

聚焦《证券发行与承销管理办法》征求意见稿

询价制度重大调整 中小企业初步询价后即可定价

中国证监会昨日公布《证券发行与承销管理办法》(征求意见稿),共分7章、68条。在股票发行方面,由于《上市公司证券发行管理办法》已经确定了上市公司发行证券的市价发行原则,因此,上述办法重点对首次公开发行股票询价、定价以及股票配售等环节进行了规范,并在目前询价制度实践的基础上进行了完善。

□本报记者 周舸 周宏

有关人士介绍说,正在公开征求意见的《证券发行与承销管理办法》对于询价制度的改革,主要考虑是股改和“两法”对深化资本市场改革提出了新的要求。

“例如,随着市场融资功能的恢复,调整上市公司结构、提高上市公司质量成为发展资本市场的一项重要任务。一些已经在海外上市的大型企业要回归境内资本市场,一些境内的大型企业需要在境内和境外同时发行上市,客观上需要对现行的发行程序做适当调整,提高效率,以实现与境外发行流程的同步。再如,在试行询价制度初期,市场资金不充裕,每当发行股票时都必须考虑货币市场流动性的承受能力,因此在机构资金解冻期限等方面作了一些特殊制度安排。目前,资金流动性已不再是市场的主要问题,相应的制度安排也可以进行适当调整。”有关人士表示。

征求意见稿规定,IPO公司发行规模在4亿股以上的,可以向战略投资者配售股票,可以采用超额配售选择权(“绿鞋”)机制。“绿鞋”的实施可参照中国证监会发布的《超额配售选择权试点意见》(证监发[2001]112号)执行。

有关人士表示,发行大盘股时引入国际上通行的向战略投资者配售股票的发行方式,并要求持股锁定12个月以上,有利于吸引长期增量资金进入证券市场,有利于改善投资者结构,同时有利于缓解市场资金压力,稳定投资者预期,对大盘股实现平稳发行上市有重要作用。同时,为稳定大盘股上市后的股价走势,防止股价大起大落,保护投资者利益,也有必要引入“绿鞋”机制,授

予主承销商在发行后一段时间内稳定股价的合法手段。

除引入绿鞋机制外,征求意见稿不再强制所有公司都要经过两个询价阶段,规定在深交所中小板企业上市的公司,可以通过初步询价直接定价;在主板上市的公司则必须经过初步询价和累计投标询价两个阶段定价。这种安排可使中小企业的发行过程缩短4个工作日。

有关人士介绍说,我国资本市场实施询价制度以来,有30多家中小企业通过询价方式发行了股票。从目前情况看,通过初步询价确定发行价格区间的环节最为重要,价格区间一旦确定,发行的最高价就被确定。在深圳中小企业上市的公司目前无一例外均以价格上限发行,累计投标的询价过程意义不大。

此外,从国际通行做法看,中小企业发行股票一般没有严格的询价过程,由发行人和承销商商定价格,实行定价发行的情况较多。

一些投资者认为,中小企业公司规模小,融资数量少,机械地套用大盘股的询价程序,浪费市场资源,降低市场效率,建议采用定价发行方式。考虑到我国市场新兴加转轨的特点,有关人士认为,中小企业直接采取定价发行方式的条件尚不成熟,还应通过询价确定发行价格,但可以对询价环节进行适当调整,即允许在中小板上市的公司不再进行累计投标询价。

征求意见稿还对目前网下累计投标与网上申购分步进行的机制进行了调整,规定网下申购与网上申购同步进行。这一制度安排与香港市场的公开发行流程相同,发行过程较目前程序可缩短2个工作日,对于A股、H股同发的公司实现同时确定价格,同时上市非常重要。



最新办法对询价制度的改革,主要是考虑到股改和“两法”对深化资本市场改革提出了新的要求 资料图

网下申购新股 机构要有活跃交易记录

参与新股网下询价的机构,必须具备证券市场的活跃交易记录——这是最新发布的《证券发行与承销管理办法》征求意见稿,传递出的有力信息。

根据最新发布的《证券发行与承销管理办法》征求意见稿,下列机构投资者成为询价对象,应当符合以下条件:“信托投资公司经过相关监管部门重新登记两年以上,注册资本4亿元以上,最近12个月有活跃的证券市场投资记录”;“财务公司成立两年以上,注册资本3亿元以上,最近12个月有活跃的证券市场投

资记录。”对于询价机构要求活跃的证券市场投资记录。这在市场上,还是第一次。此前,新股的配售对象只对机构本身的资本硬指标,以及违规记录等有限制,对于是否参与二级市场并无太多要求。

这样的结果是,相当部分机构,成为专注新股配售而不越二级市场“雷池”一批的“摇钱树”。新股发行的配售结果公告上,经常可见一批大型机构,在新股申购上动辄数亿、数十亿。而在二级市场上,则并无动作。上述资

金“闻新而来”,“无新则走”,对资金市场利率影响极大。

最新发布的《证券发行与承销管理办法》征求意见稿,制定的“交易活跃”条款,显然是希望新股询价过程中,更多的是那些交易活跃的投资机构在发挥作用,他们更能体现A股市场普通投资者的想法,与市场脉搏也贴得更近,更有利于市场定价功能的发挥。

不过,要执行这个规定,目前还面临一个考验,即如何界定怎样的机构为“交易活跃”呢?这还需要有关方面作出一个较为明确的解释。

私募基金可参与网下询价申购

管理层同时放开新股发行参与机构主体

新发布的《证券发行与承销管理办法》征求意见稿,为私募基金参与网下询价申购开了一个口子。

根据最新发布的征求意见稿第二十六条,信托投资公司已经设立并履行向相关监管部门报告程序的集合信托计划,可以参加新股的网下配售。据悉,目前已有部分私募基金通过信托投资公司发行了集合资金信托。上述新规定,无疑为私募基金参与新股网下配售开了一道门。

另外,包括QFII在内的多类机构,在新规定都将享受“多账户”的配售待遇,这也是此前没有出现过的。

根据征求意见稿第二十六条,股票配售对象将包括“合格境外机构投资者管理的证券投资账户”。由于最新颁布的《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》允许合格投资者(QFII)为其管理的公募基金、保险资金、养老金、慈善基金、捐赠基金、政府投资资金等长期资金开立专用证券账户。按照新规定,上述专用账户均可参与新股网下申购。

可以享受“多账户”待遇的机构还包括,保险公司或保险资产管理公司经批准的证券投资账户、全国社会保障基金、在相关监管部门备案的企业年金基金等等。

《证券发行与承销管理办法》征求意见稿还规定,主承销商旗下的集合资产管理账户也可以参与申购其发行的新股。根据最新规定,“主承销商管理的集合资产管理计划等证券投资产品可以参与网上发行,但不得参与询价和网下配售。”

类似情况还包括“与发行人或主承销商存在实际控制关系的询价对象,他们不得参与本次发行股票的询价、网下配售,但可以参与网上发行”。这意味着,一些由发行人或主承销商控股的基金公司、投资公司,或是由相关机构托管的基金和理财计划也可以参与新股的网上发行。

■名词解释

所谓“绿鞋”,是指发行人授予主承销商的一项选择权,获此授权的主承销商按同一发行价格向投资者超额发售不超过包销数额15%的股份。在证券上市之日起30日内,主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票,或者要求发行人增发股票,分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。

■资料链接

《证券发行与承销管理办法》出台背景

自2004年首次公开发行股票试行询价制度以来,股票发行的定价机制发生了较大的变化,实现了由原来的行政主导定价向市场主体主导定价的转变。股权分置改革之前,在询价制度下共发行了15只股票;股权分置改革取得重大进展后,市场恢复融资功能,截至目前已有27家公司进行了首次公开发行股票。询价制度实施以来,所有发行股票的公司,摊薄前市盈率平均为15.09倍,摊薄后为21.47倍,没有出现在所有投资者均可竞价申购时曾经发生过的发行市盈率88倍的非理性情况。总体上看,股票发行定价机制的市场化改革方向是正确的,制度安排是成功的,操作上是可行的,询价结果也反映了投资者对股票投资价值的基本判断。机构投资者在询价过程中,表现了较强的研究能力和风险判断能力。询价制度的实施,对强化市场对发行人的约束作用也起到了积极的推动作用。

经过一段时间的实践,市场对询价制度已经熟悉和接受,目前运行情况基本正常。但是,询价制度也面临一些新的问题需要解决。股权分置改革的推进和《证券法》《公司法》的修订对深化资本市场改革提出了新的要求。(新华社)

向公众配售比例远高于境外水平 发行制度重视保护中小投资者利益

《证券发行与承销管理办法》征求意见稿充分考虑了中小投资者的利益。一系列统计数字显示,在进行发行制度设计时,有关部门已充分考虑到对中小投资者利益的保护。

实行资金申购发行方式,网上资金申购平均中签率是市值配售时期的8倍多;境内市场IPO面向网上公众投资者配售的比例远高于境外成熟市场水平。

“中国证监会高度重视保护中小投资者的利益,努力做到发行股票时,既要考虑一级市场的发行价格,也要稳定二级市场的交易价格;既要向机构投资者配售股票,引入长期资金,合理确定价格,防止过度投机,又要照顾中小投资者的申购热情。”有关人士表示。

“新老划断”后,新股发行从原来的市值配售方式改为资金申购方式,提高了中小投资者的新股申购中签率。在市值配售方式下,由于参与申购的市值平均在6000元以上,规模庞大,导致平均中签率很低。据统计,从2002年实行市值配售到2004年底,平均中签率仅为0.0752%,不足千分之一。全流通后,如在5万亿的总市值

值下继续实行市值配售的发行方式,随着非流通股逐渐转为流通股,参与市值配售的股份基数将急剧增加,且增量股份的持有者多为法人机构,散户投资者的申购中签率将进一步降低。而实行资金申购发行方式以来,网上资金申购平均中签率为0.63%,比市值配售的平均中签率高出8倍多。

境外成熟市场在发行股票时,一般将90%的股票向机构投资者发行。鉴于境内市场仍以中小投资者为主的实际情况,有关部门充分考虑了对中小投资者的股票发行比例;在大盘股发行时,一半左右的股票配售给网上公众投资者;中小盘股发行时,80%的股票配售给网上公众投资者——向公众投资者配售股票的比例远远高于境外成熟市场。

在发行大盘股时,现行的发行制度不仅引入向战略投资者和机构投资者配售股票机制,还设置了在网下配售和网上发行之间的股票回拨机制,即当公众投资者认购倍数超过一定标准时,将部分网下配售给机构的股份转配给网上公众投资者,提高公众投资者的中签率。

未参与初步询价者不得配售

伴随着《证券发行与承销管理办法》征求意见稿的发布,新股询价的网下配售原则也出现重大变更:根据最新规定,没有参与初步询价的询价对象,不得参与累计投标询价和网下配售。

上述规定出现在征求意见稿第十五条,其中对于询价对象的网下配售权,做了两条新的硬性规定:一、没有参与初步询价的询价机构,不得参与配售;二、询价机构要获得配售权必须“有效报价”。

征求意见稿同时对询价机构和主承销商的询价行为做出安排。在询价机构方面,征求意见稿规定询价对象可以自主决定是否参与初步询价,主承销商不得拒绝询价对象参与报价。这就给了所有机构参与初步询价的“选择权”。

发行人方面,意见稿同时要求发行人和主承销商,初步询价结束后,提供有效报价的询价对象不足20家(公开发行股票数量在4亿股以上,提供有效报价的询价对象不足50家)的,发行人及其主承销商不得确定发行价格,应中止发行。

另外,《证券发行与承销管理办法》征求意见稿还规定,发行人及其主承销商应当在刊登

首次公开发行股票招股意向书和发行公告后向询价对象进行推介和询价,还应当通过互联网向公众投资者进行推介。把通过互联网向公众推介纳入“强制实施”的范围之内,这也是第一次出现的。

对于主承销商提供的投资价值研究报告,监管机构也做出了详细规定。意见稿第十条、第十一条要求,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,承销商不得提供承销团以外的机构撰写的投资价值研究报告。

投资价值研究报告应当对影响发行人投资价值的因素进行全面分析,至少应包括以下内容:(一)发行人的行业分类、行业政策,发行人与主要竞争者的比较及其在行业中的地位;(二)发行人经营状况和发展前景分析;(三)发行人盈利能力和财务状况分析;(四)发行人募集资金投资项目分析;(五)发行人与同行业可比上市公司的投资价值比较;(六)宏观经济走势、股票市场走势以及其他对发行人投资价值有重要影响的因素。投资价值研究报告应当在上述分析的基础上,运用行业公认的估值方法对发行人股票的合理投资价值区间进行预测。

增发 主承销商将有配售选择权

新发布的《证券发行与承销管理办法》征求意见稿,给证券公司投行业务,带来了一项重大利好。

根据意见稿第三十五条,上市公司向不特定对象公开募集股份(以下简称增发)或可转换公司债券,主承销商可以对参与网下配售的机构投资者进行分类,对不同类别的机构投资者设定不同的配售比例,对同一类别的机构投资者应当按相同的比例进行配售。

这意味着,在增发和可转债业务中,担任主承销商的证券公司,将拥有期待已久的“配售选择权”。按照相关规定,只要在发行公告中明确机构投资者的分类标准。那么主承销商就可以自主决定,对不同类别

的机构实施不同的配售比例。这为主承销商建立长期的发行客户和战略资源打开大门,同时,也为其提高新股的承销发行能力创造了条件。

《证券发行与承销管理办法》征求意见稿还规定,主承销商未对机构投资者进行分类的,应当在网下配售和网上发行之间建立回拨机制,回拨后两者的获配比例应当一致。这也是新出现的规定。

另外,相关规定还要求,上市公司增发股票或发行可转换公司债券,可以全部或部分向原股东优先配售,优先配售比例应在发行公告中披露。上市公司非公开发行证券的,发行对象及其数量的选择应当符合中国证监会关于上市公司证券发行的相关规定。

上市公司配股 券商只能“代销”

实施多年的券商配股“包销”业务,即将绝迹。根据最新发布的《证券发行与承销管理办法》征求意见稿,上市公司配股,证券公司应当采用代销方式。

依照《证券法》第二十八条的规定,证券公司承销证券共有包销或代销两种方式。我国证券市场上,券商经常采用的多为“包销”模式,但这个模式显然需要改变。

按照最新规定,股票发行采用代销方式的,应当在发行公告中披露发行失败后的处理措施。股票发行失败后,主承销商应当协助发行人按照发行价并加算银行同期存款利息退还股票认购人。

新规定还显示,上市公司如采用非公开发行股票未采用自行销售方式的,证券公司也应当采用代销方式。