

# IPO 新政能遏止“三高”吗？

——以 ASK 事件为例

李文骥 李春友(教授)

(广西财经学院会计与审计学院 南宁 530003 广西财经学院学科建设与研究生教育办公室 南宁 530003)

**【摘要】**2013年11月底,证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,逐步推进股票发行从核准制向注册制过渡。新股开闸前,ASK突然自行暂停了此次IPO。该事件反映出目前IPO市场在信息披露、老股转让、存量发行及询价机制等方面仍然存在一系列问题。本文从股票供求关系、信息披露及投资者剩余理论分析我国新股发行制度上的不足,提出完善做空制度、健全信用和权利救济制度、完善交易与退出机制等适合我国股票发行注册制改革的保障措施。

**【关键词】**IPO“三高” 注册制 投资者剩余

IPO(首次公开发行)“三高”现象是指高发行价、高市盈率和高超募资金。“三高”的危害显而易见:股价急剧下跌严重打击投资者信心,超募资金低效率使用损害股东利益,且推动了发行者信息造假。例如,2010年5月海普瑞以148.88元的高发行价和73倍的发行市盈率,超募资金45亿元。但上市后很快跌破发行价,目前已跌至20元上下。据Wind统计,2011年有77家公司上市首日跌破发行价。可见,“三高”在中国股票市场普遍存在。为此,证监会在2013年11月出台了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,推出了防范“三高”的举措:一是允许老股存量发行,增加新上市公司的流通比例,以缓解新股供应紧张;二是剔除10%最高报价,防止“人情报价”或盲目报高价。这一IPO新政能遏止“三高”吗?应如何更好地防范?本文通过此次改革后出现的新案例——ASK事件,分析和验证IPO“三高”问题以及目前制度设计上的不足,进而提出完善我国IPO的政策建议。

## 一、IPO“三高”问题研究回顾

我国IPO审核制度大致可分为四个阶段:2000年之前的审批制,2001~2004年实行核准制,2004~2008年实行保荐人制,之后推动核准制向注册制转换。而IPO发行定价模式,则经历了面值发售、行政定价、市盈率定价以及目前的询价制等多个阶段。

1. 针对中国股市IPO“三高”问题,国内学者根据相关政策从不同角度分析了其成因。

张玉梅、王子柱(2011)认为市场化发行为新股高价发行扫清了障碍、利益高度一致的各大中介机构共同推高发行价、保荐机构不需承担被保荐公司的后续风险、二

级市场的泡沫进一步拓展了新股发行空间等。蒋昌波(2011)通过构建新股供给与需求定价模型,认为新股由于“新”、发行数量少,所以发行价格就高。即新股发行价格的不确定除了考虑其内在价值,还应考虑其股本的大小。

尚杰、林强(2012)将IPO定价过高的因素分为卖方因素和买方因素,卖方因素是指投行预测很高的EPS,而买方因素是指证券投资基金给予新股较高的估值水平。经实证研究发现,新股定价过高并不是证券投资基金之过,而是投行。杨盛昌(2012)利用新股供求原理模型及其定价关系的分析指出,我国IPO“三高”的根本性原因在于IPO供求不平衡,在于新股发行中存在巨额的发行者剩余。

王艺潼(2013)通过可比公司法中的市盈率法进行重新估值,分析得出了华锐风电IPO高定价的原因,即保荐人、发行人和询价机构各主体存在利益动机,驱使各方抬高股票的发行价以追逐超额收益。

2. 关于如何防范“三高”及降低其负面影响的研究。张家林(2010)认为改善新股发行上市制度的核心因素是要在新股运行的各个重要环节上确立和完善利益制衡机制。张玉梅、王子柱(2011)提出增加IPO定价约束条款、询价对象多元化且比例合理、采用美式招标法、设立风险保证金、对欺诈发行进行赔偿等建议。

蒋昌波(2011)提出对一级市场上参与申购的资金进行限制;采用T+0交易涨跌停机制可增大新股当天的供给。

尚杰、林强(2012)认为只有密切监管投行才能真正解决IPO“三高”的问题。杨盛昌(2012)认为应该在适度减少发行规模的基础上,尽快将离散式发行方式改为集

中发行方式。金安祠、吴荣亮(2012)认为应该在保留核准制的基础上加强改革,完善我国证券发行核准制度,同时尝试在创业板试行注册制,观察注册制是否适应我国证券市场。

王强(2012)提出通过完善承销、保荐人制度、分红制度、退市制度等来抑制“三高”。张庆、陈欢(2013)提出积极推进股票发行注册制;进一步完善询价制度;改革配售申购方式;加强信息披露规范,严惩造假行为等改革建议。

王艺潼(2013)提出应该加强超募资金的管理、完善新股询价制度、完善信息披露制度。宋玉臣、李楠博(2013)提出试行股票发行与上市分离模式、成立预备板以缓解新股上市对市场的冲击。

## 二、ASK案例反映出的问题

1. 案例概况。ASK公司成立于2003年,2011年成功实施企业股份制改造,正式更名为江苏ASK药业股份有限公司。主要从事消化类、抗肿瘤类及其他药品的研发、生产和销售。公司研发实力雄厚,拥有67项具有自主知识产权的专利、78个药品批准文号、19个新药证书。

ASK公司最新披露的招股书显示,近年来ASK业绩实现快速增长,2010~2012年公司的净利润年复合增长率为64.15%。2013年前三季度,公司实现营业收入19.941亿元,较2012年同期增长幅度为33.62%,净利润2.67亿元,同比增长39.11%,公司预计2013年全年实现净利润较2012年增长40%~50%。而且作为国内最大的质子泵抑制剂(PPIs)注射剂生产企业之一,其推荐活动受到市场的热捧。

IPO募集资金将投入二期产能扩建项目和新药研发中心建设项目,两项目将分别投资5.6亿元和1.5亿元。2014年1月9日该公司发布公告称,拟发行5 546.6万股,其中新股1 186.25万股,老股转让4 360.35万股。发行价为72.99元/股,摊薄发行市盈率67倍。此次公司控股股东ASK投资公司转让老股数量为4 360.35万股,该数据远高于新股的数量。以发行价和发行后总股本粗略计算,ASK总市值已经突破200亿元,以新股发行部分计算,公司的募集资金约8.66亿元。通过存量发行,控股股东或可直接套现达31.83亿元。由于ASK第二至第五大股东均在2011年之后进入,按规定老股公开发售应满足“股东持股时间超36个月”的条件,而在ASK的股东名单中,仅大股东ASK投资公司具备条件。

首发公告一出,立即引起媒体热议。在摊薄发行市盈率67倍情况下,发行价高达72.99元/股,老股直接转让可套现30多亿元,导致发行规模和老股转让规模较大。此次发行可能触及政策底线。在一片争议声中,ASK方面紧急公告表示,出于“审慎考虑”,“主动暂缓”发行程序。

### 2. 案例事件暴露的问题。

(1)主要产品信息披露不充分。此次发行中,ASK主

导产品奥美拉唑的真正风险并没有被披露。其一是价格风险。因其属于国内首仿药品,公司获得自主定价权,拥有药品差别定价权5年。但该产品上市至今已有8年,单独定价资格随时可能丧失。其二是药品安全风险。奥美拉唑由于其疗效显著、复发率低等特点,临床应用日趋广泛。随着用药人群扩大,临床发现了一些上市前未发现的不良反应。早在1994年德国卫生局曾发布奥美拉唑副作用的紧急通报,德国药品管理局就曾命令阿斯力康公司从市场中撤销注射用奥美拉唑。然而ASK的招股意向书中未涉及任何该药品的安全风险。

从公司年报看,2009年至2012年该产品平均营业额和毛利占公司半壁江山,属于公司主要产品和核心利润源。一旦上述价格风险和安全风险发生,将对其经营产生严重不利影响。

ASK公司奥美拉唑销售额及销售毛利所占份额

年份	2009	2010	2011	2012
奥美拉唑营业收入占比	68.40%	66.96%	52.74%	45.81%
奥美拉唑毛利占比	70.54%	69.19%	53.90%	46.62%

数据来源:东方财富网。

(2)剔除10%最高报价未能防止发行价虚高。公司主承销商中金公司充分利用规定“在发行人和主承销商应预先剔除申购总量中报价最高的部分,剔除的申购量不得低于申购总量的10%”的前提下,在剔除比例达到12.23%的情况下,给出发行价高达72.99元/股,发行市盈率达到67倍,这是IPO开闸后目前看到最高的发行市盈率。剔除比例过低,是监管层为调控发行价留下的一个敞口,也是ASK发行估值偏高的重要因素。业内专业人士指出剔除比例真正执行时的标准只有一个:上市公司的套现冲动。因为想尽快套现,发行价就要高,剔除比例就会小;如果不想马上套现,一般发行价格不会偏高。

(3)高比例存量发行有套现倾向。ASK充分利用了“存量发行”的IPO新政,总发行5 546.6万股,其中新股仅占1 186.25万股,而控股股东转让老股达到4 360.35万股,占78.61%。这意味着,如果上市成功,公司本身募资8亿多元,控股股东则可套现约32亿元。而公司的公积金、净资产却无增厚,这不利于增强大股东与高管对公司管理的责任心。

此外,存量发行制度有悖于《公司法》第142条“公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让”之规定,也跟《证券法》及股票上市规则等相冲突,属违反上位法的部门规章。

## 三、我国IPO市场存在的问题

1. 新股上市供不应求。在所有类型市场中,供求双方的作用及其经济规律决定了市场的价格。IPO交易市场也

不例外。股票的基本属性是商品,从全球范围来看,与成熟的资本市场相比,目前我国上市条件苛刻,每年能够达到上市条件的公司比例很低,数量少。相比之下,我国居民日益增长的投资需求难以得到满足,存在着巨大的投资需求。新股上市被暂停一年多,许多机构和个人投资者正在翘盼IPO开闸。

2014新政策下IPO打新资金解冻锁定3天,包括T、T+1、T+2,到T+3的时候返回账户。实际上如果没有中签,T+2的晚上才能返回账户,因此这部分资金不可能再申购这三天的新股。值得注意的是,IPO启动首轮融资需求中,主板拟上市企业纽威阀门筹集资金8.39亿元、新宝电器拟融资7.4亿元,三家创业板企业楚天科技、我武生物和全通教育分别欲融资2.5亿元、1.8亿元和1.1亿元,总融资额约21.19亿。经统计发现,这五只股票的网上发行加权平均中签率为1.362 409%,网下加权平均配售中签率为14.1744%,共冻结资金约2 255.5亿元。可见,在新股需求远远大于新股供给的背景下,自然会使得ASK的发行方底气十足,敢于以高价发行新股。

2. 发行者剩余和投资者剩余之间失去了平衡。发行者剩余是发行者对证券发行过程所能获得超额收益的预期,可用发行收益减去其账面价值和发行成本所得的差额来衡量。投资者剩余指投资者对投资与一级市场证券所能获得超额收益的预期,是投资者预期证券收益减去投资成本的差异。

在不考虑交易税和佣金下,两者用公式表示为:

发行者剩余( $S_1$ )=市场询价 $P(X)$ -账面价值 $C(X)$ -发行成本

投资者剩余( $S_2$ )=预期股票的价值 $V(X)$ -市场询价 $P(X)$

进行定价及是否发行的决策时,账面价、发行成本和预期二级市场交易价等是环境变量,可假定它们是确定的。那么发行者剩余和投资者剩余就是此消彼长的关系,其主要表现为三种关系:①市场询价较低时,投资者剩余较多,挤压了大部分的发行者剩余:这样的结果很可能打击发行者的积极性;②市场询价较高时,投资者剩余较少,而发行者剩余较多,甚至会挤压掉投资者在二级市场上的剩余,给投资者带来极大的申购套牢风险;③二者之间的均衡是最为公平的结果,因为其既能使发行者获取适当的剩余,不打击发行股票的积极性,又能使投资者拥有一定的剩余抵御破发被套牢的风险。

所以,只有在二者均衡的公平的市场中,IPO市场才能健康向上发展。显然,ASK的发行者对预期价格过高,且发行者剩余安排远高于投资者剩余。在投资者看来,如果公司基本面如同其招股说明书所言,则投资者剩余尚可观;但风险信息揭示后,可判断投资者剩余微乎其微,

甚至是负值。

3. 信息不对称可能损害市场信任。在社会政治、经济等活动中,一些成员拥有其他成员无法拥有的信息,由此造成信息的不对称。在市场经济活动中,各类人员对有关信息的了解是有差异的。掌握信息比较充分的人员,往往处于比较有利的地位,而信息贫乏的人员,则处于比较不利的地位;我国的IPO市场显然存在信息不对称的问题。IPO“三高”的现象主要体现在发行方与投资方的信息不对称,老股东和主承销商为了获得巨大的收益,即使他们很清楚公司的真实情况表现如何,却仍会做出很高的EPS预测,隐瞒一些重要的公司运营及财务信息。而广大中小散户获取信息的途径有限,可能由于缺少相关专业技术、成本效益等原因无法了解拟投资公司的真实情况,往往只能通过公司公布的有导向性的信息来估算公司的价值。

ASK公司漏报其主导产品奥西康的价格风险和安全风险可能产生的重大不利影响,将严重影响消费者对其股票价值的判断。如果以此定价发行成功,将导致利益天平严重倾向本次发行的“内部人”,使外部投资者遭受重大损失。颇具讽刺意味的是,ASK遗漏的风险信息,还比较容易通过行业公开信息得以判断,行业专家和分析人士较快地认识到了其风险实质。也许正是这一原因,导致ASK不得不放弃可能失败的IPO。

#### 四、完善我国IPO制度设计的建议

1. 完善做空制度。做空是规范市场的一个重要的制约机制,事实上就是对冲机制。只要有量化的风险敞口的成立,就有对冲的需求。对冲可以有效防止股市出现暴涨暴跌。因为在成熟资本市场,即使投行对新股的定价高到不合理,二级市场的投资者也可以通过做空机制,把新股估值下拉至合理的水平。在中国,融资融券制度实行后,虽然改变了只能做多、不能做空的机制,然而,融券的种种不便使得做空机制未能有效发挥。不过,渐行渐近的转融通业务,可通过引入市场力量,改变新股的高定价。当然如果把对冲作为牟利工具的话,可能又会放大这个暴涨暴跌,由此完善做空机制对于注册制是一个必要的假设。

2. 健全信息披露和权利救济制度。注册制是在市场化程度较高的成熟股票市场所普遍采用的一种发行制度。在注册制的背景下投资者需要承担自己的投资风险,“买者自负,卖者无责”是市场教条主义者所信奉的一个准则。这一个准则在市场经济条件中行得通是因为其背后有一个极其重要的假设条件,那就是信息是对称的;反之,在信息不对称的情况下,“买者自负,卖者无责”显然就成为包容造假人的一个准则了。笔者认为,健全上市公司信息披露应该从健全公司内部治理机制、完善公司信息披露机制和加大违反信息披露的惩罚手段入手。

除了营造良好信用环境,小股东在信息不对称情况

# 资金信托业务税收问题研究

吕明

(国家税务总局税务干部进修学院 江苏扬州 225007)

**【摘要】**2013年1季度末,信托公司全行业信托资产规模为8.73万亿元,已经超过当前保险业管理的资产规模,成为第二大金融部门。但我国尚未建立与信托属性特别是资金信托相适应的税收体系。为此,本文分析了不同运作模式下资金信托涉及的主要税收问题,并提出了建立健全我国资金信托税收体系的政策建议。

**【关键词】**资金信托 运作模式 税收

中国信托业协会发布的“2013年1季度末信托公司主要业务数据”显示,2013年1季度末,信托公司全行业信托资产规模为8.73万亿元,已经超过当前保险业管理的资产规模,成为第二大金融部门。在8.73万亿元信托资产中,资金信托业务资产余额为8.19亿元,占到信托资产总量的93.8%。然而,在信托业务的税制建设方面,除银监会与国家税务总局在信托税收框架上达成的税负公平原则、实际获益者纳税原则、与现行税制协调原则和前瞻性原则等共识之外,还没有建立与信托属性相适应的税收体系。这为信托行业,乃至整个“泛资产管理行业”(银行、

下做出的投资受到损失的时候,要去追溯谈何容易。在这种情况下,设置类似于权利救济制度(包括司法救济、仲裁救济和行政救济)就可以抗衡大股东侵权的行为,有效地保护投资者的利益,增强投资者的信心。

3. 完善交易与退出机制。由于交易机制与退市机制的缺陷,目前A股新股首日上市交易深沪均有一个较大的涨跌幅空间。而第二日的涨跌停板制度,可以为某些机构所利用,如能采取T+0即无涨跌板制度,就能使新股定位相对理性。

此外,目前A股退市制度不完善。研究美国市场发现,自1995年至2012年,纽交所共有3 000家左右公司退市,纳斯达克共有8 000家左右公司退市,数量相当可观。从市值上看,从2005年至2012年,纽交所退市公司市值高达3.1万亿美元,而新上市公司市值仅有1.3万亿美元,退市市值是新上市公司市值的2.5倍,如此之高的退市率,根本就无法产生新股不败的神话。如能完善退市制度,相关询价网下配售的股票在锁定期内,再出现问题则可触发退市,这样将遏制高成本配售持股,加大其持有风险,机构自然在询价过程中不得不理性行事。

保险、证券、基金行业等)的资产管理业务带来极大的税收风险,也成为税务机关税收征管当中的一大难题。

## 一、资金信托及其运作模式概述

所谓资金信托,是指委托人基于对受托人(如信托机构)的信任,将自己合法拥有的资金委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,按照约定的条件和目的,进行管理、运用和处分的行为。资金信托的运作包括债权模式、股权模式、介于二者之间的夹层模式,还可以投资于某种特定的权益(如特定资产收益权)等。

### 1. 资金信托的债权模式。债权模式下信托资金的营

## 五、结语

ASK事件实质上为管理层激进的政策敲响了警钟。改革后的新股发行体制下,高发行价、高市盈率等顽疾并未得到有效解决,反而产生老股套现狂潮,资本市场改革依然任重道远。目前我国正处于核准制向股票发行注册制的过渡期,2015年前后,国内股票市场或将全面实行股票注册发行制,期望管理层能够完善相关的注册制配套措施,促进我国证券市场逐步成熟。

### 主要参考文献

1. 蒋昌波.我国新股IPO高定价发行原因及对策——新股IPO定价模型研究初探.企业科技与发展,2011;6
2. 尚杰,林强.IPO定价过高的卖方因素和买方因素.东方企业文化,2012;1
3. 杨盛昌.IPO三高的成因及解决方略探究——基于供求理论的分析.郑州大学学报,2012;45
4. 王艺潼.华锐风电IPO高定价案例分析.辽宁大学硕士学位论文,2013
5. 张家林.我国新股发行上市制度规范的缺陷及其改善.上海经济研究,2010;12