新股定价过高,远远超越了它的内在价值。上市原始股东一夜暴富,创业板和中小板的暴富神话几乎比比皆是,作为普遍现象一定不符合逻辑,市场环境和思维惯性已成顽疾,新股能不能成功发行取决于投资者的接受情况,如何让投资者接受?理由只有一个,那就是赚钱效应,一级市场和二级市场的巨大差价就是赚钱效应,高高在上的发行价还得中签,既成全了一级市场的申购者也成全了承销商的业绩。泡沫与非市场定价行为成为中国股票市场的最大问题,二级市场亏多赚少成为常态,这必然严重降低中国股票市场的投资价值和对投资者的吸引力。成为巴菲特那样的投资者几乎不会在二级市场中产生,通过权力中介成为上市公司的大股东并成功上市几乎是股市暴富的唯一路径。这些已经不需要研究能力和对市场的理性判断,上市的权力或资格就是理性,资本游戏在一定意义上变成了合法的传销活动。

2009年中国的新股发行审批制度经历了一个重大变革,就是发行定价的市场化改革方案。从行政定价到由发行人和中介机构自己去询价,可以说2009年的改革在定价环节向市场化迈进了一大步。在政府行政定价过程中通过规定市盈率的方式进行定价,在向市场化过渡的过程中起到了非常重要的作用。扩大询价范围,让更多的主体参与进来,既可以让询价制度落到实处,又可以更有效地推进中

^① 曾洋:《论股票公开发行和上市的关系》,《南京社会科学》2012年第6期。

^② 张峥、欧阳珊:《发行定价制度与IPO折价》,《经济科学》2012年第1期。

国股票市场的市场化进程。

3. 放开定价与上市最好在股市低迷时出台, 并配合一些稳定市场的措施

放开定价与上市在股票市场高涨时出台, 会使股票市场经历长时间的巨大下跌压力, 加大股市下跌的风险并会增大宏观经济波动的风险, 不如在股市低迷时进行制度改革, 并配合一些稳定措施, 这样给股票市场和宏观经济带来的风险小。这一点可以从股权分置改革这个重大历史事件中汲取丰富的经验。股权分置改革问题作为推进资本市场改革开放和稳定发展的一项制度性变革, 股票市场下跌几乎必然。原因是国有股和法人股同社会公众股成本差别极大, 这无疑是对只有公众股交易的中国股票市场是一个巨大的压力, 而证券监管部门的每一次关于国有股和法人股举措都成为促使市场下跌的巨大力量。2004 年 1 月 31 日, 国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》, 明确提出积极稳妥解决股权分置问题。中国证监会于 2005 年 4 月 29 日发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》, 标志着股权分置改革正式启动。经过这一制度性变革, 一个难以逾越的鸿沟却成为中国股票市场走出最大牛市的契机, 中国股市在这个“利空”之后走出了有史以来最大的一波牛市行情。股权分置问题的解决为中国股票市场的市场化改革迈出了决定性的一步, 为下一步股票市场市场化思路的制度化建设打下了良好的基础, 在中国股票市场发展历史上可谓精彩绝伦的一次重大成功。股权分置问题的解决市场都承受了, 以后的问题只要处理得当, 都不应该是大问题。新股发行制度变革, 必然也会对市场产生冲击, 一些重要的会对市场产生较大冲击的对策最好在股市低迷时出台。一方面, 股市从其内在价值的角度看下跌空间有限, 冲击较小, 减少大跌的机会; 另一方面, 配合一些利好政策效果也比较明显, 低迷时的利好政策配合股市估值优势会形成有效的稳定市场的力量。股权分置方案出台的市场时机非常值得借鉴。

4. 成立预备板以缓解新股上市对市场的冲击

所谓预备板就是让拟上市公司向证监会提出 IPO 申请的同时, 先按照对已上市公司的管理制度来规范其行为。实行预备板制度, 可以延缓市场化过程中太过集中的 IPO 问题, 可以通过持续的信息披露对申请公司进行检验。定期进行信息披露, 包括年度报告、半年报、季度报告以及重大信息公开报告等, 公布的信息必须符合真实、准确、完整、及时的要求。企业对 IPO 有迫切的愿望, 主要在于强烈的圈钱示范效应, 在这种效应激励之下, 很多企业不管是否需要资金, 都会有拼凑投资项目并提出 IPO 申请的内在冲动。设立预备板以后, 通过连续的信息披露, 从而给市场和监管部门提供便利的条件, 可以使上市前的准备更科学、更有条理。预备板制度建立起来后, 由于有了整个市场的监督, 企业造假将很难得逞, 而其可能的造假行为被揭露以后, 由于它们尚未公开发行股票, 对市场的危害也小得多。

实行预备板制度, 不仅可以延缓过于集中的企业 IPO, 而且可以通过这种持续的信息披露对申请公司的优劣进行检验, 可以使一些企业根据自身情况自动选择是否申请 IPO。在预备板上, 让这些企业先按上市公司的要求接受真正的考验, 使他们真切地感受到市场给企业经营的压力。在 A 股市场建立预备板, 这是一个前无古人的设想, 似乎也超越了股票市场的既有制度安排。但是在向市场化推进的中国股票市场, 面对阵痛又必须维护公平, 这种创新具有极强的应用价值。

总之, 从行政控制新股发行到市场化改革是一个巨大的飞跃和进步, 新一轮的新股发行制度改革, 正是因为新股发行额度和定价机制放开触动了股市制度中的深层次问题, 必然还会引起很多问题。刚一放开时, 高市盈率、高溢价发行非常严重, 这一定是在发展过程中出现的问题, 最终将由市场给予选择。当高价发行的股票纷纷破发时, 高价发行价自然就会得到纠正。但这个过程给予股票市场的是震动, 让投资者承担着很大风险。不过市场投资者经过一定的阵痛后会逐渐趋于理性, 股票价格也会向内在价值回归。

责任编辑: 李 华