新股发行体制改革向中小投资者倾斜

——中国证监会新闻发言人就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》答记者问

为进一步强化市场约束机制,充实和完善询价制度,近日中国证监会就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见(征求意见稿)》(以下简称《指导意见》)公开向社会征求意见。

中国证监会新闻发言人就相关问题接受了记者的采访。他表示,在《指导意见》征求意见结束并正式发布后,即会安排新股发行。各相关机构应尽快熟悉《指导意见》的内容,在实施改革措施的初期,证监会会细化各项安排,关注市场意见,把握节奏,稳步展开相应工作。

⊙本报记者 商文

新股发行定价机制进一步市场化后,新股收益趋势上会收窄,是否有正收益的不确定性加大。史丽 资料图

【经验】

询价制度:促使资本市场定价功能提高

记者:请谈一下怎样认识新股发行体制。

答:新股发行体制是指首次公开发行股票时的新股定价、承销和发售的一系列制度及相关安排。新股发行体制的核心是定价机制,包括两方面基本内容,一是确定新股发行价格,即价格发现;二是采用一定的方式将新股出售给投资者。这两个方面相互制约和依赖,构成价格形成机制的核心内容。

从股票市场的一般原理来看,定价过程有这样几个特征:一、定价过程是发行人、投资人和承销商从各自利益出发共同参与和博弈的过程;二、投资人报价和申购是投资人参与定价的方式,报价和申购信息是表明投资人出价的信息;三、根据报价和申购意向确定的配售方案及配售结果,是价格形成过程的一个重要内容;四、最后确定的价格,是发行人接受的价格,是投资人同意的出价,是承销商将买卖双方协调一致的结果。这些特征背后有个共同的基础,就是参与主体的自主决定和风险自担。

记者:我国新股发行体制演变有何特点?

答:我国证券市场起步较晚,市场环境与境外成熟市场差异较大,受当时经济、社会和法制环境的局限,新股定价机制早期具有浓厚的行政色彩。1993年的《公司法》和1998年的《证券法》均规定,新股发行价格须经证券监管部门批准。在2005年以前,由于投资者和中介机构等市场主体尚不成熟,市场机制不完善,买方不能对卖方构成有效约束,出于保护投资者目的,证监会在法律许可的范围内主要采用限定发行市盈率上限的方式管理新股价格。这种定价方式对当时市场状况下投资者保护和市场发展发挥了积极作用,但随着市场发展其不足也较突出,其与价格形成机制的市场化要求相距较远,股票一级市场的价格发现功能和资源配置功能发挥不充分。

2004年修订的《证券法》取消了新股发行价格须经监管部门核准的规定。证监会依据法律调整,对股票发行方式进行了重大改革,于2005年初推出了询价制度,不再对新股价格进行核准,采用发达市场通行的向合格机构投资者累计投标询价方式确定新股发行价格,从而把市场力量即买卖双方的判断和意向引入到发行价格的确定上来,初步实现了不同行业、不同类型公司的差异化定价,向市场化的定价方式迈出了积极的一步。与此同时,为防止发行价格过高,对部分新股发行最终定价进行必要的窗口指导。询价制度实施以来,已有284家公司采用询价制度确定股票价格发行股票,其中包括一批金融、能源、交通等国民经济重点骨干企业,实现了"A+H"同步发行上市。资本市场的定价功能、资本的配置效率明显提高,有效支持了国民经济又好又快发展。

【现状】

发行改革:具体考虑五大方面

记者:请谈一谈改革和完善新股发行体制的背景。

答:近年来,我国各类企业利用资本市场健全机制、融入资本的态度积极,资本市场的重要性日益突出。在这一积极有序的进程中,不少市场人士和专家学者建议对现行的发行体制进一步改革和完善,以促进资本市场的更大发展。证监会高度重视这些建议,进行了积极的调查和研究。

我们关注到,对新股发行体制的完善,在市场参与者中有着广泛的讨论。比如,有市场人士反映部分询价对象的报价不够审慎和严肃,存在高报不买和低报高买的失真现象。有投资者反映,机构不仅能参与网下配售,还能参与网上发行并凭借雄厚的资金实力获配较多的股份,个人投资者则往往处于资金劣势。承销机构较普遍认为完全按资金配售,不利于培育长期持有的投资者,应允许发行人和承销商自主选择有利于公司发展战略的长期投资者。也有市场人士认为,A股市场散户市场特征明显,中小投资者虽然热衷买新股但风险意识淡薄。关于一二级市场的价差大,市场各方则有两种完全不同的解释,一种意见认为因为发行价高,导致二级市场更高;另一种看法则认为因为发行价过低,所以与二级市场的价差大。凡此等等,引起了各方面的关注和深入思考。

我们认为,我国的资本市场仍然是发展中的市场,处于"新兴+转轨"的发展阶段,这个特点决定了新股发行体制改革和完善不可能一蹴而就,而是一个不断调整、优化的过程。询价制度较之于此前的严格行政管制下的定价是一次重要改革,但是随着实体经济对资本市场的要求越来越高,现行询价制度进一步市场化的内在要求也越来越显现。这在客观上要求我们在总结询价制度经验的基础上,在发展中不断改革和完善新股发行体制。

此外,询价制度运行四年多来,市场主体的能力得到锻炼和提高,承销机构积累了较为丰富的承销经验,机构投资者研究定价能力逐步提高,改革具备较好的市场基础。

记者:能否介绍一下改革和完善新股发行体制的整体考虑和基本目标?

答:去年以来,证监会对有关股票发行体制改革问题进行了深入的调查研究,广泛听取了市场各方意见,并对境外主要资本市场的发行制度进行了分析研究,形成了发行体制改革的思路。

总体思路是:新股定价进一步市场化,培育市场约束机制。推动发行人、投资人、承销商等市场主体归位尽责。更加重视中小投资人的参与意愿。具体考虑有以下几个方面:

1、完善询价和申购的报价约束机制,增强价格形成机制市场化的力度。在对询价和申购强化约束的同时,进一步淡化对新股定价的窗口指导,使定价对供需双方的真实意愿反映更充分。

2、增加定价过程股票分配机制的弹性,促进投资人对发行人形成更强的约束力量。促进主承销商在发行活动中勤勉尽责,对定价过程的配售、锁定等进一步明确原则、增加弹性,理顺承销机制,提高发行效率,巩固内在制衡机制。

3、优化网上发行机制。股份分配向有意向购股的中小投资者适当倾斜,缓解巨额资金申购新股的状况,提高中小投资者的申购中签率。

4、完善回拨机制和中止机制。进一步明确回拨机制、发行中止机制,在回拨机制中,参与网下的定价机构应承担更大的责任。在发行人和投资人的意向不能达成一致的情况下,可以中止发行,中止发行后,在核准文件有效期内,可重新启动发行。

5、加强新股认购风险提示,明晰发行市场的风险。对新股发行进行特别提示,进一步强化投资理念、显著提示一级市场风险。

改革的预期目标是,新股的价格发现功能得到优化,买卖双方的内在制衡机制得以强化;股份配售机制的有效性得到提升;在风险明晰的前提下,中小投资者的参与意愿得到重视;显著增强一级市场的风险意识。

【观点】

存量发行:不宜过分夸大作用

记者:有市场人士建议提高新股网上发行比例,满足中小投资者的申购意愿。还有市场人士建议推出存量股份发售,增加供应量,实现所谓全流通发行。对此本次改革是否有所考虑?

答:从国际经验看,机构投资者更具有定价能力和风险识别能力,能对发行人的要价形成更有力约束,因此新股发行普遍由机构投资者参与定价。为使机构承担与定价相匹配的责任,防止定价的随意性,一般将发行总量的90%以上配售给机构。我国现行做法已经考虑了特殊国情,将大部分新股(60%-80%)向网上发售,如果进一步提高比例,则网下的机构投资者定价的真实性会有较大疑问,进而可能伤及股市的内在机制。因此,我们维持现行网下网上发行比例的规定不变。

对于存量发售,在境外成熟市场较为普遍。境内引入存量发售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。但也不宜过分夸大存量发售的作用。首先,定价合理性与股份流通数量之间的关联关系受多种因素影响,新股定价本质上是对一个拟上市公司定价,定价对象是公司全部股份,关键是如何判断公司本身的价值。其次,经过股权分置改革,新老划断后的新股发行已经是全流通发行,部分股份限售与全流通发行并不矛盾。从世界范围看,成熟市场对控股股东、战略投资者一般都有法定或依惯例的6-12个月限售期,按照惯例的限售,其期限长短取决于与发行人及承销商的约定,并非法定强制。限售的安排,其出发点在于维持公司治理结构在一定期限内的稳定性。第三,存量发行是原有股东将股份变现,资金流向原有股东而非上市公司,与我国市场长期以来的实际情况不同,需要一定的时间统一认识。此外,存量发行法律上还有限制。对存量发售问题,我们将继续进行深入研究,待市场条件成熟时再择机推出。

记者:请问《指导意见》发布后,市场各方在参与新股发行时有哪些注意事项?

答:新股发行体制改革涉及面广,要求各市场主体角色清晰,责任明确,到位尽责。市场各方应当提高认识,积极响应,切实将各项改革要求落到实处。

发行人应当树立发行上市的正确理念,积极履行信息披露义务,发行股票要价要理性,要着眼长远的投资者关系维护。主承销商要勤勉尽责,诚实守信,兼顾买卖双方的长期利益和根本利益。具体工作中要在机构、人员、制度和技术上加以改进和适应,不断提高专业能力。询价对象应当发挥专业机构的特点,认真、审慎、专业地掌握资料、分析研判、理性定价,进而对市场有理性的引导。中小投资人则要强化风险意识,买股有原则,审慎为首要。看不懂、听不明的坚决不参与。

我国十几年的发展实践中,投资者风险自担不是一句口号,而是市场实实在在的原则和结果,不少投资人有深刻的教训。随着新股定价市场化程度的提高,部分股票上市后可能跌破发行价,风险显著加大,必须慎之又慎。

【措施】

新股发行:第一阶段推出四项具体措施

记者:请问《指导意见》的主要思路和措施有哪些针对性?

答:新股发行体制影响广泛。为保证改革的平稳推进,尽量减少改革中的不确定因素,也为了进一步培育市场机制,我们统筹兼顾改革的力度和市场的承受程度,采取分步实施、逐步完善的方式,分阶段推出各项改革措施。综合分析目前的市场情况,《指导意见》明确第一阶段主要推出四项具体措施。

四项措施的针对性是很强的,首先是真实报价、真实申购,参与报价的机构所报的价和量必须要实,前后不得矛盾,询价对象要严格自律,承销商要把好关。

其次,窗口指导将淡化,更重视市场选择。事实上2008年由于市场低迷,绝大部分IPO不需要窗口指导。2007年市场过热,窗口指导比较频繁,有效防范了不少过高价格发行、助长泡沫的情况。即便如此,大盘股发行时参与人报价相对谨慎,很少需要进行窗口指导,这种情况反映了市场理性的一面。由此可见,在市场过热时窗口指导有抑制过热的作用,经过巨幅调整之后,市场理性增加,淡化窗口指导具备了较好的基础。

再次,体现了对有意向购买股票的中小投资人的倾斜。这是针对市场呼吁提高中小投资人的中签率而考虑的。不过在这里需要特别强调的是,大家都知道新股也有风险,国际上发达市场新股跌破发行价达到五分之一左右。我国历史上虽然只有少数企业首日收盘就跌破发行价,但是在上市后不长的时间里有很多跌破发行价的例子。2008年很典型,该年新发的股票,一度跌破发行价的超过60%。《指导意见》的思路,是对有意向购买股票的中小投资者适当倾斜,如果没有意向购买,也就不会倾斜。这是希望投资人明了,在作出购买选择时要审慎,要科学,简单去搏一把,风险很大。

最后,针对市场上许多对股市不正确的认识,《指导意见》要求发行人和承销商发布一个特别公告,明示一级市场的风险。意在警示不了解股市、不了解发行公司、不了解风险的投资人,任何怀疑发行人是纯粹"圈钱"的投资人,要坚决避开,以防受损。

【展望】

新股不败:可能成为历史

记者:在新股发行中,前面讲到了跌破发行价、有风险的情况,那么对中小投资者来讲到底利益何在?

答:前面对新股风险、向有意向购买股票的中小投资者倾斜的内涵作了说明。对中小投资者来讲,新股有没有利益呢?首先从国际上的经验来看,新股没有绝对利益保障,特别是在经济、股市都不好的情况下,新股风险会加大。但是国际上一般在发行股票时,发行人和承销商都会在新股定价时给二级市场留有一定的空间,维护好投资者关系,同时也建立发行人长期的信用,为未来发展和融资打下基础。因此,长期来看大部分新股上市后会有溢价。其次,从我国来看,历史上新股上市后大部分有较大收益,超过国际上的一般水平,当然国际上也有高溢价的例子。定价机制进一步市场化后,新股收益趋势上会收窄,而且是否有正收益的不确定性加大。

这次分步推动改革,有一个主要考虑就是逐步培育市场机制,使参与主体更成熟,从而形成发行人、承销商和投资人之间的良性的投资生态,达致一、二级市场间有序的关联关系。相信经过改革和持续完善,投资人对新股的利益及其风险,会有合适的预期和判断。从机制培育的角度看发行人、承销商和投资人三个主体,投资人的约束力度尤需要加强,投资人约束力度强本质上是对自身利益的最好保护。投资人的约束作用根本上要靠自身强化,难以长期用行政或其他力量替代,认识到这一点对改革和发展都很重要。

记者:此前有市场人士建议采取"市值配售"、"一人一手"等方式提高中小投资者网上申购的中签率,对此《指导意见》并未采纳,能否谈一谈主要考虑因素?

答:市值配售的发行方式是在股权分置的市场环境下采用的,当时只有流通股股东可按市值参加股票配售,非流通股股东不能参加股票配售,所以中小投资人通过市值配售可以获配较多的股份。股权分置改革后如果继续采用市值配售,所有股份均为流通股、均可参加配售,那么新发股票将主要配售给大股东,而不是中小投资者。因此市值配售针对性不强。

对于一人一手,有的市场在发行大盘股时偶尔采用对散户一人配售一手的发行方式,这主要是基于市场散户投资者数量较少的实际情况,并且是在将发行总量的绝大部分配售给机构之后,将不超过一定比例的股票向散户进行"一人一手"配售。而目前A股市场散户数量庞大,沪深两市开户数已超过1亿户,没有任何一家公司发行的股份可以做到"一人一手"。因此,该建议不具有可操作性。

不论是"市值配售"还是"一人一手"的建议,其目的都是为了提高中小投资者的中签率。《指导意见》虽未直接采纳建议本身,但充分考虑了这两项建议的意图,并通过网下网上渠道分开、网上申购设置上限的方式,提高中小投资者中签率。

新股发行改革方案开始征求意见

(上接1版)四是加强新股认购风险提示,提示所有参与人明晰市场风险。发行人及其主承销商应当刊登新股投资风险特别公告,充分揭示一级市场风险,提醒投资者提醒判断投资该公司的可行性。证券经营机构应当采取措施,向投资者提示新股认购风险。

上述新闻发言人表示,下一阶段的新股发行制度改革,将在统筹兼顾市场发展的速度、改革的力度和市场的承受程度的基础上,择机推出。

窗口指导将被淡化

"新股发行制度各项改革措施的推出,窗口指导将被淡化,更注重市场选择,"证监会新闻发言人表示。

该新闻发言人指出,事实上,2008年由于市场低迷,绝大部分IPO不需要窗口指导。2007年市场过热,窗口指导则比较频繁,有效防范了不少过高价格发行、助长泡沫的情况。即便如此,大盘股发行时参与人报价相对谨慎,很少需要进行窗口指导,这种情况反映了市场理性的一面。

"应该看到,在市场过热时窗口指导有抑制过热的作用。经过巨幅调整之后,市场理性增加,淡化窗口指导具备了较好的基础。"

逐一回应市场建议

针对新股发行制度改革,市场人士提出的"市值配售"、"存量发售"、"提高新股网上发行比例"等诸多建议,证监会新闻发言人昨日给出了一一回应。

对于市场普遍关注的存量发行问题,此次《指导意见》中未做出明确规定。上述新闻发言人表示,对于存量发售问题,将继续谨慎深入研究,待市场条件成熟时再择机推出。

对于"市值配售"和"一人一手"的建议,该发言人指出,股权分置改革后如继续采用市值配置,那么新发股票将主要配售给大股东,而不是中小投资者。对于"一人一手"的建议,目前A股市场散户数量庞大,没有一家公司发行的股份能做到"一人一手"。因此,以上建议不具针对性或操作性。

针对有建议提高"新股网下发行比例",上述发言人回应,如果进一步提高比例,则网下的机构投资者定价的真实性会有较大质疑,进而可能伤及股市的内在机制。因此,维持现行网下网上发行比例的规定不变。

但该发言人也表示,尽管维持现行网下网上发行比例的规定不变,但由于回拨机制的存在,在中小投资者中签率低到一定程度的时候,通过启动这一机制实现向中小投资者的倾斜。