

用好“绿鞋”机制 提升新股发行定价效率

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋 中国银河证券研究院策略分析师 崔鑫

近日,邮储银行回归A股,在新股发行过程中启用了“绿鞋”机制(即超额配售选择权),引发市场热议。“绿鞋”机制本是国外成熟资本市场中一个常见的、常规的新股发行方式,因在我国很少采用,才引起市场的广泛关注。

值得我们思考的问题,并不是某一只股票发行是否启用了“绿鞋”机制,而是为什么这种灵活的发行方式很少被启用。其背后深层次的原因折射出我国资本市场在新股发行定价效率方面的缺失,即新股发行定价还没有完全实现市场化。当前,我国资本市场正在全面深化改革,其中新股常态化发行和完善交易规则与退市制度这几项改革举措,将会大幅提升新股发行的市场化程度。随着这些改革举措的逐渐落地,未来也许我们将会看到更多的“绿鞋”机制,以及其他更加多样、更加灵活的新股发行方式。

“绿鞋”机制在我国很少启用

“绿鞋”机制起源于美国,是承销商在发行股票时的一种常见做法。我国证监会自2001年起,就允许和规范了“绿鞋”机制,但在实际操作中仅有工商银行、农业银行、光大银行和本次邮储银行在发行A股时启用了“绿鞋”机制。

从美国等成熟市场的实践来看,“绿鞋”机制的作用在于允许承销商根据投资者的认购需求灵活调整发行数量。不过,经济学的基本原理表明,所有商品(股票在新股发行时也可以看作是一种商品)的供给和需求是否平衡,取决于定价是否合理。因此,是否需要通过“绿鞋”机制调整新股发行数量,其实在于新股定价是否准确反映投资者的认购需求。

对于承销商而言,确定新股发行价是个很有挑战的“技术活”。这是因为,承销商需要同时维护发行人和投资者这两个客户群体的利益。

发行人向承销商支付承销费,自然是承销商的客户。但是,参与新股发行的投资者,特别是参与询价的“网下投资者”,也同样是承销商的客户。一方面,如果承销商把新股发行定价得过高,则损害了投资者的利益。而且,如果投资者认购新股不积极,新股发行可能失败,这将导致发行人作为IPO付出的人力、物力和资金都付之东流,发行人的利益也会严重受损。另一方面,如果承销商把新股发行定价得过低,这相当于“贱卖”了上市公司,虽然给投资者带来了较高的投资收益,但却严重损害了发行人的利益。2011年,当当网成功赴美上市后,时任CEO曾在社交媒体上指责IPO主承销商发行定价过低。这一事例清楚反映了承销商在新股定价方面所面临的挑战。

那么,承销商应当如何确定发行价格呢?首先基于发行人的盈利能力等基本面情况,对拟发行股票进行估值。但是,由于估值是基于对发行人未来现金流的预测,所以估值本身就具有很多不确定性,没有“标准”答案。因此,承销商在确定发行价之前,还需要进行“询价”,即邀请潜在投资者提交认购意向。在我国,主要是“网下投资者”(通常是符合条件的机构投资者或个别高净值个人投资者)参与询价。询价可能会持续多轮,一般最后一次询价时,认购意向具备法律约束力,即当最终确定的发行价等于或低于投资者的意向价格时,投资者有义务履行购买意向。

询价是帮助承销商了解投资者认购需求,从而确定发行价的主要途径。不过,还有大量的投资者并不参与询价。在我国,不参与询价的投资者被称为“网下投资者”,主要是资金量未达到“网下投资者”标准的个人投资者。所以,新股发行难免会出现最终认购需求与询价确定的需求不一致的情况,此时就需要用“绿鞋”机制对新股发行数量进行一定调整。从这个角度看,邮储银行本次启用“绿鞋”机制,是新股发行中的一个常规的但在我国不常见的动作。

新股定价效率有待提高

长期以来,“绿鞋”机制在我国很少启用,这本身折射出我国新股发行定价的市场化程度还不够高。

我国新股发行价到底偏高还是偏低,在不同的时间跨度上有不同的表现。监管机构一直高度警惕新股定价“三高”(即高定价、高估值、高募资额),这是从较长时间跨度来衡量新股定价,即新股上市后3个月至5年期间,股价相对于发行价大幅度下跌,说明新股定价偏高;而从较短时间跨度来看,新股定价又显得偏低,即在新股上市后的最初几个交易日内,股价相对于发行价大幅度上涨,从而导致“打新股”成为一个近乎稳赚不赔的投资策略。基金公司曾一度扎堆设立了若干以“打新股”为主要投资方式的“打新股基金”,这在全球主要资本市场都是比较罕见的。

新股定价不管是长期偏高还是短期偏低,都说明定价效率不高。我国新股发行制度几经变迁,在制度细节方面已经基本上与成熟市场接轨,但是这些在成熟市场行之有效的发行制度在我国却效果不彰。这种“南橘北枳”现象背后的深层次原因是是什么呢?

首先,长期以来,我国新股发行没有完全实现“常态化”,加之退市机制不完善,上市就如同考大学,要挤过上市的“独木桥”就比较难,而一旦上市又似乎进了“保险箱”,即使业绩很差也不见得会被退市。在这种市场环境中,上市后所形成的“壳”就是有市场价值的。而这个“壳”价值又是隐性的,并不会体现在财务报表上,因此常规的估值方式自然就不准确了。

其次,监管机构出于抑制“三高”发行的目的,曾经对新股发行价有过“23倍”的窗口指导,即发行价对应的市盈率不得超过23倍。尽管这一窗口指导早已被监管机构废止,但是由于惯性使然,很多券商在定价时仍沿袭这一“惯例”。以今年前11个月的新股发行情况来看,有超过60%的新股发行市盈率在22~23倍之间。不过,一个可喜的变化是,“23倍市盈率”现象在科创板完全消失了。

第三,上市难导致发行人把关注点放在能否上市,而不是新股发行价是否合理上。券商在新股定价时主要关注市盈率高低,而不是发行人独特的个体和行业特征。这两方面结合起来,导致发行人不能有效甄别承销商的新股定价能力,券商也缺乏足够的动力提高新股定价效率。

完善常态化发行和退市制度

说到底,我国新股发行中存在的诸多问题,都源于新股发行的市场化程度有待提高。因此,讨论发行制度中某个具体要求的变化,或者某只股票发行价格高低,其实并没有抓住问题的关键。

当前,我国资本市场正在经历着一场深刻的根本改革,其中新股常态化发行和完善退市制度这两个改革举措,有可能从根本上提高新股发行效率。随着这两项改革的逐渐落地,公司上市、退市通路逐渐畅通。上市渠道畅通,发行人自然会更关注承销商组织发行、确定价格的能力;退市变得不再遥远,投资者自然会更关注上市公司的真实价值,而不会“蒙着眼”去打新。

新股常态化发行和完善退市制度改革也将悄然改变券商、投资者、拟上市公司的行为模式。对于券商,新股定价变得更加重要,也更考验券商投行、研究部门的业务能力。对于投资者,破发也许变得不再罕见,打新股也不再稳赚不赔。对于基金公司等参与询价的“网下投资者”,需要擦亮眼睛,对新股价值进行更细致、深入的分析。对于拟上市公司,除了做好盈利这个主业外,还要认真甄选承销商,防止自身利益受到侵害。

新股常态化发行和完善退市制度改革,既明确了绿色金融的根本目标,又强调了绿色金融建设的紧迫性。中国绿色金融已逐步形成了以绿色信贷为基本政策着力点,以绿色债券为主要发力点,融合绿色基金、绿色股票、绿色金融等多方面内容的机制。然而由于起步较晚,缺乏体系化,难以产生足够的支撑力量。大部分政策主要关注绿色信贷与绿色债券两部分内容,对于绿色基金、绿色金融、绿色保险等内容则相对涉及较少。

绿色金融发展与对环境保护的意识和力度

绿色金融发展与对环境保护的意识和力度相关。发展中国家普遍对绿色经济、绿色金融的关注度较低。但是,随着气候变化以及环境问题日益突出,许多新兴经济体开始着力于利用绿色金融推动本国绿色产业的发展,并制定了相关政策。

德国绿色金融的发展,一个突出特点是强调通过立法提供基础性保障,发挥政策性银行的作用。与英美两国相比,德国绿色金融政策总体仍显单薄,比较缺乏对除绿色信贷和绿色保险之外的其他绿色金融业务的关注。

绿色金融发展与对环境保护的意识和力度相关。发展中国家普遍对绿色经济、绿色金融的关注度较低。但是,随着气候变化以及环境问题日益突出,许多新兴经济体开始着力于利用绿色金融推动本国绿色产业的发展,并制定了相关政策。

总结其他发展中国家的主要绿色金融政策可以发现,绿色信贷是大部分国家发展绿色金融的起始点,绿色债券则是发展中国家当前正在着力推动的重要方向。例如,印度、墨西哥、巴西、菲律宾等都加入了绿色债券的发行市场。除绿色信贷与绿色债券之外的绿色金融领域,发展中国家大都较少涉猎,也鲜有相应的政策出台。

虽然印度等国开始考虑构建碳金融市场,但发展中国家整体上在碳金融、绿色保险、绿色股



新华社图片

风口已至 5G投资正当时

□中国民生银行研究院研究员 郭晓蓉

成长空间较大。

四是“一带一路”沿线国家的通信互联互通建设。目前,国内龙头通信企业在东南亚、中亚、非洲等地区投资建设或收购十余个生产基地。随着相关国家通信基础设施建设的启动,我国企业“走出去”的意愿也将进一步强化,其中部分企业在海缆生产制造、工程实施等方面都拥有较强优势。

提升产业链掌控能力

当前,5G的发展除了运营商投资之外,全产业链生态系统的建设也是必不可少的。未来两年,国内基站设备、网络设备以及终端领域都将是发展的重点。

一是光器件。随着国内5G传送网建设和宽带中国战略的推进,光器件需求将得到充分启动,建议投资者关注当前新成长起来的光纤通信模块及器件研发生产企业,主要涉及的领域有激光器、波分复用设备、光放大器、光电转换系统等。

二是光纤光缆。未来几年,随着宽带战略以及5G网络的开建,国内光纤光缆供给将依然处于紧平衡状态,建议投资者关注拥有光棒产能的光纤光缆的企业建设投资的需求。

三是网络设备。5G商用之后,大规模建网受益较为集中的领域包括网络优化、仪器仪表、核心网设备、传输网设备等。仪器仪表是网络前期建设及测试中的重点设备。核心网设备方面,NFV(网络功能虚拟化)和SDN(软件定义网络)等技术都将得到充分的应用。此外,未来在预商用之后,网络规划方面的企业也将实现较快增长,相关企业经营和业务拓展方面的资金需求都会增加。

四是5G终端设备。网络建设完毕之后5G终端设备开始受益,相关企业已经在开始准备,数据终端、终端天线、基带芯片、射频器件、显示、电池等领域的研发投入和产能储备已经在进行之中。其中,基带芯片提供商处于

终端设备产业链的顶端,决定着产业链发展与业务走势。

防范三类风险

不过,在5G产业链发展的过程中,也存在一些风险。

产业分化风险。当前,5G的产业化难度较大,包括天线、终端、网络等在内的各个方面,要求都远比4G更严苛。不同国家、不同公司由于利益的不同,选择了不同的发展路径。以美日韩为代表的一些国家选择了优先发展28GHz频段服务,而中国和欧洲国家则选择了首先侧重3.5GHz频段发展的策略。因此,只有各国去收敛、聚焦、求同,才能共享全球5G发展的规模,降低成本,解决全球漫游问题,否则分裂性的发展方式对5G来说极为不利,投资者应保持警惕。

技术和产品结构升级风险。通信技术一般每隔4~5年就会出现较大规模的技术升级,从而带来通信设备的升级换代,也为通信设备制造业公司带来持续不断的市场需求。

产业需求波动风险。5G的主要市场需求来源于物联网、工业互联网和自动驾驶,但目前这些领域尚未进入行业成熟期,市场需求存在一定的不确定性。比如智能远程遥控家电、无人驾驶汽车、个性化工业订单等在

我国还没有全面普及,我国消费水平与发达国家尚有差距。如果市场需求不足,但产能已经开始投产爬坡,成本和产能的矛盾就会显现,成为相关企业面临的最大不确定性风险。

加大政策支持力度 构建绿色金融体系

□厦门大学中国能源政策研究院院长 林伯强

中国的绿色金融需要成为支持中国可持续发展的重要一环,“绿水青山就是金山银山”既明确了绿色金融的根本目标,又强调了绿色金融建设的紧迫性。中国绿色金融已逐步形成了以绿色信贷为基本政策着力点,以绿色债券为主要发力点,融合绿色基金、绿色股票、绿色金融等多方面内容的机制。

然而由于起步较晚,缺乏体系化,难以产生足够的支撑力量。大部分政策主要关注绿色信贷与绿色债券两部分内容,对于绿色基金、绿色金融、绿色保险等内容则相对涉及较少。

欧美经验值得借鉴

由于绿色金融可以通过金融手段促进淘汰落后产能,减轻企业生产带来的环境问题,将环境负外部性内部化。因此,环境问题爆发较早的发达国家率先推出了相应政策来推动绿色金融实现体系化发展。具体来说,美国、英国、德国等发达国家的政策经验比较值得关注。

英国绿色金融发展过程中的政策支持较为丰富,涉及绿色信贷、绿色债券、绿色投融资、碳金融等多个方面,以及建设、管理、监督等多个环节,同时构建了比较完善的考评制度,发挥了财政资金带来的杠杆效应。

美国的绿色金融政策起步较早,体现了

支持力度大、覆盖广的特点。从立法到行政规范到财政支持,多位一体的政策体系促进了绿色金融的快速发展。同美国相比,中国更加注重市场创新和产品多元化等方面的支持,着力推动供需两端实现良性循环,但相对缺少利用政府资金撬动社会资源对绿色金融项目的推动。

德国绿色金融的发展,一个突出特点是强调通过立法提供基础性保障,发挥政策性银行的作用。与英美两国相比,德国绿色金融政策总体仍显单薄,比较缺乏对除绿色信贷和绿色保险之外的其他绿色金融业务的关注。

绿色金融发展与对环境保护的意识和力度相关。发展中国家普遍对绿色经济、绿色金融的关注度较低。但是,随着气候变化以及环境问题日益突出,许多新兴经济体开始着力于利用绿色金融推动本国绿色产业的发展,并制定了相关政策。

总结其他发展中国家的主要绿色金融政策可以发现,绿色信贷是大部分国家发展绿色金融的起始点,绿色债券则是发展中国家当前正在着力推动的重要方向。例如,印度、墨西哥、巴西、菲律宾等都加入了绿色债券的发行市场。除绿色信贷与绿色债券之外的绿色金融领域,发展中国家大都较少涉猎,也鲜有相应的政策出台。

虽然印度等国开始考虑构建碳金融市场,但发展中国家整体上在碳金融、绿色保险、绿色股

票等方面政策比较欠缺的状况尚无较大改变。

支持政策至关重要

在环境污染治理和低碳绿色转型背景下,中国需要尽快构建完善的绿色金融体系,而政府的绿色金融支持政策至关重要。政策体系主要为发展支撑类、外部依托类和综合监管类三大类型。其中,发展支撑类主要包括绿色信贷、绿色债券、绿色股票指数和绿色保险等,主要作用在于促进绿色金融自身发展,通过绿色金融的相关产品吸引社会资本,拓宽融资领域以增加融资量,降低投资交易成本,进而提高绿色项目的回报率。

外部依托类则以专业机构和基础设施建设为主,包括绿色银行体系、排污权交易市场、绿色评级、绿色数据库等方面的政策。一方面为绿色金融体系的发展和完善提供良好的基础条件,另一方面通过财税政策激励投资者与消费者对绿色产品的投资及消费偏好,促进环保、新能源、节能等领域的发展。

综合类包括环境信息强制披露机制、绿色投资者网络、环保教育和确立金融机构环境责任等营造良好金融环境的相关政策,主要目的在于为绿色金融发展营造良好的外部和内部环境。其中环境信息强制披露机制主要指强制性要求上市公司和发债企业披露环境信息,为环境风险评估和准确估值提供基础,使企业环境

行为的真实成本与价值更好地体现市场行为。投资者可以将上市公司的环境信息和环境风险作为投资价值的重要评价指标,从而做出更准确的判断。

相比较而言,发展支撑类更着重于绿色金融的自身发展,监管类与外部依托类政策则更重视营造良好的外部环境和基础设施条件,三种类型的政策在实施过程中相互渗透,协同促进。

强化政策评估

中国的绿色金融政策大多仍处于政策设计期或实施初期,规范化和体系化还不明显。因此,政策的事前效果预测以及事后评估仍旧是目前构建绿色金融体系的重要方面。开展政策评估必须首先明确评估的目标,可以概括为两个方面:一是引导社会资金投入绿色项目,缓解环境压力,促进经济可持续发展;二是以金融工具及其衍生品为支撑,提高资金配置效率,防范金融风险。在此基础上,进行效果评估还需要明确评估对象,从利益主体出发,将主要参与者囊括其中。

更通俗地说,建立绿色金融体系根本目标应该是提高绿色项目回报率,降低污染性项目回报率,以加快经济发展模式绿色转型。因此,各项政策所针对的效果评价应当由政府、企业和金融机构等共同进行。各主体间相互联系和评估机制,推动政策改进强化和扩大政策效果。因此事后评估最为关键。