

“非交易过户打新”看上去很美 落地难题暂无解

目前监管层对该业务持谨慎态度,中国基金业协会仍为此对多家机构进行走访调研

目前监管层对非交易过户打新业务持谨慎态度,这是政策迟迟未开闸的主要原因。其中涉及诸多顾虑,比如该业务会否演化为新的“通道”业务、技术上如何监控减持等。

证券时报记者 王玉玲 谭楚丹

重启“非交易过户打新”业务的政策锤子尚未落下,多家机构已经摩拳擦掌、全力以赴。

不过,该业务目前颇有市场争议,一边是关于“违反三公原则”的痛斥,另一边则是“经济自由主义”的主张。此外,业内争论焦点还包括缴税标准、股份权属认定、减持认定等。

注册制下新股破发风险陡增,上市公司股东渴望“躺赢”已不切实际,非交易过户打新业务是否值得前赴后继推广,需要列出成本账来厘清。

政策难落地

“非交易过户打新”今年成为多家券商及基金公司积极备战的创新业务,部分上市公司股东也对此兴致盎然。根据证券时报记者统计,今年下半年以来,截至9月27日,共有31条与“非交易过户”相关的上市公司公告陆续发布,涉及企业有兔宝宝、网宿科技、永高股份、宏达新材等。

概括而言,该项业务即上市公司通过非交易过户的方式,将名下股份划转至单一资管计划作为市值底仓,委托券商或基金在网下打新,旨在盘活股东的股票资源。

随着注册制落地,投资者普遍希望分享新经济企业的成长红利。然而科创板、创业板网下询价环节中剔除个人投资者,只允许七类机构投资者参与。此外,网下打新一旦获得配售,则是“中多”或“中少”的数量问题。在此背景下,非交易过户打新业务的市场需求很大。

据了解,“非交易过户”在2019年因资管计划账户名称规范原因而被暂停;今年4月中登公司发布《证券非交易过户业务实施细则》,重启“非交易过户”。随后中国基金业协会6月出台5号文“征求意见稿,明确接受证券委托的单一资产管理计划完成备案后,管理人依据备案证明及材料,可以向中国结算公司申请办理证券资产非交易过户手续。

若5号文“征求意见稿”发布,非交易过户打新业务将打通政策最后一环,目前市场相关方对政策落地翘首以盼。

2016年的时候,券商还在做通道业务,不太看得上这块。等到红利后期,券商非交易过户才开始大规模做。这一次,几乎是所有的券商和基金都行动起来。”华东一位券商营业部人士李宇(化名)对证券时报记者表示。

不过,证券时报记者多方采访了解到,目前监管层对非交易过户打新业务持谨慎态度,这是政策迟迟未开闸的主要原因。其中涉及诸多顾虑,比如该业务可能演化为新的“通道”业务、与注册制下的配售理念有冲突、技术上如何监控减持等。中国基金业协会仍就该项业务向多家机构进行走访调研。

激辩公平性

监管层顾虑的还有涉及“公平性”问题,该问题也受到机构热议。受访的数名券商人士向证券时报记者表示,该业务违反证券市场“三公原则”(公平、公开、公正)。

第一类观点认为,大股东通过公司上市已放大股权杠杆效应,实现财富倍增。如今大股东将通过非交易过户方式将所持股份转化为打新收益来源,这一部分额外的收益是否应当?此外,对于以至少6000万元的真金白银自建底仓参与网下打新的二级市场投资者而言是否公平?”上述券商营业部人士李宇向记者提出质疑。

第二类观点称,对真金白银自建底仓的投资者不公平。据了解,网下打新主体主要有两类,一类是本身持有大量股票的基金产品,另一类是套利类打新产品,用现金买入底仓股票的同时用衍生品或融券进行对冲。

套利类打新策略的投资者要以真金白银自建底仓,并利用股指期货等衍生品去做风险对冲,在这个过程中为二级市场提供了流动性,在做对冲的过程中也付出了成本。而这些大股东没付太多的成本,因为本就不打算卖这些股票,因此他们也不在乎股票涨跌。”华东某券商的一名高管表示。

第三类观点表示,“非交易过户”制度重启后,券商基金扎堆宣传打新业务,是走偏方向的表现。

北京一名券商人士向记者强调,应区别“非交易过户”及“非交易过户打新”两者的意义。非交易过户的出现,有助于完善A股证券市场基础制度建设,应该值得肯定。以新三板为例,监管层通过完善非交易过户制度,填补线下协议转让过户空白,为A股

上市公司收购新三板企业提供更通畅的渠道。”他也同意前述券商人士观点,并不鼓励在“非交易过户”制度下做打新业务。

李宇表示,根据对政策的理解,监管更希望“非交易过户”能适用到其他情形,比如鼓励上市公司股东通过“非交易过户”方式用于转融通出借,有助于增加全市场的券源。一方面上市公司借券生财,另一方面投资者的多元投资需求得到满足,市场可以出现良性的多赢局面。

持“有失公平”观点的券商人士认为,非交易过户打新如果落地,会对市场产生一定影响,最直接表现是网下打新收益会快速下降。

“一旦非交易过户市值打新业务放开,打新收益会快速下降。现在科创板网下打新收益在10%以上,若非交易过户打新产品进来,未来可能会降到3%以下。结果会导致很多现金套利类产品大概率退出,对部分重仓个股会产生抛压,这不利于二级市场的稳定。”李宇表示。

前述券商高管也认为,如果大量非交易过户打新产品进入二级市场,其结果一定是大幅摊薄打新收益,最后可能会倒逼一大批机构退出。”他还表示,网下打新收益最后会直接逼近无风险收益率,或者是社会平均融资成本。参考目前的水平,大概也就是在3%~4%。

不过,也有人认为该项业务值得推广。一家正在积极筹备非交易过户打新产品的券商人士持有不同观点,他认为非交易过户打新是券商为有需求的投资者提供盘活资产的工具。他表示,大股东的股份可以通过类似“质押”的方式来网下打新,以此来盘活资产,这就好比一个企业抵押房产后得到贷款,帮助企业盘活流动性。这不是很好的一件事吗?”

制度性障碍

除了公平性以外,非交易过户打新业务要想落地还有多个现实障碍需要解决。

首先,是否被认定为减持。力鼎资本合伙人高凤勇曾撰文分析,从信托法、基金法深究,投资人(委托人)以自己财产出资形成基金财产后,投资人仅拥有基金财产份额,不再对原财产有完全的占有支配权。这部分资产的管理权移交给管理人,从这个意义上讲,非交易过户进入他人管理的基金财产,管理权已经转移,有比较重的减持意味。同时,如果管理人把大量的权限再通过各种协议还给委托人,过重的“通道”味道也不是监管鼓励的。

第二是缴税问题。目前市场讨论上市公司股东若进行非交易过户时,也就是将股票划转至资管计划是否需要缴税。证券时报记者了解到,无论是机构、监管抑或地方税务局,对非交易过户打新业务的缴税问题均有不同观点,而部分券商在向上市公司股东推广该项业

务时,并未提示缴税成本的风险。

上海一家券商的资管人士表示,我们请教过税务的老师,他们其实只看实质。比如,股票确实已经从个人名下到了一个证券账户,也就是一个产品的名字,过程中已经发生了所有权转移。税务不会等待监管认定这样划转算不算减持,他们只认定账户有没有发生变更。对于他们来说,只要变动,就是股票发生了所有权转移,在股票划走的时候,产生的价差就是要收税的。”

该资管人士还谈到,税率可能会很高,因为打新的股票可能要放一两年,在此之后股票持仓市值大概率会增加,税率大约为价差的3%,还是蛮高的。”一位深圳私募基金合伙人告诉记者,针对该问题不同监管机构也存在分歧,地方税务局的观点也有差异。

目前来看,个人股东需要有完税证明,对法人则不需要。但有些地方税务局认定划转就是减持,会要求缴税。”

第三是投票权归属问题。有市场人士提出,尽管非交易过户不影响股份所有权变更,然而一旦上市公司股东要进行表决,股份已经不在其名下,应由资管计划的管理人代表股东投票,但按照中基协的规定,资管计划管理人不能实际支配资管产品所持上市公司股份表决权。

对于上述矛盾,前述上海资管人士表示,这需要监管出细则认定投票权是否发生转移,是否明确为减持行为。深圳一家券商营业部人士则表示,由于3个月内股东划转股份的比例较小,一般来看,对上市公司股东影响不会太大。

收益风险账

对于股东而言,刚性成本方面,最大的成本构成主要来自管理费、缴税等。

据业内人士介绍,券商收取委托资产管理年化0.2%的管理费,银行托管费约为0.05%。同时券商可能还要按照新股申购和证券出借收益的20%左右计提业绩报酬。

此外,根据前述券商资管人士分析,股东进行非交易过户打新业务或要缴税,税率大约为价差的3%。

收益方面,目前来看,网下打新收益率仍然可观,但打新风险也逐渐显现。

开源证券中小盘团队认为,网下打新红利仍将延续,预计中性情形下,科创板和创业板将在2020年剩余期间分别为1.5亿规模的A类产品创造打新收益率2.8%、2.9%,为同等规模的C类产品创造打新收益率2.1%、2.5%。而蚂蚁金服登陆科创板有望额外为A/C类投资者创造1%左右的打新收益率。

对于任何打新者而言,随着注册制持续推进,只要中签新股就可“躺赢”的美梦或不能长久。若日后新股破发逐步成为常态,打新投资者也将面临一定风险。

注册制已落地 “市值打新”存废时?

证券时报记者 谭楚丹

下半年以来,券商与基金公司积极筹备“非交易过户打新”业务。但证券时报记者多方采访了解到,该业务是否值得鼓励推进,业内存在较大争议。

在探讨该业务同时,业内对“新股不败”神话及市值打新制度进行反思。有观点称,“市值配售”是核准制下新股行政管制的产物,而非交易过户打新则是市值配售制度下诞生的“创新业务”。

如今A股市场已迈入新时代——注册制改革落地。多名市场人士指出,市值配售制度已不符合注册制的精神内涵。但是否要改、何时改、如何改等问题,业内仍存不同观点。

怎么来?争什么?

近期,券商与基金公司围绕“非交易过户打新”业务开展培训,等待政策开闸。

据了解,注册制IPO项目网下询价为7类专业机构投资者参与,但“非交易过户打新”业务能满足上市公司大股东网下打新的需求,一方面盘活闲置股份资源,另一方面分享新经济企业上市红利。

一片叫好中,有业内人士认为,尽管“非交易过户打新”缘起市值打新制度,但该业务的动机与市值配售制度初衷出现了“冲突”。

上海一家券商营业部人士表示,新股发行制度之所以采用“市值配售”的原因,是为了往A股引入更多长线资金;而上市公司大股东如果做非交易过户打新是为了短期套利,还无需真金白银自建底仓为二级市场提供流动性,与“市值配售”制度初衷相违背,同时对自掏腰包的二级市场投资者不公平。

上海一名券商资管人士向记者表示,“我不反对打新,我反对的是在注册制下这种有旧股或买旧股的‘捆绑销售’机制。这种机制在未来股票下跌时是有百弊而无一益的。”

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新在接受证券时报记者采访时表示,市值配售实际上是垄断性的新股申购,是对投资者的歧视。“新股申购应该允许场内所有有实缴资金能力的投资者参与,所以注册制

改革出来后市值配售应废除。”

他指出,注册制改革以后,监管层仍将“市值配售”当作一种行政福利送给市值持有者,会误导投资者仍以打新为福利,无法理性看待打新风险,照旧盲目打新、疯狂炒新。

深圳一家券商人士表示,“非交易过户”打新业务正是抓住了上市公司股东对“新股不败”神话趋之若鹜的心理。

业内指出,“市值配售”制度风险在于,注册制新股发行定价完全市场化,打新不再是稳赚不赔的零风险投资,炒新风险更大。另一方面,市场下跌风险会传导到一级市场。深圳一名IPO项目组的律师向记者表示,如果市场出现重大利空,新股中签者大规模弃购,将会导致新股发行失败。

是否改?如何改?

当下正是注册制发展的起步阶段,科创板与创业板陆续试点注册制,今年新《证券法》出台也宣布全面推行证券发行注册制。目前是否为废除市值配售制度的好时机,市场各有不同观点。

北京一家大型券商投行总监表示,从现阶段来看,如果市值打新制度废除,新股会更加难发。“形式改变容易,观念改变很难。改变利益格局更是难上加难。”

尽管改革时机仍在争议中,但对于注册制应采用怎样的市场化打新制度,业内人士提出不同的设想和建议。

有观点称可以按照过往“实缴资本申购”方式。然而当年打新者大量资金被冻结,一度扰乱市场流动性,另有观点认为应吸取教训。

华南一家小型券商投行人士对此表示,同意实缴资本申购,但可以考虑降低冻结资金的比例。

华东一家券商资管人士认为,建议信用申购,取消市值配售,申购上限不超过资产规模,和打新可转债一样。

前述上海券商资管人士表示,取消市值配售后可以借鉴港股市场打新经验。他提出一个综合方案,拆细中签基数为100股,让中小投资者利益均沾。同时反对“实缴资本申购”,改为“定金资金申购”,他认为这对资金量较少的中小投资者来说是公平与合理的。

资深投行人士王骥跃表示,可以采用保证金制度。他解释,让投资者交保证金的意义是要其重视打新是投资行为,而不是中奖后再付彩票钱的博彩行为。

9月以来注册制下部分新股网下申购回报率情况

代码	名称	上市日期	上市以来涨跌幅(%)
300893.SZ	C松原	2020-09-24	3.02
300895.SZ	C铜牛	2020-09-24	-13.88
300892.SZ	C品渥	2020-09-24	-16.17
688526.SH	科前生物	2020-09-22	2.60
688156.SH	路德环境	2020-09-22	-11.77
688536.SH	思瑞浦	2020-09-21	29.00
688127.SH	蓝特光学	2020-09-21	-19.90
688301.SH	奕瑞科技	2020-09-18	-1.31
300888.SZ	稳健医疗	2020-09-17	-2.49
300890.SZ	翔丰华	2020-09-17	-13.67
300891.SZ	惠云钛业	2020-09-17	-23.34

数据来源:Wind 王玉玲 谭楚丹/制图 官兵/制图

