

Focus

发行改革三大制度建设为过渡到注册制奠定基础

近年来,证监会围绕市场主体各司其职、各负其责的思路,主要通过制度建设,推进核准制的落实。其间涉及三大制度,核心要义可分别梳理如下:

保荐制度,重在充分发挥券商职能;发审制度,将发行审核从二道“墙”变成二个“通道”;询价制度,重视发挥价格的基础性作用,重视市场约束功能。作为市场高端形态的资本市场,必然要依靠价格信号反映供求关系进而促进资源合理配置。而将定价权逐步让渡于市场,正顺应了市场发展的基本规律。

◎本报记者 周坤



中国证监会第十届发行审核委员会成立大会于4月30日在人民大会堂举行 图片来源:中国证监会网

发审委制度几经改革

作为我国证券发行监管三大基础制度之一,早在1993年即推出的发审委制度几经改革,逐步完善为现有制度。从历史沿革来看,发审委制度主要经历了如下几个发展阶段:1993年-1999年,证监会内设审核程序阶段;1999年-2003年,发审委条例阶段;2003年12月至今,新发审委制度实施阶段。其中,新发审委制度,即2003年通过重大改革实现的现有制度安排,主要内容包括取消原来的发审委委员身份必须保密的规定,全面提高发审委工作的透明度;将发审委投票表决方式由无记名投票改为记名投票,强化委员的审

核责任;将委员人数由80人减至25人,并设部分专职委员,实行坐班制,提高审核工作质量和效率;发审委对企业的发行申请只进行一次审核,减少原有二审制情况下由于两组委员审核标准掌握不一致而造成审核结果出现重大差异的情况;约束发审委委员的行为,要求委员严格实行回避制度等。值得一提的是,2004年至2007年,我国股票市场A股筹资分别达到835.7亿元、338.1亿元、2463.7亿元和7728.2亿元,2007年IPO筹资额达到4554亿元,位居全球各市场第一,有力地支持了企业和国民经济发展。

从源头提升上市公司质量

1990年-2000年,我国资本市场处于建立和发展初期,股票发行实行带有较强行政色彩的审批制,主要是由政府推荐企业发行上市。2001年3月以后,根据《证券法》的规定并经国务院批准,新股发行正式实施核准制,将政府推荐企业发行上市改为由担任主承销商的证券公司根据市场需要选择、推荐企业发行上市,对推荐数量进行通道限制。我国证券市场早期,由于市场诚信意识和自律观念比较薄弱,对证券公司的责任追究缺乏可操作的制度安排,中介机构的竞争机制还不够完善,把好资本市场准入关的作用没有得到充分发挥,上市公司质量的市场约束机制尚未完全建立。一些证券公司对其推荐发行上市的企业尽职调查不够,不能充分发现问题,披露风险。一些证券公司的主要精力用在帮助企业“包装”上市上,对企业上市后能否规范运作和持续发展工作不力。出现了一些上市公司发行上市当年就发生业绩大幅下滑、频繁改变募集资金用途等情况。如红光实业、通海高科、麦科特等恶性欺诈发行行为,也一度引发市场强烈反响。为此,证监会于2003年12月28日颁布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》,标志着保荐制度的正式确立。通过

《保荐办法》,我国建立了保荐机构和保荐代表人的注册登记管理制度,确立了保荐责任,督促保荐机构完善内部管理,明确保荐期限,引进持续信用监管和“冷淡对待”的监管措施。在此基础上,证监会又陆续出台《保荐人尽职调查工作准则》,积极筹建保荐信用监管系统,制订了《保荐制度监管职责分工指引》,为保荐制度的运行创造了优质的制度平台。在保荐制度的运行过程中,证监会严格执行《保荐办法》的有关规定,先后对3家保荐机构、17名保荐代表人采取在一定时期内不接受或不再受理其提出的推荐发行上市申请、谈话提醒等监管措施。目前,保荐制度已经被当作一项制度安排明确写入了新修订的《证券法》,得到了市场的普遍认同和支持。作为证券发行上市市场化约束机制的重要制度探索,保荐制度有力地推动了保荐机构及其保荐代表人牢固树立责任意识,发挥了市场对发行人质量的约束机制,从源头上提高了上市公司的质量。证券公司与上市公司之间的权责相对明确,保荐代表人被赋予相对的独立性和特殊的地位,在项目运作中更能得到上市公司的尊重,也更有利于在项目承做中发挥其独立的专业判断能力。

新股定价市场化改革初步成功

相对于发审委制度和保荐制度而言,询价制度改革的争议显然较多,这种情况或许更说明询价之于市场的敏感性和重要性。在市场大幅上涨的时候,对于询价的争议,往往集中在二级市场的巨大价差上,集中于监管部门“窗口指导”中。然而,随着行情的回落,这些争议也逐步趋于平静——或许只有在市场经历一个波动周期之后,再来观察询价制度的作用,方能够得到较为理性的答案。尽管市场从6000多点一路下跌到3000多点,但大部分公司没有破发,恰恰说明了窗口指导安排在渐进地推进市场化改革过程中,针对新兴市场过度波动特征,做出相关制度安排的必要性。

例如,在中石油A股首发过程中,市场询价结果一度达到40元-50元区间,后监管部门参考H股市盈率状况,对中石油定价给予窗口指导,确定了最终的发行价格。所以“窗口指导”在过度波动的市场中间,对于投资者利益是有保护作用的。”建立询价制度之前,A股市场的新股定价方式采用不分行业、全部设定发行市盈率上限(如20倍)的行政定价方式,市场完全没有定价权。询价制度的实施,标志着我国资本市场首发市场化定价机制的初步建立,对提高市场配置资源的效率,推动资本市场的健康稳定发展具有积极意义。证监会于2004年底开始试行新股定价方式的改革试点,实行新股询价制度。2004年12月11日证监会发布《关于首次公开发行股票实行询价制度若干问题的通知》,首次公开发行正式启用询价制度。其后,监管部门根据市场情况对询价制度有关条款、询价对象条件以及询价方式进行了修订

和完善,并将所有品种的发行制度进行了整合,于2006年9月17日发布《证券发行与承销管理办法》。询价制度改变了过去由监管部门审批发行价格的定价方式,采取了国际上通行的累积投标询价方式确定新股发行价格。询价制度实施以来,新股发行已初步形成了发行人、投资银行和机构投资者通过路演、推介等沟通程序后,通过报价申购从而确定价格的机制。证券市场资源配置效率得以提高,新股定价市场化改革取得初步成功。询价制度改革了新股发行定价机制,通过规范化的询价程序,发行人及其保荐机构与投资者协商确定发行价格,使基金等专业机构投资者参与定价过程中来,减少了发行定价的主观性和随意性;同时也使机构投资者、保荐机构等市场参与主体的行为受到市场约束,接受市场检验,为获得一个具备长期投资价值、兼顾发行人和投资者利益的发行价格创造了条件。询价制度的推出也使以基金为代表的专业机构投资者拥有了股票发行定价的话语权,促进了机构投资者进一步发展壮大;另外,通过吸引信托投资公司、财务公司,以及保险、年金等增量资金进入证券市场,扩大了市场资金来源,为我国资本市场的长远健康发展增加了新的动力。截至2008年4月25日,询价对象共计237家,其中基金公司58家(占比24.47%)、证券公司66家(占比27.85%)、信托公司39家(占比16.46%)、财务公司29家(占比12.24%)、保险公司13家(占比5.48%)、QFII32家(占比13.5%)。股票配售对象共计1026家。同时,询价制度还促使保荐机构完善内部管理,加大研究投入,建立客户队伍,拓展销售渠道,提高股票定价和销售能力,为提高保荐机构的整体竞争力奠定了基础。还进一步强化了对拟上市公司询价的约束。

询价制实施以来,新股发行定价较为合理,没有出现非理性泡沫。据统计,询价试点的2005年初至2006年5月新老划断前,新股发行市盈率(摊薄后)平均为20.4倍;2006年5月新老划断以来,剔除中国人寿等不宜以市盈率指标衡量的特殊行业上市公司,新股发行市盈率(摊薄后)平均为27.3倍,较新老划断前高33.8%;今年以来,新股发行市盈率(摊薄后)平均29.2倍,较新老划断前提高了43.1%。在上证综指从2005年至今总体上涨的市场环境下,新股发行定价从整体上保持了平稳上升的趋势,整体定价水平比较合理。除窗口指导外,有关部门也在着力加强对询价工作的监管。其中,特别强调了对询价对象的资格和报价行为加强监管。2007年8月,证监会根据《证券发行与承销管理办法》第十七条的相关规定,对2006年度询价工作中频繁出现报价高于发行定价而未申报、报价与申购行为不一致的三家询价对象,采取了责令整改、整改期间(三个月)暂停询价业务的监管措施;对报价缺乏诚信、情节比较严重的17家询价对象发函警告,要求这些公司切实遵循诚信原则,提高研究定价能力,加强内部管理和风险控制,改进询价工作。有关人士表示,证监会将保持对询价对象相关行为的持续监管,对报价不诚信、定价水平低甚至恶意抬高报价、扰乱市场的少数询价对象,将适时采取监管措施,直至取消相关询价对象的新股询价和配售资格。

资料链接 发行改革五年历程

2003年12月5日,为使发行审核工作进一步公开、透明和公平,证监会公布施行了《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会暂行办法》,对发审委制度进行重大改革。2003年12月28日,为了进一步落实核准制要求,强化以证券公司为代表的中介机构的责任,从机制上调动市场的力量共同努力提高上市公司质量,证监会颁布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》,标志着保荐制度的正式确立。2004年12月11日,证监会发布《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》,首次公开发行股票正式启用询价制度。其后,监管部门根据市场情况对询价制度有关条款、询价对象条件以及询价方式进行了修订和完善,并将所有品种的发行制度进行了整合,于2006年9月17日发布《证券发行与承销管理办法》。询价制由试点固化为制度安排。正如中国证监会主席尚福林所指出的,发行监管体制是直接融资制度的最重要组成部分之一,而保荐制度、发审委制度、询价制度构成了目前阶段发行监管的基础制度。尚福林评价近年发行改革体现出“总体布局,为推进核准制向注册制演进打基础”的特征。三大关键制度的实施,“将全面提升保荐能力、定价能力、审核能力和各类中介机构执业水平,为进一步提升发行监管工作水平奠定坚实的基础,从而为IPO和上市公司再融资的审核制度从核准制向注册制过渡创造条件。”

中国证监会第十届发审委成立

(上接封一)三要严守纪律,尽忠职守。要严格遵守相关纪律和制度,认真审核有关材料,严格遵守发审委工作程序,严格按照要求出席发审委会议,严格遵守工作秘密和发行人的商业秘密,努力使本届发审委成为严谨、高效的发审委。四要加强学习,提高水平。要认真钻研业务,不断提高专业水准,认真负责地提出审核意见。五要甘于奉献,不辱使命。担任委员是一种荣誉,也是一种社会责任,大家更要珍惜荣誉,珍惜工作机会,不负投资者所望,不负证监会所托,努力为资本市场的健康发展做贡献。中国证监会副主席桂敏杰在会上宣读了《中国证监会关于聘任第十届发行审核委员会委员的公告》。发审委全体委员签署了承诺函。证监会副主席姚刚代表证监会接受发审委委员的承诺函。发审委委员承诺:在任发审委委员期间,自觉遵守国家的法律法规和《中国证监会发行审核委员会办法》等相关规定;遵守社会公德,以端正的个人品行自觉维护发审委形象;以自己的专业知识和从业经验为基础,履行诚实守信、勤勉尽责的义务,客观、公正地进行审核,独立发表个人审核意见,并承担相应责任;接受中国证监会的管理、考核和监督。据悉,新聘发审委委员的遴选工作是根据发审委委员选聘条件和标准,按照严格的程序进行的。依照发审委换届方案,新聘发审委委员的候选人由中国注册会计师协会、中华全国律师协会、中国资产评估协会和有关单位共推荐了46名候选人。在经过网上公示、征求相关监管部门意见的基础上,经中国证监会发审委提名委员会资格审定,由中国证监会主席办公会决定聘任。卸任的第九届发审委委员也参加了本次大会。从2007年5月至2008年4月底,第九届发审委共召开发审委会议218次,审核公司共413家,通过发审委会议的公司共354家,通过率为85.71%,未通过发审委会议的公司共58家,否决率为14.04%。发审委会议召开次数、审核企业家数分别比第八届发审委增加82次会议和171家企业,分别增长了60.29%和70.66%。发审委专职委员平均每人参会104次,审核企业申请文件137家。兼职委员平均每人参加发审委会议19次,审核企业申请文件36家。

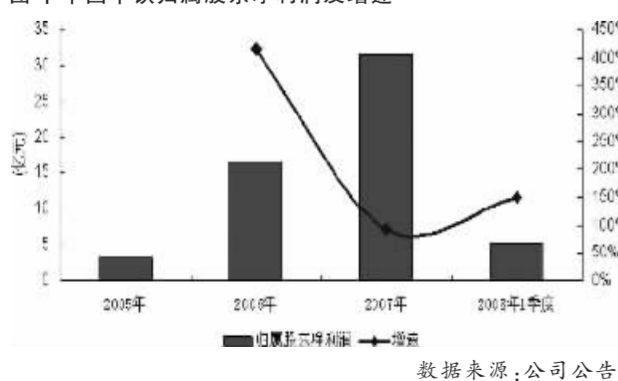
中国中铁:季报显示公司长期发展趋势良好

□中投证券 李凡

一、季报显示公司长期发展趋势良好

1.1 季度翻番增长预示着公司全年业绩有望增长2/3以上
公司08年1季度实现归属母公司净利润5.25亿元,相对于去年同期增长了将近150%,而且这种利润的回升是在外部两大不利因素影响下取得的。首先,钢材、水泥等原材料价格迅速上涨使公司的成本控制产生较大压力;其次,公司去年年底H股上市,募集港币213亿元以上,至今仍存在公司的专用帐户里,1季度的人民币快速升值使该笔资金贬值,大幅度增加公司财务费用358%。因此,在外部不利因素较多的环境下,1季度业绩的明显增长预示着公司今年全年归属母公司净利润实现2/3以上的增长。

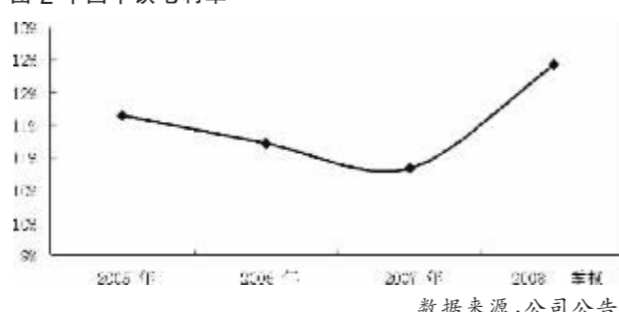
图1 中国中铁归属母公司净利润及增速



1.2 毛利率回升说明公司的统一采购产生效果

之前市场上对原材料成本的大幅度增加非常担心,认为这将会对公司的毛利率产生负面影响。但是1季报显示出来公司的毛利率水平不仅没有下降,而且相对去年同期还略有上升,从去年同期的11.06%上升到今年1季度的11.92%,同时明显高于去年全年10.33%的水平。公司的盈利能力之所以能超出市场预期主要原因有二:一、公司的主要业务铁路工程建设中大宗原材料钢材、水泥由铁道部直采,成本由铁道部承担,因此这部分合同属于开口合同,盈利能力不受原材料价格波动影响;二、公司在上市以后原材料统一采购等一系列改革措施,尽管这些措施在子公司层面还没有完全得到落实,但在1季度已经开始显现效果。

图2 中国中铁毛利率

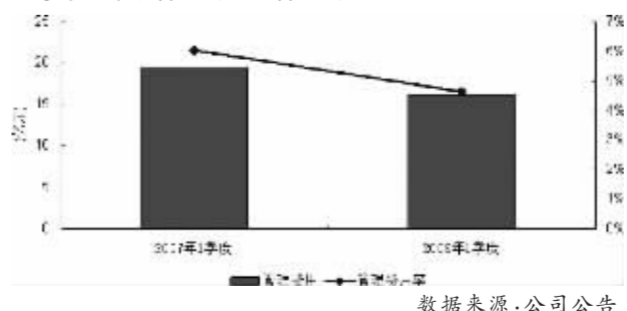


1.3 管理费用率明显下降说明效率显著提升

公司上市后市场预期,随着治理结构的改善和管理能

力的增强,管理效率将明显提升,期间费用率将明显下降从而导致公司盈利能力的幅度增加。而公司在和投资者交流过程中也反复强调,公司目前管理层级复杂,子公司众多,而公司的目标是取消四级及以下的子公司。而公司的1季报里,在主营业务收入呈现一定增长的同时,管理费用大幅度下降21.14%,管理费用率更是明显的由去年的6.02%下降到今年的4.61%。我们预计随着公司管理改进措施的进一步落实,管理费用率下降的空间依然较大。

图3 中国中铁管理费用及管理费用率



二、1季度淡季是建筑行业的普遍特点

根据我们对建筑行业企业的季度经营业绩分析,1季度是所有建筑企业经营的季节,一般历年1季度的利润数占全年的利润数普遍较小。而且今年同时还受到1季度雪灾影响,施工进度受到明显影响。因此我们预计今年1季度建筑

行业利润相对全年利润总额的比例会以前年度更小。因此投资者不应根据1季度的业绩情况来推算全年业绩,而是应该从1季度的同比变化中寻找公司经营管理和业绩变化的趋势性变化进行分析。根据以上分析,公司今年归属母公司净利润有望达到50亿元以上。

三、房地产和矿产资源将在2季度以后体现收益

公司经过数年的准备,相关多元化战略将在今年初体现收益。据4月28日投资者见面会上石大董事长介绍,公司1季度末,房地产储备土地面积达到640万平方米以上,建筑面积达到1100万平方米以上,相对于去年上市时又有相当程度的提高。而且公司的金、铜都将2季度起体现收益,这些都将成为公司今年业绩超出投资者预期的增长点。同时4月23日公布的刚果(金)铜钴矿项目也将为公司带来良好的利润增长预期。因此,今年将是公司相关多元化战略开始体现经营业绩的关键一年。

四、继续看好公司今年业绩和长远发展

综上所述,我们认为公司在连续两年归属净利润保持100%增速的情况下,今年这一数字将仍然保持接近70%的增长,为股东带来良好的投资回报。同时,公司的相关多元化战略处于拓展的初期,市场并没有完全反映这一战略从明年开始可能给公司带来的快速业绩增长。因此,我们建议投资者继续择机买入,长期持有,充分享受公司的成长而带来的价值提升。 ◎公司巡礼