

证监会发布《上市公司收购管理办法》配套信息披露文件

上市公司收购信息披露更实用

□本报记者 商文 周晔

中国证监会日前正式发布与《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)同时修订的配套信息披露内容及格式准则第15号至第19号,共包括《权益变动报告书》、《上市公司收购报告书》、《要约收购报告书》、《被收购公司董事会报告书》、《豁免要约收购申请文件》五个准则。

据悉,本次对信息披露配套文件的修订,是在原有较为严密规范的信息披露基础上,根据重要性原则,适当减少了过于繁杂的收购人财务信息的披露,代之以财务顾问对收购人的实力进行核查,突出强调了收购人披露信息的实用性和有效性,强化了上市公司控制权变化的透明度,为维护市场秩序、保护中小股东的利益提供基本保障。

提高收购人信息披露要求

根据新修订的《收购办

法》,监管部门按照投资者持股比例的不同,规定了详略程度不同的信息披露要求。其中,持股30%以上的收购人,编制《收购报告书》;持股30%以下的投资者,编制《权益变动报告书》。

《上市公司收购报告书》除保留原准则中对收购人及其控制关系结构、收购方式、资金来源、后续计划和上市公司影响等方面的披露要求外,加强了对收购人最近3年诚信记录、收购人及其控股股东和实际控制人以及关联企业的业务的披露要求。同时,为强化对控制多家上市公司的收购人的监管,要求其披露持股5%以上的银行、信托公司、证券公司、保险公司等其他金融机构的简要情况,为投资者判断与评估投资风险提供充分有效的信息。对于通过取得上市公司发行的新股而收购上市公司的,增加了信息披露主体、信息披露时点和内容等与中国证监会有关上市公司证券发行规定相衔接的要求。

明确以证券支付披露要求

《权益变动报告书》以是否涉及上市公司控制权发生或者可能发生变化作为分界线,分为《详式权益变动报告书》和《简式权益变动报告书》。其中,持股介于20%-30%之间,或者持股介于5%-20%之间且为上市公司第一大股东或实际控制人的,比照对收购人的要求,编制详式报告,以确保上市公司控制权变化的透明度;持股介于5%-20%,且不是公司第一大股东或实际控制人,或者持股5%以后每变动达到或超过5%的情形,编制简式报告,简式报告与原15号准则规定的《上市公司股东持股变动报告书》的内容基本相同。

对于自愿发出主动要约或者依法履行要约义务的收购人来说,应当按照第17号准则《要约收购报告书》的要求履行披露义务。《要约收购报告书》除保留原准则有关收购人及其控制关系结构、资金来源、

后续计划等内容外,根据本次《收购办法》的修改,对要约收购方案、要约收购的约定条件、支付条件和方式等内容加以细化,特别是明确了以证券作为支付手段的披露要求。

此外,为方便投资者迅速了解收购人和公司主要股东的变化,除报告书外,还增加了表格形式,使收购人和股东的持股变化更加直观和简洁。

独立董事承担更多责任

对于董事会在上市公司收购中的责任问题,考虑到协议收购一般是友好收购,新修订的《收购办法》不再要求被收购公司董事会发表意见,而是将《被收购公司董事会报告书》的适用范围缩小,仅限于要约收购和管理层收购的特殊情况。由于要约收购直接影响中小股东的投资决策和决策,新修订的第18号准则保留了原规定的要求,被收购公司董事会须聘请独立财务顾问对公司进行估值分析,对要约价格是否公平、合理发表意见,

并在此基础上为中小投资者是否接受收购要约提出专业建议。涉及管理层收购的,为防止管理层利用上市公司资金进行收购或因私利损害上市公司及中小股东利益,新修订的第18号准则赋予独立董事更多的责任,独立董事须就收购的资金来源、还款计划、管理层收购是否符合《收购办法》规定的条件和批准程序、收购条件是否公平合理、是否存在损害上市公司和其他股东利益的行为、对上市公司可能产生的影响等事项发表独立意见。

上述新修订的五个信息披露内容与格式准则,将于2006年9月1日起与新修订的《收购办法》同步施行。据了解,与《收购办法》相配套的上市公司并购重组财务顾问管理办法及交易所的相关业务规则正在紧锣密鼓地制定中,并将陆续发布。在有关财务顾问的规定出台前,目前能够从事财务顾问业务的证券公司和投资咨询公司可以继续担任上市公司并购重组的财务顾问。

江山化工宏润建设周三上市

□本报记者 黄金滔

江山化工、宏润建设本周三将在深圳证券交易所中小企业板上市。浙江江山化工股份有限公司的发行价格为6.00元/股,共发行3800万股,其中首次上网定价公开发行的3040万股将于8月16日

上市交易,证券简称为“江山化工”,证券代码为“002061”。宏润建设集团股份有限公司的发行价格为9.18元/股,共发行2850万股,其中首次上网定价公开发行的2280万股将于8月16日上市交易,证券简称为“宏润建设”,证券代码为“002062”。

上市公司收购管理办法培训班将举办

□本报记者 周晔

中国证券业协会定于本月28日至30日在北京国家会计学院举办《上市公司收购管理办法》培训班。

本次培训的对象为证券公司保荐人、投行负责人,投资咨询机构并购业务项目负责人。

据悉,本次培训内容包括:全流通市场条件下的上市公司并购重组活动对财务顾问的要求和挑战,《收购办法》的内容讲解,上市公司并购重组的技巧与陷阱,收购与反收购的利益冲突问题,竞购及反收购的阶段性信息披露,财务顾问如何履行尽职调查责任,并购重组案例分析与点评。

上市公司财务总监培训圆满结束

□本报记者 吴光军 唐学良

中国证监会于2006年8月12日至14日在沈阳市举办第3期上市公司财务总监培训班,来自上市公司的财务总监和董事会秘书及拟上市公司、证券机构的财务人员 and 会计师事务所的会计师等180余人参加了培训,本期培训班由辽宁证监局协办、深圳证券交易所承办,中国证监会上市公司管理部

和辽宁证监局的相关领导,非常重视本次培训活动,不仅聘请了多家机构的专业人士授课,而且深圳证交所的相关专家也到会进行现场交流。这次培训的主要内容包括财务总监在上市公司规范运作中的责任与义务、上市公司信息披露中涉及的财务问题、上市公司资产重组与并购政策解读、年报常见问题分析及案例解读和上市公司内控制度等内容。

专家谈权证

权证为何屡屡齐涨共跌

□东海证券 杜逊

权证其价格理论上严格依赖股票的价格和波动性。在成熟市场中,系统风险只存在于相应的板块(认购权证或认沽权证)当中。不过,观察国内的权证市场,我们发现一涨俱涨、一跌俱跌的系统性风险确实存在,其诱因是多方面的。

第一,投资者对权证缺乏深入了解。权证作为一种新的交易品种,很多投资者充满热情但缺乏了解,把它当作一种“单纯”的品种;类似于股票,但价格更低且实行“T+0”交易。不少的投资者对此缺少自己的判断,放大了齐涨共跌市场效应。

第二,资金诱导。和股票市场类似,权证价格的上升通常伴随着量能

的上升,权证价格的下降通常伴随着量能的下降。投资资金是逐利的,它会根据各个市场的状况流动。资金诱因的一个例子发生在今年6月29日,由于中国银行巨额申购资金的解冻,权证市场走出了放量上攻的走势,认购权证和认沽权证全线上涨。

第三,行权风险揭示效应显现和其他一些特殊事件。例如今年6月2日,也就是上海证交所发布示宝钢权证行权风险的那一天,全部26支权证全线暴跌。

实际上,影响市场的齐涨共跌,最关键的是投资者行为。只有一个更加理性的投资者群体,市场的行为才会更加理性。

(本栏目由上海证交所投资者教育中心特约刊登)

上周新股交叉发行冻结资金锐减 2600 亿

□本报记者 周宏

5370亿元,仅仅相隔两周,参与新股申购的冻结资金就少了2600亿元。

8月14日,上周最后一只上网新股——东华合创发布中签率公告,公告数据反映,东华合创的网上发行总共冻结了21425亿元资金。作为上周5只交叉发行的新股中,冻结资金量最大的一半。东华合创的公告再次证明了上周摇号资金的大幅退潮。

5新股交叉冻结 5369 亿

仅仅从发行时间和发行新股的构成相比,上周的5只新股和两周前的那次新股发行高潮,极具可比性。同样是4天里连发5只新股,同样是1只大盘股带4只中小盘股的新股构成,除了发行的新股和承销的券商不一样。无论从冻结时间,还

是新股申购策略,这本来应该是可以复制的一次新股申购高峰。

不过,最终的结果却是大相径庭。上周发行的新股中,除了国航外,还有远光软件、华峰氨纶两家的冻结规模小于1000亿元。另外,和国航同期发行的瑞泰科技冻结资金也只有1274亿,明显受到当时申购气氛的牵连。最终,5只新股的冻结资金仅为5369亿元。

2000 亿铁杆撬新资金

疾风知劲草,上周的新股发行低潮也显示了,目前场内新股申购已经形成了比较明确的参与群体。包括机构在内的约60万户投资者,是新股发行的铁杆拥趸,而他们的资金量应该在2000亿元上下。

从中签率公告看,上周的5只新股发行结果,表现出相当的一致性。其中,第一日发行的远

光软件和华峰氨纶合计吸引了58万投资者参与申购;而上周三发行的瑞泰科技和国航的有效申购户数也在此上下。再考虑到此前多只新股的申购户数均在54万户以上,新股申购的铁杆户数基本上可以确定。另外,多个发行日的冻结资金徘徊在2000亿上下,也显示,新股申购有2000亿铁杆资金。

2600 亿资金流向何方?

但是,上周更加明显的状况是,申购资金减少了2600亿元。这上述2600亿元到底去向何方,当然是市场最为关心的事情。

从种种迹象来看,有相当部分的机构和机构投资者从新股申购中抽身。其中,机构申购资金的下降应是主要原因。一个明显的对比是,国航和大秦铁路的冻结资金量。同为机构最偏好的大盘股,国航的冻结

Table with columns: 股票名称, 中签率, 超额认购倍数, 申购冻结资金(亿), 网上申购. Lists various stocks and their IPO details.

资金比大秦少了3800亿。机构的申购热情明显降温。

另外,部分个人投资者在上周新股申购中暂时观望,也成为申购资金水位下降的重要

原因。上周5只新股连续发行的有效申购户数相比前期约下降了1/3。一些个人投资者对于新股发行暂时观望,也抽走了不少申购资金。

完善发行市场化机制 推动 IPO 抑价率水平理性回归

□复旦大学 张宗新博士

自今年5月份恢复发行新股以来,无论是首只新股——中工国际332.03%的高溢价率,还是大秦铁路11.52%的首日小幅回拨,以及到最近国航新股方案调整,都表明在目前市场条件下新股首日溢价水平呈现明显的异常波动特征。如何正确看待新股溢价水平的异常波动现象?新股的溢价水平不是一种不灭的“神话”?市场机制下新股溢价合理水平应该怎样?为解答这些问题,在此有必要对市场机制下新股发行首日溢价水平进行探讨和正确认识。

IPO 抑价率水平的国际视野

新股发行首日溢价水平,又称IPO抑价(Initial Public Offering Underpricing),是指一只股票在首次公开发行后第一个交易日的收盘价高于发行价格的情况。IPO抑价现象普遍存在于世界各国的股票市场,抑价幅度由5%-80%不等。

IPO抑价现象最早可追溯到美国证券交易委员会(SEC)1963年的一份研究报告。随后Logue(1973)和Ibboston(1975)分别用美国证券市场20世纪60年代的资料进行实证分析,发现IPO的初始收益率平均数为正分布。Ibboston(1975)因不明其理由以“谜”称之。新股抑价与市场有效性产生矛盾。从理论上讲,若新股一级市场价格制定是依据二级市场需求情况来确定的,那就不应该在抑价问题,因为按照一般均衡的原理,发行市场不可能长期处于失衡状态,然而,实践证明,新股抑价确实是普遍长期存在的现象。到目前为止,新股抑价仍然是困扰金融学界的难题,西方经济学和金融学家纷纷对IPO抑价问题投入大量的研究精力。

寻求IPO定价与分配的有效机制以提高市场效率,是财务和金融学者探究“IPO抑价之谜”的重大意义所在。尽管目前国内学术界至今仍未

Table 1: 主要国家(或地区)IPO抑价率水平比较. Columns: 国家(或地区), 发行样本数量, 时间跨度, IPO抑价率. Lists data for various countries like France, Canada, etc.

资料来源:根据Ritter&Rydqvist(1994)及其他资料整理而得。



对IPO抑价问题形成一个统一的理论,但是对IPO抑价问题的许多观点达成了一致性共识。例如,学者们的研究多是立足于考察新股发行的“初始回报率”,认为适度的IPO抑价率水平有其存在的合理性,并以此作为衡量一级市场效率(发行定价市场化程度)的标准。一般而言,西方成熟市场的适度IPO抑价率水平为10%-20%之间。从主要国家(或地区)IPO抑价率水平的国际比较看,西方成熟市场

的IPO抑价率水平普遍较低,新兴市场的抑价率水平明显偏高,而我国证券市场抑价率水平则表现时高时低,不但远高于西方成熟市场水平,而且显著高于新兴市场的平均水平(见表1)。

我国 IPO 抑价率高企的原因

我国 IPO 抑价率水平与证券市场不断发展和市场化改革的逐步推

进,IPO抑价率也经历了一个新次降低的过程(见图1)。1994年之前,由于证券市场处于初创市场,新股供给不足、投资者投机心理和一级市场制度重大缺陷等原因,IPO抑价率严重偏高。1995-2000年,市场进入急速扩容期,但在二级市场仍存在非常严重的投机因素,IPO抑价率仍然在110%-160%之间徘徊。进入2001年以后,在审核制逐步让位于核准制条件下,新股发行定价效率相对以前有所提高。但与其他国家相比,IPO抑价率水平明显偏高,新股发行价格中所反映的与该股相关的信息(尤其是市场风险、行业归属、主承销声誉等因素)仍然十分有限,新股上市首日的初始收益率和超额收益率仍然在70%以上。2005年以来,在经历保荐制度和询价制度等重大改革之后,伴随着我国发行方式的市场化改革及其外部环境的改变,新股发行价格对市场风险和行业因素的吸收能力大大增强,IPO抑价率曾一度在50%以下,我国IPO定价效率大大提高。

2006年5月,在上市公司股权分置改革顺利推进和全流通背景条件下,管理层重新启动了新股发行。截至2006年8月12日,根据发行上市的第14家上市公司数据统计,新股上市的首日平均涨幅依然高达93.7%。从IPO的定价效率而言,在询价条件下新股发行的定价效率明显提高,信息传递效率也得到明显增强,新股价格发现功能得到显著提升,市场因素、行业特性、经营风险等信息迅速融入定价体系,因而导致上市首日的市场表现差异巨大。而从IPO抑价率指标看,高抑价率仍然体现了“新兴+转轨”的双重市场特征。根据市场统计,亚太新兴市场的新股发行抑价率为60%-80%之间,而欧美市场的新股发行抑价率为15%-20%;转轨国家的新股发行抑价率为15%左右,而非转轨国家的新股发行抑价率为25%左右。

在目前全流通的市场背景下,新

股发行这种高的IPO抑价率折射出我国证券市场运行中的一些矛盾与问题。这主要表现在以下三方面原因:

一是二级市场投机气氛仍较重,大量资金涌入进行“打新套利”。一级市场上数千亿资金囤积,无论是中小投资者还是机构投资者,对申购新股的热情都十分高涨。在IPO高抑价率的市场条件下,投资者热衷“打新”的动力无疑是新股的低风险和高收益特征。以前期中工国际、大同煤业、同洲电子、云南盐化4只新股的中签率计算,4只新股的平均中签率为0.5011%,平均首日上市涨幅为110%,参与网上申购的投资者可从每只新股获得0.42%的收益,假设一年参与48次这样的申购,则折算出来的新股申购平均收益率将达到20%以上。如此高的收益率助推了市场投资情绪,进一步吸引更多的投机资金流入一级市场。

二是现行的新股发行制度仍不完善,新股定价的价格发现功能尚未完全发挥。在现有的累计投标询价发行制度下,机构投资者担负着价格发现的功能,但在机构询价过程中存在许多不规范的行为,从而在一定程度上抑制了询价机制的价格发现功能。例如,这些机构为了能够获得中标的机会,许多机构投资者往往在上报报价,甚至上报高价,询价机构这种按上限报价的投标方法,实际上是一种典型的投机行为。只要能够中标,只要能够以更高的价格把股票卖给其他的投资者,而并不注重新股的真实投资价值。询价机构在初步询价阶段报价很低,却在累计投标时以高价参与申购,这显然存在故意压价嫌疑;有时则初步询价出价很高,但在累计投标询价时却不参与申购,这种情况可能是询价机构配合发行人高价发行的要求,故意将价格区间拉高。这些不规范的行为,显然影响了询价机制的价格发现功能。

三是IPO的信息甄别机制尚未充分发挥,新股发行定价效率有待于

进一步提高。根据信号传递博弈,新股中签率可以作为新股内在质量的信号,并将有关IPO股票质地的相关信息传递到市场上。中签率越高的IPO申购,意味着信息占优的投资者没有参与申购,将被市场识别为低内在价值公司,表现为较低的上市价格。而在我国目前全流通的市场背景下的新股发行中,IPO的信息甄别机制在存在缺失,新股的中签率在很大程度上并非新股内在质量的信号,而是市场供求关系的一种反映,即新股中签率的高低在很大程度上取决于发行规模的大小,大盘股的中签率较高,而小盘股的中签率极低。在2006年发行的新股中,中国银行的中签率为19.38%,而小盘股德美化工的中签率仅为0.487%,两者相差达40倍。与这种供求机制相对应,大盘股的IPO抑价率水平低,小盘股的IPO抑价率水平就高。这种供求关系决定IPO抑价率水平的现象,显然阻碍了信息传递效率的发挥,抑制了新股发行定价效率。

三是完善信息披露机制,提高市场透明度,减少市场信息不对称性。根据信息经济学观点,“IPO抑价之谜”最根本的原因在于证券市场信息不均衡。一个国家或地区的市场发展程度越低,市场透明度越差,不同投资者之间的信息差异也就越明显,IPO的抑价率也就越高。从新股发行者角度而言,上市公司和保荐机构有必要加强进一步市场化,以抬高企的IPO抑价率水平必然存在一个理性回归的过程。

IPO 抑价率水平理性回归

从西方成熟市场的发展历程看,证券市场IPO抑价率和新股发行的市场化水平密切联系。在我国证券市场全流通体制下,发行制度无疑将进一步市场化,以抬高企的IPO抑价率水平必然存在一个理性回归的过程。

为推动IPO抑价率水平理性回归,在此针对我国证券市场的现实状况提出如下政策建议:

一是进一步完善发行市场化机制,强化新股发行的市场约束功效,释放IPO抑价率偏高所带来的市场风险。统计数据显示,沪深交易所新股上市时的溢价率在过去16年间中为164.99%。如果股票上市首日涨幅过高,一种原因是发行价格可能严重低估公司价值,投资银行的定价能力存在问题;另一种原因是过度炒作或市场操纵因素,新股上市价格中存在着严重的泡沫。无论哪种情况,都说明市场的风险已开始聚集。如中工国际首日

大涨332.03%后,连续5个跌停。新股暴涨不但不能起到良好的示范作用,反而成为影响未来市场运行的负面因素。为此,有必要稳步推进发行上市制度改革,强化新股市场化发现的约束功效,推动IPO高抑价率水平理性回归。

二是倡导理性投资,合理引导市场投资行为。如前所述,在我国证券市场上IPO抑价率高企的重要原因在于市场上投机资金的推动。随着我国证券市场股权分置改革的日渐完成,证券市场“转轨+新兴”的双重制约因素正在减弱,新股发行的市场化约束正在凸显,新股发行中的“神话”正在打破。在此,我们有必要倡导理性投资,借鉴新兴市场发展的国际经验,投资者应对一级市场投资持有适度的期望回报率,回避过度投机的市场风险。

三是完善信息披露机制,提高市场透明度,减少市场信息不对称性。根据信息经济学观点,“IPO抑价之谜”最根本的原因在于证券市场信息不均衡。一个国家或地区的市场发展程度越低,市场透明度越差,不同投资者之间的信息差异也就越明显,IPO的抑价率也就越高。从新股发行者角度而言,上市公司和保荐机构有必要加强进一步市场化,以抬高企的IPO抑价率水平必然存在一个理性回归的过程。

为推动IPO抑价率水平理性回归,在此针对我国证券市场的现实状况提出如下政策建议:

一是进一步完善发行市场化机制,强化新股发行的市场约束功效,释放IPO抑价率偏高所带来的市场风险。统计数据显示,沪深交易所新股上市时的溢价率在过去16年间中为164.99%。如果股票上市首日涨幅过高,一种原因是发行价格可能严重低估公司价值,投资银行的定价能力存在问题;另一种原因是过度炒作或市场操纵因素,新股上市价格中存在着严重的泡沫。无论哪种情况,都说明市场的风险已开始聚集。如中工国际首日