

IPO地雷

賺錢的IPO，投資者可能完全分配不到股份。筆者建議：假如沒有專業知識，最好不要碰那些中小型IPO，因為值博率實在太低。

祝振駒

翺騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在星展，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翺騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011



6月至7月間，公開招股的IPO高達25宗，集資總額約為302.95億元。按月份計，宗數之多可說是近年少見。可惜新股質素良莠不齊，6月底4日內11隻新股上市，首日掛牌竟然有9宗破發（即俗稱潛水），其中7隻有穩定價格機制（即Greenshoe），但有5隻仍不能倖免。

散戶欠資訊難判斷

最離譜是公開超額認購達51.45倍的恒發洋參(00911)，首日跌幅竟高達24.2%，榮膺今年首發表現最差勁新股。更奇怪的是，有人將不濟表現歸咎於對沖基金拋售，以圖低位買貨。事實上，新股不容許拋空，基金亦沒可能有足夠籌碼，將新股舞高弄低，上下其手。

新股風險高，有3個主要原因：一、大部分新股的基本面都欠佳，帳目水份太多，很多公司趁業績最高峰時上市，上市後就立刻走樣，無以為繼；二、投行吹噓超額認購很多倍，造成假象，令基金及散戶放大認購倍數，之後定價又太進取，令分配過多股份及沒有實力的投資者被迫於首天即時拋售，一旦出現敗象，其他投資者亦被迫跟隨止蝕；三、公司上市前有可能以極低價將股份配售給無鎖定期的投資者，這些低成本股票通常都會在首天掛牌時不計價被沽出。

新股分配通常由大股東及投行的股票資本市場部(ECM)主管決定，所以他們一定最清楚股份首發那天的走勢。籌碼的最終組合往往決定首天表現。假如股份分配太散及給予短綫炒家和槓桿者太多，後市表現一定欠佳。作為普通投資者，根本無資訊作出判斷，只能以投行的包銷往績

作為參考。

長期認購輸多贏少

穩定價格機制為額外多增發意向集資股數的15%，如果招股成績理想，投行一般都會執行配售這額外部分。假設上市後股價低於招股價，投行可於掛牌後的30天內，於市場回購同等數量的股份並注銷，以保持股價穩定。假如上市後，股價一直高出招股價，無需要作回購，上市公司便可多增發15%股份。

對於投行，這額外多增發的部分，其實等於預先按招股價，沽空了15%股份，所以有一些無良的投行，不按招股價回購支持股價，會等到股價下跌後，才於低位慢慢收集，投行便可以賺取股價下跌後的差價。

一般IPO包銷的佣金為集資額的2%至3%之間，但破發後，投行由Greenshoe賺取的價差幾乎可等同佣金收入。假設Greenshoe的平均回購價低於招股價20%，投行賺取的價差就等於集資額的3%（20%乘15%）。

假如長期參與認購新股，筆者估計總回報一定輸多贏少。因為：一、破發的IPO數目，平均遠高於賺錢的數目；二、熱門及賺錢的IPO，每次獲配的分量都很少；相反，虧錢的IPO一定被分配高比例的份額；三、虧損的IPO下跌幅度高於賺錢的平均回報。筆者計算過最近30宗IPO，首天的平均回報為-2.24%。但實際回報率一定更差，因為賺錢的IPO，投資者可能完全分配不到股份。筆者建議：假如沒有專業知識，最好不要碰那些中小型IPO，因為值博率實在太低。FM