

2012 CHINA  
Capital Market Forum

# 中国资本市场论坛 2012

程前 主编

| A股资本市场前沿资深实践家首度巨献 |

| 细数A股市场的沧海桑田 | 深析买卖双方的对策博弈 |

| 探究中国股市将何去何从 |



中国经济出版社  
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

# 中国资本市场论坛 2012

程前 主编

## 图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场论坛·2012/程前主编

北京: 中国经济出版社, 2012. 10

ISBN 978-7-5136-1707-9

I. ①中… II. ①程… III. ①资本市场—研究—中国—2012 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 157784 号

责任编辑 张玲玲

责任审读 贺 静

责任印制 张江虹

封面设计 然则创意

出版发行 中国经济出版社

印刷者 北京金华印刷有限公司

经销者 各地新华书店

开 本 710mm × 1000mm 1/16

印 张 14.5

字 数 152 千字

版 次 2012 年 10 月第 1 版

印 次 2012 年 10 月第 1 次

书 号 ISBN 978-7-5136-1707-9/F·9392

定 价 58.00 元

中国经济出版社 网址 [www.economyph.com](http://www.economyph.com) 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010-68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010-68359418 010-68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010-68344225 88386794

# 序

“中国资本市场论坛”已经走过了数年的历程。在第三届“中国资本市场论坛”拉开帷幕之际，我们撰写了这本属于自己的书。我想这不仅仅是我，更是我们广大“资本家”们对这份事业的一个交待。

多年前，在北证做资本市场的时候，我就在 MSN 上发起建立了一个群，初衷是为了方便各券商资本市场部的同事之间进行信息交流和业务学习。还记得我们建群之初，在 MSN 上争相给属于我们自己的群起名字时的热闹场面，后来大家一致认可了我起的名字——“资本家”。大家还共同决定了每个人在群里的名字格式——“\$\$\$资本家 00#\$\$\$ - 名字”，于是又掀起了一轮抢注的小高潮：“我要 006”“我是 008”“009 是我的”……今天回忆起来，当时的一幕幕仍然如此清晰、亲切。我到了瑞银之后，因为上网受限，很少能在上班时间去“资本家”群里跟大家沟通，但是我有了永远属于自己的代码——“\$\$\$资本家 001 \$\$\$ - 程前”。后来，越来越多的同行加入到这个群里，了解最新发行动态、监管要求，这个群也成了大家日常工作中答疑解惑的一个快捷工具。时至今日，有很多的“资本家”已经习惯了每天早上一上班就打开这个群，跟大家打招呼，说声“早上好！”，它早已成了大家心里的一个“家”。

3年前，我受邀参加一个由新浪主办的论坛。开会之余，我便萌生了



办一个我们“资本家”自己的论坛的想法。于是,从当天的会议茶歇开始,我就跟各知名财经公关公司联系,说明想法,沟通思路,寻求支持。一天下来,心情无比激动,因为我知道我心里所想的那个论坛就快要呈现在大家面前了。后来,我找了几位经常一起聊天的老“资本家”,大家反复沟通之后,思路越发清晰、明朗。几个人好像一个小发审委一样,对多家财经公关公司提交的各种策划思路、执行方案进行了审核与比较,经过多轮深入细致的交流,最终敲定业内颇具口碑的润言投资咨询有限公司作为承办方。2010年1月22日,我们在三亚举办了“第一届中国资本市场论坛”。

还记得我在第一届论坛所致的开幕词中,诚挚地感谢了张建刚、侍江天、何夕伟等对 MSN 群的建立和维护所做的努力,感谢了润言的贴心服务和慷慨赞助,也感谢了陈涓、张小奇、柴挚、汪烽、刘彤、熊莹、姜英爱、刘静、杨继萍等“资本家”为论坛的举办所付出的心血与智慧。特别是,我还与参加论坛的同行们分享了自己当时的那份幸福的心情,这份幸福来自于有这么多人、这么多年以来一直深爱着这份事业,并愿意与怀有同样热情与追求的同行们坦诚相见,以及毫无保留的经验交流、典型案例分析;来自于有机会结识众多同我一样,愿意在资本市场这份事业中倾注青春和心血的新老“资本家”们;来自于预见到属于我们的资本市场必将在众多专业人士的共同努力与期许之下,创造美好的未来。

时至今日,中国资本市场论坛已经成功举办了三届,足迹遍布大江南北,议题紧扣时势发展。本书的出版更是中国资本市场论坛,乃至 A 股资本市场上的重大里程碑。执笔者无一不是 A 股资本市场成长过程的亲历者和具有丰富项目经验的实践家,本书也是他们首次将从业十余载

的点滴故事与珍贵心得凝聚成文字,与读者共享。身为当今中国资本市场的中坚力量,他们分别从 A 股市场新股发行体制的历史与变迁、主板及中小板新股发行的现状与展望、A 股再融资项目的解析与挑战、海外成熟市场的对比与借鉴以及媒体关系管理等方面,对 A 股资本市场从创立至今的整个历程进行了细致、独到、真诚的思考,并结合当下推行新股发行体制改革的大背景,深入讨论了对 A 股资本市场未来的期许。

2012 年,面对错综复杂的国际形势和国内艰巨繁重的改革发展,中国资本市场在国家经济发展中的作用正日益显现。有了“中国资本市场论坛”这样一个新的平台,站在资本市场发展的新起点上,众多“资本家”蓄势待发,A 股资本市场必将迎来更广阔的前景。



2012 年 8 月

新股发行体制改革的思考与展望

一、新股发行体制的由来与现状 .....	1
二、历次新股发行体制改革与结果 .....	3
(一)1990—1992年:新股发行采取发售认购证方式 .....	3
(二)1993—1999年:新股发行方式经历了与银行储蓄存款 挂钩、银行全额预缴款后按比例配售、上网竞价、上网 定价等方式 .....	5
(三)2000—2001年:新股发行方式试行全额市值配售、 上网竞价、上网定价资金申购三种方式 .....	8
(四)2002—2004年:新股发行实施市值配售与网上累计投标 询价相结合的方式 .....	10
(五)2005年2月—2005年5月:推行“首次公开发行股票试行 询价制度” .....	12
(六)2006年6月—2008年9月:新股发行采用网下询价配售和 网上资金申购相结合的方式 .....	13
(七)2009年6月:启动第七次新股发行体制改革 .....	14



(八)2012年5月:启动第八次新股发行体制改革 .....	18
三、新股发行体制改革的难点及原因 .....	20
四、对新股发行体制改革的思考 .....	21
(一)新股发行审还是不审——困扰中国证券市场最核心的 问题 .....	21
(二)新股发行价格是放开还是限制——中国证券市场 新股发行体制改革最难突破、广为争议的问题 .....	23
(三)怎样建立投资者和融资者之间的博弈——中国证券 市场亟待解决却仍未引起高度重视的课题 .....	26
五、新股发行体制改革的展望 .....	27

## 主板 IPO 发行的现状与未来

一、主板发行风光不再 .....	35
(一)2009年以来 IPO 热点从主板向中小板、创业板转移 .....	35
(二)主板新股上市表现日益低迷 .....	37
(三)投资者参与主板 IPO 的热情下降 .....	38
(四)发行价格重心下移 .....	40
二、市场采取措施积极应对 .....	43
(一)卖方采取的措施 .....	43
(二)买方进行的应对 .....	50
三、对 A 股 IPO 现状及未来的思考 .....	51
(一)发行价格 .....	52



(二) 网上网下发行设定 .....	56
(三) 询价机构多样性 .....	59
(四) 信息披露与缄默期的关系 .....	60
(五) 保护中小投资者利益与市场实践教育 .....	61
(六) 免责自证与抽查 .....	62
(七) 增加流通数量与存量发行 .....	62
(八) 关于网下发行部分的锁定期 .....	64

## 由格力电器、内蒙华电再融资案例引发的对 A 股再融资的思考

<b>一、案例分析</b> .....	67
(一) 格力电器公开增发案例分析 .....	68
(二) 内蒙华电非公开发行案例分析 .....	79
<b>二、再融资工作关注重点</b> .....	93
(一) 大型公开增发需要基石投资者 .....	93
(二) 设计公开增发发行方案时要考虑全面 .....	94
(三) 大型非公开发行要掌握战略投资者及财务投资人 并重原则 .....	94
(四) 公开增发须有包销的充分准备 .....	94
<b>三、再融资法规问题</b> .....	95
(一) 公开增发调整定价原则 .....	95
(二) 非公开发行定价原则及对放宽投资者数量的要求 .....	96



## 关于中小板、创业板 IPO 定价问题的思考与探讨

一、中国多层次资本市场与中小板、创业板定价制度	100
(一) 中国多层次资本市场发展概况	100
(二) 全球多层次资本市场体系	101
(三) 不同国家或地区定价模式比较	102
二、中小板、创业板 IPO 运作现状及未来发展方向	106
(一) 新旧制度及其产生的市场效应对比	106
(二) 改革前后定价参考的主要分析指标对比	117
(三) 现阶段市场主流券商中小板、创业板项目的经营模式及 未来发展方向	125
三、新股制度改革后, ECM 将面临的机遇与挑战	129

## 海外资本市场发行制度实践及案例

一、新股发行制度	134
(一) IPO 存量发行制度	134
(二) IPO 路演及询价制度	145
(三) IPO 定价制度	158
(四) IPO 配售制度	168
二、海外上市公司再融资	178
(一) 配售	179

(二)配股 .....	187
(三)可转债 .....	189

## 投资者关系和媒体关系管理

<b>一、投资者关系和媒体关系管理的基本概念 .....</b>	<b>194</b>
(一)投资者关系管理的定义 .....	194
(二)投资者关系和媒体关系管理工作的内容 .....	195
<b>二、首次公开发行股票中的投资者关系和媒体关系管理 .....</b>	<b>197</b>
(一)IPO 期间投资者关系和媒体关系管理的主要工作 .....	197
(二)设计传播方式及渠道等传播策略 .....	199
(三)IPO 期间的媒体关系管理 .....	200
<b>三、常年投资者关系和媒体关系管理 .....</b>	<b>205</b>
(一)公众市场信息的收集与监测 .....	207
(二)上市公司常年投资者关系和媒体关系管理策略 .....	209
(三)上市公司信息反馈及传导 .....	211
<b>四、再融资及并购活动中的投资者关系和媒体关系管理 .....</b>	<b>214</b>
<b>五、参考文献 .....</b>	<b>217</b>

# 新股发行体制改革的思考与展望

张小奇 证券公司综合研究所高级经济师

中国证券市场用二十多年的时间走过了发达国家证券市场近两百年的路程,尽管经历了二十余年的跌宕起伏,但仍是一个“二十来岁,文化素质还不太高的小伙子”。尽管在法律基础、市场制度、股权文化、约束机制等方面都有待建立健全,但我们仍然相信,中国证券市场将会越来越有效,市场参与者也会越来越成熟。



## 一、新股发行体制的由来与现状

中国证券市场首次公开发行股票制度(简称 IPO)由前期即公司是否准予公开向社会发行股票的“发审制度”和后期即公司如何向社会公开



销售股票的“发行制度”两部分构成。这里所阐述的新股发行体制从严格的意义来说是指“发行制度”。

自1990年中国证券市场建立到2000年,股票的“发审制度”一直实施“审批制”。这种审批制度是按计划发行的模式,实行“额度控制”,即股票发行的额度分配给各省、市、自治区和各部委,公司拟申请公开向社会发行股票时,先要获得地方政府或中央企业主管部门给予的“发行额度”,然后再向所属地区证券管理部门提出申请,经地区证券管理部门审核并同意,并报中国证监会核准“发行额度”后,公司才能提交上市申请文件,再经中国证监会审核、出具批准发行的文件后方可公开发售。

从2001年3月开始,股票的“发审制度”实施“核准制”,即公司拟申请公开向社会发行股票时,不需要获得地方政府或中央企业主管部门给予的“发行额度”,只要符合《证券法》《公司法》的要求即可向中国证监会提交上市申请文件。中国证券市场的“发审制度”由“审批制”改为“核准制”后,向中国证监会提交文件,申请公开向社会发行股票的公司急剧增加,大量公司被快速包装上市,因此暴露了诸多问题。

2001年4月,中国证监会迅速推出“通道制+核准制”,即每家证券公司依据过去的承销业绩由证监会确定其可推荐公司向社会公开发行股票的数量。每条“通道”可推荐一家公司向社会公开发行股票,这样每家证券公司推荐公司向社会公开发行股票的数量就有了上限。“通道”可循环使用,每发行完一家,即可再上报一家。这项制度为监管部门调控股票市场供给提供了相对公平的排队机制。并且,通过不良计分制、通道暂停与减扣等措施,促使证券公司、投资银行提高执业水平。

2003年12月29日,中国证监会发布了《证券发行上市保荐制度暂

行办法》，标志着新股发行由“发审制度”进入了“保荐制 + 核准制”，并一直延续至今。

相比之下，“发行制度”即新股发行体制经历了八次“大”改革，形形色色的“小”改革不计其数。可见，新股发行体制是中国证券市场各项制度中最引人注目的制度，仿佛证券市场所有的问题、矛盾、缺陷都是从新股发行体制这个窗口中展现出来的，时时刻刻都是整个中国证券市场的焦点所在。新股发行体制改革不仅需要面对来自既得利益的压力，还需要忍受阵痛期给证券市场带来的冲击。

尽管每一次新股发行体制的改革都是针对当时出现的新矛盾、新问题进行的，初衷是尽力维护广大投资者利益、谋求各市场参与者之间的利益平衡，但如何选择路径与取舍得失，总是在考验着改革者的决心与智慧。

## 二、历次新股发行体制改革与结果

### （一）1990—1992年：新股发行采取发售认购证方式

1990年12月，上海证券交易所、深圳证券交易所先后开业。股票发行审批实行“额度制”，将额度分配给各省、市、自治区和部委，发行市盈率没有限制，当年沪市发行市盈率高达360倍，成为中国股票市场最为滚烫的历史记忆。新股发行实施凭认购证申购——类似权证的认购证，通过抽签的方式来决定配售对象。具体的做法是：

（1）主承销商在发行新股时向社会公众公开发售股票认购证；



- (2) 投资者凭身份证申请、购买认购证；
- (3) 承销商按规定的程序，对所有股票认购证进行公开抽签；
- (4) 确认中签号，并按照规定程序公告，投资人持中签认购证在指定地点缴纳股款。

这种发行方式发行时间较长，从发售认购证到最后缴款，整个过程约1个月左右。而且，发行环节多，工作量大，认购成本过高。

1992年8月7日，深交所宣布发行5亿股新股，发售抽签表500万张，中签率为10%，每人凭身份证可购10张抽签表，每张可认购1000股。公告一出，深圳邮局当即被雪片般飞来的身份证淹没了，其中最大的一个特快专递包裹有17.5公斤重，里面装着2500张身份证。当时深圳有60万常住人口，两日内一下子涌进150万人。广州至深圳的软座火车票30多元一张，黑市竟炒到200元一张。不到半天的时间，500万张抽签表全部售完，人们难以置信！秩序就在人们的质疑中开始混乱，并发生冲突。8月10日傍晚，数千名没有买到抽签表的股民聚集在深南中路，形成对深圳市政府和人民银行围攻的局面，最终酿成“8·10事件”。直到1992年8月11日凌晨，深圳市政府紧急宣布，增发50万张认购申请表，事态才渐渐平息。

这一事件直接促成了证券管理机构的诞生，1992年10月12日，国务院证券委员会、中国证监会同时成立。

## (二)1993—1999年:新股发行方式经历了与银行储蓄存款挂钩、银行全额预缴款后按比例配售、上网竞价、上网定价等方式

### 1. 与银行储蓄存款挂钩发行方式

由于新股认购证弊端的显现,1993年8月18日,国务院证券委颁布了《1993年股票发售与认购办法》,规定新股发行可以采用与银行储蓄存款挂钩方式,具体做法是:

- 主承销商在发行新股时通过指定的银行无限量地向社会投资者发售专项定期定额存单(不得超过3个月),每张存单附一张抽签表,由社会投资者认购;

- 主承销商根据存单的发售数量、批准发行股票数量及每张存单可认购股份数量确定中签率,通过公开摇号的方式决定中签者;

- 中签者按规定要求办理申购缴款手续。

这种发行方式相对于认购证方式,减少了社会资源的浪费,降低了一级市场成本,还可以吸收社会闲置资金,但却引发了银行储蓄存款的“大搬家”。

### 2. 银行全额预缴款后按比例配售发行方式

1994年,证监会将新股发行方式改为银行全额预缴款后按比例配售的方式,具体做法是:投资者在规定申购时间内,将全额申购款存入主承销商在收款银行设立的专户中,申购结束后冻结全部资金,在对到账资金





进行验资和确定有效申购后,根据股票发行量和申购总量计算配售比例,进行股票配售。

随着计算机技术的进步,新股手工发行方式逐步退出中国股票发行市场,取而代之的是交易所电子化集合竞价平台。

当时,新股上市首日涨幅惊人,申购新股成为无风险暴富的途径。按银行全额预缴款比例配售的新股发行方式,使得具有资金优势的投资者能够申购到更多的新股,因而遭到非议。

### 3. 上网竞价发行方式

1994年,在哈岁宝等新股发行时,首次试点采用上网竞价方式,具体做法是:

- 在规定的发行期间内,由投资者以不低于发行底价的价格竞价申购。然后由交易所系统主机根据投资者的申购价格,按照价格优先、同价位时间优先的顺序从高价位到低价位依次排队。主承销商根据实际认购总额(以等于拟发行总量且不低于底价的原则)累计计算,到认购数量恰好等于发行数量时的价格,即为发行价格。凡高于或等于该价格的有效申报均可按发行价认购,由交易所系统自动成交。

- 主承销商按规定程序公告股票发行价和竞价发行结果。

上网竞价发行方式一经实施,立即遭到透明度差、投机性太强、价格不可控等方面的质疑,很快就被上网定价发行方式所取代。

### 4. 上网定价发行方式

1994年6月至1995年1月,曾有哈岁宝、青海三普、厦华电子和琼金