

高价新股是如何炼成的

证券时报记者 海秦 邱晨

尽管上证指数阴跌不止,新股造富的神话却不断,上市圈钱速度之快、超募资金之多无不令人感叹。与此形成鲜明对比的是,创业板超过半数的公司股价破发,超过八成股票价格低于上市首日。

与之对应的是,2010年,在纳斯达克风光上市不久的中国B2C概念股麦考林遭遇了美国投资者的集体诉讼,被起诉的原因则是首次公开募股(IPO)过度包装引起的业绩变脸。其上市首日市盈率也曾高达120倍,但一个月之后业绩变脸,股价大幅蒸发逾50%。

美国的高价新股遭遇诉讼,中国遍地皆是的高价新股变脸,又该由谁买单?在中国,高价新股是如何打造出来的?

公司、PE、投行合谋 乌鸡变凤凰

“一些定价几十倍的上市公司,在跟私募股权投资(PE)、投行接触洽谈之前,市盈率往往低到只有两三倍。”一位前券商资管转PE的投资者告诉证券时报记者。这种一级市场上不到10倍市盈率的原生态公司,上市之后往往翻几番。而这个乌鸡变凤凰的过程,是一条涉及多方面的利益链条。

市盈率要实现如此高的飞跃,利润高增长是关键。而上市前所做的工作均是以做高业绩为目的。”一位资深投行人士表示。他介绍,按照利润最大化这个最终目标,前期的包装主要有三大阶段,即确定上市主体和资产重组方案、财务尽职调查和包装、上市前业绩冲刺。

“一些民企上市前为了低成本运作,想出各类办法来避税,例如假外资,享受外资的优惠,或者将资产分离为多个主体转移利润,而在上市之

前要将实际控制人名下资产合并并选择最优资产作为上市主体,再将其其他子公司资产选择性装入,如此一来避免了上市后的同业竞争问题,也令上市主体资产价值更高,市盈率上台阶。”上述投行人士介绍。

初步资产重组可令企业实现改头换面。例如原来的一个做包装纸的小工厂经历一番资产重组以及后期的重新策划包装,华丽转身为一家包装整体解决方案提供商;一家原本只能生产血压计的工厂,经历资产重组等不断吸收其他小公司,则定位为综合的医疗器械生产商。这个过程本身就是资产运作,将优质的资产整合,对企业来说本身就是一次包装,市盈率上一个台阶也不足为奇。”

确定上市发行方案之后,投行会帮助企业利用现有资源策划出最大卖点,并进入难度更高的财务包装阶段。财务包装的最终目的就是做高业绩,而做高业绩有两种途径,一种是释放之前为了避税隐藏的利润,或者通过做低成本利润在上市后逐年释放体现出高增长。”上述人士称,“无论企业之前少计收入或者多计成本,都体现为财务核算很不规范,有的企业甚至有两套账,这时可能涉及到两个方面:一是可能重新做账,从原始财务凭证开始做,这个往往是聘用会计师来做。二是与当地税务局进行沟通,修改以前年度的纳税申报表。”

除此以外,上市前一两年的冲刺工作也非常关键,首先,游说朋友、客户,增加采购,提高销售收入;其次是股改的时候吸引一些客户入股,或者吸引其他有资源有背景的客户入股;第三,利用各种措施降低成本,比如很多成本先由企业实际控制人承担,或者跟企业主要高管及员工沟通,上市前一年少发工资,等上市后大幅度补发;第四,寻求地方政府的支持,争取税收返还及财政补贴,提高企业利润总额。

新股询价展开公关之旅 小规模路演演变为拜票

在对拟上市公司精心包装之后,新股高价发行必须经过询价环节。券商作为证券市场的主要机构之一,无论公司层面的合作还是个人关系,投行与询价机构之间都有着千丝万缕的联系,在发行获批之后,投行就开始了高价发行的公关之旅。

在证券时报对基金公司的调查中,有接近三成的公司认为,基金新股高价是因为人脉关系原因。

某业内资深投行人士曾告诉记者其在一家中小型基金公司的亲身经历:在投资总监的办公室,一位研究员反复表示,不能给一家新公司报价太高,那位研究员向投资总监强调,“哪怕算上明年的收益,公司也不值这个价。”而投资总监则大包大揽地说,“没关系,你就按最高价报。”并且,这类事件他遇到过不止一次。

一家宣布暂停新股询价的公司就表示,不参与询价的一个原因是,公司旗下基金常常因报价较低,被投行要求撤销报价,所以,干脆就不报价了。事实上,记者在对多家基金公司的采访中,有多位公募基金的投资总监表示碰到过因报低价而被要求撤单的情况。南方一家大基金公司的投资总监告诉记者:“我们也被要求过撤单,但我们是大公司,都有留痕,不能随意撤单。”他表示,应该对询价机构的报价保密,不然,投行找上门来,自己真的很为难。

此外,新股路演也带上了公关色彩,一些非公开的小规模路演逐渐演变为拜票。某基金经理表示,在股改时也轮番遇到此类拜票公关事件。

事实上,除了投行,公关公司、上市公司都在为高价发行努力,能上市的公司,大多都有强硬背景,有的公司甚至自己就可以搞定询价机构。”一券商资管负责人表示。

一位市场上相当知名的基金经理就表示,应提高参与报价的询价机构的上限,现在是少于20家询价机构就宣布询价失败,应该把最低报价机构数提高到50家甚至60家,以增加关系报价的难度。”

利益诉求高度一致 是高价推手

高度一致的利益诉求,是公司、PE、投行合谋的根本原因。公司、PE要高价套现,投行要拿超募提成,当然是一拍即合。”一资深投行人士表示,能够在企业上市中给予各种帮助的机构与个人都可能在一二级市场分到一杯羹,例如帮助企业实现短期销售提升的人员、深谙资本运作之道能够给企业提供上市规划建议的投行人员等。这些资本买入股权时价格都十分低廉,有些甚至是免费赠与。

除正常的承销费与保荐费,企业和投行之间还存在各种形式的利益绑定,例如,事前约定按照市盈率高低对投行额外奖励,如50倍市盈率以上券商提成8%,70倍以上券商提成10%等。对超额募集部分,企业也会给投行高额奖励。这种梯级渐进的奖励方式,通常都是私下约定,不会出现在上报的公开协议中。”该人士透露。

据证券时报统计,2009年新股重启发行以来,新股发行超募金额达3000多亿,有70%~80%的公司超募,有454家公司超募一倍以上,相关投行从中拿到的超募提成相当不菲。

该人士表示,一些资质较差的公司为了上市,可能通过私下的股东代持,给投行相关保荐人一定数量的股权,实现利益绑定。

一致的利益诉求令发行人和投行形成上市同盟军,合力包装成了业内的潜规则。最终,公募高价打新,最终造成的结果就是劫贫济富,一级市场泡沫传导至二级市场,由中小散户买单。

新股“三高”揭秘:一场失衡的博弈

证券时报记者 杨冬

高价股、高市盈率、高超募资金被称为困扰中国新股发行市场的“三高”顽疾。这一顽疾背后是市场参与主体对于利益的追逐和博弈,但机制不合理、供求不平衡、信息不对称、利益结果不对等四大因素则注定了这场博弈要走向失衡,这种失衡恰恰是新股“三高”现象出现的根源。

失衡主因之一: 机制不合理

按现行的新股发行机制,新股定价过程由发行人、保荐机构、询价机构共同参与博弈形成。由于新股发行机制的不合理,这一“三角关系”最终走向了失衡。

发行人、保荐机构、发审部门主导了整个新股上市的前端流程,包括改制、辅导、尽职调查、材料制作、审核等,直至新股发行阶段,询价机构才能参与进来。

而前端流程对新股发行定价至关重要,甚至起着决定性的影响。比如招股书,是由保荐机构一手操刀或把部分章节外包给其他中介机构制作,整个制作过程缺乏独立第三方监督。尽管自今年2月1日起,招股书(申报稿)披露的时间将提前1个月,但包括询价机构在内的广大投资者依然较难发现招股书背后的猫腻,无法对发行人的经营风险做出准确评估、对发行人做出合理报价。

新股发行过程也存在诸多亟待改革的地方。比如目前新股网下询价的环节已实现市场化,但网下配售规模尚未市场化。根据有关规定,公开发行股票数量少于4亿股的,配售数量不超过发行总量的20%,意味着中小板和创业板新股网下配售的比例不得超过20%。但在海外成熟市场中,新股机构配售(网下配售)却占据着相当高的比例,比如香港新股发行对机构配售的比例高达90%。

网下配售比例较低,导致了询价对象对于价格不敏感,进而造成了

报价的随意性。”上海某大型券商投行负责人认为。

而荷兰式招标方式也容易造成高价新股频出。按照现行的询价机制,只有报价高于最终定价的询价机构才能获得网下配售资格,询价机构最终的配售价格是以最终定价而非报价而定,导致了一些询价机构担心无法获得配售资格而提高报价;尤其是对收益率要求较低的债券型基金、信托计划、企业年金、财务公司等询价机构往往采取势在必得的报价策略。

综合来看,现行的新股发行机制不利于有效抑制新股“三高现象”,也不利于保障包括询价对象在内的广大投资者的利益,最终导致了发行人、保荐机构、询价对象之间博弈力量的失衡。

失衡主因之二: 供求不平衡

市场的供求情况在很大程度上决定了双方阵营力量的强弱。虽然A股新股发行节奏已较为快速,但一级发行市场的供求关系仍显紧张,新股“稀缺性”未能从根本上得以改善。

据证券业协会数据显示,目前国内共有86家券商类询价对象、62家基金类询价对象、42家信托类询价对象、44家财务公司类询价对象、13家保险类询价对象、38家合格境外机构投资者(QFII)类询价对象,这老六类询价机构数量共计285家;此外,推荐类的询价对象有874家;其次,剔除重复推荐的因素,目前推荐类的询价对象约有200家左右。也就是说目前总的询价机构数量已经接近500家。

据证券时报统计,这500家询价机构中,至少有三分之一基本处于“休眠”的状态,其中真正较为活跃的询价机构数量大约有300家左右。仅以300家询价机构计算,每家平均用于打新的资金按5亿元计算,共计有1500亿元。另据彭博财经数据统计,2011年沪深两市交易所首次公开募股(IPO)融资额共计约410亿美元,接近2600亿元人民币,

按照网下配售20%的比例计算,配售给询价机构的部分只有520亿元,与1500亿元的询价机构打新资金相差甚远。

要改变供求关系,从海外成熟市场的经验来看,可供选择的途径主要有四个:分别是存量发行制度、券商超额配售选择权制度(又称绿鞋机制)、首发规模的完全市场化,不再受目前“首次发行股份不得超过总股本25.1%”的限制,以及扩大网下配售比例。这四种措施均能有效地缓解新股供求关系的失衡。

失衡主因之三: 信息不对称

《证券发行与承销管理办法》规定,主承销商应当在询价时向询价对象提供投资价值研究报告。发行人、主承销商和询价对象不得以任何形式公开披露投资价值研究报告的内容。承销商不得提供承销团以外的机构撰写的投资价值研究报告。”这一规定客观上造成了新股发行过程中买方阵营与卖方阵营之间严重的信息不对称。

在初步询价之前,承销商往往会带着发行人到一些大的询价机构进行路演,主要介绍一下发行人的优势以及未来的成长性,以增强大型询价机构的信心。到初步询价的正式路演推荐阶段,承销商会提供自己撰写的投研报告。除了招股书以外,询价机构能够接触和研究的发行人资料基本上只有这两部分,但承销商的研究报告缺乏独立性,也就缺乏公正性,而路演也往往是走过场。

对此,深圳某大型投行资本市场部人士建议,“可以强制要求发行人在展开初步询价之前,组织询价机构对自身经营情况进行实地调研;还可以将投研报告的撰写交由监管部门或其他独立第三方负责,或将投研报告像招股书那样进行强制性公开披露,接受广大投资者和公众舆论的监督,观察投研报告中给与的估值是否合理或是否存在诱导投资人报高价嫌疑;此外,还可以成立一个询价机构

自律组织,下设研究中心,专司对新股发行人进行调研和围观,并出具围观意见向各个询价对象发布。这些办法均能有效地改变卖方与买方信息不对称的局面。”

失衡主因之四: 收益结果不对等

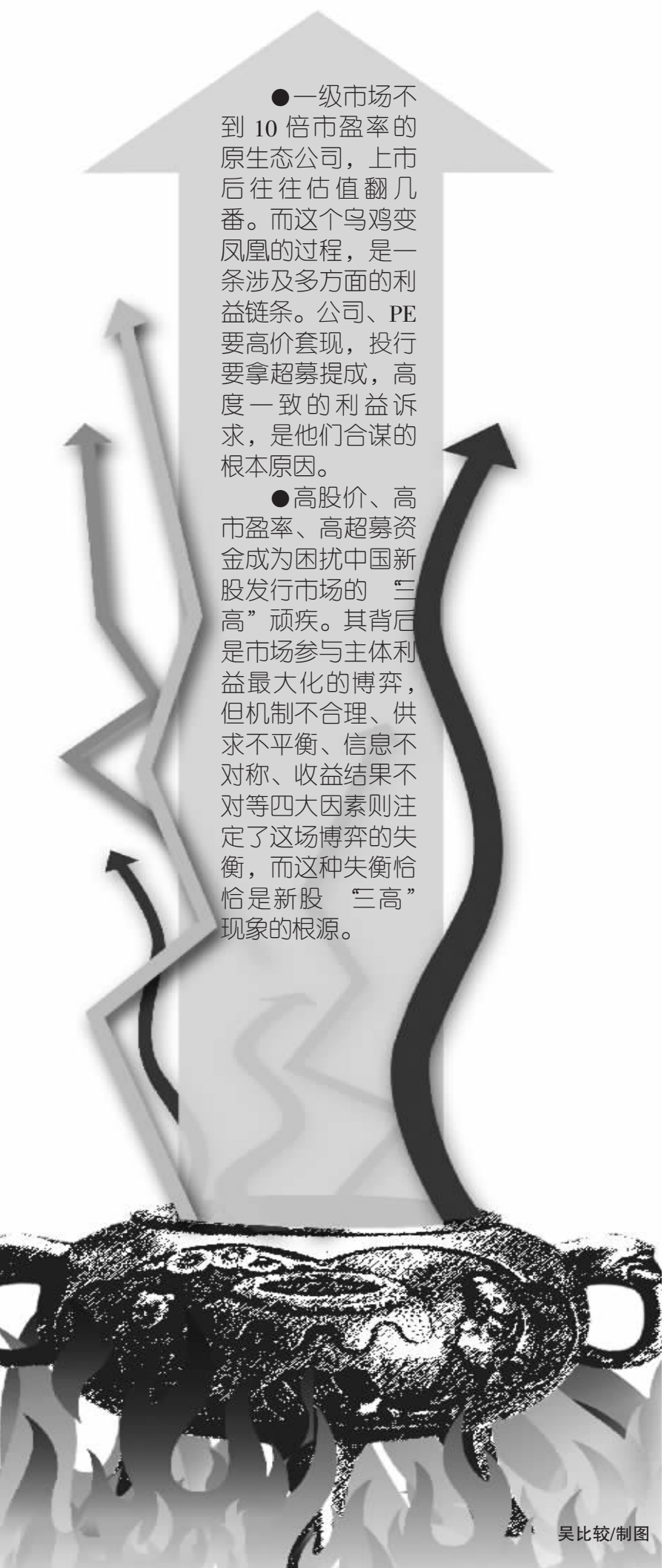
2010年实施的新股发行制度改革第二阶段改革中,监管层开始允许券商自主推荐不超过20家询价对象。这是一次在保荐机构与询价机构之间进行利益协调的制度性尝试,在投行业内被称为“券商半自主配售权”。截至目前看来,这种制度性安排还未能收获令人满意的效果,卖方阵营与买方阵营之间的利益依旧很难得到协调。

买卖双方阵营的收益结果呈现出明显的不对等:保荐机构在帮助发行人获得超募收入的同时获得了可观的无风险制度性收入,而询价机构却要在三个月股份锁定期内承受着二级市场股价巨大波动的风险,且弱市中频频的新股破发会将询价机构拖进浮亏泥潭。

深圳一家中型保险公司投资部人士指出,根据目前的规定,承销商的自营部门或实际控制的投资机构不得买入自身承销的股票,使承销商的定价行为缺乏利益约束。因此,应允许并要求承销商以自有资金购入所承销的股票,或者引入其他的利益约束机制,比如推行券商完全自主配售权制度,令承销商与询价机构的利益结果逐渐趋同。”

这种收益结果的不对等,也造成了目前部分询价机构的“鸡肋”心态,进而影响了一级发行市场的可持续发展。

业界普遍认为,高价新股对询价机构和广大投资者的利益损害巨大。但相对于二级市场投资,一级市场打新风险偏小,因此还是有不少询价机构愿意报高价去冒险。



吴比较/制图

基金为何愿出高价打新股?

证券时报记者 海秦

对基金经理来说,业绩才是硬道理,业绩关乎其职业生涯,关乎其工资、奖金、升迁、行业地位。”一公募基金经理表示。那么,基金为什么愿意出高价打新股?

基金遭遇“囚徒困境”

“我最早管理的债券基金就是专打新股的,一开始我也坚持价值投资理念,不打高价股,但这样业绩也明显落后。因为排名压力,我只有放弃原则,排名马上提升了。”上海一位惯常打新的债券基金经理无奈地表示。

他表示,新股在公募基金眼里只是一个短期博弈的工具,看不看招股说明书都没关系,而且,也没有时间和精力去看招股说明书。比如,他认为某只新股股价10元,但其他机构定价很高,定到20元,上市之后炒到30元,其他在20元买入的基金赚了钱,业绩好了升职加薪,而我因为坚持理念排名落后了,怎么办?下次我就在25元打新,让20元询价的基金经理买不成。”

因为不能判断其他基金经理的短线资产配置,从博弈的角度来看,其他基金经理可能打新,因此我也必须打新,而且出价不能太低,否则就被淘汰。”这是大多数债券基金经理的想法,因为债券基金的超额收益很大程度上来自打新。”上海一知名债券基金经理前几年什么新股都打,业绩好了,人也出名了。”上述债券基金经理表示。

对此,北京一知名基金经理提出了一个解决办法,就是在新股询价确定后,向下浮动20%~30%,让报较低价

格的机构也能中签。这样,大家竞相报高价,的冲动可能会降低一些。”

对基金定价能力打问号

在华宝兴业等基金管理公司正式公告退出新股询价后,公募基金普遍深表理解,“从企业挂出招股书到发行之间,最多五六天,基金经理常常连招股书都来不及看,更不可能去调研。对企业的了解只能依赖两个途径——现场推介会和研究报告。”

有基金经理认为,投行研究部门出具的研究报告没有独立性,另一些第三方研究报告不少是公关产物,也缺乏公信力。

而路演大多走走过场、流于形式,有很多参会者是“醉翁之意不在酒”,冲礼品而来。上海一家大型基金公司管理人员表示,有一批人对此非常感兴趣,花点时间听听新股报告,就能够拿到价值不菲的礼品,何乐不为?”

总体上,基金对新股的研究与定价偏于粗放,在证券时报的调查中,29.55%的基金公司选择打新是为了短期收益。不少基金打新都是为了短期收益,长期投资的较少,研究方面当然会要求低一些。”上述投资总监表示。

新股越多,基金公司的研究力量有限,不能覆盖这么多新股。”上海一家基金公司的前投资总监表示,“我在任的时候曾提出放弃打新,放弃这一块收益,但公司不同意。”

短期排名的压力迫使基金追逐短期收益,导致基金在打新上的羊群效应,在主观上缺乏对新股深入研究的冲动,而客观上,大多数基金公司研究力量有限,不能做到对新股的深入研究。作为A股市场最大的机构投资者,基金并没有做到对新股的合理报价。