

# 对我国股票发行市场化定价基础的探讨

赵振全 董秀良

(吉林大学数量经济研究中心 吉林大学商学院)

**内容摘要：**从 1999 年以来，我国股票发行制度进行了一系列以二级市场价格为主要依据的市场化改革，发行定价与股票市价高度相关。但我们认为，由于我国股市的非市场或弱式无效的特征，决定了股票市场还不具备市场化定价的基础。这种发行定价的制度性缺陷不仅造成了股票发行制度改革后实际效果与改革目标背离，而且使原本低效率运行的市场缺陷被进一步放大，并再次降低了市场对资源的配置效率。

**关键词：**股票发行定价制度； 市场效率； 资源配置效率

## 一、我国股票发行定价制度的沿革

长期以来，我国股票一级、二级市场一直存在着较大的价差，从对 1993 年至 1998 年首次发行 A 股的 626 家上市公司的初步统计结果看，IPO 二级市场首日收盘价与发行价相比，其平均升幅为 136%。从现有的资料看，工业化国家这一回报平均为 15%，而在新兴市场则接近 60%(杨瑞龙等，1999)，显然，我国股票一、二级市场的价差过大，并成为困扰我国股票发行工作的一大难题。由于一级市场巨大的无风险回报吸引了数千亿巨额资金长期滞留从事申购，二级市场长期相对低迷；并且，一、二级市场的“跷跷板”式联动效应十分明显，一级市场发行的股票越多，二级市场就越低迷，而二级市场的低迷又为上市公司股票再融资的发行带来了极大的困难，这种困境迫使管理层不得不通过控制股票发行速度来干预股市，然而政府的过多干预又使市场机制难以对政府行政职能进行有效的替代，政府职能难以转变，对股票市场健康、规范发展带来了极大的危害。因此，如何缩小一、二级市场的价差，解决政府的两难境地，就自然成为现阶段股票发行价格改革的主要目标之一。

1999 年以前我国股票市场的股票发行(首发新股(IPO)、配股、增发新股)采用的是行政式的固定市盈率倍数法。首发新股价格是根据发行人过去 3 年的每股收益和发行市盈率的乘积来确定，由于规定发行市盈率不超过 15 倍，因此，从 1992 年至 1999 年中期这段时间新股发行的市盈率一般在 13—15 倍之间；另外，上市公司再融资(主要为配股)价格确定与新股首发基本相同，也是采用固定市盈率定价方法，发行价格依据公司的经营业绩和证监会核定的发行市盈率来确定发行价格。从 1999 年中期开始我国股票发行制度相继进行了一系列旨在推动股票发行市场化的改革，1999 年 7 月 1 日《证券法》正式生效和 1999 年 7 月 29 日中国证监会《关于进一步完善股票发行方式的通知》的实施，标志着我国股票发行定价制度开始进入了市场化阶段。《证券法》明确规定“股票发行采取溢价发行的，其发行价格由发行人与承销的证券公司协商确定，报国务院证券监督管理机构核准”，《通知》还进一步指出发行公司与主承销商可制定一个新股发行的价格区间，允许发行公司与主承销商通过发行活动自主确定发行价格。从现行的定价方式看，股票发行价格基本上采取的是以市场中同类股票价格的类比或该股票以往的价格作为定价依据，并在此基础上进行适当比例的折价(一般为 15—40%)，发行价格与股票市价高度相关，即目前的市场化定价。那么，我国股票市场是否具备发行定价的市场化基础呢？

## 二、股票发行市场化定价基础的理论分析

在采取市场化进行发行定价时，其定价过程可以简单地表述为： $P_a = r \cdot P_b$ ，其中  $P_b$  为市场中同类股票的类比价格或该股票以往的价格(如在配股时采用的该股票最近 20 个交易日平均收盘价)， $r$  为发行时折价率(一般为 15—40%)， $P_a$  为股票的发行价格。若  $P_a$  定价有效率，其必要条件是  $P_b$  有效率，即股票发行定价有效率的前提是股票二级市场必须是有效率的。

关于证券市场效率的研究始于统计学家莫里斯·肯德尔，1953 年他在论文《经济时间序列分析，第一部分：价格》(Maurice Kendall, 1953)中首先提出了后来学者称之为市场有效性的问题。在此基础上法玛(E.F.Fama)在 1970 年提出了目前最有影响的“效率市场假说”理论(Efficient Market

Hypothesis), 该假说认为, 若证券市场在价格形成中充分反映全部相关信息, 则该市场是有效率的。并根据信息反映程度将市场效率划分为三种, 即弱式有效、半强式有效和强式有效。效率市场假说提出后, 国外学者运用各种方法和数据对此进行了实证分析, 发现发达国家的证券市场符合弱式有效和半强式有效。国内学者对我国证券市场有效性的实证研究结果表明, 在 1993 年以前是属于非市场有效(如吴世农, 1994; 简志宏、胡则成, 1997 等), 此后研究的结果多支持弱式有效(如范龙振、张子刚, 1998; 李凯等, 2000; 刘志新, 2000; 陈小悦等, 1997)。近年来, 国内学者对我国股市弱式有效的判断仍存在争议, 苑德军等(苑德军、李文军, 2001)、张亦春等(张宜春, 周颖刚, 2001)、王哲等(1999)的研究成果总体上倾向于中国股市还没有达到弱式有效。

股票市场效率、发行市场化定价效率及资源配置效率三者的作用机理是: 市场效率 ↔ 发行定价效率 → 资源配置效率。如果股票市场是有效率的, 则说明股票在二级市场交易价格已经充分地反映了与其有关的全部信息, 或更明确地说, 股票市价完全反映出其标的物的真实价值和供求关系决定的帕累托最优状态的均衡价格, 此时以此价格作为新股发行定价的判断依据是有效率的; 反过来, 如果股票市场运行是低效的话(即价格发现功能弱) 则说明股票二级市场的交易价格还不足以反映出其真实价值和供求关系决定的帕累托最优的均衡价格, 这时以此价格作为股票融资定价的判断依据显然是缺乏效率的。非市场有效或弱式效率市场的研究结果正说明, 我国目前的股票价格还不足以迅速、准确地根据可获得的所有公开信息进行调整, 股票价格还不能反映该证券所代表公司的真实价值, 也不足以反映出供求关系决定的帕累托最优的均衡价格。因此, 本文认为, 我国股票市场融资定价还不具备以股票二级市场价格作为定价主要依据的基础, 而且由于其缺乏所隐含的重要假设条件, 这种定价制度存在着根本性的缺陷。

### 三、股票发行定价市场化后的实际效果

以下从三个方面分析我国股票发行制度当前的市场化改革产生的效果。

1、股票发行价格大幅度上升。随着对股票发行价格的松绑, 股票发行定价的一个明显效果是一级市场发行价格大幅度上升。从表 1 可以看出, 发行价从 1998 年的平均每股 5.13 元迅速升至 1999 年的 6.61 元、2000 年的 8.35 元、2001 年 1 至 10 月的 9.14 元。

**表1 历年上市公司IPO平均发行价**

年度	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001.1-10
发行价	4.58	4.52	4.26	5.86	6.2	5.13	6.61	8.35	9.14

资料来源: 2001 中国证券期货统计年鉴及中国证监会统计分析报告系统资料整理而成, 以下各表同

1999 年初至 2001 年 11 月下旬 189 家首次发行 A 股的上市公司统计发现, IPO 价格与上市首日的收盘价格相比其升幅达到 139.2%。换句话说, 发行价格放开后一级市场价格的上升并没有带来向二级市场价格的自然回归, 一、二级市场的价差并没有因此而缩小, 而是表现出一种“水涨船高”的效应, 与定价改革的初衷出现了极大的背离。

2、股票一、二级市场的价差扩大。通过对 1999 年初至 2001 年 11 月下旬 189 家首次发行 A 股的上市公司统计发现, IPO 价格与上市首日的收盘价格相比其升幅达到 139.2%。换句话说, 发行价格放开后一级市场价格的上升并没有带来向二级市场价格的自然回归, 一、二级市场的价差并没有因此而缩小, 而是表现出一种“水涨船高”的效应, 与定价改革的初衷出现了极大的背离。

3、金融资源的配置状况是短期募集能力增大而资金配置低效。随着一级市场价格的迅速提高, 相应地上市公司的短期融资能力得以迅速上升, 平均每家公司的首发融资金额越来越大。同时, 由于发行制度的变革降低了对公司以往业绩指标的要求, 使得更多的公司得以从股票市场进行再融资, 市场整体融资规模也随之扩大。而与之形成鲜明反差的是公司的经营业绩却在不断下滑(参见表 2); 短期融资能力的提高对公司业绩的改善作用有限, 据统计, 2000 年业绩大幅下滑的 68 家公司中, 有 39 家是在 2000 年以来进行首发、配股或增发的。

**表2 历年上市公司平均首发融资额与公司业绩对比**

年度	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
每股收益(元)	0.34	0.31	0.33	0.25	0.24	0.25	0.19	0.21	0.2
净资产收益率%	13.86	13.82	13.10	11.03	10.14	10.05	7.62	8.28	7.72
平均每家融资金额(亿元)	1.09	1.35	0.75	0.3	0.92	3.64	3.65	6.41	6.89

根据中国证监会对 2000 年上半年募集资金投向情况的统计，上市公司普遍存在着资金闲置的情况，首发融资、配股及增发新股融资总计闲置比例达融资总额的 53.85%。上述情况表明我国上市公司“重融资，轻使用”问题十分突出，大量稀缺的金融资源被闲置、浪费说明我国股票市场资源逆配置问题严重，并存在一定程度的过度融资问题。

从理论上讲，用市场机制对政府行政职能的替代不仅是市场化改革的必然选择，也是市场经济发展的内在要求，而且，用市场公平交易所产生的价格进行发行定价，应能引导金融资源配置更有效率，为什么实际效果会出现如此巨大的反差呢？

#### 四、对实际效果的解释

1、对发行定价制度改革后一、二级市场价差解释。股票发行定价改革的目标之一是试图通过对一级市场的价格松绑以此来缩小一、二级市场的价差，但这里明显地隐含了一个重要的条件，即股票二级市场是有效率的。假如二级市场运行确实是有效率的，交易价格反映了其标的物的真实价值和帕累托最优状态的均衡价格，那么随着一级市场发行价格的放开，确实会带来发行价格向代表其真实价值的价格进行回归。但正如前文所述，由于我国股票市场效率较差，价格发现功能弱，二级市场的价格并不能代表其真实价值，而且由于上市公司股票中只有三分之一的股票是流通的，其余三分之二的国有股、法人股不能流通，二级市场的交易价格也不是最优状态的均衡价格。因此，一级市场所谓的市场化改革并不会带来一级市场价格向二级市场价格的自然回归。反过来上述现象也说明了现阶段股票二级市场运行效率低，价格发现功能弱的事实。

2、对资源配置低效率的解释。引致我国股票市场资源配置低效率存在两重原因，第一重是作为新兴市场自身的发育不健全，市场的有效性差造成的。这种市场自身的缺陷是造成股票市场资源配置效率低下的初始原因；第二重原因是在企业制度强制性变迁背景下股票市场赶超式建立过程中制度性缺陷所引致的。在市场化定价中，市场运行效率和发行定价效率之间存在着相互式自增强的作用机理，即市场效率 $\leftrightarrow$ 发行定价效率。因此，市场运行效率低导致发行市场化定价效率低，而发行定价效率低又会进一步弱化市场的运行效率，并最终再次降低市场的资源配置效率，这是引致我国股票市场低效率进而对资源配置低效率的深层次原因。当然，造成股票市场资源配置低效率的制度性缺陷还包括其他方面，本文仅从定价制度对市场运行效率作用的角度作进一步分析。

发行的高溢价降低了股票二级市场的投资价值，增大了市场的投机气氛，弱化了市场的效率。长期以来，由于我国上市公司只有近三分之一的股份可以流通，因此股票一级市场发行溢价幅度一直较大，而股票发行制度改革的实际效果使发行高溢价问题更加严重，股票的投资价值的降低不可避免地造成了我国股票二级市场的投资者只能靠市场炒做来搏得资本利得，增大了二级市场的不合理波动，二级市场被人为地增加了更多的投机气氛，加剧了市场风险也弱化了市场的价格发现功能。

发行的高溢价扰乱了二级市场正常的交易秩序。首发和再融资的高溢价，使上市公司的资本公积金大幅度上升，这种快速上升并非来自公司经营业绩的改善，而仅仅是发行高溢价的结果。这样就造成了上市公司有条件以公积金快速地进行大比例转增股本，这也正好给了股市“庄家”借机反复拉抬股价，然后再利用除权效应不断套现提供了机会。这种融资 大比例转增股本 再融资 再大比例转增股本的现象与股市中的“庄家”现象同时伴生，极大地扰乱了二级市场的交易秩序，降低了市场价格发现功能，同时也增大了市场风险。而且公司融资能力与股票二级市场价格高度相关，在上市公司整体治理结构不健全和市场监管滞后的背景下，为上市公司与股市“庄家”联手操纵股价提供了一种制度安排。

另外，发行的高溢价一方面助长了上市公司的“免费资本幻觉”，进一步扭曲了公司的融资行为；同时也造成了股东之间严重的权责利的不对称，动摇了有效率的公司治理在我国上市公司中的形成，并进而动摇了股票市场健康发展的基石。这种由于发行定价机制的缺陷造成市场效率下降的最终后果是再次降低了股票市场资源的配置效率。

#### 五、基本结论

作为融资制度改革的方向，市场化取向无疑是正确的。但由于我国证券市场的初期发展特点，非市场有效或弱式有效性决定了证券二级市场的价格发现功能较弱，而且上市公司 65%左右的国有股和法人股不能流通，而只有不到 35%的社会公众股在流通，以股票二级市场市价为基础确定的发行价格还算不上真正的市场化定价。另外，由于市场尚不规范，股票价格被人为操纵现象又十分普遍，因此，目前我国股票发行定价市场化还缺乏必要的基础。在我国股票市场还不成熟、有效的公司治理结构还没有建立以及市场中介机构自律性还较差的情况下，发行定价的市场化非但不能充分利用市场的价格功能，相反却再度放大了市场的缺陷，降低了市场运行效率。另外，正如 La Porta 等人指出的“改革的策略不是创造一系列理想的规则，然后观察它们能怎样很好地实施，而是要制定一些只能在既定结构内实施的规则” (La Porta、Lopez-de-Silanes、Shleifer and Vishny, 2000)。因此，本文认为，股票发行市场化改革必须和市场的发育阶段、上市公司的治理水平、市场中介机构的自律程度以及市场的监管水平结合起来，而目前在不具备上述条件的情况下，对公司业绩、资产状况等融资条件放的过低必然造成制度“创租”和上市公司“寻租”的局面，从近几年投资者对上市公司再融资的不认可(即将上市公司的配股普遍说成是“圈钱”等)以及今年上半年在增发新股融资上所暴露出的问题(市场中将其称之为“增发地雷”)也正说明了这一点。结合我国股票市场现阶段的情况本文认为，在股票发行时应该注意以下几方面问题：

1、股票发行市场化改革次序问题。股票发行市场化定价是作为股票发行制度由行政审批制向核准制改革的一项重要内容而推出的，然而作为核准制的另一项重要内容“取消额度控制”却明显滞后，在股票供不应求的情况下，发行价格限制的放开必然造成股价畸高，从而在均衡价格与实际发行价格之间创造了较大的行政性“租金”。因此应该股票供给改革在先，价格管制放开在后。

2、借鉴发达资本市场的作法，将上市公司的融资规模与资产状况、公司业绩适当结合起来。这样一方面使资产状况好、有发展潜力的公司得到资本市场必要的金融支持，另一方面又可以避免上市公司的“圈钱”行为。

3、加强对募集资金的管理，如要求上市公司在银行为募集资金建立专门的银行帐户，银行有相应的监督责任。

4、加强对中介机构如承销商、会计师事务所、律师事务所的责任认定。虽然随着核准制的推行，中介机构的责任相应的增大了，但从目前对违规者的处罚显然还没有起到实质性的约束作用和对投资者利益的保护程度，因此建立关于股票发行和交易有关的投资者民事赔偿机制就显得尤为重要。

参考文献：

- [1]杨瑞龙、赖步连、周业安，公司上市的经济解释[J]，《中国工业经济》，1999 年第 9 期。
- [2]陈霆，试论新股发行价格改革[J]，《中国工业经济》，1999 年第 9 期。
- [3]吴世农，上海股票市场效率的分析与评价[J]，《经济研究》，1994 年第 08 期。
- [4]简志宏、胡则成，股市有效性的经验研究[J]，《武汉工业大学学报》，1997 年 3 月。
- [5]陈小悦、陈晓、顾斌，中国弱式效率的实证研究[J]，《会计研究》，1997 年 9 月。
- [6]范龙振、张子刚，深圳股票市场的弱有效性[J]，《管理工程学报》，1998 年 3 月。
- [7]刘志新，运用马尔可夫链对上海股市有效性的检验[J]，《系统工程》，2000 年 1 月。
- [8]李凯等，我国证券市场有效性实证分析[J]，《东北大学学报》自然科学版，2000 年 6 月。
- [9]张宜春、周颖刚，中国股市弱式有效吗？[J]，《金融研究》，2001 年第 3 期。
- [10]王哲、王春峰、顾培亮，小波分析在股价数据分析中的应用[J]，系统工程学报，1999 年第 3 期。
- [11]王广谦，《经济发展中金融的贡献与效率》[M]，中国人民大学出版社，1997 年版，第 139 页。
- [12]Fama,E.F.1970.Efficient capital market : A Review of Theory and Empirical work[J]. Journal of Finance 225 : 383-416.
- [13]Kendall,Maurice,1953,The analysis of economic time series,part I:price[J],Journal of the Royal Statistical Society,96.
- [14]La Porta Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, 2000, Investor Protect and Corporate Governance. NBER Working Paper

(2003 年 6 月发表于《21 世纪数量经济学》(第三卷))