

# 证监会有必要重申买者自负

特约评论员 肖玉航

进入2014年51家新股率先开始IPO发行。从目前进行的发行变化来看,无论是机构投资者还是中小投资者都参与的“热火朝天”,相对世界主要资本市场来看,中国股市可谓新潮可谓世界第一。透过现象看本质,面对发行PE不断走高的新股,估值风险的高挂,证监会作为市场监管者,虽然出台多个规定、指引等,但新股发行中机构依然风险漠视,热度依旧。

IPO启动以来,新股乱象可谓明显。先是从事工业阀门设计、制造和销售的纽威股份,发行市盈率居然高达46倍,而在其计划挂牌的上交所,上市公司平均市盈率仅为10倍左右;而后就是奥赛康公布网下申购结果,发行市盈率67倍,

老股转让募集资金近32亿元,远高于新股募集资金784亿元;最先发行的14只新股各自的询价对象中,报价最高的10个机构给出的申报价格,平均价格比最终发行价格高出4678%,有的机构逢新必打,部分询价中报高超越。作为理性的投资机构,公募基金为何如此高报价而进入呢?对于规定出台后的新股,研究发现,沪主板股票晶方科技发行PE再上3376倍,发行价高达1916元,而香港同行业公司中芯国际的股价目前在066元,最早发行时也只有2元多,超募、老股转让等也使得保荐承销的机构可获利6000多万元,一个项目就是6000多万,难怪利益询价难止,风险漠视,可谓IPO乱象仍在继续上演。

尽管新股平均PE跨越风险估值点、超募现

象明显,但投资者对自身投资行为却没有大的改变。观察认为,作为证监会在IPO发行阶段有必要向全体参与者重申买者自负原则。

对于新股发行,管理层一方面要紧紧抓卖者有责的同时,另一方面就是要体现买者自负的告知。世界主要资本市场来看,市场经济下的股市体现出优胜劣汰,买者自负原则。从目前A股打新资金的来源来看,高价询价者往往拿的就是客户或股东的资金,对于这些机构,管理层有必要向机构投资者提示买者自负,风险责任原则。让参与新股的股东客户或投资者客户,充分了解作为打新的机构所承担的风险,让其充分表达是否参与新股的申购或高价询价。同时证监会可以明确的表示对于打新导致的机构破产、股价亏损、违法行为导致的直接退市等由自己负责,坚持市场化

淘汰原则。

从买者自负在我国金融领域推出来看,实际上先期出现于商业银行领域。2006年年底,中国银监会发布了《商业银行金融创新指引》,首次提出了“买者自负”的市场原则,其基本含义是“买者在市场上通过自身的行为获得收益,同时也要承担相应的风险”。从资本市场来看,2008年8月27日,上海证券交易所宣布,为更好地促进市场发展,培育成熟、理性的合格投资者队伍,进一步规范市场投资行为,制定并发布《上海证券交易所个人投资者行为指引》(以下简称“《指引》”)。《指引》再度强调了证券市场“买者自负”的原则。但由于市场低迷与多次救市、经济刺激这一原则并未在股票投资者心中引起重视。目前来看,资本市场出现的打新热及高价、高配售

及高超募现象再次抬头,因此从管理层的角度来看,证监会有必要将市场原则重申,以引起不知情或风险漠视者的高度重视,促进资本价格的合理形成。

笔者认为,资本市场中投资者需要明确买者自负的原则,作为投资人特别是机构投资者,也需要及时的认识自身所依托的客户与股东资产,在进入风险溢价的新股投资过程中,需要对自己的投资行为负责。管理层要抓的重点是卖者的违规行为,投资者要明白的是自己的投资自己要负责,而违规行为可能导致直接退市,只有这样股票市场的合理与健康发展才有可能,而漠视风险、盲目打新的机构才会有所收敛。投资者参与证券交易,应当根据相关市场信息理性判断、自主决策,并自行承担交易后果。

## 强化对投行的约束与惩处力度

曹中铭 / 文

奥赛康暂缓发行再次暴露出IPO新政存在巨大的漏洞。对于暂缓发行的原因,虽然发行人与主承销商给出的解释是“考虑到本次发行规模和老股转让规模较大”,但实际上其72.99元的高发行价格更值得关注。

此次IPO重启,监管部门核准新股发行的批文如雪片般飞来,新股发行公告更是呈“井喷”态势。在新股发行市盈率方面,低于30倍甚至20倍者有之,超过40倍、50倍甚至欲以60余倍市盈率发行者有之。奥赛康发行市盈率高达67倍,不仅成为千夫所指,

亦被暂时性打入“冷宫”。

新股发行暂停一年多,是整个市场付出了巨大代价的结果。毫无疑问,这笔“学费”我们不能白交。此前,从2009年~2012年间的三次IPO改革,其效果差强人意,而最突出的特征即为新股普遍出现高价、高发行市盈率以及高超募的“三高”发行。此次IPO改革,剑指“三高”的意图非常明显。不幸的是,老“三高”的问题还没有解决,又产生了高价、高市盈率、高价套现的新“三高”问题。

新股呈现出“新三高”发行的现象已经引起监管部门的注意。本月12日,中国证监会制定和发布了《关于加强新股发行监管的措施》。《措施》主要从三个方面对新股发行过程

进行监管,重点又在于从发行市盈率着手抑制新股高价发行。其一,证监会将对发行人的询价、路演过程进行抽查,严控信息不对称。其二,若拟定发行价格(或发行价格区间上限)对应的市盈率高于同行业上市公司二级市场平均市盈率,发行人和主承销商须在网下申购前三周内连续发布投资风险特别公告,每周至少发布一次。其三,证监会和中国证券业协会将对网下报价投资者的报价过程进行抽查。发行市盈率“高压线”再次出现,也立即产生效果,1月14日,众信旅游等新股公布的发行市盈率均低于行业平均市盈率。

抑制新股“新三高”发行,可采取多种举措,比如提高询价时高价剔除比例、设置老

股转让不能超过总发行量的占比等,其实都是不错的选择。此外,对投行的约束与惩处力度无疑亦是不可忽视的一个方面。

IPO新政背景下,券商投行将享有更大的自主权。主要表现在,由于新政下存量发行机制启动,发行多少新股,转让多少老股,个中是大有文章可做的。像奥赛康发行方案中,老股转让数量是新股发行量的25倍,明显有利于发行人股东。站在发行人与券商投行的角度,其更愿意采取大比例转让老股的方案。毕竟,此种方案发起人股东能以较高的价格直接套现,而券商投行亦能从中获取最大的利益。

此外,哪些机构、专户或个人投资者能够

进入询价环节,哪些询价对象能够获得配售,具体配售的数量又是多少,这一切都是券商投行说了算。因此,如果询价对象不按券商投行的意愿报价,将无法分食新股的一杯羹。从媒体报道的消息看,某些券商投行在询价前,不乏对询价对象的报价进行“窗口指导”的情况。

正是由于这个原因,笔者以为在券商投行的权力放大之后,需要对其建立相应的约束机制。毕竟,权利与责任必须对等。事实上,《措施》的出台,其中就有约束券商投行的作用。对于在新股发行与询价过程存在违规行为的券商投行,监管部门必须进行严惩,以维护市场的公平与来之不易的IPO重启。

## 新股监管措施有待进一步完善

皮海洲 / 文

对新股监管一直都是IPO制度的重要组成部分,证监会在《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》中也是明确规定:“证券交易所应进一步完善新股上市首日开盘价格形成机制及新股上市初期交易机制,建立以新股发行价作为比较基准的上市首日停牌机制,加强对‘炒新’行为的约束。”

基于此,为迎接IPO重启,沪深交易所最近分别就新股上市首日或初期的监管作出安排。其中深交所《关于首次公开发行股票上市首日盘中临时停牌制度等事项的通知》中规定,股票上市首日开盘集合竞价的有效竞价范围为发行价的上下20%。而上交所《关于进一步加强新股上市初期交易监管的通知》中规定,集合竞价阶段有效申报价格不得高于发行价格的120%且不得低于发行价格的80%。虽然二者在文字上表述不同,但其本质是一样的。

以新股发行价为基准,将新股上市首日开盘价限定在发行价的上下20%之内,同时规定,盘中成交价较当日开盘价首次上涨或

下跌达到或超过10%的,临时停牌时间为1小时;盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过20%的,临时停牌至14时57分。这对于约束“炒新”行为显然是有积极意义的。在这种规定下,新股首日暴炒显然可以得到有效的抑制。相比之下,原来的规定弊端就非常明显。如根据原来的规定,股票上市首日开盘集合竞价的有效竞价范围为发行价的90%以内,这意味着新股开盘价最高可较发行价上涨90%。按照这样的规定,即便实行“两档停牌”或“三档停牌”制度,也难以抑制新股上市首日的暴炒。因此,从加强对“炒新”行为的约束来说,沪深两市的新股监管措施显然有很大的进步。

不过,就新股监管新规来说,面对浙能电力的上市,明显就遇到了新的问题。那就是新股监管新规对浙能电力鞭长莫及。浙能电力是12月19日上市的新股,也是2013年A股市场唯一一只上市的新股。该股发行价每股5.53元,但上市首日的开盘价即达到8.50元,开盘价涨幅达到53.71%;当天最高价9.39元,最大涨幅达到69.80%。不论是开盘价涨幅还是盘中最大涨幅均超过了上交所《关于



进一步加强新股上市初期交易监管的通知》的规定。

为什么会出现这种情况?问题在于,沪深

交易所的新股监管新规都是针对“首次公开发行股票”而言的。浙能电力虽然是A股市场的新股,也可以说是“首次”,但浙能电力

并不是公开发行的新股。浙能电力是对东电B股重组而来的新公司,也是首家B转A股公司,浙能电力的流通股份是面向东电B股股东换股发行而来的。因此,浙能电力上市并不适用新股监管新规的规定。

这就暴露出了新股监管新规的不足之处。沪深交易所推出新股监管新规的目的是要加强对“炒新”行为的约束。但同样是新股,浙能电力却不受新规监管,让浙能电力成了拥有特权的一族,这显然是不合适的,也有违“三公”原则。所以,新股监管新规也有必要将对浙能电力的监管纳入到新规中来。虽然浙能电力已经上市,新股监管新规是否作出修改已与浙能电力无关,但浙能电力毕竟是B转A的代表。而在浙能电力成功实现B转A之后,还有大量的B股公司也会步浙能电力的后尘,成为新的B转A公司。因此,新股监管新规的这个漏洞必须补上。不仅首次公司发行股票的公司要受到新股监管新规的约束,而且象浙能电力这类B转A公司在A股上市时同样也要接受新股监管新规的约束,在新股监管新规面前不能有特权一族。

## 明确设置 ipo 市场化过渡期

把复杂问题简单化、简单问题精细化是管理学的精髓,也是任何一项改革的基本要求。多年来,新股发行制度进行了多轮改革,经历了八次暂停。新股改革越来越复杂,成为资本市场的焦点和难点问题,争议越来越大。ipo改革到底该选择什么路径,在当前的资本市场应该如何推进ipo改革?笔者认为,“市场化”不是新股发行改革的目的,只是实现资源合理配置的手段。目前阶段的最优选择是,认清我国资本市场制度建设现状,抓紧完善法治和基础制度建设,对ipo市场化设立过渡期,在过渡期内实行对应的新股发行管理办法。

### Ipo 新政市场化取向的现实困境

本轮ipo新政是在注册制的大框架内进行的顶层设计,其市场化取向非常明显。改革是充满善意和诚意的,由投资者自主判断上市公司的投资价值,新股发行审核端不再进行企业的价值判断,实行发行节奏放开、存量发行、自主配售等市场化改革措施。

但ipo重启后,新股发行乱象频现,投资者非议四起。先是发行节奏放开后,拟上市公司拿到批文即一窝蜂似地扎堆发行上市,一月内即有51家进入发行程序,对二级市场形成较大压力;头几批新股经过路演询价后,“三高”问题变为“两高”,高价格、高市盈率依旧;奥赛康暂缓发行,暴露了存量发行成为大小非提前套现的工具;我武生物被质疑网下配售不公平和招股询价异常,使自主配售蒙上阴影;上市公司询价、配售环节透明度也遭到质疑,投资者难以验证其中操作;发行人和保荐机构的利益高度一致,承销和保荐费用视最终发行规模而定,募集资金越多,保荐机构获取的收益越大。在利益面前,“一手托两家”恐怕难以达到。

新股改革意见中几处“不低于”的模糊规

定,在实践中出现漏洞。新股询价按照10%剔除最高报价的规则,使新股的高定价、高市盈率难免,奥赛康等头几批新股定价就是利用了此规定。而网下投资者新股占比不低于40%的规定,被部分券商利用,直接将网上比例缩减为10%,网上网下比例显失公平。在市值配售时沪深两市流通市值不能合并计算,这样的规定明显是部门利益作祟,也人为造成了上证指数的绵绵下跌。

Ipo新政的市场化取向,尤其是存量发行、自主配售和询价定价环节,在新股发行实践中暴露出较大问题。面对投资者的不满和市场的绵绵下跌,证监会无奈地频繁动用行政手段,试图平衡各利益方,让所有的市场主体满意。老股转让比例过高或者发行价过高的公司被暂缓发行,管理层对新股发行过程监管力度进一步加码,对IPO新政不断打补丁。《关于加强新股发行监管的措施》半夜公布了,证监会已经开始对新股发行过程进行抽查。

行政干预往往使市场主体在短期内无所适从,甚至走向另一极端。众信旅游网询价阶段剔除了96.33%的申购量,发行市盈率低于行业平均四成,恐怕上市之后也难保不出现浙江世宝的爆炒局面。

与市场化招致投资者不满一样,行政干预也遭到非议。很多业内人士认为,没有必要用行政手段去干涉市场,人为的行政干预扭曲了IPO的供求关系,不利于IPO的市场化改革。

而投资者显然站在另一极,认为IPO就是圈钱变现,是对市场的掠夺,造就了一群亿万富翁,加剧了社会不公。监管层以行政手段利益平衡的结果,是谁都不满意。监管层成为风箱里的老鼠,两头受气。

### 我国资本市场的“四分之一”市场化结构

投资者对ipo市场化的诟病也并非一日。2009年开始的新股发行改革,开启了市场化之门,新股“三高”即如影随形,在海普瑞、华锐风电等公司发行中体现得淋漓尽致,100多倍的发行市盈率登峰造极,市场化被广泛质疑为“伪市场化”,成为新的造富机器和市场绞肉机。

但市场化没有错,注册制也是成熟资本市场普遍采用的新股发行方式,是我国资本市场改革坚定的大方向。但ipo市场化,应该是建立在资本市场整体市场化的基础上的。单独进行的ipo市场化改革,因为没有股市基本建设的配套,容易出现各种漏洞和变形,使其南橘北枳。

当前,我们资本市场的现状是:由于迟迟无法推出退市制度,二级市场没有建立起市场化的运行结构,是一个基本封闭的市场结构。一级市场新股审核端目前并未放开,还是事实上的核准制,新股发行还要经过价值筛选和严格审核,离注册制要求的以信息披露为主的市场化差距较大。2009年新股发行制度改革以来,我们推进的市场化,实际上主要是新股发行端的市场化。换句话说,除新股发行实行市场化以外,我们在二级市场、新股审核端都是非市场化的运行结构。IPO新政试图在发行端实行市场化,我们可以称之为“四分之一的市场化”,连“半市场化”都不是。

新股的高溢价和新股不败的神话,正是源于a股独特的“四分之一市场化”结构。在

一级市场的核准制下,新股经过层层审批,新股上市成为一种稀缺资源,在二级市场,缺乏退市制度,壳资源成为奇货可居的可以度量的交换物,一个比较干净的壳价值达5到10亿元。缺乏退市制度,也使价值投资观念难以树立,股价结构严重不合理,股市定价机制扭曲,题材股、垃圾股、小盘股成为资金炒作的对象。题材炒作的结果,使小盘股获得高溢价。而在强调市场化发行的新股改革中,要求新股定价参照二级市场同行业平均市盈率。那么,这种二级市场的高溢价传导到一级市场,自然形成了新股价格的居高不下。可以说,一级市场新股的三高,正是二级市场题材股、小盘股高价的折射。

新股发行和二级市场并不是割裂的,是紧密交织的。Ipo乱象,也是二级市场乱象的一体两面。因此,Ipo改革单兵突进难以奏效,需要资本市场制度建设的整体推进。

不顾我国资本市场所处的发展阶段和股市制度建设薄弱的现实,单兵突进行ipo市场化改革,而又不抓紧进行股市制度建设,是造成ipo乱象的根源。

### 明确设置 ipo 市场化过渡期

ipo改革以市场化领航,但还需法治护航。市场化与法治,是IPO改革的羽翼。缺少了法治之翼,IPO新政将无法展翅高飞,甚至刚一试飞,就可能成为折翼天使。

法治缺位、制度不健全,市场化就会变形,异化为利益集团的保护神、中小投资者的噩梦。2009年以来Ipo改革的窘境表明,缺少法制建设的市场化是“伪市场化”,在市场中容易异化为无法控制的造富掠夺机器,

造就各种ipo乱象。在缺少法治和股市基础建设的环境中,单兵突进推行ipo市场化,是对我国资本市场的整体结构欠缺清醒认识。

在目前的资本市场,IPO改革的路径有两种选择。

一是以时不我待的速度推进股市基础设施建设,完善法制。尽快推出退市制度、集体诉讼制度、公益诉讼制度、举证责任倒置制度、投资者保护制度、惩罚赔偿机制、投资者举报制度、中介机构责任追究制度等,以法治化的制度安排取代频频伸出的行政之手。

二是明确设定注册制和市场化过渡期,实行IPO市场化过渡期管理办法。在过渡期内,适当划定IPO市盈率红线、对新股发行价格、上市涨幅进行一定行政指导,给市场以明确的预期,市场主体各自归位。

Ipo市场化过渡期,可与注册制改革步骤基本同步。利用两年左右的时间,逐步过渡到注册制和真正的市场化。在此之前,明确告知市场,目前就处在ipo市场化过渡期,需要实行适当的行政手段和管控。这样,既革除了ipo乱象,又使证监会摆脱目前市场化和行政干预首鼠两端、左右为难的尴尬局面。存量发行、自主配售等高度市场化的措施,容易致社会不公和利益输送,需严加监管,也可以在过渡期内暂不实行。

全国人大已将证券法修改列入立法规划的第一类项目,也就是条件比较成熟、本届人大需要完成的项目。但修法程序漫长,退市制度也并未列入日程。第一种路径是最终路径,但远水难救近火,最现实的选择是明确设定ipo市场化和注册制过渡期,在过渡期内对ipo市盈率、发行方式进行一定调控和行政干预,不能继续放任缺少法治基础的“伪市场化”继续劫贫济富。我们需要认清中国股市目前制度建设薄弱的现实,以务实的态度解决新股改革这一资本市场的键问题。

(来源:新浪网)