

美国IPO市场高比例老股套现缘何罕见

□肖妍

奥赛康较高的发行市盈率以及大量老股出售,让人联想起2012年中一场举世瞩目的IPO——脸书(Facebook)的发行。

国内资本市场关注的“超募”概念在美国并不存在。2012年2月,脸书向美国证监会递交了招股说明书初稿供美国证监会审核。在初稿中,脸书初步定下的最大发行量是50亿美元。按照美国证监会的要求,公司和券商在路演出发前需确定预计发行量,并根据投行内部搜集的市场信息提出价格区间。美国证监会要求这些估算必须是“真诚无欺的”(bona fide)。在路演之前,公司和券商会取得美国证监会对招股书没有问题的确认,然后开始印刷初步招股书(preliminary prospectus,也称红鲑鱼),并发送给潜在投资人,开始路演。2012年5月3日,脸书在招股说明书修改稿中将最大发行量增加至136亿美元,同时确定了定价区间为28-35美元,发行量约为3.9亿股(其中包括了公司发行的1.8亿股和原始股东出售的1.5亿股以及授予券商的15%的超额配售权)。同日,脸书开始路演。在股票正式定价和发行之前,公司和券商需要美国证监会公布招股书生效。因此,在路演中间,除非有重大事实需要披露,公司对招股书内容(包括定

价区间以及发行量)一般不会提出修改。脸书的发行大受欢迎,以至于在路演期间,脸书上调了它的定价区间并增加了发行量。2012年5月15日,定价区间被改为34美元至38美元。两天过后,在定价当日,总发行量增加至4.8亿股,新股发行量不变。脸书的发行市盈率为74倍,大大高于同类行业平均水平。

随着脸书发行总金额的不断上涨,脸书募资用途的描述却没有大改变。脸书并没有罗列IPO募集资金的具体用途,只是说明资金主要会用于运营资金。脸书决定上市之始,就有投资者质疑脸书上市的意义何在,因为脸书从来就不是一个缺钱的公司。脸书在它的招股说明书中承认,现在不差钱,上市是为了未来公司和员工可以灵活利用资本市场。脸书也大胆承认,上市的一个目的是为了便于原始股东灵活调整持股比例,换句话说,原始股东套现可能是脸书上市的主要原因之一。

原始股东通过IPO套现在美国IPO市场并不是什么罕见之事。在LinkedIn的IPO中,老股占总发行量的38%。在Tesla的IPO中,老股占总发行量的10.7%。根据媒体统计,在美国IPO中,脸书的老股转让的比重并不是最高的。潘多拉(Pandora)是一家美国互联网音乐媒体公司,在它的IPO中,老股转让占IPO总发行量的比重高

达59%。但是,需要指出的是,高比重的老股转让在美国IPO市场并不常见。同时,需要注意的是,虽然脸书的原始股东在IPO中套现了不少钱,但是除了个别股东之外,绝大多数出售股票的老股在脸书的持股比例(按照投票表决权来计算)并没有大幅减少。脸书创始人虽然减持了占原先持有数量比重约11%的股份,他在脸书的投票权却较出售前略有增加。

美国证监会并没有限制公司原始股东在IPO中出售老股的数量,那么究竟是什么限制了高比例的老股套现?主要是来自市场的力量。对于绝大多数公司来说,IPO是公司历史上最重要的一出戏。老股利用IPO大量抛售股票,就和自己请人拆自己的戏台喝倒彩没什么差别。在IPO时,老股大量转让无疑是在向市场传递一个不好的信号。如果一个公司的原始股东或管理层急于套现,市场必然会怀疑上市公司是否有什么问题,也会开始质疑披露是否真实可信。这就好比王婆卖瓜,自己的瓜送到嘴边不肯吃,还一定要扔掉,那么还有谁会来买瓜呢?毕竟原始股东和管理层都是知情者,市场会根据知情者的反应来判断公司的真实价值。这就是在美国IPO中,券商总会和公司大股东以及管理层签署锁定协议(Lock-up Agreement)的原因之一。此类锁定协议一般会要求公司大股东以及管理层在发行的180天之内,

不得出售手上拥有的股票。锁定协议是给市场的一颗定心丸。在中国,证监会明文规定了类似内容,也是希望能将原始股东和新股东的利益捆绑在一起,原始股东不会在IPO之后一走了之,伤害新股东的利益。

中国拟上市公司可能会羡慕美国证监会所赋予脸书的各种自由:没有“超募”的限制,可以随意修改发行量和定价区间。美国证监会甚至允许在定价当日,已经确认招股书有效之后,无需证监会再次批准,公司可修改发行量和定价(前提是总发行金额不超过或不少于原发行总金额的20%)。中国公司可能也会羡慕美国资本市场上那些源源不断的快速融资机会。但是,世界上没有免费的午餐。脸书圈到了钱,它的原始股东套了现,但是公司的高管和董事要时时刻刻牢记着,它们从此要面对广大股民和美国证监会的监督。他们除了要履行美国证监会规定的如实披露以及不能从事内幕交易的要求之外,在公司法下还要对股东尽他们应尽的义务,而且这些法律要求从来都不是一纸空文。美国资本市场的自由主要还是来自它相对完善的诉讼体系和有效的执法能力。如果中国的股民们没法低价有效地利用诉讼作为风险防范的工具,那么市场对“超募”后公司滥用资金的焦虑就会一直存在,IPO的市场就无法彻底放开。

伯南克的全球遗产

□阿尔文德·萨布拉曼尼安

当前,全球仍在艰难地消化艾伦·格林斯潘在美联储主席任上所留下的各种影响。因此,现在就对他的继任者本·伯南克“盖棺论定”还为时尚早。但伯南克及美联储在他任职期间——美国国内经济从弱势演变为全球领导力的相对萎靡期间——所扮演的关键的国际角色不应被忽视。

在过去五年中,世界被危机困扰,美联储通过两种方式影响了世界经济:积极地买入长期资产,即所谓的量化宽松QE;提供国际流动性,而这一点在很大程度上被忽视。我们来逐一考察。

不管QE对美国经济形成了什么影响,其对世界其他部分的影响总的来说是温和的。第一轮QE毫无疑问利大于弊,因为它极大地减小甚至消除了2008年9月雷曼兄弟公司倒闭后全球萧条的尾部风险。

平心而论,美联储此后的动作在世界其余部分毁誉参半。2010年和2011年,QE让资本流向新兴市场,激起了关于美国在实施某种形式货币操纵的指责。2013年5月,伯南克释放出可能退出QE的信号,这又让新兴经济体面临相反的压力——资本外流和汇率急剧波动。

在这两个阶段,美联储所受到的指责大多反映了受影响国的宏观经济管理失误。比如,巴西对资本内流的抱怨声最大,因为其货币在很短的时期里过度升值,但罪魁祸首其实是国内工资上涨和过热,而不是美联储的政策。

类似地,印度因为伯南克暗示美联储将“减弱”QE而严重受创,但这是因为其经济出现了高通胀和庞大的预算和外部赤字。新兴市场似乎忘了,它们容易受到美联储政策的影响,这正是它们在加入金融全球化时所争取的东西。

与此同时,美联储通过在极端金融压力时期增加美元流动性起到了建设性作用。雷曼兄弟倒闭后,美联储通过互换安排向巴西、墨西哥、新加坡和韩国央行提供了美元流动性。同时,它还向欧洲央行和日本银行提供了近乎无限的相同流动性。这些行动缓解了极端紧张的金融条件和相应的市场波动。

美联储也对新兴市场央行进行支持,因为这些国家大部分都没有从国际货币基金组织(IMF)贷款。在20世纪90年代的亚洲金融危机后,IMF被看作是美国霸权的工具。这些国家更愿意通过美联储直接和美国打交道。事实上,美联储支持的速度、时机和效果,让IMF也开始采取类似机制。

美联储对欧洲的支持也令人瞩目,因为当时美国政府的其余部门事实上都是旁观者——光说不练,并没有为欧元区受困经济体提供真金白银。就连增加IMF资源的措施也因为美国政治僵局而不了了之。

美联储为何能在美国国际领导力持续低迷时期取得无与伦比的成就?原因很简单,尽管美国经济十分萎靡,并且美国政治因为两极分化而几近瘫痪,但美元需求仍在。在这样的情况下,伯南克有效地利用了美联储印钞机控制者的角色。

美元霸权不会永远持续下去,它已经开始日益受到来自人民币等新兴货币的挑战,但美国霸权的残存实力让伯南克成了建设性的高效国际领袖。随着他的离任,人们开始给他“直升机”的称号,因为它给美国经济注入了大量现金。但历史不会忘记他起到的“失使”的全球关键性角色。

(阿尔文德·萨布拉曼尼安是彼得森国际经济研究所和全球发展中心高级研究员。本文版权属于Project Syndicate)

房地产调控不可能大幅放松

2014年房地产调控依然会延续2013年态势,不可能大幅放松,但将更强调分类指导,因地制宜:一线城市从紧,二线城市维稳,三、四线城市将有所放松。

既然不需制定年度房价控制目标,而且2014年房价上涨压力将减小,也就没必要限制项目售价。

其二,建设不动产统一登记制度。建立和实施以土地为核心的不动产统一登记制度,是产权管理体制的重大改革。2014年重点在于建立统一登记机构、统一登记依据、统一登记簿证、统一登记信息平台。按国务院要求,2014年6月底前出台不动产登记条例,并实施不动产统一登记制度。对于正常的商品房并无影响,原本就属合规登记,而对于各种“灰色”房屋,以后将逐步纳入正规登记程序,会暴露出其中某些不合规的事实。

其三,个人住房信息系统联网城市扩围。这不仅涉及技术问题,更多还有人为障碍。部分人担心自己的多套房产曝光。即便阻力重重,此事还将继续推进,这是一项基础性工作,国家必须掌握全国住宅的“家底”,这也是制定合理的住宅产业政策和房地产调控政策的重要前提。

其四,房产税立法与试点。十八届三中全会提出,要加快房产税立法并适时推进改革,再次表明中央推进房产税改革的决心是不变的。由于明确提出房产税要立法,要走人大流程,那么在立法之前,不可能全国铺开,而立法需要好几年时间,暂也不必过忧。不过,在立法之前,依然可能扩大试点范围,先试点后立法,这是改革的“常规打法”,2014年推出第二批试点城市的可能依然较大。

其五,出台《国家新型城镇化规划》。中央城镇化会议提出了推进城镇化的六条主要任务,这将成为2014年将出台的《国家新型城镇化规划》中的主要方针与内容。其中三条与房地产业关系较大。第一,推进农业转移人口市民化。为此必须进行配套的户籍制度改革,全面放开建制镇和小城市落户限制,有序放开中等城市落户限制,合理确定大城市落户条件,严格控制特大城市人口规模。第二,提高城镇建设用地利用效率。三大城市群地区,要以盘活存量为主,不能再无节制扩大建设用地。减少工业用地,适当增加生活用地特别是居住用地。第三,优化城镇化布局和形态。“两横三纵”的全国城市化战略格局,已经形成京津冀、长

三角、珠三角三大城市群,同时要在中西部和东北有条件的地区,依靠市场力量和国家规划引导,逐步发展形成若干城市群。由此可见,新型城镇化更注重发展城市群与中小城市,而控制超大城市规模。

其六,土地政策与土地制度改革。从短期政策看,2014年主要方针仍是增加普通住房、保障房用地,尤其是要求房价涨幅偏大、住宅供应紧张的城市增加住宅供应,另外还会继续抑制地王。从改革层面看,重点在农村土地制度改革,包括加快征地制度改革,完善农村宅基地管理制度,引导和规范集体经营性建设用地入市等。

其七,货币政策与房地产融资政策。中央经济工作会议提出:2014年继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。但按照短期惯性,2014年仍将延续2013年下半年偏紧的执行态势。货币政策的松紧,会决定房地产信贷与融资政策。2014年尤其是上半年,房价仍处高位,房地产融资难以明显放松。相比2013年度,开发贷、个人房贷仍略偏紧。至于上市公司再融资,2013年有消息说要开闸,靴子至今未落地,估计2014年会有所放行,这也是提高房企直接融资比重的应有之义。从改革层面看,一方面调整和优化公积金制度;另一方面将设立住房金融机构,通过提供政策性贷款、贷款担保等形式支持普通居民融资购房。

其八,住房保障制度建设。住房保障,是房地产长效机制的重要组成部分。2011年至2013年底,全国城镇保障性安居工程累计开工2490万套,“十二五”期间新建3600万套的目标,前三年已完成近7成,完成五年目标没有问题。从指导方针分析,总的方向是构建以政府为主提供基本保障、以市场为主满足多层次需求的住房供应体系,也即住房供应“双轨制”,重点发展公共租赁住房,廉租住房将并入公租房,各类棚户区改造仍是重点。

总体而言,2014年房地产调控依然会延续2013年态势,不可能大幅放松,但将更强调分类指导,因地制宜。笔者认为,2014年的房地产调控要求大体如此:一线城市从紧,二线城市维稳,三、四线城市将有所放松。

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

房地产调控。上述信息,以及其他诸多信息(比如去年四季度十几个城市出台地方新政,进一步收紧调控,而且继续实施行政干预)综合起来,发出的是非常复杂的信号:房地产政策将转型,但需要一个过程。业内外更关注2014年的房地产调控的具体动向,不妨关注以下八个方面。

其一,限价弱化或取消。2011年和2013年,房地产调控文件中两度要求地方城市制定年度房价控制目标。从中央层面看,今后不太可能要求各地继续制定房价控制目标。从地方层面看,



CFP图片

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

都说中国楼市是个“政策市”,而决策层的某些信号,又让人感到政策走向出现了些许新变化。2013年10月29日中央政治局就加快推进住房保障体系和供应体系建设进行第十次集体学习,强调住房保障。11月中旬三中全会召开,文件中与房地产相关的内容很少,涉及土改、房产税立法、住房保障与住宅供应、公积金等。12月11-13日,中央经济工作会议与中央城镇化会议同步召开。上述四个会议均淡化

中证公告快递

- 实时推送上市公司公告信息
- 独家解读权威资讯助您决策



Download on the App Store



Download on the Android APP

《中证公告快递》免费下载方式

1. 从中证网www.cs.com.cn直接下载
2. 从360手机助手、豌豆荚、百度手机助手,搜索《中证公告快递》下载安装
3. 用二维码扫描软件扫描二维码下载。请尽量避免用微信扫一扫,微信扫描会导致无法下载安装

神秘的菜您的爱

