

# 高溢价破发股权价值补偿方法探讨

操小龙

(咸宁职业技术学院 湖北咸宁 437100)

**【摘要】** 新股上市高溢价破发会损害投资者的利益,本文对各种可行的补偿措施做了分析,提出采用特殊优先股措施可以规避要约收购、股东对价、企业补偿的不足,达到保护认购投资者利益的目的。

**【关键词】** 高溢价破发 股权价值 优先股政策

## 一、新股高溢价破发的原因及其危害

新股上市破发在我国证券发展历史上是比较少见的。但是2007年牛市之后的情况却发生了变化,高溢价发行的股票几乎都跌破了发行价,很多股票回到了原形,众多投资者为此遭受了不小的损失。

破发的新股首先出现在国有企业的IPO中。例如中国建筑发行价4.18元,市盈率51.29倍,上市不久即破发,现在价格则是3.10元,中国远洋、中国人寿、中国平安,上市时的市盈率分别为98.67倍、97.8倍、76.18倍,也是早就跌破了发行价。对国有企业的新股破发的原因,一般认为其是打着国家名义在谋求企业利益最大化时机构也推波助澜,最后造成股票价值扭曲,当然牺牲的只是普通投资者的利益。

风险极大的创业板也紧随其后,成为了高溢价发行再破发的重灾区。海普瑞上市时发行价是148元,市盈率73.27倍,现在股价都不到26元,破发82%。这些企业本来是属于中小板块企业,转战创业板后想要融到更多的资金,因此也通过高溢价这条路来实现。所以高溢价已经不是估值的问题,而是利益的问题。

高溢价发行再破发会给股市带来危害。高溢价破发损害了认购股东的利益,破发越大,投资者对企业的信任程度越低。长此以往会对股市的整体信心造成重大影响,企业再通过股市融资就很困难。

## 二、加强对投资者利益的保护

单纯抑制股票的溢价程度似乎不可能,因为股票估值本身是一个复杂的过程,需要考虑的因素也较多,不能“一刀切”地加以限制。

既然事前控制不可能,是否可以采用事后补偿的办法加以协调?因为高溢价再破发本身就是结果,只要事件出现就需要补救,所以事后采取措施符合维护股东权益、确保股市公平的目标,是可行的办法。

这里还有个补偿目的和对谁补偿的问题。补偿既要维护高溢价认购股东的利益,同时也要维护企业估值的连续性,保持企业持股人的相对稳定,最后还要考虑证券交易的特点,做到简便易行。所以要站在三方的角度来考虑价值补偿

的具体操作。落实到对谁补偿上,首先应不应该对所有持股股东进行补偿?答案是否定的,因为他们可能并不是最初高溢价认购股东,所以不需要对全部持股人进行补偿。对转让了高溢价认购股份之后的股民赔不赔偿?操作起来也不可行,因为股民记录已经变更,其转让价格也不确定,是否受到损失不好说,同时账户可能已经注销,根本赔偿不了。能够赔偿的,只能是一直持有高溢价认购股份没有转让的股东,他们才是高溢价发行的受害者。赔偿给这些人也符合企业的利益,因为这样可以维护企业持股股东的稳定性。

## 三、事后补偿办法分析

**1. 引入要约收购义务。**要约收购义务本来是指收购人持有或控制一个上市公司的股份达到该公司股份的30%时,如果需要继续增持股份或者增加控制的,应当制定要约价,以要约方式向该公司其他所有股东发出收购通知,价格一致,而且一视同仁。例如双汇发展于2010年推出整体上市计划,当时兴泰集团已经重组成为上市公司的实际控制人,要约通知书说,如果不同意该重组决议,其他股民可以56元的价格将股票卖给重组方。但是在出现瘦肉精事件后,双汇股价暴跌,本来是主动的要约收购,由于可能出现的抛售而变成被动接收,所以双汇的大股东拼命护盘,才没有出现兴泰违约及双汇雪崩的局面,也因为双汇股价一直在56元的上方,实际要约履行的概率比较小,也使要约收购变成一纸空文。

所以制止高溢价跳水的的一个很好的办法,就是在招股说明书中对上市公司上市进行相关的协议要求。要求募股发起人做出承诺,一旦股价下跌到什么程度,可以要求募股发起人以相应的价格予以收购。这个价格不一定会最后执行,但对上市公司至少是一个约束。

它的缺陷也很明显:要约收购义务对所有的投资人都收购,其中低于要约价购入的股东会赚钱,但是对高溢价认购的股民则顶多是挽回部分损失,谈不上补偿,其保护高溢价认购的投资者的程度有限。

**2. 企业原有股东对认购的股东进行对价补偿。**当初股权分置改革就是对国有股高溢价发行的统一补偿行为。尽管现在的国有企业在治理水平、管理质量上比当年的国有企业有

很大的进步,而且募股方式也非常当初的一元一股可比,但是控股股东获得股份的成本仍然比高溢价打新的股民低得多。例如海普瑞的发行价是148元,但是其每股净资产也就只有2.25元;再比如中国建筑,发行价是4.18元,上市时每股净资产0.85元,比一元一股甚至更低。尽管其估值方法发生了很大变化,但是上市企业原股东与认购投资者股东的利益不均衡的现象仍然存在,因此对价补偿仍然可行。

当然发行方原股东的额外利益已经随着高溢价发行股票的跳水还原,同时高溢价发行的获利方应该是企业,所以再要发行企业原股东像原国有股股东那样为赎回流通权而支付对价,似乎也显得不够有说服力。

3. 由企业出面予以补偿。因为是企业获得了高溢价的资金,现在公司的估值没有这么高了,它理应将多收的资金退回给当初投资的股东,这是由企业出面补偿的理论依据。前提是那些高溢价投资的股东一直持有这些股票。

这实质上还是一种对价,只不过对价方不是原控股股东,而是企业。事实上当年的股改对价方式之一,就是由企业向流通股股东转增股票而不是减少非流通股股东的股本或现金流。因为其在公司占有的股权比例下降了,因此它也相当于第二种方法。

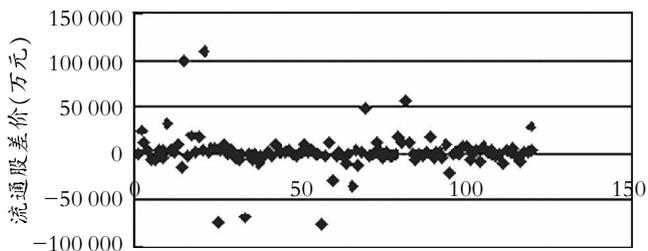
补偿的方法可以按照高溢价发行价和破发之后的差价返现或增发股份。这相当于有选择的返还现金股利或者股票股利。返现或增发的价值等于差价乘以募股数,返现金额或增发价值用下式可表示:

$$\text{返现金额或增发价值} = N \cdot (P - Q)$$

$$\text{增发股份数量} = \frac{N \cdot (P - Q)}{Q}$$

上式中未转让认购股本总数: N股;发行价: P元/股;破发后价 Q元/股。

该支付方法和股改的方法相一致,能有效地保护认购者股东的利益。笔者曾对股权分置改革前后流通股的股权价值进行了测算,通过对多家上市公司的股改前后流通股股权价值之差进行测算的结果表明,均值1882.62万元,大于零,说明补偿对价后其股权价值得到了保证。标准差21044.38。从测算出的标准差看,大多数公司的流通股差价都集中在均值附近。



流通股股改前后差价分布图

因此用上述公式计算并返现或增发可以有效地保护认购股份投资者的投资价值不受破发的影响。所以它是一种补偿的好办法,能够有效保障高溢价认购股东的权益。

但是上述办法有一个前提,由于只对持有认购股份并且未转让的股东适用,所以是一种选择性的补偿,不符合同股同权的要求。

当然这也需要全体股东大会同意。

#### 四、对企业补偿措施的变通

要约收购义务要对全体股东实施,我们这里说的补偿只对高溢价认购的股东权益进行保护,对象不需要全体股东那么广,而且要约收购只能说是补救损失,补偿根本谈不上。

由发行时原股东对其进行补偿,因为股价已下跌,原控股股东并没有从中捞到好处,所以由发行时原股东赔偿不尽合理。

第三种方法虽好,但是因为选择没有抛售高溢价股份的认购股东赔偿,是选择性支付,因为同股同权的原则,相关措施可能在股东大会上难以通过。

上述三种措施中由企业补偿最好,但是执行起来有难度,实际执行时可以对这种方式加以变通。对高溢价认购股东有选择的补偿,实质是一个定向分红的问题。首先,补偿的对象只是那些未转让股份的认购股东,这些群体只占所有股东的一部分;其次,返还现金或增发股票可以认为是发放现金股利和股票股利的过程,名义上是补偿,其实也和分红差不多。

有一种政策可以规避股东大会投票表决过程,实现对特定对象的定向分红,那就是优先股政策的使用。可以把定向分红的对象限定为优先股股东,但是相关优先股政策要做出调整。

调整后的优先股政策为:①企业发行的优先股分为普通优先股和特殊优先股,普通优先股政策不变,仅把高溢价认购且长期持有的股份作为特殊优先股,变更其内容。前面谈到了要保证企业持股股东的稳定性,只对其中未转让高溢价认购股份的股东进行补偿,特殊优先股的设定就符合这个要求。普通优先股因为可以转让或者已经转让则不能享受补偿。②企业仅向特殊优先股股东发放除固定的现金股利外的一次性现金返还,作为对高溢价认购跳水的补偿,条件是在返还前优先股股东不能转让股份。要转让的特殊优先股可以放弃补偿并转换成普通优先股。③除此之外,两种优先股股东享受的政策不变:特殊优先股转化为普通优先股后可再转化为普通股,两种优先股都可以由公司赎回证券,都可以享有有限的表决权。

实行特殊优先股的策略可以规避前面提到的不足,同时在操作上可行。它在发行时就在募股通知书上说明特点,方便认购投资者进行选择并且决定配置特殊优先股、普通优先股及普通股的比率,即使出现价格跳水也可以通过补偿条款来弥补损失,不必面对股东大会投票表决的问题。因为相关政策可以通过制度规定下来,厘清了上市公司的职责,可以避免和减少出现只管融资不管投资者利益的事情的发生。

#### 主要参考文献

1. 付强,吴妮,涂燕.股改对价计算方法选择的实证研究.北京航空航天大学学报(社会科学版),2006;4
2. 毕蒙.试论股权价值鉴定中的定性与定量分析.中国物价,2002;7