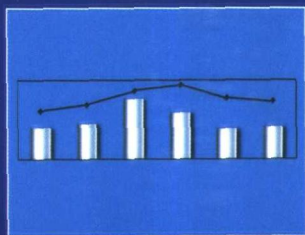


中国证券发行制度与市场研究

Listing System and Market Study of China Securities

张桂庆 谢风华 著




 上海财经大学出版社

中国证券发行制度与市场研究

Listing System and Market Study
of China Securities

张桂庆 谢风华 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券发行制度与市场研究/张桂庆,谢风华著. —上海:上海财经大学出版社,2004.5

ISBN 7-81098-093-9/F·086

I. 中… II. ①张… ②谢… III. 有价证券-销售-研究报告-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 032248 号

- 责任编辑 王芳
- 封面设计 周卫民

ZHONGGUO ZHENGQUAN FAXING ZHIDU YU SHICHANG YANJIU
中国 证 券 发 行 制 度 与 市 场 研 究

张桂庆 谢风华 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路321号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海第二教育学院印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2004年5月第1版 2004年5月第1次印刷

890mm×1240mm 1/32 8.375印张 225千字
定价:20.00元

序 言

中国的资本市场自 1992 年蹒跚起步,经过短短十余年的发展,走过了西方发达国家几十年的发展历程,并取得了举世瞩目的成就。目前,中国证券发行和交易市场初具规模,市场基础设施日趋完善,法律、法规体系逐步健全,市场规范化程度进一步提高,已经成为我国市场经济体系的重要组成部分,为加快企业的产权改革、优化资源配置、促进经济结构调整和国民经济健康、稳步发展,作出了重要的贡献。

对于转轨经济时期的中国企业,资本市场的作用和魅力绝非仅局限于为企业的发展提供急需的资金,其规范、透明的制度要求和追求效率、回报的金融特性驱使企业建立和完善“产权明晰、政企分开、权责明确、管理科学”的现代企业治理结构,真实、准确、完整、公允、及时地进行信息披露,通过产品和市场扩张提高核心竞争力,并争取更大程度的资本回报。同时,资本市场让投资者通过企业的产权社会化有机会分享优秀企业的经营成果,获得资本增值和资本利得收益。

回顾雅戈尔与资本市场共生共荣、相得益彰的互动历程,印证了资本市场对企业发展的重要性。雅戈尔从 1979 年只有 2 万元启动资金的默默无闻的街道小厂,经过 20 余年的发展,已经成为净资产 25 亿元、销售收入近 30 亿元、净利润超过 4 亿元的中国最大的服装生产企业,连续多年蝉联中国衬衫和西服的双料冠军,综合实力列全国最具竞争力的大企业

集团 500 强的第 49 位。1998 年,雅戈尔公开发行社会公众股 5 500 万股,募集资金 60 060 万元,成功地在上海证券交易所挂牌上市。2000 年及 2003 年,雅戈尔相继实施了配股、发行了可转换公司债券,分别募集资金 40 151.98 万元和 119 000 万元。雅戈尔通过资本市场的对接和融资支持,为公司成功实施产业结构调整、延伸产业链、提高产品附加值和巩固行业龙头地位奠定了坚实的基础。目前,雅戈尔已经确立了以纺织服装为主业,房地产、国际贸易为两翼的经营格局,并且确定了“创国际品牌,建百年企业”的战略发展目标。

随着中国融入经济全球化的日益深入和世界制造工厂的区域转移,中国企业正面临着跨国公司及其背后强大的资本市场所带来的压力,资本市场上的差距将影响中国企业的国际竞争力。相对于跨国企业,中国企业在核心技术、经营规模、流通渠道和资金供应等方面相差甚远,劳动力成本优势也日益消退。因此,日益市场化和规范化的中国资本市场特别是发行市场应该为中国企业提供更具效率和更顺畅的融资渠道和平台,为中国企业的产业整合和做大、做强提供更好的金融服务。

本书的作者是长期从事证券发行市场工作的专业人士,他们在为雅戈尔可转债融资过程中表现出的敬业精神和专业态度让人钦佩。在我们的紧密合作和团结努力下,雅戈尔转债的发行达到近 200 倍的超额认购倍数,刷新了中国再融资的超额认购记录,获得了市场的广泛认同和追捧。在本书中,他们通过详尽的数据分析,解剖了中国证券发行市场的现状、结构,并指出了制度缺陷,提出了政策建议,相信会使读者增强对中国资本市场特别是发行市场的全面、深入理解和认识。

我国刚刚出台了《国务院关于推进资本市场改革开放和

稳定发展的若干意见》，保荐制度也即将实施，中国的资本市场将迎来一个新的发展春天。愿中国的资本市场和优秀企业能够更好地共谋发展、共享繁荣。



雅戈尔集团股份有限公司
董事长：李如成
2004年3月28日

前 言

“这是一个最好的时代，这是一个最坏的时代。”

没有比狄更斯《双城记》中的这句话更能生动反映 2002~2003 年度中国证券市场的时代特征：宏观经济热火朝天、势如长虹，2002~2003 年度的国内生产总值(GDP)累计增长超过 17%；二级市场却冷风如刀、死水微澜，上证综指从 2001 年 6 月的 2 245 点一路下跌至 2003 年 11 月的 1 307 点，累计跌幅超过 60%（未考虑上证指数因新股上市适时调整权数的因素）。发行市场筹资同样不尽如人意，筹资额（含首发、配股、增发和可转债）从 2001 年度的 1 098 亿元人民币骤降至 2002 年度的 746 亿元和 2003 年度的 828 亿元。

尽管中国证券发行市场始终坚持渐进式的市场化改革，但是，由于发行市场属于证券批发层面，参与主体和操作的透明度有限，加上大部分学者、新闻媒体和市场研究机构热衷和关注二级市场的研究，迄今为止，市场上仍然缺乏对中国证券发行市场进行系统、全面分析和研究的相关论著，普通投资者对其更缺乏足够的了解，甚至认为上市公司是股市的提款机，一级市场的扩容是导致二级市场下滑的罪魁祸首等。加上部分上市公司融资完成后出现业绩“变脸”，使投资者对发行人和中介机构的诚信程度深表质疑，一度出现了“大盘首发如洪水猛兽、增发新股如过街老鼠”的市场恐慌情形，2003 年度的招行转债事件甚至引发了新老股东的利益矛盾和保障的股市大讨论。

中国的证券发行制度从早期的股份制试点、定向募集、指标制、通道制演变至即将实施的保荐制，由此可以看出监管层对发行制度变革

和优化的探索历程。早期的发行市场由于背负着为国有企业改革服务的历史使命,在发行人的市场准入门槛上向国有企业进行倾斜,部分改制和模拟报表政策引发了上市后出现的大量关联交易和业绩滑坡。但是,中国证监会几乎每年都对首发和再融资政策进行检讨,充分尊重市场的声音,同时果断进行适时的修正,有力地推动了证券发行的市场化建设,提高了上市公司的融资效率。

2003年10月,受中国证监会发行部的委托,我们组织发行市场研究课题组,对2002年度和2003年度的中国发行市场进行专题研究。我们采集了2002年年初至2003年年末合计228家上市公司的融资案例样本(以刊登募股说明书为准),对发行市场总量、市场结构、融资品种、发行人特征、融资门槛、配售效果、融资效率以及一级市场融资和二级市场波动的联动性等方面进行了系统、深入的统计和分析,并提出了政策建议。研究报告得到了中国证监会有关领导的肯定,同时,报告摘要刊登在《上海证券报》、《中国证券报》和《证券时报》上,在市场上引起了较大的反响。监管层的肯定和市场的认同更加增强了我们的信心,给我们的研究工作带来了较大的鼓舞。为了让更多的投资者和市场人士了解发行市场的近况,我们决定对研究报告进行整理,结集出版。

本书共分五篇,分别阐述了2002~2003年度的发行市场概况、首发(IPO)、配股、增发和可转债发行的具体情况、制度缺陷和政策建议。本书附录还介绍了年度内较具代表性的融资案例,如长江电力的首发、雅戈尔的可转债和颇具争议的招行转债事件。

我们感谢中国证监会发行监管部的领导和相关人员,没有他们的信任和指导,就没有这次的研究成果。

我们感谢雅戈尔集团股份有限公司的李如成董事长和董事会秘书刘新宇女士、厦门建发股份有限公司的王宪榕董事长和黄文洲总经理,作为本报告中发行人的代表,他们认真审阅了本书,并且提出了许多宝贵的意见。

我们感谢研究课题组的其他成员：吴卫刚、张群伟、陈立波、孟刚、乔惠平、陈睿、王英娜和司越彤。他们在资料收集、统计分析等方面付出了辛勤的劳动，有了他们的辛勤劳动，才有了本书的结论。

最后要感谢我们的家人，他们长期的奉献和支持增强了我们从事投资银行事业的信心、耐心和勇气。

中共十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出，建立多层次的资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品。在本书面世的同时，国务院出台了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，二级市场逐渐回暖，发行制度市场化的改革正在加快；证监会《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》自2004年1月1日起已经全面执行；2003年年终，发审委工作细则出台，新一届发审委高调亮相；保荐人制度出台，首批保荐机构和保荐代表人即将诞生；证监会正在积极研究再融资的制度优化。这一系列市场化的改革将为中国证券发行市场的健康、持续发展奠定良好的制度基础。我们相信，在可以预见的未来，中国的证券发行市场将会更公开、更透明、更开放，真正发挥其资源配置的作用，为中国经济的可持续发展贡献力量。

只有更深入地了解市场，才能更好地服务市场。无论是监管层、发行人、投资者、新闻媒体或者是中介机构，如果都能了解市场、尊重市场、回报市场，市场才能为你所动、为你所用。也许，这就是市场化的理念和精髓。

希望本书能让大家更多、更深入地了解市场，让我们一起为市场化而努力。

本书完稿之时，窗外已春意盎然，让我们一起迎接中国证券市场新的春天！

作者

2004年3月26日

目 录

序言.....	1
前言.....	1

第一篇 发行市场综述

第一章 发行制度背景.....	3
一、IPO 市场制度	3
二、再融资政策	5
第二章 2003 年发行市场情况	6
一、融资额分析	6
二、融资结构分析	7
三、发行承销情况	8
四、一级市场与二级市场的关系	9
五、境外融资状况.....	11

第二篇 中国证券首发(IPO)市场

第三章 IPO 市场发展状况分析	17
一、IPO 市场近几年的发展变化情况.....	17
二、IPO 公司的基本情况.....	18

三、IPO 公司的股权结构·····	24
第四章 IPO 公司改制情况 ·····	26
一、改制方式·····	26
二、业务独立性分析·····	33
三、法人治理结构·····	40
第五章 IPO 公司发行情况 ·····	48
一、发行股数的分布·····	48
二、发行价格的分布·····	49
三、发行市盈率的分布·····	50
四、募集资金规模·····	51
第六章 IPO 公司上市情况 ·····	53
第七章 IPO 公司运营情况 ·····	59
第八章 IPO 方案创新的案例分析 ·····	68
一、TCL 集团换股合并实现整体上市·····	68
二、中国联通改制上市成为控股型公司·····	71
第九章 目前 IPO 存在的主要问题及政策建议 ·····	74
一、募集资金规模问题·····	74
二、募集资金变更问题·····	75
三、法人治理结构问题·····	75
四、发行定价和对象的市场化问题·····	76
结 论·····	77

第三篇 中国证券配股市场

第十章 配股市场发展状况分析	81
一、配股融资规模变化情况分析	81
二、配股公司基本情况分析	84
第十一章 配股方案分析	87
一、配股方案的基本内容	87
二、配股方案公布后的市场反应	90
第十二章 配股实施情况分析	94
一、配股结果统计分析	94
二、配股股份流通后的市场情况	96
第十三章 配股募集资金使用情况	98
第十四章 主要问题及政策建议	101
一、存在法人股股东侵占流通股股东利益的问题	101
二、政策限制导致配股筹资困境	102
三、发行方式造成券商包销	102
结 论	103

第四篇 中国证券增发市场

第十五章 实施增发上市公司基本情况分析	107
---------------------------	-----

第十六章 增发方案分析	110
一、增发方案分析	111
二、增发中原股东利益保护情况分析	111
第十七章 参与增发的投资者结构分析	114
一、原股东进行优先配售的情况分析	114
二、新股东结构及其对增发股份上市后价格走势的影响分析 ..	116
第十八章 影响增发股份上市后股价走势因素的分析	119
一、超额认购倍数与增发股份上市后价格走势的关系	120
二、市盈率变化率与增发股份上市后价格走势的关系	121
三、扩容比率与增发股份上市后价格走势的关系	123
四、增发发行结果与上证指数变动的关系	124
第十九章 参与增发时机分析	126
第二十章 增发募集资金投向及效果分析	129
第二十一章 增发存在的主要问题及政策建议	131
一、被动发行问题及政策建议	131
二、增发过程中原流通股股东利益受损的问题	132
三、定价方式单一的问题	132
四、限制增发规模方式单一的问题	133
五、融资项目与融资方式不对应的问题	133
结 论.....	134

第五篇 中国可转换公司债券(CB)市场

第二十二章 可转债市场分析	137
一、市场份额分析	137
二、可转债发行市场的历史比较	138
三、可转债发行公司的行业分布	139
四、可转债与其他再融资品种的比较	140
第二十三章 可转债发行情况	144
一、认购情况分析	144
二、认购倍数与可转债的市场表现分析	146
三、投资者结构与可转债市场表现分析	147
四、转股市盈率与可转债市场表现分析	149
第二十四章 发行条款比较分析	152
一、发行条款简介	152
二、利率条款比较	152
三、初始转股价格溢价幅度的比较	157
四、转股价格修正条款和回售条款的比较	159
五、赎回条款分析	164
六、可转债担保情况分析	164
七、可转债条款对相关利益者的影响和应采取的措施	166
第二十五章 转债交易市场分析	173
一、可转债收益与上证指数、增发板块收益、配股板块收益分析	173

二、可转债与正股价的联动分析	177
三、可转债价格与正股价的弹性分析	181
四、可转债套利分析	183
五、可转债市场流动性影响因素分析	186
第二十六章 转股情况分析	190
一、市场已有可转债的转股情况	190
二、可转债转股行为分析	191
三、如何通过条款设计促进转股	192
第二十七章 可转债的发展趋势	194
一、可转债发行的发展趋势	194
二、利率走势对可转债的影响及其对策	196
三、募集资金运用趋势	199
四、可转债发行条件的政策建议	200
结 论.....	203
附录一 案例	205
年度再融资经典案例	
雅戈尔转债:可转债发行的分水岭	205
年度 IPO 融资经典案例	
长江电力:大盘蓝筹横空出世	210
年度最具争议融资案例	
招商银行转债风波.....	215
附录二 股票发行相关法规	223

第一篇 发行市场综述

2003年,我国股票市场新增上市公司66家,新增家数基本与2002年度的69家持平,市场规模进一步壮大。截至2003年12月31日,沪、深两市挂牌交易的A股为1285只。2003年以来,尽管多数时间二级市场行情还是相对低迷,但发行市场筹资额仍稳步推进,包括长江电力、华夏银行等一批具有行业龙头地位的蓝筹股相继发行上市,进一步壮大了股市绩优蓝筹股群体,受到市场主力资金的青睐。与此同时,很多钢铁、电力等国家基础行业的上市公司,如邯郸钢铁、国电电力、西宁钢铁、桂冠电力等相继实施配股、增发或可转债等再融资项目,为企业发展补充了巨额资金,增添了发展后劲。

