

新股发行体制改革八大看点

中信证券

本次新股发行体制改革的重要意义主要集中在以下八个方面:一是进一步完善以信息披露为中心的发行制度建设,从审核到发行的各个阶段确保信息披露更及时、更充分、更透明;二是拓宽了拟上市公司融资渠道,减小了首次公开发行(IPO)融资压力,节约了审核资源;三是赋予发行人和主承销商选择发行窗口和定价的权利,推进了发行体制市场化建设;四是引入主承销商自主配售权,有利于建立发行人、主承销商及投资者之间的制衡和长效博弈机制,促进合理定价;五是提高网下配售比例,并优先向公募基金和社保基金配售,在促进投资者合理报价的同时,有利于专业机构投资者发展壮大;六是通过强化发行人及其控股股东等责任主体的义务,促进合理定价,保护投资者利益;七是提高了对违法违规行为的处罚;八是通过完善新股上市首日开盘价格形成机制及上市初期交易机制,加强对“炒新”行为的约束。

推进新股市场化发行机制

1、推动信息披露更及时、更透明、更充分,有利于加强社会监督,保

护投资者利益。发行人招股说明书申报稿正式受理后即在证监会网站披露,进一步提前了招股说明书预披露时点;发行人自取得核准文件之日起至公开发行前,需要参照上市公司定期报告的信息披露要求,及时修改补充相关信息和数据;期间发生重大会后事项的,发行人需及时向证券监管部门报告说明。

2、拓宽了拟上市公司融资渠道,允许IPO在审企业在审核期间申请先行发行公司债,拓宽了拟上市公司在审核期间的融资渠道,解决了拟上市公司的融资需求,同时还减少了未来该公司IPO时的融资压力,也节约了证监会的审核资源。

3、赋予发行方选择发行时间窗口的权利,发行市场化程度进一步提高。

强化发行人及其控股股东诚信义务

1、通过责任主体约束,促使发行人对新股合理定价,并更专注于公司未来经营业绩。

2、通过提高大股东持股意向透明度,保护投资者利益。

3、强化对相关责任主体承诺事项的约束。要求发行人及相关责任人对公开承诺事项必须明确约束机制及违约责任,同时加强了事后追责和

建议将券商纳入优先配售范围

国泰君安证券

改变监管思路 强化监管效果

1、受理即披露,加强了事前监管,形成了全社会监督机制。预披露信息构建了投资者对发行人投资价值的第一印象,有利于投资者客观评价发行人,形成合理新股发行价。

2、理顺定价机制,规范事中监管。抓住新定价主要矛盾,理顺定价机制,并通过事后监管形成市场参与主体的自我约束机制,实现更为有效,也更为市场化的事中监管模式。

3、创造有利新股环境,建立事后监管。本次改革出台的多项政策涉及事后监管,强化了监管效果,创造了有利的新股发行环境。未来新股发行将得到多方面的市场约束,投资者利益将得到更多的保护。

加速市场化进程 形成市场自平衡机制

1、允许发行人在12个月内自主选择发行窗口,促进市场自身调节发行节奏的功能。发行人和主承销商在获得权限的同时,也就有了更多的义务

和职责,他们将从自身利益和投资者利益平衡的角度,以专业化的判断作出新股发行最优方案的选择。

2、改革新股发行定价方式,发挥个人投资者参与发行定价的作用。这一改革措施向市场化方向选进了最为重要的一步,有利于一二级市场接轨,也有利于保护中小股东利益,维护市场公平。

3、探索主承销商自主配售机制,发挥各参与方主动性,形成市场自平衡机制。自主配售机制在赋予主承销商权力的同时,也有利于发挥主承销商的工作主动性。在与发行人业务合作的基础上,主承销商同时愿意建立与配售投资者的长期合作关系,平衡双方利益,形成双向约束自平衡机制。除此之外,意见稿对发行人和询价对象也都赋予了一定的权力和约束机制,包括发行人控股股东等减持行为的限制对发行人协商定价权力的约束,扩大网下发行比例对询价对象报价权力的约束等。通过这些市场化机制,新股市场将会由“看不见的手”进行自我调节,实现优化。

建立多方位 监督约束机制

1、加强信息披露。本次意见稿多

监督力度。

进一步提高 新股定价市场化程度

1、IPO定价更加市场化。取消了之前发行市盈率超过行业平均市盈率25%的一系列限制,减少了行政干预,推进了市场化定价。

2、发行定价的信息披露机制更加完善。将原来在网上申购后披露的网下报价明细提前至网上申购前披露,增强了网上投资者在申购前对询价信息了解的全面性和及时性。

改革新股配售方式

1、引入主承销商自主配售机制,有利于建立发行人、主承销商及投资者之间的制衡和长效博弈机制,使得主承销商在发行时需要同时关注前端发行人与后端投资者的利益,从而缓解了过去定价时主承销商较多偏向发行人利益的情况,并有利于最终的合理定价。

2、提高了网下配售比例,并优先向公募基金和社保基金配售,在促进投资者合理报价的同时,有利于专业机构投资者发展壮大。

3、优化了回拨机制和网上配售机制,注重保护中小投资者利益,丰富了网上发行的配售方式,有利于网上中小投资者申购获配。

处提到了信息披露,这一方面有利于投资者合理估值定价,另一方面也形成了投资者市场和社会的全面监督,为监管处罚提供支持,具有极为重要的意义。

2、加大监管处罚。这将有效打击造假上市、包装上市等违法犯罪行为,创造有序的市场环境,建立多方位监督约束机制,有利于市场的长期健康发展。

可进一步论证完善之处

《意见稿》在现实中可能还会存在一些问题,在此也一并列述。

1、关于优先配售对象。意见稿中提出“网下配售的新股中至少40%应优先向公募基金和由社保基金投资管理人管理的社会保障基金配售”,这一规定可能没有完全反映现实状况。首先,公募基金和社保基金的数量并不多,从数量来看,证券公司是网下报价的最大群体,也是较为专业的投资群体,未将证券公司纳入优先配售范围,难以满足广大网下询价对象的投资需求;其次,从参与活跃度来看,基金公司的获配量占比一般在35%左右,证券公司的获配量占比一般为25%左右,是新股市场最为主要的两类投资者,仅将公募基金和社保基金纳入优先配售范围而排除证券公司,可能存在配售量难以匹配基金公

行人及承销商理性定价、避免破发具有积极作用。

强调发行人具有稳定股价义务,提高大股东持股意向透明度。这种稳定股价机制一定程度上可减少市场对于发行人、高管套现冲动的忧虑。这些措施无疑将促进发行人控股股东、董事和高管人员在新股定价过程中守信尽责,保护公众投资者的合法权益。

进一步用明确的数量强化个人投资者参与发行定价。此次改革让更多的个人投资者参与发行定价是一大进步,个人投资者的资金来源是自有资金,报价将更加谨慎,也更加注重股票的绝对价值,可以防止基金的利益输送行为,进一步加大新股定价约束,同时也对个人投资者的定价能力提出了挑战。

自主配售,向公募社保倾斜。回拨机制仍侧重保护中小投资者利益。将

4、强化信息披露,强调配售过程的公平、公正、公开,杜绝自主配售过程中可能出现的利益输送问题。

加大监管力度 切实维护三公原则

1、提高监管力度及对违法违规行为的处罚。新股发行各个环节将受到严格监管,同时对违法违规行为的处罚力度也显著提高。

2、强化信息披露质量,提高外部声誉和诚信机制的约束功能。同时,通过建立和完善监管系统、自律系统及信息披露系统之间的信息共享和互通互联,社会公众参与监督的成本将有所降低,有利于发挥外部声誉和诚信机制对发行人和中介机构的约束功能。

3、通过完善新股上市首日开盘价格形成机制及上市初期交易机制,建立以新股发行价比较基准的上市首日停牌机制,加强对“炒新”行为的约束。

4、要求发行人在公开募集及上市文件中披露公开发行前持股5%以上股东的持股意向及减持意向,由于上市前持股股东的锁定期至少为12个月(甚至36个月),在此期间市场环境、行业周期及股东自身情况均有可能发生预期外的变化,因此让持股股东对于12个月(甚至36个月)后的减持意向进行说明具有一定难度。

司需求的情况,不利于反映各类市场投资者的定价需求,也不利于全面市场化改革推进。基于证券公司作为一类询价对象的重要性,可考虑将证券公司也纳入到优先配售范围内,或者将优先配售额度从目前的40%降到30%,以满足和平衡市场各方需求,充分发挥市场各方参与的积极性,全面推进市场化改革。

2、关于业绩下滑风险提示。公司上市业绩即变脸也是被投资者和市场舆论广为诟病的问题,本次改革就“发行人上市当年营业利润比上年下滑50%以上或上市当年即亏损”的情形,对保荐机构规定了更为严格的处罚措施。作为加强监管、强化信息披露的举措,采取更为严格的处罚措施无疑是本次新股发行改革应有的题中之义。但我们也应看到,企业经营业绩下滑,影响因素复杂多变,有些影响因素非经营者能左右或预料。因而意见稿规定“发行人在招股说明书中已经明确具体地提示上述业绩下滑风险,或存在其他法定免责情形的,不在此列”,但上述免责情形的政策描述相对较为模糊,建议进一步明确具体的业绩下滑免责条件,包括保荐机构在业绩下滑风险披露中定量或定性描述的免责要求,这对规范信息披露,提高保荐质量,保护投资者知情权具有重要意义。

进一步提高发审效率

广发证券

中国证监会最新公布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见(征求意见稿)》,在原来的市场化改革措施基础上又往前迈进了一大步,具有里程碑意义。

首先,本次改革特别强调了坚持市场化和法制化取向,加强市场监管。市场化是优化资源配置的最佳方式,法制化则是市场化的制度保障。坚持法制化,使造假者不但无利可图,还要付出经济、名誉甚至是牢狱之灾的代价。唯有如此,才能遏制欺诈上市的冲动,使投资者能够放心大胆地参与到市场中来,使市场变得健康且有活力。

其次,综合施策,标本兼治。特别提到将来在发审会前,证监会将对保荐机构、会计师事务所、律师事务所等相关中介机构的工作底稿及尽职履责情况进行抽查,这对使中介机构始终保持应有的执业谨慎至关重要。通过本次财务大检查,中介机构的执业水平也得到了进一步的提升。

第三,赋予了发行人和承销商更大的自主权。明确过会后即给批文,由发行人自主选择发行时机,不再对

发行节奏进行调控。对主承销商的自主配售权也首次予以落实。同时,在信息披露的质量得到根本保证之后,将定价权交还给市场也具有高度可行性。

第四,本次改革还将预披露的时点进一步提前到了受理之时,并且明确发行人的相关信息和财务数据不得随意更改。这对发行人和中介机构形成了很强的约束。

第五,本次改革还强化了发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务。对发行人的控股股东及高管等持有股票的减持作出了较以前更为严格的规定,将其利益与广大公众投资者的利益结合得更为紧密,避免恶意减持套现行为的发生。

针对本次征求意见稿中的具体内容,结合实际操作经验,我们提出如下建议:一是进一步提高发行审核效率,避免因堰塞湖现象将优质企业挤出国内资本市场;二是进一步明确和完善辅导工作报告的内容与格式;三是进一步明确中国证监会将对保荐机构、会计师事务所、律师事务所等相关中介机构的工作底稿及尽职履责情况进行抽查的具体时点和相关规则等。

促进一二级市场和諧发展

华林证券

一、放开发行窗口,促进市场化发行

新股发行时点由发行人自主选择,同时放宽首次公开发行股票核准文件的有效期至12个月”的规定,有利于新股发行常态化,恢复股市的融资功能,实现二级市场投资者对新股发行稳定的预期,也有利发行人自主选择发行窗口,最合理地实现融资目的。建议增加存量发行的表述,为部分轻资产但需要证券化的公司提供路径,该类公司按照25%的股份发行额募集资金会出现超过资金需求的情况。

二、充分披露审核进度,融资方式向多元化发展

征求意见稿相关规定有利于市场提前了解拟上市企业情况,有利于净化市场,提高整体审核效率。在审核企业可发公司债等规定,将促进拟上市公司融资方式向多元化发展。

三、定价方式放开,更真实准确反映企业价值

征求意见稿提出改革新股发行定价方式,有利于主承销商引入多样

化的定价方式,引入定价的多样群体,促使新股发行定价最大程度接近企业价值。但是实际操作中,网下询价阶段强制引入20名个人投资者参与报价是否必要值得商榷。

四、放开新股配售权,提高承销商自主销售能力

本次改革引入主承销商自主配售机制,有利于主承销商培养自主销售能力,但网下配售的新股中至少40%应优先向公募基金和社保基金配售存在一定的操作难度,可能存在公募基金和社保基金申购量不足的情况。同时,该规定系非市场化手段,且与自主配售有一定的矛盾之处。

五、加强新股定价信息披露,有利于保护投资者利益

随着本次改革市场化发行的推进,主承销商自主定价、配售权力的增加,以及征求意见稿配套信息披露措施、监管意见等,均有利于规范新股发行过程,有利于保护投资者利益。

六、促进一、二级市场和谐发展

征求意见稿引入二级市场股价维护方案,有利于杜绝企业片面追高发行价的行为,促进一、二级市场和諧发展。

部分条款有待进一步明确

中信建投

一、充分发挥个人投资者参与发行定价作用

在目前A股市场新兴加转轨的大背景下,个人是A股市场的重要投资群体,在新股定价中引入个人投资者的参与,符合目前A股的市场特征,有利于完善新股询价对象的能力的个人投资者数量不足,定价能力有待进一步提高。建议在引入个人投资者的制度设计上采取循序渐进的方式,不要将个人投资者报价数量作为中止发行的条件。通过赋予个人投资者参与新股询价的权利,逐步培养其专业判断能力。

二、明确相关责任主体市场约束条件

《征求意见稿》将减持价格与发行价格相关联,有利于增强发行人的风险意识,抑制其过分追求高发行价的盲目冲动,提高新股定价的合理性。对上市后6个月内出现破发的公司,实施延长锁定期的措施,同样也能够起到提高新股定价合理性的作用。但在此项制度具体实施时,建议考虑采用6个月期末前20交易日的均价作为与发行价相比较的指标,而不是以偶然性较强的收

盘价作为比较指标。收盘价更容易受到单一大额买单或卖单的干扰,而交易均价能够更好地反映市场的供求。此外,建议在进行价格比较时,剔除所属上市板块的整体波动影响。

《征求意见稿》第二(一)2条中提出:“发行人及其控股股东、公司董事及高级管理人员应在公开募集及上市文件中提出上市后五年内公司股价低于每股净资产时稳定公司股价的预案”,在具体实施中,需要进一步明确启动稳定股价措施的条件,建议选择连续时间段内的交易均价作为与每股净资产比较的指标,例如一旦出现连续20交易日交易均价低于每股净资产的情况,公司就应启动股价稳定措施。

三、坚持三公原则,完善网下配售机制

《征求意见稿》提出网下配售的新股至少40%应优先向公募基金和由社保基金配售,从投资角度来看,参与网下申购的投资者都是具有询价能力的投资机构,只要其提交的申购报价大于或等于最终的定价,并且及时缴纳了申购款,那么在事先公布的配售规则范围内就应该一视同仁。如果仅仅赋予公募基金和社保基金优先获配的权利,对于其他投资者来说则是制度性的不公平。

以法制化为市场化保驾护航

安信证券

预披露政策进一步推进,将实行“申报即披露”,且招股说明书预先披露后,发行人相关信息及财务数据不得随意更改”,这对财务数据真实性要求大大提高,将直接促使发行人和中介机构严把材料质量关,对于前后矛盾、有实质性差异的情况不再有纠错机会,具有较强的震慑力。

融资方式新改革,股债结合融资方式破题。该种灵活的融资方式可在一定程度上解决发行人的融资急切需求,抑制闯关发行冲动;将会吸引一些追求稳定收益的低风险资金,有助于减轻对股市的直接抽血,保证股市活跃资金的存在;对投行业务的作业方式、融资品种拓展有积极影响,发行人也可有多种选择和筹划。公司

债的发债主体由现行的上市公司扩大到在审的拟上市公司,对改变目前市场上以股为主的融资结构有较大帮助。部分业内人士认为此项改革是为优先股的推出预留空间,将成为新股市场化改革的一大亮点。

发行时间点放开,发行人自主选择发行时间松绑。发行人和承销机构可更灵活地根据市场情况选择发行时间点,其对于获得发行批文的预期性增加,旨在通过市场供求需要来约束新股发行人和投资者行为。虽然短期会给市场带来压力,但长期来看,批量上市将给投资者更多选择机会,有助于降低发行价格,遏制上市首日的炒作行为。有效期放宽至12个月也有助于减轻市场压力。

提高控股股东、持股董事和高管减持限制条件。此项规定将对迫使发