

# 分步恢复市场融资功能

——中国证监会负责人就股权分置改革和《首次公开发行股票并上市管理办法》公开征求意见等问题发表谈话(下)

## 二、资本市场面临新的发展机遇

当前,资本市场处在一个重要的转折时期,面临新的发展机遇。

(一) 市场发展的环境明显改善。

通过前述五方面的基础性建设,资本市场发展的内部环境得到明显改善。随着股权分置改革的积极推进,有利于市场健康发展的新机制正在形成;随着各方面对提高上市公司质量的重视,上市公司规范运作的环境日渐向好;随着证券公司综合治理不断深化,证券业创新发展的基础正在夯实;随着机构投资者逐步发展壮大,促进市场稳定发展的主导力量日益增强;随着新《证券法》和《公司法》的实施,资本市场改革和创新有了更完备的保障。当前,市场定价机制逐步完善,流通股股东和非流通股股东共同的利益基础正在形成,历史遗留问题风险得到大幅度化解,新的风险发生在源头上受到遏制。这些内在因素为改善市场结构,提高市场运行质量和效率,全面发挥资本市场功能,奠定了坚实的基础。

从资本市场发展的外部环境看,我国正面临宏观经济结构的战略调整和发展模式的转变,迫切需要资本市场在扩大直接融资、优化资源配置等方面发挥更为重要的作用,推动资本市场发展的动力将越来越强劲。与资本市场发展密切相关的现代企业制度改革、商业银行改革、社会保障体制改革等各项改革进一步深化,为资本市场的发展提供了良好的外部机遇。随着大型国有商业银行、国有重点企业和有成长性的中小企业的改制上市,可供资本市场吸纳的优质上市资源将更为丰富。与此同时,社保基金、保险资金和企业年金等机构投资者通过资本市场保值增值的需求也在不断增加。目前,A股总市值相当于GDP的比重只有20.2%,不仅远远低于证券市场发达国家,而且远低于新兴市场67%的平均水平,我国资本市场具有宽广的发展空间和巨大的增长潜力。

(二) 市场运行出现积极变化。

目前,我国股市在持续下跌后出现积极变化,投资者信心正在逐步恢复。沪深股市价升量涨,增量资金入市迹象明显。改革后公司的股票市盈率出现明显下降,由于估值水平的优势以及公司治理的改善,G股正逐渐成为价值投资的核心板块,并带动了市场整体估值水平的提高,股市与宏观经济走势的联系更加紧密。随着改革后公司的市值逐步纳入经营考核体系,原非流通股股东对股价走势和公司控制权关注度大为提高;随着管理层股权激励的推行,职业经理人的利益和上市公司长远发展的联系更加紧密。今年以来,并购重组成为市场的热点,上市公司比以往更加注重开展资本运营,有效促进了资源向优势企业集中。

(三) 市场创新活动趋于活跃。

“两法”的修订、股权分置改革的推进以及市场主体的规范整顿,从多方面消除了影响市场创新的

约束和障碍。2005年以来,ETF、权证等新产品依次推出,资产证券化业务试点范围逐步扩大,中关村科技园区非上市股份制企业开始进入代办股份转让系统报价转让,金融期货交易进入筹备阶段。这些产品和制度创新活动正在推动市场结构的改善,也为市场增添了活力。

因此,把握市场机遇,不失时机地实行“新老划断”,促进市场在新机制下适度加快发展,不仅是市场改革发展的内在要求,也是改革效应的积极体现。4月16日,我就《上市公司证券发行管理办法(征求意见稿)》公开征求意见,目前,这项工作进展顺利,市场反映良好,表明“新老划断”的时机选择和实施方式得到市场的认同,我们根据市场各方意见对《上市公司证券发行管理办法》进行了修订,即将发布实施。今天,我就《管理办法》公开征求意见,这是实行“新老划断”的又一个重要步骤,为分步恢复市场融资功能进一步做好了制度准备。

## 三、坚持发行管理制度的市场化改革方向

近年来,适应市场的发展形势和基础条件变化,我们的发行管理制度按照市场化方向进行了一系列改革。2001年3月,发行管理从审批制过渡到核准制,从政府选择企业改为由证券公司推荐企业发行上市。发行人必须履行强制信息披露义务,中介机构对发行人的信息披露负有尽职调查的责任,证监会对发行申请文件进行合规性审核。2004年开始,中国证监会先后推出了保荐制度和询价制度,继续完善核准制,努力发挥市场约束机制的作用。在前端,由保荐机构对发行人的质量把关;在后端,由价格机制对发行行为进行约束。同时改革发审委制度,加强发审委审核的透明度,强化委员责任意识。随着发行管理制度的一系列改革,使得市场约束力量逐步增强,市场的作用也更加突出,这为股权分置改革后按照市场化方向进一步完善发行管理体制打下了基础。

股权分置改革后,随着各类股东利益基础的更加巩固,以及市场定价功能的逐步完善,发行管理制度可以更加突出对股票发行的市场价格约束和投资者约束机制,并通过加大中介机构责任和强化信息披露要求来进一步保护公众投资者的合法权益。

者的合法权益。这是不久前《上市公司证券发行管理办法(征求意见稿)》的立法理念,也是本次《管理办法》的立法理念。

与以往的发行规则相比,《管理办法》做出了以下重大调整:

(一) 强化发行环节的市场监管约束机制。

股权分置改革后,随着各类股东共同利益基础的更加巩固,以及市场定价功能的逐步完善,发行管理制度可以更加突出对股票发行的市场价格约束和投资者约束机制,并通过加大中介机构责任和强化信息披露要求来进一步保护公众投资者的合法权益。

顺应股权分置改革后市场运行机制的根本性变化,《管理办法》相应做出制度安排,强化市场约束机制。包括:实施预先披露制度,加强社会监督;取消了筹资额不得超过净资产两倍的数量限制,进一步体现发行人和投资者的自主决定;取消了辅导期一年的规定,同时对保荐人的审慎核查工作提出严格的监管要求;取

消首发前12个月内不得增发扩股的规定,同时提高禁售期要求;取消了关联交易比例不得超过30%的规定,同时对关联交易提出了更加严格的披露要求。

(二) 加大中介机构责任。

《管理办法》根据《证券法》的立法精神,细化和加强了中介机构的

审慎核查责任,要求中介机构对出具文件的真实性、准确性、完整性负责;将中介机构出具的文件确定为招股说明书的备查文件,要求在指定网站上披露;对中介机构的违法违规行为根据情节轻重和后果设定了相应的监管措施。

(三) 推动优质企业发行上市。

《管理办法》对首次公开发行股票并上市的公司从公司治理和财务指标两个方面提出了较为严格的条件,对《证券法》规定的发行条件进行了细化。这是因为,根据我国的证券市场现状,现阶段发行管理仍然要实行设置发行上市门槛的核准制,尚不能超越市场的发展阶段采用不设发行门槛的注册制,但是发行制度改革的市场化方向必须坚持。基于上述考虑,《管理办法》仍然立足于核准制,把公司质量作为监管的重要内容,优先选择优质公司利用资本市场做大做优;同时,利用股权分置改革后市场基础条件的变化,更加注重和引导发挥市场机制的作用。

扶持创业型成长企业的发展,也是资本市场的重要功能。由于现阶段资本市场的层次还比较单一,《管理办法》主要是依据目前只有主板和中小企业板市场具有融资功能的实际情况制定的。整体上看,建立多层次资本市场体系,满足不同层次企业的融资需求,是国民经济发展的需要,也是我们的既定安排。目前,包括设立创业板和完善代办股份转让系统等在内的多层次资本市场建设正在积极研究并分步实施。

缓解新上市股票价格出现剧烈波动的情况。

(三) 恢复股票资金申购方式。

现行的市值配售方式是在股权分置前提下为维护流通股股东利益专门设置的股票认购制度。随着股权分置改革的推进,上市公司的股份将逐步转为可全流通,市值配售制度的基础将不复存在。因此,恢复股票资金申购制度是改革进行到现阶段市场的必然要求,也有利于在可全流通情况下新增资金进入市场。

## 四、做好顺利实施“新老划断”的配套安排

新的市场机制、新的管理制度,为实行“新老划断”提供了必要前提,但要真正有效发挥市场的融资功能,还需要完善相应的市场条件。近期,QFII资格审批和投资额度的发放已适当加快,商业银行设立基金管理公司的范围将进一步扩大,证券公司融资融券业务正在抓紧准备。除此以外,我们还将进一步采取措施,拓宽合规资金入市渠道,从总体上维护市场供求的动态平衡。同时,也要在股票发行机制上做出适当安排,引入增量资金,稳定市场预期。

(一) 引入向战略投资者定向配售股票的制度。

为了给大型优质企业在境内市场发行上市创造有利条件,稳定市场预期,对于一定规模以上公司的发行,允许发行人将部分股票向战略投资者定向配售,并对配售部分的股票规定一定的禁售期。股票配售部分的比例可根据市场对本次发行的认可程度加以调节,还可以在战略投资者与社会公众投资者之间根据超额认购倍数的情况设定双向回拨机制。

(二) 建立超额配售选择权制度(“绿鞋”)。

为了稳定大型公司股票在上市后一段时间的价格,对于一定发行规模以上的公司,允许发行人授权主承销商超额配售一定比例股票(一般不超过发行总量的15%),在股票上市后的一段时间内,当股票价格跌至发行价或以下时,主承销商以超额配售股票所得的资金从二级市场买入发行人股票以支持持股价。“绿鞋”制度是国际上比较通行的稳定股价机制,赋予了主承销商稳定价格的合法手段,有助于



随着股改的深入进行,投资者信心正在逐渐恢复 本报记者 徐汇报

## 五、继续做好下一阶段的基础性工作

尽管资本市场的五项基础性建设取得重要成绩,但下一阶段的任务仍然艰巨。股权分置改革周年之际,也是各项基础性建设承上启下的关键节点,必须正确认识形势,保持清醒头脑,按照预定的方向、目标和基本原则,做好年内的基础性建设工作。

(一) 年内基本完成股权分置改革。

下一步,我们将按照国务院要求,认真总结经验,加强组织领导,明确工作职责,落实配套政策,巩固和扩大改革成果。尽最大努力争取尽可能多的公司在年内完成股权分置改革。具体有以下工作考虑:

1. 努力促进11个重点省市率先基本完成股改。去年11月,经国务院同意,股权分置改革领导小组确定了股权分置改革的11个重点省市。选择这些地区作为重点,是因为这些地区的上市公司数量较多,证券市场的发展基础较好,证券市场与当地经济发展的相关性较高,因此,这些地区的股改有条件实施重点推进,并以点带面推动全国的股改。下一阶段,这些省市仍然是股改重点,从目前趋势来看,这些地区上半年有条件完成135家重点公司的股改,并率先基本完成股权分置改革。我们将协同有关地方政府,进一步完善股改规划,加大规划落实力度,继续发挥好重点地区股改以点带面的积极推动作用。

2. 积极推动基本具备改革条件的公司在上半年进入改革程序。我们所说基本具备改革条件的公司是指上市公司股改不存在重大障碍,通过努力可以加快工作进度,或者通过分类指导能够有效解决问题的公司。在11个重点省市的重点推进以及部分股改先行地区的改革实践中,对克服各类股改障碍取得了成功的经验。我们相信,经过各方的政策配合、协调推动和共同努力,成功的经验能够在全国范围内进一步推广,从而使基本具备改革条件的公司在上半年全部进入改革程序。

3. 创造条件在下半年集中解决存在各种特殊问题公司的股改问题。对于上市公司千差万别的复杂情况,以及由此对股改带来的困难,我们一直高度重视,并且认真梳理情况,积极研究对策,指导和协调上市公司及其股东解决股改难题。上半年,我们将对各类因存在问题暂时无法实施改革的公司情况再进行一次全面梳理,在此基础上,通过进一步加强政策配套和方案创新来解决公司股改中的各种特殊问题。对于因质量较差难以实施股改的公司,通过资产重组与股改的组合操作来解决问题是一个较好的做法,以往也有操作案例,我会适当调整内部分工,进一步提高对资产重组与股改组合操作方案的审核效率。

(二) 以解决资金占用为重点提高上市公司质量。

落实我会与国务院国资委共同拟定的清欠安排,采取有效措施,摸清底数、现场督促、一户一策、多管齐下,综合治理,把清理资金占用工作作为上市公司监管工作的重中之重,按照国务院要求,切实做好。继

续完善管理制度,解决上市公司违规担保问题。并推动《刑法》修改,严厉惩处掏空上市公司这种严重侵害社会公众股东合法权益的行为,从源头上遏制此类行为的发生。同时,要利用好股权分置改革带来的新机制,进一步完善并购重组法规体系,加快并购重组的制度创新,促进上市公司提高资本运作效率,优化资产结构,增加投资回报。

(三) 促进证券公司在规范的基础上发展。

一是抓证券公司全面整改,争取全行业在年内基本化解历史遗留的既有风险,从2006年底开始对财务指标不达标公司实施市场化退出的新制度。二是抓基础制度落实,建立以净资本为核心的风险监控制度,形成有效机制防范新风险。三是抓严肃市场纪律,及时严肃查处不整改、新违规的公司,加大关闭劣质公司力度。四是抓行业业务发展,支持、引导优质公司在风险可控、可测、可承受的前提下,根据市场需要和自身实力,进行业务创新。逐步扩

带面推动全国的股改。下一阶段,这些省市仍然是股改重点,从目前趋势来看,这些地区上半年有条件完成135家重点公司的股改,并率先基本完成股权分置改革。我们将协同有关地方政府,进一步完善股改规划,加大规划落实力度,继续发挥好重点地区股改以点带面的积极推动作用。

(四) 进一步改善支持机构投资者发展的政策环境。

一是加快制定促进证券投资基金、企业年金等机构投资者发展的具体税收政策。借鉴成熟市场税收激励相关政策,研究建立我国养老金积累与投资税收优惠制度,进一步推动我国社会保障体系的完善。二是协调有关部门,做好政策配套,不断扩大保险资金、企业年金和社保基金入市的资产规模。完善QFII制度,稳步推进QFII试点,在必要时可以考虑进一步增加QFII额度。

(五) 年内基本完成“两法”配套立法任务。

我会今年上半年预计完成的“两法”配套法律文件将达到31件,另有15件配套法律文件也将随后着手制定和修改。要突出立法重点,抓紧《上市公司监管条例》、《证券公司监管条例》、《证券公司风险处置条例》、《上市公司独立董事管理条例》、《证券投资者保护条例》等5件行政法规的制定工作。同时,积极配合《刑法》有关证券犯罪的修订和《期货交易法》的制定。

总之,自去年4月29日股权分置改革试点启动以来,资本市场经历了不平凡的历程,这是我国资本市场发展历史中非常重要的一年,围绕深入贯彻落实《若干意见》,资本市场通过夯实基础孕育着新的生机和活力。以股权分置改革等五项基础性制度建设为保障,市场正步入更加健康的发展轨道和稳定的发展环境,必将有利于市场功能的有效发挥,使资本市场为全面建设小康社会做出新的历史贡献。

必须正确认识形势,保持清醒头脑,按照预定的方向、目标和基本原则,做好年内的基础性建设工作。

大开展集合理财业务的证券公司范围;做好融资融券业务试点工作;引导符合条件的证券公司采取措施拓宽资本补充渠道。五是抓配套法规出台,逐步形成符合中国证券市场实际、涵盖市场准入、日常监管和风险处

置等方面的机构监管规则体系,为强化监管和促进行业健康发展奠定坚实的法规基础。