

# 新股发行改革 存量发行不是妙方

### 》市场影响

#### 存量发行是利空?

有媒体分析指出,存量发行虽然短期内可增加新股筹码的供给量,也能对新股的合理定价施加影响,但新股定价是否合理,存量发行却并非决定性的因素。目前新股发行价格定价上的不合理,主要原因在于“市场化发行”并不彻底。

增量发行是为上市公司募资,从而创造发展的条件。存量发行是老股东变现资产,对上市公司益处较少。不管是增量发行还是存量发行,关键在于价格的制定和运作的规范。目前情况下,依靠大股东们良心发现降低发行价显然不可能。

放开存量发行制度,必须在完善规则制度的基础上进行。比如发行的途径、发行的比例、超额配售权规则、稳定价格操作规则、存量发行后的股份锁定规则及相关惩罚措施等等。因此有投资者甚至认为,存量发行与国有股减持一样,是为国有大盘股上市开绿灯,从资本市场长期发展看,存量发行势在必行,但就目前中国股市的现状看,存量发行不是利好,而是利空。

### 》延伸阅读

#### 解决“三高”问题 还有其他办法

皮海洲认为,在法律制度修改前,可局部恢复定价发行的发股方式,让询价发行与定价发行并存。原则上主板市场采取询价发行,中小板、创业板采取定价发行。毕竟目前询价机构的询价能力有限,无法对中小板、创业板公司作出有效的估值判断。而主板公司发展相对成熟,对其估值相对容易。

首先,对主板市场的新股发行可采取询价发行的发股方式,其发行方式维持现行的发股方式不变。目前的新股询价之所以会询价高价发行的结果来,这既有询价制度不完善方面的原因,也有询价机构胡乱报价、人情报价的原因。此外,还有一个客观上的原因,就是一些中小企业确实存在估值难的问题。不过,由于主板市场发行股票的公司都是发展比较成熟的公司,因此在估值方面容易处理一些。所以,在完善现行询价制度之后,可仍然在主板市场实行询价发行方式。

其次,中小板、创业板的新股发行,可采取定价发行的发股方式。因为中小板、创业板公司,新股发行规模有限,在目前实行新股发行审批制的制度下,很难改变新股供不应求的局面。加上这些企业的估值很难有正确的评估。所以,在询价发行的情况下,发行价再高,也不存在发行困难问题。 快报记者 陈诚 刘芳

### 》新闻背景

#### “三高”横行 破发遍地

近期中小板、创业板新股上市火爆炒作,而一批大盘股则频频跌破发行价,投资者对于新股发行中高发行价、高市盈率、高募集资金的“三高”问题诟病越来越大。例如,近期上市的汉王科技,发行股份数量为2700万股,发行价为41.90元/股,对应市盈率68.69倍,而前期的创业板新股上市,一个个股募集资金多达几个亿的并不少见。为了解决目前存在的“三高”问题,全国政协委员、中国证监会主席助理朱从玖在参加“两会”期间透露,新股发行体制改革将启动存量发行。他说,将从制度上加强新股定价合理性,考虑存量发行、券商配售和网下配售股份的锁定问题。

职业投资者、著名财经撰稿人皮海洲表示,就新股“三高”问题而言,启动存量发行,除了对解决超募问题(即高募集资金问题)具有一定的效果之外,对于高价发行、高市盈率问题的解决收益甚微。不仅如此,存量发行还面临着法律障碍。投行人士也表示,目前国内新股存量发行还存在着法律制度、询价机制等障碍,未来新股存量发行将有很多制度设置需要完善。

### 》名词解释

#### 存量发行

存量发行有两种主要情形:一是股票首次公开发行(IPO)中的存量发行,即在公司IPO时,老股东对外公开出售一部分股份;二是公司上市后的存量发行,即在公司上市后,老股东通过一定的方式减持全部或部分股份。IPO存量发行,可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。

在海外资本市场,存量发行是新股发行中常见的一种操作,中资公司境外发行也经常引入这种安排。增量发行募集到的资金归上市公司所有;发行新股后,一般会使用上市公司净资产等指标发生变化。存量发行募集资金不归属于上市公司所有,募集资金直接流入发起人或大股东的口袋,发行新股前后,上市公司的净资产等财务指标不变化。负面作用是会造成部分股东提前套现。



漫画 俞晓翔

### 》可行性研究

#### 存量发行的优点

目前来看,新股存量发行,可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。独立财经撰稿人黄湘源也表示,新股发行要把保护中小投资者利益作为重中之重,推出存量发行势在必行。他认为,保护中小投资者利益,仅仅提高新股申购的网上中签率显然是不够的,重要的是要找到一种有利于消除一二级市场价差鸿沟的改革办法,让中小投资者不仅可以通过打新股得

益,而且通过二级市场的投资也能有所获益。在眼下一时还找不到可以让一、二级市场投资者利益衔接起来的途径和方法的情况下,推出存量发行,以此改变目前新股发行的流通份额过少,一、二级市场价差过大的状况。

不仅如此,由于部分存量股份在新股发行时已被“卖”出去,对于日后解决大小限问题,对于今后减缓存量股份减持所造成的市场压力等方面,其积极意义是不言而喻的。

#### 存量发行的缺点

但是,存量发行也必将导

致部分存量股份被提前套现。特别是,对于创业板新股中某些创投资金的提前退出提供了绝好的通道。

而且,由于创业板新股基本上都是小流通盘,即为身披高科技、高成长性的光环,即使是实施存量发行,其高价高市盈率发行的现状也不可能得到根本性的扭转,尽管有可能不会出现前几批离谱的高发行市盈率的现状。

除此以外,中小板新股也会出现类似情形。从这个意义上来说,存量发行更是创投资金与中小板新股自然人股东的盛宴。

#### 询价机制还不健全

华泰证券投行人士还认

### 》障碍在哪里

#### 《公司法》和《证券法》有待完善

投行人士表示,目前在法律设置上,还存在一些相抵触的地方,短期内推出的难度比较大,障碍主要是在IPO存量发行中涉及。根据《公司法》规定,“公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。”因此,上述规定制约了存量发行方式在IPO发行中的应用。不过,相关投行人士表示,争论的焦点在于对外存量发行这部分股份,究竟算作发行前的股份,还是发行后的股份?如果算作非公开发行前已发行的股份,那么《公司法》就成为存量发行的障碍。

不过,也可以理解为只有当这部分股份对外转让后,公开发行才算完成,因此这部分股份不应该受相关法规约束。上述争议还需要管理层最终界定。

分析人士皮海洲还认为,目前新股发行的规模之所以不大,显然与《证券法》第50条规定的股票上市条件有关,其中的条件之一是要求公开发行的股份达到公司股份总数的25%以上;公司股本总额超过人民币4亿元的,公开发行股份的比例为10%以上。这一规定,是在股权分置时期时定的,已明显不适应全流通时期的新股发行要求,因此有必要作出修改。

| 2010年3月9日沪深A股行情 |      |        |       |     |        |      |       |       |     |        |      |       |       |     |        |      |       |       |     |        |      |       |       |     |        |      |       |      |   |
|-----------------|------|--------|-------|-----|--------|------|-------|-------|-----|--------|------|-------|-------|-----|--------|------|-------|-------|-----|--------|------|-------|-------|-----|--------|------|-------|------|---|
| 代码              | 名称   | 收盘     | 涨跌(%) | 成交量 | 代码     | 名称   | 收盘    | 涨跌(%) | 成交量 | 代码     | 名称   | 收盘    | 涨跌(%) | 成交量 | 代码     | 名称   | 收盘    | 涨跌(%) | 成交量 | 代码     | 名称   | 收盘    | 涨跌(%) | 成交量 |        |      |       |      |   |
| 600000          | 浦发银行 | 20.74  | 0.20  | 0   | 600012 | 上海银行 | 12.22 | 0.07  | 0   | 600026 | 山东黄金 | 19.74 | -0.14 | 0   | 600031 | 三一重工 | 27.98 | 0.51  | 0   | 600036 | 招商银行 | 29.06 | -0.07 | 0   | 600048 | 保利地产 | 22.80 | 0.27 | 0 |
| 600051          | 贵州茅台 | 151.25 | -1.00 | 0   | 600052 | 华北大药 | 9.80  | 0.01  | 0   | 600056 | 金矿股份 | 15.10 | 0.10  | 0   | 600058 | 五粮液  | 28.20 | 0.08  | 0   | 600060 | 海信电器 | 21.15 | 0.20  | 0   | 600063 | 兴业银行 | 24.80 | 0.20 | 0 |
| 600066          | 青岛啤酒 | 13.88  | 0.15  | 0   | 600068 | 葛兰素  | 12.64 | 0.05  | 0   | 600070 | 福建三农 | 9.45  | 0.01  | 0   | 600073 | 北汽股份 | 16.52 | 0.06  | 0   | 600076 | 华鲁恒升 | 12.05 | 0.03  | 0   | 600081 | 中信证券 | 31.25 | 0.13 | 0 |
| 600083          | 海通证券 | 13.25  | -0.07 | 0   | 600085 | 同力水泥 | 10.25 | 0.05  | 0   | 600088 | 中视传媒 | 9.85  | 0.03  | 0   | 600089 | 海信集团 | 13.44 | 0.16  | 0   | 600093 | 华仪股份 | 13.10 | 0.01  | 0   | 600098 | 紫光股份 | 15.32 | 0.17 | 0 |
| 600100          | 同仁堂  | 15.90  | 0.00  | 0   | 600101 | 紫江企业 | 12.00 | 0.00  | 0   | 600103 | 华联控股 | 8.71  | 0.03  | 0   | 600104 | 上汽集团 | 16.54 | 0.09  | 0   | 600106 | 广联达  | 10.30 | 0.03  | 0   | 600108 | 宝钢股份 | 25.18 | 0.22 | 0 |
| 600111          | 长江电力 | 21.12  | 0.00  | 0   | 600112 | 白云山  | 10.30 | 0.00  | 0   | 600113 | 苏宁电器 | 14.65 | 0.00  | 0   | 600115 | 机场集团 | 13.90 | 0.00  | 0   | 600116 | 中国国贸 | 15.30 | 0.00  | 0   | 600118 | 华仪股份 | 13.10 | 0.00 | 0 |
| 600119          | 江海股份 | 11.77  | 0.00  | 0   | 600120 | 山东亚太 | 10.50 | 0.00  | 0   | 600121 | 江苏舜天 | 11.30 | 0.00  | 0   | 600122 | 江苏发展 | 12.14 | 0.00  | 0   | 600123 | 内蒙华电 | 15.15 | 0.00  | 0   | 600124 | 洽洽食品 | 11.45 | 0.00 | 0 |
| 600125          | 铁龙物流 | 11.17  | 0.00  | 0   | 600126 | 上海梅林 | 6.66  | 0.00  | 0   | 600127 | 汇川技术 | 17.19 | 0.00  | 0   | 600128 | 博通股份 | 9.45  | 0.00  | 0   | 600129 | 兰州银行 | 12.38 | 0.00  | 0   | 600130 | 特变电工 | 12.54 | 0.00 | 0 |
| 600131          | 中粮地产 | 12.22  | 0.00  | 0   | 600132 | 中粮生化 | 10.50 | 0.00  | 0   | 600133 | 中粮屯河 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600134 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600135 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600136 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00 | 0 |
| 600137          | 中粮生化 | 11.19  | 0.00  | 0   | 600138 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600139 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600140 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600141 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600142 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00 | 0 |
| 600143          | 中粮生化 | 11.19  | 0.00  | 0   | 600144 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600145 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600146 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600147 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600148 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00 | 0 |
| 600149          | 中粮生化 | 11.19  | 0.00  | 0   | 600150 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600151 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600152 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600153 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600154 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00 | 0 |
| 600155          | 中粮生化 | 11.19  | 0.00  | 0   | 600156 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600157 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600158 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600159 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600160 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00 | 0 |
| 600161          | 中粮生化 | 11.19  | 0.00  | 0   | 600162 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600163 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600164 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600165 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600166 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00 | 0 |
| 600167          | 中粮生化 | 11.19  | 0.00  | 0   | 600168 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600169 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600170 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600171 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00  | 0   | 600172 | 中粮生化 | 11.19 | 0.00 | 0 |