

IPO管理办法实现重大调整

——《首次公开发行股票并上市管理办法》(征求意见稿)解读

从新办法看 发行市场化改革

□本报记者 周翀

新的IPO管理办法曾有一个版本在业内广泛传阅,与现在的征求意见稿相比,主要条款大体相同。本报就此版本了解了多位投行人士意见,当时普遍的反应是对财务指标提高等规定的理解,认为其与发行市场化的方向是背离的。一种极端的观点是,“只要有人买的股票,都应该可以公开发行”,还有人认为,如此高的限制,对中小企业太过歧视。

通过有关人士的介绍,我们发现,新办法提高企业发行上市要求,确有其依据。同时,新办法也在很大程度上,显示出循序渐进推动发行市场化改革的思路。

首先,新办法规范的范围,被严格限制在主板市场的IPO上,它是一个IPO办法,但更是一个IPO并上主板的办法。无论是净利润三年为正值且累计3000万元,还是现金流三年累计5000万元,抑或营业收入三年累计3亿元,包括发行前总股本3000万元,都绝非针对中小企业而言。因此,说新办法没有照顾到中小企业,是指错了对象。新办法设置上述条款,目的就是推动更多优质、大型、成熟企业在主板的发行上市行为。

其次,新办法还只是整个股票发行规则体系的一个组成部分,通过“首次公开发行并上市”的措辞,可以理解到,监管部门未来必定还会就“首次公开发行不上市”出台具体措施。在新证券法确立了发行与上市适当分离的原则后,发行是否上市、上哪个市场的规定会进一步细化。证监会正在筹建的发行监管二部,就是为了解决非上市公司公众公司的监管问题,而且有望在先,这部分企业的发行条件可适当降低。在两部为多层次资本市场留出空间的基础上,业界必须认识到,未来企业的发行行为会更加细分,发行和上市条件也会分出层次。

第三,对大型优质企业的“照顾”条款。新办法规定,允许经国务院批准的有限责任公司采用募集设立的方式IPO并上市;允许经国务院批准的发行人可以不受成立三年限制IPO并上市;取消发行前12个月内不得增资扩股的限制。以这个标准计,已经在海外上市的中行、建行,以及即将海外上市的中行等,都可以通过这类条款,迅速实现海归,从而有助于改善主板上市公司结构,为投资者提供更多选择。

第四,出于“实质重于形式”的立法原则,新办法体现了继续深化发行制度改革思路。取消了一些已经不适应股改后新的市场环境“死规定”,如IPO净额不得超过净资产2倍,关联交易比例不得超过30%等。行政干预的弱化辅之以市场约束和股东约束完全到位,实行市场询价制度后,监管层更相信市场能够自动约束一些问题的产生,同时将更多目光集中于提高信息披露质量上来。

第五,“以市治市”的思路彰显。在证券法严厉规定了各种罚则的基础上,监管部门将更多“权力”交还给中介机构等市场主体,希望通过一类主体对另一类主体正常的、健康的市场行为,在总体上营造良性的市场运行机制。相似的思路还体现在办法第7条对投资者应为自己的投资行为负责的规范中,这也客观上要求包括公众投资者在内的各类市场主体树立“守土有责”、“不越雷池”的市场观念。

新办法的出台,正值股改一周年。股权分置问题得到有效解决后,市场的机制、条件正发生积极变化,监管部门有条件、也有必要将证券发行的决定权更大限度地交还给市场,力争使能被市场所接受的投融资需求都得到满足。但市场毕竟处于转轨阶段,股改完成前后市场约束和股东约束完全到位还需要一个较长过渡时期。因此,发行制度改革也要强调“三度”的统一。按照循序渐进的思路进行发行制度改革,在IPO办法中得到了切实的体现。

》 IPO重启 恢复现金申购

□本报记者 杨大泉

IPO重启将恢复现金申购。中国证监会负责人昨日就股权分置改革和《首次公开发行股票并上市管理办法》(征求意见稿)(下称《管理办法》)发表谈话时表示,恢复股票资金申购制度是改革进行到现阶段市场的必然要求,有利于吸引新增

资金入市。

2000年2月中国证监会发布《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的通知》,正式启动通过市值配售的方式发行新股。2002年5月中国证监会再次发布《关于向二级市场投资者配售新股有关问题的补充通知》,对市值配售进行了完善。从此以“摇号”为形式的股票资金申购制度

退出IPO发行体系。

中国证监会负责人称,现行的市值配售方式是在股权分置前提下为维护流通股股东利益专门设置的股票认购制度。随着股权分置改革的推进,上市公司的股份将逐步转为可全流通,市值配售制度的基础将不复存在。因此有关方面决定恢复股票资金申购制度。

》 战略投资者持股锁定3年

□本报记者 何军

建设银行在香港上市前,引进了战略投资者,而且是在发行几个月前引进的,这在内地资本市场是没法实现的。

因为修订前的《公司法》第一百三十七条规定,两次股票发行需间隔一年以上,公司在首次公开发行上市前1年内增资扩股存在法律障碍。

而新的《公司法》、《证券法》取消了两次股票发行需间隔一年以上的规定,《管理办法》因此也不再对发行人发行

上市前12个月内通过扩股引进新股东设置禁止性条款。

权威人士认为,取消这一规定,有利于企业在发行上市前根据自身情况引进战略投资者,也符合国际惯例。

但是有一种顾虑,即如果允许在发行上市前12个月内新增股东与其它股东一样上市即可出售股票,由于其发行前认购的股票价格往往低于公开发行价格,确实存在新进股东在短期内博取上市溢价的可能性,这与引进战略投资者的初衷相违背,存在一定的

道德风险。

因此,对于此类股东认购的股份应有较其它发行前的股东持有的股份更长的禁售期要求。权威人士透露,证券交易所在《上市规则》中对此作出具体规定,初定的锁定期为3年。

权威人士还透露,除了发行前12个月内可引进战略投资者外,为了缓解IPO后的扩容压力,可以像境外一样,在IPO时允许将一部分股份配售给战略投资者、机构投资者,锁定3年,以减轻市场的压力。

》 取消融资上限 交由市场决定

□本报记者 袁克成

本次管理办法中,取消了此前IPO筹资额不得超过净资产两倍的硬性规定,此举在一定程度上,增加了A股市场

对优质公司的吸引力。由于股改后将实现全流通发行,市场对公司融资行为的约束力将逐步加大。出于对市值的关注,上市公司恶意圈钱的结果将在很大程度上“伤及自身”。而新股发行实施询价后,同一发行股数的筹

资额将出现较大变动,硬性规定筹资额上限的做法已不能适应这一新情况。因此,《管理办法》取消了过去执行的筹资额不得超过净资产两倍的硬性规定,交由发行人和投资者决定,由市场约束。但是,取消筹资额上限的规定,并不意味着监管部门放弃了对募集资金用途的监管,《管理办法》保留了筹资额和投资项目应当与发行人生产经营规模、财务状况、技术和管理能力等相适应的要求,并要求发行

人建立募集资金专项存储制度,以便于对募集资金的使用情况进行监督。

值得注意的是,由于取消了对筹资额的硬性指标,使一些大蓝筹公司可以借助于A股市场融资向优质项目投资。联系前不久出台的《上市公司新股发行管理办法》(征求意见稿),公司在IPO及此后的再融资中,对融资规模的硬性限制大都将被取消。有专家表示,A股市场对优质大公司的吸引力将大大增强。

》 取消比例限制 关联交易“宽进严出”

□本报记者 袁克成

《管理办法》中取消了对IPO公司关联交易比例的限制。

而此前,在《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》中曾规定:发行人最近一年与控股股东及其全资或控股企业,在产品销售或原材料采购方面的交易额,占发行人主营业务收入或外购原材料金额的比例,均不得超过30%。

取消对关联交易的限制,

从表面上看,容易使人产生《管理办法》弱化对IPO公司独立性要求的判断,但事实上监管部门对于关联交易从未禁止过,监管部门一直以来强调的是关联交易的公允性。而且,30%的硬指标并不能保证关联交易是公允的,此外,公司可以通过各种方式来规避监管,比如寻找过桥公司,形式上掩盖关联交易,容易造成披露的不真实。

事实上,监管部门在取消了对关联交易硬性规定的同时,也推出了严格的信息披露

制度,公司要详细披露大股东的情况以及与大股东的业务往来,还要按照经常性、偶发性分类进行披露,还要求独立董事发表公允性的意见。

此外,《管理办法》还对发行人的资产、人员、财务、机构和业务的独立性提出了严格要求。这样一来,可以大大降低投资者对于上市公司非独立性的顾虑。毕竟,此前对于关联交易的限制,其根本目的也是保障上市公司独立性,但其着重点侧重于“形式”,而《管理办法》则更加侧重于“实质”。

》 提高财务指标门槛 为创业板铺路

□本报记者 初一

《管理办法》在财务指标方面为拟上市公司设置了较以往更高的门槛,充分体现了力推优质企业发行上市的精神。修订后的证券法对公开发行股票条件的规定非常原则,财务方面的要求是“具有持续盈利能力,财务状况良好”。《管理办法》就是根据这条要求,对首次发行并上市的条件进行细化。与以往相比,这些具体条件在相当程度上提高了对拟上市公司的财务指标要求。

首先,在连续三年盈利的基础上,还对拟上市公司的盈利规模提出了要求。三年累计盈利要超过3000万元的条件,这是过去没有的。计算净利润时要以扣除非经常性损益前后较低者为依据,则是为了更

合理反映拟上市公司的持续盈利能力。

其次,《管理办法》在净利润指标之外又设了两个指标:现金流量和营业收入,两个指标只要有一个达标就可。经营活动产生的现金流量净额是衡量盈利质量的重要指标,《管理办法》要求三年现金流量净额累计超过5000万元。考虑到部分行业特点,企业经营活动产生的现金流量净额较小或者甚至为负数,但仍具备较强的持续盈利能力,《管理办法》将营业收入指标设定为现金流量指标的替代指标,要求三年营业收入累计超过3亿元,为三年净利润指标的10倍。

第三,从防范重大风险的角度,《管理办法》就可能对持续盈利能力产生重大不利影响的情形做出了禁止性规定,要

求不得存在5种情形,被禁止情形包括最近一个会计年度的净利润主要来自不能合并财务报表的投资收益等。

第四,根据主板上市公司特点,避免拟上市公司资产组成结构的重大失衡,《管理办法》延续了最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%的规定,但允许扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等相当于实物的物权。

第五,明确了拟在主板上市的公司发行前股本规模,《管理办法》要求发行前的股本总额不少于3000万元。

权威人士指出,《管理办法》对拟在主板上市的公司提出了比较高的财务指标方面的要求,是为今后在创业板上市的公司预留空间。这样一来,我国主板市场上公司的轮廓已基本清晰。



出于“实质重于形式”的立法原则,新办法体现了继续深化发行制度改革思路 资料图

》 预披露制度让“李鬼”无处遁形

□本报记者 初一

俗话说,群众的眼光是雪亮的。IPO将要实行的预披露制度,无疑让通海高科似的李鬼无处遁形。

通海高科6年前上演的丑闻让人记忆犹新。2000年6月,通海高科以每股16.88元的价格,向社会公开发行1亿股新股,募集资金16.88亿元。发行募集结束后,群众举报通海高科的公开募集文件含有重大虚假内容,中国证监会随即做出通海高科股票暂缓上市流通的决定,并展开立案调查。

预披露制度源于证券法的相关规定。证券

法第21条规定,申请首次公开发行股票的发行人,应当在提交申请文件后,预先披露相关文件。预先披露制度的目的,在于让投资者能够在公司刊登募集说明书之前提前了解公司情况,及时发现问题,有较充裕的时间作出投资决策。

《管理办法》对预先披露的时间、地点和内容做出了具体规定。一是规定在申请文件受理后,发行审核委员会审核前进行预先披露;二是规定在中国证监会网站进行预先披露;三是预先披露的内容为招股说明书申报稿。

预先披露制度的实施,建立了一个强化市场对发行人进行约束的新机制,体现了发行制度改革的方向。

》 引入“绿鞋”制度

□本报记者 何军

中国证监会负责人就《管理办法》公开征求意见发表谈话时指出,新的市场机制、新的管理制度,为实行“新老划断”提供了必要前提,但要真正有效发挥市场的融资功能,还需要完善相应的市场条件,要在股票发行机制上做出适当安排,建立超额配售选择权制度(“绿鞋”)就是其中一个举措。

该人士称,为了稳定大型公司股票在上市后的价格,对于一定发行规模以上的公司,允许发行人授权主承销商超额配售一定比例股票(一般不超过发行总量的15%),在股票上市后的时间内,当股票价格跌至发行价或以下时,主承销商以超额配售股票所得的资金从二级市场买入发行人股票以支持股价。“绿鞋”制度是国际上比较通行的稳定股

价机制,因美国波士顿绿鞋公司IPO时率先使用而得名,它赋予了主承销商稳定价格的合法手段,有助于缓解新上市股票价格出现剧烈波动的情况。

中国证监会曾于2001年9月发布《超额配售选择权试点意见》,允许主承销商在上市公司向全体社会公众发售股票(即“增发”)中行使超额配售选择权,即主承销商按不超过包销数额115%的股份向投资者发售。

在增发包销部分之日起30日内,主承销商有权根据市场情况选择从集中竞价交易市场购买发行人股票,或者要求发行人增发股票,分配给对此超额发售部分提出认购申请的投资者。

不过这一机制直到2005年2月,才有公司(华鲁恒升)在增发方案中采用。而发行人IPO时从未引入过“绿鞋”制度。

》 1年辅导期取消 对保荐人要求更严

□本报记者 杨大泉

市场争议较高的IPO辅导期规定正式取消。今天发布的《管理办法》不再要求上市公司必须辅导一年方可申请发行上市。

现有发行制度要求公司在上市之前必须聘请保荐机构进行为期1年的辅导。2004年2月1日起施行的《证券发行上市保荐制度暂行办法》规定:保荐机构在推荐发行人首次公开发行股票前,应当按照中国证监会的规定对发行人进行辅导,并明确了辅导期。但实际操作效果显示,这样的规定无论是在时间上还是费用上都增加了公司上市成本,市场人士为此曾多次呼吁取消公司上市1年辅导期的要求。

上海证券交易所研究中心总监胡汝银认为,由于内地企业到海外上市并不需要辅导期,因此1年辅导期限制了大公司在A股的上市热情,导致一些优秀公司到海外上市,内地的投资者因而不能分享这些赚钱最多的公司发展成果,这不利于A股市场的发展。取消辅导期规定,能够增强A股市场对优质公司的吸引力。

中国证监会相关人士称,取消辅导一年的要求并不意味着监管机构放弃了对发行人发行前改制和规范运作水平的要求,也不表示保荐人可以规避对发行人的辅导责任。按照实质重于形式的原则,证监会将尽快发布与管理办法相配套文件,将对保荐人辅导的硬性要求写进这个文件,明确要求保荐机构必须做什么,还要对保荐机构尽职调查做非常详尽的约束,保证保荐人做的事是保质保量的。

管理办法同时对包括保荐人在内的中介机构提出更高要求,要求中介机构出的发行保荐书、审计报告、内控鉴证报告、评估报告、法律意见书等,都要作为招股说明书的备查文件,在指定网站上披露,供市场监督。另外对中介机构违法违规行为规定了比较严厉的处罚。除了法律要求的行政处罚以外,还包括谈话提醒、责令改正、记入诚信档案等,情节特别严重的,中国证监会将采取12个月内不接受相关机构出具的证券发行专项文件,36个月内不接受相关签字人员出具的证券发行专项文件的监管措施。