

## 观点

新股发行体制改革的重磅利好让A股市场脉搏轻跳,然而刚刚启动的“重头戏”,就在奥赛康暂缓发行引发的一系列影响中蒙上阴影,使市场对新股发行体制改革产生了诸多猜测。1月17日,IPO重启后首只新股纽威股份在沪市主板上市,当日就新股发行的热点问题证监会作出了集中回应——



在中国证监会17日召开的新闻发布会上,证监会新闻发言人张晓军就近期关于新股发行的热点问题进行了集中回应。

## 9家公司暂缓发行原因不一

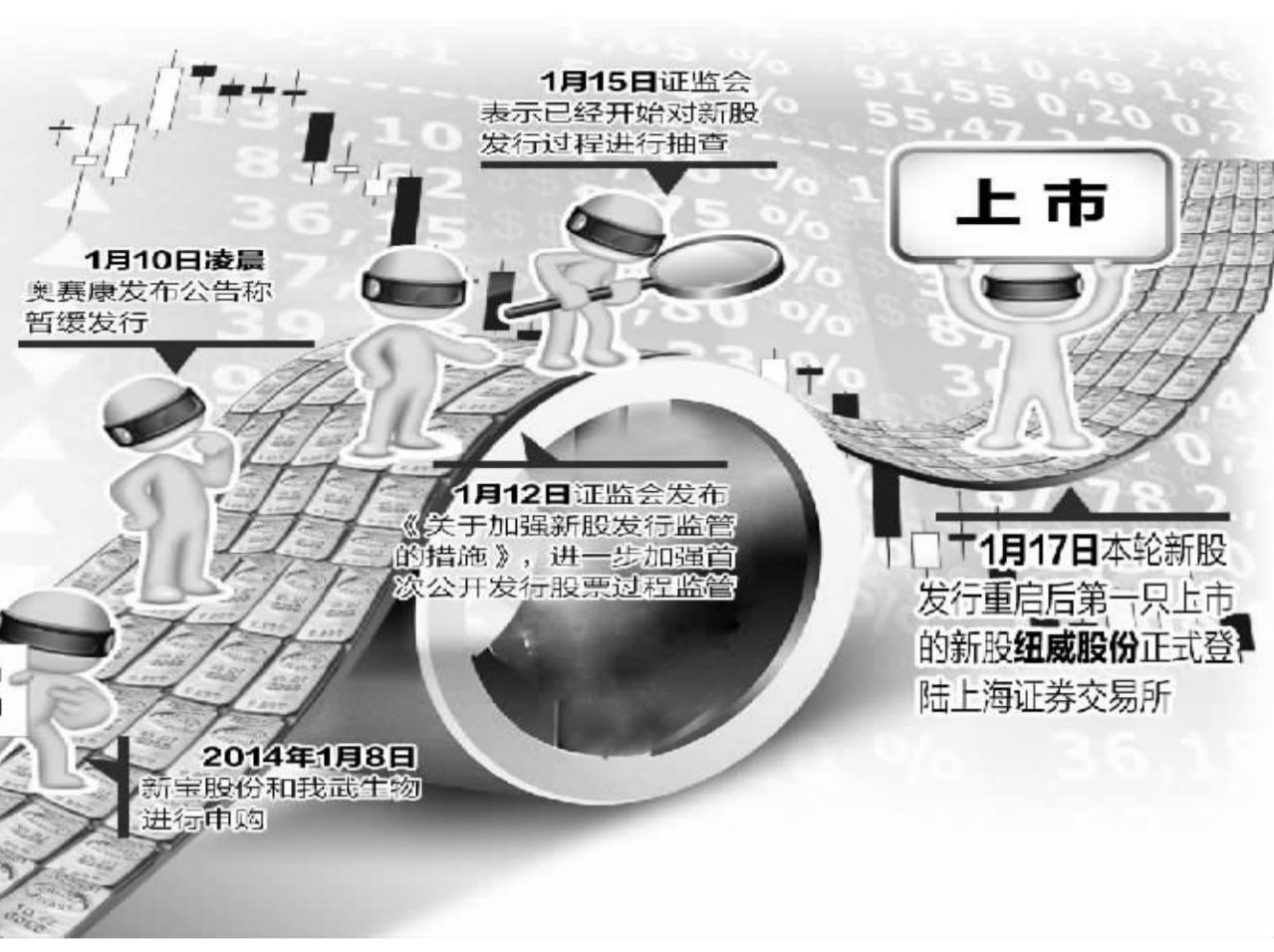
自2013年12月31日开始至今,主板、中小板和创业板共计有9家公司出现暂缓发行的情况,其后有5家公司陆续恢复发行,截至目前还有4家公司处在暂缓发行状态。张晓军表示,这9家公司暂缓发行的原因不尽相同,有证监会要求暂缓的,也有发行人和主承销商主动提出暂缓的。

奥赛康在完成定价并发布发行公告后,市场出现较多议论,有质疑其定价偏高的,也有质疑其老股转让大幅超过新股发行、把新股发行上市演变为大股东大额套现的。就此,证监会及时与发行人和主承销商进行沟通,发行人和主承销商暂缓了发行,并随即发布了公告。

慈铭股份发行过程中,证监会调阅了其路演推介材料,并发现其中存在需进一步核实的情形,因此要求发行人和主承销商调整发行进度以待核查完成。晶方科技和太平洋石英,系发行过程中证监会接到有关信访材料,对公司信息披露提出异议。按照信访处理程序,中介机构需按证监会要求进行核查,其后方可根据核查结果决定下一步发行进程。除此以外的其他企业,均为其结合既有规则和自身发行情况,自主决定暂缓发行,证

# 新股发行市场化改革方向不变

本报记者 郭文鹏 何川



监会未干预其发行进程。

张晓军表示,奥赛康的股票发行在报价、询价过程中是否存在违法违规行为,证监会正在进行现场检查,现在还没有结论。奥赛康的暂缓发行是有利于保护投资者的,也是符合新股发行市场化改革要求的。

## 并未行政干预股票价格

近期证监会出台新股发行的相关措施,并对发行承销开展现场检查,一些人士质疑其属于行政干预行为。针对此事,张晓军表示,《关于加强新股发行监管的措施》的发布和抽查工作,都是新股发行体制改革意见、《证券发行与承销管理办法》等文件中明确规定,不是所谓“新政”,更不是行政干预股票价格,只是对已有规则的落实和具体执行,目的是强化新股发行的过程监管、行为监管和事后问责。

他表示,《措施》发布实施后,发行人和主承销商均依据自身情况对发行安排作出了自主选择。有的发行人认为自己的发行价格市盈率虽然高于同行业上市公司二级市场平均市盈率,但有其合理性,遂坚持其发行定价,选择了连续3周发布投资风险特别公告。有的发行人结合公司情况和自我估值,选择了较大比例剔除最高报价,使最终发行价格与其估值相匹配。如果网下投资者报价偏高,发行人和主承销商为合理定价,参照二级市场一般估值水平,较多剔除最高报价部分,使

参照市场一般估值水平的报价成为有效报价,也是现行规则所允许的。

张晓军还表示,对发行人、主承销商、报价机构等相关主体是否按照改革意见和相关规则守法合规、勤勉尽责进行抽查,是证监会发行监管的常态化工作。

## “老股转让与超募强制挂钩”或有变动

在本次新股发行体制改革启动后,一些公司出现了老股转让数量大幅超过发行新股数量的情形。张晓军表示,这其中的原因包括:一是首批发行的是早已通过发审会的企业,其申报的募投方案均系两三年以前制定的计划,加之这些企业近两年业绩增长较快,从而导致可允许的新股发行数量较低。二是个别企业发行定价过高,使老股转让数量超过新股的情况更加突出。三是为防止发行人随意编制募投项目,发行审核中一直从严把握募集资金投向,通常不允许企业用募集资金补充流动资金、偿还银行贷款等。

他表示,将新股发行数量与募投项目资金需求量直接强制挂钩不尽合理。对此,证监会正在研究改进措施。公司发行融资应以满足经营发展实际需要为原则,合理确定募集资金用途。同时,要加大募集资金用途相关信息的披露要求,并充分揭示保护中小投资者合法权益的相关措施。首次公开发行股票应主要考虑公司发展需要,对老股转让在公开发行股份中所

占比例应有限制。从目前首批发行公司已确定发行数量的48家公司情况看,10家未发售老股,其他38家老股转让数量占发行总量的比例为38.3%。

## 调整网上配售方式有助平衡市场利益

据了解,在制订改革方案及征求意见过程中,建议实行市值配售的意见较为集中。改革措施中参考“市值配售”方式,要求“持有一定数量非限售股份的投资者才能参与网上申购”。张晓军表示,这次改革没有完全照搬市值配售做法有几点考虑:一是市场股权结构发生了巨大变化。股权分置改革后,中小投资者也并不是流通股最主要的持有群体,按老的市值配售做法,并不能保证新股向中小投资者配售。二是定价方式发生了根本变化。经过多年市场化改革,新股定价方式已经从过去行政定价逐步向市场化定价过渡。按老的市值配售的做法,不能体现投资者“自主决策、自担风险”的市场化改革理念。三是通过近年来的改革,新股风险已经初步显现,新股申购不再稳赚不赔。四是先缴款再申购的做法已经实行多年,行之有效。

张晓军表示,之所以调整网上配售方式,一是鼓励二级市场投资者长期持有股票,减少新股申购对二级市场的冲击;二是平衡二级市场投资者的利益。证监会正在密切关注政策实施效果。

## 纽威股份首日大涨43.49%

创下最短触临时停牌“红线”纪录

本报北京1月17日讯 记者江帆报道:IPO重启后的首只新股纽威股份今日在沪市主板上市,早盘集合竞价报21.19元,上涨19.99%。开盘后,纽威股份瞬间涨幅达到31.99%,被临时停牌,创下了A股史上最短触及临时停牌“红线”的纪录。

10点钟,纽威股份复牌,此后股价走势较为平稳,尾盘再度出现小幅拉升。截至收盘,纽威股份每股报25.34元,上涨43.49%。数据显示,共有20家对象获得了纽威股份4125万股的网下配售,今日收盘后,纽威股份配售对象总共浮盈已超3亿元。

大约是料到会出现暴涨的情况,纽威股份在16日发布上市公告书,宣布17日挂牌上市的同时,对投资者进行了“特别提示”,内容包括切忌跟风“炒新”,要“审慎决策、理性投资”等。此外,纽威股份还承诺,公司实际控制人和控股股东所持股票在锁定期满后两年内减持的,减持价格不低于发行价;纽威股份上市后6个月内,如连续20个交易日的收盘价均低于发行价,或者上市后6个月期末收盘价低于发行价,锁定期限自动延长6个月。

与纽威股份相比,大盘的走势就惨淡多了。早盘两市双双低开,在金融板块拖累下,沪指震荡下行,再度逼近2000点。

## 财经絮语

刘 溪

# 渴望看到“黑猫警长”

## 利好为何变成“一地鸡毛”

本报记者 谢 慧

高发行市盈率、老股转让高价套现……“口水战”的背后难掩改革不配套之硬伤,亦对正在推进的新股市场化改革提出挑战

新股发行体制改革的重磅利好一度让上行乏力的A股市场脉搏轻跳。去年11月30日,《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的发布,被认为是逐步推进股票发行从核准制向注册制过渡的重要步骤,过去市场热炒的题材股濒临退烧。而设定限制炒新、注册制过渡期、回购股票、加强信息披露、加大处罚力度、要求交易所完善新股交易机制等新规出台,更让投资者看到了权益保障的希望……股市改革红利引来万众瞩目。

而就在各路资金摩拳擦掌,市场对新的制度寄予厚望之时,1月10日,奥赛康一纸暂缓发行公告将IPO新政推上了风口浪尖。

本轮新股发行体制改革中,监管层主动放权、弱化审核职能、加强过程监管的做法无疑值得称道,亦为市场化改革做好了铺垫。然而,随着高市盈率、老股套现、紧急暂缓、紧急措施等乱象频频乍现,酝酿逾一年的改革方案被轻易瓦解,新规红利为何打了水漂?

高发行市盈率、老股转让高价套现、券商自主配售存争议……“口水战”的背后难掩改革不配套之硬伤,亦对正在推进的新股市场化改革提出挑战。

市场定价缘何如此之高?究其因,既有监管者的责任,也有来自投资者的盲目。放开新股的上市节奏,意味着上市公司所谓的“壳价值”将消失,也意味着股价的大幅度下跌,巨大利益的驱使下,不乏个别中介机构偏爱向发行人及老股东的利益,使发行定价偏离

## 让新股发行回到阳光下

本报记者 江 帆

A股市场化改革的大方向没有错,但如何放权于市场,需要监管者反复思量和拿捏,更是对监管者智慧的考量

市场化的询价结果。而长期新股暂停,让投资者打新热情高涨,机构的追捧加上散户的热抢,导致报价未能反映股票的真正价值。

至于老股转让,本身是个好事。监管者的初衷,是希望推动老股东转让股票,增加单只新股在上市首日的供应量,老股东卖得多,买方自然不敢报高价;另一方面,将减持行为与发行价挂钩,限制发行人定高价,如果上市后一段时间内股价跌破发行价,发行人控股股东等责任主体需要按承诺自动延长持锁定期。

不过,事与愿违,深谙此道的老股东们为规避限制套现,选择在发行前大肆高价减持,不仅推高了新股发行市盈率,更让老股转让资金超出募集资金数倍。同样备受争议的券商自主配售权,已成为承销商利益输送的便捷“通道”。

尽管“4号文”紧急拾遗,对发行人的询价、路演过程进行抽查,对发行市盈率高于同行业二级市场均值的公司要求提前三周每周发布一次投资风险特别公告、网下抽查报价过程等等举措来“亡羊补牢”,却也难堵新股发行政策中的潜在漏洞。

一时间,承销商成为众矢之的,上市公司三缄其口,捧着新规“三省吾身”,投资者更是心里没底了。按理说,新的IPO制度改革倡导注册制,即把新股发行的选择权充分交给市场,既然如此,若监管者重新干预新股发行节奏,无异于重回老路,若继续放权,市场价格将不断下跌,投资者信心不足,一切无从谈起。

不论新股发行制度有多少漏洞和不妥,但有一点是肯定的,此次IPO重启后的新股发行,在监管层的初衷是一次对市场化改革的尝试和推进,意在发挥市场的决定性作用,为实行股票发行注册制奠定基础。从理论化的角度看,至少有五点是在向这个理念靠拢,包括审核方式市场化,即监管部门不再替市场判断新股发行人的投资价值;融资方式市场化,发行人可选择股、债或者股债结合等多种融资;发行节奏市场化;发行价格市场化,不再管制询价、定价、配售的具体过程;约束机制市场化,不再行政管控涨幅,而是将减持价与发行价挂钩等。

可惜的是,当这些美好的初衷遭遇新股发行背后那种强大的利益结盟时,立时变了模样,这显然是监管层始料不及的。

1月12日,面对投资者怨声载道的新股集体高市盈率,证监会连夜为新股发行制度打“补丁”,发布了被业内称为“4号文”的《关于加强新股发行监管的措施》,将行业平均市盈率变成为IPO发行定价的一条“军规”,迫使IPO发行定价高于行业平均市盈率的企业知难而退。果然很快就有5家公司提出暂缓发行,而且从本周新股估值看,已将平均市盈率从上周的34倍拉低到30倍。

如此戏剧性的变化,似乎带着某种反讽的意味。新股发行改革本来是作为今

年A股市场化改革重头戏推出的,但最终还是不得不靠行政手段来“理顺”。这种尴尬并非独属监管层,也是中国资本市场的尴尬,昭示着A股市场的改革难度之大。

“新股发行爆棚,是因为大家认识有误区,觉得申购新股没有风险。应该将一级市场的风险提高到与二级市场的风险一样高。建议延长新股申购后的上市时间,可以根据价格的不同延长到一年,甚至二年。”英大证券研究所所长李大霄说。

而更多专家提出,应该加快建立和完善二级市场的退市制度,这将直接提升新股申购的风险警示。比如美国的主板市场,过去的15年间,每年的退市率超过5%,纳斯达克达到8%。而A股,从2007年11月迄今的6年,还没有一家上市公司退市。吐故才能纳新,如果A股如此淤塞,不积食不生病才怪。

应该看到的是,A股市场化改革的大方向没有错,而且还必须继续走下去。但如何放权于市场才是最有效率的?这需要监管者反复思量和拿捏,更是对监管者智慧的考量。不能总摸着石头过河,更不能总是事后勤打“补丁”,搞“急就章”。资本市场关系着千千万万中小投资者的利益。2014年,中小投资者最期盼的是,A股能够与经济发展同步,能够让市场化改革真正给股民带来利益。而这第一步,就是让当下的新股发行尽快能回到阳光下。

猫鼠游戏是动画片里的永恒主题。小时候,我们看的是《黑猫警长》,这里的猫鼠游戏更像是动物世界,猫永远会赢,“一只耳”难得见天日。长大一点后,我们看的是《猫和老鼠》,美国人的片子是成年人童话,这个世界中,汤姆猫永远打不过老鼠杰瑞。

不知道美国编剧是不是也曾经在股市中深度沉迷,才会有如此感悟,但就我们的股市来看,猫打不过老鼠的成年人童话确实已经演了好多年。

上市公司造假上市,画饼融资不断,券商基金无股不庄,鼠仓遍地。虽然每次黑幕拉开,都会有几只老鼠落网,但用不了几年,阶下囚又是一条“好汉”,照样要风得风,要雨得雨。

如此这般的猫鼠游戏,看多了之后真的会想,汤姆能不能赢一次?但正在演绎中的奥赛康告诉我们,你想太多了。

公然的规避锁定限制、巨额套现,完美利用新股发行新规的“墙洞”,要不是监管部门拉了“手刹”,估计中金和他的奥赛康就真这么成功了。

在人类的世界里,猫鼠游戏考验的并非谁有尖牙利爪,而是谁更聪明。在股市这种完全依赖契约、规则来运转的市场中,最聪明的办法只有一个,那就是主导规则的制定。

在电脑世界,可怕的软件设计者预留“后门”,无论你安装什么杀毒软件,只要一个指令,你的电脑就会变成别人手里的“僵尸”。在股市规则制定中,同样如此,“保护中小投资者利益”、“市场化机制配置资源”,说得再好,都会在制度设计上的“后门”面前变成笑话。

股市并非中国的发明,作为后来者,我们在股市的制度建设上为什么不能发挥一下所谓的后发优势?

如果说投资者利益是家里的蛋糕,股市的监管机构理当是家里的猫,吃“主人”给的猫粮,帮“主人”看守蛋糕,对于想偷吃的老鼠,亮出利爪。但如果猫鼠变成一家人,我们能看到的恐怕永远会是《猫和老鼠》,虽然,我们渴望看的是《黑猫警长》。

本版编辑 王薇薇 美编 夏 一

本版邮箱 jjrbjrcj@163.com