

创业板市场的 IPO 研究

黄俊辉, 王浣尘

(上海交通大学 管理学院, 上海 200030)

摘要: 本文较为全面地研究了创业板的 IPO 市场。风险企业 IPO 是风险资本退出的有效渠道, 风险型企业中的“内部投资者”——风险投资家, 将在企业 IPO 的时间决策、定价和股权结构等方面发挥特别作用; 同时本文对创业板市场的定价、承销机制等提出了一些建议。

关键词: 创业板市场; IPO(首次公开发行); 风险资本

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2002)02-0042-04

一、简介

风险资本市场是由私人权益资本市场和专门为中小高成长性企业设立的证券市场(如创业板市场)两个部分有机组成。在股票市场公开上市(即 IPO)是指将企业的股份在公开股票市场上出售给广大的投资者的行为。

证券市场的发展伴随了企业 IPO 的创新。发行制度向核准制的改进; 创业板市场的 IPO 企业由于风险投资家的参与, 在 IPO 的时间安排、定价、股权结构和公司治理等方面表现出特殊性; 同时, 科技含量高且具有高成长性、高风险的中小型 IPO 企业, 其价值的评估与传统企业具有很大差别, 这就要求在 IPO 时运用创新且合理的定价方法; 作为一个创新的证券市场, 要求在 IPO 的竞价和承销等方面也必须市场化, 并勇于借鉴和改进。

二、IPO 退出的重要性和可行性

理解股票市场和风险投资市场之关键联系在于理解风险投资基金和风险投资家, 以及风险投资家与创业者间的隐含、明确合同安排。下面我们通过两个非正式模型来解释企业 IPO 在风险投资退出策略中的重要性和可行性。

风险投资基金和风险投资家间合同关系的描述性模型, 如图 1。风险投资退出可实现风险投资基金一个风险投资家之合同关系的退出, 以及风险投资基金和基金提供者退出并再投资。其对应三个合同问题, 基金提供者需要一种方法以评估风险投资家的投资技能; 基金提供者需要评估风险投资的风险和回报(和其他投资方式); 风险投资基金从其行业知识不再适应目前投资机会以及投资并不成功的基金管理者处撤出资金。

以 IPO 方式退出时的描述性模型, 如图 2。通过 IPO 退出, 可使风险投资家和创业者进入

收稿日期: 2001-09-30

基金项目: 国家自然科学基金项目(79990580)

作者简介: 黄俊辉(1973-), 男, 四川犍为人, 上海交通大学管理学院博士生;

王浣尘(1933-), 男, 上海人, 上海交通大学管理学院教授, 博士生导师。

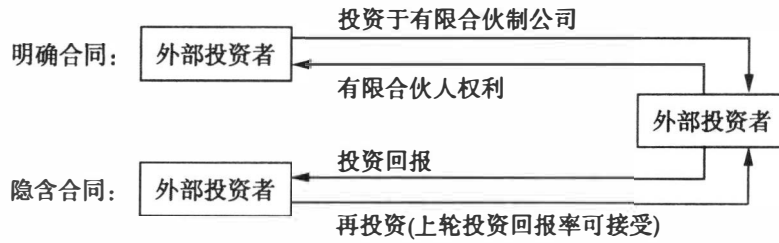


图1 风险投资基金—风险投资家合同关系模型

一个关于未来控制权的隐含合同。如果风险企业获得成功,通过 IPO 退出而获得控制权的机会将给予创业者除股权增值外的另一强大激励,也即 IPO 退出将给予创业者一份以业绩为标的,关于控制权的看涨期权。而这在以银行为主的资本市场体系中,是很难复制的。

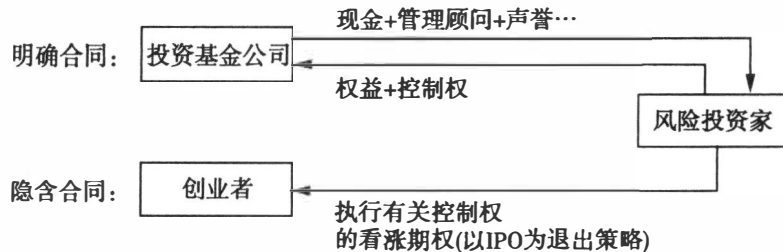


图2 IPO 退出策略之合同关系模型

Chemmanur & Fulghieri(1999)通过模型分析指出,企业 IPO 的主要好处在于公开市场融资比私人权益融资成本更低。Subrahmanyam & Titman(1999)指出,当私人权益投资者更能获得准确信息时,私人权益融资优于公开市场融资;但反过来不一定正确。

以上的研究都表明,我国目前要大力推行风险投资业,关键要健全风险资本市场,如推出创业板市场,让风险投资有一个“出口”,另外还可完善资本市场结构,优化资本的配置功能,促进我国中小型企业的快速发展。

三、创业板市场 IPO 的发行条件和审批制度

发行上市制度是证券市场最重要的制度,具有基础性作用。与主板市场相比,创业板市场的上市标准要低,按照中国证监会 2000 年发布的《创业企业股票发行上市审核规则(征求意见稿)》,申请在创业板市场上的企业必须有持续的两个完整会计年度的营业记录;在首次公开发行股票后,股本总额必须达到 2000 万元以上,而并无盈利要求等。目前国内有些学者在分析了 NASDAQ 等国外创业板市场持续低迷后,提出要提高我国创业板市场的 IPO 条件。需要斟酌的核心指标一般包括保荐人、公众持股比例、股票锁定或禁售、经营年限或设立年限、公众流通股数量、资本额、股东人数、信息披露、公众流通股市值等,但我们认为我国目前的创业板 IPO 条件没必要进行大的调整,关键是建立和健全相关的监控、披露和其他维持市场持续的处理措施,如强化保荐人制度,制定严格的退市制度,加强交易监管和信息披露及上市企业的违规处理等。

从 2001 年 3 月份起,我国股票 IPO 一改以往的指标额度和审批制而采用国际惯例的核准制。创业板市场是一个创新型的市场,应以市场机制为主,目前宜采用核准制,在将来条件成熟时,再过渡到注册制。

四、创业板市场 IPO 的时间决策

创业板市场的 IPO 企业,往往都有风险投资家的参与,而正是这种参与,决定了创业板市场在 IPO 的时间安排决策上具有不同于主板市场的特殊性。对于欲在创业板市场 IPO 的企业,在进行 IPO 时间决策时,应在企业发展需要、管理层控制需求、证券市场行情及风险投资家情况间

进行综合权衡,减少企业被安排“早熟”IPO的可能性。在引入风险投资时,尽量选择在IPO市场有较多经验和声誉的风险投资家,以帮助企业在有利的时机,以有利价格成功地进行IPO。在企业进行IPO之前,尽量通过各种渠道向公众发布企业的相关信息,通过降低外界的信息成本,为企业有效的IPO创造条件。

五、创业板市场IPO的定价问题

1. IPO企业的价值评估

传统的股票估值模型主要依据IPO企业的现实价值,其着眼点放在分析IPO企业目前拥有的盈利或现金流上面,这对于发展成熟的企业比较适用,如传统的市盈率定价模型(P/E)、现金流量折现定价模型(DCF)、股息增长定价模型以及净资产定价模型等。但这些模型不适合被用于对风险型企业进行定价。对于具有高科技含量、高成长特性的创业型企业,目前国际上最具代表性的估值模型主要有市盈率模型(P/E)、价格销售比模型(P/S)、市值销售比模型(M/S)、理论盈利倍数分析模型(TEMA)、营销回报模型(MR)以及经济附加值模型(EVA)等。对创业板市场的IPO企业评估有一定指导意义的是“经济附加值模型”。该模型的核心思想是,经济附加值并不单纯解释利润增长,只有当一个公司赚取了超过其资本成本的利润时,才有其公司价值的增长。公司的市场价值应该由两个部分组成:第一是当前的营运价值,这是对公司当前营运业务的市场价值的一种度量;第二是公司未来增长价值,用于度量公司期望增长价值的贴现值。当然,公司未来增长价值是一个不确定的预测值。经济附加值模型认为在确定新上市公司基准价时应全面关注各种因素,不仅要考虑公司前期盈利能力、资产质量、产品技术含量,而且要涵盖未来一段时间内公司预期业绩和产品增长率、公司经营风险大小及市场可比上市公司股票市盈率等。根据这些因素进行定量加权平衡确定基准发行估值价。

2. 发行抑价(Underpricing)现象

新股发行价格往往会低于新股上市首日的价格,也即存在新股发行抑价现象。在我国主板市场存在严重的发行抑价现象。这种现象主要是由定价非市场化而引起的,对市盈率的限制导致了新股发行价格的扭曲。市场化设计的我国创业板仍然将面对这一问题。新股发行抑价与IPO市场特有的信息不对称等多种因素有关。风险投资家与投资银行、审计师在创业板IPO市场的特有关系,以及其声誉资本的收入,将使其在安排风险型企业IPO时,尽量公开企业相关信息并起证明作用,从而致使发行抑价的降低。我国需要培育和发展这种市场关系。另外还要不断改进和完善新股的定价机制,最大限度地让市场来发现价格,进而减小发行抑价现象。

3. 定价机制设计

定价机制设计的目的在于消除IPO市场的信息不对称,发现价格,在投资者间进行股票的合理分配,从而建立对IPO企业治理和发展较为理想的股权结构。IPO企业在询价前,需要通过路演(Roadshow)推介活动向投资者公开企业信息。这对促使IPO企业进行真实信息的披露和保证公平的价格发现。对创业板的IPO市场,应在加强现有的网下、网上路演外,不断开发新的路演方式,使信息的发布效率更高。

询价机制一般可分为网上询价和网下询价两类。通常对机构投资者采取网下询价,而对散户出于成本与操作难易程度的考虑通常采用网上询价。通过询价可确定合理的新股发行指导价或价格区间,从而降低新股发行抑价,保证市场的公平和有效。

而竞价与承销机制一般有累计投标方式、竞价方式、固定价格公开认购方式和固定价格允许配售方式,从市场的要求来看,竞价发行将取代定价发行而成为主流。承销安排上,采用配售与公开认购并举的混合方式渐成趋势。

为了既合理地满足散户投资者和机构投资者的利益,同时又考虑到承销商风险及企业股权结构的有效性,我们认为我国创业板市场的IPO也应采用上网发行和向机构投资者配售相结合

的方式,即网下对机构投资者累计投标询价与网上对公众投资者累计投标询价同步进行。借鉴国际证券市场的经验,还应不断地对承销方式进行创新和改进,尤其是从 IPO 领域中最敏感、最薄弱的环节即价格机制着手进行改革,如引入目前广泛应用的“回拨机制”和“绿鞋期权机制”。

六、结 论

我国的创业板市场是一个市场化设计的创新型市场,它的功能定位以及上市企业定位,与主板市场相比具有其特殊性。创业板的 IPO 市场将成为风险投资从风险企业退出的有效渠道。而作为“内部投资者”的风险投资家,和外部投资者在 IPO 企业相关信息上存在不对称。因此,有风险投资家支持的企业在 IPO 时间安排上一般要早于其他企业,而不同的风险投资家,在其参与的企业的 IPO 时间决策上也表现出不同。在定价和发行机制上,风险投资家因在 IPO 市场上声誉资本的投入,以及和投资银行、审计师等形成的长期特殊关系,会起到第三方的证明功能,从而减小信息不对称和相应的发行抑价程度。另外,创业板的 IPO 市场的机制设计,也需从市场角度,改进路演、竞价和配售方式,采用累计投标的竞价方式,在应用上网发行和向机构投资者配售相结合的承销方式时,积极引进如“回拨机制”和“绿鞋期权机制”等市场化的配套弹性机制。

参考文献:

- [1]谢刚. 核准制下新股定价机制研究[J]. 投资与证券,2001,(6).
- [2]Wright, M., Robbie, K. Venture Capital and Private Equity: A Review and Synthesis[J], *Journal of Financial & Accounting*, June/July, 1998.
- [3]刘入领,等. 我国创业板市场的股票发行与定价方式研究[J]. 证券市场导报,2000.(12).
- [4]Blank, B., Gilson, R. Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Blanks Versus Stock Markets [J]. *Journal of Financial Economics*, V47, 1998.
- [5]Chemmanur, Fulghieri. A Theory of the Going-public Decision[J]. *Review of Financial Studies*, V12. 2, 1999.
- [6]Barry, C., Muscarella, C., Peavy, J., Vetsuypens, M. The Role of Venture Capital in the Creation of a Public Company [J]. *Journal of Financial Economics* 27, 447-71. 1990.
- [7]Paul A. Gompers. Grandstanding in the Venture Capital Industry[J]. *Journal of Financial Economics*, 42, 1996.

Research on IPO of the Second-board Market

HUANG Jun-hui, WANG Hunan-chen

(Management School of Shanghai Jiao Tong University, Shanghai 200030, China)

Abstract: This article provides a more complete analysis on IPO market of the second-board market(SBM). IPO of VC-backed enterprises is an effective way for the realization of VC. As an inside investor, venture capitalist plays an important and special role on the timing, pricing and arranging share ownership structure. Finally, The article also proposes some suggestions on the timing and underwriting mechanism.

Key words: the second-board market; IPO (Initial Public Offering); venture capital