

新股发行窗口打开 投行承销灰色利益链收紧

□本报记者 朱茵

随着多家公司IPO预披露材料相继公布，新股发行的窗口再次打开。投行人士预计，按照正常的流程应该能够在5月底左右见到新股上市，新股发行在一段时间之内将主要消化排队企业。在新的征求意见稿发布后，投行配售自主权将收缩，网下竞购格局会生变，前期新股发行过程中存在的几大问题将会改观，市场新的博弈格局也将形成。



IC图片

配售自主权将收缩 投行认为操作难度大

“在新的发行方式中，预计对投行影响比较大的是自主配售权的收缩。”有投行人士感叹，今年新股发行中的最大亮点——自主配售，在推出后出现的一些政策预期之外的情况，诸如定价规则模糊、配售权力过大容易滋生寻租、利益输送、暗箱操作等问题，都需要新股发行改革制度进一步改革。

3月底有关完善新股发行改革相关措施发布之后，企业年金和保险资金纳入优先配售范围，明确优先配售对象的配售比例应当不低于其他投资者，压缩了保荐机构与发行人的“自主”配售的空间，并取消入围投资者的“上限”数量规定等。

随后，证券业协会向承销商和询价机构下发《首次公开发行股票承销管理业务规范（2014修订版征求意见稿）》（简称《征求意见稿》），已于3月31日结束征求意见。此外，在《征求意见稿》的基础上，证券业协会还将制定配套文件《首次公开发行股票自主配售细则》和《首次公开发行股票网下投资者备案管理细则》。

目前来看，IPO重启的必要条件之一是新股发行相关的配套细则对外发布。在上述三个配套文件发布后，业内集中了较多反馈意见，预计协会将结合反馈意见修改细则，业内预计这些配套规则出台最快也要4月底。此外，网下投资者备案工作也需要一定的时间，预计等到5月底，才会有新股上市。

今年新股发行改革的重头戏之一就涉及发行配售，引进了海外成熟市场普遍采用的“自主配售”方式，这也可以视作深入推进市场化改革的一个重要方面。但此前承销52家新股的28家保荐机构推出的网下配售方案对此均进行了各具特色的诠释。此次征求意见稿和两个细则的发布，对承销商的工作细节定义更多更细，例如保证优先配售、不向六类投资者配售等多个方面。

“目前正联系一些企业和企业年金客户，将来给他们的配售比例会增加。”华东一位券商投行负责人说，在机构配售中虽然不愁卖，但投行仍旧希望能与之建立更长期的关系。最近有投行建议，在新措施中

增加优先配售对象，明确优先配售定义；因此，除保留了原规定中的可向公募基金和社保基金优先配售本次网下发行股票数量的40%外，此次新措施中新增了“安排一定比例的股票向企业年金基金和保险资金配售”。这一微调措施意在网下配售中进一步向具有公众性质的机构倾斜。同时增加禁止配售关联方，禁止主承销商向与其有保荐、承销业务合作关系的机构或个人配售。

“预计战略合作、长期合作等标准会相对统一，个性化的定义会减少。”保荐人表示，新股定价规则中的剔除问题，将重点为防止利益输送。此前慈铭体检、宏良股份、众信旅游、贵人鸟、奥赛康5家公司占在10%的剔除原则中引人长期合作关系这一依据，然而这5家企业中，有3家被紧急叫停（慈铭体检、奥赛康、宏良股份），占首批IPO暂缓发行企业总数的75%。此前52家公司的定价规则均为描述性的语言，如“综合询价结果，基本面、可比公司估值水平、行业市盈率及经营业绩等因素协商确定”，“根据报价情况、募投所需资金等因素协商确定”、“考虑基本面、发行量、所处行业、可比上市公司估值水平、市场情况、募集资金需求、承销风险以及单一投资者持股比例限制等”……这些表述意味着留给承销商、发行人的最终确定发行价的隐含自主操作空间非常大。此外，在一般配售中，对于投资者的分类也暗藏玄机，一位保荐人透露：有时定价规则名为公平，但实际上是为了某类或某一特定机构“定制”，以确保其符合入围条件。定价规则制订得越是“宽泛”，最终的可剔除比例的调整余地就越大。从而也就出现如众信旅游对网下申购量的剔除比例高达90%以上、安控股份剔除比例仅10.05%的区别。

今后对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得配售的比例应当相同。公募基金、社保基金、企业年金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。“这一规则非常明显，并且是有针对性的，之前各家券商设计的自主配售方案实施的结果，就有一

小部分的‘一般配售’对象的配售比例高于优先配售对象。”有投行人士称，这些规定压缩了保荐机构与发行人的“自留地”配售的空间。

《征求意见稿》中的第二十七条，要求主承销商和发行人对获得配售的网下投资者进行核查，确保不向六类对象配售股票。其中第5类不能配售的对象规定为：“过去6个月内与主承销商存在保荐、承销业务关系的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，或已与主承销商签署保荐、承销业务合同或达成相关意向的公司及其持股5%以上的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员。”然而，如何界定保荐、承销业务关系，甚至达成意向的标准是什么？投行感觉操作难度大。有券商认为，上述条款比较难执行，希望在正式文件中会有明确，或者有操作指引。

“这次出台更具体的要求也是建立在过往发行过程中存在的、比较突出的现象，针对性极强。”有投行负责人说，在询价、定价过程中，对发行人和承销商及相关人员的要求作了相应调整，如不得泄露询价和定价信息，不得以任何方式操纵发行定价，不得劝诱网下投资者抬高报价，不得干扰网下投资者正常报价和申购，不得以自有资金或者变相通过自有资金参与网下配售，不得与网下投资者互相串通、协商报价和配售，不得收取网下投资者回扣或其他相关利益……协会还将对不具备定价能力、未能审慎报价、在询价过程中存在违规行为的列入“黑名单”并定期公布，在一定期间内禁止其参与网下发行，对机构可以暂不受理行政许可相关文件，对个人可以采取市场禁入措施……“这些规定是非常具体的。”这位合资券商投行人士表示。

虽然有业内人士质疑，市场化的方向是放松管制，而此次则是加强约束。但分析人士认为，新规应该是作为过渡期间的权宜之计。因为市场化也不是完全没有监管，申银万国证券研究所分析师林瑾就表示，A股二级市场本身也不是完全有效，所以如果仅发行方式完全市场化也不尽合理。

今后对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得配售的比例应当相同。公募基金、社保基金、企业年金和保险资金的配售比例应当不低于其他投资者。“这一规则非常明显，并且是有针对性的，之前各家券商设计的自主配售方案实施的结果，就有一

新博弈大幕拉开 网下竞购格局将变

新股开闸，狩猎者新的博弈又将开始。“目前我们的准备工作也很难具体到哪一步，因为前期在修改材料，而且要等监管层相关办法得到明确。”北京一投行合伙人表示，目前该公司有项目处于预披露阶段。特别是因为在新的《备案管理细则》中，对网下申购的机构有不少新的说法，因此未来要按照确定的规则进行部署。但总体感觉是工作量增加很多，在他看来，新规要求承销商甄别的事情增多。

“我们专门进行过讨论，《征求意见稿》中的新增条款，有些条款的界定比较含糊，需要给出详细的操作指引。”上海一家券商说。

在配售环节，一是网下机构以机构为单位报价，这引起众多机构关注。以机构为单位申报一档价格的

规定，将直接削弱之前的同一机构不同产品进行梯次报价以博入围概率的策略优势。目前协会还没有进一步明确“机构”的定义。例如每只基金风格不同，对新股的偏好肯定不同，则不一定会有统一报价；此外，券商资管和自营本身又有“隔离墙”，如果整个机构作为一个报价，互相之间“隔离墙”怎么解决？

此外，针对网下投资者存在使用他人账户报价、投资者之间协商报价、同一投资者使用多个账户报价、与发行人或承销商串通报价、无真实申购意图进行人情报价等行为时，应在发行结果公告中披露并同时报告协会。在保荐人看来，很难以客观、量化的方式去界定和核查这些现象。“现实操作中很普遍的情况是有些人不以自己的名义参与询价，就以家人

或者亲朋好友的名义参加。”一位营业部总经理表示，这样的情景司空见惯，如果强硬要求甚至会失去客户，也是现实中两难的问题。

“预计在网下配售方面，会有新的博弈格局。”有券商资产管理公司人士说，报价机构今后会增多，以往10~20家报价，但今后数量会有扩张，会取消入围投资者数量的上限规定，不过机构需要综合评分，即网下机构实行打分制。如果机构报价在中位数上下，则会加分；但如果在最高的10%，或者最低的10%，则都会扣分。这就会让机构研究怎么理性报价，毕竟如果打分过低，被评为D类，则会取消申购资格；如果打分比较高，却没有申购到新股则是切实的利益损失。

市场化方式约束转让数量 老股减持先找“接盘侠”

此前新股发行中，有关老股减持流通的问题最为市场所诟病。而今后的实行方向也受到关注。“预计新股改革会有针对性地解决。”有业内人士透露。

原方案中关于老股转让的设计，意图通过增加新上市供给量，约束买方高报价，缓解“三高”问题。但在实践中老股减持措施并未真正起到抑制“三高”的作用，个别公司过度的减持行为涉及严重损害公众投资者的利益。所以在后来的措施调整中，新增了“要求老股转让数量不得超过自愿设定12个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量”，通过市场化方式约束老股转让数量，优化老股转让制度。

简单来说，也就是老股减持的前提是要找到对

手盘，对方同意网下锁定12个月，也就是等同于“一般股东”的地位。但现实中很少有机构愿意锁定这么长时间，除非对公司特别看好。机构普遍认为这一锁定期是比较大的制约。一些资产管理机构认为，今年监管层的财务大检查发现不少上市公司的问题，而且首批千挑万选的次新股今年季报就出现变脸也让人十分意外，也让长期投资者更趋谨慎：这是否能够有预警信息披露？是否能够在新股发行的过程中给出预期？

“有关部门应该不用对企业的业绩增长作背书，但发行人需要给市场以明确预期。”有基金公司投资经理认为，企业从改制到上市有时是漫长的过

程，其间经营情况很有可能发生改变，这需要给予投资者合理的了解途径。未来企业的发行条件可能会降低，盈利能力不一定是上市条件，但信息披露一定要充分及时。

此外，市场关注新股上市的交易机制是否会有改变。此前多家公司出现上市当日“秒停”的情况，这使得新股第一天的价格并不能充分反映交易意愿。市场人士认为，只有充分换手才能体现价格。据悉，交易所对此熔断机制也有相关讨论，是否会延长或者继续交易还未确定。不过，证监会新闻发言人表示将在总结经验的基础上，进一步研究完善新股上市首日交易机制。

循国际惯例 依市场实情

探索“本土化”自主配售方式

□申银万国证券研究所 林瑾

自主配售机制是从海外成熟市场引入的，既符合市场化的发展方向，也是有意识地在与国际发行市场接轨。理论上，通过自主配售，一方面，对于上市公司而言，将有利于改善现有的股东结构，使之更趋于合理，理顺治理结构，更有益于公司未来的经营发展；另一方面，对于承销商而言，则有助于维护好现有的客户，培植潜在的客户群体。因此，从业务角度考虑，采用符合国际惯例的自主配售方式，有利于发行人、承销商的长远利益。

而在具体操作上，海外市场的主承销商一般在自主配售过程中均会将参与网下询价的机构进行分类。如香港市场通常将投资者分为共同基金/养老金、对冲基金、企业投资者和高净值客户四层，并根据实际情况确定股票在每层投资者中的分配比例。而其划分的标准主要有投资者的资产规模、定价能力、市场声誉、以往申购中的表现，以及是否会长期持有等。回顾我国52家初尝自主配售的承销方案，部分正是效仿了海外市场的这种自主配售模式。

在配售对象的设定方面，部分公司根据自身业务需要和利益考虑，将配售对象按照一定的标准进行划分，并赋予其不同的获配概率。如有一家公司的将除社保、公募基金之外的其他投资划分为长期客户和非长期客户，其中长期客户定义为自2011年以来参与该主承销商的定向增发项目并成功获得配售的网下投资者，或者参与2011年定向增发项目并成功获得配售的网下投资者。在一月份的自主配售启航之初，不同承销方案对“入围”的理解则不尽相同，其中，最优惠于社保、公募的方案，部分正是效仿了海外市场的这种自主配售模式。

比如，对于存在争议的向社保、公募基金进行优先配售的规定。由于社保、公募基金在一定程度上代表着公众投资者的利益，政策适度向其倾斜也在情理之中，哪怕在海外市场的网下配售中，公募基金实际获得的配售占比也是相当高的。而具体对于社保、公募基金的优配度应该如何理解？

在一个月的自主配售启航之初，不同承销方案对“入围”的理解则不尽相同，其中，最优惠于社保、公募的方案，不仅可进行“二次配售”，且规定总配售比例不低于其他配售对象；而另一些公司则截然相反，仅允许社保、公募获配量不超过相关法规所规定的40%的网下发行量，以至于社保、公募的最终中签率还低于一般配售。我们认为，至于是否给予社保、公募第二次配售，可取决于不同承销商对自身未来业务发展的考虑，市场应给予理解，也在一定程度上体现出自主性，而对于最终的配售比例低于一般配售是否合理则值得商榷。

对于已经初具国际配售雏形的自主配售方案，市场本应无可厚非。但是，倘若实施自主配售的市场化基础不扎实，则自主配售很可能就会拷贝走样，以至于IPO重启不久便出现奥赛康事件，监管层随后不得不出台《关于加强新股发行监管的措施》。

券商在IPO中进行自主配售是发达市场普遍采用的一种做法，但推行这种做法需要有一个成熟、自律的市场作为前提，同时要有监管力度足够且效果明显的措施加以辅助才可实现。而我国证券市场相对海外成熟市场起步较晚，虽然证券市场经过二十多年不断地发展，历经无数次的制度完善，但与发达市场相比成熟程度仍显不足，包括目前的退市制度还不够严格，市场的诚信度亟需提高，投资者队伍结构及素质仍待进一步改善和提高等等。

更重要的是，我国A股市场的投

纯打新产品将受限

□本报记者 朱茵

改革之后，专为寻求一二级市场差价的打新产品将难以立足之地。从业内多家机构了解情况看，新股改革以来，监管层对于单纯寻求差价的理财产品并不支持，这类产品将大受制约。

此前对于网上打新的投资者要求有一定的市值，而对网下机构并没有类似的规定，因此，被市场读为标准的不一致。而3月之后的微调施中，增加“要求网下投资者必须持有不少于1000万元市值的非限售股份”，这一新规定，一方面增加了市场参与者的公平性；而更重要的是，这也是对纯“打新”产品的制约，增加了参与网下申购为唯一目的的操作难度。

不过，一般大的公募基金并不担心。在他们看来，“1000万元市值的非限售股份”的门槛并不高，即使是沪深各1000万元也不难达成，绝大多数的网下投资者并不会构成重大影响。但对于新成立的小产品则难有市场了，一则难以迈入网下门槛，二则持续中签难以保证。

据申银万国证券研究所统计，从今年已发行新股情况来看，各承销商平均网下发行初始量占比为68.8%，仅7家承销商所承销企业的平均网下发行量超过70%。各承销商平均回拨比例为29.38%，9家承销商平均回拨比例达40%，回拨比例主要与股本大小、新股上市溢价预期、公司质地等因素有关。就2014年以来IPO回拨前网上初步申购倍数来看，均值为146倍，接近此次新增的回拨档次——150倍，若按新规计算，约有37%新股的网上发行量占比将达到90%。