



热门文章

用多元线性

何加强会计

国外汇储备

间借贷利率

国衍生金融

章

章

品市场竞争

业银行走混

国存款保险

国创业板市

华夏并购案

[2008年10月]我国IPO定价研究及政策建议

【字体: 大 中 小】

作者: [廖琦 杨建波 练爽] 来源: [本站] 浏览:

IPO (Initial public offering) 即首次公开发行, 指股份公司股票由私人持有转向公众持在证券交易所挂牌交易, 产生股票的市场流动的过程。成功的IPO有利于公司扩大筹资规模, 资本结构和治理结构, IPO过程中的定价问题是决定IPO成败的核心环节。

新股价格的确定, 一般经过两个阶段: 1. 发行人配合主承销商根据一定的估价模型估算出反部价值的参考价格, 作为投资者认购的决策依据。2. 主承销商根据具体情况选择合适的新股式, 使最终确定的发行价格充分反映市场需求情况。

一、IPO理论价值计算方法

证券的发行价格由其理论价值初步决定, 围绕这个基准波动的同时又受到各种因素的影响。影响因素包括国家政策和制度、所属行业状况、公司经营情况和股利政策、股票市场状况等来计算IPO理论价格可以采纳以下几种方法:

(一) 股利贴现模型

假设红利恒定为D, 贴现率为r, 在n年保持收益的现值为V: $V = D / (1+r) + D / (1+r)^2 + \dots + D / (1+r)^n$

若n足够大趋近于无穷时, 公式简化为: $V = D / r$ 。

这个模型还包括以下变形:

1. 不变增长模型: 当股利以g的速度每年递增, 则股利变化为 $D_n = D (1+g)^n$, 价值的计算方法为 $V = D / (r-g)$ 。

2. 可变增长模型: 当股利的变化从D1到D2, D3, ..., 预计m年后, 随着公司的成长和成熟, 用为恒定或不变增长的方式, 则这个模型变为: $V = D1 / (1+r) + D2 / (1+r)^2 + \dots + Dm / (1+r)^m + Pm / (1+r)^m$, Pm表示第m年股票的价格。

(二) 现金流贴现模型

公司总价值等于所有项目终值之和。项目终值=现金流 / (WACC-g), 其中g为永久增长率, W平均资本成本, WACC=债务资本价值+股本价值=Rd (D / (D+E)) + Re (E / (D+E)), Rd表示成本。根据资本资产定价理论CAPM: $Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$ 。

公司股权价值=公司总价值-债务; 每股价值=公司股权价值/发行股数。这种计算方法主要是前期收益较小的大型工程和公用事业型公司。

(三) 市盈率法

该方法是用市盈率做股价的评估标准来估计股票价值。市盈率=股票价格/每股收益, 每股收益=净利润/发行总股数。根据测算的净利润总值、发行总股数和行业平均市盈率就可以计算出股票每股收益, 有些公司采用加权平均法, 按照募集资金的实际到位时间计算, 然后用每股月利2。

二、抑价现象

IPO定价的一个显著特点就是抑价现象, 即新股定价低于新股的市场价值, 表现为发行价明显低于上市首日收盘价, 上市首日即能获得显著的超额回报。用公式表示为: $YJV = P1 / P0$ 。其中YJV抑价率, P1表示上市首日收盘价, P0表示发行价。此外, 有些情况下使用经市场调整的发行价: $IR = P1 / (P0 - 1) / 10$ 。其中IR表示发行抑价率, P1表示上市首日收盘价, P0表示发行价, I1上市日的股指水平, I0表示新股发行日的股指水平。按照市场有效性假说, IPO不应该出现抑价的现象, 因为众多的逐利行为会使超额利润消失。从理论上讲, 股票发行价格是公司未来现值的贴现值, 与二级市场的交易价格没有本质区别, IPO公司股票上市后不应出现高于或低于二级市场的现象。但发行抑价在世界各个证券市场普遍存在, 需要我们深入探讨抑价的原因。

三、我国IPO抑价存在的原因

1. 我国上市公司的股份常被划分为国家股、法人股、内部职工股和社会公众股。研究表明, 回购本公司股票会导致股票价格上升, 回购份额越多, 股价升幅越高。没有上市流通的国有股, 相当于上市公司从市场上回购了股份。我国所进行的股权分置改革, 本质就是要要把不可流通变为可流通的股份, 实现同股同权。

2. 新股发行的额度控制, 即政府通过行政手段控制IPO供给, 导致新股供求失衡, 一级市场的超额利润被强化。造成一级市场股票供应不足, 且缺少供给的微调机制, 在新股发行价格供不应求的情况下, 股票上市价格明显高于其内在价值。

3. 我国股市投资群体以中小散户居多, 缺乏倡导价值投资的机构投资者, 投资者行为呈现非理性且获利渠道单一。同时, 股市成熟度低、信息披露不充分也增加了投资者购买IPO股票的不确定性。

四、对策建议

(一) 适当增加定价发行方式

我国目前企业的构成参差不齐, 既有世界500强的大型现代化企业, 也有规模比较小的高成长型的民营高科技企业, 作为一个完善的资本市场, 应该也必须为各种类型的合格企业提供融资的机会。针对不同上市公司情况, 券商和发行人可以根据市场需求状况采用不同方式进行新股发行定价, 减少企业的发行成本, 避免市场的炒作。

(二) 完善询价制下的配套措施

1. 券商方面。监管当局可考虑在适当的时候给予主承销商一定的新股分配权。美式累计询价机制的优点正是在于主承销商拥有对新股的分配权, 因此监管当局应不断总结询价机制的实践经验, 在适当的时机通过试点的方式赋予主承销商以一定比例的新股分配权, 进而提高新股定价的精确性。

2. 机构投资者方面。在市场化发行方式下, 专业研究与判断是参与市场的重要条件, 散户投资者不具备专业化的研究能力, 而机构投资者大多以证券业务作为主要的市场活动, 对不同发行公司的投资价值判断比较准确。因此, 市场参与应逐步过渡到以机构投资者为主的格局。

3. 中小投资者方面。目前在中国内地, 中小投资者还是投资的主体, 在定价区间没有他们的声音是不公平的。因此, 发行价格的确定也需要中小投资者的积极参与, 发行价格的确定不能完全依赖机构投资者的询价, 机构投资者也可能利用询价的权利为自己谋利。

参考文献:

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights...

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell. Meet face-to-face with top investment experts. Acquire a global market perspective. Discover profitable investment insights...

【1】 龚珈玉 我国A股IPO抑价原因解释 合作经济与科技 2008 (5)
【2】 王伟峰 周少聪 IPO定价中的抑价现象：理论与实证 现代商业 2008 (2)
【3】 董鹏 王晓露 IPO抑价理论与实证研究综述 当代经济 2007 (5)
(作者单位：西南财经大学金融学院\英国伯明翰大学商学院\中国工商银行成都草市支行)

【 评论 】 【 推荐 】

评一评

正在读取...



笔名：



评论：

发表评论

重写评论

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格：经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦