

上证所新交易规则解读三

完善交易机制,提高市场效率

□高晔

新订《交易规则》对交易机制进行了完善,交易机制是证券市场的微观结构,机制的完善程度对市场效率具有深刻的影响。《规定》推出了新的订单模式,完善了证券买卖申报制度、完善涨跌幅制度、完善了停牌制度以及完善了债券回购制度。

1.新的订单模式

《规则》增加了两种市价委托的订单,上证所原来只有限价订单一种形式,市场订单过于单一。《规则》3.4.4条规定,上证所根据市场需要可以接受两种市价申报:

第一种市价订单是最优五档即时成交剩余撤销申报,即该申报在对手方实时最优五个价位以内以对手方价格为成交价依次成交,剩余未成交部分自动撤销。

第二种市价订单是最优五档即时成交剩余转限价申报,即该申报在对手方实时五个价位以内以对手方价格为成交价最新成交,剩余未成交部分按本方申报最新成交价作为限价申报;如该申报无成交的,按本方最优报价作为限价申报;如无本方申报的,该申报撤销。

2.完善证券买卖申报制度

市场买卖无价格涨跌幅限制证券的时候,为了避免出现申报过程出现乌龙指的情况,对此类证券的申报设计了安全保障机制,见《规则》的3.4.15条和3.4.16条。

规定集合竞价阶段的有效申报价格应符合:

(1)股票交易申报价格不高于前收盘价格的200%,并且不低于前收盘价格的50%;

(2)基金、债券交易申报价格最高不高于前收盘价格的150%,并且不低于前收盘价格的70%。

连续竞价阶段的有效申报价格应符合:

(1)申报价格不高于即时揭示的最低卖出价格的110%且不低于即时揭示的最高买入价格的90%;同时不高于上述最高申报价与最低申报价平均数的130%且不低于该平均数的70%;

(2)即时揭示中无买入申报价格的,即时揭示的最低卖出价格、最新成交价格中较低者视为前项最高买入价格;

(3)即时揭示中无卖出申报价格的,即时揭示的最高买入价格、最新成交价格中较高者视为前项最低卖出价格。

3.完善涨跌幅制度

明确了新股、增发新股、恢复上市证券首个交易日无价格涨跌幅比例限制,并且增加了上证所经证监会批准可以调整涨跌幅

比例的条款。

《规则》3.4.13条规定三种情况下,交易无涨跌幅:(1)首次公开发行上市的股票和封闭式基金;(2)增发上市的股票;(3)暂停上市后恢复上市的股票。

除此外还增加了交易所认定首日无涨跌幅的权限:可以认定上述三种情况以外的其他无涨跌幅情形。

4.完善停牌制度

新订《交易规则》多处涉及停牌制度,包括正常的停牌制度和为了处理异常交易情况而采取的停牌制度。

其中第4.2.6条规定证券开市期间停牌的,停牌期间可以继续申报,并且也可以撤销申报;复牌时对已接受的申报实行集合竞价。而当当前上海市场在停牌期间不支持申报,该条关于停牌期间可以接受申报的规定将更加便于广大投资者的投资操作。

《规则》还界定异常停牌:行情传输中断或无法申报的会员营业部数量超过营业部总数10%,交易所可以实行临时停牌。原《规则》以席位异常比例到达10%来认定异常停牌,随着越来越多会员实行大集中交易,按照营业部比例定义异常停牌显得更加合理。

对于技术性停牌或临时停牌后,如果

当日恢复交易,那么技术性停牌或临时停牌前交易主机已经接受的申报仍然有效。还规定交易主机在技术性停牌或临时停牌期间继续接受申报,在恢复交易时对已接受的申报实行集合竞价交易。

5.完善债券回购制度

新订《规则》增加了债券回购交易的申报规定(见3.4.8条、3.4.9条、3.4.10条、3.4.11条)。对债券买断式回购的最小申报数量、计价单位以及最小报价单位做了具体的规定。

对于债券买断式回购、债券质押式回购以及标准券分别做了定义:

债券买断式回购交易是指债券持有人将债券卖给购买方的同时,交易双方约定在未来某一日期,卖方再以约定价格从买方购回相等数量同种债券的交易。

债券质押式回购交易是指债券持有人在将债券质押的同时,将相应债券以标准券折算比率计算出的标准券数量为融资融券而进行的质押融资,交易双方约定在回购期满后返还资金和解除质押的交易。

标准券是指由不同国债券品按相应折算率折算形成的,用以确定可利用质押式回购交易进行融资的额度。因此标准券不是某种实际的债券,而是债券按照一定方法计算得到的抵押率。

聚焦IPO之三

恢复现金申购 完善资本市场发行制度的重要举措

□平安证券 莫家柱

2006年4月29日,在股权分置改革启动一周年之际,中国证监会发布《首次公开发行股票并上市管理办法(征求意见稿)》向社会公众征求意见,此举标志着恢复股票申购暂停一年多的IPO功能时机已经基本成熟。鉴于目前正在进行的股权分置改革工作已经对国内股票市场的基础性制度进行了重大改革和完善,一级市场IPO发行机制应做出相应调整,取消市值配售制度,恢复股票现金申购制度势在必行。

一、恢复股票现金申购制度有利于股票市场引入源头活水

首先,新股发行现金申购体现的是投资者真实的有效需求。投资者必须拥有与申购股票相对应的现金,其申购才是有效的。而采用市值配售时由于投资者没有相应的现金作保证,其配售股份最终有可能被放弃,从而并不构成有效需求。如果市场不理想时,不仅会增加发行人发行失败的风险,也增加了股票承销商的风险。

其次,实行股票现金申购有利于吸引新增资金进入资本市场。由于新股发行对投资者的吸引力较大,股票发行现金申购制度的恢复,将为投资者提供新的投资机

会,伴随着每一次新股发行和现金申购,必将吸引大量的投资者和新的投资资金进入股票市场。

第三,实行股票现金申购,拓宽了合格资金入市渠道,有利于维护资本市场供求关系的动态平衡。过往经验表明,一级市场现金申购收益率可以达到7-13%的水平,且风险很低,因此恢复IPO现金申购后,将吸引大量低风险偏好的合格资金进入资本市场。随着时间的推移,这些资金中将有一部分风险承受能力越来越强,并最终演变为长期投资资金,成为稳定资本市场的重要力量。

第四,新的投资者和新增投资资金的加入,有利于扩大国内资本市场容量。一个市场,只有不断地吸纳新的投资者和新的资金,才能不断发展壮大。没有新的投资者加入,没有新增资金流入,资本市场的发展就成为“无源之水,无本之木”。而且,随着投资者队伍的不断壮大,以及新增投资资金的投入,资本市场容量将不断扩大,市场也就越有能力接纳和承受更多的大型优质企业上市融资,从而增强自身的稳定性,形成长期稳定发展的局面。

二、取消市值配售是资本市场发展的内在要求

首先,实施新股发行市值配售是

特定历史时期的产物,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股份,市场不再存在流通股和非流通股之分,市值配售制度的基础已不复存在。

其次,新股发行实行市值配售制度并不能稳定市场。实施新股配售制度后非但没有导致入市资金的明显增加,甚至没有能够有效阻止场内资金的撤离。事实上,在实行市值配售的三年多时间里,国内股票市场逐波下行,屡创新低,纵然利好频出也不能将资金引入股市。

第三,市值配售制度不利于吸引新的投资资金进入资本市场,限制了资本市场的扩张。与现金申购相比,新股发行市值配售制度对场外潜在的投资资金没有吸引力,尽管场外资金充裕,但是场外资金就是不愿意进入股票市场,实施市值配售最终没有能够挽救国内资本市场的颓势。

三、新股发行现金申购是国际惯例

考察国际资本市场发现,新股发行实行现金申购是国际惯例,成熟资本市场均开发行新股一般采用现金申购的方式。不久以前,除在中国香港市场发行的神华能源、交通银行、建设银行等都是采用的国际配售加公开发售现金申购的发行方式。

例如,2005年6月7日,神华能源发行30.635亿股H股,其中95%的H股股份以国际配售形式发行,其余的5%H股股份在香港地区公开发售,公众投资者必须以现金申购。最终公众投资者申购数量超过10倍,冻结资金228.99亿港元,并触发回拨机制。最后国际配售部分降为93%,公开发售部分增加2%。

同年6月18日,交通银行发行58.56亿股H股,发行方式为95%国际配售,5%公开发售现金申购。实际情况是公众投资者超额认购达205倍,冻结资金1500亿港元。触发回拨机制后,国际配售部分降为80%,公开发售部分增加到20%。

同年10月19日,建设银行公开发行264.92亿股H股,其中5%为公开发售,最终获公众投资者超额42倍认购,冻结资金1300亿港元。触发回拨机制后,国际配售部分降为92.5%,公开发售部分增加到7.5%,并完成39亿股超额认购。

总而言之,新股发行现金申购制度是一种高效率的股票发行方式,与市值配售制度相比优势突出。新股发行现金申购不仅能够使新股发行得到有效保障,降低发行风险,而且有利于资本市场的健康稳定发展,是各国各地区资本市场新股发行通行的国际惯例。

2006年上海张江(集团)有限公司公司债券发行公告

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 收到的利息, 收到的手续费, 收到的其他与筹资活动有关的现金, etc.

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 资产总计, 负债及所有者权益, 流动资产, etc.

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 收到的利息, 收到的手续费, 收到的其他与筹资活动有关的现金, etc.

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 其他应收款, 短期投资, 委托贷款及委托投资, etc.

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 资产, 流动资产, 长期股权投资, etc.

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 营业收入, 营业支出, 利润总额, etc.

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 资产, 流动资产, 长期股权投资, etc.

Table with financial data for Shanghai Zhangjiang (Group) Co., Ltd. including items like 营业收入, 营业支出, 利润总额, etc.