

Focus

# 证监会: 适时调整发行政策 增加可供交易股份数量

- 维持了征求意见稿中千分之一的网上申购账户上限要求, 暂不调整现行网下网上发行比例的规定
- 对部分个人投资者建议考虑市值配售、一人一手、存量发售等意见, 目前暂不采纳
- 对主要股东股份有锁定期要求, 是上市公司的内在约束机制, 会长期存在
- 为了进一步优化定价机制, 需要随着改革的深化, 完善网下配售机制, 并对询价对象不断加以优化

昨日, 中国证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》(以下简称《指导意见》)。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, 网下配售锁定问题和存量发行问题, 证监会将遵循发行体制改革分步实施、逐步完善的原则, 创造条件, 逐步推动。

发言人表示, 改革的长期目标完全可以实现, 但是从近期看, 特别是采用新体制后的首个或几个股票发行, 其结果并不一定能使各方满意, 可能会有不一致的看法。

◎本报记者 周翀



## 对发行改革有四方面建议

记者: 请介绍一下《指导意见》(征求意见稿)向社会公开征求意见的情况。

答: 我会于5月22日就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》向社会公开征求意见。截至6月5日, 我会共收到电子邮件、传真等形式的反馈意见1687件。

在此期间, 我会还分别召集各方代表举行座谈会, 对《指导意见》进行深入讨论。5月25日, 我会邀请部分证券公司、基金管理公司、保险资产管理公司的负责人以及专家学者, 围绕新股发行体制改革思路和具体措施进行座谈交流。6月3日, 我会有关部门再次召集部分保荐机构座谈会, 听取意见。同日, 我会又分别在上海、深圳两地同时召开个人投资者座谈会, 现场听取个人投资者对《指导意见》的意见和建议。

总体上看, 市场各方积极支持对新股发行体制进行改革, 认为改革措施的市场化方向明确, 既注意吸收借鉴境外成熟资本市场经验, 又充分考

虑我国资本市场现阶段的特殊情况, 对目前市场关注的新股发行上市热点问题, 给予积极的回应。分步实施、适时深化的节奏安排, 审慎考虑了发展中市场的复杂特征, 在开展当前工作的同时明确了进一步推动改革的方向。参与征求意见的市场各方也对《指导意见》提出了一些建设性意见。

记者: 市场各方对《指导意见》(征求意见稿)的意见和建议主要集中在哪些方面? 与征求意见稿相比, 本次正式发布的《指导意见》作出了哪些修改调整?

答: 从反馈意见情况来看, 市场各方的意见主要集中在以下四个方面:

1、有意见认为, 目前多数投资者只有一个账户, 但是也有个别投资者有多个账户, 比如, 按照中国登记结算公司的规定, 证券公司每500万元注册资本可开立一个自营账户, 证券投资基金每租用一个基金交易专用席位可开立一个账户等等, 这就存在一人(机构)多户情况。为使股份分配能够

有效地向有申购意向的中小投资者倾斜, 更好地体现公平原则, 应当明确单个投资者只能使用一个账户申购新股。

2、有意见认为, 目前股份锁定数量较多, 不利于抑制市场炒作, 应当放宽股份锁定限制, 增加可供交易的股份数量。

3、有意见认为, 随着定价市场化程度的提高, 有必要相应增加发行机制的弹性, 给予券商在回拨、中止发行等方面更多的自主裁量选择。

4、有意见认为, 千分之一的网上申购上限偏低, 每个账户网上获配的股份数量太少, 因此建议网上单一账户申购上限比例适当提高至百分之一; 若不改变申购上限, 则应提高网下发行比例, 持这种意见的主要是法人机构。部分个人投资者则认为, 千分之一的网上申购账户上限要求, 暂不调整现行网下网上发行比例的规定。

此外, 部分个人投资者仍然建议考虑市值配售、一人一手、存量发售等意见, 这些建议我们已经在形成方案的过程中作了充分论证, 对实施的困难在征求意见时作了说明, 目前尚难以判断其具备了实施的条件, 因此暂不采纳。

在改革基本内容部分, 增加了“适时调整股份发行政策, 增加可供交易股份数量”的内容。在改革基本内容部分, 增加了“完善回拨机制和中止发行机制”的原则思路。

对第四项建议, 综合考虑各方面情况, 维持了征求意见稿中千分之一的网上申购账户上限要求, 暂不调整现行网下网上发行比例的规定。

## 研究解决网下配售锁定和存量发行

记者: “适时调整股份发行政策, 增加可供交易股份数量”, 是否意味着解除大股东股份的锁定限制?

答: 在征求意见过程中, 机构投资者、个人投资者都提出了增加可供交易股份数量方面的建议。比如, 部分个人投资者建议取消大股东股份的锁定, 公司上市时全部股份均可交易; 部分机构投资者建议取消网下获配股票三个月锁定期强制要求; 还有意见主张马上推出存量发售。

经过股权分置改革, 凡是实施了股改的公司, 其所有股份均是流通股。部分股份限售与公司股份的全流通性质并不矛盾。从境外成熟资本市场经验来看, 他们对控股股东、战略投资者一般都有6-12个月限售期。我国的法律法规和有关规则也对大股东股份锁定作出明确要求。国内外对主要股

东股份的限售锁定, 其目的是维持公司治理结构和经营管理在一定期限内的稳定性, 防范新上市公司大股东过快变更带来管理层的频繁变动, 从而带来经营管理上的不确定性, 影响公司业务可持续性, 导致风险。从这个角度来看, 对主要股东股份有锁定期要求, 是上市公司的内在约束机制, 会长期存在。

关于网下配售锁定问题和存量发行问题, 征求到的意见很重要, 符合市场化的方向, 我们将遵循发行体制改革分步实施、逐步完善的原则, 创造条件, 逐步推动。

记者: 为什么A股发行中必须有一定比例的网下配售?

答: 征求意见过程中, 有部分人士建议将所有股票网上发行。这个建议

操作上并不复杂, 但是其不足在于没有考虑股票的定价机制。如何给股票定价, 防范新上市公司大股东过快变更带来管理层的频繁变动, 从而带来经营管理上的不确定性, 影响公司业务可持续性, 导致风险。从这个角度来看, 对主要股东股份有锁定期要求, 是上市公司的内在约束机制, 会长期存在。

我们认为, 从长期来看, 这些目标并不困难, 完全可以实现, 并且会对股票市场有十分积极的推动作用。但是从近期看, 特别是采用新体制后的首个或几个股票发行, 其结果并不一定能使各方满意, 可能会有不一致的情况。比如由于市场约束机制不健全, 买方约束力弱, 有可能出现发行价格偏高的情况, 发行价偏高则有可能导致上市首日跌破发行价。也有可能受二级市场过度炒作的行为影响, 一、二级市场价差在上市首日仍然较大,

等等。这些情况有可能使大家对改革的效果产生疑虑, 也可能会对发行人、投资者和承销商分别带来风险, 各方参与者必须高度重视、关注和应对。我们认为, 在实施改革初期出现一些差异较大的情况是可以理解的, 在一段时间之后会逐渐平稳, 对此应充满信心。

进行改革和培育机制是个过程, 不可能一蹴而就, 需要市场各方认真、谨慎地参与, 既要履行好职责, 又要保护好自身利益, 扎扎实实把各项安排落到实处, 从而取得新股发行体制市场化进程的更大进步。

### 热点关注

## 证监会详解 重启 IPO 六大热点

证监会新闻发言人昨日详细回答了关于 IPO 重启和发行改革的六大热点问题。

◎本报记者 周翀

### 热点一 随时可向过会企业发放发行核准文件

发言人表示, 按照之前改革方案于6月5日结束征求意见并正式发布后, 即会安排新股发行”的部署, 证监会可以随时向过会企业发放发行核准文件, 发行人可自主选择刊登招股说明书的时间, 从招股说明书刊登到网上申购, 有7个工作日左右的间隔, 而技术系统的准备并不影响企业刊登招股说明书。

“大家比较关注重启 IPO 的准备情况, 目前我们按照计划正在推进。”发言人

透露, 从技术角度讲, 目前沪、深交所和中登公司正在调整网下发行电子化平台和结算平台, 后续会发布相关细则。据悉, 按照相关安排, 交易所可能在6月下旬发布相关细则, 完成系统测试。

至于重启 IPO 由大盘股抑或小盘股开始, 发言人表示, 现在各方的意见差异比较大, 但历史上所有的事情都发生过, 未来这些事情还会发生, 至于所谓大盘、小盘, 都不奇怪。”

### 热点二 网下配售锁定期调整和存量发行可期待

针对正式发布的《指导意见》增加“适时调整股份发行政策, 增加可供交易股份数量”的表述, 发言人说, 网下配售锁定期调整和存量发行符合市场化改革的方向, 尤其是网下配售三个月的锁定期的调整, 增加上市首日可交易量, 是符合改革方向的。”

海外成熟市场多有将存量发行与“绿鞋”机制相结合的做法, 对此, 发言人明确表示, 下一步会考虑这些事情, 现阶段先推动《指导意见》提出的四项近期改革措施。”

发言人阐释说, 引入存量发行与不放松大股东股份锁定期并不矛盾, 考查这个问题, 应从公司治理的角度切入。不放松大股东股份锁定期, 是希望维持公司治理结构和经营管理在一定期限内的稳定性, 进而降低公司经营管理的的不确定性, 保证业务的可持续性。假定某公司大股东持股占70%, 通过存量发行卖掉10%的股份, 就可以实现存量发行, 又不改变控股关系。”

### 热点三 报送封卷材料系日常工作

有报道指证监会近期通知已过会未发行公司报送封卷材料, 对此, 发言人澄清说, 报送封卷材料属于证监会的日常工作, “一直都在发生, 只是现在大家有重启 IPO 的预期, 所以被放大了。”

他说, 由于企业提交的发行申请材料自审计截止日起有6个月的有效期, 因此只要在材料过期的情况, 监管部门都会要求企业补充材料, 包括财务资料, 对招股说明书进行相应修改, 补充提交律师、

会计师事务所的意见等。当行业、市场发生变化的时候, 在审企业也要补充材料。

发言人表示, IPO 暂停期间, 可能存在部分在审企业财务状况发生变化, 指标不再符合要求, 从而拿不到发行核准的情况, 由于企业正在陆续补充材料, 目前尚不清楚32家过会企业中不再符合发行条件的企业数字。

另外, 对于重启 IPO 选择的项目, 监管部门并无行业方面的特别考虑。

### 热点四 改革重点难点是买方约束

本轮发行改革的预期结果之一是淡化证监会对发行价格的窗口指导, 发言人指出, 历史上从市盈率角度所作的具行政色彩的窗口指导不会继续, 而会代之以更加市场化的方式进行指导。具体而言, 就是在发行过程中关注发行定价机制是否合理——改革的重点和难点即加强买方约束, 也体现在这个过程中。

我们反复提醒投资者注意, 你在出价格的同时是要出钱的, 这就是强调买方的约束力, 要形成发行人、投资者、承销商归位尽责、相互制衡的机制。”发言人说, 如

果在反复提示和宣传解读之后, 买家还是觉得发行人值这个钱, 通常我们认为可能市场上确实值这个钱, 但我们还会与承销商交流较高的定价依据何在。定价市场化要求买方一定要认真对待自己的报价和申购, 这对市场非常非常重要的。”

他表示, 买方约束能否充分实现, 决定着定价市场化逻辑是否通顺; 约束力量是否真正存在, 决定市场机制是否真正发挥作用。从这个意义上来说, 投资者坚决反对企业圈钱, 既是有益的觉悟, 也是对市场的贡献。

### 热点五 强化高报不买责任追究

对于在之前询价过程中为市场深恶痛绝的高报不行为, 发言人强调, 发行改革对询价对象行为提出了进一步要求, 通过改革, 承销商会更加重视充分了解询价对象的想法, 严肃对待询价对象的价格发现工作。因为毕竟还有一部分要网上发行, 而投资者有可能对定价是不接受的。”因此, 从改革的效果看, 承销商和

询价对象对报价的态度会更加严肃。同时, 监管部门将继续强化对报价行为的严格监管, 承销商有义务向监管部门报告询价对象的不当行为, 报告既是承销商的义务, 对承销商开展后续工作也有好处; 从监管部门来说, 我们也有现场检查, 有电子留痕, 都可以发现问题, 监管措施应当是有保障的。”

### 热点六 中止发行可多次但要慎重

《指导意见》提出“完善回拨机制和中止发行机制”, 发言人解释说, 企业在拿到发行核准后, 有六个月发行有效期, 在有效期内, 可以中止和恢复发行, 而且从理论上说, 可以多次中止、多次恢复。出现发行中止的情况, 可能主要由于发行人和承销商

就发行价格未取得一致, 这也是窗口指导淡化后可能出现的情况, 因此可以中止和恢复发行, 但承销商要考虑自己的市场声誉, 发行人也要关照自己的市场长期表现, 所以要搞清楚发行价不能取得一致的原因是什么, 要慎重对待中止和恢复。”

## 理性客观看待改革效果

记者: 新股发行改革的准备工作情况如何?

答: 本次新股发行体制改革是对询价制度的进一步完善, 内容尽管不多, 但涉及面广, 需要考虑的因素多。改革的顺利推进, 既需要监管部门精心组织、周密部署, 也需要市场各方尽快统一认识、积极响应, 做好各自的工作。目前我们正在积极落实各项改革要求, 稳步开展各项工作。

近日我会已就网下申购电子化平台、登记结算平台等技术系统的调整, 相关操作规则的制订, 与沪深证券交易所、登记结算公司、证券业协

会等单位进行了深入讨论。各相关单位正在抓紧时间进行系统调整、规则制订等技术准备工作。近期我们还组织了承销商的会议, 对《指导意见》深入研讨, 准确理解掌握各项改革要求, 促进承销商全面履行职责, 做好专业服务。总体上看, 各项工作有条不紊, 进展顺利。

记者: 对发行体制改革的市场效果有何预期?

答: 改革的总体目标是通过市场化定价机制的完善, 优化股票的价格发现功能; 促进买方(投资者)强化对卖方(发行人)的约束, 买方约束力不

断增强; 中小投资者的参与意愿得到重视, 中签比例适当提高。

我们认为, 从长期来看, 这些目标并不困难, 完全可以实现, 并且会对股票市场有十分积极的推动作用。但是从近期看, 特别是采用新体制后的首个或几个股票发行, 其结果并不一定能使各方满意, 可能会有不一致的情况。比如由于市场约束机制不健全, 买方约束力弱, 有可能出现发行价格偏高的情况, 发行价偏高则有可能导致上市首日跌破发行价。也有可能受二级市场过度炒作的行为影响, 一、二级市场价差在上市首日仍然较大,

等等。这些情况有可能使大家对改革的效果产生疑虑, 也可能会对发行人、投资者和承销商分别带来风险, 各方参与者必须高度重视、关注和应对。我们认为, 在实施改革初期出现一些差异较大的情况是可以理解的, 在一段时间之后会逐渐平稳, 对此应充满信心。

进行改革和培育机制是个过程, 不可能一蹴而就, 需要市场各方认真、谨慎地参与, 既要履行好职责, 又要保护好自身利益, 扎扎实实把各项安排落到实处, 从而取得新股发行体制市场化进程的更大进步。

## 发行新政今起实施 IPO 重启倒计时

(上接封一) 第二, 有意见认为, 目前股份锁定数量较多, 不利于抑制市场炒作, 应当放宽股份锁定限制, 增加可供交易的股份数量。

第三, 有意见认为, 随着定价市场化程度的提高, 有必要相应增加发行机制的弹性, 给予券商在回拨、中止发行等方面更多的自主裁量选择。

第四, 有意见认为, 千分之一的网上申购上限偏低, 每个账户网上获配的股份数量太少, 建议网上单一账户申购上限调整

至百分之一; 如果不改变申购上限, 则应提高网下发行比例, 持这种意见的主要是法人机构。部分个人投资者则认为, 千分之一的上限偏高, 对中小投资者倾斜力度不够, 建议调整为万分之一或更低; 如果不改变申购上限, 则应提高网下发行比例。

经认真研究, 证监会采纳了前三项建议, 并对《意见》进行了相应修改完善。对最后一条意见, 综合考虑各方面情况, 维持了征求意见稿的要求, 暂不调整现行网下网上发行比例的规定。