

新股发行改革再进一步

优化募投监管 压缩寻租空间

□本报记者 顾鑫

证监会近日发布完善新股发行改革相关措施。分析人士认为,新制度的发布意味着新股发行制度改革在市场化、法治化道路上的又一次迈进,是向注册制改革方向的一次有效过渡。在未来的新股发行制度改革过程中,不排除会根据新情况出台一些更新改进措施的可能性。

优化老股转让制度

在证监会提出的完善新股发行改革相关措施中,进一步优化老股转让制度是对于原先制度的及时调整和完善,一方面对老股转让进行了一定限制,抑制老股套现的冲动,另一方面对于募投监管更加市场化。

分析人士认为,机制变化导致老股转让难度增加。根据新规定要求,老股转让数量不得超过自愿设定12个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量。2014年以来发行的新股,所有网下配售机构投资者锁定期都为0,即新股上市首日立即流通,没有自愿设置限售期的投资者。新规定要求,只有投资者自愿设定12个月及以上限售期,老股才能转让同等数量,如此一来,老股转让难度明显增加,新股上市时流通数量将不变。

证监会表示,适当放宽募集资金使

用限制,强化募集资金合理性的信息披露。新股发行募资数量不再与募投项目资金需求量强制挂钩,但要根据企业所在行业特点、经营规模、财务状况等因素从严审核募集资金的合理性和必要性。允许首发募集资金用于公司的一般用途,如补充流动资金、偿还银行贷款等,但应当说明合理性并详尽披露。分析人士认为,这把募投项目管理的主动权交还给发行人和市场,“超募”概念从此可以告别市场。

北京工商大学教授胡俞越表示,按照市场化理念,募投监管就不应管得太细。募集资金的使用本来就应该多元化,包括可以用来补充流动资金和偿还银行贷款。由于从募投计划的提出到获得融资有一定的时间,而随着时间的变化,项目的盈利预期可能已经发生变化,只要符合股东利益,及时进行调整是可取的。

减少网下配售利益输送

对于网下询价、定价和配售等环节可能存在的不规范行为,证监会也提出了相关新股发行改革完善措施。分析人士认为,此举有利于压缩网下寻租空间。

证监会提出,规定网下投资者必须持有不少于1000万元市值的非限售股份。由证券业协会在自律规则中细化网下投资者需要具有丰富的投资经验、定价能力等条件,对不具备定价能力、未能审慎报价、在询价过程中存在违规行为的列入“黑名单”并定期公布,推动形成具有较高定价能力的投资者队伍。加强规范性要求,增加禁止配售关联方,禁止主承销商向与其有保荐、承销业务合作关系的机构或个人配售。规定公募基金等公众投资机构的配售比例应当不低于其他投资者。在网下自主配售时,承销商对同类投资者配售比例应当相同。

天弘基金认为,将1000万元非限售股份作为门槛,提高了部分纯打新资金

的套利门槛。同时,黑名单制度的设立将净化市场,将部分不具备定价能力和扰乱市场定价者排除在外,提高了新股定价专业门槛。增加自主配售的规定,规避各类关联方,将使自主配售过程更加公平合理。网下自主配售过程中,同一类别投资者获配比例应该相同的规定,杜绝了承销商的违规操作。

重阳投资认为,调整后的网下配售机制可以限制承销商的配售权利,防止过分的暗箱操作。向公募、社保配售40%的网下配售份额是向公众性质机构的倾斜,而保险、年金的优先配售也可以促进网下定价的合理性。这些机构运作更加理性规范,能有效减少网下配售利益输送。

尚雅投资认为,强化对新股配售行为的监管,且网下配售进一步向公募基金倾斜,这反映出监管层旨在增加理性成熟投资机构的配售比例,对目前新股投资的市场投机行为进行事中事后监管,引领股市市场化道路。

利于资本市场健康发展

市场人士认为,此次新政的出台,在保持政策连续性和稳定性基础上,进一步完善了新股发行的各类细节,突出事后监管,强化依法惩处违法违规行为的力度。显示了证监会在新股发行市场化和法制化过程中所做出的努力,这一规定将成为注册制出台前新股发行制度的有效过渡。

国金通用基金认为,完善新股改革相关措施有利于规范后续新股发行行为,保证优质企业通过市场化方式有效筹集资金,也有利于未来资本市场的健康发展。

交银施罗德认为,本次改革对原有

小股票挤泡沫料加快

证监会还提出,健全多层次资本市场体系,全面推进创业板市场改革,对《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》修订稿、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》公开征求意见。下一步,证监会将根据各方意见,对两个办法予以修改完善,适时发布实施,并抓紧完善创业板的各项制度和配套规则。

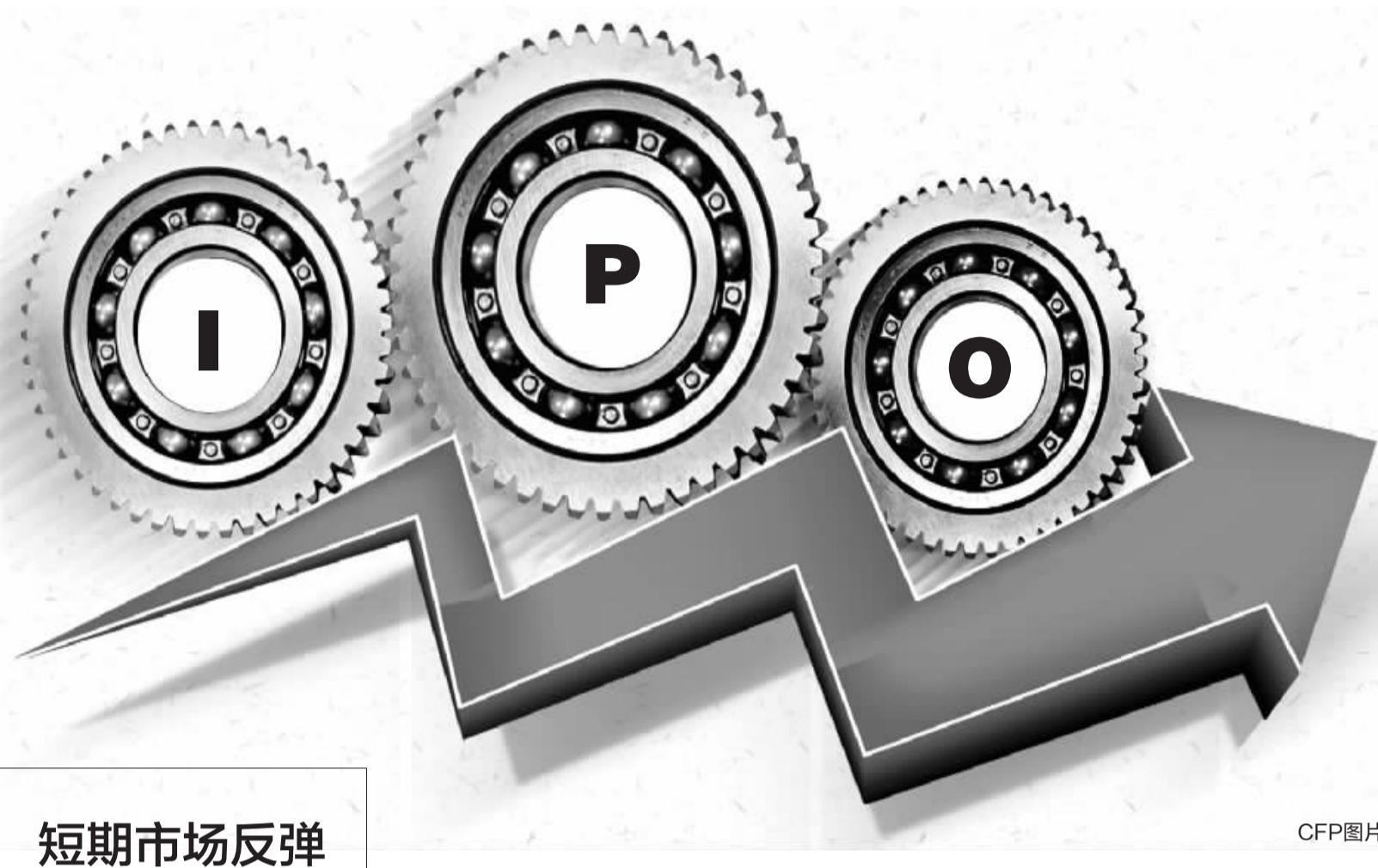
兴业证券报告认为,创业板IPO条件降低,排队上市企业可能进一步增多。首先,降低了盈利门槛,允许收入在一定规模以上的企业只需要有一年盈利记录即可上市,“最近1年盈利,最近1年营业收入不少于五千万元”,不再要求“最近1年净利润不少于500万元”。其次,放宽对增长的要求,增加了对业绩波动的容忍性。不再要求“净利润持续增长”以及“营业收入增长率不低于30%”。第三,简化其他发行条件。将原规定的发行人依法纳税、不存在重大偿债风险、资金占用、关联担保、董监高知法明责、募集资金专户存储等发行条件,调整为信息披露要求。

另外,此次文件出台前,对于创业板再融资并没有明确的规定。因此,创业板再融资非常少,总共仅有22家公司通过定向增发实行再融资。此次再融资规则对

于盈利的要求非常低,94%的创业板公司都满足条件。创业板公开发行只需最近两年盈利,主板要求最近三年盈利并且加权平均净资产收益率不低于6%。

兴业证券报告预计,创业板再融资将以定向发行为主,利用定向发行进行收购兼并增多。第一,因为创业板公开发行和配股还要求最近一期末资产负债率在45%以上,不到10%的创业板上市公司满足这一条件。第二,对于非公开发行股票募集资金用于收购兼并的,最近两年盈利的发行条件也取消了。第三,可以没有锁定期限制。非公开发行股票价格不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的,不锁定;非公开发行股票价格低于发行期首日前20个交易日或者前一个交易日公司股票均价但不低于90%的,锁定12个月;上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联方,以及董事会引入的境内外战略投资者以不低于董事会作出本次定向增发决议公告日前20个交易日或者前一个交易日公司股票均价的90%认购的,锁定36个月。

分析人士还指出,目前创业板估值偏高,需要挤压泡沫,而缩短股票限售时间、增加股票供给将对市场造成压力,小股票的挤泡沫进程预计会加快。



CFP图片

短期市场反弹面临考验

□本报记者 徐伟平

证监会日前对新股发行制度进行微调和完善。分析人士表示,虽然发行制度得以完善,不过新股发行无疑增加了市场的不确定性,短期市场反弹将面临考验。

沪综指上周五以一根放量长阳扭转此前颓势,重新站上2000点整数关口,银行、金融等权重板块强势上攻成为股指反弹的重要功臣,市场再次出现震荡反弹的迹象。不过,后市新股发行可能增加市场的不确定性因素,短期反弹将面临以下三重考验。

首先,资金面会否再念“紧箍咒”,流动性冲击会否再次来临。自IPO重启以来,市场出现持续低迷,期间沪综指一度下破2000点,新股发行产生的资金分流效应是市场短期走弱重要因素。上一轮新股发行的节奏明显较快,期间一度出现8只新股同日密集发布,单周发行30多只新股的情况,市场所受到的冲击很难在短时间内轻易化解。

此外,尽管上次新股发行在网上采取市值配售法,但机构投资者很可能会准备资金参与网下配售,这将对股市形成资金分流效应。本轮发行的新股数量可能更多,对于资金的分流效应可能更强,如果央行维持此前管理流动性操作,继续进行正回购回笼资金,A股资金面可能再念“紧箍咒”。这无疑为市场短期反弹蒙上一层阴影。

其次,供给端冲击会否凸显。新股对于市场的资金分流效应依然存在,市场可能遭遇流动性冲击。此外,新股发行初期供应量的增加并不明显,由于新股和老股的性价比效应,反而助推了创业板的上涨。但是,随着小盘股供应量的增加,创业板中成长股的稀缺性也将降低,供需关系一旦逆转,小股票的炒作就面临极大的泡沫收缩风险,如果市场中赚钱效应最强的小盘股出现熄火,整个市场都将受到显著压制。

最后,“炒新热”会否继续蔓延。作为IPO重启后首只上市的股票,纽威股份上市首日大涨43.49%,几乎达到44%的沪市新股首日上涨幅度上限,表现远远超出市场预期。此后上市的多只股票出现“涨停潮”,显然市场的炒新热情极度高涨。不过,近期IPO重启以来上市的这批新股却明显降温。3月以来,跌幅超过10%的次新股有11只,其中易事特下跌23.23%,金轮股份下跌22.31%,友邦吊顶下跌17.46%,而纽威股份上周五甚至创出18.58元的上市新低。在沪深两市维持弱势格局的背景下,炒新热潮会否继续蔓延成为市场关注的焦点,如果出现股票破发的情况,市场情绪无疑会遭受重创。

分析人士指出,目前创业板估值偏高,需要挤压泡沫,而缩短股票限售时间、增加股票供给将对市场造成压力,小股票的挤泡沫进程预计会加快。

新股配售回拨机制完善

散户“打新”中签率或提高

□本报记者 毛万熙

证监会日前出手完善新股发行过程中的询价、定价以及回拨机制,使之进一步向公众投资者、公募基金等机构倾斜。对于直接或间接参与“打新”的中小投资者而言,分享资本市场红利的需求将得到进一步满足。

小散打新中签率或提高

IPO重启再次点燃中小散户“打新”的热情。此前监管机构也考虑到投资者的巨大需求,专门设计了网下至网上的回拨机制。据统计,本轮IPO重启后,在已经完成发行并上市的48只新股中,有44只启动回拨机制;18只回拨比例达到20%,26只回拨比例达到40%。48只新股实际网上发行量占比平均61.81%,网下发行量占比平均38.19%,网上是网下的1.61倍。

然而,在散户、机构“火力齐开”的情况下,资金实力本就比拼不过机构的中小散户中签率仍然不高。在2013年末发行的纽威股份、全通教育等5只新股平均中签率仅为1.29%。

面对中小投资者旺盛的“打新”需求,证监会发言人日前表示,考虑到广大中小投资者的认购需求十分旺盛,本次政策微调增加网下向网上回拨的档次。将增加网下向网上回拨的档次,对网上有效认购倍数超过150倍的,要求网下保留的数量不超过本次公开发行量的10%,其余全部回拨到网上。兴业证券表示,此举使新股发行过程中的回拨机制得到完善,向公众投资者倾斜,可进一步满足中小投资者的认购需求。

在网上供给总量将增加的情况下,虽然中小投资者的中签率有望得到提高,但是“逮到不一定就是赚到”。兴业证券认为,此前由于严格限制超募及老股转让比例带来的定价扭曲,一二级市场存在差价,新股上市首日即遭爆炒。此次证监会规定将放开超募约束,新股价格完全由市场决定,一二级市场价格缩窄,新股套利机会将消失。

分析人士表示,投资者不可一味追求中签率,应慎重甄别新股,对新股的基本面、题材、成长性等因素做

出理性判断,防止遇上“破发”。

网下配售倾向公众投资机构

由于本轮IPO重启后“打新”门槛提高,不少个人投资者选择通过专业“打新”的基金等机构间接参与“打新”。证监会此前出台的新股发行改革意见已向公募基金等倾斜,“剔除高申购报价”、“二级市场价格约束”等新政策都让基金在“打新”中占尽先机。意见规定,公募基金和社保基金的网下配售比例不低于40%。

此次证监会对新股发行改革的完善举措使询价、定价更加公平。证监会要求网下配售进一步向具有公众性质的机构倾斜,公募基金等公众投资机构的配售比例应当不低于其他投资者。在现行向公募和社保基金优先配售40%股票的基础上,发行人和承销商再安排一定比例的股票优先配售给保险资金和个人年金。

证监会此次还出台更为细致的措施,防范网下配售过程出现“猫腻”。证监会新闻发言人表示,网下非个人投资者应以机构为单位进行报价,防范同一机构不同产品梯次报价,博入围概率。在网下自主配售时,承销商对同类投资者配售比例应当相同;增加禁止配售关联方,禁止主承销商向与其有保荐、承销业务合作关系的机构或个人配售。

证监会还进一步明确证券业协会加强对网下投资者的自律监管职能,对不具备定价能力、未能审慎报价的、在询价过程中存在违规行为的,列入黑名单定期公布,在一定期间内禁止其参与网下发行。

针对媒体反映的网下投资者定价能力参差不齐问题,证监会将不断提高网下投资者的定价能力和报价水平,充分发挥其价格发现作用。要求网下投资者需具有丰富的投资经验和定价能力,证券业协会要从投资者的研究力量、估值模型及能力、投资决策程序等方面对其定价能力进行细化界定。

证监会新闻发言人表示,为过滤掉一部分纯粹打新的投机者,网下投资者必须持有不少于1000万元市值的非限售股份,杜绝专业网下“打新”。

提升市场秩序 形成合理定价

□交银施罗德基金

证监会日前就完善新股发行改革的相关措施进行了详细说明,根据前期新股发行过程中遇到的一些问题做了改进。自今年重启新股发行以来,各项措施不仅得到了投资者积极的评价,证监会在发行过程中强化过程监管和事后问责的导向也被广泛认可。

面对前期出现的一些问题,监管层及时作出反应,在老股转让制度、规范网下询价和定价行为、满足中小投资者认购需求、强化配售行为监管和加强事中事后监管方面做出进一步的完善。此外,对于创业板公司的上市条件也做了进一步放宽。无疑,这样的改进将进一步提升市场秩序,有利形成合理定价,同时将为资本市场的运行提供有效的制度保障。

今年年初,随着IPO开闸,修订后的新股发行管理办法开始实施。在坚持市场化改革的导向下,新股发行制度实际上是更多结合这几年资本市场的变化而作了相应调整和改进。然而,这一发行制度的初衷却被部分市场参与者钻了空子。

首先,在老股转让方面,个别上市公司利用IPO首发对超募资金的限制大量出售老股,企图套现获利。

其次,新股发行过程中存在部分发行价过低及潜在的利益输送可能,伴随上市后二级市场巨大的涨幅,能拿到新股的投资者获利颇丰,这一方面使得寻租的空间加大,另一方面也使得炒新的氛围浓重。询价和定价离真正的市场价格甚远,上市溢价率的高企即反映了定价过程存在的一些不完善。再次,中小投资者中签率仍然偏低,参与网下配售的部分非公募类关联方机构投资者和老股东则更多成为受益者,网下向网上的回拨仍有待完善。

面对上述问题,进一步推进和完善改革措施是非常必要的。当然,改革的方向并不是一味简单的“市场化”,而是合理界定“政府-市场”的作用和地位。市场固然在定价和承销过程中占据主导地位,一些合法合规的市场行为也应当获得足够的自由,但在制度和相应法律尚不完善的市场环境中,市场的自由未必能够有效施展。在这种市场环境下的自由行为,反而会导致市场秩序的混乱和市场机制的失灵,尤其是在波动较大的金融市场中更是如此。

证监会将对市场反馈及时作出的修正和完善,本次改革对于原有的问题一对症下药,及时在短短一个多月的时间内采取措施回应,纠正了此前少部分投资者恶意利用规则的极端行为。