

聚焦 FOCUS 2012年资本市场监管变革(上)

新股发行改革探索深水区最强前进航线

●证监会主席郭树清表示,近期将重点从增强买方定价约束、加大承销商定价责任、提高股票流通性、加强对定价行为的监督等方面,完善定价机制,抑制“三高”、恶炒新股等现象。

●郭树清在2012年全国证券期货监管工作会议上提出,今后将研究征询中小投资者报价意向的方式。业界认为,因中小投资者数量多且较为分散,参与新股发行报价的途径较少,这项工作还处在研究阶段。

●证监会前副主席范福春提出,实行核准制向注册制转变的市场条件已经成熟,相关中介机构如证券公司、会计师事务所和律师事务所的执业水平已大大提高。

证券时报记者 游芸芸

新股发行制度每次被提及都会导致一场市场集体大讨论,而这一次市场预期空前强烈。据证券时报记者多方了解,有条件注册制、询价方式调整、券商配售、自主选择发行窗口以及中小投资者报价方式等建议均已纳入监管视野。

市场化核准制

自去年底开始,中国证监会新一轮的新股发行制度改革便开始密集调研。证监会主席郭树清的一句“首发(IPO)不实行不行?”和今年的《政府工作报告》首次强调“健全完善新股发行制度和退市制度”,更是将改革预期推向舆论的最高点,新股发行改革已箭在弦上。

郭树清表示,新股发行体制改革的主要是降低不正常的超高价格。近期将重点从增强买方定价约束、加大承销商定价责任、提高股票流通性、加强对定价行为的监督等方面,完善定价机制,抑制“三高”、恶炒新股等现象。

证券时报记者获悉,新股发行改革的具体措施主要覆盖审批、定价、发行三个环节。其中,审批环节最为瞩目的可能方向是从目前的新股核准制走向注册制。郭树清此前曾提出,采取注册制或者审批制的关键在于如何界定政府监管机构、交易所平台和其他市场中介的职责和义务,如何保证企业能够完整、准确、充分地披露相关信息。

近期,中国证监会前副主席范福春提出,实行核准制向注册制转变的市场条件已经成熟,相关中介机构如证券公司、会计师事务所和律师事务所的执业水平已大大提高。

一位业内人士表示,完全的注册制除成熟的投资者、规范的中介机构等市场要素外,根据现阶段的市场情况,还需要解决改革无法可依问题,这需从修改《证券法》和《公司法》等相关规定入手;同时,还需全面完善信息披露制度。

由此,改革的方向或将先从“市场化程度较高的核准制”过渡到“有条件的注册制”。此外,为了让发行与市场相关度提升,监管部门将延长发行信息披露时间及缩短审批时间。

改良式荷兰拍卖制

据了解,在定价环节中,为解决过去新股二级市场定价偏高、新股频频破发现象,询价机制或将引入改良式荷兰拍卖制。荷兰拍卖制是指按照投标人所报买价自高到低的顺序全额中标,直至满足预定发行额为止,中标的机构以相同的价格(所有中标价格中的最低价格)认购中标的股票数额。

与此同时,旨在引入长期投资资金入市的券商自主配售也将有望被采用。证券行业建议尝试由部分研究、定价能力强且机构服务水平较好的证券公司,先行进行试点配售制度。先从一个较低的比例开始,逐步形成市场化的内在约束机制。

多位投行负责人表示,在询价环节技术操作层面,提高有效询价机构数量以及延长询价时间或将成行。为扩大询价范围以提升合理性,新股发行有效询价机构最低数量从20家可提升至30家;而延长询价时间旨在让机构获得更为充分的时间进行沟通和博弈,增加对公司状况的深入研究以便合理估值定价。

在发行环节方面,现有多项建议被纳入监管层选择范围:储架发行制度、存量发行、定增“闪电配售”、允许调整定增价格、提高网下配售比例以及取消机构网下配售限售期。

近年来,国际市场普遍采用的存

量发行制度屡被投行业界呼吁引入国内。所谓存量发行,是指新股发行时拿出部分老股东股份进行公开发售,此举将在一定程度上提高股票流动性,解决目前供不应求所导致的“炒新”局面。

储架发行制度,是指发行人可就拟定发行的证券预先公开招募书,自行在指定期间内决定合适的市场环境再正式启动发行证券。北京某大型券商投行负责人分析,这种方式或将最先在再融资环节采用。

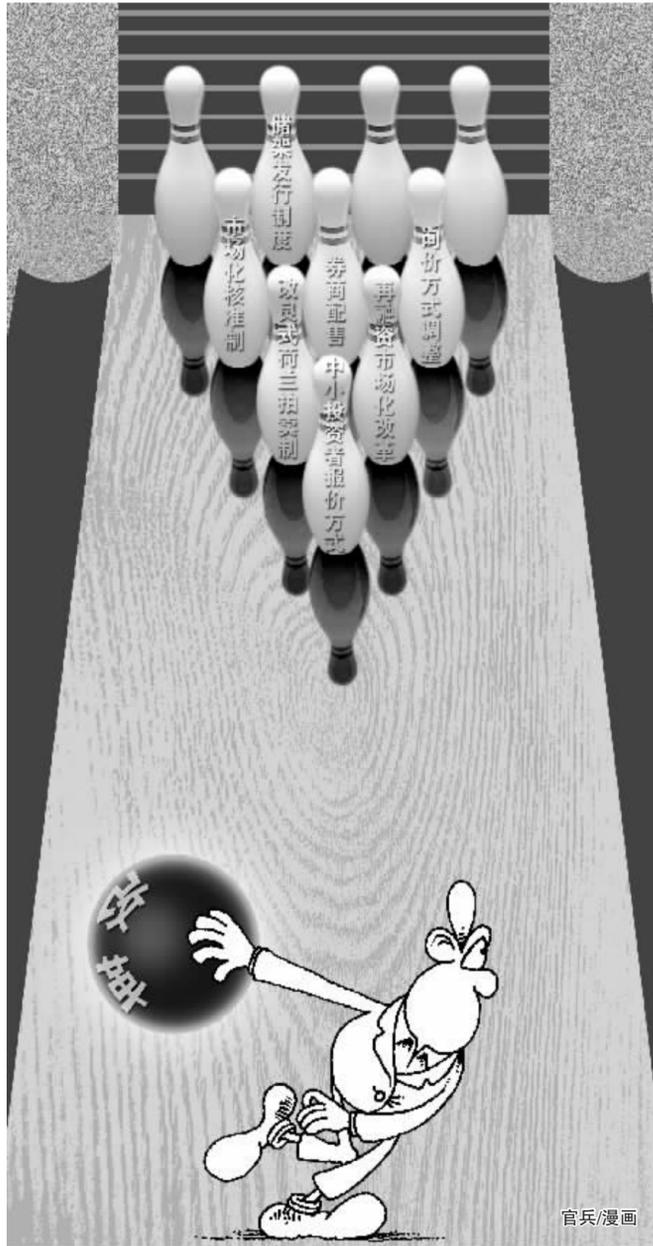
另外,多家大型投行负责人还分析认为,缩短或解除机构网下配售股份限售期在短期内推出的可能性较大。此举能够增加新股上市初期的股票供给,从而对“新股热”现象起到明显的抑制作用。目前机构通过网下配售获得的股权锁定期为三个月,网上申购股份则可在上市首日流通。而基于散户机构化的趋势,机构网下配售比例从20%提至50%,也是符合监管层鼓励长期投资的市场理念,预计可在今年内成为现实。

研究散户报价方式

郭树清在2012年全国证券期货监管工作会议上提出,今后将研究征询中小投资者报价意向的方式。对此,业内人士表示,因中小投资者的数量太多,并且较为分散,参与新股发行报价的途径较少,这项工作还处在研究阶段。

深圳一家大型投行负责人指出,从公平角度和扩大投资者范围而言,中小投资者参与报价完全合理。相对于机构投资者,中小投资者在专业投资分析能力和信息获取途径上都处于劣势,因此如果新股发行信息披露不够充分,那么中小投资者参与报价可能就无法达到抑制高定价的预期。

值得注意的是,中小投资者的理性投资在一定程度上需要摆脱当前股票供不应求的市场局面。如果供应量大小,那么哄抬价格现象仍可能出现。例如新股上市首日投资者出价100倍以上市盈率的例子比比皆是。”去年佣金分仓行业排名前十的深圳某大型券商研究所所长指出。



■记者观察 | Observation |

中国资本市场改革路在何方

证券时报记者 程林

不谋万世者,不足谋一时;不谋全局者,不足谋一域。宁要微词,不要危机。站在改革的十字路口,大国求变,如箭在弦。

作为我国金融体系中极其重要一环的资本市场,在新的时代背景下如何求新求变,如何健康稳健发展,如何与产业对接,更好服务国民经济,是众所关注的问题。

回顾20多年来,我国的资本市场有过辉煌,也有过平淡,有过萧条,更有着对于未来的美好憧憬。因此,在下一步改革即将来临之际,我们有必要审视下面的一系列问题:我们在哪里?我们去哪里?我们怎么去?

客观来说,中国资本市场20多年走过了其他国家也许需要30年、50年甚至100年走过的道路。目前,我国已建立起一个市值排名世界第三的股票市场,一个余额居世界第五位的债券市场,还有一个交易量名列前茅的期货市场。我国已建立起了一定规模的证券机构群体,截至2011年底,我国109家证券公司总资产1.57万亿元,净资产6302.55亿元,净资本4634.02亿元。同时,我国69家基金公司共管理基金915只,基金持股市值约1.29万亿元。我国已拥有超过2342家上市公司,大量企业通过上市改制筹资迈向了现代化企业的道路,我国资本市场服务实体经济的能力不断增强,在推动经济发展方式转变、加快结构调整和产业升级、落实创新型国家战略等方面发挥了不可替代的重要作用。

但是,问题依然存在。由于历史原因制约,我国资本市场仍具有“新兴加转轨”的特点。我国的资本市场结构并不完善,直接融资比重过低。即使在直接融资体系里,股票市场发展迅速,但是债券市场却极为滞后,国债达到一定规模,但公司债市场十分弱小,市政债或机构债市场则还没有起步,市场化的信用体系并没有建立。

而从二级市场看,我国A股具有典型新兴国家市场高风险的特点,市场波动剧烈,以上证指数为例,2006年上涨130%,2007年上涨

97%,2008年下跌65%,2009年反弹约80%,最近两年市场又明显下跌。由于历史原因,我国新股“三高”问题挥之不去,融资审核流程过长且行政监管过多,一定程度上不利于资源的优化配置。

再从市场结构来说,资本市场确实支持了一大批高新技术企业发行上市,但目前这些已上市公司大多是比较成熟的企业,而大量真正初创的、新兴业态的、新商业模式的企业,还没有得到资本市场的服务。

此外,从培育机构群体和机构投资者角度来看,我们也有许多工作要做。例如我国109家证券公司资产总量不到高盛的三分之一,我国资本市场的弹性和包容能力明显不足,企业股本、社会保障、金融体系之间并没有形成密不可分的有机联系。在发达国家,企业养老金、基金会以及教育基金等庞大的机构与资本市场密切融合,提供了强劲的支持和互动,但在我国这块还是缺失的。

那么,我们要建立一个什么样的市场?在监管层新一届领导上任后,方向已日渐清晰。这是一个更加公开、公平、公正的市场,这是一个上市公司尊重小股东意愿的市场,这是一个机构投资者占比较大的市场。在这个市场中,人们奉行长期投资、价值投资、风险配比的理性观念,内幕交易、短线投机将不会有市场。

在这个市场中,金融机构将得到更大的创新空间,进一步做强做大迎接国际挑战。直接融资市场特别是债券市场将进一步壮大,发达的债券市场与股票市场形成互相制约,并为股票价格形成机制的合理化提供基础,增加整个金融体系的透明度。新股定价将进一步合理和市场化,行政审核更加科学,信息披露更加合理而全面。

在这个市场中,交易所市场、场外市场、柜台交易、私募股权等市场架构将有序结合,更好地服务于真正初创的、新兴业态的、新商业模式的企业,切实增强我国资本市场的弹性和包容能力,这是中国未来摆脱“中等收入陷阱”的关键。

知易行难,我们的时间太少,要做的事情太多,如何建立理想中的资本市场,实在有赖于各方的智慧、执着与勇气。

再融资市场化改革开始推进

实施分类监管、过程监管,审核权最终将下放交易所

证券时报记者 黄兆隆

再融资市场化改革或许要比新股发行改革走得更快。证券时报记者获悉,再融资审核权下放、突出过程监管以及定价市场化正在逐步变为现实。对于再融资业务而言,快速发展的道路已经逐步被打通。

交易所将扮演仲裁者

今年全国两会期间,深交所理事长陈东征表示,创业板、中小板上市公司的再融资审批权下放交易所已基本取得共识,发行审核制度的市场化改革可能很快迈出的第一步。

在陈东征看来,这是发审制度改革第一步,具体时间还无法确定,将在经过一段时间积累经验之后,看看交易所是否能肩负起这一艰巨任务,之后再考虑发审权下放的问题。

再融资审核权下放交易所有着标志性意义,意味着市场化改革已经走到了关键阶段。”国泰君安相关业务人士表示。

实际上,这一迹象早有所显露。证监会发行监管部相关人士去年曾表示,再融资审核修改的内容主要涉及加强市场的定价机制、弱化行政监管、简化审核程序、强化信息披露、强化募集资金

使用管理等方面。

底线是保护中小投资者的权益。”业内人士对此认为,交易所需要扮演好自身角色,比如发行公司债券有特殊条款的,交易所和投行要沟通好,以防二级市场波动过大影响再融资和并购重组。

定价走向市场化

定向增发和公开增发是目前A股市场比较常见的股本再融资方式,按照现有的相关规定均有明确的底价限制。但在二级市场波动的情况下,底价限制将使上市公司很难视市场情况灵活定价,从而给发行人带来较大的发行风险。

因此,市场化定价机制也是业界强烈呼吁的。比如,中金公司董事长李剑阁曾在多个场合提及再融资发行制度市场化改革。在其看来,再融资定价机制进一步市场化是改革的首要任务。

以正在修订中的《公司债券发行试点办法》为例,监管层表态将更加市场化,亦即加强市场的定价机制、市场约束机制,弱化行政管制,强调募集资金管理、盈利预测披露义务与责任、股东回报、强制性信息披露、市场主体归位尽责,强化发行人及中

机构责任等。

关注再融资必要性

在再融资的必要性问题上,有关监管部门目前的监管思路是,除了几种例外情况,上市公司不能再融资募集资金用于补充流动资金和偿还银行贷款,其中尤其警惕“同业竞争”和“关联交易”。

据记者了解,上述几种例外情形包括:经营模式或所处行业具有特殊性,募集资金难以与具体建设项目挂钩;负债比例较高的行业如商品流通企业、航空企业等;采用非公开发行的方式且用于偿还贷款和补充流动资金的金额不超过30%;全部向确定的投资者非公开发行且锁定三年等。

针对这些例外情形,目前的监管思路是将补充流动资金和偿还银行贷款问题纳入融资必要性和合理性的常规审核,但变相使用募集资金用于非主业投资则将受到严格监管。据记者了解,从2010年底开始,再融资审批已经参照这种思路执行。

另据投行人士介绍,监管部门去年四季度还强调了借壳上市不允许配套融资;最近12个月内承诺未实现的,不能配股、公开增发;最近一期未有较大金额财务性投资的,不适合公开增发,可

配股、定增;ST公司再融资将受到限制。

向过程监管倾斜

业内人士介绍,再融资由于从头到尾影响着市场,因此是一种过程审核,再融资监管重心也将向过程监管过渡。

虽然有的再融资公司为达到发行门槛粉饰业绩的冲动有所缓解,但涉及大股东利益而操纵业绩的冲动有所增强。比如与股改承诺、重大资产重组的业绩承诺、非公开发行底价确定等相关业绩操纵行为还时有发生。

由此,市场化的改革也将给再融资监管思路带来变化。首先便是再融资会计监管的角度、范围和重点发生相应变化,审核重点由环节监管向过程监管过渡,即前次募集资金使用的监管、财务会计信息披露及时性和有效性的监管成为再融资会计监管新的重点内容。

与此相对应的是,借力监管在再融资会计监管中的作用和重要性开始显现,既要借助监管体系的力量,也要借助包括保荐机构、会计师事务所在内的中介机构的监管。

以往,发行审核程序通常将证券发行以外各部门的监管与发行核准联系起来,把其他部门的日常监管变为证券市场监管的一部分。由于这些部门的审批周期较长,若完成这些审批

之后再行证券的发行审批,耗时较长,影响上市进程。不过从去年第一期保代培训会议上透露的信息来看,监管部门彼时对再融资的审核速度比较快,正常从受理到发审会的周期缩短为2个半月左右。

分类监管成现实

值得注意的是,再融资分类监管的思路已经确定围绕发行人的特征来展开,以公司债券发行对四类企业采用的绿色通道为借鉴,对其他再融资品种逐步推行分类监管。

记者了解到,这种监管思路将考虑包括发行人资质、发行人选择的再融资品种以及该品种投资者的特征及融资额大小等。虽然未来将弱化对上市公司再融资的行政约束,但之前的监管理念可能仍会特别重视。

业界认为,发行人一般来说应该在上市一年之后提出再融资方案比较合理。目前的情况是,有些发行人上市融资仅过半年甚至只有3个月便提出再融资。

“一些再融资的公司资产负债率非常低,部分只有10%左右,这样的资本结构是否健康,进一步融资是否对发行人健康运营有利,需要审慎思考。”有关监管部门人士在去年第三期保代培训会议上提醒。