

新股发行重启一周,呈现一片乱象;部分新股发行价高企,老股转让又受诟病,证监会紧急干预,部分新股暂缓发行,发行时间表被打乱……新股发行市场化改革遭遇挑战,该如何看待这些新问题?

市场化 要不要监管干预?

去年11月,证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》等4个文件,宣告暂停一年多的IPO将要开闸。最为重要的是,这次推出的新股发行制度,进行了大刀阔斧的改革,力度之大为20年来之最,《意见》里的大部分内容都是首次实施。

《意见》受到市场普遍欢迎,认为是新股发行市场化的重要一步。从这些措施看,针对的是新股发行中的顽疾——“三高”,即高发行价、高市盈率、高超募资金,当时市场认为根据新方案,“三高”现象将得到抑制。

然而,上周新股发行正式启动,人们发现新股发行价与发行市盈率似乎并不低,特别是部分新股市盈率依然偏高,纽威股份46.47倍的发行市盈率,已经高于该股所属行业的平均市盈率。最令人吃惊的是奥赛康,72.99元的发行价和67倍的市盈率,引起一片哗然。

奥赛康的发行被紧急叫停,证监会也在12日晚紧急发布《关于加强新股发行监管的措施》,导致东方网力、慈铭体检等部分新股暂缓发行,IPO刚刚推出就连踩“刹车”,这在历史上也是罕见。

证监会的干预也引发争论,市场化发行新股还要不要干预?就中国A股市场还不成熟的情况看,完全放任自流是不行的,当然,干预也不是要回到行政定价的老路上,否则,也可以回到以前按20倍市盈率发行新股的窗口指导方式,但这种行政定价的方式不是市场化的方式,更无法将来过渡到注册制发行。所以,证监会出台的《措施》只是弥补新股发行制度设计中的不足与漏洞,并非回到老路上,只是要求新股发行价对应的市盈率如果高于同行业上市公司二级市场平均市盈率(市盈率选取标准为中证指数有限公司发布的最近一个月静态平均市盈率),发行人和主承销商应在网上申购前三周内连续发布投资风险特别公告,每周至少发布一次。这意味着如果硬要高市盈率发行,发行周期就会延长。

《措施》出台后,新股发行并没有停止,只是东易日盛、登云股份等将发行时间推迟,改到2月11日,原因是发行市盈率显著高于行业平均市盈率,需要连续3周发布风险警示公告。如东易日盛定价21元,摊薄市盈率38.32倍,而所属的行业最近一个月平均静态市盈率为26.24倍;登云股份发行价10.16元,摊薄市盈率26.52倍,而所属行业最近一个月平均市盈率只有16.82倍,在两只新股都需要连发3周风险警示公告。

所以,此次证监会的干预并非完全回到行政监管的老路上,只是完善市场化发行规则,而且,《措施》出台后大部分新股市盈率都低于行业平均市盈率,说明干预是有效的,必须的。

老股转让 要不要继续实施?

这次新股发行引起争论的还有老股转让,认为老股转让让原始股东直接套现,吸走了投资者资金,但钱又没有进入上市公司,甚至认为还不如以前。

这种观点与一个月前有很大差异,去年11月证监会推出新股发行制度改革方案的时候,存量转让措施是受到大家普遍欢迎的,因为这个措施将抑制超募资金。事实上,新股发行启动以来,这一个目标是达到的,目前已经发行的25只新股中,上市公司资金都没有超募,有的公司甚至还出现募集资金低于拟投资额的情况。

目前已经发行新股的公司,大部分都有老股转让,这是因为新股发行价高,如果只发新股,就会出现资金超募,如果缩减发行量,又会出现流通股低于25%的比例而不符合《证券法》规定,所以,只能转让部分老股。这几年大家对于新股发行中的资金超募现象十分诟病,这次改革增加老股转让而抑制了资金超募,难道我们现在还要回到老路上,继续让上市公司资金超募?

所以,我们要客观看待老股转让,改革不能倒退。其实,原始股东的老股总是要流通的,现在,提前流通了,那么,将来减持的数量就少了。而且,增加上市时候新股的流通量,也有助于抑制上市时的炒作,目前发行的新股,以中小板与创业板居多,盘子本来就小,新股数量少,更容易遭遇爆炒,而爆炒新股又是一个被诟病的话题,是大家不希望看到的。

目前只是处于新股发行期,这些新股还没有上市,新股改革后限制了新股上市首日的涨幅,现在有不少人认为新股上市还是会爆炒,只是规则改变后会出现上市首日买不到股票,此后持续涨停的局面。当然,会不会出现这种现象目前不得而知,还需要等上市时候才知道。但历史上,首批新股总是遭遇炒作,这种现象也不得不防,所以,上市新股数量不能太少。

从这点来说,老股转让是有积极意义的。当然,老股转让数量也不能太多,本末倒置就违反了新股发行初衷。像奥赛康,由于72.99元的发行价定得太高,虽然发行量为5546.6万股,低于原定的7000万股,但不能超募只能增加老股转让,这样,新股只发行1186.25万股,老股转让高达4360.35万股,老股转让部分占新股发行量的78.6%,老股套现资金高达31.82亿元。

显然,奥赛康老股转让数量太多了,而且,还带来控股股东不能掌控公司的危险。作为公司的控股股东,南京奥赛康发行前持有8820万股,占公司总股本的42%,但是,本次转让老股4360.35万股,只剩下4459.65万股,按发行后股本只占20.1%,已经难以成为控股股东。造成这一局面的一个原因是,公司其他股东——苏洋投资、中亿伟业、伟瑞发展、海济投资都是2011年入股的,持股时间未滿3年而不能转让,只能控股南京奥赛康转让老股,而转让之后南京奥赛康持股比例太低,存在失去掌控的危险,这对公司发展不利,也未必是南京奥赛康愿意的。

要解决这个问题,只有降低发行价,从而减少老股转让。由于之前并没有对老股转让数量有一个限制,就出现了奥赛康老股转让数量远远超过新股发行数量,奥赛康叫停之后,很多公司采取的措施就是老股转让数量不超过发行量的一半。因此,这次新股改革中的老股转让措施其本身并没错,只是需要完善,比如,对于老股转让数量是不是应该规定一个上限?

机构报价 要不要加以制约?

新股发行重启至今,网下机构投资者的申购热情远远超过网上个人投资者,而承担报价重任的机构投资者,申购价格还需要更理性一些。

新股重启以来的21只新股发行,每只新股网下申购机构都是在300到400家,申购的数量相当大,最少是汇金股份,网下申购股数为5.3亿股,申购数量最大的86.87亿股,平均每个新股的申购量为32亿股,而这21家公司发行新股平均每家也就3805万股,就是说,网下申购数量接近于总发行量的100倍。

相比之下,网上以个人投资者为主的申购新股数量少很多,已经公布中签率的14只新股,网上平均申购股数为17亿股,差不多只有网下申购数量的一半。14只新股网上平均中签率为1.5%,其中只有第一只新股我武生物中签率低于1%,其余都超过1%,安控股份、炬华科技中签率超过2%。在发行的都是小盘股的背景下,这个中签率和历史上并不低,看来市值申购的确是挡住了一部分职业打新的资金,提高了散户中签率。

但是,网下机构要申购到新股难度大多了,由于网下最终能够申购到新股的只能20家以内,所以,大多数机构(包括一些参与网下申购的个人大户)都无法申购到新股,只有报价与最终定价一致或者略高的机构才能申购到新股。有人担心承销商做人情,其实,按目前的规则无法做人情,因为机构要报价准确到与最终发行价实在太难,而报价不准承销商就是想给他认购新股也不行。然而,目前机构的报价大部分比较高,要低价发行就必须剔除大部分报价,像众信旅游、汇金股份和扬杰科技都将90%以上的报价剔除,才降低了发行价和市盈率。

由此可见机构报高价的比较多,这是抬高发行价的一个重要原因,不过,目前由原先“报高价得”传统变成“报低价得”的做法,可能会对以后机构报价有所制约。

当然,机构报价高也与创业板股价高有关。就目前已经发行的新股看,虽然存在个别新股发行价与市盈率较高的问题,整体价格与市盈率还是相对合理的,截至昨天已经发行的25只新股,平均发行价为22.39元,平均市盈率30.84倍,相对应的行业平均静态市盈率为35.01倍,略低于行业平均市盈率。

从最近三年新股市盈率看,呈现逐年下降的趋势,2010年发行496只新股,平均发行价26.72元,平均市盈率50.31倍。2011年发行277只新股,平均发行价25.67元,平均市盈率45.95倍。2012年发行149只新股,平均发行价18.73元,市盈率30.09倍。

我们看到,2012年新股发行价与市盈率都是最低的,但是,2012年创业板大幅下跌,创业板指数从1000多点几乎腰斩,最低只有585.44点,2012年底创业板平均市盈率32倍,中小板平均市盈率25倍,因此,新股的市盈率与创业板的整体市盈率是一致的。

2013年创业板大幅上涨,创业板指数最高突破1400点,较2012年涨幅翻倍,由此推高了创业板市盈率,2013年底创业板的平均市盈率为55.21倍,中小板的平均市盈率也达到34倍。从这个角度看,目前新股平均30倍的市盈率,虽然与2012年相当,但是与二级市场创业板和中小板的平均市盈率相比,还是降低了。

因此,目前大部分新股价格还是合理的,只是个别热门股机构报价太高,如果对机构网下报价有所制约,可能会使新股发行价更合理。

本报记者
连建明

新制度缺陷还需「补漏洞」 证监会干预并非「走老路」

IPO刚重启就连踩「刹车」,引发市场争论

