

股权分置与股市 定价问题研究

李庆峰 © 著



科学出版社
www.sciencep.com

股权分置与股市定价问题研究

李庆峰 著

2006 年度广东省自然科学基金项目(编号:06300829)成果
华南师范大学经济与~~管理学院~~学术著作出版基金资助出版

科学出版社

北 京

内 容 简 介

我国股市的长期波动与一、二级市场扭曲的定价密切相关,深层次上源于股权分置与改革设计的不彻底。本书尝试将比较制度分析和金融工程的理论与方法有机结合,构建一个全新的理论框架,以揭示股权分置改革与股市定价机理及演变之间的内在关联,并回答 IPO 抑价、“大小非”和新股发行制度改革等相关热点问题。

本书内容分为三篇:第一篇“股权分置制度分析”,主要研究股权分置的定价结构、权利结构、绩效结构、制度结构的内在互补性和绩效传导,上市公司业绩滑坡现象,以及证券市场发展战略的重新审视;第二篇“股权分置改革分析”,基于期权视角研究了非流通股流通权价值问题,并应用这一框架分析评价股权分置改革试点、对价规律、对价公允性及“大小非”减持意愿问题,最后对“大小非”解禁的市场效应进行实证分析,以验证理论的正确性;第三篇“股市定价机理分析”,重点转入中国股市的定价机理及制度变革背景下的演变研究,提出流通股三维定价结构假说,并就一、二级市场的定价谜团给予全新的理论诠释。

本书适合证监会、交易所、证券业协会等证券市场的管理人员阅读,也适合高等学校经济管理类的科研人员和在读研究生参考。

图书在版编目(CIP)数据

股权分置与股市定价问题研究 / 李庆峰著. — 北京:科学出版社,2009

ISBN 978-7-03-025158-9

I. 股… II. 李… III. ①上市公司-股份制-研究②股票-资本市场-研究 IV. F276.6 F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 134403 号

责任编辑:刘英红 / 责任校对:刘小梅

责任印制:张克忠 / 封面设计:耕者设计工作室

科学出版社出版

北京东黄城根北街16号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

骏立印刷厂印刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2009年8月第 一 版 开本:B5(720×1000)

2009年8月第一次印刷 印张:11 1/2

印数:1—2 000 字数:215 000

定价:32.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

目 录

导论	1
0.1 研究背景与研究意义	1
0.2 相关文献综述、评析与问题的提出	4
0.3 研究思路、技术路线与研究方法	5
0.4 主要创新点	7
0.5 重要概念界定与区分	8
0.6 研究的基本假定	10
0.7 关于批判现实主义	12

第一篇 股权分置制度分析

中心议题	13
------------	----

第 1 章

切入点研究——微观绩效与制度结构	15
------------------------	----

1.1 中国证券市场发展概括	15
1.2 比较之一：A 股、B 股、H 股上市公司微观经营绩效	18
1.3 比较之二：A 股、B 股、H 股三个市场的制度比较	20

第 2 章

股权分置的制度变迁与绩效分析	23
----------------------	----

2.1 制度变迁理论概述	23
2.2 股份制试点的制度环境和非正式约束	25

2.3	股份制通行做法和政策目标的冲突	27
2.4	实践中的创新做法——“同股不同权”	29
2.5	股权分置绩效分析	37
2.6	客观评价股权分置	45

第3章

制度博弈、制度互补与制度结构

3.1	管理层悖论与制度博弈	49
3.2	博弈视角的转配股问题再议	52
3.3	行政审批制的制度绩效与制度互补	54
3.4	STPT 制度绩效和制度互补分析	58
3.5	证券市场制度结构和绩效结构分析	61

第4章

我国上市公司业绩滑坡的经济学解释

4.1	公司治理效率不高的制度寻根	64
4.2	基于公司治理相对滞后模型的解释	65
4.3	关于上市公司微观经营绩效的争议	67
4.4	本书的观点	68
4.5	重要的是自生能力	69

第5章

两次发展战略及制度安排的比较与启示

5.1	中国传统的经济体制、绩效和重工业优先发展战略	70
5.2	中国证券市场制度结构、绩效和国企脱困服务战略	72
5.3	关于我国股市发展战略的再认识	74
5.4	两次发展战略及制度安排的比较与启示	77

第二篇 股权分置改革分析

中心议题 81

第 6 章

非流通股流通权价值问题研究 836.1 股权分置下的二元结构环境 836.2 期权基本知识介绍 866.3 非流通股流通权实质上是一种看涨期权 886.4 非流通股流通权的理论价值测算 91

第 7 章

股权分置改革试点的对价问题研究 95

7.1 关于可流通权证方案 95

7.2 对价的比较分析 96

7.3 流通股东补偿预期决定二级市场走势 98

7.4 股权分置试点方案比较 99

7.5 股权分置改革试点评价 102

第 8 章

股权分置改革对价公允性与“大小非”减持意愿研究…………… 104

8.1 相关文献评述 104

8.2 研究方案设计与样本的选择处理 106

8.3 估算结果的实证分析 1118.4 “大小非”减持意愿探讨 117

第9章

“大小非”解禁的市场效应研究 119

9.1 研究现状综述 120

9.2 “大小非”解禁的短期效应——事件研究法	121
9.3 “大小非”解禁的长期效应——计量研究	124
9.4 “大小非”问题的进一步讨论	128

第三篇 股市定价机理分析

中心议题	131
------------	-----

第 10 章

流通权分割影响公司价值吗——MM 定理的深化扩展研究	133
----------------------------------	-----

10.1 文献回顾	134
10.2 研究的前提假设	135
10.3 流通权分割——MM 定理 I	136
10.4 流通权分割——MM 定理 II	139
10.5 结论的进一步说明与简单应用	140
10.6 关于定理假设条件及其放宽后的进一步探讨	142

第 11 章

流通股三维定价结构与公司价值四维体系	145
--------------------------	-----

11.1 基于完全市场“一元十开放”环境下的公司价值均衡模型	145
11.2 “一元十开放”环境不完全市场的公司价值均衡模型	146
11.3 股权分置对流通股定价的影响机理	146
11.4 股权分置环境流通股定价的三维结构	148
11.5 股权分置与公司价值四维体系	149
11.6 关于流通股三维定价结构与外部金融环境的进一步分析	149

第 12 章

诠释二级市场波动之谜	151
------------------	-----

12.1 三维定价结构的内在不稳定性	151
--------------------------	-----

12.2 国有股减持与四年熊市之谜 152

12.3 股权分置改革与两年牛市之谜 154

12.4 牛熊转换与最新一轮暴跌之谜 156

第 13 章

诠释一级市场之谜 157

13.1 IPO 高抑价之谜 157

13.2 新股长期回报不佳之谜 161

第 14 章

新股发行制度改革研究 164

14.1 新股发行制度改革举措 164

14.2 新股发行制度改革深度分析 166

14.3 结束语——关于制度效率的进一步思考 169

参考文献 170

后记 175

导 论

0.1 研究背景与研究意义

0.1.1 股票市场长期波动现象

在我国证券市场建立起来的十几年时间里,股价指数飙升和暴跌现象时有发生。对这种非理性的短期波动,可以很容易地从“新兴+转轨”的市场特征视角加以解释:与西方成熟股市相比,我国证券市场在功能、定位、结构、运行和监管等方面存在诸多问题;同时,众多研究发现机构投资者的行为也是市场不稳定的原因之一(耿志民,2002;谢识予,2002;何佳等,2007)。但如果忽略市场的短期行为,长期来看,2001年以来的市场波动大致划分为三个阶段:

(1)2001年国有股减持试点以来长达四年的漫漫熊市。从2001年6月14日的最高2 245.43点算起,到2005年6月6日的最低998.23点,调整幅度达55.53%。

(2)股权分置改革以来两年多的超级牛市。2005年4月底,中国证券市场迎来了史上最根本的一次制度变革——股权分置改革(以下简称股改)。历时两年有余,上千家上市公司完成股改工作,影响市场十余年的制度顽疾从此根除。在这种大背景下,股票市场经历了一轮历时两年的大牛市,上证综合指数从2005年6月10日的最低998.23点,到2007年10月16日创下6 124.04点的历史新高,涨幅高达513.63%。

(3)2007年10月中旬以来的罕见熊市。就在广大投资者对牛市抱着更大憧憬的时候,2007年10月中旬开始形势突然急转直下,市场持续调整,截至2008年10月28日,上证综合指数最低下探至1664.93点,从最高点算起,仅仅一年左右的时间,大盘暴跌72.81%。

这次暴跌让人措手不及,包括基金在内的几乎所有投资者被深度套牢。然而,这次暴跌是在股权分置改革基本完成、我国经济仍然高速增长、倡导“构建社会主义和谐社会”、奥运会召开在即、十七大报告提出“创造条件让更多群众拥有财产性收入”的大背景下猝然发生的,尤其显得让人无法理解。

0.1.2 市场估值体系混乱加剧

暴跌背景下,A股市场的估值体系陷入空前混乱,其中尤以大面积“破发”、“破净”及“AH股股价倒挂”现象为代表。

(1)“破发”指新股二级市场股价跌破发行价。四年熊市中曾出现过新股集体破发现象,据统计,截至2005年4月26日,2004年主板上市的60只新股中,有38只个股收盘价低于发行价,占比超过六成。时隔三年,A股市场再次出现破发现象,截至2008年9月24日,“新老划断”以来发行的263只新股中有113只跌破发行价,占比达43%。

(2)“破净”指股价跌破净资产。截至2005年3月30日,沪、深两市共计有107只A股股价在净资产之下。最新一轮的暴跌中,截至2008年10月27日收盘,两市共有191只个股加入“破净”一族,占正常交易股票总数的12.16%。

(3)自股票市场成立以来,A股和H股两个市场总体呈现出独立运行的特点,同一家上市公司的A股和H股,同股不同价的现象非常普遍,并且主要表现为A股对H股的高溢价。过去平均溢价幅度高达100%以上,但伴随着市场的这次暴跌,A股价差与H股价差持续收窄,甚至开始出现了股价倒挂现象,并大有蔓延之势。数据显示,以2008年9月10日收盘价计算,考虑汇率因素,56只A+H股中,有12家公司的A+H股价格出现倒挂,5只股份A+H股价倒挂率超过一成。

0.1.3 新股发行制度改革再陷困境

我国的新股发行制度一直备受诟病,改革历程也是磕磕绊绊。从最早的额度制到指标制,到1999~2001年新股定价市场化改革的失败,到后来核准制下的通道制,再到2004年8月新股发行的停滞以及股改之后的新老划断,总体而言,我国的新股发行制度改革经历了“非市场化—市场化—非市场化—市场化”的反复历程。2005年启动的新股询价制度,2006年启动的新老划断,两者相结合堪称新股发行制度改革史上最重大的一次变革。遗憾的是,中国石油16.7元的发行价和48.6元的上市开盘价集中折射出的一级市场弊端没有发生实质性改观:新股依旧

高溢价发行,新股不败神话依旧,超额收益使得一级市场依然囤积巨额资金专事打新。据《证券日报》统计,自2006年6月全流通至2007年10月底,163只首发新股的平均发行市盈率为27.73倍;2007年11月~2008年3月初,47只新股平均发行市盈率达30倍。其中,中国远洋(98.67倍)、中国人寿(97.81倍)、中国平安(76.18倍)在发行时如此之高的市盈率在国际上也不多见。新股发行市盈率过高,是引发A股泡沫的重要根源,所埋下的隐患必然导致破发现象的发生。据市场人士估算,A股第一权重股中国石油每下跌1%,大约拉低上证指数12点,联系到中国石油自上市首日跌幅巨大,其消极影响由此可见一斑。当然必须认识到,错不在中国石油,其发行上市充其量只是放大了新股发行制度的不合理,并不经意间刺破了市场泡沫而已。

还有一点需要指出的是,新老划断的新股发行制度改革制造出来两倍于“股改大小非”数量的大小限,这一制度的公平与效率广受市场质疑,新股发行制度的进一步改革也再次成为舆论焦点。实际上,由于市场形势不好,新股发行早已停止。2009年证监会主席尚福林“IPO将在发行制度改革后重启”的表态间接承认了“新老划断改革”的失败。

0.1.4 问题的提出与研究意义

当然,近几年市场内外给我们带来的震撼和记忆还有很多:人民币的持续大幅升值,美国次贷危机愈演愈烈引发的全球金融动荡,平安千亿再融资引发的多米诺骨牌效应等。

我们难以全面梳理市场的种种变化,更难以预测今后二级市场的准确走势,但可以肯定的是,股权分置改革的基本完成,并不意味着市场就此进入与国际接轨、健康发展的全流通时代。事实上,这次暴跌的确有各种各样的不利的外部环境因素,但股权分置改革后遗症的集中爆发才是内因所在。应该看到,股改的独特模式决定了我们必然要经历一个特殊的发展阶段——后股权分置时代,这一时期最显著的特点就是:伴随着“大小非”的陆续解禁,上市公司流通股的比例在一个很低的起点上持续提高。期间,金融市场的开放已是大势所趋,国有资本尚需要借助资本市场进行战略布局和调整,这些方面与汇率制度改革进程交织在一起,市场供求关系变得空前复杂,市场的定价基础受到前所未有的挑战,处理不当极易积聚和引发金融风险。

残酷的现实告诉我们,股权分置并没有成为历史,在未来相当一段时期,其消极影响还将以股改后遗症的形式持续存在并远远超出我们的预期。只有本着尊重历史、着眼未来的根本原则,围绕着股市定价问题,就股权分置及改革等问题的由来、变迁、影响等相关问题展开系统研究,才能明晰市场今后的发展方向,处理好虚拟经济与实体经济之间的关系,为国民经济平稳、高速、健康的发展服务。因此,本研究有着极深远的理论意义、实践意义和社会意义。

0.2 相关文献综述、评析与问题的提出

针对最新一轮的股市暴跌机理,学者们展开广泛探讨,比较流行的有次贷危机冲击论、宏观调控论、基本面恶化论、流动性紧缩论和“大小非”论。其中,“大小非”论视股改“大小非”为股市稳定的最大隐患(谢百三,2009;李稻葵,2008),供求关系的分析视角加上涉及改革评价的敏感话题,这一论调颇为市场关注。刘纪鹏等(2008)进一步指出“大小非”减持应采取“价格锁定”取代“时间锁定”的办法,王利敏(2008)则强调从新股发行制度上制止新的“大小非”产生。巴曙松、储怀英等(2008)认为在后股权分置时代非流通股东和流通股股东之间的博弈已经取代过去散户和机构之间的博弈,并构建了一个动态不完全信息信号博弈模型,以分析这种博弈行为给市场估值体系带来的变化。

我们认为,市场趋势的这种“长期波动”现象从根本上有别于“非理性短期波动”,因而不能套用相关解释;同时,把三个阶段割裂开来单独分析本轮暴跌也容易掩盖问题的实质所在。二级市场估值基础的混乱和一级市场发行定价的不合理,症结仍然在制度上,股权分置尤其是一个不容回避的话题。中国股票市场还处于“新兴+转轨”的发展阶段,其不同于国外市场的最大国情就是“股权分置”,脱离了这一现实,所有的研究都将成为无源之水、无本之木。将2001年以来市场走势的三个阶段关联起来思考,市场的这种“长期波动”现象深层次上反映的是2001年国有股减持试点、2005年股权分置改革和2006年“新老划断”的新股发行制度等制度变革背景下市场估值体系的内在演变,“大小非”及金融危机的影响确实不容忽视,但必须放在这一全局视角下才有说服力。

这提醒我们重新思考金融学领域一个最根本的问题,即由于股权分置的制度设计,中国股票市场的定价机理与成熟市场有何不同?这个问题搞清楚了,制度变革下的市场估值体系的演变就有了坚实的理论基础。鉴于股权分置本身就是一个独特的新股发行定价制度,联系1999年的新股定价市场化改革和2006年“新老划断”的新股发行制度改革,定价机理的研究焦点集中于一级市场和二级市场之间的定价关联问题。

众所周知,我国A股一、二级市场差价巨大,对于这个问题,国内学者习惯照搬国外成熟市场的研究思路,致力于寻求IPO抑价的技术性解释(陈工孟和高宁,2000;邹健,2004;刘晓峰和李梅,2007)。问题是,经典的研究思路以二级市场有效为前提,如果A股市场并不满足这一前提,则无异于缘木求鱼。董秀良和高飞(2002)的研究就表明1999年新股定价市场化改革的失败,主要原因就在于二级市场价格的非有效性。刘熠辉和雄鹏(2005)也认为国外相关IPO抑价动机的经典假

说在中国缺乏理论基础,股权分置和政府管制的制度安排才是根本原因,但遗憾的是并没有揭示出其中的关联所在。

因此,本书的基本定位就是:围绕股权分置及相关制度变革链条,汲取最新经济与金融理论的相关成果,从一、二级市场的定价关联入手,分析制度变革背景下的市场估值演变规律,解释市场长期波动和一、二级市场诸多谜团,为今后“大小非”减持、新股发行制度改革等市场主要问题提供战略性的解决思路。

0.3 研究思路、技术路线与研究方法

0.3.1 研究思路

事实上,股权分置本身就是一个关于新股定价制度的独特设计,并由此决定了我国股市独有的二元股权结构和二元利益结构,决定了独一无二的定价体系,决定了一、二级市场之间扭曲的定价关联,决定了整个证券市场的制度变迁和绩效结构。作为一项纠偏工程,股权分置改革依然是一个以定价为核心的制度设计问题,遗憾的是,改革不够彻底,最终导致其后遗症以一种极其惨烈的方式爆发出来。同时应该看到,2007年的这轮牛市本身就是根基不牢或者说违背市场自身运行规律的。要想廓清这些问题,就必须重新对股权分置及改革的相关问题进行系统深入的追溯研究,尤其是股权分置与定价之间的因果关联问题,方能抓住主要矛盾,揭示股票市场自身发展过程中的内在规律特征。

0.3.2 技术路线与结构安排

本书技术路线如图0-1所示。全书共分三篇,分别是“股权分置制度分析”、“股权分置改革分析”、“股市定价机理分析”。全书点面结合、层层深入,每一篇均采用“提出问题、分析问题、解决问题”的研究思路,篇章之间紧密关联、环环相扣,最终达到透过现象揭示本质的终极研究目标。

第一篇“股权分置制度分析”(第1~5章),主要围绕股权分置分析证券市场的制度结构与绩效结构。第1章从上市公司微观绩效通过比较制度分析引出证券市场“三位一体”的制度结构;第2章主要探讨股权分置的定价结构、权利结构与绩效结构,从制度博弈的视角分析其由来;第3章主要分析其他制度安排与股权分置的互补性,以及“三位一体”的制度结构和绩效结构之间的对应关系;第4章分析制度结构如何影响公司治理,并从治理滞后的视角分析公司上市后的业绩持续滑坡现象;第5章在更高的发展战略背景下重新审视证券市场的制度变迁。第一篇研究属于老问题新方法,相信能带给读者对这个问题的全新理解。

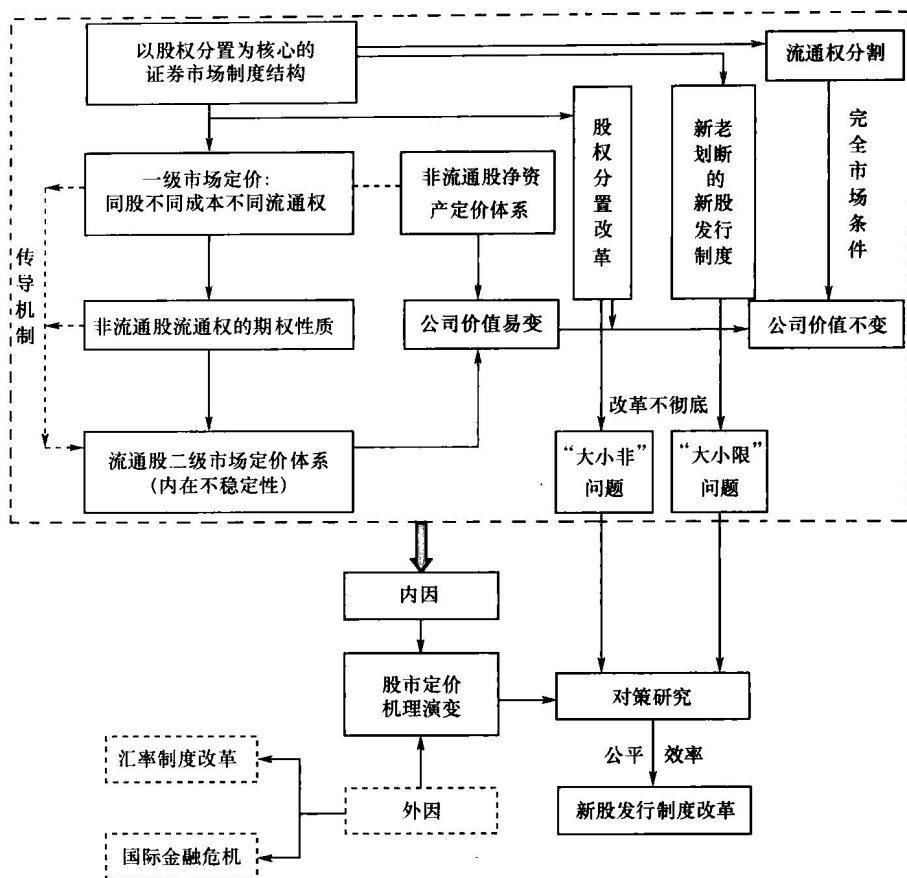


图 0-1 技术路线图

第二篇“股权分置改革分析”（第 6~9 章）承前启后，主要围绕对价这一改革的核心问题展开。第 6 章首先针对非流通股流通权价值论证提出一个期权分析框架，为股权分置改革的对价支付奠定坚实的理论依据和工具支持；第 7 章运用这一期权分析框架对比研究了股权分置改革第一批试点公司的对价方案；第 8 章为更好地揭示对价规律和对价公允性，基于广东省股改样本做了深度实证研究；第 9 章则对“大小非”解禁的市场效应进行实证，以验证理论分析的正确性。

第三篇“股市定价机理分析”（第 10~13 章）重点转入中国股市的定价机理及演变研究。第 10 章以 MM 定理为基础，扩展研究流通权分割与公司价值之间的关系，从理论到现实；第 11 章提出二级市场流通股的三维定价结构以及公司价值四维体系等理论假说；第 12、13 章进一步就一、二级市场的定价谜团给予全新的理

论诠释。

“始于制度,终于制度”,第14章和全书分析框架相呼应,就近几年的新股发行制度改革、成效、正确路径展开深度探讨,并在结束语部分就制度效率问题作了进一步的思考。

0.3.3 研究方法

20世纪90年代迅速崛起的新制度经济学为我们提供了崭新的研究视角,重新定位的新比较经济学为我们提供了研究的切入点,批判现实主义哲学则为我们开展研究提供了坚实的方法论基础,而金融工程、博弈论、契约与谈判理论、信息与激励理论、有限理性与复杂系统等研究方法的日趋成熟则为我们提供了众多有效的分析工具。

在本书的研究中,将主要吸收借鉴比较制度分析、金融工程、公司金融学等经济学科的基本原理和思想,以制度和股市的定价关联为研究对象,遵循历史和逻辑相统一、静态比较和动态考察相结合,定性分析和定量分析相结合,理论研究和实证研究相结合,个案研究和总体研究相结合的原则;研究工具简繁结合,既有比较、归纳、图表分析等简单方法,必要时又合理运用计量模型的有关方法,力求展现出问题的本质。

0.4 主要创新点

本书的创新之处在于建立了一个独特的分析框架,并在这个框架下对证券市场的重大定价问题进行分析。具体创新点包括:

(1)基于比较制度分析的视角,考察了A股、B股、H股三个市场上市公司的整体绩效,为制度研究找到了一个最佳切入点。

(2)采用FCAA绩效结构分析方法,其中F(financing)代表融资效率,C(control)代表控股效率,两个A分别代表适应效率(adaptability)和配置效率(allocation),用“不可能四边形”、“象限分析法”分析了“效率悖论”。

(3)基于博弈论的分析方法较好地解释了股权分置这一“流通定价双轨制”的由来,证明了“同股不同权”在现实约束下具有一定的“次优”道理,从而回答了“管理层悖论”。

(4)从制度互补的角度分析了“三位一体”的制度结构及相应的绩效结构,利用公司治理滞后模型对上市公司效益滑坡现象进行了规范的经济学分析。

(5)站在发展战略的高度动态地考察了证券市场的整体制度变迁,并对新中国建立初期的“重工业优先发展战略”和“证券市场国企脱困服务战略”从八个方面进

行了多角度比较,并提出了“证券抑制”和“证券深化”的概念。

(6)基于金融工程的崭新视角,分析了非流通股流通权的看涨期权性质,这一认识上的突破为股权分置改革提供了坚实的理论支撑和工具支持,为认识 and 解决股权分置问题打开了一个全新的视角,并有效地将股权分置问题与一、二级市场的定价问题联系在一起。

(7)以股权分置为原型,提出并论证了完全市场条件下“流通权分割”并不影响公司价值的重要结论,深化扩展了“MM 定理”的理论框架,为分析现实问题提供了基础理论平台,属于重大理论创新。

(8)提出流通股“三维定价结构”和公司价值“四维体系”理论假说,对现实问题有着极强的解释力,很好地诠释了一级市场 IPO 抑价之谜和二级市场长期波动之谜,理论创新意义明显。

(9)基于广东省股改样本,运用期权理论框架倒推非流通股东价值判断,为改革对价的公允性提供新的分析视角,同时为“大小非”减持意愿问题提供一个好的分析平台。

(10)针对“大小非”减持市场效应开展实证研究,短期效应采用事件研究方法,长期效应采用计量模型方法。

0.5 重要概念界定与区分

0.5.1 关于发行上市

1. 首次公开发行、再次公开发行

首次公开发行(initial public offering, IPO)是指公司的股票(普通股)第一次在证券市场上向投资者公开发售的行为。

再次发行股票(seasoned equity offering, SEO)指已经上市的公司再次发行股票。注意我国的配股和国外上市公司的再发行股票有所不同,因为它是向原有股东定向按比例配售股票的行为。

2. 存量发行和增量发行

存量发行(或称为股份公开发售、减持上市、减法上市等,都是同一概念)是股份制公司上市的最古老的一种方式,即股份制公司的原股东拿出自己的一部分股份供社会投资者认购,所谓股票发行上市不是新发股份,而是出售原有股份。所募集的资金为出让股份的原股东所有,募集资金并不在股份公司中。在这个过程中股份制公司的总股份并不改变,只是公司股东随股份转让而发生变化。其实质上是股份制公司的所有股票挂牌,同时原股东部分股票在股市变现的过程。这种类型的股份公司上市最为久远,可以说是股票自诞生以来就有的基本属性(可流通)

的一种顺理演变方式。这种发行方式对股市投资者而言最重要的特点是,新股东所购买的上市股票来源于股份公司原股东,是原股东转让、减持而来的。这些股票与原股东剩余股票“同股同权同价”。

增量发行(或称为首次公开募集发行、扩股上市、加法上市等,都是同一概念)就是现在世界流行的 IPO 股票发行,是在原企业总股份之外再另外发行一部分新股份供其他新投资者来认购,新投资者入资后成为股东,在发行环节,这些新股票与原股东股票是“同股同权同价”的。募集的资金存在于新的股份制上市公司中,在这个过程中股份制公司的总股份增加,股东数也增加。股份制企业 IPO 发行股票,企业通过股票融资是表象,其实质是老股东与新股东的合并,是老资本与新资本的合并。IPO 这种增量发行方式是从存量上市这种模式经过长期演变发展过来的。这种发行方式对股市投资者而言最重要的特点是,新股东所购买的上市公司股票是新产生的股票,与“存量上市”不同,它们并非来源于原股东的转让、减持。这些股票是新投资者将自己的资金按“同股同权同价”折算来的股票。

发达国家股票市场,排除某些禁售期限限制,无论是存量发行和增量发行,所有股份理论上都是可流通的。我国股票市场主要是增量发行,但由于股权分置的制度安排,有流通股和非流通股之分。不过,1999 年开始的国有股市价减持试点比较特殊,可看作增量上市和存量上市的混合。

3. IPO 溢价发行、平价发行、折价发行

这种分类是相对于净资产值而言的,发行价高于每股净资产称为溢价发行,低于每股净资产称为折价发行,等于每股净资产称为平价发行;依资产盈利能力的好、一般和差,通常对应溢价发行、平价发行和折价发行。

即使在国外,新股溢价发行都是十分正常的现象,但那是建立在全流通的基础上,发行定价已经考虑了股份全流通可能带来的影响,IPO 更是将企业的“价值确定”与“融资(股东扩充)”这两个工作在一个环节中完成,因而“溢价发行”并不违背“同股同权”的股份制基本精神;而我国向社会公众“(超)高溢价发行”股票是建立在股权分置的基础上,两者有着根本的不同。

4. IPO 抑价和折价

本书不对 IPO 抑价和折价进行严格区分,均指 IPO 发行定价相对上市首日过低(underpricing)现象,或者说新股上市第一天的初始收益率明显高于同期的市场回报率。

5. IPO 股价长期弱势、IPO 长期收益率不佳、IPO 长期回报不佳

本书对 IPO 股价长期弱势、IPO 长期收益率不佳、IPO 长期回报不佳三个概念不作严格区分,基本含义是指:从长期来看,新股业绩回报不如市场指数和其他具有可比性的股票。