

清科观察：清科《IPO 注册制改革报告》发布，新股改革一波三折

2014-2-20 清科研究中心 张琦

2013 年 11 月 30 日证监会发布的《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》宣告了第四轮新股发行体制改革正式拉开帷幕。此次改革不仅成为各方关注焦点，更是引来市场强烈反响，因为证监会首次提出放权、弱化审核职能、加强过程监管、强化信批力度和中介机构责任，为我国新股发行制度朝着注册制方向迈进打下了良好基础。但是，近期方案执行过程中出现的大股东借存量发行大额套现、“三高”等诸多问题再次将新股发行制度改革推向了进退两难的十字路口。

面临我国新股发行制度改革的重要时期，清科研究中心日前发布了《2013 年中国 IPO 注册制改革专题研究报告》，梳理了我国新股发行制度改革的历程，剖析了此次新股发行制度改革的具体内容，并结合国际先进经验探索了中国新股发行制度改革的趋势及现阶段亟待完善的地方。

一、审核方面

我国新股市场化发行改革的趋势是由核准制向注册制转变，在这种市场化程度最高的发审制度下，其核心是审核发行人是否全面、准确、真实地将投资人判断投资价值所必需的重要信息材料加以公开，发行审核以形式审查为主，证券监管机构对证券发行事先不作实质条件的限制，也不对证券发行行为及证券本身做出价值判断。

而 2013 年新股发行改革有关审核方面的亮点也正好体现在这方面：

首先，提前招股书的披露时点，发行个人招股书申报稿正式受理后便在证监会网站披露，能够最大限度缓解市场上的信息不对称问题，加强社会监督，约束发行人及中介机构勤勉尽责。

其次，预披露后，招股书中发行人相关信息及财务数据不得随意更改、前后矛盾、不得造假，否则发行人、中介机构等相关责任主体将接受惩罚，文件中也规定了具体惩罚措施，明晰的责任划分在发生违规行为时可以有效追责，同时也对中介机构的项目组的职业能力、职业态度以及质量控制部门的质量把控能力提出了前所未有的要求。

再次，强调市场化改革的核心是信息披露，明确监管部门的职责是合规性审查，淡化监管机构对拟上市公司盈利能力和投资价值的判断，由投资者自主判断企业投资价值，并承担相应风险，此举有助于厘清政府和市场的关系，逐步改变以往“家长式”行政监管，为我国新股发行制度改革向注册制方向迈进奠定了基础；但是，这对目前构成我国 A 股市场投资者主体的中小散户而言是一次极大地考验，因为股市走势主要由经济基本面和宏观政策所决定的，而多数中小散户投资者目前还缺乏对宏观经济走势的判断能力和认知能力，所以对于这部分投资者而言投资风险加大、责任也加重了，因此必须重点提示中小投资者密切关注投资风险，尽快提高自己的 A 股投资分析和判断能力，以及承受投资风险损失的充分思想准备、心理准备和经济实力储备，或者选择间接投资股市方式和渠道，或者投资其他金融理财产品。

表 1 新股发行审核改革前后比较

项目	改革前	改革后
预披露	落实反馈意见后、初审会前进行预披露	1) 进一步提前预披露时点，发行人招股书申报稿正式受理后便在证监会网站披露 2) 预披露后，招股书中发行人相关信息及财务数据不得随意更改；申请文件不得前后矛盾、不得造假，审核中发现重大问题，移交稽查
审核内容	<p>■ 监管机构对拟上市公司盈利能力进行判断与审核</p> <p>■ 盈利要求：</p> <p><u>主板/中小板：</u></p> 1) 最近 3 个会计年度净利润为正数且累计超过人民币 3,000 万元，净利润扣除非经常性损益前后较低者为计算依据； 2) 最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5,000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过 3 亿元； <u>创业板：</u> 1) 最近两年净利润累计不少于 1000 万元，且持续增长； 2) 或者最近一年盈利，且净利润不少于 500 万，最近一年营业收入不少于 5000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%；	1) 逐步淡化监管机构对拟上市公司盈利能力和投资价值的判断，以信批为中心 2) 投资者自主判断企业投资价值，并承担相应风险 3) 进一步加强财务信息质量（发审会前财务抽查） 4) 强化对发行人治理结构和内部控制的要求
是否核准决定时间	无要求	受理后 3 个月内做出是否予以核准的决定

来源：清科研究中心根据公开资料整理

www.pedata.cn

二、发行方面

（一）发行时间

长期以来，控制发行节奏似乎成为证监会不得不做的事情。这其中有历史形成的原因，也有市场不合理的期待。造成的后果是，企业通过发审会却不知道什么时候能真正上市，不少企业由于节奏管制，过会却不能发行，人为制造了企业积压的情况。此次改革中，证监会把新股发行节奏交还给市场，把发行时点交由企业自主决定，迈出了市场化的一大步。发行人通过发审会并履行会后事项程序后，证监会即核准发行，新股发行时点由发行人自主选择，并且将首次公开发行股票核准文件的有效期从 6 个月延长至 12 个月，这使得企业在选择上市时间时有更大的自主性，新股需求旺盛则多发，需求冷清则少发或者不发。但是，IPO 重启以来，获得批文的企业多选择拿到批文即刻上市，主要原因是对股市信心不足，害怕夜长梦多。

表 2 发行时间改革前后比较

项目	改革前	改革后
批文发放时间	通过发审会后视情况，不确定性大	通过发审会、落实会后事项即获取批文
批文有效期	6 个月	12 个月
发行时点	证监会窗口指导，一般获取批文后尽快发行	发行人自主选择，证监会不再控制发行节奏

来源：清科研究中心根据公开资料整理

www.pedata.cn

（二）存量发行

此次《意见》中一直被热议的“存量发行”终于被落实，鼓励持股满三年的原有股东将部分老股向投资者转让，随后证监会也相应出台了《首次公开发行股票时公司股东公开发售股份规定》。实施老股转让的目的在于缓解上市公司资金超募问题，增加可流通股份数量，由于新股发行超募的资金将相应减持发行人老股，因此，该制度实施后将有效的改变过去新股发行超额募集资金的现象，这有利于促进买、卖双方充分博弈，进一步理顺发行、定价、配售等环节的运行机制；另一方面，存量发行给了大股东套现更加便捷且没有锁定期的便利条件，因此，上市企业背后的 VC/PE 机构也可借存量发行实现上市即退出，特别是已从企业高增长中获得丰厚回报或者基金即将到期的 VC/PE，老股转让退出是一个可供参考的选择。

目前，51 家拿到发行批文的公司中已有多家触发老股转让。以创业板发行企业“我武生物”为例，根据其最新披露的招股书，“我武生物”拟募资净额 1.90 亿元，计划发行不超过 3000 万股。根据主承销商测算，老股转让不超过 2000 万股。其中，除大股东我武咨询计划转让老股外，东方富海、利合资本、德创投资三家股权投资机构也分别拟转让不超过 216.00 万股、154.32 万股、61.78 万股老股。

但是，改革方案执行过程中却遭遇尴尬。2014 年 1 月 12 日江苏奥赛康药业 IPO 在网上申购当日却因存量发行规模过大和高市盈率问题再次出现而紧急叫停。根据奥赛康公告，公司拟发行股份共 5546.6 万股，其中老股转让数量为 4360.35 万股，奥赛康控股股东南京奥赛康可一举套现 31.83 亿元，而发行的新股仅有 1186.25 万股，也就是说公司仅向投资者公开募集到 8.66 亿元。制度设计之初或许未曾预料到会出现控股股东借老股转让大额套现的情况，当然，在成熟资本市场，大股东借存量发行大额抛售股票套现的现象也较少见，因为会引发市场对企业信心不足。因此未来如何不断调整发行时新老股配比、防止大股东借机大额套现侵犯中小投资者利益还需在实践过程中不断摸索。

（三）定价方式

本次改革后，新股定价市场化程度将提高，监管部门将不再规定具体的定价方式和程序，由市场各方自主博弈、自主定价、自担后果。引入个人投资者力量，可以进一步加大新股定价约束，同时也是对个人投资者定价能力的考验。值得注意的是，改革方案取消了原来对定价高于行业平均市盈率 25% 需要履行相关事项的规定，更加强调信息披露，提醒投资者注意风险，这不仅是减少行政干预的重要举措，更是保护中小投资者的重要举措。IPO 重启后获得批文的奥赛康根据网下初步询价结果，发行价格确定为 72.99 元/股，对应的 2012 年摊薄后市盈率为 67 倍，远高于创业板医药制造业平均约 55 倍的静态市盈率，受此问题影响，1 月 12 日奥赛康在网上申购当日紧急叫停。针对此突发情况，证监会也连夜出台了《关于加强新股发行监管的措施》，要求发行人和主承销商应在网上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。由此可见，高价发行的上市公司网下询价与网上申购过程之间又将多出三周投资风险特别公告提示期，高发行价上市公司发行节奏将受到控制，未来首发企业发行市盈率过高、定价过高情况也必将受到约束。

此外，此次改革为了抑制发行价过高的问题明确了询价过程中剔除网下报价最高的部分，并且比例不得低于 **10%**，此举将促进网下投资者博弈，因为报价太高会被剔除并且不得再参与网下配售，所以各个网下投资者必须权衡自己的报价是否过高，否则就有被剔除的风险，一定程度上也就能缓解新股发行价过高的问题。根据发行股票数量确定有效报价投资者，比以前适当增加数量，报价家数越多越不容易受到少部分人的控制，有利于各方的报价博弈，从而形成市场化的、相对公平合理的报价，同时明确有效报价数不足中止发行。

表 3 定价方式改革前后比较

项目	改革前	改革后
询价	无要求	1) 剔除申购总量中最高报价部分，剔除量至少 10% 2) 发行 4 亿股以下的，有效报价投资者至少 10-20 家/人 3) 发行 4 亿股以上的，有效报价投资者至少 20-40 家/人 4) 网下筹资额超过 200 亿的，有效报价投资者至多 60 家/人
定价	IPO 发行市盈率如超过行业平均市盈率 25% ，需履行一系列程序，成为定价的实质性约束	■取消定价 25% 行业平均市盈率门槛 ■如发行价市盈率高于同行业上市公司二级市场平均市盈率，需在网上申购前连续三周发布投资风险公告，向投资者提示风险

来源：清科研究中心根据公开资料整理

www.pedata.cn

（四）网下配售

此次改革券商可自主选择投资者配售股票，自主配售机制有利于促进承销商从培养长期客户的角度出发重视买方利益，合理定价，平衡发行人与投资者双方利益，对新股定价形成约束。不过，自主配售权并不意味着可以对股票随意进行分配。证监会为防止利益输送制定了一系列约束措施，需要市场各方共同监督。2014 年 1 月 12 日紧急出台的《关于加强新股发行监管的措施》中也进一步明确监管力度：中国证监会将对发行人的询价、路演过程进行抽查，发现违法违规行为依法处理；中国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，主承销商允许不符合其事先公布条件的网下投资者参与询价和配售的，证监会将对责任主体严肃处理。此外，网下配售至少 **40%** 优先配售给公募基金和社保基金是一大亮点，有利于促进机构投资者参与到发行定价机制当中。

表 4 网下配售改革前后比较

项目	改革前	改革后
网下配售方法	1) 主板 IPO - 比例配售 2) 中小板、创业板 - 网下摇号	■主承销商自主选择投资者进行配售 1) 从有效报价的投资者中选择 2) 发行人与主承销商协商确定网下配售原则和方式，并在发行公告中披露 3) 承销商应当按照事先公告的配售原则配售 ■至少 40%应优先配售给特定投资者： 1) 公募证券投资基金 2) 由社保基金投资管理人管理的社会保障基金 ■中国证监会将对发行人的询价、路演过程进行抽查，发现违法违规行为依法处理 ■中国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，主承销商允许不符合其事先公布条件的网下投资者参与询价和配售的，证监会将对责任主体严肃处理
网下配售比例	初始网下配售比例不低于 50%	1) 发行后总股本 4 亿股及以下的，不低于发行数量 60% 2) 发行后总股本 4 亿股以上的，不低于发行数量的 70% 3) 配售部分认购不足的，需中止发行

来源：清科研究中心根据公开资料整理

www.pedata.cn

（五）网上配售

为了进一步遏制炒新，此次改革限定了网上申购投资者的条件，同时综合考虑市值及资金量，不单纯采用市值配售，给予市场主体更多的自主权，从而鼓励投资者长期持有股票，减少新股申购对二级市场的冲击，另外还明确了申购上限是初始发行的千分之一，避免大型机构投资者以及上市公司股东利用资金和

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15446

