

业绩比较基准：三年期定期存款利率（税后）+1%

博时天颐债券型证券投资基金1月31日—2月27日全面发售！

基金代码：A类：050023，C类：050123

销售机构：各银行、券商及博时网上直销

投资有风险 请谨慎选择


www.bosera.com

wap.bosera.com

华宝兴业基金管理公司董事长郑安国建言新股发行制度改革：

股权分置改革后亟需“二次股改”

证券时报记者 张哲 程俊琳

目前新股发行制度改革的讨论，大多集中在新股询价层面。作为首家对新股询价高挂“免战牌”的公募基金公司，华宝兴业基金管理公司在此方面做了长期深入的探讨和思考。证券时报记者日前独家专访了该公司董事长郑安国。他认为，目前对询价的讨论还只是“米”的层面，新股发行制度改革首先要解决的是“道”的问题，而不是局限于新股询价等技术环节的探讨。

公司治理水平是公司能否上市的根本标准

证券时报记者：您说的新股改革解决之“道”，该如何理解？

郑安国：为了这次采访，我找出了自己1996年所写的一篇建言当时新股发行制度改革的文章，发现在我写那篇文章之前就已有五种新股发行方式，可见新股发行的“米”从来就没有唯一的正确答案，而更为根本的是“道”的问题。要解答这个“道”的问题，首先我们要回答：什么样的公司才能成为上市公司？新股的“三高”现象让大家怨声载道，很多人觉得财务指标是公司上市的重要标准。我的意见是，公司治理水平，而不是财务指标，才是公司能否上市最根本的标准，也是决定上市公司能否给投资者带来回报的关键。只有公司治理水平高的公司才有资格成为上市公司。如果公司治理问题解决了，投资者投资上市公司获取回报只是时间长短和收益大小的问题。

证券时报记者：不过，公司治理水平的高低，很难用量化指标来衡量。

郑安国：确实。高水平的公司治理，首先需要时间的沉淀。如果有一个成熟的公司治理文化环境，上市公司整体公司治理水平就会比较高。但很可惜，这方面我们和西方成熟市场相比差距很大。国内新上市公司，早期以国企为主，大家都是突击改制成为公司；现在新上市公司原来大多是家族企业，同样也是经过闪电股改包装上市。我们做过统计，现在创业板的上市公司从改制到上市平均只有三年左右时间，而美国2007年到2011年间上市公司在上市时平均成立时间超过了9年。无论是过去的国企还是现在的民企，在改制后的短短三五年时间里要真正完成从一个普通企业向公司的转变，这都是一个巨大的挑战。

证券时报记者：目前公司文化在中国较为欠缺，公司制度缺乏时间积累，在这种大环境下，指望全部新生公司马上就都达到很高的治理水平现实吗？

郑安国：公司制之所以是一个伟大的制度，是因为它解决了委托代理关系下保护股东利益的问题。一个企业真正成为公司，不仅是名称的简单改变，而是要建立起一整套相互制衡、有效运作的公司治理结构和体制，这包括股东会制度、董事会制度、财务稽核制度等。更为重要的是，这些制度不是停留在纸面上的文字，而是能够在现实中顺畅运作的机制。所有的这一切，都是公司股东行使权利的基础，也是股东利益得到保障的基础。

在公司制历史有限的情况下，我们首先要承认“中国有很多好的企业，却没有很多好的公司”这个现实。比如，我们知道银行和地产都是大家公认的高回报行业。但刨除四大行，上市银行历年分红总额只占其融资总额的35.07%，上市地产公司历年分红总额只占其融资总额的19.91%（《汇金有强制要求四大行分红的要求，因此四大行分红比较多》）。又比如，一些B股公司现在股价跌破了净资产，这时对股东最有利的选择应该是公司动用自有资金回购股票，但现实是这些公司却宁肯动用自有资金再去外面找新的投资项目。

我们回头看看，截至2011年底

◎公司治理水平才是公司能否上市最根本的标准，也是决定上市公司能否给投资者带来回报的关键。

◎新股发行改革不仅要穿上阳光化和市场化的外衣，更要真正引入阳光化和市场化的精神。

◎首先要建立严格的退市机制。淘汰机制是市场体制高效运作的重要环节，缺失了这个环节，市场机制的运作就会严重扭曲，逆向选择的问题就会层出不穷。

◎要在市场和公司两个层面上对融资规模实行严格控制，可以强制推行发行可转债的新股上市制度，使企业采用带有三年转股权的可转债方式募资而非直接发行股票。

A股上市超过3年的公司共1590家，其中512家进行过或者筹划过重大资产重组，占比32.2%；上市超过5年的公司共1387家，其中488家进行过或者筹划过重大资产重组，占比35.2%；上市超过7年的公司共1307家，其中471家进行过或者筹划过重大资产重组，占比36.0%。这说明了不少上市公司在上市时就存在着治理方面的问题，也说明了其治理水平需要时间检验的必要性。这个问题如何解决？公司治理水平的高低，首先需要时间的沉淀。比如可口可乐1950年就上市了，但巴菲特1988年才首次投资可口可乐，成功的投资应该像巴菲特一样多一些耐心。如果没有足够时间的沉淀，那至少要给投资者足够的时间来考察一家即将发行新股的公司。

证券时报记者：近期监管层已经将IPO预披露时间延长到一个月左右。您觉得一个月的时间是否可以让投资者深入观察企业？

郑安国：我们可以通过新股发行制度改革，让大家有更充分的时间观察一个上市公司的治理水平，最后让那些治理水平高的公司上市。我觉得，现在新股发行数量多、覆盖面广，华宝兴业这样专业的机构投资者都很难一一充分了解，所以才暂停了参与新股询价。那么公众和媒体要想充分了解一家拟上市公司是否需要更多时间？我建议可以将IPO预披露时间进一步延长到3个月甚至更长的时间，并且鼓励公众和媒体举报新股发行中的违法违规行为，为公众和媒体监督新股发行提供更好条件。

我建议对上市公司董事、监事及高管的诚信记录进行更为严格的监管和征询。我们常说“小时偷针，大时偷金”，这在中国证券市场上同样适用。对有违法违规记录的股东参与的公司，即使其不是主要投资人，也应拒绝其上市。现在对基金券商的股东和高管的监管非常严格并且已经建立一整套完整的培训和考核机制，但对上市公司高管这方面的要求还有差距。

值得强调的是，新股发行节奏应该严格控制，不宜过于密集。这样才能保证新股发行和上市有一种神圣感。不能一提控制就认为是改革的倒退，因为我们必须承认目前确实没有那么多好的“公司”。我建议新股的发行可以考虑采取类似差额选举的总量控制办法，即每年预先公布符合上市条件的拟上市公司中可上市的比例，比如80%。也就是说每年只符合上市条件的拟上市公司中再优选80%的公司完成上市，其余拟上市公司则顺延至下一年再参加PK。

严格约束大股东、保护中小股东利益是核心

证券时报记者：您觉得新股发行制度改革的原则应该是什么？

郑安国：每一次制度的改革都难免会有时代的局限性。我们曾经对2005年开始的股权分置改革充满期待，以为股权分置问题解决了，大股东和中小股东就能心往一处想、劲往一处使。但现实是股权分置问题解决后，有些大股东新股刚上市就急着跳车，让上市公司变成了无人驾驶的疯狂赛车。现在看起来，让大股东和中小股东利益一致还真不是能够毕其功于一役的事情。

回到新股发行制度改革，我们需要厘清一个根本问题，那就是：改革要保护什么人的利益？我们新股发行

制度改革的核心原则，只能是通过限制大股东权力来保护中小股东的利益。中国证券市场已经解决了股权分置，但股权分置问题的解决并不意味着大股东和中小股东的利益就必然一致了。在公司制的企业形式下，大股东较中小股东拥有能力、资金和信息等方面的优势。在全流通之后，如果缺乏有效的监管和惩罚措施，大股东可以从造假欺诈和内幕交易等违法违规行为中获取惊人的巨大利益。在这种情况下，只有更加严苛地约束大股东，才能有效保护中小股东利益。

我们做过统计，2010年至2011年两年内，A股共上市638家公司，其中277家在这两年内出现高管离职，占比43.4%。其中中小板上市322家，有141家在这两年内出现高管离职，占比高达43.8%；创业板上市249家，有112家在这两年内出现高管离职，占比更高达45%。这种情况，可以说是全流通下大股东失去严格约束所致后果的一次集中爆发。你就很难怪投资者像买彩票一样去炒新股。如果严格约束大股东的问题不解决，股票发行其实还不如彩票发行，因为彩票发行怎么说还有公证机构监督。目前新股发行爆发的一些问题，充分说明我们在股权分置改革之后还迫切需要推进一次“二次股改”，而“二次股改”的核心内容就是对大股东及内部人进行更严格的约束，这些约束应该是涵盖信息披露、赔偿责任和买卖行为等各方面的。

证券时报记者：上市公司董事、监事及高管在套现过程中屡屡被质疑涉嫌内幕交易等严重侵害投资者利益的行为，对此该如何应对？

郑安国：我们建议可仿效海外成熟市场的做法，拟上市公司高管“承诺函”或沪深交易所《上市规则》中规定：公司董、监、高任期内或辞职减持套现的，不管比例多少（不再以1%为限）均应提前1个月公告减持决定，公告期满后方可在公告所列的减持期间内在二级市场出售其解禁股份，或公告废止该减持决定；上市公司高管减持后三个月内业绩出现大幅下滑（如60%以上）的，相关上市公司及高级管理人员应于相关财务报表披露时，同时发布相关减持交易不涉内幕交易的澄清公告，澄清公告最后应载明相关高管如果被认定涉内幕交易所应承担民事责任的负担方式，如对投资者损失的民事连带责任等。相信这样的信息披露制度，一可以为投资者投资提供参考，二可以为将来发生争议时或有关部门进行相关监管时提供重要依据。

对于新股发行中经过认定的违法违规行为，我们必须加大处罚的力度。这方面我们甚至都不需要新的法律，因为新股发行中违法违规行为所涉及金额甚至已经超过很多重大的贪腐案件和民间非法集资案件，而其性质也是相同的。国内法律规定对贪腐行为和民间非法集资的惩罚是极其严厉的，有关人员被处于极刑的也是时有所见，对于新股发行中存在的严重违法违规行为也需要同样的处罚力度。需要强调的是，这种惩罚的对象必须是大股东和高管，而不是上市公司。

提高直接融资比重是手段 提高资源配置效率才是目的

证券时报记者：这两年新股发行超募情况非常严重，2010年沪深两市超募资金达到2194亿元，2011年为1278.15亿元。新股发行改革如何解决这个问题？

郑安国：计划外募集到的资金非常容易诱发上市公司乱投资的冲动，也容

易引发侵占中小股东利益的违法行为。这么大的超募规模如果缺乏有效运用，反而会导致公司上市后的净资产回报率明显下降，超募反而成了一个上市公司开始走下坡路的起点，而股价自然会随之做出反应。我们看到，2011年A股市场共有282只新股上市，其中199家跌破发行价，282只上市新股以发行价和年末收盘价计算的平均收益率为-9.15%。这和提升上市公司投资价值中国证券市场改革思路背道而驰。

直接融资超前发展的另一个后果，就是可能对目前国家坚持的宏观调控造成负面影响。根据一般经验，直接融资金额产生的实际货币增量一般要算上3倍的杠杆。2010年A股市场首发、增发、配股募集资金总规模为9299.32亿元，而2011年为6413.62亿元，算上杠杆这两年通过直接融资增加的货币量分别是27897.96亿元和19240.86亿元。实际上，大小非和上市公司高管的减持和存量发行股票性质相同，也会带来货币增量。2010年和2011年我们A股大小非和上市公司高管减持的股票金额分别达到936.50亿元、872.91亿元。如果这些资金的流向不是真正需要发展资金的有竞争力的实业企业，就可能影响到我们推动经济转型和大力扶持实业发展的宏观调控目标的实现。

证券时报记者：在市场资金趋紧的大前提下，为何会出现上述现象？

郑安国：很多观点在谈到中国金融改革时，总是非常强调推动提高直接融资比重，但这是一个本来倒置的观点，提高直接融资比重不应该是目的，而是为市场提供合格的可投资品和提高资源配置效率的手段。正如我们前面所说，目前缺乏公司文化、缺乏治理水平高的公司制企业、缺乏行之有效的监管。在这种情况下，直接融资的超前发展反而会导致资源配置出现巨大的浪费和黑洞。

我们很难想象，一个企业上市前连一个股东的利益都保护不了，上市后却能够保护一群股东的利益。因此直接融资要大力发展，但也不宜超前发展。在衡量中国经济发展的问题上，我们已经开始强调以经济发展质量来代替单一的GDP增长指标。在直接融资这个问题上，我们也应该将直接融资的回报质量列入衡量工作成败的指标之中。

证券时报记者：如何解决上市公司资金超募问题？

郑安国：我们建议，监管层应该在市场和公司两个层面上对融资规模都实行严格控制，即严格控制每年上市公司融资总规模和每个上市公司的融资规模。确定每年上市公司融资总规模后，优秀的拟上市公司就会在竞争中脱颖而出，率先完成上市。在个别公司这个层面，对发行价格高导致超募的新股，可以明确要求其相应减少发行股份数量，其融资规模严格不应超过招募说明书规定的数量。

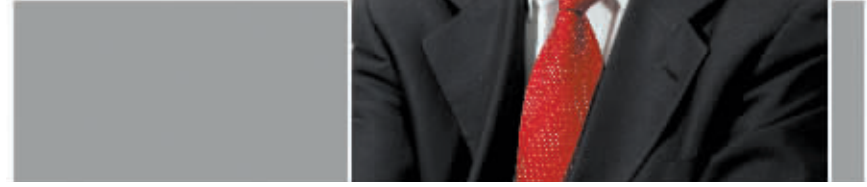
未来新股发行形式应以可转债为主

证券时报记者：您2010年就提出新股发行方式应以可转债为主，可否具体介绍一下您的想法？

郑安国：其实不少人对直接融资一直存在一个误区，股票融资是直接融资，包括可转债在内的公司债券融资同样也是直接融资。2011年，我国公司信用债融资总额为1241亿元，在当年公司直接融资总额中占比约16%。同期美国市场公司债券融资总额为1.01万亿美元，在公司直接融资中占比约为80%。这充分说明我们的公司债券融资亟待大力发展。而在中国这样一个公司

郑安国先生：

博士、高级经济师。现任华宝兴业基金管理有限公司董事长、华宝信托有限责任公司董事长、华宝投资有限公司董事、总经理，中国太平洋保险（集团）股份有限公司董事。



治理水平还亟待提升的市场上，通过可转债来完成新股发行，既可以满足企业的资金需求，又能够有效推动企业真正将提升公司治理水平、改善投资回报和保护中小投资者利益作为工作的重点。

我的具体建议是可以强制推行发行可转债的新股上市制度，即要求以后新股上市之时，采用带有三年转股权的可转债方式募资而非直接股票发行的形式。这样在三年之内，二级市场投资者有充分的时间通过观察公司的实际表现来决定是否转股。如果公司业绩大变脸的话，投资者可以选择持有债券到期，等待公司还本付息。如果公司的确如招募说明书中一样实现了高增长的话，投资者可以再择机转股，转股价通过询价决定。

证券时报记者：这种发行方式对投资者有哪些好处？对推动我国证券市场改革发展又有何好处？

郑安国：大股东募集到的资金必须如同其招股说明书中承诺的那样用于公司发展，只有公司实现了高增长，这样募集到的资金才可能转换成长期股权，否则三年后大股东将面临着交还募集资金给投资者的风险，如是可以确保大股东的利益和投资者的利益绑定在一起，而不是圈了钱就万事大吉、不思进取。我个人觉得，未来的A股上市公司，尤其是中小公司，应该有一半以上甚至是80%的公司是通过发行可转债上市。

如果我们的新股发行改为以可转债为主，可以有效地帮助我们突破目前中国债券市场发展的僵局。目前，中国债券市场的监管呈多头格局，发改委主管企业债，证监会主管公司债，央行则主管中期票据和短期融资券。历史原因形成的市场割裂，导致我国债券市场目前面临着低效运行、发展严重滞后的困境，已经远远满足不了经济发展的实际需要。比如日本政府在去年12月宣布将在今年申请购买100亿美元的中国债券，今年1月份刚获得QFII资格的韩国央行也表示今年上半年计划买进中国国债。泰国央行和尼日利亚央行也已明确计划投资配置人民币资产，相信债券品种将是海外央行这样的保守投资人偏爱的品种。然而一个问题是，中国债券市场发展的滞后却让这些海外投资者们面临着无债可买的困境。我相信，如果我们的新股发行改为以可转债为主，就可以为海内外的投资者投资中国债券市场提供极其丰富的选择，极大地推进我国债券市场的发展。

渐进式推进整体市场改革

证券时报记者：您前面谈到认为目前讨论新股询价等环节问题属于技术层面，该如何理解？

郑安国：正如治理腐败这个难题一样，在运动反腐手段退出、法治反腐手段尚待完善的过渡阶段，腐败会有一个多发的阶段，仅靠技术性的调整也很难彻底改观，根本性的解决问题只能靠进一步深化改革。在证券市场上，我们现在面临的问题很相似：股权分置解决了，但公司治理这一根本问题还没解决，直接融资却已经超前发展，在这样的情况下单独去推进新股发行制度改革，只是技术层面的调整恐怕很难治本。这就需要我们通过渐进方式去推动整体市场改革，而这种改革的核心是阳光化和市场化。更为重要的是，我们的改革不仅要

穿上阳光化和市场化的外衣，更要真正引入阳光化和市场化的精神。相反，如果整体市场改革推进力度不够，新股发行制度改革的单兵突进可能又会面临新的问题。

证券时报记者：可以从哪些方面进行改革？

郑安国：首先要建立真正意义上的严格的退市机制。淘汰机制是市场体制高效运作的重要环节，缺失了这个环节，市场机制的运作就会严重扭曲，逆向选择的问题就会层出不穷。退市机制就是证券市场的淘汰机制，只有真正建立起严格的退市机制，我们证券市场上劣质上市公司“不死鸟”的现象才会真正成为历史，上市公司的优胜劣汰也才能真正成为现实。

第二，建议尽快推出个股的做空机制。个股的做空机制实际上是一个鼓励投资者打假的安排，有经验有能力的投资者可以通过做空有问题的上市公司来正当地板取商业利益，这同样有利于上市公司的优胜劣汰。海外很多知名上市公司如安然等丑闻的公之于众，做空的对冲基金在其中就起到了非常积极和重要的作用。

第三，应该充分发挥证券公司、审计机构、法律服务机构、评估机构等中介机构的专业职能，更要引入阳光化和市场化。我们建议，可考虑由专业独立的第三方机构设立保荐人排名机制，与证券监管部门一起定期对各中介机构其出具的各类报告质量进行跟踪和排名并向全社会公开。这么一来，全社会都对中介机构的品行进行监督，如果中介机构和大股东串通一气粉饰业绩，其在榜单上的排名会持续下降，这样其今后保荐的项目投资者自然会避而远之，通过这种方式可以以市场形式自然淘汰那些品德能力不佳的保荐人，并督促保荐人重视审查上市公司报表质量，真正发挥其作为上市公司发行指导和监督的作用。

第四，建议可以考虑在发审委的工作中引入更多的阳光机制。比如像美联储货币委员会的做法一样，及时公布每次发审委工作会议的记录，让大家了解发审委每个成员对被审核上市公司的具体意见究竟是怎样。发审委的工作成员过往的工作履历应当公开，其个人及亲属的股票投资情况也应该公开，以便公众和媒体监督。

第五，在询价机构的改革上，我们同样应该强调阳光化和市场化的方向。和上市公司一样，询价机构同样存在委托代理的关系。如果不建立起有效的治理机制，作为询价机构的公募基金同样会有损害基金持有人利益的行为，新股询价中的人情报价和受托报价就是体现之一。我们可以说，公募基金公司的治理水平实际上是公募基金参与新股询价是否负责和理性的决定性因素。因此我们要推进新股发行制度改革，但同样也应该推进公募基金行业的公司治理改革。比如已经讨论多年的基金公司高管股权激励的落实，比如基金经理持激励计划的全行业推广。其实，这些激励手段既是激励，更是约束，是将基金公司高管和基金经理的利益和基金持有人的利益更密切地联系起来。这些问题超越了新股发行制度改革的范畴，但对解决新股发行制度目前暴露的问题同样有着重要的影响。