

《证券市场基础知识》复习题六 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/44/2021_2022__E3_80_8A_E8_AF_81_E5_88_B8_E5_c33_44549.htm 37.《禁止证券市场欺诈行为暂行办法》中规定的禁止行为？ 38.国债招标发行？ 39.股票发行定价方式的沿革？ 参考答案： 38、答:招标发行是指

通过招标的方式来确定国债的承销商和发行条件。根据标的物的不同，招标发行又可分为缴款期招标、收益率招标和价格招标三种形式。（1）缴款期招标。缴款期招标是指在国债的票面利率和发行价格已经确定的条件下，按照承销机构向财政部缴款的先后顺序获得中标权利，直至满足预定发行额为止。（2）价格招标。价格招标主要用于贴现国债的发行。根据中标规则的不同，价格招标又可分为荷兰式招标和美国式招标两种。荷兰式招标是指按照投标人所报买价自高向低的顺序中标，直至满足预定发行额为止，中标的承销机构以相同的价格（所有中标价格中的最低价格）来认购中标的国债数额。举例来说，当面值为100元、总额为200亿元的贴现国债招标发行时，若有A、B、C三个投标人，它们的出价和申报额如表1所示，那么A、B、C三者的中标额分别为90亿元、60亿元和50亿元，而中标价都为75元。表1荷兰式价格招标与美国式价格招标 美国式招标的过程与荷兰式相似，但是承销机构在中标后，分别以其各自出价来认购国债。在上面的例子中，若采用美国式招标，那么A、B、C三者的中标价分别是自己的投标价，即等于85元、80元和75元。由上可见，荷兰式招标的特点是“单一价格”，而美国式招标的特点是“多种价格”。我国目前短期贴现国债主要运用荷兰式

价格招标方式予以发行。（3）收益率招标。收益率招标主要用于付息国债的发行，它同样可分为荷兰式招标和美国式招标两种形式，原理与价格招标相似。表2荷兰式收益率招标与美国式收益率招标

荷兰式招标的票面利率由投资者以投标方式进行竞争，按照投标人所报的收益率由低到高中标，直至满足预定发行额为止。中标的承销机构都以相同收益率（所有中标收益率中的最高收益率）来认购国债中标额，并以各中标人投标收益率的加权平均值作为国债的票面利率。举例来说，当面值为100元、总额为200亿元的付息国债招标发行时，若有A、B、C三个投标人，它们的出价和申报额如表2所示，那么A、B、C三者的中标额分别为90亿元、60亿元和50亿元，而中标收益率都为10%，国债的票面利率为8.8%即， $8\% \times (90/200) + 9\% \times (60/200) + 10\% \times (50/200)$ 。美国式招标的过程与荷兰式相似，但是中标承销机构分别以各自报出的收益率来认购国债，并以各中标人投标收益率的加权平均值作为国债的票面利率。在上面的例子中，若采用美国式招标，那么A、B、C三者的中标收益率分别是自己的投标收益率，即等于8%、9%和10%，而票面利率为8.8%。我国中长期付息国债较多采用美国式的收益率招标形式予以发行。

39、答：新股发行定价要解决的是，公司筹资效果和市场平衡问题。我国的发行定价方法，大致采用过两种方式，即集合竞价法和固定价格法。1994年曾尝试过上网竞价发行方式，它完全以供求关系决定发行价格，从理论上讲，这可以提高筹资效果和一二级市场的价格对接。但由于当时我国证券市场的法制环境尚不完善和投资者缺乏风险意识，容易发生过度投机和操纵行为，竞相提高申购价格。结果导致发行价格过高，

新股刚上市就跌破发行价，引起市场波动。故这种发行定价方式只作了少量尝试后，即退出市场。因此，我国的股票发行定价主要采用固定价格法。在固定价格法中，决定发行价格的关键因素是，每股税后利润和发行市盈率。在我国股票发行中，这两个指标的决定方法也有过许多变化。如沪市在1993年以前，采用公司前三年实际经营利润和后两年预测利润的平均数，来计算每股税后利润；1993年后，我国一般采用当年预测盈利，来计算每股税后利润；1996年，中国证监会规定，以发行前三年每股税后利润平均数的算术平均值为计算依据；1997年9月，中国证监会对新股发行定价的每股税后利润，改为按发行前一年每股税后利润的70%和发行当年预测每股税后利润的30%计算。1998年3月又将每股税后利润计算公式改为：
$$\text{每股税后利润} = \frac{\text{发行前总股本} \times \text{本次公开发行股本数} \times (12 - \text{发行月份})}{12}$$
我国新股发行市盈率的规定也经历了多次变化，近年来一般规定不超过15倍。人为规定发行市盈率幅度的办法，当然有一定的历史必然性。在当时的情况下，它对于防止弄虚作假、任意定价等情况，虽然起到了一定的积极作用。但它忽略了各发行公司之间的客观差别，使大部分公司的股价留有较大的上浮空间，使一二级市场之间留有过的利润区，一级市场内相当一部分资本不经过增值阶段，就直接成为一部分投机者的利润，这是社会资源的浪费。另一方面，也有少数公司因收益率过低而导致发行风险。《证券法》第28条规定：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。这一规定，将新股定价由管理部门的人为规定，改为承销双方通过协商

自主决定。其要义具体体现在以下几个方面：1、新股定价方式，由政府管理部门规定的单一方式，向承销双方自主商定的多元方式转变。政府部门不再具体规定新股发行定价指标，而是实行协议定价方式。这意味着承销双方可以采用双方一致同意的科学的任何一种定价方式，也意味着可以采用创新的定价方法。2、新股发行价格要经过国务院证券监督管理机构核准。即承销双方不可没有科学依据地乱定价格，必须遵守证券监督管理机构规定的有关条件和法律法规，不符合规定条件的，发行价格将得不到批准。3、新股发行市盈率将不作统一规定，由承销双方协商自主决定。这将改变以往发行按相同市盈率定价的局面。《证券法》对新股发行定价方式的变革，将一改我国股票发行市场按部就班，单调乏味的局面，而代之以规范，创新、科学和充满活力的局面。这一重要变革的积极意义，可用“市场深化，效率提高，平衡发展和风险自担”这四句话来概括：市场深化，是指新股发行定价方式的变革，促进了发行定价的市场化程度。发行人和承销商可以根据企业和市场的具体情况自主决定价格。不同的企业也可以采用更适合自身的定价模型。在市场和法制环境不断完善的条件下，我们可以重新采用上网竞价方式，甚至可以引进国外常用的累积订单方式。各种新的发行技术手段也可能创造出来，这样的发行创新，将带动一级市场更趋活跃。效率提高，是指新股发行定价方式的变革，将提高资源配置的效率。由于政府部门不再对发行价格作出决定，发行企业必然要求通过提高市盈率，将一二级市场间的价格差额转为发行者的筹资收入，这对发行企业将所筹资本充分运用于生产增值过程，提高企业盈利水平，具有重要作用。

企业的筹资数量，真实地反映了企业的盈利能力，这就会真实地引导社会资本流向盈利能力高的部门和企业，实现社会资源的优化配置。平衡发展，指一二级市场的平衡发展。承销双方自主定价，有利于消除一二级市场之间的价格差异。一级市场上的获利率明显下降，就会引导大量沉淀于一级市场资金，转移到二级市场，最终逐步使一级市场与二级市场间的获利水平接近或趋同，使一二级市场的价格衔接起来。这就使过热的一级市场降温，实现一二级市场的平衡，同步发展。风险自担，是指新股的发行风险将由发行人、承销商和一级市场投资者共同承担。在市盈率较低的情况下，一般不存在发行风险。按照新的发行定价方式，以及我国的现实情况，发行市盈率一般会根据企业自身情况有高有低。于是，发行失败的风险也可能会出现，这是资源配置效率提高而产生的正常现象。这种风险要由一级市场的参与主体共同承担。一级市场没有风险，必然造成一二级市场的不平衡发展。因此，一级市场风险的产生，是整个市场平衡发展的必要前提。一级市场风险的提高，也要求参与各方提高预测技术水平，科学、严密地确定发行价格。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com