

浅析《进一步推进新股发行体制改革的意见》

姚泽力 电话：(86) 18600575728

邮箱：zeliyao@126.com

引言

在几次叫嚷着“狼来了”之后，市场担心的 IPO 靴子终于迎来了落地的时刻。11月30日下午3点整，证监会突然召集各方召开发布会，发布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，与此同时，优先股相关政策也得以公布。此次《意见》的发布透露出两大关键点，一是，一是自2012年11月2日浙江世宝 IPO 以来，暂停超过1年的新股发行将在明年1月份重启；二则是新股上市审核机制改革取得关键进展。

一、事件

证监会11月30日下午举行发布会，发布关于《进一步推进新股发行体制改革的意见》。证监会新闻发言人邓舸表示：证监会制定并发布了关于进一步推进新股发行体制改革的意见，这是逐步推进股票发行由核准制向注册制的重要步骤。《意见》主要说明了以下的几点问题：

《意见》中明确监管部门在合规性审查，发行风险和价值由市场和投资者判断，新股何时发行，如何由发行市场自主决定，发行价格要真实的反应供求关系。

《意见》突出以信息披露为中心的监管理念，加大信息公开力度和审核力度，提高新股发行各个层面，各个环节的透明度，努力实现全过程的监督。

《意见》明确了发行人和中介机构等服务机构人员在发行中的独立主体作用，发现发行人等存在重大违法行为，发行人及中介机构必须依法赔偿投资者损失，其执业情况会公示。

《意见》发布并不意味着监管放松，将突出监管部门事中事后监管，严格执法，对发行人、大股东、中介机构发现违法违规的将终止审核，并移交相关机构，维护市场原则。

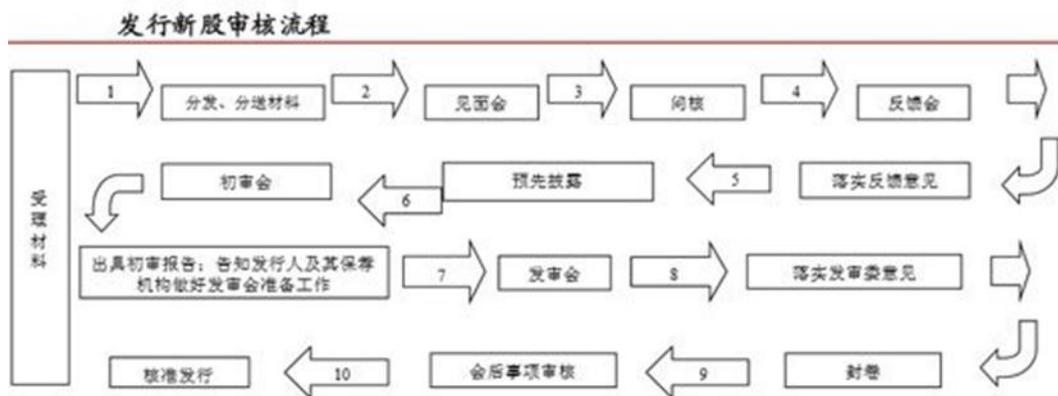
二、历次 IPO 重启

次数	时间	空窗期	前后发行股票	大盘当日表现	一周后表现	备注（背景）
第一次	1994. 7. 21- 1994. 12. 7	五个月	粤宏远 A/中炬高新	上证综 指跌 1. 06%	重启一 周内跌 幅为 3. 56%	窗口期大盘一度快速跌落至 325. 89 点，随后展开一轮大幅度上涨和回调。IPO 重新启动后，未能阻挡大盘继续探底，到 1995 年 2 月股指探底至 524 点。
第二次	1995. 1. 19- 1995. 6. 9	五个月	仪征化纤/创业环 保	上证综 指下跌 2. 07%	周跌幅 为 0. 96%	1994 年 12 月 IPO 重启后仅一个月即告再度暂停。这次暂停期间，大盘一度在三个交易日内从 580 点涨到 926 点。至新股发行恢复时，大盘又回调至 700 点。
第三次	1995. 7. 5- 1996. 1. 3	六个月	东方电气/黔轮胎	当日上 证综指 微涨 0. 33%	一周微 跌 0. 7%	此次 IPO 暂停距上一次也仅有一个月时间，暂停期间股指先后走出两拨小幅上涨行情，但之后一路下滑直至 1996 年初。黔轮胎的新股发行后，大盘很快到达阶段性底部 513 点。此后股指一路走高，展开一轮大牛市，至 1996 年底时股指已经升至 1259 点附近。
第四次	2001. 7. 31- 2001. 11. 2	三个月	上海能源/华联综 超	上证综 指微跌 0. 16%	一周内 微涨 0. 59%	这是进入本世纪以来的第一次 IPO 暂停。当年 6 月，国有股减持方案出台，“市场价减持国有股”招致市场猛烈的抛压，上证综指从阶段高点 2245 点开始一路下泄。期间证监会完全停止了新股发行和增发。10 月 22 日国有股减持被叫停，市场一度上涨，11 月

						2日IPO重启。但到12月股指再度向下，并自此开始了长达5年的熊市，直至股权分置改革实施。
第五次	2004. 8. 26- 2005. 1. 23	五个月	双鹭药业/华电国际	上证综指下跌 0.81%	一周内 上涨 0.52%	证监会于当年公布了试行IPO询价制度，在正式方案出台前，IPO被暂停。这次IPO暂停时，A股仍处在2001年以来的熊市当中。由于新的询价制度对当时的股价形成不小的冲击，扩容也对市场造成一定，因此暂停发新并没有给股市带来强势逆转。
第六次	2005. 5. 25- 2006. 6. 2	一年	三花股份/中工国际	上证综指上涨 0.75%	一周涨幅达 1.98%	这是A股历史上最长的一次IPO空窗期。由于股权分置改革，IPO暂停了一年时间。这一轮空窗期开启后不久，上证综指跌至历史低点998点。空窗期进入尾声时，股指开始大幅度回升。空窗期结束后，中国银行、工商银行、中国国航、保利地产[微博]、大秦铁路先后上市，A股最终迎来了史上最大一轮牛市。
第七次	2008. 12. 6- 2009. 6. 29	八个月	上海电气/桂林三金	上证综指下跌 0.29%	一周涨幅达 2.08%	A股在经历了6124点的疯狂之后一路下行，金融危机以及新股大量发行导致市场暴跌，至2008年12月时已经下跌了一年多。进入2009年后，市场一度走出2008年至今最大的一波反弹行情。IPO在2009年6月末重启，助推股指在一个月后站上3478点。但此后股市一路阴跌，至目前徘徊在2000点附近。

第八次	2012. 11. 3- 2014. 1	十三个 月	浙江世宝/ 浙江世宝	上证综 指下跌 2. 67%	浙江世宝发行之 后，证监会开 展声势浩大的 IPO 自查与核 查运动，IPO 事 实停止，2014 年 1 月将重启
-----	-------------------------	----------	---------------	----------------------	--

三、“IPO”改革历程



新股发行改革多年，审核机制备受挑战。上世纪 90 年代我国最早的 IPO 采用的行政审批制。2000 年以后到 2006 年，IPO 采用核准制。2006 年开始，IPO 制度变成了询价制。自此新股 IPO 主板实现市场化，2009 年之后 IPO 规定逐步在探索中完善。

询价制阶段 2009 年 6 月的第一次改革完善了询价和申购报价约束机制，消除了一级和二级市场的巨大差价，减少了大量资金云集在一级市场追逐无风险暴利，限制了资金量较大的投资者网上认购规模和机构投资者在网下、网上认购的特惠地位，提高了认购的公平性和中小投资者的中签率。但是定价市场化之后出现了一些股票高价格、高市盈率发行，由此导致了超募资金及新股上市破发的问题。随后 2010 年 8 月的第二次改革扩大了询价对象，完善中止和回拨机制，但从效果看，依然存在新股高价发行、告示率和超高募资金的“三高”现象。

前两个阶段的改革将完善询价和申购报价的约束机制作为改革的重点内容之一。而 2012 年 4 月的第三次改革和前两次相比，在涉及面和力度上更加广泛，更加有深度。2013 年 6 月的第四次改革坚持市场化、法制化取向，进一步理顺发行、定价、配售等环节的运行机制，提出了券商自主配售权，拉开了资本市场改革的序幕。但遗憾的是，此次改革没有涉及审核机制改革，因而被市场批评为“没有触及灵魂”的改革。特别是监管层对万福生科造假案的严惩，

已经清楚表明了发审委并不具备替市场把关的能力。

四、《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》之我见

多数市场分析人士认为，传了无数次的 IPO 靴子落地，尽管在一定程度上会对市场带来心理压力，不排除 A 股市场将会有所震荡；但与此同时，证监会同时也表示要稳妥推进优先股试点工作，此举在一定程度上给市场带来一定的提振，进而抵消 IPO 利空的强大冲击。

第一，首推老股转让措施。

发行人首次公开发行新股时，鼓励持股满三年的原有股东将部分老股向投资者转让，增加新上市公司可流通股票的比例。老股转让后，公司实际控制人不得发生变更。老股转让的具体方案应在公司招股说明书和发行公告中公开披露。

证监会表示，推出老股转让措施，允许首发时公司股东向公众公开发售存量股份，一是可以增加新上市公司可流通股数量，缓解单只股票上市时可交易份额偏少的状况；二是推动老股转让股票可以对买方报高价形成约束，进一步促进买卖双方充分博弈，促进新股合理定价；三是推出老股转让可以缓解“超募”问题；四是缓解股票上市后，老股集中解禁对二级市场的影响。但是没有将优先股制度与新股改革同步进行。目前的新股改革主要局限在解决新股发行的“三高”问题，而没有触动导致长期熊市的股权弊端——一股独大，没完没了的新的大小非减持，倾斜于利益集团利益。

第二，强化中介机构职责。

中介机构是证券市场的看门人，中介机构的尽职履责情况直接决定发言人信息披露的质量。为推动中介机构进一步尽职履责，《意见》提出的措施主要有：明确保荐机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券服务机构及人员在发行过程中的独立主体责任，划清责任边界；加大对业绩“变脸”的处罚力度，加大过程监管；明确信息披露重大违法时中介机构的赔偿责任等。但是对造假公司和中介机构没有做出具体的惩罚规定。为了加强对造假行为的威慑力，最重要的是推出集体诉讼制度，让造假公司和中介机构罚的倾家荡产，才能真正杜绝造假上市。

第三，推出五项措施保护中小投资者。

证监会新闻发言人表示，保护投资者尤其是中小投资者的合法权益是本次改革的宗旨。具体提出五个方面的措施：1、促进发行人使用浅白语言，真实、准确、完整地披露公司情况，加强风险揭示，让投资者明明白白投资。2、促进公平合理定价，限制发行人定高价，防止投

投资者报高价，抑制上市后盲目炒作新股。3、新股配售尊重中小投资者申购意愿，调整回拨机制和网上配售机制，如果中小投资者申购踊跃，网上发行股票数量最高可达公开发行业股票总数的80%，网上配售机制将更加有利于中小投资者申购。4、强化信息披露违法行为的赔偿责任。因信息披露违法行为给投资者造成损失的，发行人及其控股股东、相关中介机构等责任主体必须依法赔偿投资者损失；信息披露严重违法，影响对发行人上市条件的判断的，将要求发行人回购已经发行的新股，要求控股股东回购已经转让的限售股等等。5、加强监管执法，坚决打击违法违规行为，建立投资者保护的保障。综上所述，合理性的扩容，杜绝包装造假公司上市，推出强制分红措施。只有这样才会保护投资者的利益。

第四，发布优先股试点指导意见。

值得注意的是，就在证监会宣布重启IPO不久，国务院就发布了《国务院关于开展优先股试点的指导意见》，意见指出，为贯彻落实党的十八大、十八届三中全会精神，深化金融体制改革，支持实体经济发展，依照公司法、证券法相关规定，国务院决定开展优先股试点。为稳妥有序开展优先股试点，国务院对优先股股东的权利与义务、优先股发行与交易及组织管理和配套政策提出了16条指导意见。指导意见指出，优先股优先分配利润。优先股股东按照约定的票面股息率，优先于普通股股东分配公司利润。公司应当以现金的形式向优先股股东支付股息，在完全支付约定的股息之前，不得向普通股股东分配利润。

A股市场历来有谈IPO色变的传统，在此次IPO暂停的14个月以来，每次市场传闻IPO重启，市场均会报以大跌来响应，此次IPO重启进入倒计时，对市场影响如何也成为市场和投资者关注的焦点。公开信息显示，股市设立以来，已经历8次新股发行暂停、7次恢复发行。前7次恢复发行后的首个交易日，上证综指5次下跌、2次上涨。市场分析认为，在宣布IPO开闸的同时，证监会也表示要稳妥推进优先股试点工作，这会在一定程度上给市场带来一定的提振。

综上所述，技术面服从基本面，基本面服从资金面，能否对冲利空，有没有足够多的资金来入市才是关键。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：(86) 15101608106

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>