

## 新股上市首日正回報之均衡理論

新股上市的首天收市價往往高於認購價，出現首日正回報率。本文嘗試用「均衡理論」解釋這個普遍在全球市場出現的金融現象。

公司上市過程主要涉及籌備上市的公司、扮演保薦人和包銷商的投資銀行和投資者三方。公司和投行是合作夥伴，目標一致，希望上市成功。投資者則分為機構和散戶，希望購入新股後，在公司上市首日賣出，賺取短期回報，或作長期投資。

上市過程充滿風險，成功與否是未知之數，如申請是否得到證券市場及監管機構通過？市場認購是否理想？上市當天股價升或跌？市場存在資訊不對稱問題，公司、投行和投資者各自擁有資訊較多，同時缺少另一些資訊。

### 三方互動結果

公司管理層清楚自己業務、未來盈利前景和潛在風險，對上市過程卻是門外漢。投行擁有協助公司上市的豐富經驗。他們是上市過程的戰友，若成功，公司籌集所需要的資金和上市地位帶來的益處，投行也賺取可觀的收入和在行內建立良好聲譽。上市成功是他們長期合作的開始，將來公司發行債券和新股等融資，投行是不二之選。因此，雙方在這方面利益是一致。但在訂價和籌集資金方面，他們的利益是分歧。公司希望多籌集資金；投行扮演包銷商，承擔銷售風險，如果股份認購不足，便須購入餘下股份。投行在路演推介公司給機構投資者，而獲得到他們的意向認購價和股份數量，建立股份的需求曲線。畢竟市場多變，投行為減低認購不足的風險，傾向提議較低的認購價。

投資者認購新股，自然希望賺取可觀回報。他們依靠招股書和投行等提供有限資訊，分析投資是否有利可圖而作決定。機構投資者擁有較多市場資訊和較高金融分析本領，比散戶投資者較容易分辨哪些新股是賺錢。散戶較難分辨賺蝕的新股，為避免蝕本，極端的結果是沒有散戶認購新股，導致上市失敗。為吸引足夠投資者認購，認購價須偏低，使機構和散戶可獲利，促使上市成功。

投行提議的認購價和小投資者接受的認購價是偏低。籌備上市的公司也明白這道理，接受認購價有折讓，可說是上市成本之一。新股上市認購價有折讓，出現新股上市首日正回報並不是偶然，是三方互動的均衡結果。

註：小題為本報所加

恒生管理學院經濟及金融學系高級講師 李煒才博士