

2013 CHINA
Capital Market Forum

中国资本市场论坛

2013

程前 主编

| A股资本市场前沿资深实践家再度巨献 |

| A股资本市场经典案例分享 | 探究A股资本市场的创新方向 |

| A股资本市场发行制度展望 |



中国经济出版社

CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

2013 CHINA
Capital Market Forum

中国资本市场论坛 2013

程前 主编



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场论坛·2013/程前主编

北京:中国经济出版社,2013.10

ISBN 978-7-5136-2663-7

I. ①中… II. ①程… III. ①资本市场—研究—中国—2013 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 154191 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 北京市媛明印刷厂
经销者 各地新华书店
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 12.25
字 数 126 千字
版 次 2013 年 10 月第 1 版
印 次 2013 年 10 月第 1 次
书 号 ISBN 978-7-5136-2663-7/F·9562
定 价 58.00 元

中国经济出版社 网址 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

在老舍先生的笔下,北京的秋天就是天堂。在经历了地震、山洪、海啸等自然灾害,以及久盼未开的 IPO 市场等多重现实考验后,我们依然在这般通透、高远的天空下奋战在自己深爱的资本市场,可能也算是一种天堂般的感触了吧。

过往的四年里,我们都是选在春节过后即开始我们的论坛,但今年我们的“资本市场论坛”却一个月一个月地不断向后推延,最终于5月在烟台召开。客观上仿佛是因为四川的再次地震迫使我们取消了之前的所有安排,重新选择会议地点,但我们心里明白,我们是在期盼市场的再次开启,让我们更有谈资、更有激情。

但话说回来,即使在今年如此恶劣的市场环境下,我们在最初遴选话题时仍然不乏热点,经过数轮讨论,最终确定了新市场形势下资本市场部的定位、创新业务与投行业务发展的融合及发展方向和目前市场环境下 IPO 和再融资发行方式的新思路三个主题。非常感谢汪烽、万新、柴擎、段爱民、姜英爱的精心准备,也非常感谢陈恺、陈涓、吴国梅、江禹、郁浩、魏浣忠、熊莹、周伟铭、储洋、金庆新、杨继萍、许燕、张语清、王磊、郑淳、朱



玲、赵博、唐瑾等众多参与者的经验分享。正是有这么多热爱这个市场、愿意为这个市场操心受累的“资本家”的存在，才有了如今这样一个随时可以“春风吹又生”的状态。

其实，市场就是市场，它总是给有准备的人以无穷的机会。无论多么艰难，总是能让一批又一批有智慧的人发现机会、创造生机。IPO 做不成，我们做非公开、做可转债、做 Pre - IPO——这里说的非公开不再是传统意义上的定价与竞价的非公开，而是做出了有次级、优先级结构的非公开；这里说的可转债是在特殊的市场背景下突破了以往的模式，针对不同级别与类型的发行对象设计出了分层的认购条款的可转债；虽然 IPO 发行已有冰冻三尺之感，但却让我们看到 Pre - IPO 市场的盎然生机，积极为拟上市的企业抓住降低负债率、补充资本金的窗口，同时也为日后以更好的姿态亮相资本市场做足准备……市场的变幻莫测，更加激发了我们这些“资本家”的敏感度和创造力，促使我们不断突破传统思维定式，开拓资本市场事业新领域。我个人在深深享受这些推陈出新的挑战与喜悦同时，也归纳出以下三点对于当今“资本家”们至关重要的竞争力，在此与各位同仁共勉与分享：

政策的敏锐把握。史有“识时务者为俊杰”，而如今作为“资本家”的我们则“适时务者为俊杰”。仅仅在今年，房地产再融资开闸、优先股制度推出等新政策，均为我们带来了巨大的市场机会。对于深谙市场冷暖的我们，政策动向无异于巨人的肩膀，只要能够敏锐把握、准确适应、有效落实，必定可以站得更高、看得更远。

熟练的专业技能。作为与市场共同成长的实践者,各位“资本家”均在各自的岗位上通过一次又一次的实践不断积累、丰富着自身的专业经验,而在当前的市场环境下,专业技能熟练程度和通用能力将直接关系到我们在稍纵即逝的市场机遇面前,如何做出迅速、准确的反应。技能精湛的“资本家”们不但能够将市场上的各类资源和需求运用得融会贯通,而且更善于在业务的蓝海领域开拓新的产品与模式,继而成为市场中的领跑者。

良好的客户关系。对于“资本家”们来说,客户的需求既是我们事业的重心,也是促使我们不断突破、创新的动力。即便是身处一个市场信息、客户资源高度共享的时代,优秀的“资本家”们仍旧拥有其独到的魅力,能够与客户心照神交,在与客户的交流中提前洞察业务机遇,从客户的需求中最先激发灵感。无论在何种市场背景之下,拥有良好客户关系的“资本家”永远占尽先机。

记得我曾经用这样一个浅显的比喻跟我的同事分享这三点所谓的经验之谈,就好比我们是开车的司机,手中的方向盘就是“政策”,把握好方向才不至于走错路浪费时间,甚至可以抄近路节省时间;司机的专业技能高,才有能力处理各种路况、险情,让车子一路平稳前行,甚至有信心弯道超车;“客户资源”好比路上的一个个加油站、休息区,这些才是最终保证你一路开下去的源泉。

今天是秋分了,也就是说 2013 年的秋天已经过了一半,无论你感慨与否,时间确实过得太快了。A 股市场本轮 IPO 暂停已近创历史最长记



录。然而,在各位独具慧眼和胆识的“资本家”的辛勤工作与创造下,市场上依然能有独好的风景,迸发出充沛的活力。毕竟,对于有准备、有能力的“资本家”来说,这份事业将永远给我们带来天堂般的感受。

感谢资本市场的各位同仁与我在过去一年中的共同耕耘,也企盼我们在明年的“资本市场论坛”上,有更多的分享与收获。

2013年9月23日

我国新股发行发售机制的实践与展望

一、国际新股发行发售机制的历史演变	2
(一) 发售机制种类及特征	2
(二) 全球新股发行发售机制的主流趋势	7
二、我国新股发行发售机制简介	9
(一) 我国新股发行发售机制的变迁	9
(二) 我国新股发行现行发售机制及其市场效率	14
三、我国新股发行发售机制的展望	26
(一) 询价与定价	26
(二) 证券配售	30
(三) 坚定市场化方向, 积极完善各项制度建设	36

A 股再融资市场的现状与未来发展趋势

一、活跃的再融资市场是成熟股票市场的重要组成部分	42
--------------------------------	----



二、近年来 A 股再融资市场规模得到快速发展	46
三、与海外市场相比, A 股再融资市场存在的差距	50
(一) 市场化运行程度较低	51
(二) 审核周期长, 发行人面临错过最佳“融资窗口”的风险	56
(三) 发行市场化程度较差, 引发一些“擦边球”式的创新, 暗含 潜在的风险	57
(四) 跨境再融资有待放松	59
四、海外成熟再融资市场的借鉴意义	59
(一) 海外成熟再融资市场情况	60
(二) A 股再融资市场有待进一步完善	63

非公开发行 A 股现状研究及未来展望

一、非公开发行 A 股发展概况	70
(一) 非公开发行 A 股发行制度背景	70
(二) 非公开发行股票发展趋势	71
(三) 非公开发行 A 股面临的问题	72
二、非公开发行 A 股现状研究	75
(一) 筹资者角度	75
(二) 投资者角度	81
(三) 非公开发行 A 股现状研究结果分析	86
三、非公开发行 A 股发展方向展望	88

(一) 制度建议	88
(二) 产品创新	90

民生银行转债发行启示

一、2003 年民生转债案例分析	94
二、2013 年民生转债案例分析	101
三、转债发行工作重点	109
四、民生转债发行启示	122

中小企业私募债的现状和未来

一、金融创新加速了私募债的面世	128
二、中小企业私募债的基本规则	129
三、私募债市场的基本情况	130
四、与美国高收益债的比较	131
五、私募债业务开展中遇到的问题	135
六、通过分级债产品激活市场需求	143
七、期待的后续政策	146
八、中小企业私募债的未来	150



2012 年中国 A 股上市公司投资者关系调查分析

一、A 股上市公司对于投资者关系的认知	154
(一) IR 理念已逐步普及	154
(二) 长期 IR 规划制定比例不高	156
(三) 国内 IR 费用投入不足美国 2012 年水平的 1/3	157
(四) IR 工作的主动性有所增加	158
(五) 对 IR 工作成果满意度不高	158
(六) 对估值和交投活跃度的满意度不高	159
(七) 市值越大, IR 认知、投入等表现越好	160
二、A 股上市公司对于投资者关系的实践	161
(一) 沟通方式呈现多样性	161
(二) 投资者最关注却最难沟通的内容	164
(三) 最高管理层更多地参与投资者沟通	167
(四) 投资者在公司经营治理中的参与度较低	167
(五) 投资者关系管理系统化、精细化、持续化水平较低	169
(六) 对外部专业知识和信息的需求强烈	171
三、A 股上市公司媒体关系的实践	172
(一) 媒体关系管理停留在应急层次	172
(二) 媒体沟通缺乏主动性	172
(三) 对新媒体的驾驭能力不强	173

(四)媒体关系管理系统化欠缺,精细化程度不足	175
(五)开始高度关注危机管理,但效果差强人意	175
(六)仍欠缺危机管理的基本技能	177
四、专业服务需求	178
(一)对外部专业 IR 顾问的认可程度日益提升	178
(二)专业培训需求尤为强烈	179
总结	180

我国新股发行发售机制的实践与展望

郁 浩 江海证券投资银行部董事总经理

徐纯玉 江海证券投资银行部董事



IPO 发售机制作为新股发行体制的核心制度，其发售效率直接影响了新股发行的市场效率和资本市场的资源配置。IPO 发售机制主要包括定价机制和配售机制两个方面。本篇简单介绍了国际新股发售机制的类型和特点以及目前的发展趋势，并阐述了我国新股发行发售机



制的变迁过程，详细剖析了我国新股发行的现行发售机制和实际运作的市场效率。通过与成熟市场的机制和效率进行比较，在定价和配售方面提出了对我国新股发售机制进一步市场化改革的一些展望。

一、国际新股发行发售机制的历史演变

IPO 发售机制，指首次公开发行的公司（发行人）或承销商确定 IPO 股票发行价格并出售给投资者的一种发行制度。这种发行制度包括两个方面：第一，确定 IPO 股票的发行价格，即价格发现；第二，IPO 股票发行价格确定后，采用一定的方式出售 IPO 股票给投资者。即定价机制和配售机制两方面。

（一）发售机制种类及特征

目前，世界范围内的 IPO 发售机制的具体种类有很多，根据承销商（或发行人）在 IPO 股票发行价格确定前是否获得并充分利用投资者对 IPO 股票的价值判断与需求信息，以及承销商是否拥有 IPO 股票的差别分配权利（或对投资者实行差别分配股票的自主权），IPO 发售机制主要有以下几种类型：固定价格（Fixed Price）、拍卖（Auctions），以及累计投标询价（Book - building）和混合发售（Hybrid Offer）等。

1. 固定价格机制

固定价格机制，是指在 IPO 股票公开发行之之前，承销商根据对发行公司的基本面的估值结果及对市场上投资者需求信息的粗略估计，在经过与发行人协商后确定一个固定的发行价格，然后根据该发行价格出售股票。

价格确定后，根据承销商是否具有股票的分配权利，固定价格又分为固定价格允许承销商配售和固定价格公开发行。其中，前者是指在股票出售时，承销商拥有自由分配股票的权利，例如承销商可以对一些机构投资者实行自主配售，这一发售机制的典型是美国的尽力推销；后者是指承销商没有分配股票的权利，不允许配售，针对全体投资者的公开发行，这种发售机制在欧洲、亚洲等一些国家或地区曾经被广泛运用。

该机制下，如果发行过程中投资者认购数额超出所发行股票数量，即存在超额认购，则存在三种股票分配方式：（1）比例配售，由承销商根据投资者的申购数量按比例分配，例如中国香港；（2）摇号抽签，即通过摇号抽签的方式来决定投资者所获股票分配数量，例如中国 A 股市场；（3）由承销商分配，即承销商直接拥有分配股票的权利，例如澳大利亚。

固定价格机制下，通常主承销商只是按照事先商定的发行价格代销股票，按照出售额度收取佣金，而不同于现在的余额包销。若承销商无法将股票按事先确定的价格完全出售，也不需要承担发行失败的风险。

固定价格机制的优点是发行成本比较低，程序相对简单，效率较高。其缺点是其定价环节市场化程度不足，因为新股定价环节没有考虑股票



市场的实际需求情况，发行价格的确定缺乏市场上投资者的参与互动过程。

2. 拍卖机制（竞价机制）

拍卖机制，又称招标竞价机制，是指发行人或承销商根据投资者的竞标结果确定 IPO 股票发行价格。该机制要求所有参与投标的投资者以不低于承销商或发行人事前确定的竞标底价，申报申购价格和申购数量；申购结束后，承销商按照投资者的申购价格从高到低进行排序，累计申购数量，直到累计申购数量达到新股总的发行数量。假定累计申购数量达到新股总发行数量时的价位为有效价位（所谓有效价位是指累计申购量达到新股发行量的价位，即市场出清价），那么所有不低于该价位的申报都中标。

拍卖机制细分之下一般又包括：统一价格拍卖、歧视（或差别）价格拍卖、肮脏拍卖三种方式。在统一价格拍卖下，有效价位就是新股发行价格，所有中标申购都按该价格成交，这种方式的典型代表如以色列；在歧视（或差别）价格拍卖下，有效价位只是投资者购股的最低价，每个中标者以自己的报价作为自己购买新股的实际价格，这种方式的典型代表如中国台湾；在肮脏拍卖的情形下，发行人和承销商，确定有效价位的累计申购量大于新股发行量，即有效价位低于市场出清价，最终结果会产生一个人为的抑价，这种方式的代表如法国。

拍卖机制下，新股发行价格的确定由竞价产生，在 IPO 定价前需要有一个充分收集市场投资者关于发行股票的需求价格和数量等信息的过程，最终确定的价格能够直接反映出市场投资者对新股价格的接受

程度，因此该机制也被认为是几种发售机制中市场化程度较高的发售机制，但在不成熟的证券市场中，容易出现定价过高、募集资金超额、资金使用效率低下的现象；同时股票数量的分配也根据事先确定的规则，并在现有的投标结果基础上进行，因此承销商和发行人对股票自由分配的权利也是几种发售机制中最小的。

3. 累计投标询价机制

累计投标询价机制是西方成熟资本市场普遍采用的新股发行发售机制。西方成熟资本市场多年的实践证明，用询价机制确定发行价格是股票市场化定价的有效形式。一般情况下，该机制包括初步询价和累计投标询价两个步骤：

第一步 发行人及其承销商根据公司内在价值、发行量等因素，结合分析师路演得到的投资者初步询价报价情况，确定新股发行价格区间和相应的市盈率区间。

第二步 承销商协同发行人进行路演推介活动，向潜在的投资者推介新股，按相关法律法规披露发行人的相关信息。推介的同时，征集投资者对价格区间以内各价位的需求量。路演结束后，发行人和承销商对投资者的申购报价进行统计，最后按总申购量超过新股发行量的一定倍数来确定最终发行价格，并根据累计投标询价阶段的投标情况自主地对投资者出售和分配股票。

如果在市场推介过程中，投资者反映不佳，发行人将同承销商协商下调发行价格，以保证发行的顺利完成。

累计投标询价机制下，承销商在确定 IPO 股票发行价格时候，充分