

老股减持推高发行价 IPO又遇“新三高”

证券时报记者 桂行民

按下葫芦浮起瓢,当前的首次公开发行(IPO)正经历尴尬:刚刚告别旧版“三高”,新版“三高”又在制造麻烦。

超募须老股减持”,正是这一限制“三高”中高额募资的规定,在实际操作中却变相推升发行价。

警惕新三高

这一组新股发行数据搅动了业界的神经。

新宝股份发行市盈率30.08倍,未超募无老股减持;我武生物发行市盈率39.31倍,老股减持占发行量的56.44%;安控股份发行市盈率39.54倍,老股减持占发行量的63.15%;全通教育发行市盈率51.37倍,老股减持占发行量70.55%;奥赛康发行市盈率67倍,老股减持占发行量78.61%,而炬华科技的老股减持比重排第二名,达78.47%。

解读数据不难发现,与发行价一道不断走高的是各发行人老股东减持的股份数量,对应走低的是上市公司新股发行数量。

这一组数据的对应关系并不难理解,在新股发行价依然居高不下的前提下,上市公司为了不超募不断压缩新股发行量,上市公司股东为提前套现却在不断增加减持的股份数量。

旧版三高中的高发行价、高发行市盈率未变,股东超高量减持却正在替代以前超高的募集资金,新股发行正在形成新版三高。”深圳一位投行发行人员说。

新三高的种种演绎,源自新股发行体制改革中的新规定:发行人首次公开发行新股时,鼓励持股满三年的原有股东将部分老股向投资者转让,增加新上市公司可流通股的比例。同时,新股发行超募资金要相应减持老股。”

一位投资者感慨,以前发高价引发上市公司成倍超募,但超募资金至少还在上市公司账上,如今虽未超募,但资金却大比例被上市公司股东拿走,超募老股减持让股东套现更方便了。”

变化正悄然发生。1月10日,奥赛康发布公告称,考虑到该公司此次发行规模和老股转让规模较大,发行人和保荐机构及主承销商中金公司出于审慎考虑,协商决定暂缓此次发行。

投行界对此普遍的解读是,发行价最高、老股减持最多的奥赛康暂缓发行,是本次新股发行重启以来首家暂缓发行的公司,也将成为此轮新股改革及重启以来的标志性事件。

超募老股减持 推升新股发行价

新三高的根源在于超募老股减持。”深圳一位私募投资总监说,超募老股减持”规则本意是为了限制上市公司巨量融资,增加股票供给,打压高发行价,但现实中却未起到平抑发行价作用,反为发行人股东高价减持套现提供了捷径。

某中型投行承销专员分析,在市场各方对新股依然热情追捧的大前提下,高发行价、高发行市盈率没有得到根本扭转时,要求新股发行必须遵从超募老股减持”,必然会推升发行人股东中财务投资者的减持套现热情。

这位承销人员表示,对于那些本身就是以财务投资者身份进入发行人股东系列的机构或个人,在发行人IPO期间高价、高市盈率一次性提前减持套现,不仅可以减少锁定期,还将减少高价发行后二级市场股价回落的风险。

按照目前发行规则,后续老股减持比例还会增加,价格也会更高,因此规则修改势在必行。”某央企控股的投行部总经理仔细研究发行规则后对记者分析说。

在这位投行负责人看来,根据目前规则,一方面,发行价越高对应超募就越多,需要减持的老股数量也就越多;另一方面,发行价越高,在募投项目资金不变的前提下,意味着发行人出售的股份就减少,而这部分股份后续完全可以用来增发再融资;第三,发行价越高,发行人股东方减持的意愿就越强烈,还能卖个好价钱,以前锁定期的限制,现在正好被超募老股减持突破了。



代码	简称	发行日	发行价(元)	发行市盈率(倍)	首发规模(万股)			备注
					发行总量	老股发行量	新股发行量	
002708	光洋股份	2014/1/13	11.88	28.29	3320	37	3283	
002709	天瑞材料	2014/1/13	13.66	28.08	3010.5	849.18	2161.32	
002712	思美传媒	2014/1/13	25.18	24.06	2132.99	897.84	1235.15	
300359	全通教育	2014/1/13	30.31	51.37	1630	1150	480	
300370	安控股份	2014/1/13	35.51	39.54	1345	849.43	495.57	
002706	良信电器	2014/1/10	19.1	24.64	2154	0	2154	有老股,未实施
300360	炬华科技	2014/1/10	55.11	33.17	1988	1560	428	
300362	天保重装	2014/1/10	12	41.38	2570	0	2570	
300358	楚天科技	2014/1/9	40	31.5	1824.98	1125.06	699.93	
002705	新宝股份	2014/1/8	10.5	30.08	7600	0	7600	有老股,未实施
300357	我武生物	2014/1/8	20.05	39.31	2525	1425	1100	
300361	奥赛康	2014/1/10	72.99	67	5546.6	4360.35	1186.25	已暂缓发行

老股发行量的高占比成为此次发行的议论焦点

桂行民/制图 彭春霞/制图

海际大和证券 初试自主配售权利

目前A股首发在网下配售共有两种配售方式:优先配售和一般配售。优先配售就是按网下询价机构的类别划分的优先配售类。根据我武生物的发行公告,主承销商在该公司的网下发行中,采用了网下发行方式中的优先配售和一般配售中的自主配售。

证券时报记者 桂行民

19个有效报价中18个获得相应配售,作为新股发行体制改革的一项重要政策——增加承销商自主配售权限,在我武生物首发中,海际大和证券首次尝鲜行使了这一配售权利。

自主配售现身我武生物

根据网下配售结果,19个有效报价投资者中18个获得了配售。”1月10日,海际大和与我武生物在《网下发行配售结果公告》中如此表述,这也意味着,首次公开发行(IPO)重启以来,我武生物首次真正行使了自主配售权利。

我武生物发行公告显示,该公司此次发行中,通过网下发行向投资者配售的股票为505万股,有效申购的平均配售股数为505万股。

据投行人士介绍,目前A股首发在网下配售共有两种配售方式:优先配售和一般配售。

优先配售就是按网下询价机构的类别划分的优先配售类,如证监会明确规定网下配售的新股中至少40%应优先向公募基金和由社保基金投资管理人管理的社会保障基金配售”。

一般配售又分为按比例配售、摇号配售和自主配售。按比例配售就是符合条件的配售机构都按一定比例获得相应量的股份;摇号配售就是将网下发行股份分成同等份额,每份对应一个号码,由符合条件的配售机构抽签决定抽取对应配额的号码;自主配售则由主承销商自主决定。

根据我武生物的发行公告,主承销商在我武生物的网下发行中,动用了上述网下发行方式中的优先配售和一般配售中的自主配售。

在我武生物网下发行询价及申购中,有效报价投资者共19家,其中10家为公募基金和社保基金。发行人我武生物和保荐人兼主承销商海际大和将网下发行股票数量的40%,即202万股根据各自有效报价申购量等比例优先配售给10家公募基金和社保基金,其配售不足部分不再参与一般配售。

在一般配售时,海际大和证券和我武生物又将询价机构进行了分类,符合有效报价的战略合作投资者、紧密合作投资者都获得配售,一般投资者的配售总额则是优先配售类投资者、战略合作投资者和紧密合作投资者的剩余额度,因而9家有效报价的一般投资者中仅有8家获得了配售,东吴证券东吴汇利1号债券增强型限额特定资产管理计划未获配售。

自主配售引发关注

我武生物的配售结果一经公布,立

刻在互联网上引发了网民的纷纷质疑,某知名财经记者工作平台的微博称:海际大和发布我武生物的网下配售公告,社保申购1800万股,但只配售到60多万股,个人投资者柳海彬申购200万股,却配售到100万股,而公告并未公布配售比例原则。”

某券商一位投行发行人员称,回答上述配售结果是否合理,必须先仔细研究我武生物的两个公告《初步询价及推介公告》和《网下发行配售结果公告》。根据我武生物2013年12月31日发布的《初步询价及推介公告》,海际大和证券和我武生物确定了网下优先配售和一般配售两种发行方式。

优先配售操作的具体方式是,实际发行股数确定后,将网下发行股数的40%优先配售给有效报价投资者中的公募基金和社保基金两类机构。

优先配售依据原则为,若两类机构合计有效报价的申购量小于或等于优先配售股数,将根据两类机构的有效申购量进行全额配售,优先配售不足部分将向其他有效报价投资者进行配售;若两类机构合计有效报价的申购量大于优先配售股数,将根据两类机构的有效申购量进行等比例配售,有效报价申购量配售不足部分可以按以上配售原则参与网下发行的一般配售。

据此,再查阅《网下发行配售结果公告》,我武生物有效报价投资者共19家,其中10家为公募基金和社保基金,对应应在20.05元~20.1元有效报价区间的申购量为5900万股,显然大于优先配售的202万股的数量,不足部分可以参与网下发行的一般配售。但是,海际大和证券在1月10日发布的《网下配售情况的说明》中却将其更改为“配售不足部分不再参与一般配售”。

在一般配售阶段,令市场不解的是,两位个人投资者最终获得配售,而东吴证券东吴汇利1号债券增强型限额特定资产管理计划却未获得配售。

这一点,在我武生物此前公示中或可找到答案,该公司与海际大和证券在初步询价公告就约定了战略合作投资者、紧密合作投资者和其他投资者的分类。

战略合作投资者是指符合当前正与发行人或保荐人兼主承销商开展重要合作项目、有长期业务合作关系、有较强资金实力或管理资产规模较大、有较强行业研究能力等条件之一的,且与保荐人兼主承销商签订战略合作投资者协议的网下投资者。

紧密合作投资者是指符合历史上与发行人及保荐人兼主承销商有过业务合作、建立了业务合作关系、历史上曾参与保荐人兼主承销商承销项目的申购、有一定资金实力、有一定行业研究能力等条件之一且与保荐人兼主承销商签订紧密合作投资者协议的网下投资者。

■记者观察 | Observation |

IPO重启之下的投行困境

证券时报记者 李东亮

奥赛康暂缓发行了,原因不仅是高价和高市盈率发行的老问题,还有高额套现的老股转让新问题。超募被高额老股套现这一新形式取代,新股发行过程中投行困境仍在。

当下投资者的眼里,投行已经一屁股坐到发行人一边,丝毫不顾及投资者利益。然而,若不充分考虑投行难处,单纯解决三高问题也不现实,投行也需要投资者的换位思考。

不妨从梦想与现实的角度来分析这一困境。近期,从监管层到投资界都有一种呼声,那就是投行要兼顾发行人和投资者的利益。言外之意在于投行在照顾发行人利益的前提下,应尽量压低发行价、发行市盈率和募资额。

但事实情况却是,能让机构投资者获配才算是照顾,网上个人投资者中签才算是照顾,而至于按以怎样的价格获配,或是发行市盈率的高低则很少被投资者关注。

实际上,投行在新股报价期间从来都是电话接不停,有询问其他机构

投资者报价的,也有希望被照顾获配的,但极少有要求投行压低发行价的。

一则是因为发行价关乎群体利益,投资者都想搭群体的便车,而不是去为群体谋利;二是因为新股上市首日爆炒难免,必须获配才能保证获利。

此外,按照新股发行规则,投行在确定网下有效申购名单和确定最终发行价时,需至少剔除10%报高价者。有些投行为了维护投资者利益,自觉剔除了远大于10%这一底线比例的投资者。然而,带来的结果却是,获配的机构投资者未见感激,却得罪了被剔除的机构投资者。

很显然,监管层和投资界的呼声与现实并不一致,原因很多,其中最重要的是A股投资者喜欢炒作新股的预期,尤其是首日爆炒。这无疑给网下配售和打新造就了一个天然的套利机会。

投行困境还不止于此,监管层和投资界都呼吁投行要平衡发行人和投资者的利益。然而,发行人会一次性支付大额承销保荐费,而参与网下配售的机构投资者多数却并非投行

的客户。

退一步讲,假如这些参与网下配售的多数是投行客户,在明知一旦获配即可获利的前提下,投行需要做的是让所有机构投资者获配,而这与剔除一些高报价者来压低发行价的行为出现悖论。

当然,这其中还有一个投资者界定问题。投资者既可以界定为投行有业务往来的投资者,也可以是所有证券市场的投资者,也可以大而化之到证券投资者和私募股权投资(PE)机构。

很显然,在第一种界定的前提下,投行需要让所有投资者都获配,而不能剔除任何网下报价的投资者。在第二种界定前提下,投行需要剔除一定比例的报高价者,为二级市场所有投资者让利。在第三种前提下,投行在压低发行价的同时还要考虑PE机构的利益。

相比之下美国投行更幸福。首先,美国二级市场以机构投资者为主,首日爆炒和哄抬股价的行为较少,这就打击了机构投资者新股报价时的冲

动;其次,美国投行确实充分平衡了发行人和投资者利益,但这个投资者的界定也仅限长期合作客户,一般投资者的利益也很少被美国投行顾及;最后,成熟市场往往担心发行问题,而我国市场往往担心起募。这也成为成熟市场的投行较为重视投资者利益,我国投行往往重视发行人利益的一个原因。

投行的旧有困境既然客观存在,如何解决这些困境成为解决新股发行三高问题的关键。通过以上分析不难看出,新股发行中三高难题的症结都集中在新股的炒作上,炒新的根源则是新股的稀缺性和炒新的习惯。因此,需要通过新股的集中和批量发行缓解新股的稀缺性。

但在我国以散户为主的股市,炒新习惯的改变可能会更漫长。只要新股有超额收益,这种投资的惯性就不会停止。炒新习惯不止,一级市场的配售和打新就有套利空间。一级市场有套利空间,新股三高发行就难以从市场角度来解决。投行脆弱的行业自律和道德约束成为为数不多的选择。

■链接 | Link |

证监会发布的新股发行体制改革意见中引入了主承销商自主配售机制。网下发行的股票,由主承销商在提供有效报价的投资者中自主选择投资者进行配售。发行人应与主承销商协商确定网下配售原则和方式,并在发行公告中披露。承销商应当按照事先公告的配售原则进

行配售。网下配售的股票中至少40%应优先向以公开募集方式设立的证券投资基金和由社保基金投资管理人管理的社会保障基金配售。上述投资者有效申购数量不足的,发行人和主承销商可以向其他投资者进行配售。