Observer 上证观察家

改革和完善新股发行体制,并不仅仅为了IPO的重新开闸,而是健全机制、提高效率的长远举措,是与股权分置改革、创业板等重大基础性制度性改革一脉相承的。解决上市公司过度包装、新股上市的过度炒作或者价格操纵的难题,是一项浩大的系统工程,引导市场赢利模式转变是个长期过程,但我们至少可以在扩大询价对象范围、更公平地确定网上网下新股分配比例上先试起来。

新股发行制度改革至难:标本兼治

证监会上周末发布《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)》,就有关"强化市场约束机制,充实和完善询价制度"等问题面向全社会公开征求意见。本报今天特约部分市场评论人就此发表看法。

改革意在长远 新股估值体系重构

⊙陈波翀

从《指导意见》拟推出的各项改革措施来看,基本上围绕市场化的价格形成机制,及保护中小投资者的利益展开。第一,完善询价和申购的报价约束机制,二者应具有逻辑一致性。回顾我国的新股发行体制,在初期新股定价机制具有比较浓厚的行政色彩。直到2005年初,证监会适时推出了询价制度,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,不再核准新股价格。询价制度实施以来,已有284家公司以此确定股票发行价,其中一批金融、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。但在询价制度的实施过程,也暴露出诸如"高报不买、低报高买"等问题。按照《指导意见》的要求,主承销商应当采取措施杜绝上述行为,询价对象也应当认真、审慎及专业地掌握资料,分析研判并理性定价。

第二,将网下网上申购参与对象分开,规避了机构投资者"以大欺小"的情况。《指导意见》规定,对每一只股票发行,任一股票配售对象,只能选择网下或者网上一种方式申购,所有参与该股网下报价、申购、配售的机构均不再参与网上申购。如此一来,此前机构投资者独享网下配售之后,又参与网上申购与中小投资者分一杯羹的情况,将不复存在。

第三,对网上单个申购账户设定上限,将极大改善新股申购"资金为王"的局面。《指导意见》明确了发行人及其主承销商,应当根据发行规模和市场情况,合理设定单一网上申购账户的申购上限,原则上不超过本次网上发行股数的千分之一。也就是说,即便是发行1亿股新股的公司,最大的基金也只能申购10万股。此举不仅有利于提高中小投资者的中签率,也显著削弱了机构投资者的资金优势。据此判断,此前曾火爆发行的银行打新股理财产品,将逐步淡出市场。

第四,加强新股认购风险提示,提示所有参与人明晰市场风险。证券经营机构应当采取措施,向投资者充分提示新股认购风险。根据发达市场的经验,即便是市场化程度很高的询价发行体制,也有约20%的新股在上市后跌破发行价。我国这方面的案例不多,并不等于新股就没有风险。特别是在系统性风险集中释放的2008年,大约有60%的上市新股跌破了发行价。对此,投资者必须要有足够的认识。

改革和完善新股发行体制,并不仅仅为了IPO的重新开闸,而是进一步健全机制、提高效率的长远举措,并与股权分置改革、推出创业板等一系列重大基础性和制度性改革一脉相承。从短期看,《指导意见》利多中小投资者而利空机构投资者,对二级市场的压力也会逐步释放出来。但从长期看,新股发行体制势必对市场产生深远的影响,包括新股的估值体系重构,及市场参与主体间的利益博弈。笔者预计,《指导意见》正式发布后,创业板的推出将更具市场理性。

(作者系中国银行私人银行(深圳)投资顾问)

治本之策是 引导市场转变赢利模式

⊙熊锦秋

新股发行中要解决的第一个问题,是上市公司过度包装。

《证券发行与承销管理办法》第九条规定"主承销商应当在询价时向询价对象提供投资价值研究报告",而该办法第十条规定"投资价值研究报告应当由承销商的研究人员独立撰写并署名",可由于此时承销商和拟上市公司其实已是利益共同体,拿出来的投资价值研究报告更可能是"王婆卖瓜、自卖自夸"。鉴于此,笔者建议由独立的第三方中介机构撰写投资价值研究报告,并在询价时提供给询价对象,第三方中介机构从证监会或协会组织那里获取酬劳,当然这个费用最终买单者仍是发行公司,证监会或协会组织只是研究报告的监判人和酬劳经手人。

新股发行要解决的第二个问题,就是上市公司新股上市的过度炒作或者价格操纵。

"炒新文化"之所以在沪深股市形成,一个直接原因是由于在新股发行中,各类被询价的机构投资者以及参与配售的战略投资者认购了大量筹码,新股富集在实力投资者手中,新股炒作有很强的源动力,而新股号称上无套牢盘,且各类限售股暂不上市、流通盘缩小,股票更易被推至虚高价位,新股上市首日价格往往远高于二级市场同类股票的估值水平,然后就步入价格回归的漫漫长路。中石油高开低走套牢上千亿资金,很难想象其中没有实力机构对交易价格的烘托。

《证券发行与承销管理办法》第五条规定"首次发行股票,应当通过向特定机构投资者(询价对象)询价的方式确定股票发行价格"。机构投资者由于具有相对较强的信息收集、甄别能力和经验,通过对上市公司和市场信息的挖掘处理,能够对新股发行做出更有价值的评价,可以说,股票发行定价主要依靠发挥机构投资者的定价能力。为此,发行者给予机构投资者一定的利益作为询价的"对价"也理所当然,这个对价,就是询价配售权。如果配售给机构投资者的利益过小,他们就会失去如实报价的动力,由此机构投资者获配往往达到相当比例。比如香港配售给机构者的股份,一般情况下占到发行总额的85%至90%,而A股市场规定"公开发行股票数量少于4亿股的,配售数量不超过本次发行总量的20%;发行4亿股以上的,配售数量不超过向战略投资者配售后剩余发行数量的50%"。

在香港股市,虽然机构投资者能获得比在A股市场更高份额的新股配售,但却很少发生新股暴炒或价格操纵问题,而A股市场则相反。究其深层次原因,一是在A股市场询价对象只包括证券投资基金、证券公司、信托投资公司等六类机构投资者,这个圈子过小,新股筹码一旦转移到他们手里,上市后就难以形成卖方之间的有效竞争,反易出现联手垄断,倚仗这个"撒手锏",机构投资者也敢于过高报价,即使价不副实也可以高举高打将泡沫风险转移给二级市场。二是A股市场的一个目标被定位为融资市场,只要二级市场能承接、愿意承接,只要能形成企业资产证券化的完整链条,似乎没人愿去"打击"新股炒作的"积极性",哪怕价格被操纵。

因此,笔者建议:一、扩大询价对象范围,大额个人投资者、私募基金、一般法人机构都应允许参与询价。这些投资者作为投资主体完全有动力、有能力为自己的报价行为负责,而询价对象以及新股配售对象的多元化,也将有效减少二级市场新股价格被操纵的可能。二、严厉打击新股上市中的过度投机和操纵行为。虽然针对新股暴炒、股价异动,交易所可以盘中停牌以提示市场风险,但从实际情况来看,起不到什么震慑作用,如果不对幕后推手予以实质性惩罚措施,此类现象难以杜绝。三、新股发行改革其实是浩大的系统工程,如果市场赢利模式仍然维持以投机为主谋取差价的筹码炒作模式,那么"炒新"永远是最优选择,所以,治本之策是要引导市场赢利模式由投机转变到投资。

(作者系资深经济研究人员,现居秦皇岛市)

网上发行归散户 网下配售归机构

⊙皮海洲

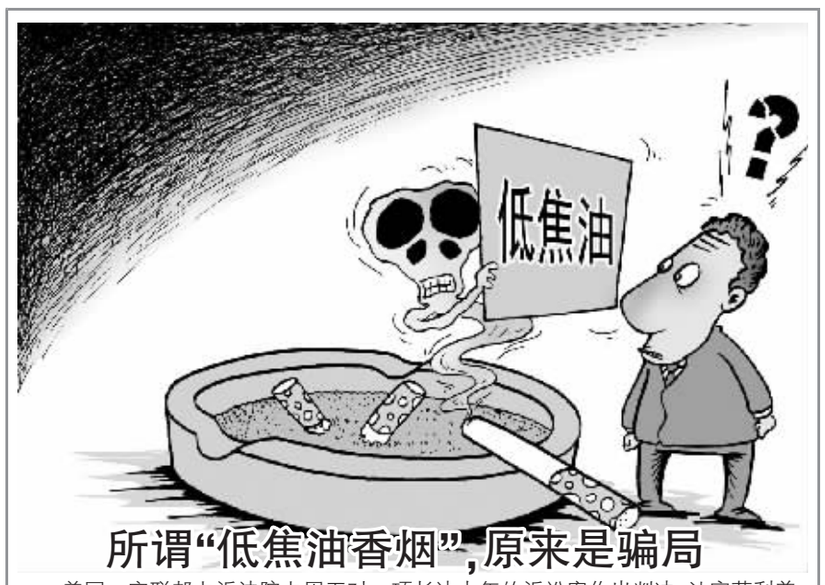
"征求意见稿"有关完善新股询价和申购的报价约束机制、增强价格形成机制市场化的力度、改进"资金为王"的网上发行模式等改革举措,较之于原来的发行制度是一个大的进步。不过,在网下询价配售与网上发行方面,新股发行制度的改革似还可以进一步完善,从而使得新股发行制度的改革做得更好,更有利于提高中小投资者的中签率。这种改革的精神也是"将网下网上申购参与对象分开",将网上发行的新股份额划归中小投资者所有,而将网下配售的份额划归机构投资者所有。网上网下的新股分配比例确定为各50%。

根据中登公司发布的统计年报,截至2008年末,各类机构投资者持有的已上市A股流通市值占比为54.62%,已超过个人投资者的持股数。考虑到机构投资者持股比例上升的一个重要因素是大小非(限)解禁的原因,所以排除大小非(限)解禁的因素,机构投资者在市场上的持股基本上还是与个人投资者的持股基本相当,甚至还低于个人持股。所以,将网上网下新股分配比例确定为各50%,分别供个人投资者与机构投资者来申购或配售,是一个相对公平的选择。

将网下的新股份额提高到50%,划归机构投资者配售,此举不仅可以明显划开机构投资者与个人投资者的利益关系,更重要的是有利于增加询价机构的责任感,使新股发行价的确定更加市场化。过去的新股询价,询价机构价格操纵比较明显,而且也体现不出询价机构的能力与水平。因此,继续保留询价机构的特权是不合适的,询价应成为所有机构投资者共同的权利。取消纸上谈兵的"口头询价",机构投资者凭实力报价,在报价的同时,支付相应的资金,询价申报的数量最高不超过网下发行数量的1%。然后从高到低根据各机构的实际报价,如实分配新股份额,并确定有效报价的最低报价为新股网上发行价格。

虽然"征求意见稿"对单个账户的申购上限作出了千分之一的上限规定,但这似更多考虑了机构投资者的利益。所以有必要将机构与散户分开,将网上的份额留给个人投资者。而网上面对个人投资者的发行,可实行"一人X手"的申购办法,比如凡股票市值达到1万元的个人投资者均可参与申购,尽可能让更多的个人投资者获得新股中签机会。

(作者系知名市场评论人,现居湖北)



所谓"低焦油香烟",原来是骗局

美国一家联邦上诉法院上周五对一项长达十年的诉讼案作出判决,认定菲利普·莫里斯、雷诺兹、布朗—威廉臣、英美烟草等几大烟草业巨头数十年来以"低焦油"、"清淡"、"超清淡"、"柔和"等虚假用词欺骗烟民,隐瞒吸烟对健康的负面影响。

Column 专栏

英国人怎么也没料到,他们第三次承办奥运会的荣耀,竟让始料不及的金融危机打得灰头土脸!原先,英国政府预估约有7亿英镑私人资金注入奥运以及在伦敦以东斯特拉特福周围地区整建工程。伦敦奥组委还在打算在汽车、服装等领域再发展几个顶级赞助商,但金融危机让不少财大气粗的潜在赞助商都捂紧了钱包。越来越让人担心的是,纳税人将不得不介入。

金融危机阴云下,伦敦奥运会"能缩则缩"

李俊辰

伦敦市长波里斯·约翰逊上周在韩国举行的国际气候峰会上表示,要重建2012伦敦奥运体育场"伦敦碗"顶棚。这个顶棚现在已经完成了一半的工期。他认为2012年的伦敦夏季可能会大雨不断,而现有的设施无法保证所有观看开幕式和比赛的民众免受雨淋。这个造价超过5000万英镑(目前约合人民币5亿)的"伦敦碗"希望可以容纳八万名的观众,用于2012年伦敦奥运会最受瞩目的开幕式、闭幕式以及100米短跑。

可是他这番话一出,大伦敦市政厅的发言人立即发表声明,表示市长的话被误读,因为,现在大家考虑的是建成顶棚之后的增补方案而不是重建顶棚。虽然,从设计公布之日起,"伦敦碗"的顶棚设计屡受诟病。再加上预算经费屡屡超支的问题,更是备受非议。

不过,伦敦计划在2012年奥运会前成为"地球上最干净和环保的城市"。用约翰逊市长的话来说,正是因为世界上一些发达国家的大城市大量消耗能源和排放废气,才造成了气候变化的恶果,因此"地球面临的问题就是一个城市问题"。伦敦愿以2012年的奥运会为契机,提升城市的环保水平,力争在2025年以前将二氧化碳排放量减少60%,将翻修市内大部分公共建筑并铺装绝缘层环保材料。

让我们回顾一段有趣的历史。

许多人可能不知道,伦敦主办1948年夏季奥运会时,由于二战的原因,囊中羞涩,连参赛运动员吃饭都要限量。那时,英国政府并没有打肿脸充胖子,拆东墙补西墙,而是能凑合就凑合。更严重的是,当时英国仍在实施配给制,肉、蛋、奶、糖等必需品都是凭票供应。英国政府规定,参赛选手全部享受"A"级供应,也就是相当于重体力劳动者,比如矿工、码头工人的待遇。唯一的区别是,运动员每人每天配加两品托牛奶、每星期配加半磅巧克力和糖果。不过,世界的资源还是"丰富"的:在预先接到伦敦奥委会组委会的警告之后,很多参赛国带来了大量的食品贡献给伦敦:阿根廷带来了100吨肉,荷兰带来了大批的水果和蔬菜,冰岛更是名不虚传,带来的全是冷冻羊肉。财大气粗的美国每天都从洛杉矶空运大批面粉,供所有运动员分享。当时英国的粮食部描述美国"根本不考虑距离和金钱",对美国的"慷慨大度"大加称赞。

英国人怎么也没料到,半个多世纪后,他们第三次承办奥运会的荣耀,竟让始料不及的金融危机打得灰头土脸!目前全球金融危机依然阴云密布,虽然英国代表队在北京奥运取得佳绩,给政府金库帮了不少忙,但承接2012年奥运工程的企业资金依旧吃紧。原先,英国政府预估约有7亿英镑私人资金注入奥运以及在伦敦以东斯特拉特福周围地区整建工程。但越来越让人担心的是,全球银行停止借贷,开发商资金吃紧,纳税人将不得不介入。提供17000名选手入住、预估耗资十亿英镑兴建的奥运村,已成了工程首选开发商澳洲Lend Lease公司最头痛的问题。该公司希望在奥运结束后,以出售部分奥运村收回一些投资。负责2012年伦敦奥运基础建设的伦敦奥运筹建局,计划注资5亿英镑兴建奥运村与媒体中心,其余费用则由私营企业负责筹资。

另外,英国包括射击、排球和水球在内的部分奥运会和残奥会运动队的经费被大幅压缩,比例高达50%甚至更多,另有4个残疾人运动队的经费也大幅缩水。经费的严重不足可能导致个别运动队无法坚持训练到2012年伦敦奥运会开幕之时。一些英国人因此担心,伦敦奥运会上有可能出现英国无法参加所有奥运会项目比赛的尴尬局面。

按照新的经费分配原则,悉尼奥运会上曾为英国代表团赢得一枚金牌的射击项目此次损失惨重,他们备战北京奥运会的经费为550万英镑,而备战在自家门口举行的奥运会的经费被削减为120万英镑。水球和排球等项目的经费则被压缩了一半。

金融危机前,伦敦奥组委签了包括阿迪达斯、英国航空公司、英国电讯、劳埃德银行在内的7个顶级赞助商,拿下4亿英镑的赞助费。这个数字距离7亿英镑的总目标还相差不少。虽然伦敦奥组委还打算在其他领域,包括汽车、服装等再发展几个,但金融危机让不少财大气粗的潜在赞助商都捂紧了钱包。

无论如何,运动员的需求是应该放在第一位考虑的。但除了部分奥运会和残奥会运动队的经费被削减,奥运村也已也从原来的4200套公寓减少到低于3000套公寓。原计划占地130万平方英尺的新闻中心建筑规模也被缩减,可能到时候有五分之四都将采用临时结构。

虽然英国品牌"吉百利"巧克力也签约了伦敦奥组委,成为其首个所谓"二级赞助商",但这2000万英镑的赞助费不到顶级赞助商的一半,实乃杯水车薪。而且,巧克力的赞助还引发了反对声。因为英国的食品健康组织认为,在这个青少年肥胖问题突出的国家里,让一个巧克力品牌当奥运会的赞助商,无疑很有讽刺意味。

(作者系英国华人青年联会金融投资分会会长)

■外论一瞥

《经济学家》5月21日文章

新兴经济:恢复快不意味着长期繁荣

许多经济评论家都主张新兴经济对于美国的衰退有更积极的反弹力,这归因于新兴经济强大的国内市场和谨慎的宏观政策。中国是他们的代表。其固定投资增速明显,消费增长良好。

然而,即使是表现最好的国家,其增长也将明显低于其在2004年至2007的增长。另外,这种反弹并不是全球性的,东欧的负债国家将继续承受巨大压力,和美国纠结在一起的新兴经济,如墨西哥将继续被严重打击。规模较小、依赖贸易的国家也面对许多困难。新兴经济的强大是一种少数者现象,限定为几个最大的最少债务的新兴经济。这基于两个事实:最大的新兴经济比起人们认为的实际上较少依赖美国;他们已证明更有能力和意愿回应经济衰退。

信用市场功能的恢复不足以刺激美国生机勃勃的复原,因为其房屋拥有者必须痛苦地重建他们的资产负债表。然而,信用市场功能的恢复移开了大的新兴经济发展的阻力,使得他们的政府可以较为大胆地放松财政和货币缰绳。

然而信誉卓著的、大的新兴经济能恢复更快并不意味着他们能创造一个长期的反弹。中国的反弹要持续必须是将经济从国家支持投资转向私人消费。这将要求艰难的结构调整。其他国家,特别是印度则必须确保他们的政府财政更加谨慎。

(贺艳燕 编译)

《基督教科学箴言报》5月18日社论

印度为深化经济改革铺平了道路

印度国大党这次出人意料地获得了印度大选的巨大胜利,这意味着国大党在未来5年里将牢牢地掌控着印度的下院,也标志着印度左派力量和民族主义政党的一次重大失利。然而,更重要的是,这为印度进一步深化经济改革铺平了道路。

自从1991年国大党发动经济改革以来,印度经济稳步前进,而近年来高达9%的年增长率,更使印度日渐跻身于世界经济强国行列。众所周知,这一切都是在印度一个温和而谦逊的经济学家曼莫汗·辛格(Manmohan Singh)的领导之下,他先是政府的财政部长,后来又担任政府总理至今,但这并不意味着他是一个非常强势的人物。

如今,稳定而繁荣的印度是全民的热切盼望,尽管很多人生活在农村且不识字,但他们显然并不想让孟买的恐怖袭击卷走他们的选择——人民迫切需要经济增长和更多的反贫困措施。

这次选举,再一次证明了世人对印度崛起的远见。因此,奥巴马不应该因为巴基斯坦和阿富汗紧迫的反恐形势而忽略新德里。相反,他应该尽快访问印度,与印度领导人讨论世界经济形势。

其实,辛格总理需要来自美国和欧洲更多的支持,以便他可以着手对经济进行更深入的改革,尤其是在外国直接投资方面取得进展。

人们相信,在国大党的领导下,印度经济势必会取得更加稳定的发展。尽管,在世界经济危机的情况下,印度经济的增长有些微的放慢,但在选举之后,人们看到一个蓄势待发的印度正在起飞,也将展示这个世界上最大民主国家所蕴涵的巨大力量,并将为世界带来非凡的希望。

(张金翠 编译)

《日本经济新闻》5月22日社论

日本如何为"亚洲内需"作贡献?

麻生太郎首相21日在题为"克服危机再度腾飞的亚洲"的演讲中,呼吁扩大"亚洲内需"。但是日本能否以及如何发挥主导性作用为"亚洲内需"作出贡献呢?

麻生首相强调,出口主导型的亚洲经济应该向内需主导型转变。这一点已经获得亚洲各国、各地区的共识。麻生首相在上个月发表了2020年前东亚地区经济规模增长一倍的"亚洲经济倍增构想"。要实现亚洲经济倍增,不仅需要扩大本国内需,也要扩大包括出口目的国在内的亚洲整个地区的内需。

麻生首相认为各国有必要统一步调扩大内需,并表示日本将率先起步。日本参议院正在审议包括15兆日元追加经济对策在内的2009年度补充预算案。在出动财政的同时,日本还应该推进放松监管等结构性的改革,增加从亚洲各国的进口并从亚洲各国吸引人才。农产品市场的开放虽然会伴随着阵痛,但是必须推进下去。

在金融市场的稳定和发展方面,麻生首相希望"危机当前,日元能够在各国获得流通",日本政府希望向外币不足的国家提供紧急贷款。同时我们也可以看出日本政府已经非常重视"日元国际化"的问题。麻生首相还公布了他将邀请越南、泰国等湄公河流域五国首脑,在年内召开首次"日湄首脑会议"。

总之,日本要承担的责任非常重大,面临的课题也很艰巨,日本必须与亚洲各国加强合作以实现亚洲内需的扩大。

(梁宝卫 编译)

《独立报》5月22日评论

美国是否也将失去3A

英国可能受标准普尔(S&P)评级机构的负面展望而丢脸,这是一种没有价值的回应。一个稍有思想的回应是:注意负面展望的原因并且采取行动,否则英国的债务可能达到其GDP的100%。但是美国的财政处境看上去更加糟糕,那么,美国会失去三A等级吗?

尽管美国财政存在固有的弱点,但美国"安全港"的地位直到最近才开始成为受质疑的对象。英国危机形象的起始点是与GDP相关联的国家债务水平,现在是低于50%,但是事情可能很快失去控制,而这一情况正在发生。

英国新财年首月的数字显示税收收入低于去年,而花费高于去年。去年四月统计的税收收入为429亿英镑,今年仅为388亿英镑。去年花费为463亿英镑,今年为488亿英镑。所以尽管在布朗首相只能将借款用于投资的财政规则下,英国还是多花了数十亿英镑。

现在的预算将在下一个经济循环中被平衡。这导致了关于可支撑性的讨论。预算需要多久能被带回平衡取决于经济循环以及长期的增长趋势中将发生什么。我们不能准确地预测出口的下一次高峰将在什么时候到来。在繁荣年代有一个自然的趋势是高估了长期增长的潜力,这在各个国家都是一个特定的模式。结果是财政计划超级乐观。这是一个全球问题,政府不能在下一个衰退之前做出足够的改进使得他们的债务得到控制。但是新的举措必须施行,否则,英国失去的将不仅仅是3A等级。

(作者:《独立报》副总编辑哈米什·麦克雷 贺艳燕 编译)

《金融时报》5月21日专栏文章

渐进型紧缩:保护穷人的议程

由布朗倡议、目的旨在创造更为公平、公正环境的渐进型紧缩看似已有了一些成效,但对于它的真正考验来自形势严峻的资金状况。渐进型紧缩的议程应该有三个指导原则。首先,保护工党政府自1997年开始的真正有价值的改革。尽管课税扣除还是一片混乱,但也已部分地提高了低收入者的收入。在国家保健制度上的投资还没有产生希望的结果,但已提高了保健的标准。有一大批顾及长期利益的计划也应该被保护,如支持脆弱的年轻母亲的家庭护理计划;帮助穷孩子的儿童信托基金等。

第二,渐进型紧缩不是向公众那里拿到更多,而是要赋予公众更多。但必须根据轻重缓急来确定援助对象,否则未能看清负面效果的任何标榜改进的机构都有可能消失。

第三,艰难的财政处境为改革税收体系朝一个更为进步的方向发展提供了契机。现在的危机也为每一个政党放弃他们关于遗产税的政策提供了政治的掩护。工党试图在这项议题上胜过保守党的努力,已经花费了英国财政部15亿英镑。现在的危机刚好为U型转折提供了一个新的空间。

渐进型紧缩意味着积极捍卫用于穷人的开销,无情地砍去不必要的浪费,抓住从危机中呈现的机会,构建一个更加公平的税收体系。这其中没有一项是能轻易完成的任务,尤其是当国库不那么富足的时候。

(作者:英国智囊团"人民"(Demos)主管理查德·里维斯 贺艳燕 编译)