

# IPO市场化探索:核准制积弊难返 注册制任重道远

中国上市公司研究院

2011 年底,时任证监会主席郭树清抛出惊人一问:IPO 不奉行不行?自此,关于注册制的诸多讨论铺天盖地展开。过去二十余年中,IPO 经历了数次暂停、重启、规则修改,从最初的行政色彩浓厚、完全由政府主导的审批制,到以监管部门实质审核为主的核准制,再到即将实施的注册制,IPO 在发行方式上一直进行市场化的探索。

3 月 1 日起,国务院对注册制改革的授权正式实施。目前,与注册制配套的相关制度正逐渐完善。本文将回顾 A 股市场实施核准制十余年来的历程,盘点近年来核准制下 IPO 的特点以及政策变动对市场各方带来的影响,并据此展望注册制可能带来的新变革。

## 核准制难保业绩常青

核准制下,A 股对拟上市公司的盈利要求颇为严格。以沪深主板为例,首次公开发行的股票需满足最近三年连续盈利且最近三年累计净利润不低于 3000 万元的要求。在实际操作中,保荐机构为规避风险,所选择承销的企业净利润要比这一数值大得多。然而,即使在如此严苛的要求下,上市公司业绩变脸的情况也时有发生,不禁让人对上市公司的财务真实情况和监管部门的审核效果产生质疑。

表 1 统计显示,自 2001 年核准制实施以来至 2012 年 12 月 31 日前上市的企业中,净利润在 IPO 次年即转为负数的共有 48 家,占统计区间内全部 IPO 企业数量的 3.23%;IPO 之后两年发生亏损的企业有 77 家,占比 7.23%;2011 年 12 月 31 日前上市的企业中,上市后三年发生亏损的企业有 80 家,占比 6.02%。

值得一提的是,虽然 A 股市场对主板上市企业的盈利要求要比创业板严格得多,但主板上市企业在上市三年后发生业绩变脸的概率,却远高于创业板和中小板。这也从侧面说明了,核准制下并非对企业上市时的盈利要求越高就一定越安全。

## 农林牧渔公司业绩变脸概率最高

分行业来看,在 2001 至 2011 年上市的企业中,上市后三个会计年度内发生业绩变脸概率最大的行业依次是农林牧渔业 (64.62%)、电力、热力、燃气及水生产和供应业 (25%)、批发和零售业 (24.39%)、以及房地产业 (21.74%)。发生亏损的企业比例远高于 A 股市场的整体水平 12.26% (见表 2)。不难发现,业绩变脸比例高的行业多为传统行业和财务造假高发的行业。

以农林牧渔业为例,行业内企业上市三年内发生亏损的比例高达 34.62%,且亏损额度几乎都超过了前一年的盈利水平,令人震惊。除了该行业易受自然因素等外力影响外,造假便利是业绩变脸的重要原因。前有绿大地,后有万福生科,农业企业现金交易占比大、对生物物资的审计盘点困难等特点,为企业财务造假提供了便利。为抵消虚增的收入,企业往往再用“洗大澡”的方式制造亏损,令人难以察觉。

造假的隐蔽性为保荐机构和发审部门的审核增加了难度。以业绩变脸的企业为例,虽然无法直接证明其财务造假,但上市三年内便出现巨亏,难免使人怀疑企业通过“洗大澡”来掩盖为成功上市而虚增的收入。可见,核准制下虽为保证上市公司质量而对企业盈利情况提出了高要求,但在实际审核过程中,对财务真实性的审核结果却不令人满意。

当然,也许取消核准制后企业造假上市的情形可能更多,但是要从根本上解决这一问题,并不能仅依靠严格的发审制度。驱使上市公司铤而走险的根本原因,在于造假企业和个人在成功上市后所获得的巨大收益与即使被发造假所承担的风险完全不相匹配。从这点看,目前最需要加强的是对造假者的处罚力度,包括刑事追责及罚没相关利益者的不法收入。

除去造假因素,传统行业的行业周期相对固定,不少企业上市时即面临行业衰退的问题,加上传统行业的

原材料成本和下游订单都与经济形势相关度高,企业收入中又有大量的应收账款,产业兴衰对新上市企业的业绩影响也无可避免。如二重重装、超日太阳的巨亏都与产业寒冬密切相关 (见表 2)。发审委在对行业未来前景的判断上,必然存在一定的局限性。可惜的是,由于上市新股数量有限,投资者除了接受发审委的判断外,也并没有更多选择。

## 上市第一年业绩下滑概率增加

2009 年开设的创业板,旨在吸纳具有创新性和高成长性的企业。持续的业绩增长率,也是衡量创业板企业质量的重要标准之一。然而,通过对创业板企业上市前后的业绩对比发现,企业上市后成功后出现主营业务收入下降的概率,也明显增加。

如表 3 所示,截至 2014 年底,创业板成功上市企业 405 家,在 IPO 前一年出现了主营业务收入下滑的企业有 15 家,而在成功上市当年这一数字攀升至 62 家,占比达 15.31%。其中,在 2012 年上市的企业中,当年出现业绩下滑的企业占比更是高达 36.49%。在成功上市的次年,这一比例继续增加,业绩下滑企业占比达 19.21%。从平均业绩增长率上看,IPO 企业从上市前一年的 36.14%,降至上市当年的 24.24%,直降 12 个百分点。

造成企业上市后业绩下滑的原因是多样的,除了外部宏观经济和行业发展状况的影响外,企业内部的组织关系、股权结构、公司治理效率对支撑企业维持增长作用不力,也是重要原因。对于成长中的企业而言,若企业内部治理的完善速度无法跟上公司业绩增长的步伐,则企业在快速扩张的过程中,势必会受其制约。然而,对于企业内部治理的审核是难以量化的,无论是保荐机构还是发审机构,都难以对其做出准确判断。

统计企业上市后的业绩变脸和业绩下滑情况,并非是要对保荐机构和发审机构表示苛责,而是要看到,在互联网时代,科技发展日新月异,企业难以一直立于不败之地,甚至衰落速度远超我们想象,一时的盈利水平或是亮丽的报表,或许已越来越难以成为企业未来继续获得成功的保证。在这样的背景下,对上市企业继续施行严格的三年高盈利要求,是否还恰当?

## 核准制下的众生相

2001 年,核准制替代了审批制,是 IPO 由行政化向市场化转变的重要一步。15 年后再看发审制度,核准制已无法满足现行资本市场的需求。

过去 20 多年间,A 股上市公司多以制造业为主,IPO 审核条件也是以制造业为基础所制定的,所以对企业的资产和盈利状况都提出了较高的要求。不过,近十年来我国一直处于产业转型阶段,制造业逐渐衰落,伴随而来的是以信息技术和服务业为代表的第三产业,尤其是互联网行业的崛起。不同于传统行业,互联网企业具有轻资产的特点,投资者对互联网企业的估值,也不仅仅依赖于其当下所创造的利润,而是看重其商业模式、用户量、市场地位背后所蕴藏的发展前景。换句话说,不少互联网企业的成长过程,也是一轮又一轮“烧钱”的过程。这其中大多数企业都无法满足 A 股上市条件中的高盈利要求,赴海外上市也成為了诸多互联网大佬们的选择。

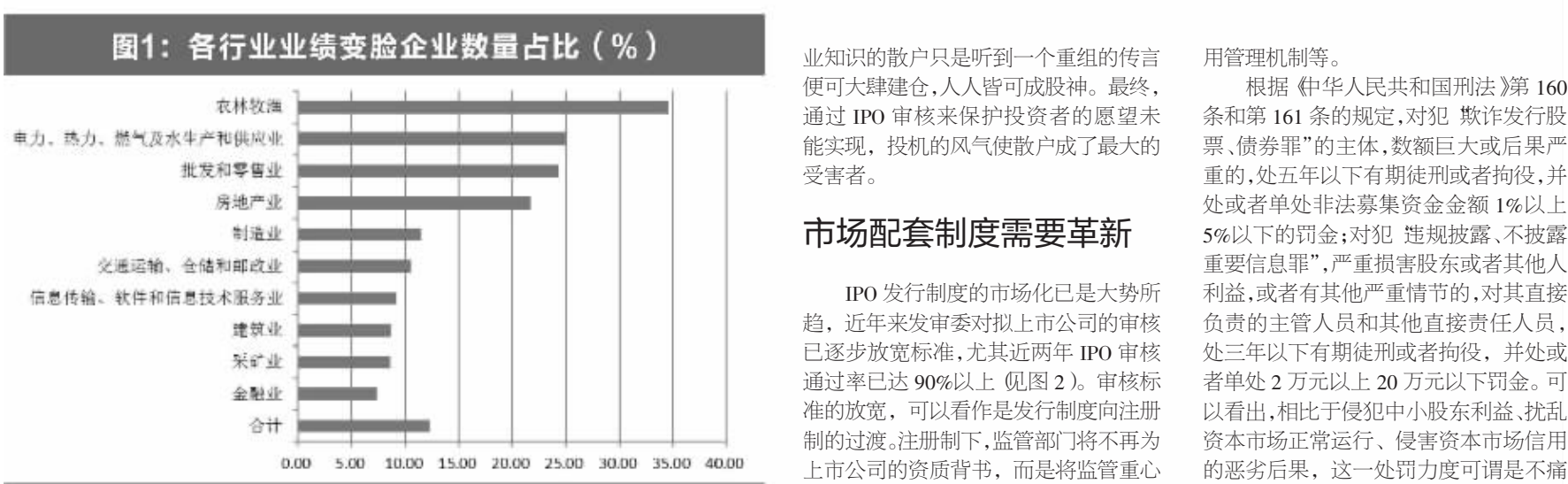
除上市条件的限制外,让企业头疼的还有上市时间的选择。截至 2016 年 2 月底,A 股排队 IPO 的企业中已受理的达 623 家。即使以每月 20 家的速度登陆 A 股市场,要消化这些企业也至少需要两年的时间。对企业而言,时间同时也意味着风险。项目融资通常有一定的时间限制,不能按时上市可能意味着项目流产、募集资金投向变更等一系列问题。情况严重的企业可能因为过长的发行时间窗口而失去了绝佳的项目机会,从而影响公司未来的发展。而投资项目的异化,也同时给投资者对上市公司的评估带来了困难。

从投资者的角度而言,核准制下企业成功上市意味着公司通过了监管部门形式和实质性的审查,这虽然增强了投资的安全边际,却也让不少投资者认为上市公司得到了监管部

表1：2001年后上市企业业绩变脸情况								
	亏损企业数量				亏损企业占比（%）			
	合计	主板	中小板	创业板	合计	主板	中小板	创业板
上市后一年(截至2012年12月31日前上市)	48	24	19	5	3.23	5.59	2.71	1.41
上市后两年（截至2012年12月31日前上市）	77	31	26	20	5.19	7.23	3.71	5.63
上市后三年（截至2011年12月31日前上市）	80	30	37	13	6.02	7.44	5.73	4.63
注：2013年IPO暂停全年无新股发行								

表2：部分业绩变脸企业情况及变脸原因							
代码	简称	上市日期	IPO当年净利润（百万元）	IPO次年净利润（百万元）	IPO后第二年净利润（百万元）	IPO后第三年净利润（百万元）	业绩变脸原因
002075	沙钢股份	2006/10/25	50.43	-178.75	-512.01	-163.23	原“高新张铜”，涉嫌粉饰财务报表，关联企业巨额资金往来等，2010年与沙钢股份重组。
002506	协鑫集成	2010/11/18	220.44	-54.79	-1668.46	-4605.86	原“超日太阳”，2011年遇光伏产业寒冬，企业现金流恶化，发行的公司债无法兑付本息。2014年10月重整重组获协鑫能源资产注入。
300268	万福生科	2011/9/27	60.27	-3.42	-187.77	5.11	严重财务造假，虚增营业收入上市。相关人员受到刑事处罚。
601558	华锐风电	2011/1/13	598.80	-582.67	-3446.21	80.73	涉嫌财务造假，巨额应收账款回款困难。
601268	*ST二重(退市)	2010/2/2	279.79	-140.12	-2889.05	-3207.48	钢铁行业产能过剩，主营业务下滑严重。核电项目投资巨大却受政策影响未投入使用，亏损巨大。2015年退市。

表3：创业板企业IPO前后成长性对比										
IPO年份	IPO数量(家)	IPO前一年营业收入			IPO当年营业收入			IPO次年营业收入		
		平均增长率(%)	下滑家数	下滑家数占比(%)	平均增长率(%)	下滑家数	下滑家数占比(%)	平均增长率(%)	下滑家数	下滑家数占比(%)
2009	36	45.40	1	2.78	31.56	2	5.56	28.14	4	11.11
2010	117	27.25	7	5.98	32.61	11	9.40	30.28	16	13.68
2011	127	44.86	0	0.00	25.97	13	10.24	22.85	28	22.05
2012	74	45.41	1	1.35	10.10	27	36.49	13.08	20	27.03
2014	51	14.86	6	11.76	14.78	9	17.65	--	--	--
合计	405	36.14	15	3.70	24.24	62	15.31	23.80	68	19.21



门的背书,从而在进入股市时减少了个人投资分析的过程。另一方面,由于对上市公司数量的严格把控,A 股市场的整体估值虚高,个股价格的涨跌在很大程度上已违背了价值投资的规律。即使业绩极差的企业,也因为其拥有宝贵的“壳资源”而具备了重组预期,股价可以一路高升。

据统计,自 2007 年以来,在 A 股市

场以买壳上市为目的的重组有 164 起;相较之下,同时期两市因业绩连续亏损而最终退市的企业仅有 11 家。在表 3 所示的几家上市后就业绩变脸从而游走在退市边缘的企业中,除了二重重装外,其余各家均起死回生,甚至在重组之后股价再创新高。在这样的氛围下,正常的市场定价机制被打乱,企业的价值不被重视,概念炒作横行其中,许多并不具备专

业知识的散户只是听到一个重组的传言便可大肆建仓,人人皆可成股神。最终,通过 IPO 审核来保护投资者的愿望未能实现,投机的风气使散户成了最大的受害者。

## 市场配套制度需要革新

IPO 发行制度的市场化已是大势所趋,近年来发审委对拟上市公司的审核已逐步放宽标准,尤其近两年 IPO 审核通过率已达 90%以上 (见图 2)。审核标准的放宽,可以看作是发行制度向注册制的过渡。注册制下,监管部门将不再为上市公司的资质背书,而是将监管重心放在保证上市公司的信息披露真实、透明、完整上来。

长期来看,注册制的实施可能会推动 A 股市场投资者结构的变化。与国际成熟资本市场不同,A 股市场的散户投资者占比极高。诚如前文所分析,这种情况的出现,与股价和股票内在价值的关联度不大有关,许多人不靠专业的分析依然能够在市场中获利。而注册制实施后,由于上市企业数量可能增多,上市条件降低,市场热炒“垃圾股”的情形会大为减少,股价与股票内在价值的相关度大幅提升,投资将更具专业性。在这种情况下,由专业人员组成的机构投资者理论上将比散户获得更高的收益,这有助于越来越多的散户将资金委托给专业机构进行投资,从而改变 A 股市场的投资者结构。

注册制下,企业上市变得更为容易,上市成本得以降低。但与此同时,现行 IPO 制度下所暴露出的虚假上市、大股东利用资本市场违规圈钱套现等问题,只会随着上市要求的放宽而愈演愈烈。在审核严格的核准制下尚未完全规避的道德风险,并不会随着简单的发行制度改革而得到改善,若不完善与资本市场配套的相关制度,单独实施注册制反而会将股市置于灾难之中。现在市场最急需的是完善的配套制度,包括加大对证券市场违规者的处罚力度、建立健全信

用管理机制等。

根据《中华人民共和国刑法》第 160 条和第 161 条的规定,对犯“欺诈发行股票、债券罪”的主体,数额巨大或后果严重的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处非法募集资金金额 1%以上 5%以下的罚金;对犯“违规披露、不披露重要信息罪”,严重损害股东或者其他入利益,或者有其他严重情节的,对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处三年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处 2 万元以上 20 万元以下罚金。可以看出,相比于侵犯中小股东利益、扰乱资本市场正常运行、侵害资本市场信用的恶劣后果,这一处罚力度可谓是不痛不痒。相对于犯罪主体从造假行为中所获得的巨额收益,几十万元的罚款更是九牛一毛,完全不能对相关人员起到震慑作用。故此,要实施注册制,对相关法律法规的完善是首当其冲的大事。如若不然,注册制只会使不法分子的违法成本进一步降低,使 IPO 沦为更疯狂的敛财工具。

相比于发达国家资本市场完善的信用体系,我国信用体系匮乏,甚至鲜有具有广泛影响力的信用评级机构。核准制下,政府为上市公司做了信用背书,若不健全资本市场的信用评价体系,一旦放开注册制,市场将面临巨大的道德风险,甚至会在资本市场上出现“劣币驱逐良币的情形”,真正具有良好信用的企业反而被淹没。

在发行制度改革当口,我们应该意识到没有良性的配套制度做保障,市场化的结果可能是给本已脆弱的资本市场给以更沉重的打击。总而言之,实施注册制可能带来上市公司质量参差不齐、投资者风险加大等问题,但只要保证信息披露完整、规范、透明,监督、评价和惩罚机制运作到位,股票的估值下降也好,成为“仙股”也好,这都是健全机制下的市场选择,有理有据,监管部门不应过多干涉。监管部门的真正责任,是营造一个健全的市场环境,保证资本市场的效率与公平。(助理研究员 范璐媛)