

解读IPO新政

# IPO迈入注册制过渡期

北京商报记者 况玉清 孙哲 叶龙招

IPO何时重启?如何在审核制与注册制之间进行过渡?证监会上周末对这些备受市场关注的热点问题给出了答案。随着《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(以下简称“意见”)的发布,暂停一年有余的IPO宣布将于明年1月重启。意见不仅对IPO的定价环节进行了大胆革新,更值得注意的是,通过这纸意见不难看出,证监会在IPO中的角色也由前端审核变成了后端监管,为将来IPO发行体制向注册制转型做好了铺垫……

▼ IPO审核流程图



## 定价改革:限制“三高”乱象

定价改革是整个IPO改革的核心环节,高发行价、高市盈率、高超募曾经被作为IPO的三个标签而备受各方质疑,这也是证监会历次IPO发行体制改革的重中之重。本次改革继续在定价改革问题上做出了大量的创新,限制超募和限制询价过程的漫天报价,都是首次引入到IPO改革中。

### 限制超募

意见最大的亮点之一就在于,新IPO发行体制首次对资金超募问题开刀,斩断了发行人获取巨额超募资金的通道。

意见规定,“发行人应根据募投项目资金需要量合理确定新股发行数量,新股数量不足法定上市条件的,可以通过转让原始股增加公开发行股票的数量,新股发行超募的资金,要相应减持老股”。

这意味着,IPO超募问题将得到有效遏制。此前IPO发行绝大部分情况下都会产生超募资金,其原因在于,发行人的发行数量一般是提前确定的,而在询价中一般IPO定价都会有一定的溢价幅度,这就造成了发行人募集资金总额远超过计划募集总额的情况,即超募现象特别严重。

例如一只IPO计划在上交所发行1亿股,计划募集资金为10亿元,结果在询价过后,其发行定价下限为20元,如果按照此前的发行体制,则该公司会产生至少10亿元的超募资金,但在新规之下,发行人被要求“应根据募投项目资金需要量合理确定新股发行数量”,这样一来,发行人需要将最终发行数量降到5000万股左右。

但实际上,5000万股达不到上交所要求的最低发行8000万股的下限,这种情况下怎么办?按照新规,发行人持股三年以上的原始股东可以将原始股转让3000万股给IPO的认购者,这样一来就可以达到上市标准。实际上,允许持股三年以上原始股东在IPO发行过程中转让所持股份,也是本次改革最新引进的内容(详细情况请见下文)。

### 限制高定价

意见规定,“网下投资者报价后,发行人和主承销商应预先剔除申购总量中报价最高的部分,剔除的申购量不得低于申购总量的10%,然后根据剩余报价及申购情况协商确定发行价格。被剔除的申购份额不得参与网下配售”。

分析认为,此举将有效限制机构在IPO询价过程中漫天报价。此前,一些机构为了获得配售权,不惜采用高报价的形式参与询价,但新规一旦实施,报高价的机构反而可能会因此失去配售资格,此举有望拉低整个IPO的定价。

此外,意见还规定,公司股本4亿元以下的,网下配售比例不低于发行数量的60%;股本超过4亿元的,网下配售比例不低于发行量的70%。新规加大了网下配售比例,相当于加大了IPO询价过程中的新股供给量,有利于进一步降低IPO发行价。

证监会也明确表示,上述新规主要目标就是遏制新股发行“三高”现象,防止“人情报价”或盲目报高价。证监会相关负责人在答记者问时表示,监管部门将与自律组织开展协作,加强对报价、定价过程的监管,打击高报不买、高报少买、串通报价等行为。

“本次改革后,将不再执行‘25%规则’,但并不意味着要放松对新股高定价和‘圈钱’的约束。所谓‘三高’,核心就是发行定价高。问题产生的原因很多,有新股炒作的原因,同时还有新股供求不平衡、发行人和保荐机构高定价冲动、‘打新热’、‘人情报价’等诸多因素。”该负责人如是说。

## 监管政策:审核减少监管从严

简政放权,这是本次IPO改革的一个重要关键词,证监会此次缩减了审核的内容,赋予了市场主体更多的自主权,其角色定位由前端审核逐步转换为后端监管,这也体现市场化的要求,更被认为是在为今后IPO发行体制由审核制向注册制过渡做准备。

### 减少前端审核环节

意见规定依法对发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核,不对发行人的盈利能力和投资价值做出判断。

此举相当于减少了IPO前端审核的一个重要核心环节,此前,对于IPO企业的业绩是否足够漂亮,其成长性是否足够优秀,都曾是证监会IPO前端审核的重中之重,但今后证监会将不再对这些内容加以审核,也被市场认为是IPO从审核制向注册制过渡的最大变化。由投资者自主判断拟上市公司投资价值、自主做出投资决策是现今全球最主流的IPO方式。

对此,有业内人士表示,这是A股IPO趋于成熟市场发行的表现。“减少行政干预是新股发行改革的持续关注点,如今减少监管机构对新股发行条件的价值判断,其实是再次削弱行政力量对发行市场的干预。”该业内人士说。

### 发行自主权交回发行人

意见规定,IPO过会并通过会后事项之后就能迅速拿到发行批文,而且发行批文的有效期从此前的6个月扩大到12个月,发行人和保荐机构在批文有效期内自主确定发行时间。

此前证监会出于维护市场稳定性的考虑,一般会控制新股发行节奏,即市场好的时候新股发行会密集,但市场不好的时候新股发行可能暂停,这就导致很多IPO在过会后可能长时间拿不到发行批文,发行人和保荐机构自主确定发行时间的空间也较小。新规明显放松了IPO发行节奏的“人为管制”,发行人和保荐机构自主性大大加强,更符合市场化方向。

## 问责制度:发行人中介造假难逃问责

放前端的前提,自然是管住后端,证监会虽然放松了对前端的流程审核,但却加大了事后追责力度,其总体思路为“宽进严管”,但严管的内容并不是市场交易行为,而是程序性的合规问题,在此基础上,一旦各方违反合规要求,其处罚力度将明显加大。

### 加大中介机构追责力度

意见规定,招股说明书预先披露后,发行人相关信息及财务数据不得随意更改。审核过程中,发现发行人申请材料中记载的信息自相矛盾、或就同一事实前后存在不同表述且有实质性差异的,中国证监会将中止审核,并在12个月内不再受理相关保荐代表人推荐的发行申请。发行人、中介机构报送的发行申请文件及相关法律法规文书涉嫌虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的,移交稽查部门查处,被稽查立案的,暂停受理相关中介机构推荐的发行申请;查证属实的,自确认之日起36个月内不再受理该发行人的股票发行申请,并依法追究中介机构及相关当事人责任。意见还要求,保荐机构、会计师事务所等证券服务机构应当在IPO文件中公开承诺:因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,给投资者造成损失的,将依法赔偿投资者损失。

这两项要求明显加大了对中介机构的问责和处罚

力度,特别对于后续的投资者赔偿问题,要求中介机构承诺承担连带赔偿责任,有助于加强中介机构的尽职。

### 遏制包装上市

意见规定,发行人上市当年营业利润比上年下滑50%以上或上市当年即亏损的,证监会将自确认之日起即暂不受理相关保荐机构推荐的发行申请,并移交稽查部门查处。发行人在招股说明书中已经明确具体地提示上述业绩下滑风险、或存在其他法定免责情形的,不在此列。上市公司涉嫌欺诈上市的,立案查处时即采取措施冻结发行人募集资金专用账户。

在创业板开板前两年,大量的创业板公司出现上市即业绩大幅变脸的情况,包装上市甚至造假上市是其中的主要原因,此举也对投资者利空构成严重威胁,备受各方诟病。分析人士认为,新规将对包装上市构成最直接的威慑,对于解决财务粉饰在内的一系列问题将起到重大作用,它加大了投行和发行人包装上市的法律风险,能够有效遏制包装上市和造假上市行为。

## 信披要求:发行人需晒招股定价全过程

与此前的IPO发行体制相比,意见在信披方面的最大变化就是加大了信披的范围,最大限度地提前了招股材料的信披时间点,同时也调整了信披的侧重点。通过这样的信披要求,投资者在原有信披内容的基础上,还将对一家IPO企业从发行前接受上市辅导,到发行中的询价定价,再到发行后的股东减持这一全过程了如指掌。

### 提前信披节点

意见规定,“进一步提前招股说明书预先披露时点,加强社会监督。发行人招股说明书申报稿正式受理后,即在中国证监会网站披露”。

此次对招股说明书披露时间点的规定已经达到了极限。事实上,为更好地让IPO项目接受社会的监督,招股说明书的时间点曾经历过几次变更,最初时是在上发审会前进行披露,而在此次改革之前,则是规定IPO发行人在反馈意见落实之后、初审会召开之前将招股说明书在证监会网站预先披露。

这也意味着发行人所披露的信息要接受社会公众更长时间的监督,而这无疑能及时发现IPO申报项目存在的问题,并且也能威慑违法行为。

### 扩大信披范围

按照意见的要求,股东减持、询价过程以及投行辅导过程将变得更加公开透明,例如:持股5%以上股东减持时,须提前三个交易日予以公告;询价过程中,对于提供有效报价但未参与申购、或实际申购数量明显少于报价时拟申购数量的投资者,发行人和主承销商应在配售结果中列表公示;保荐机构与发行人签订发行上市相关的辅导协议后,应及时在保荐机构网站及发行人注册地证监局网站披露对发行人的辅导工作进展,辅导工作结束后,应对辅导过程、内容及效果进行总结并在上述网站披露。

将上述内容纳入到意见范围之内,将对投资者在申购新股过程中的决策起到辅助作用。

## 投资者保护:限制股东减持稳定股价

IPO发行体制改革的另一重点无疑就是投资者保护,在这一方面,意见也颇费周折地对发行人和大股东提出了有针对性的限制性条件,对高管及大股东的减持套现做了较多限制,同时要求发行人设立股价稳定机制,对投资者利益进行了双重保护。

### 防止大股东减持跑路

意见规定,大股东及高管须承诺,所持股票在锁定期满后两年内减持的,其减持价格不低于发行价;公司上市后六个月内如公司股票连续20个交易日的收盘价均低于发行价,或者上市后六个月期末收盘价低于发行价,持有公司股票的锁定期限自动延长至少六个月。

分析认为,新规加强了对投资者的保护,将有效防止大股东及高管在上市后快速跑路的几率。如果一家公司被过度包装上市,在原形毕露后,大股东选择减持套现的难度将大大增加。以海普瑞为例,该公司在大肆包装后以144元的发行价上市,此后泡泡破灭股价一路下跌远低于发行价,如果按照新规执行,像海普瑞这样的公司,即便大股东限售期已满,两年内也无法减持。

### 设立股价稳定机制

意见规定发行人及控股股东、董监高应在IPO申报文件中提出三年内股价低于每股净资产时稳定股价预案。该预案需要规定具体措施及具体条件,其包括发行人回购股票,控股股东、董监高增持股票的具体方案。

意见还明确提出了如发行人在公开募集文件中出现虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,对判断发行人是否符合法律规定的发行条件构成重大、实质影响的,还将依法回购首次公开发行的全部新股,并且控股股东须购回已转让的原限售股份。此举将杜绝因发行人造假而给广大投资者带来的损失。

此外,意见要求各交易所设置炒新停牌红线,防止新股过度暴炒,以降低投资者风险。