

中国IPO鱼骨图拆解:九重镣铐下的艰难起舞

编者按:业界对 A 股 IPO 的关注正超出以往。如果仅从我国融资格局分析,很难理解这一点。2012 年中国社会融资 15.76 万亿元,其中贷款和企业债券分别占 52.1%和 14.3%,非金融企业境内股票融资仅占 1.6%。

但是,沪深两市 2500 家上市公司、1.7 亿个 A 股账户数,又昭示着 A 股影响已渗透到社会各个角落。复杂的利益主体渗入到 IPO 的链条之中,盘根错节,剪不断理还乱。上述种种,无不关乎中国 A 股 IPO 的未来走向。

证券时报记者 程林

新股首发 (IPO)核查棋到中局,核查结果将会如何?针对 IPO 的发审会何时重启?新一轮新股发行改革去向何方?种种悬念燃起外界的巨大关注,却又似曾相识。

不能期望一场暴雨能洗去所有尘埃,同样,也不能期望一次 IPO 核查解决所有问题。某种意义上说,IPO 核查只是特殊时点的一个必须举动,它是解决手段的一环,但不能建立制度本身。

我国 IPO 制度面临着怎样的问题和挑战,以至于一而再、再而三处于风口浪尖?证券时报记者试图运用鱼骨图模型做出系统解析。鱼骨图是工业界一种发现问题根本原因的方法,我们试图找出导致问题的因素,并按相互关联性进行整理,以期寻找解决之道。

短期问题

我国 IPO 市场面临 9 个主要问题,从时间维度分析,9 个问题可划分为 3 个短期问题、4 个中期问题、2 个长期问题。本次 IPO 暂缓以及财务核查、分流,针对的是短期问题,要解决问题本身,需要均衡考虑长、中、短期的各种问题。

S1:IPO堰塞湖压顶

自去年 10 月 10 日起,证监会暂缓了新股 IPO 的审批,近几个月来,新股实际已经停发。但与此同时,拟上市公司的 IPO 申请却有增无减,在本次 IPO 财务核查启动时,在审企业达到 882 家,这是我国 A 股市场有史以来最庞大的 IPO 堰塞湖。

882 家企业是什么概念?以平均融资额较低的 2012 年为参考,这一年 A 股 IPO 上市企业 154 家,融资 1030 亿元,平均每家企业融资约 6.69 亿元。这意味着,假设 882 家待审企业全部过会,将从 A 股市场抽血约 5900 亿元,考虑二级市场溢价因素,抽血将更多。

经历本次严厉的财务核查专项行动,至 4 月 10 日有 166 家企业终止审查,107 家企业中止审查。但是,中止审查企业随后可能很快提交自查报告并重启 IPO 之旅;即使是终止审查企业,再次提交申请的审核节奏将快于首次申报企业。

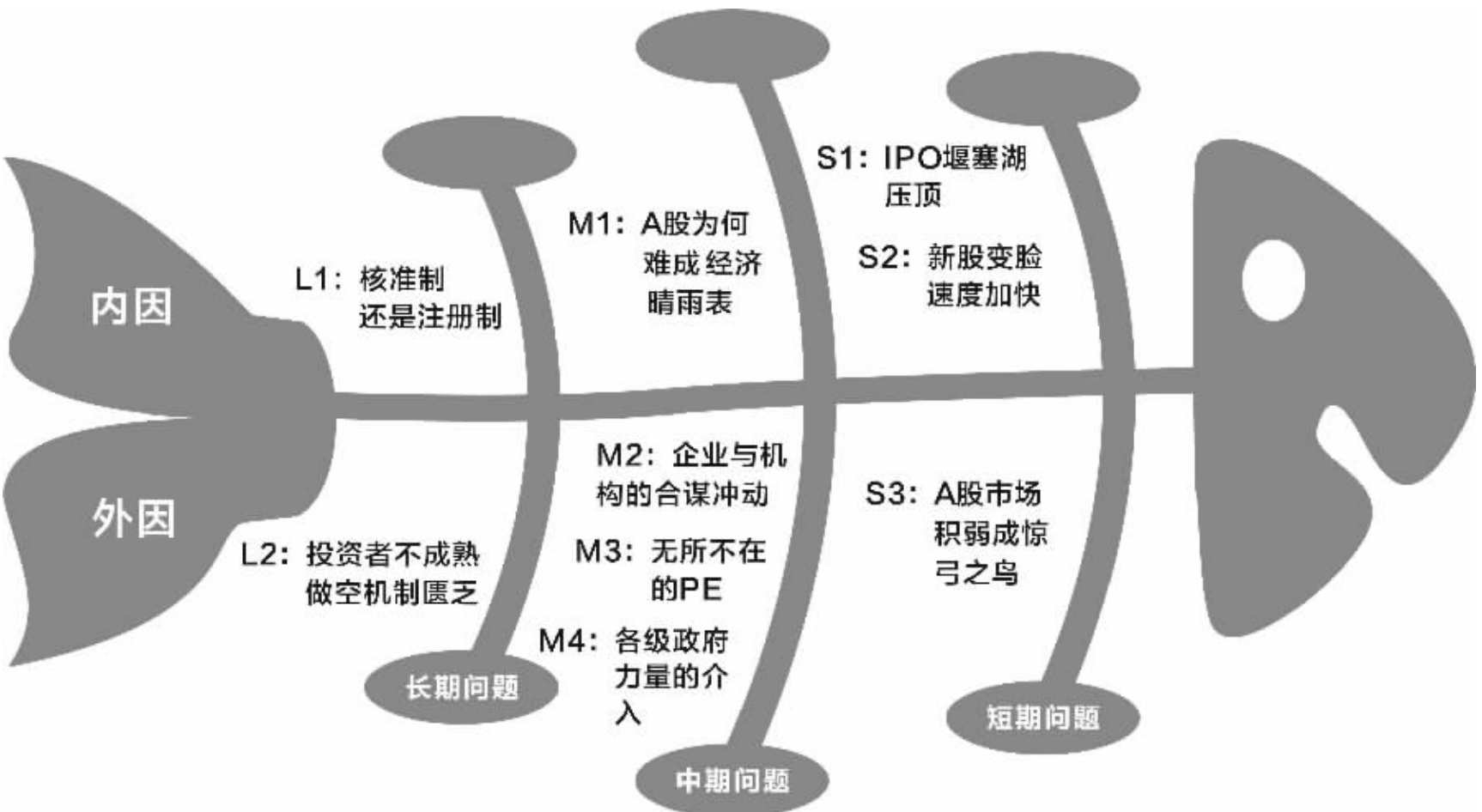
财务核查、市场分流、严刑峻法,都是解决 IPO 堰塞湖的方法。但堰塞湖问题深究,在于我国资本市场与产业平台对接工具过于单一,想融资、变现的企业过多,资本平台 IPO 一家独大,千军万马过独木桥势必造成堵塞,这才是中国 IPO 改革的根本难题。

S2:新股变脸速度加快

随着 2012 年年报的陆续披露。去年新上市公司业绩的严重下滑情况逐步浮出水面。数据显示,已经公布业绩的 115 家去年 IPO 的公司中,34 家业绩同比下滑,占比接近三成。

新股上市后变脸的例子有增多之势。2012 年 1-6 月,104 家新上市公司中,上市后前半年业绩下降的占 29%,而前年同期数据仅 7%。以 2012 年 5 月上市的公司为例,上市后披露三季报时便预计公司全年净利润将同比下降 90%以上。而该公司此前披露的招股说明书和上市公告书,却声称未来 3 年将实现主营业务收入与利润年均增长 30%以上。无独有偶,另一公司去年 4 月上市后当月即发布首季财报,净利润同比大幅下滑九成。

上市公司的财务信息是投资者关注的核心环节,怎样真实、准确地在招股说明书中将企业经营情况呈现给投



鱼骨图是由日本管理大师石川馨先生发明的,鱼骨图是一种发现问题根本原因的方法,也可以称之为“因果图”,其特点是简捷实用,深入直观。

翟超 / 制图

中期问题

中国 A 股 IPO 市场可归纳出 4 个中期问题。

首先,A 股走势与经济走势出现背离,难以成为经济的晴雨表;其次,企业与机构有着合谋冲动,因而导致粉饰报表、虚假上市现象屡禁不绝;第三,中国 PE 现行阶段暴露出的问题较为明显,在 A 股市场,一面是 PE 的暴富,另一面却是二级市场投资者的大面积亏损;第四,各级政府力量的介入对 IPO 市场带来的影响不容忽视。

M1:A股为何难成经济晴雨表

从国际经验看,一国的资本市场表现往往与其经济增长呈正相关,逻辑在于上市公司构成的经济主体活跃于各个经济的层面,经济冷暖较大幅度会体现到上市公司业绩本身。中国作为全球经济增长最快的国家,股市表现却与 GDP 背离。

从经济学角度考虑,我国属于出口导向性经济,但随着世界经济的不断演化,出口导向模式对经济促进作用的有效周期不断缩短,对经济增长的促进作用有弱化之势。

而另一层面,尽管 GDP 高企,但其增速利润大都流入了投资和出口领域,而中国实体企业的实际利润率并不高,不少民营企业盈利艰难。而 A 股市场普遍体现的是上市公司业绩增长的收益,而非产出增长。

需要指出的是,即使在实体经济之中,由于种种原因,大量优秀企业与 A 股无缘。腾讯、百度、阿里巴巴,这些我国新兴产业的核心,均选择了境外上市。信息产业主力,联想与华为,前者选择香港上市,后者选择不上市。而从华为的业务特征和近期动向来看,未来即使选择上市,也多次会选择美国或香港上市。

综上所述,A 股难成经济晴雨表,有外因也有内因。回到 IPO 制度本身,本次 IPO 核查是防止一些不良企业上市,而硬币的反面,需要考虑两方面问题。

其一,如何鼓励优秀的实体经济选择 A 股上市。好的上市资源是稀缺的,也是境内外各个市场渴望引进的,能否改革一些制度、放宽一些条件,甚至开设绿色通道,让那些能够代表未来经济发

展、能够引领行业标准的优秀企业有足够动力选择 A 股上市?

其二,创业板的开设,为我国资本市场与新兴产业打下了良好基础。如何利用 A 股市场,培养未来的腾讯、百度、阿里巴巴?这意味着在 IPO 审批取向上,应更关注企业的整体价值、创新能力和未来的发展潜力,更加强化信披和风险提示。将更多的判断交给市场,交给投资者,让市场筛选企业。

M2:企业与机构的合谋冲动

我国目前有保荐机构近 80 家、具备证券资格的会计师事务所 40 多家,具备证券资格的律师事务所更达到数百家。这些中介机构存在的意义,是作为拟上市公司进入资本市场的第一道看门人,通过尽职调查,对项目把关和风险判断,保证项目的真实、准确、对企业负责,对市场负责。

但保荐制度发展至今,部分保荐机构、会计师、律师反而成了拟上市公司的“包装顾问”。可以理解的是,部分拟上市公司过去经营、管理有不规范之处,中介机构在公司上市初期帮助其优化材料、规范内部治理,是可以接受的。但是,个别中介机构通过种种手段,掩饰公司存在的问题和风险,对法律纠纷、业绩下滑隐瞒不报,甚至默许和配合拟上市公司造假,进而达到提高发行价、造假上市的后果。

包装上市,拉高发行价,对于拟上市公司和保荐机构的诱惑可想而知:一单 IPO 轻松募集几十亿资金,超募更可给保荐机构带来每单数千万元的回报,如此利益机制下,如何强化对上市主体和中介机构的约束?

美国市场或可提供有益借鉴。2001 年安然事件后,美国启动了萨班斯-奥克斯利法案(SOX 法案),在签署该法案的新闻发布会上,小布什称,这是自罗斯福总统以来美国商业界影响最为深远的改革法案”。其核心在于对上市公司高管和中介机构的强硬制约。根据该法案,公司高管须对财务报告的真实性和完整性宣誓,提供不实财务报告将获 10 年或 20 年的刑事责任。会计师事务所,如果销毁审计档案,最高可判 10 年监禁。

在我国,企业一旦被违规保荐上市,其对投资者造成的损失往往很难弥补,修改完善相关证券民事赔偿法律,赋予集体诉讼可操作性,赋予公众投资者同样的民事赔偿追索权已成当务之急。

M3:无所不在的PE

通过自身的市场化运作、竞争,获得私募股权投资 (PE)项目,进而扶持项目上市、退出,本身无可厚非,但通过近年来的运作观察,中国的 PE 在现行阶段暴露出的问题较为明显。

其一,为了更快吸取资金、引进技术,或为了利用人脉关系,增加上市的保障系数,许多拟上市公司在上市前引入 PE 作为股东,由于资产定价本身的复杂性,对项目的价值判断有太多的主观、客观因素,这导致了对 PE 阶段是否涉及利益输送很难监控,权钱交易的质疑一直存在。而 IPO 上市后巨大的溢价空间,让 PE 机构赚得盆满钵满,这与二级市场近年来的萎靡相对应,使得外界争议更大。

其二,近年来,出现了个别保荐机构、中介机构的工作人员在自己运作的拟上市公司中隐形入股,即 PE 腐败现象。对于已暴露的个案,监管部门给予了坚决的打击。此类现象,无疑将入股人与拟上市公司利益高度协同,中介机构本应具备的中立性、客观性荡然无存。

M4:各级政府力量的介入

由于我国特殊国情,各级政府对于 IPO 的介入也形成一种不可忽视的力量。随着 A 股市场特别是中小板、创业板的快速扩容,企业上市给地方经济带来的效应越发明显,资金、就业、税收,无一不是地方政府看中的核心资源。

粗略统计,2011 年各地方政府以“上市奖励”的名义向 22 家公司提供了 7263.74 万元补贴,相当于 2010 年现金奖励额的 8.6 倍。各地培育和鼓励企业上市的政策优惠不同,例如某市约定,IPO 按募集资金数额每亿元奖励 50 万元,正式启动上市工作程序即给予 10 万元补助,如果因改制导致影响企业效益的,当地政府还由财政给予适当补助。北方某市则规定,境内首发上市,不仅对企业负责人和高管一次性奖励 100 万元,还将融资额列入招商引资任务,享受相应奖励。

出于地方利益,政府对上市公司进行奖励无可厚非,但要警惕的是,一些地方政府为了配合企业上市,在工商、税务、土地等诸多方面提供全面合作,各地的法制环境、对证券法规的理解程度不同,这为个别公司造假、包装上市提供了可能性。

长期问题

长期问题包括两个方面,第一,我国 IPO 审批应实行核准制还是注册制?从国内发展状况和国外经验来看,核准制是我国现阶段的现实选择;第二,投资者不成熟、做空机制匮乏,也困扰 A 股市场不容忽视的问题。

L1:核准制还是注册制

核准制还是注册制?这是一直以来困扰我国 IPO 审批改革的核心话题。

我国 IPO 审批实行的是核准制,而从世界各国经验看,新股发行在多数国家实行注册制,监管者只负责信披的充分和准确性,发行时间、地点、数量、价格都由企业和投资者决定,企业质量由投资者自己判断。

核准制的问题在于审批漫长、规则繁多,以及背负的隐性担保,新股一旦通过审批,外界倾向于认定这是一家好公司,无需担心发行不出去。而当公司出现问题时,这种经济担保并不存在。

从历史形成条件以及后续发展看,A 股处于“新兴+转轨”的特定发展阶段,发行审核体制也必然是随着经济发展、法治完善、市场主体成熟而不断加以改进,核准制是我国现阶段的现实选择。

从国外操作看,注册制也并不等于不进行审核,SOX 法案的出台,本身就标志着美国证券法律根本思想的转变:从披露转向实质性管制。与国内相比,美国证监会的审核在某些方面更严更细。

例如美国证监会可以在一轮审核意见中提出一两百个问题,反复提出十几轮意见也不少见。美国证监会也要给出批文,即宣布注册表生效的文件,否则承销商不能签署承销协议。

而从国内监管来看,已在陆续完善相关规则,例如以提高信披质量为中心,完善首发管理办法;进一步明确中介机构责任,健全责任追究机制;招股说明书提供更多细节,鼓励律师独立写作和核查招股说明书的内容等。

L2:投资者不成熟 做空机制匮乏

证监会对新股 IPO “三高”现象的控制已见成效。2010 年,我国 A 股的首发市盈率 59.1 倍,2011 年为 45.95 倍,而 2012 年则降至 30 倍左右。

不正常之处有两点:一是从国际成熟市场看,IPO 平均市盈率为 15 倍左右,即使考虑我国属于新兴市场,30 倍新股市盈率也是偏高的;二是一年以上上百家企业,之前企业知名度很低,但这却丝毫不影响投资者的热情,任何新股发行都得到超比例认购。这反映出我国投资者结构的一个现实,即是以个人投资者为主体,专业知识欠缺,风险意识淡薄,导致其风险承受能力与实际风险取向的不匹配,A 股市场“炒小”、“炒新”、“炒概念”的风气并未杜绝。

与之相应的一个因素是,我国 A 股退市制度和做空机制并没有流畅运作,只有冰冷的退市才能让狂热的投资者吸取教训,只有做空机制的建立才能让对公司价值的怀疑者有发掘负面信息的驱动,这些都是建立一个成熟市场的关键环节。

综合下来,我国 IPO 市场面临的 9 个主要问题中,从内外维度看,包括 5 个外部问题和 4 个内部问题。从中可以观察到,IPO 所涉及面之广,既包括监管层,也涉及拟上市公司、各类机构、各地政府、投资者等诸多主体。任何一项改革,都涉及各主体利益格局的改变,殊为不易。

而从时间维度分析,9 个问题可划分为 3 个短期问题、4 个中期问题、2 个长期问题。本次 IPO 暂缓以及财务核查、分流,针对的是短期问题,要解决问题本身,需要均衡考虑长、中、短期的各种问题。

IPO 本无过,任何一个资本市场的长期兴盛,需要不断引进新鲜、优秀的新上市公司。我们要做的,是对那些质量低劣、弄虚作假的公司锁上大门、严峻立法。对那些尊重市场、能够给投资者带来长期回报的优秀企业,应该不拘一格鼓励其选择 A 股并尽快上市。