

聚焦 FOCUS 新股估值定价研讨会

陈东征:让市场各方公平参与博弈



证券时报记者 杨丽花

在上周五举行的新股估值定价研讨会

会上,深圳证券交易所理事长陈东征表示,切断新股发行过程中的利益链条,建立公平的估值定价环境,让市

场各方参与者公平参与博弈,是形成合理发行价格的前提条件。

陈东征说,我国新股发行体制的不断完善需要较长时间。当前一些公司仍存在着发行定价偏高、超募资金较多的问题,主要是由我国资本市场的复杂性和渐进性的特点决定的。总体而言,新股估值定价方面的问题属于阶段性和局部性问题,不会影响多层次资本市场快速发展的大局,必将在发展过程中逐步得到解决。新股估值定价应毫不犹豫地继续坚持适合我国新兴加转轨市场特点的市场化改革趋向。

陈东征认为,新股合理估值需要建立公平的新股估值定价环境,让市场各方参与者公平参与博弈,是形成合理发行价格的前提条件。公平定价必须要切断新股发行过程中的利益链条,防止潜在利益冲突带来的恶劣影响。保荐机构

或保荐代表人直接或间接持有发行人的股权,询价对象与承销人以及承销人之间存在密切的业务联系和其他关系,都将在一定程度上影响到新股定价的公平性,券商加直投的模式备受争议就与此有关。必须高度重视新股发行利益链的问题,如何切断利益链条需要深入调查研究,及时采取有效措施。

陈东征还表示,要强化新股估值定价的市场化约束。要增加估值定价的透明度,强化对询价对象报价情况的市场监管;建立奖优罚劣的监管机制,淘汰报价质量较差的询价对象,提高询价对象整体报价能力;进一步完善定价机制,提高中小投资者在估值定价过程中的话语权;强调市场化约束,有进有退、有进有出;中介机构及从业人员必须从市场发展的大局出发,勤勉尽责,不要见小利而忘大局。

中国证券业协会会长黄湘平:

提高定价能力是券商差异化经营基础



中国证券业协会会长黄湘平在研讨会上表示,总体上看,新股发行体制改革已经取得了阶段性的成功,但新股估值定价还存在定价偏高等一些的问题。他要求询价机构提升研究新股估值定价的能力和水平,并认为这是券商差异化经营的基础和起点。

黄湘平表示,2009年6月以来,证监会分阶段逐步推进了新股发行体制改革,并已取得阶段性成果,但同时也存在一些问题。一是新股定价偏高的问题仍然存在;二是各市场参与主体对归位尽责的相关要求还没有贯彻落实到位;三是保荐机构、询价机构业务水平还有提升空间。

针对上述问题,黄湘平要求保荐机构和询价机构进一步提高对新股报价工作重要性的认识,正确把握研究能力提升与业绩增长之间的关系,努力提高研究定

价水平,因为这是券商差异化经营的基础和起点。

黄湘平同时要求询价机构加强对新股报价业务环节的合规制度建设,进一步提升对公司合规建设与业务发展之间辩证关系的认识,不断加强针对新股询价与申购业务合规与风险控制的制度建设,切实杜绝道德违规风险发展的可能性。

他要求相关中介机构从业务规则出发,进一步完善和细化业务流程,杜绝执业过程中出现人为的、非专业的低级错误;各保荐机构要进一步加强对自主推荐的询价对象事前甄选和事后督导工作。在选择推荐类询价对象时,要严格比较推荐标准,确保所推荐机构的高水准。在完成询价对象的备案工作后,要坚持对所推荐机构的持续督导工作,确保询价对象自主推荐工作的顺利开展。

(晓波)

理性看待新股发行“三高”问题

证券时报记者 杨丽花

新股估值定价研讨会举行了理性看待“三高”现象的专题讨论。深圳证券交易所副总经理周明认为,“三高”(指高发行价、高市盈率、高超募资金)问题很难清楚界定,对待“三高”问题要动态考察,除了估值本身外,还要结合我国GDP(国内生产总值)增长速度以及企业成长性进行分析。

中信证券投行执行总经理孙毅认为,从新股估值定价流程上看,境内外存在明显差别:海外市场一个发行项目从启动到形成价格长达近20个工作日,而A股的定价流程从启动到形成最终价格大概也就3-5个工作日。由于A股的发行价形成时间非常短,投资者所掌握的信息很有限,投资价值分析报告本身对价格的引导作用很强。对比中外发行制度的差别可以看出,中国的“三高”问题可以通过制度的完善得到解决。

招商证券副总裁孙议政提出股票市值等于股票实际价值加证券化溢价的观点,并因此认为证券化溢价水平过高才是造成新股发行“三高”的主要原因。对此说法,周明认为,这个公式还应该加上投资者对企业的成长预期。

孙议政认为,解决“三高”必须扩

大投资渠道。“三高”一定程度上是由中国的投资资源偏少决定的,因此,不仅需要加快发行节奏,未来新三板市场也是一个重要的投资分流方向。

高盛华证证券总裁蔡金勇分析了当当、优酷上市的案例后认为,“三高”本身没有讨论意义,真正需要关注的是中国资本市场的内涵。从长远来看,简单地通过技术指标来衡量企

业发展的前景是不客观公允的,更要结合企业未来的市场环境、成长预测动态考察其估值。他同时提醒投行和发行人要对自己保荐和提供给市场的企业负责,其中盈利预测目标能否达到至关重要。如果投行推荐的企业出现业绩快速下滑,或所预计的成长性不能兑现,这样的投行可以被认为缺乏诚信,是欺诈行为,不值得

投资者信任,必须要进行打击。

广发证券常务副总裁林治海认为,新股发行定价的市场化改革方向充分体现了证券市场公开、公平、公正的原则,同时极大地压缩了发行价格与一二级市场差价,提高了证券市场的资源配置效率;超募资金作为上市公司的募集资金参与经营运作,为全体股东创造效益,符合股东利益最大化的原则。

王亚伟:破解“三高”有三招

证券时报记者 郑晓波

华夏基金副总经理王亚伟在会上建议,在新股发行过程中引入风险共担的制衡机制,具体措施为:主承销商拿出部分承销收入购买一定数量的所承销股票,并锁定一年。

王亚伟表示,目前新股发行过程中仍然存在着一些不合理的现象,其根源在于缺乏一套有效的制度来约束发行人和承销商的行为。为此他提出三项建议。

一是规定询价覆盖到80%以上询价机构的范围有效,如果有超过20%的询价机构放弃报价,则视为询价无

效。“这样可以有效防止卖方操纵询价过程和询价结果。”他说。

第二条建议是:主承销商拿出承销收入的50%,按照目前承销费4%-6%来算,一般拿出承销金额的3%,按照询价结果购买所承销股票发行数量的2%-3%,并且锁定一年。

“引入这种风险共担的制衡机制,有助于让承销商既站在卖方的市场上考虑问题,又站在买方的立场上考虑问题,最终选择一个比较中立的立场,从而抑制询价越高越好的冲动。”王亚伟说。

此外,他还建议新股发行采取批

发行、批量上市的方式。王亚伟说,新股采取小批量发行、小批量上市的方式,使得市场始终处于一种饥饿的状态,投资者在饥不择食的状态下无法货比三家,容易造成“三高”问题。他建议每个月集中安排30家新股同时发行。从公告到发行留出一个月的时间,供一级市场投资者充分思考、比较。同时,每个月安排30家新股同时上市,在发行后到上市之间,也同样留出一个月的时间供二级市场投资者冷静思考、比较。这样可以在很大程度上缓解新股供不应求的局面,提高询价机构的谈判能力。更重要的是,可以抑制二级市场的投机炒作。

上海证券交易所总经理张育军:

建立利益冲突规避机制



上海证券交易所总经理张育军上周五在新股估值定价研讨会上表示,大力发展多层次资本市场,需要进一步推进发行制度改革。推进新股发行制度改革的核心,是要坚定不移地推进新股发行的市场化进程。他认为提高新股定价的有效性需做好三项工作,其中有必要在市场参与各方之间建立一个利益冲突的规避机制。

张育军表示,大力发展多层次资本市场,需要进一步推进发行制度改革。如果没有新的发行方式的引进,我们就难以在多层次市场上取得进展。发行制度改革为多层次市场打开了空间,如果没有发行标准的调整,就不会有中小板、创业板市场。”他说。

对于新股发行的“三高”、破发等问题,张育军表示,这些现象既是市场进步的表现,也是今后需要改进的重要方面。“当前破发不是多了,而是少了,它反映的是市场正在发挥作用。包括香港市场在内的海外市场,每年的破发比例至少在50%左右。定价不是上市后上涨30%、50%才是对的,有人愿意买又有人愿意卖,从这个角度看,‘三高’问题是存在的。”

张育军说,推进新股发行制度改革,其核心是要坚定不移地推进新股发行的市场化进程。他认为,在提高新股定价的有效性方面,最主要的是要做三项工作。一是要全方位提高市场参与

各方估值定价的专业水准。目前,在新股定价当中,个别询价机构和保荐机构出价很随意,风险分析面面俱到但不够深入。作为卖方,承销商把价格定得特别高可以理解,但作为买方,基金公司也在各种场合宣称某某企业80倍、100倍市盈率估值不高,这是很难理解的。这说明询价机构在专业水准、自我保护意识上还有很大的改进余地。以此来看,提高估值的专业素质和专业能力,是提高定价有效性的一个很重要的方面。

二是作为市场参与各方,有必要建立一个利益冲突的规避机制。如果保荐人没有利益规避机制,卖产品就容易把企业说得天花乱坠,买产品的基金公司责任心也不会太强,定价再高先报出去再说。这是不合理的。因此,投行、保荐人利益规避机制的建立、完善十分必要。”张育军强调,只有建立真正的市场约束机制,才能使中介机构在估值定价时勤勉尽责、诚实守信,否则保荐机构、询价机构对企业的定价是草率的,投资者对企业给出的定价接受起来也会是草率的。

三是加强投资者教育。培养理性、专业、成熟、自律的投资者,仍是市场估值走向合理的关键。在张育军看来,只有市场参与各方变得更加专业、理性、成熟,市场的估值才能向着合理的方向逐步迈进。

(肖波)

买卖双方激辩新股自主配售权

证券时报记者 郑晓波

尽管新股发行的市场化改革已经是业界共识,但券商自主配售权是否在下一步改革中推出仍然引发争议。在上周五举行的新股估值定价研讨会上,来自卖方的发行人、券商和来自买方的基金公司两个阵营,就是否应该赋予券商、发行人自主配售权展开了激烈交锋。

卖方:自主配售权意义重大

投行人士普遍赞同在新股发行过程中给予券商自主配售权。广发证券常务副总裁林治海在会上表示,自主配售权是未来券商承销业务的一个发展方向。

在林治海看来,由于中国金融市场的广度和深度不足,可供选择的金融工具有限,使得股票发行的供求关系不平衡,弱化了券商培育市场化配售的能力。新股不愁卖,不用去考虑怎么样培育自己的机构投资者、机构客户,当前我国投行的配售能力是很弱的。新股不愁卖还导致了过多的券商热衷于从事“投行业务。”他说。

招商证券副总裁孙议政也持类似观点。他认为,未来随着新股供求关系趋于平衡,发行市盈率和二级市场估值都会降到一个合理的水平,届时监管层将会赋予券商自主配售权。但他同时指出,目前一二级市场的价差仍然较大,打新仍有很大收益空间,券商即使获得自主配售权也不敢用,否则很难保证不出现问题。

作为企业界代表,宁波港董事、副总裁戴敏伟在会上也力挺券商、发行人



郑晓波摄

配售权。他说,价值投资者对一个企业的长远发展具有重要意义,但目前新股发行制度没有给发行人和主承销商提供更多的选择权,长期投资者和短期投资者的待遇也没有区别。他建议考虑给发行人和主承销商一定程度的配售权,循序渐进地推进新股发行的市场化进程。

买方:不能给予自主配售权

作为买方的基金公司,则坚决反对给予券商配售权。

华夏基金副总经理王亚伟在会上表示,在国外IPO(首次公开发行)已经完全市场化,承销商在发行过程中不仅要

考虑卖方的利益,还要维护跟他们有长期合作关系的买方客户的利益,这样承销商就能站在一个相对中立的立场上去行使职责。但国内的新股是“皇帝女儿不愁嫁”,再给予主承销商配售权,不仅无助于让主承销商回到客观公正的位置,反而会使买卖双方博弈力量失衡的状况更加恶化。这对新股询价的市场化有害无益,更容易导致暗箱操作,有违证券市场的“三公”原则。”王亚伟说。

会上,学者代表、燕京华侨大学校长华生也坚决反对推出主承销商自主配售权。他说,在股票卖不出去的市场中,给券商配售权是可取的,因为要靠

他们去营销,去找到优质的投资者。但在中国这样一个新股供不应求的市场上,给券商配售权就是给他们特权。国际上一些成功的做法我们不能简单地移植,要考虑到在中国国情下,这种做法会不会走样,造成更大的麻烦。”他说。

据了解,自主配售权是监管层下一步发行体制改革的政策选项之一,但由于市场环境不成熟,目前监管层对此有所保留。证监会主席助理朱从玖在今年两会期间表示,给予券商配售权需要考虑的一个前提是,未来新股是不是还像现在这样容易发行。他强调,给予券商配售权需要加强对券商推荐行为的规范。