

IPO 制度改革 目标不能迷失

■ 竹子

2009年IPO市场化改革以来,新股发行“三高”问题即如影随形。从监管层到投资者,从政策重心到舆论焦点,多轮IPO改革关注的重点主要集中于新股“三高”问题。似乎解决“三高”和炒新问题成了新股改革的轴心,“三高”问题成了IPO政策的原点,几乎所有的新股改革措施都通过倒逼方式来限制、解决高价发行。

但新股改革的终极目标决不是“三高”问题的解决,而是促进一二级市场的协调发展,建设两个市场共赢的美好的资本市场。

本轮IPO新政同样在“三高”问题上浓墨重彩,给予了一如既往的强烈关注,推出了一系列措施来解决“三高”问题。但是,A股市场特有的畸形股价结构,很容易使IPO市场化改革陷入困境,新股的“三高”阴影在现有的非市场化背景下无法化解。

“三高”的根源是股市结构失衡

目前,由于大规模的国有企业上市已经告一段落,民营企业成为上市主力。这些民营企业大部分都是中小市值的新兴产业公司,以进入创业板、中小板和酝酿成立的沪市战略新兴产业挂牌上市为主。创业板与中小板存量股票市盈率的高企,使后来者比样学样也同时获得高估值。不管是25%市盈率红线还是本轮新政不允许超出行业平均市盈率水平的规定,新股发行市盈率都被存量老股带动而居高不下。原因很简单,因为创业板与中小板的旧有股票本身估值就高高在上,参照其市盈率发行的新股价格也不会低多少。监管层多年来与新股“三高”斗智斗勇,不遗余力防控炒新,甚至精心设计行政干预色彩浓厚、导致市场低效的首日上市规则,真实演绎了现代金融版的唐吉可德勇斗风车故事。

与这一现象形成鲜明反差的是,沪市

上市新股如陕西煤业等并未获得估值溢价,上市后也未得到资金炒作。这也从反面佐证了新股发行价格的“三高”源于二级市场中小流通市值股票的较高溢价,新股“三高”的根源是股价结构的不合理。根据中证指数公司4月8日公布的A股市场主要板块市盈率,上海948家A股最新市盈率为10.97倍,深圳A股1565家市盈率为29.44倍,其中719家中小板市盈率为35.64倍,379家创业板市盈率为58.57倍。

股价结构不合理催生的中小市值新股价格高估,给IPO的市场化设置了巨大障碍,推进难度极大。IPO存量发行本是成熟市场常用的新股发行方式,本轮IPO新政引入存量发行制度,目的是避免发行过多新股造成募集资金过多,同时有助于增加新股上市首日股票供应量,降低市场炒作因素,减少限售股份积累。本来是一步一趋两得的妙棋,但忽略了A股股价结构不合理的现实,妙棋变成了臭棋。这些民营企业大部分都是拟在中小板、创业板上市的,发行价格都较高,动辄几十倍的市盈率,存量发行正中其意。部分公司甚至合谋中介机构,图谋尽量推高发行价格,不等解禁在上市前就尽量圈钱,装入高管个人腰包。

自主配售引起的利益输送可能,也是源于中小市值新股的价格溢价。如果新股没有高溢价,发行价格合理,上市没有获利确定性,甚至可能直接破发,那么也不会有利益输送的动机。我武生物自主配售中引起的利益输送质疑,是因为股票价格上市前后的较大价差。A股股价结构畸形导致的小市值公司大幅溢价,将自主配售这种督促券商“一手托两家”的良法送上了道德的审判台。在有自己特色的A股市场,中小市值新股在大多数情况下是一种稀缺资源,而自主配售将这种稀缺资源分配权交给了券商,这就给券商赋予了寻租盈利的空间。

可见,股价结构失衡,小市值公司大幅溢价,直接导致了新股价格的高企,而较高的新股价格又引起了连锁反应,导致存量发行、自主配售等良法异化为套现圈钱工

具,使IPO市场化改革举步维艰。

IPO新政的成功,需要一个股价结构合理、真正体现价值投资的资本市场。换言之,没有合理的股价结构,在小盘题材股股价高企的市场里,小盘新股的高价发行是必然的,新股“三高”问题是二级市场小盘股高溢价的投影。以市场化改革目标的IPO新政,在市场化不足和法制化基础相对薄弱的A股,依靠单兵突进很难获得实效,“三高”问题是新股发行市场化单兵突进的必然结果和衍生品。那么,以解决“三高”问题为目标的IPO新政也很难获得实质进展。过多纠缠于新股三高问题,使IPO改革陷入事务主义的泥潭。不但使新股改革成为一团乱麻,也在与新股“三高”的旷日持久的争斗中迷失了改革的终极目标,导致双输局面的出现;二级市场因抽血不断而萎靡不振,一级市场也在圈钱市的指责中丧失融资功能。

IPO 改革需要新思维

治理“三高”问题的治本之策是改变A股市场畸形的股价结构,治理“三高”不应成为一轮轮IPO改革的重心,IPO改革应重点关注两个市场的协调发展。如果花大精力建设健康、富有活力的二级市场,形成价值投资氛围,股价结构趋于合理,那么新股“三高”问题即可同时迎刃而解。

IPO改革应重点关注一级市场与二级市场的协调发展,通过强力的IPO改革措施,想法解决二级市场发展的最大问题——大小非与限售股问题。毋庸讳言,A股市场现在是一种非正常的“制度性熊市”,其多年的低迷状态主要不是由经济基本面导致,而是大小非、限售股多年来的不间断抛售造成的资金枯竭。股改产生的大小非问题已经基本告一段落,IPO带来的限售股与大小非问题依然严重,而新的限售股在每一轮新股发行中又源源不断重新产生。

目前的主要问题是,新股首发时由于

发行比例与数量较少,新股获得较高溢价;而在一年后的不同时段,大量限售股解禁,批量筹码涌入,以高价减持,导致股市低迷。目前,证监会的对策是推出存量发行,增加新股在上市首日的供应量,试图以此抑制新股的高价。但由于存量发行数量较少,对新股三高的抑制作用并不明显。

对于大小非与限售股问题,应该创造性地设计具有中国特色的解决方式,基本思路就是把大小非问题放在新股发行前端解决,而不是在新股上市后任由其高价减持。解决的办法可考虑优先股、存量发行等,大幅增加新股首发流通比例,既降低了新股发行价格,又截断了大小非、限售股产生的源头。

IPO改革包括本轮IPO新政的最大问题,是对技术层面改革关注的多,改革多是技术层面的,改革的侧重点过多纠缠于新股发行方式、询价定价环节、配售方式、上市之后的防控炒新,而对新股改革的共性问题缺乏关注甚至回避,如大小非和限售股问题的解决、一级市场与二级市场的协调发展、新股改革如何整体推进、新股改革的整体性战略、新股改革的远期目标等关键问题,都没有成文的战略规划与研究。

新股改革需要新思维,新思维就是新股改革的整体战略性思维或者市场整体思维,改革的目标应该首先放在促使一级市场与二级市场的协调发展,应该把促进资本市场长远发展作为新股发行体制改革战略规划。改革的重点应放在解决大小非、限售股问题上,而不是把改革注意力过多纠缠于技术环节,放在监管措施的补丁上,放在与打新炒新者的无限期角力上。

IPO改革的目的是,不是为了顺利发行新股,不是单纯的上市融资,更不是对投资者的圈钱与抽血,而是为了资本市场的协调发展,建设美好资本市场。通过解决大小非、限售股问题结束“制度性熊市”,缔造一个健康、充满活力的青春资本市场,是IPO改革成功的前提与保障,也应该是IPO改革的最终目标。

A 股市场互联网公司频繁收购或成常态

■ 经评论员 肖玉航

A股市场企业并购近年不断呈现上行,而让笔者观察发现,目前大型互联网公司的收购开始呈现连续与金额扩大的趋势。研究世界主要大型互联网公司发现,其在进入到一个重要发展期后,体现出的频繁收购特色非常明显。

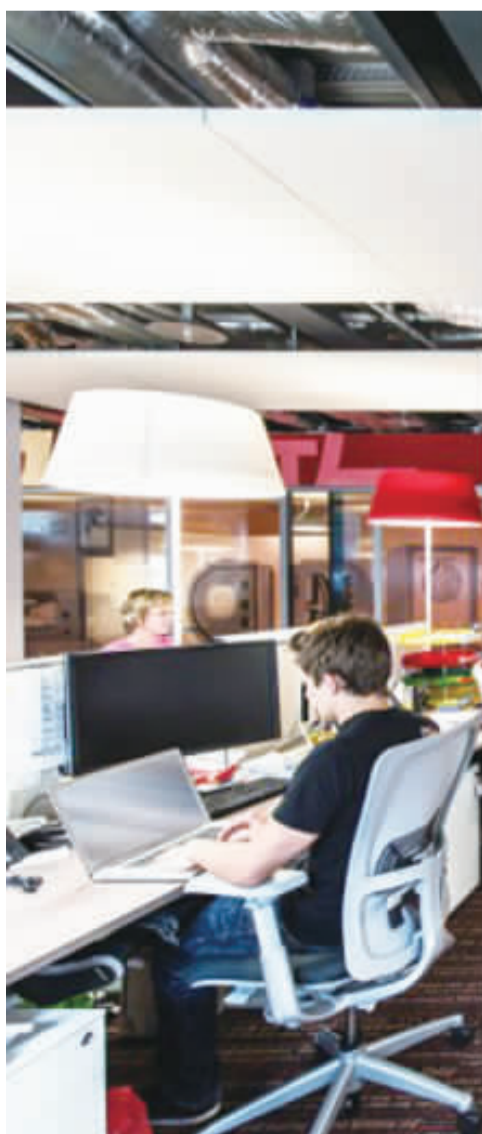
从近期A股市场收购动态来看,可谓并购金额与出手均体现出大型互联网公司的足迹。4月以来的两则公告表明阿里确实很忙,就在腾讯四处跑马圈地的时候,阿里的收购步伐也越来越快。以A股市场上市公司为例,恒生电子(600570.SH)、华数传媒(000156.SZ)相继发布公告称与阿里巴巴关联企业进行了股权合作关系。从交易金额来看,恒生电子合计交易总金额约为32.99亿元人民币。交易完成后,浙江融信将通过恒生集团持有恒生电子2062%的股份,收购价对应恒生电子估值160亿元,相比现价溢价21%,实际控制人变为马云;华数传媒8日晚间发布公告称与阿里巴巴签署了《战略合作协议》,此前该公司就已经发布了非公开增发公告,向马云、史玉柱参股的云溪投资发行股份,云溪投资将斥资人民币65.4亿元购入华数传媒287亿股股份。从此两笔交易金额与规模、频率来看,大型互联网公司A股的频繁收购已经打响。

实际上,研究发现,近年来国际上知名大型互联网公司的频繁收购,做大做强情况非常明显。比如联想收购IBM X86服务器以及近期将以291亿美元收购谷歌旗下摩托罗拉移动业务,当初联想收购IBM PC让自己彻底成为一个全球企业,并通过十年的时间站上全球的顶峰;2012年7月至2013年7月一年间梅耶尔为雅虎完成了19项收购,包括社交分享、视频聊天、内容分享、移动推荐引擎、新闻工具、社交任务管理、旅游奖励、选举产品、轻博客、移动广告平台、社交网络大数据挖掘分析等;2011年谷歌一年期间总共斥资19亿美元(包括股票和现金)完成了79起交易。收购成2011年谷歌关键词,谷歌频繁收购扩充产品线的背后是其布局移动互联网的步步为营。2013年底,苹果公司接连斥资数亿美元收购了Twitter消息搜索引擎Topsy和体感感知技术开发商PrimeSense等。可以说世界大型互联网公司频繁收购具有明显的行业扩张特征。

从中国A股市场来看,一方面是具有潜力的互联网公司不断登陆;另一方面中国企业并购市场的政策趋于简化与明朗。而对于具有资金优势需要拓展业务互补的大型互联网公司而言提供了较好的运作空间。技术、地区、人才为主要收购目的YAHOO收购原则,使得其在世界互联网行业成为领军人物;拓展业务链接与人才开发,使得苹果公司成为世界最为著名的手机互联网产品的巨头。近期发生在A股市场中的互联网相关行业的频繁收购,可以说是国际此行业领域的一种大趋势。

总体而言,A股市场中目前所体现的互联网相关行业收购,其并非是一个偶然现象,是行业发展到一定程度的一个必然,交易双方可能在战略合作、实现优势互补、互利互惠的双赢目标下进行,但任何收购也具有一定的不确定性,并非所有的收购都会成功,企业文化、估值溢价、或有风险等均存在其中,但可以预期,由于中国互联网行业的快速发展,使得大型公司要想再上台阶发展就可能或必须频繁收购,频繁收购或将在中国A股市场反复出现,其总会伴随着企业发展、成功与失败的共同产生。

世界互联网公司频繁收购结果显示:成功与失败共存,发展与风险共有。A股互联网公司的频繁收购未来仍将不断呈现,而生态圈延伸、平台有关的公司互补、布局和共生关联性是其频繁收购的要因或动力源。



对新股业绩“变脸”不能视而不见

■ 曹中铭

新股次新股的爆炒才刚刚落下帷幕,其业绩“变脸”潮又悄然来袭。牧原股份、金一文化、东方通等新股今年1月份才上市,3月份便纷纷预亏。与此前相比,新股业绩“变脸”的速度与“强度”毫不逊色。不过,此次新股再现快速“变脸”的一幕,留给市场的应该是更多的反思。

如今年1月28日牧原股份在中小板挂牌,在1月27日的上市公告书中,牧原股份预计今年一季度营业收入同比增长30%以上,净利润同比增长在-20%-20%,净利润变化区间为2331.6万元-3497.4万元之间。而3月29日,上市公司预计一季度净利润预计为亏损4500万元-6500万元。其业绩预告从小幅波动到大幅下降,从净利润下滑到产生巨额亏损,大大超出了投资者可接受的幅度。类似一幕同样发生在金一文化身上。在上市公告书中金一文化预计今年一季度扣非净利润同比变动幅度为-15.02%至-28.80%,金额在1550万元至1850万元之间,最终“被修正”为亏损1200万元至1900万元。

近几年来新股业绩出现“变脸”现象已成一种“常态”,上市前业绩高速增长,上市后露出“狐狸尾巴”的比比皆是。但对于IPO重启后挂牌的48只新股而言,投资者对其业绩状况应该是抱有“信心”的。毕竟,这些新股都经历了堪称史上最严的财务核查。然而,所谓的“信心”,经不起现实的轻轻一击。

笔者以为,新股历经财务核查、抽查,并在监管部门的高压之下仍然出现像牧原股份等业绩快速“变脸”的现象,某种意义上,这些新股的业绩“变脸”也是甩给财务核查的一记响亮耳光。实际上,在违规成本低的大背景下,从绿大地、万福生科等造假案例看,造假者对强行闯关均抱有侥幸心理,有鉴于此,监管部门对再次出现的新股业绩快速“变脸”现象绝不能视而不见。

首先,对上市前后业绩产生大幅波动的新股启动调查程序。自查、核查均查不出问题,上市后业绩就出现“问题”,而且还不是一家上市公司,这种现象不是偶然的。因此,监管部门有必要对这几家上市公司进行立案调查,而上市公司所给出的解释则不足为信。如果上市公司是采取包装粉饰业绩的方式欺诈上市的,应该履行其上市承诺回购所有公开发行的股份(包括老股转让的股份),强制其退市并赔偿投资者的损失。如果不存在包装上市的情形,也要对其上市前忽悠投资者的行为进行处罚。

其次,相关上市公司的主承销商必须给市场一个说法。值得关注的是,牧原股份与金一文化的主承销商均是招商证券,而招商证券对牧原股份也是“情有独钟”,即使是牧原股份挂牌一个月后,仍然给予其“强烈推荐A”评级。保荐人、主承销商与发行人属于“利益共同体”,自查、核查之后业绩出现“变脸”,作为主承销商,无疑不能置身事外。如果令中主承销商没有履行勤勉尽责的职责,对其严惩亦是应有之义。

明确新三板定位 打破交易所垄断

■ 刘纪鹏

2012年9月全国中小企业股份转让系统有限责任公司(下称“新三板”)成立,2014年1月260多家企业集体挂牌,新三板扩容至全国。截至3月底,新三板挂牌公司达到657家,融资规模38亿元。日前证监会明确鼓励企业到新三板上市,伴随着新三板快速发展的态势,其发展定位及在中国资本市场中的重要也就显得愈发重要。

明确新三板定位 成为中国的纳斯达克

发展多层次资本市场体系,是协调整个金融市场体系、顺应市场发展要求的基石,是世界各国资本市场步入高级阶段的共同特征。从国际惯例看,多层次资本市场体系的建立多是从场外柜台交易起步,逐步向交易所市场完善并发展。相比之下,中国资本市场的发展顺序则有些颠倒,我国首先建立和发展的是深沪两个主板市场,其后设立中小板、创业板,最后构建和完善三板及四板市场。在此背景下,对“新三板”的定位及其与创业板、中小板的关系总体而言有两种:

其一,遵循资本市场发展“三板——创业板、中小板——主板”的递进顺序,在新三板与创业板、中小板之间建立转板机制,新三板担当创业板、中小板的“摇篮”,为其输送合格的上市公司。

其二,向美国纳斯达克学习,在新三板内部按照挂牌企业的业绩、规模、行业等再细分为大、中、小市场,朝着综合性资本市场发展,与沪深市场形成“三足鼎立”的竞争态势。

从目前新三板的发展态势看,较低的准入门槛使其具备了极大的包容性,一定程度上决定了其更适宜向综合性资本市场的方向发展。其包容性具体如下:

第一,对企业规模无要求。在新三板挂牌的企业中,既有类似于湘财证券(注册资本32亿)的大型企业,更有众多中小企业。股本规模3000万以下、净利润500万以下的企业均占挂牌企业总数的60%左右,企业平均股东只有约20个。这一特征与美国今天的纳斯达克极为类似,其上市企业兼具沃尔玛、微软之类的大型企业以及逾千家中小企业。

第二,行业领域分布广。创业板侧重于鼓励和支持“五新三高”型的自主

创新型企业的发展,而新三板在企业所属的行业方面并无过多限制,不仅有制造业、信息技术企业,也有金融、生态农业、影视传媒、网络游戏、节能环保等热点概念企业,已涵盖超过15个行业,领域更广。

第三,不设硬性财务指标。创业板对挂牌企业的盈利性和成长性有一定要求,而新三板则没有硬性财务指标。只要企业是成立两年的股份公司、有完善的治理结构和主营业务、信息披露规范、有主办券商持续督导,就具备挂牌资格,准入门槛低,为广大中小企业参与资本市场融资拓宽了道路。

第四,交易方式多样化。由于网上集合竞价交易系统和做市商交易制度尚未正式推出,目前新三板的交易方式仅限于线下协议转让,所以其市场交易现状并不活跃。但随着今年独立的集合竞价系统以及做市商制度的相继推出,并伴随最小交易单位的下调,未来新三板的交易方式会三种并存,既有与创业板类似的网上集合竞价系统,又有自己独特的做市商制度和协议转让模式,因此新三板流动性差的现状必会改变,交易将更为频繁。

基于以上分析,新三板的包容性可謂是“大小皆有、行业不限、老少皆宜”。从2013年底至今,挂牌企业已增加300多家,按此速度上半年即可过千家,这种超常扩张一方面决定了目前若要与创业板和中小板对接,并非通过建立简单的转板机制就可实现;另一方面新三板也更适合在其内部按照企业业绩、规模和行业等指标划分出大、中、小三个层次,构建内部三个市场,完善属于自己的企业准入、孵化、培育、发展、壮大模式,具备自成一体的市场功能,成为中国未来的纳斯达克。

在新三板制度设计逐步完善的过程中,结合国际经验,首先要把握好度,不能急于求成、一蹴而就。在措施采取和标准确立方面,适宜先紧后到松,先将保险(放心保)系数定的稍高一些,后续再稳步微调,留有余地。这种渐进式改革的路径选择,表面看似缓慢,但从长远看,其速度和质量将相对更有保障。

打破交易所垄断 建立竞争格局

在新三板自身明确定位快速发展的同时,从外部环境看,首要解决的问题是尽快打破深沪交易所的垄断。回顾中国股市20多年的发展,一直仅有

深沪交易所这两所资本市场的“大学”,中国的上市资源丰富,但企业若想成功上市可谓千军万马过独木桥。如果认为中国股市的市场化改革至今效果都不尽如人意,那么与现有的交易所垄断体制密切相关。今后新三板市场实力的增强,虽然对于两大交易所而言在某种程度上是“近亲繁殖”,但其对资本市场竞争格局的形成与强化将具有重要意义。

目前,两大交易所发展过程中虽看似拥有主动,但实则隐患重重。首先,对于上交所而言,沪深小但沪弱深强的格局长期存在。沪市本应是中国股市的重要新兴点,但目前不论是市场容量还是交易活跃度,深市表现均优于沪市,2014年新一轮IPO开闸后,多数股票亦选择深市,如何解决这一问题备受关注。

其次,对于深交所而言,一方面其内部创业板与中小板同质性较强,本质差异并不明显,未来各自的发展目标应当明晰;另一方面新三板发展迅猛,虽然目前创业板具有IPO募集优势,新三板难以形成威胁,但由于新三板是公司制,优于深交所的事业单位制,未来完全有潜力将创业板的下游垄断,届时创业板就会有失灵风险,如处理不好两者间关系,新三板势必成为深交所未来发展的一大劲敌。

因此,两大交易所目前的发展都面临重重阻碍,要真正形成竞争格局,激发资本市场活力,笔者建议采取以下措施:

上交所方面,对于大型企业,倡议分拆。通过分拆上市,建立合理的集团公司、控股公司的治理结构,一大变几小,减小股本规模,优化上市结构,维护股市生态平衡,防止“大恐龙”咬断食物链,让上交所的大盘蓝筹股重新焕发少年的青春。

深交所方面,前有上交所,后有新三板,前有堵截后有追兵,必须充分重视并整自身发展思路。笔者建议将中的中小板和创业板保留一个即可,可将中小板合并入主板。同时,降低创业板门槛,接受新三板,妥善探讨转板机制。只有这样,深交所才能守住产业链高端,站在上游俯视三板,减少阻力。

通过以上措施,沪深交易所与新三板之间三足鼎立的竞争格局定会比目前的两腿支撑更为稳定,中国股市真正实现来自竞争的繁荣。上市主体在PE、VC、券商的指导下,自主选择上市场所,在新三板挂牌的企业既可选择一直留在三板内,也可通过转板继续发展,真正通过市场机制实现最优发展。