



## 资本市场的法律热点问题

### 新一轮新股发行改革方案

为了进一步健全新股发行机制、提高发行效率，中国证监会分别于2009年6月10日发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》推出第一阶段改革措施，于2010年10月11日发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》推出第二阶段改革措施。

第一阶段改革措施包括：（1）完善询价和申购的报价约束机制，形成进一步市场化的价格形成机制；（2）优化网上发行机制，将网下网上申购参与对象分开；（3）对网上单个申购账户设定上限；（4）加强新股认购风险提示，提示所有参与人明晰市场风险。

第二阶段改革措施包括：（1）进一步完善报价申购和配售约束机制；（2）扩大询价对象范围，充实网下机构投资者；（3）增强定价信息透明度；（4）完善回拨机制和中止发行机制。

2012年4月1日，中国证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》（以下简称“《意见》”），《意见》的发布意味着新一轮新股发行体制改革启动。

《意见》对现行新股发行、承销规定做了多处修改和补充，主要包括：

#### 一、提高网下配售比例

根据现行《证券发行与承销管理办法(2010修订)》(以下简称“《承销办法》”),新股网下配售数量不超过发行总

量的50%（公开发行业股票数量少于4亿股的，配售数量不超过发行总量的20%）。

《意见》大幅度提高了网下配售比例，规定向网下投资者配售股份的比例原则上不低于本次公开发行与转让股份的50%。新规定通过提高网下配售比例、让网下机构投资者持有更多新股，冀望因此提升机构投资者在新股定价时的积极性，进而实现发行价格合理回归。

#### 二、取消网下配售锁定期

根据现行《承销办法》，网下配售的股票持有期限不少于3个月。《意见》取消了网下配售股份锁定期的要求（发行人、承销商与投资者仍可自主约定锁定期），借以提高新上市公司股票的流通性。取消锁定期后，机构投资者在第一时间即有抛售股票机会，可能会促使机构投资者尽量压低新股定价为上市后最短时间内抛售股票获利留有余地。

#### 三、允许存量发行

《意见》规定，持股期满3年的股东可将部分老股向网下投资者转让。当然，这种存量发行仍是有限制条件的存量发行，《意见》明确规定存量股转让不得导致拟上市企业实际控制人变更，且转让所得资金需专户管理且至少上市满1年后方能全部取出（控股股东、实际控制人及其关联方3年后方能全部取出）。

就《意见》有关存量发行的规定是否违反《公司法》142条规定（《公司法》142条规定，公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起

一年内不得转让)的问题,我们理解,《公司法》规定的是“上市之后”不能转让,而《意见》规定的存量发行是上市之前进行转让,因此,单纯从语义上讲,《意见》并未违反《公司法》的明确规定,不过受让者持有的受让股份仍要受《公司法》有关“上市交易之日起一年内不得转让”的限制。

#### 四、允许符合条件的个人参与网下询价配售

《意见》扩大了询价对象范围,除了目前《承销办法》规定的7类机构外,《意见》还允许主承销商自主推荐5-10名投资经验比较丰富的个人投资者参与网下询价配售。不过,虽有前述规定,但鉴于实践中发行人、承销商设定的

“每笔网下配售的配售量”通常数额都比较大(动辄几十万),中小投资者很难有资金实力参与新股网下询价配售。

此外,《意见》明确提出了“提倡和鼓励具备条件的律师事务所撰写招股说明书”,这一规定可能会进一步提高律师对IPO工作的参与度,也对律师的工作提出了更高的要求。

综合来看,本轮新股发行改革仍遵循着强化信息披露、淡化监管机构实质判断、强调各主体责任的改革方向,但主要集中在现有发行制度框架下的技术性革新上,其相关改革举措能否收到成效,我们还需拭目以待。

余永强 合伙人 Tel: 8610 85192148 E-mail: yuyq@junhe.com

赵吉奎 律师 Tel: 8610 85191295 E-mail: zhaojk@junhe.com