

创新引领资本市场健康发展

证券时报记者 游芸芸

发行体制改革、股权分置改革、上市公司清欠及规范运作、市场运行机制改革、并购重组市场化、信息披露制度改革、法制建设和市场监管改革、完善多层次资本市场体系……一系列关键词描绘出了中国资本市场的改革发展之路。

发行定价机制不断市场化

在众多改革进程中,影响最为深远的莫过于发行制度改革。用中国证监会主席尚福林的话说:20年的发展是一个发行审核制度不断市场化的过程。”自1993年起,我国股票的发行制度经历了“额度管理”、“指标管理”、“通道制”、“保荐制”四个阶段,其发展的过程,就是一个从审批制向核准制逐步过渡的一个过程,也是发行审核制度不断透明、市场约束不断加强、发行定价机制不断市场化的过程。

1993年的《公司法》和1998年的《证券法》均规定,新股发行价格须经证券监管部门批准。出于保护投资者目的,监管层主要采用限定市盈率上限的方式管理新股价格。这种定价方式对当时市场状况下投资者保护和市场发展发挥了积极作用,但随着市场发展其不足也较突出,与价格形成机制的市场化要求还相距较远,股票一级市场的价格发现功能和资源配置功能发挥不充分。

2004年修订的《证券法》取消了新股发行价格须经监管部门核准的规定。2005年初推出了询价制度,不再对新股价格进行核准,采用发达市场通行的向合格机构投资者累计投标询价方式确定新股发行价格。与此同时为防止发行价格过高,对部分新股发行最终定价进行必要的窗口指导。

2006年,《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》及相应配套规则体系先后推出,形成了全流通模式下的新股发行体制。

询价制度从根本上摆脱了行政监管的“家长制”,价格从此由市场说了算,而监管层也从家长正式退位为制度监管者。

2009年6月,中国证监会发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》。证监会在指导意见的改革基本内容部分,增加了“适时调整股份发行政策,增加可供交易股份数量”的内容。尤其在股份分配对有意认购的中小投资者适当倾斜,缓解巨额资金申购新股的状况,提高中小投资者的申购中签率。

参与市场主体最有发言权。中信证券董事总经理王长华指出,证券发行上市保荐制度的实施确立了保荐机构及其保荐代表人在发行上市环节的角色和独特作用,明确了中介机构及其从业人员的责任。从源头上保障拟上市公司的质量基础,增强市场的安全性。

市场运行机制逐渐健全

市场运行机制是一个逐步健全的过程,管理层大力推进多层次资本市场建设,逐步满足不同类型、不同阶段企业的融资需求和投资者不同的风险偏好:从最初的主板到2005年5月深交所设立中小企业板,并探索筹建创业板;配合主板市场的退出机制,设立了代办股份转让系统;债券市场交易规模不断扩大,交易规则逐步完善;商品期货市场得到恢复性发展,陆续推出了多个商品期货新品种;中国金融期货交易于2006年9月成立,积极筹备和开发股指期货、期权等金融衍生品。

在强化风险控制的同时,以市场为导向,以需求为动力的市场创新机制初步形成,市场力量和中介机构在市场筛选、定价、调节供求等方面的作用更加突出。

其中,在交易机制方面,从最初的T+0,再到为抑制炒作的T+1;在交易方式上,从最初人工报价撮合转为电脑自动撮合集中交易,而上海和深圳证券交易所都建立了无纸化电子交易平台。证券交易的方式更是不断创新:柜台——电话——电脑——手机等等。

2008年,中国证监会正式发布《关于破产重整上市公司重大资产重组股份

发行定价的补充规定》,将上市公司重大资产重组的股份发行定价方式改为协商定价。这实际上是并购重组改革中的一个节点而已。为最大程度保护投资者利益,并帮助企业通过兼并重组获得更大的发展空间,中国证监会2007年9月决定在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审核委员会,并购重组正式走上市场化道路。

资本市场已成为中国企业重组和产业整合的主要场所,以2008年为例,171家公司通过并购重组向上市公司注入优良资产3272亿元,每股收益增加75%。切实保证在上市公司并购重组审核工作中贯彻“三公”原则,进一步提高并购重组审核工作的质量和透明度,以保护中小投资者利益,是并购重组改革过程中同样看重的。

多家券商负责人指出,推进市场化并购重组,加大支持上市公司参与行业整合、进行产业升级的力度将成为下一阶段提高上市公司质量的总体原则。

信息披露规则不断完善

让所有投资站在同一起跑线是信息披露改革的主线。资本市场诞生早期,因信息披露的严重不对称,市场上出现多例内幕消息和操纵市场行为,极大扰乱了市场秩序、损害了大多数中小投资者利益。为此,1999年后,上市公司监管从行政审批为主逐步向以信息披露为主过渡,中国证监会对上市公司信息披露提出了更高要求,制定了《上市公司信息披露管理办法》,进一步完善信息披露规则和监管流程,提高上市公司信息披露质量及监管的有效性。并对内幕信息泄露行为给予了严厉的惩罚。

上市公司质量稳步提高

国内的上市公司质量与国外相比,早期差距较大。无论是股东、管理层还是员工,观念大都趋于落后,多看重眼前利益。将上市公司看作“提款机”曾是部分股东的固有思维、长期侵占上市公司资产和资金是部分大股东惯用的伎俩。

基于此,规范公司治理是资本市场极其紧迫的任务。中国证监会陆续出台了一系列相关法规,包括《上市公司章程指引》、《上市公司治理准则》、《上市公司股东大会规则》等,并引入了独立董事制度,基本确立了上市公司治理结构的框架和原则。股东管理层和投资者均从公司长期发展视角考虑问题,在公司治理方面更加透明和规范。

多年来,国内上市公司质量稳步提高。数量从1991年底的14家发展到2009年7月底的1628家,18年间增长115倍。截至7月底,上市公司总市值占2008年GDP比例约95.4%。

我国真正意义上的资本市场历史只有20年,中国要在短时间内走过国外市场上百年的路程,速度可谓“一日千里”。2005年,由于1993年的《公司法》和1998年的《证券法》已不能完全适应新形势发展的客观需要,2005年10月全国人大进行了修订。如将证券公司股东和实际控制人纳入证券公司监管范围,并规定了中国证监会有权采取的行政强制措施等,进一步加大了证券执法力度和范围,更具针对性和准确性。

投资者更趋于理性和成熟

2009年的投资者不再是1992年的投资者,也不是2005年的投资者。除了市场的变化,更多来自各方面的投资者教育。这项自资本市场出现之际便“生生不息”的市场伴生物,不同时期呈现不同景象。截至今年7月底,股票投资者开户数近1.33亿户,基金投资账户超过1.78亿户。

用最通俗的话说:因为国内尚未具备规模的做空机制,一般而言市场单边下跌”这个被誉为最好的投资者教育与资本市场一直相伴而行。虽然投资者仍然无法洞悉下跌或者上涨的真正原因,但通过多年来各市场参与群体的集中努力,投资者的整体素质得到了大幅提升。

这其中,由监管层主导的投资者教育活动起到了极大的推动作用。经过多方位、多形式的教育活动,相当部分的投资者具备基础的市场知识,并主动关心宏观经济和相关领域形势,具备一定的风险控制能力和自我保护能力。

市场投机氛围较前些年大幅降低,国内资本市场良好运作态势已基本实现。



年份	事件
1996年	股票交易恢复涨停板制度。
1998年	《证券法》通过,并于1999年7月实施,是新中国第一部规范证券发行与交易行为的法律,并由此确认了资本市场的法律地位。
2001年	退市制度正式推出,PT水仙成退市第一股。
2002年	最高人民法院发布《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》。
1996年	国有股减持正式叫停。
2003年	《证券投资基金法》获得人大常委会的审议通过。
2004年	国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,俗称《国九条》。
2005年	经国务院批准,中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布启动股权分置改革试点。
2007年	证监会设立行政处罚委员会和稽查总队,从制度上确定“查、审分离”模式。
2008年	证监会出台文件鼓励上市公司现金分红。
2005年	经国务院批准,中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布启动股权分置改革试点。
2007年	证监会设立行政处罚委员会和稽查总队,从制度上确定“查、审分离”模式。
2008年	证监会出台文件鼓励上市公司现金分红。

改革之路引领市场前进

改革路上任重而道远,值得庆幸的是,目标依然清晰。

我们看到,尽管经过多年发展,中国资本市场取得长足的进步,但仍有一些问题需要解决。

资本市场的整体规模有待扩大、结构需要完善,现阶段债券市场、金融衍生品、全国性场外交易市场等市场还不够成熟。

数据显示,2001年至2007年,中国境内直接融资筹资额与同期银行贷款增加额之比分别为9.50%、4.11%、2.97%、4.49%、2.05%、8.38%和21.95%,虽然逐步提高但是占比仍然偏低。2007年底,中国债券市场规模仅相当于股票市场规模的26.7%,远低于美国等成熟市场,甚至低于韩国、印度等新兴市场,结构失衡问题较为突出。

交易机制方面,做空机制应逐步引入,让投资者有更多的选择适应不同层次市场的交易制度和转板机制;完善登记、托管和结算体系。

在建设公正、透明、高效的方面,应进一步简化行政审批,培育市场化发行和创新机制;完善法律体系,加大执法力度;加强监管队伍建设,提高监管效率;加强监管协调,防范金融风险。

作为资本市场的细胞因子,上市公司的健康发展仍然是决定市场稳健运行的关键因素之一。进一步加强公司信息披露;完善公司治理结构;推动并购重组市场规范发展;完善上市公司退市制度无疑也是保护投资者的重大改革举措。

我国资本市场上的机构力量相比国际市场还有较大差距。完善证券公司期货公司的治理结构和风险制度,拓宽其业务范围,大力培育资本市场专业人才,提升其核心竞争力均有利于促进公平和有效竞争格局的形成。

中小投资者众多是中国资本市场的一大特色。由此优化投资者结构也是今后的一个重要的改革方向。继续大力发展机构投资者,做好投资者教育工作,是保证我国资本市场健康发展的基本条件之一。

尽管我们资本市场此前学习的对象——西方资本市场经历了一场金融海啸,但中国资本市场绝不能因噎废食。在建设健康的股权文化和诚信环境的同时,监管层需要适时稳步推进对外开放,在风险可控的前提下,有选择性地探索“走出去”的路径,加强与国际方面的监管合作。

(游芸芸)

询价制度:新股定价市场化的开端

经过10余年的探索,2004年底新股定价首次引入询价制度,新股发行市场化改革正式启动。询价制度的诞生彻底改变了过去由监管部门审批发行价格的定价方式,也成了中国新股发行市场化改革的重要标志。

25年前飞乐音响股票的上市揭开了新中国股票发行史的序幕,虽然这是一次没有询价甚至没有招股说明书的发行,但在此后上市的万科、青岛啤酒、青岛海尔、济南轻骑等股票发行中,新股发行制度不断改革与完善。经过数次调整,2004年证监会正式启动新股定价方式的改革试点,试行新股询价制度。

新股询价制度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,并形成了发行人、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。对于此次改革,证监会人士指出,询价制度实施后,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。

中国新股发行确实需要市场化的定价机制。”招商证券投资银行部执行董事帅晖回忆道,询价制度实施后,发行人、询价对象、二级市场投资者三方的利益逐渐趋于平衡,新股发行制度更为完善。”

帅晖是新中国的首批保荐代表人,

年份	IPO发行方式	优缺点评述
1992年前	内部认购和新股认购证	这是A股市场初期阶段最早的新股发行制度,新股认购证成为最高价值的“硬通货”,也留下了内部职工股这一遗留问题。在2000年才得到妥善解决。上述两种新股发行方式,由于效率不高,受挫严重,因此被淘汰。
1993年	与银行储蓄存款挂钩	此举改变了前两种新股发行不公的现象,但容易导致新股发行区域间资金大量转移,而且新股发行的效率也不高。
1996年	全额预缴款比例配售方式“全额预缴款”方式包括“全额预缴款、比例配售、余款即退”和“全额预缴款、比例配售、余款留存”两种。	这种方式的初衷是为了健全证券市场发现价格的功能,培育机构投资者。但容易滋生寻租,少数发行人将配售权作为特权买卖,不择手段获取新股等。
1999年	对一般投资者上网发行和对法人配售相结合。	这种方式的初衷是为了健全证券市场发现价格的功能,培育机构投资者。但容易滋生寻租,少数发行人将配售权作为特权买卖,不择手段获取新股等。
2001年	上网竞价方式	上网竞价发行方式可以减少主观操作,防止在发行过程和申购环节中的不正当行为,但容易滋生寻租,少数发行人将配售权作为特权买卖,不择手段获取新股等。
2002年	技术型配售新股	在新股上网定价发行中,由于申购专业户垄断了一级市场,对二级市场投资者有害,所以5月份开始全面推行技术型配售新股。但技术型配售新股与新股发行市场化之间存在矛盾,不能充分体现一级市场的真实需求,扭曲了供求机制,大大削弱了二级市场定价机制的作用,而且随着改革的推进,上市公司的股份将逐步转为可流通股,市值配售制度的基础也将不复存在,恢复资金申购就成为必然要求。
2006年—今	IPO询价制+网上定价方式	现行的新股发行制度,其基本特征是建立一个面向机构投资者询价的询价机制,同时也形成了一个面向机构投资者询价的发行模式,并且是以询价量大小作为配售新股的最主要原则。询价制往往流于形式,新股发行定价难以反映股票真实价值。其二,有违公平原则,由于机构仍然占据了网下申购的优势,存在过度向机构投资者倾斜的弊端。其三,将大量资金吸引到认购新股的行列之中。其四,最重要的是,现行发行制度还产生同一公司境内外发行价不同,上市流通股比例太低,新股限售股源源不断等问题。

从2000年开始从事投行业务。其所主持的南京港IPO便是新股询价制度实施后招商证券保荐的首单项目。据其介绍,当时为了让南京港的发行定价更趋合理,招商证券研究中心对南京港做了独立的分析报告,并聘请了专门的机构

对南京港项目进行独立审核。同时,为了定价更贴近市场,招商证券向有询价资格的机构投资者广泛发送邀请,询价机构也给予了积极的回应。询价制度是新股发行市场化改革的第一步,市场化的发展方向应该

继续下去。”帅晖表示,就投行而言,作为新股发行的中介机构,要坚持独立的原则,严格遵循职业操守,让新股定价能够更真实地反映上市公司的价值。”

(万勇)