



您的位置：首页 - 刘煜辉

不应对IPO询价制期望过高(2005年2月4日)

文章作者：沈可挺

解决目前A股市场问题的核心是要改变股权分置的制度缺陷，真正建立起股票一级市场的套利机制，完善一、二级市场的双重套利机制，这才有可能重塑投资者与上市公司之间的平衡关系，从而使A股市场能够在持续套利交易过程中自发达成其内生性的市场均衡。

最近，中国证监会正式推出IPO询价制度，从规范新股发行的询价程序、定价机制及发行方式的角度看，这一制度对A股定价机制的市场化改革具有重要意义。但是如果不能彻底解决股权分置这一制度顽疾，A股市场的定价机制就始终会存在问题，始终找不到属于自己的估值标准。

成熟市场股市定价功能之所以比我国的A股市场更为有效，源于股市定价机制生效的一个重要条件，即一二级市场的双重套利机制。对于二级市场的套利机制和价值发现功能，目前讨论较多，各方认识也比较一致，即认为在既定的股市环境下，二级市场的充分套利可以有效消除市场的定价偏差。

其实，从股市定价效率角度看，一级市场套利功能的重要性绝不亚于二级市场，甚至比二级市场更为重要。如果一级市场没有充分套利的机制，二级市场的价值发现功能也将被大大削弱。例如，假设某只股票的股东发现该股二级市场定价过高，即可通过发行新股获利，同时股价也将相应回落。显然，这种套利行为所承担的风险有二，一是增发可能压低股价，造成股东原有财富缩水，从而使获利下降，甚至得不偿失；二是市场可能据此发现该股股价高估进而沽出股票，导致股价进一步下滑，股东财富进一步缩水。这也就是通常所谓的增发新股的信息反应机制。大股东减少持股的信息反应机制也与此类似。

综合起来看，二级市场的充分套利有助于提高股票的流动性，增强和发挥市场的价值发现和资金筹集功能；一级市场的充分套利则有助于减少二级市场的过度投机，补充和完善二级市场的价值发现功能。同时，一级市场的套利风险还可以有效抑制大股东的过度融资行为，从而使市场均衡得以维持。

当前A股市场的主要问题不在于二级市场套利功能的不完善，甚至也不在于流通股的一级市场定价机制问题上，而在于一级市场整个套利功能的缺失。而造成一级市场套利功能缺失的根本原因则在于股权分置的制度安排。

在股权分置的制度框架内，占据控制地位的非流通股价格不受二级市场股价波动影响。因此，如果某只股票的非流通股股东发现该股二级市场定价过高，即可通过发行新股获利。但是，对非流通股股东而言，成熟市场中股东在一级市场从事套利交易所可能承担的风险现在都不再是问题了：首先，增发有可能压低流通股的二级市场价格，但是非流通股价格早已锁定，故此不会受到影响；其次，只要新股增发价格高于非流通股的锁定价格，增发新股即可获利，非流通股股东财富不受股票二级市场表现的影响，二级市场股价波动与非流通股股东利益无关。

以某大型企业增发案为例，增发前总股本125.12亿股，流通股为18.77亿股，它对2004年的盈利预测为每股0.66元，中报业绩为0.38元；如果按照增发50亿新股，增发后170亿股股本摊薄的每股盈利计算，宝钢增发价格下降的空间很大，原有的流通股股东财富缩水，但这跟大股东没有什么关系。非流通股股东可以享有一级市场的套利收益，却无需承担一级市场的套利风险，一级市场套利功能因而失效。

从这个角度看，A股市场的根本问题是由于股权分置的制度安排导致制度内生性的市场均衡缺失，市场无法自发达到均衡。因此，搁置股权分置问题，则无法消除大股东因不承担一级市场套利风险而形成的过度融资冲动，就不可能找到制度内生的市场均衡，从而也就不可能解决A股市场定价机制失效、估值标准迷失的问题。任何单边的一级市场发行定价机制的改革，只可能是“空中楼阁”，最终的效果必然是“泥牛入海无消息”。

IPO询价制度也许有助于压低新股发行价格，解决新股上市跌破发行价的问题，从而在投资银行、机构投资者和上市公司之间对IPO的收益与风险进行重新配置。但是，它并没有对非流通股股东与流通股股东之间风险收益的整体差异进行重新配置。

由于没有解决一级市场内生套利风险缺失的问题，IPO询价制度不能形成对大股东增发配股行为的自我约束机制，非流通股股东仍然会极度热衷于增发配股。如果不对新股发行的行政管制，A股的增发配股仍将频繁发生。因为对非流通股股东而言，一级市场的套利机会始终没有消除，市场始终远离均衡。为抑制非流通股股东过度融资，就仍然不得不对一级市场进行低效的强制性准入监管。但是，由于流通股股东现在已经了解到增发配股对二级市场及其切身利益的影响，以及这种影响在流通股股东和非流通股股东之间的非对称分布。因此，市场一旦有新股发行传闻，股价仍会立即下行，股市筹资功能萎缩的问题不可能得到解决。

理解了这些问题之后，对于如何确立A股估值标准、解决定价机制失效、筹资功能萎缩和新股跌破发行价等问题的答案也就再清楚不过了：根本的解决之道显然不在于对股市制度进行零敲碎打式的小修小补，这不能从根本上改变A股市场天生的制度顽疾，因此，我们也不该对IPO询价制度抱过高的期望。解决问题的核心是要改变股权分置的制度缺陷，真正建立起股票一级市场的套利机制，完善一、二级市场的双重套利机制，这才有可能重塑投资者与上市公司之间的平衡关系，从而使A股市场能够在持续套利交易过程中自发达成其内生性的市场均衡。

文章出处：《上海证券报》

转载务经授权并请刊出本网站名

 中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

 IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所