

# A股市场已进入自我修复自我调节阶段

市值申购配售影响正面 新股定价应进一步市场化

□申万宏源证券承销保荐有限责任公司

11月6日，中国证监会宣布完善新股发行制度并重启新股发行，标志着A股市场已进入自我修复、自我调节阶段，恢复证券市场融资功能并保持合理适度的新股供给，有利于增加市场活力，促进市场持续健康发展。

基于解决新股发行过程中突出问题、保护投资者合法权益的原则，中国证监会此次改革推出了完善新股发行定价机制、取消新股申购预缴款等举措，是对近年来的新股发行体制改革的进一步深化。

## 对市场带来积极影响

中国证监会此次改革坚持网上市值申购的同时，取消了新股申购应当全额预缴款即资金申购的规定，改为确定配售数量后再进行缴款，新股在申购配售制度上从资金申购配售全面转向市值申购配售。其积极影响主要体现在以下三个方面。

一是消除巨额资金打新，有利于吸引场外资金和维系场内资金。资金申购配售带来的巨额资金打新、资金大搬家、利率飙升现象，历来备受市场诟病。2015年6月初，25家公司集中发行时，冻结资金峰值为5.69万亿元，而投资者配售所需资金仅为414亿元；而2014年，每遇有新股申购，回购利率动辄飙升30%，有时甚至达到50%。以市值申购配售替代资金申购配售后，上述问题将迎刃而解。

实施市值配售的初衷，在于降低投资者申购成本，使二级市场投资者享受新股溢价收益，吸引部分一级市场资金进入二级市场，有效阻止场内资金“撤离”，起到稳定市场的作用。市值申购配售能否发挥作用，关键在于投资者对二级市场投资价值判断，以及新股定价水平和一二级价差的大小。

市值申购配售在十几年前的新股发行中就实行过，当前特定的一、二级市场条件下，市值申购配售制度重出江湖，反映了管理层因应市场变化和对二级市场的呵护用心。

二是配套安排考虑到了中签率大幅降低和申购者放弃缴款等问题。市值申购配售制度下，申购成本大大降低，相应地投资者数量也急剧扩大，“中签难”很快就会成为现实问题。2015年发行的192家公司，网上中签率平均为0.53%，而2002年5月新股市值申购配售后，网上新股中签率逐步下滑到万分之几。为避免网上中签率过低令制度作用快速丧失，中国证监会此次改革强调新股申购应为投资者自主决策、自担风险、自负盈亏的真实行为，增加了网上投资者应自主表达申购意向，不得全权委托证券公司进行新股申购的规定。鉴于市值不会全部被程序化地用于新股申购，预计网上中签率会达到一个较低的均衡水平。

对于网上投资者连续12个月内累计出现3次中签后未足额缴款的情形，此次改革建立了约束机制，规定其6个月内不允许参与新股申购。鉴于网上投资者申购约束机制相对较为温和，为避免包销和发行中止的声誉风险，建议承销商应协调券商经纪委务部门做好网上投资者缴款通知工作；另外，应考虑由证券交易所或登记结算机构向承销商提供项目中签投资者的券商、席位发布信息。

对于网下投资者，受回拨机制影响，“网下发行量占比仅为10%”在一段时间内将成为常态，网下配售率降低幅度将与承销商对入围价格区间的控制程度相关。

三是投资者关联关系核查工作量大增等问题应引起充分重视。新股发行中，主承销商和发行人应对获得配售的网下投资者进行核查，确保不向关联方可能导致不当行为或不正当利益的投资者进行配售。此次改革延续了这一规定。此次改革将令网下投资者大幅增加，不排除承销商为规避核查风险延长发行中核查周期，或者进一步缩小定价时的入围价格区间，使几分钱甚至是一分钱的人入围价格区间经常出现。

为减少核查工作量，提高发行效率，建议关联关系核查应进一步明确边界，即重点仍放在配售前对拟配售对象的核查上，简化报价阶段对所有参与报价投资者的初步核查。建议自律组织应尽快建立网下投资者信息库，由已备案的网下投资者上传机构（或个人）和产品信息并由其及时更新，承销商在发行时下载信息进行核查即可，可避免网下投资者多次向不同承销商提供核查资料。

同时，与市值申购配售制度相适应，建议考虑授权承销商可以适当提高网下投资者持有的市值门槛（目前规定网下投资者在报价时应当持有不少于1000万元市值的非限售股份）。

## 新股定价应适时进一步市场化

定价制度是新股发行制度的核心。新股定价，直接影响新股相关利益的分配和资源配置的效率。预计新股定价还将适时进一步市场化，这有望成为下一步决策层和资本市场各界关注重点。新股定价市场化积极效果体现在以下两方面。

一是直接定价可缩短发行时间提高发行效率。2014年以来已发行上市的317家企业中，31%的企业新股发行数量在2000万股以下。此次改革，规定对公开发行股票数量在2000万股（含）以下且无老股转让计划的，应通过直接定价的方式确定发行价格，全部向网上投资者发行，不进行网下询价和配售。直接定价将自此落地，这有利于降低中小企业发行成本，提高发行效率。

新股定价市盈率整齐划一的背景下，2014年以来多数小盘股发行已不再安排路演推介，询价过程完全形式化，但实施直接定价仍然能缩短一周左右的发行时间。因为直接定价对承销商的定价能力有较高要求，在市场化定价情形下，承销商也会在非正式的征询投资者意向后，才会与发行人协商确定价格。因此，建议将强制实施直接定价改为由承销商和发行人选择实施。

二是券商包销有利于平衡发行人和投资者关系。此次改革实施市值申购配售，并改为确定配售数量后再进行缴款，可能出现中签和获配投资者忘记甚至是放弃缴款等问题。在暂无二次配售等其他安排时，一定会带来承销商包销情形。为便于承销商管理承销风险，此次改革规定网上和网下投资者缴款认购的股份数量合计不足本次公开发行数量的70%时可以中止发行。但考虑到发行人意愿，故安排包销资金和处置包销股票将成为承销商必要“功课”。建议考虑相应的规则和技术配套，允许承销商选择包销，或根据发行公告中明确的规则转配售给有需求的网下投资者。

目前新股定价水平较低造成一、二级市场价格差仍然较大的情况下，承销商仍然乐于赚取少量的新股包销收益。但新股定价进一步市场化后，在投资者和发行人的双重压力下，承销商新股定价能力和风险管理将成为重中之重。新股定价与包销互相作用，将直接影响公司新股承销项目的收入利润甚至亏损与否，承销商风控部门会更重视新股定价的话语权。这也有利于定价的市场化。

## 恢复资本市场造血功能

## 助力实体经济转型发展

□中信建投证券

中国证监会日前正式宣布完善新股发行制度，并重启首次公开募股（IPO）。

今年六七月A股异常波动，在综合采取了包括暂停IPO在内的多种措施后，市场恐慌情绪得到遏止，避免了系统性风险发生。近期，随着习近平主席、李克强总理等党和国家领导人不断向市场传递全面深化改革的决心和部署，以及十八届五中全会公报保持经济中高速增长、全面建成小康社会等目标要求的提出，市场信心逐步恢复。在此背景下，此轮重启IPO意义重大，既有利于恢复资本市场基本的融资功能，推动“大众创业、万众创新”战略进一步落实，同时对推进经济发展、促进经济转型升级、降低经济运行风险和资本的市场健康发展有着积极意义。

第一，重启IPO有助于激发实体经济和资本市场活力，充分的股权资本融资是企业获得银行信贷的基础，也是金融体系可持续发展的内在要求。在中国经济改革进入“深水区”的关键时刻，充分调动民间资本力量、大力发展民营经济、支持中小微企业发展成为改革的重中之重。全国政协十二届三次会议新闻发布会上有一组数据：中小微企业对国内生产总值（GDP）的贡献超过65%，税收贡献占到了50%以上，出口超过了68%，吸收了75%以上的就业人员。因此，银行之外，更需要发展直接融资体系，尤其是资本市场。此次重启IPO将在很大程度上解决中小微企业的融资困难问题，为实体经济健康发展注入新的活力。

第二，重启IPO有助于优化我国金融

市场的融资结构，也有利于资本市场健康发展。我国直接融资比例远远低于发达国家，而且这一比例还在持续下降。相反，发达国家的直接融资比重，从20年前的60%左右开始逐步增长，美国最高曾达到82%。原来以传统商业银行贷款为主要融资方式的日本和德国，直接融资比例也已经上升到70%以上。发展中国家从20年以前的40%左右一路上升，目前直接融资比例远高于我国。目前我国金融改革的目标之一，就是推动金融结构在未来3—5年或者5—10年之间发生根本性、趋势性的变化。因此重启IPO是大势所趋，符合资本市场发展的客观规律。

第三，重启IPO有利于推进大众创业、万众创新，为社会创造更多财富，促进我国经济的转型升级。在我国金融领域，银行业占有主导地位，其资金性质和风险偏好决定了银行等间接融资机构难以满足“资产轻、高风险”的中小创新企业融资需求。要帮助创新型企业和融资渠道，支持国家“大众创业、万众创新”的发展方针，就必须大力发展IPO及其他股权融资，它是激励企业创新的最佳方式。只有长期健康稳定的股票交易市场才能吸引更多的股权投资者为我国创新、创业提供充足资金，才能使创新创业企业获得匹配的资金支持，为社会投资者投资股权创造先决条件。另一方面，需要调动创业、创新者的积极性，过去几年，以创业板为代表的创业、创新企业受到资本市场追捧，财富效应显著，一批境外上市的创新企业纷纷启动回归A股进程。重启IPO，可降低创业、创新过程中的风险，有利于加快新产业、新业态和新动力的孕育。

第四，重启IPO是我国经济结构调整、产业升级和经济转型的客观要求。与银行信贷的间接融资相比，股票市场直接融资具有分散风险的优势，更适应大规模融资需要，它通过市场动态定价机制和换股等方式促进企业并购和存量资本调整。相较于银行中长期贷款的抵押要求，使信贷向房地产、制造业和地方政府项目倾斜，加剧产业结构失衡；而且银行中长期贷款大都支持增量投资项目，无助于存量资产的结构调整。因此IPO等股票融资市场的发展可以更好地适应农业、高新技术产业和轻资产服务业的融资需求，促进行业领先企业以超常速度做大做强，并通过企业并购等方式促进产业的重组和升级。

第五，有利于降低国民经济整体杠杆率水平，降低经济转型过程中的中风险。“十三五”规划建议明确提出“提高直接融资比重，降低杠杆率”。自2008年国际金融危机以来，我国经济进入了持续加杠杆过程，根据《中国资产负债表2015》，非金融企业的资产负债率由2007年的54%上升至2014年的60%，非金融企业负债占GDP的比重由2007年的19.5%上升至2014年的31.7%，加杠杆趋势十分明显，与国际相比，非金融企业的杠杆率过高。鉴于目前我国经济主体资产负债率已处于较高水平，继续加杠杆空间有限。重启IPO，将带动天使、VC和PE（私募和风投）等股权投资为主的资金进入实体经济，拓展小微企业的发展空间和促进大型企业转型升级，这对降低国民经济整体杠杆率水平、降低经济转型过程中的风险具有重要的意义。

综合来看，重启IPO对恢复资本市场造血功能，对资本市场、对实体经济均有

积极意义；另一方面，也应该看到，短期内重启IPO对A股二级市场走势不会造成实质冲击。

首先，影响A股二级市场走势的因素很多，例如上市公司整体的经营状况、经济运行周期、货币政策、财政政策及产业政策等基本面因素，以及资金供求等市场面因素，其中根本性因素是经济基本面。新股发行对A股二级市场的走势的影响到底有多大，曾有业内人士从收益率、波动率、换手率等三个维度对上证指数进行考察，发现新股发行对指数的波动率和换手率的影响非常不显著，几乎可以忽略其影响。

其次，此次重启IPO并非简单重启，而是发现弊端之后做出的慎重决定，对多项新股发行制度进行了优化和完善，是新一轮新股发行制度改革。这样的改革更能增强资本市场对实体经济的支持力度，有利于资本市场长期健康发展，目前市场流动性整体宽松，但好的投资标的资产却较为稀缺，因此，只要继续向市场传递市场化、法制化改革的信心和部署，重启IPO不会对二级市场造成冲击。

再次，常态化审核发行、股票充分流通均有利于促进真正的市场化，通过市场自身遴选确保存量上市公司是我国经济中最优秀的企业群体。A股市场到底有多大，容量范围内到底保留哪些优秀的上市公司，通过“有进有出”，交给市场自身去遴选，这才是对投资者最大的信任和保护。“问渠哪得清如许，为有源头活水来。”长远来看，重启IPO，遴选优秀企业上市，为二级市场增加了源头“活水”，为股民提供了更多选择，有利于拓宽居民投资渠道，促进居民财富的积累以及保值增值。

## 三大亮点彰显新股发行制度改革市场化特征

□第一创业摩根大通证券有限责任公司

中国证监会11月6日召开新闻发布会，宣布将在完善新股发行制度之后重启首次公开募股（IPO），并同步公布《首次公开发行股票并上市管理办法（修订草案）》《证券发行与承销管理办法（修订草案）》等办法，向社会公开征求意见。新股发行体制改革再次成为市场关注焦点。

由于相关准备工作需要一定时间，中国证监会决定先按现行制度恢复暂缓发行的28家公司IPO，其中已进入缴款程序的10家公司预计两周后进行，剩余18家也将在年内分批发行。总体来看，此次重启IPO以及新股发行制度的进一步完善，虽在意料之外，同时又是情理之中。今年7月初，中国证监会出于稳定资本市场的考虑，在A股市场出现异常波动的情况下决定暂缓新股发行，4个月后便恢复并重启IPO，这表明A股市场已逐步走出大幅波动的“非正常”状态并已恢复正常，为后续新股发行体制改革的不断深化以及注册制的推出奠定了良好的基础。

2004年IPO询价制度推出以来，A股市场经历的数次IPO暂停与重启，基本都伴随着新股发行制度的不断改革与完善，IPO制度总体也在向市场化方向推进。此次完善新股发行制度可以说是最具市场化导向的“跨越式”变革，各项举措亮点颇多，既体现了我国新股发行制度正在与国际资本市场逐步接轨，也为我国注册制的正式推出创造良好的示范效应。其中，以下三方面改革举措充分体现了此次新股发行制度改革的市场化特征。

一是此次改革进一步贯彻了以信息披露为中心的监管理念，将一部分基于审慎监管要求增加规定的发行条件调整为信息披露要求，包括不再将“独立性要求”和“募集资金使用”作为发行上市的门槛，而相应调整并加强对有关信息的披露要求。通过市场化的信息披露强化约束，淡化了IPO监管审核的硬性要求，也为未来注册制的正式推出作出有益尝试。

二是明确公开发行2000万股以下且无老股转让计划的小盘股，发行一律取消询价环节，改由发行人和主承销商协商定价，直接向网上投资者定价发行。此举将

赋予主承销商更多的权利和责任，相较于现行IPO中所普遍采用的询价方式，定价发行，更有利于降低发行成本并缩短发行周期；另一方面，这也对主承销商的定价能力提出了更高要求。

三是取消现行新股申购预先缴款制度，即在坚持目前网上按市值申购的前提下，网上、网下符合申购条件的投资者在申购时无需按其申购量预先缴款，而是待其确认获得配售后，再按实际获配数量缴纳认购款。此举直接针对A股市场“巨资炒新”这一中国特色现象，目标则是化解因打新造成的长期资金矛盾，缓解新股巨额资金申购对货币市场乃至对二级市场带来的扰动，维护金融市场稳定。事实上，取消预缴款制度也是国际市场通行惯例，此举使得我国A股IPO直接与国际市场接轨。

值得一提的是，此次新股发行制度改革在市场化方面进行了诸多有益尝试，并充分考虑到制度变革可能带来的负面影响。其中，针对取消预缴款制度，中国证监会拟建立网上投资者申购约束机制，即规定网上投资者连续12个月内累计出现3次中签后未足额缴款的情形时，6个月内不

允许参与新股申购，同时也明确了网下投资者缴款认购不足70%可以中止发行的预防措施。由于上述约束机制主要针对的是网上个人投资者，6个月内不允许参与申购的限制对于个人投资者影响相对有限，而上述约束机制的真正落地又与国内个人诚信制度以及整个金融体系的诚信系统建立密不可分，预缴款制度取消后如何有效地规范网上投资者的申购和缴款并规避可能的违约风险，还需要进一步落实。

事实上，自重启IPO消息传出，各方机构对此次新股发行制度改革密切关注，并进行了广泛讨论，市场普遍对市场化导向的发行制度改革持欢迎态度。尽管此前历次的IPO重启都曾伴随市场波动，但作为最重要的直接融资渠道之一，A股重启IPO不仅不会成为股指上涨的阻碍，反而为资本市场增添新活力，为牛市行情奠定稳步基础。预计随着新股发行制度改革的逐步深入以及未来注册制的正式推出，此次新股发行制度的市场化导向，必将为中国资本市场的长期良性发展创造新的机遇与前景。

## 彰显监管层对资本市场信心

□招商证券投行部 陈浩

除各项障碍，坚定不移推进注册制改革的决心。

此次完善新股发行制度的一系列“组合拳”，承上启下，循序渐进，体现了监管层对新股发行制度改革的高屋建瓴和巨大耐心。此次改革的各项举措稳健而有效，和以往历次新股发行制度改革一脉相承，反映了监管政策的延续性和一致性。2015年7月初，由于A股市场异常波动，已经启动新股发行程序的28家公司暂缓发行，首发企业的初审会、发审会等会议随之暂缓安排。经过几个月来的调整和恢复性上涨，目前A股投资者信心一定程度上得到重塑，去杠杆化、清理

场外配资、完善程序化交易等防范资产市场系统性风险的工作基本结束。在此背景下重启新股发行，逐步恢复资本市场融资功能水到渠成，是顺应市场需求的必然选择。此次中国证监会重启IPO并保持合理适度的新股供给，有利于增加市场活力，增强市场功能，积极稳定、修复和建设市场，促进市场的持续健康发展，彰显市场监管者对中国资本市场长远发展的信心。

此次改革将一部分基于审慎监管要求而增加的发行条件调整为信息披露要求，体现了以信息披露为中心的监管理念，突出了发行审核重点，有利于通过信

息披露强化约束，维护投资者合法权益。同时改革再次强调发行人是信息披露的第一责任人，保荐机构、会计师事务所等中介机构承担核查把关责任，投资者自主判断发行人投资价值。这一调整向市场进一步明确监管审核工作重点将持续关注信息披露的齐备性、一致性和可理解性，发行人的质量优劣和投资价值由市场决定，监管部门不对其“背书”，也不对持续盈利能力做判断。相信只要市场各方精诚团结，坚持市场化方向，持续坚决推进注册制改革，具有中国特色的公平、理性、成熟、高效的资本市场必将成为推动中国经济持续稳定发展的强大助力。

## 华夏基金：利于资本市场中长期健康发展

□本报记者 王小伟

华夏基金管理有限公司投资研究部相关人士8日指出，中国证监会重启新股发行、进一步完善新股发行制度呈现多重亮点。此次新规针对上一轮新股发行过程中出现的问题，推出多项措施予以积极完善；同时重启（首次公开募股）IPO，有助于恢复A股直接融资功能，利于中国资本市场中长期健康发展。

该人士表示，此次新规针对巨额打新

资金，取消现行新股申购预先缴款制度，更改为确定配售数量后再进行缴款，监管理念与海外成熟市场进一步接轨，将有利于提高资金利用效率，避免前期新股申购冻结资金对市场利率的冲击。此外，新规下打新资金门槛限制降低，打新收益率或将下行，对股市资金面影响进一步减小。因而，从资金面看，新规有助于避免打新对银行间市场与股票市场造成“抽血效应”。同时，新规要求公开发行2000万股以下的小盘股发行一律取消询价环节，由

发行人和主承销商协商定价，直接向网上投资者定价发行。此举有助简化发行程序，提升发行效率，切实有效降低中小企业融资成本。除上述两项新规外，新股发行制度亦围绕强化中介机构责任、加大投资者合法权益保护等方面提出对应措施。

此外，由间接融资转向直接融资，是我国资本市场发展大趋势，为实体企业提供直接融资，也是二级市场的基础功能。重启IPO，通过新股发行推动资金流动，为实体企业发展配置资本，也有利于改善

市场融资结构。尤其当前宏观经济处于下行周期，银行借贷现象突出，间接融资的实际成本仍然偏高，重启IPO能有效改善企业融资难题。

华夏基金指出，符合市场需求的新股发行，不仅是资本市场正常、稳态运行的前提，也是资本市场反哺实体经济的切实保障。建议投资者对于重启IPO无需过度担忧，相应回避更加关注重启IPO对于增强市场活力、改善融资结构以及推动实体经济的作用。