



策划词

众多企业蜂拥排队 IPO, 最被投资者诟病的是企业上市之后业绩便很快变脸, 市场对这些企业账务造假的质疑声也越来越强。目前, 在 800 多家 IPO 排队企业中, 不乏财务造假或业绩下滑的公司。年初, 证监会掀起“史上最严财务核查风暴”, 一些 IPO 排队企业感到压力, 到 1 月底, 已有 16 家企业脱离阵营。

# 史上最严财务核查管理风暴来袭 中途下车 16 家 IPO 企业“体弱”撤漂

稿件采写 王燕平

证监会 2 月 1 日公布的数据显示, 到 1 月 31 日, 在上交所排队 IPO 的企业仍有 177 家; 在深交所创业板排队 IPO 的企业 332 家, 包括 14 家企业中止审查; 在深交所主板和中小板排队 IPO 的企业 364 家, 包括 3 家中止审查, 总数仍有 873 家, 给 IPO“堰塞湖”泄洪的任务仍非常艰巨。

## 多家创业板排队企业终止审查

1 月 30 日, 创业板排队 IPO 企业出现了 6 家企业集中终止审查的情况, 分别是北京瑞风协同科技、恒基光伏、京华信息、上海丰科生物、意宁液压、浙江申达机器制造股份有限公司。这样, 算上之前终止审查的创业板企业, 今年已有 11 家创业板 IPO 排队企业终止审查。

根据对创业板公司盈利能力的要求, 第一项指标要求发行人最近两年连续盈利, 且最近两年净利润累计不少于 1000 万元, 且持续增长; 第二项指标要求最近一年盈利, 且净利润不少于 500 万元, 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%。

一般而言, 中止审查意味着暂停申请 IPO, 在满足相关条件后可申请恢复审查; 而终止审查则意味着正式退出 IPO 申请。目前, 创业板排队 IPO 企业中有多家处于“中止审查”状态, 其中江苏 3 家, 山东和天津各 2 家, 北京、广东、深圳、上海、湖北、云南、陕西各 1 家。

此外, 有 4 家拟登陆深交所主板或中小板的企业, 以及 1 家拟登陆上证所的企业 IPO 终止审查。另外, 还有 3 家拟登陆深交所主板或中小板的 IPO 企业处于“中



止审查”状态, 江西、云南、福建各一家。

在已终止审查的 16 家拟 IPO 企业中, 有两家浙江企业, 分别是拟登陆创业板的浙江申达机器制造股份有限公司, 以及拟登陆中小板的浙江华正新材料股份有限公司。资料显示, 浙江申达位于杭州市西湖区转塘村口, 是我国最早生产塑料注射成型机的企业之一, 也是国家级高新技术企业。浙江华正新材位于杭州市余杭区余杭镇, 主营 FR4 覆铜板、绝缘板、绝缘加工件等。

## 新股业绩频变脸成硬伤

众多企业蜂拥排队 IPO, 最被投资者诟病的是企业上市之后业绩便很快变脸, 市场对这些企业账务造假的质疑声也越来越强。

# B 财务核查风暴: 能否让造假者倾家荡产?



分流部分排队企业只是挤掉水分的过程, 让企业业绩回归真实才是重点。

从目前的效果来看, 自查、核查等多种手段相结合, 已经让一些拟上市企业知难而退, 主动撤回上市申请。这无疑是业绩水分悄然蒸发、企业逐渐回归真实的最好注解。

## 二、发审理念能否百花齐放“不拘一格”?

长久以来, 在新股发行改革中围绕审核理念的争论一直不断。不少市场人士认为, 当前的发审理念需要有所改变。最典型的莫过于对拟上市企业业绩增长的要求。以创业板上市为例, 某发审委委员在一次 MBA 培训课程上谈及对 IPO 企业的审核态度时说, “耐克型可以, 李宁型不行”。该发审委员进一步解释称, 在审核 IPO 企业, 特别是创业板 IPO 企业前三年经营业绩走势时, 一般情况下, 发审委可以接受“高-低-高”走势, 而不接受“低-高-低”走势。

业内人士认为, 要求所有拟上市企业的业绩增长都按照人为画定的曲线增长, 有违正常的发展规律, 即便是诸如苹果这样伟大的公司, 其业绩也曾出现潮起潮落。目前的审核理念, 过多地关注企业历史的业绩增长, 并以此作为对企业未来盈利能力的判断依据, 客观上助长了拟上市企业、保荐机构等弄虚作假。最终的结果则是所谓的“优中选优”, 甚至是在一大堆“人造美女”中“假中选优”。一些“人造美女”粉饰过关上市后, 经不起时间和市场的检验, 上市不久就业绩“变脸”。

对此, 有市场人士建议, 希望在下一步新股发行改革中创新审核理念, 逐步淡化对企业盈利能力的实质性判断, 弱化对企

业业绩增长整齐划一的要求, 多一些“不拘一格选人才”。企业业绩下滑并不要紧, 重要的是充分披露说明下滑的原因及解决应对的办法, 让市场、投资者自己去判断企业的投资价值。

## 三、新股发行改革将引入哪些创新举措?

近日有媒体报道称, 上交所有关部门正研究创新新股发行方式。例如, 在新股发行时发行认沽权证, 投资者可在 3 年后行权, 以此保障投资者的利益。投资者可将该权证理解为固定收益产品。同时, 上市公司因为增加或有负债, 对自身的发展要求更高, 对 IPO 发行定价将更为理性。

“如果发行新股的时候赠送认沽权证, 那么将有效限制上市公司造假动力; 因为造假不能获得收益, 短期的造假上市使股价一时虚高, 但最终会出现不断的回归, 对投资者而言, 认沽权证将弥补损失, 损失将由上市公司承担。这样一来, 相信新股的质量将大大提升。”有私募机构这样评价新股发行认沽权证的新思路。

业内专家建议, 创业板如果采取打包发行上市, 集中上市的办法, 在一定程度上也能解决新股“三高”发行问题。多只新股打包发行或可出现差异性结果, 有利于价值发现机制的形成, 对投资者来说一次可以选择的新股多了, 或许对抑制炒新也有一定作用。一旦打包发行, 对询价机构也提出了更高要求, 短时间内需要更多时间、人力精力去消化和分析 10 多家公司的有一定难度, 需要拉长询价时间区间等配套政策来应对解决。

## 四、新股发行定价如何更趋市场化?

无论采取何种创新举措, 新股如何合理定价始终是绕不开的难题。自 2009 年 A 股 IPO 重启之后, 新股发行基本遵循“市场价定价发行”的原则。集中体现在新股定价上, 就是无论新股发行价格多贵, 发行市盈率多高, 都被认为是“市场化”的结果。最终带来的负面影响是, “三高”发行比比皆是, 新股定价的价值发现功能出现扭曲。

证监会主席郭树清在今年的全国证券期货监管工作会议上提出, 继续完善新股定价机制, 推动市场各方归位尽责, 强化对中介机构的监督。对此, 有市场人士认为, 新股询价制度的完善其实一直在推进, 比如此前引入私募等“第七类机构”以及个人投资者参与新股询价等, 但是并没有从根

本上解决人情报价、虚高报价等问题。

新股定价是发行制度的关键在于, 既要充分发挥价值发现功能, 又要避免落入三高发行的窠臼。要想实现这样的平衡难度不小。就像在完全市场化的“窗口指导”的跷跷板两端, 坚持市场化的发行定价是方向, 但是在新兴加转轨的现实面前, 投资者、发行人、中介机构还需要一个成长的过程。如果重回新股定价“窗口指导”, 对市场的伤害则更大。洛阳钼业、浙江世宝等上市之后遭遇爆炒, 值得有关各方深思。

遭遇人才指出, 在下一步的改革中, 仍然要以完善理性合理的询价制度为重点, 强化定价过程中的市场约束, 持续推动发行人、保荐机构及其他中介机构等各类主体尽职履责、诚实守信。

## 五、能否把造假者罚得倾家荡产?

近几年 A 股市场造假上市案例并不鲜见, 从绿大地、苏州恒久, 再到胜景山河、新大地, 每一次东窗事发, 都刺激业内的神经, 也引发各方面的反思: 为什么总有企业宁愿冒着身败名裂风险, 也要铤而走险? 答案只有一个: 违规成本太低。

以绿大地为例, 公司虚增收入近 3 亿元, 募资产近 3.5 亿元, 司法判决仅罚款 400 万元, 5 名涉事高管也获得缓刑“优待”。如此低廉的违规成本, 怎能让造假者望而却步?

在严罚造假上市方面, 香港证监会处理洪良国际案的做法值得借鉴。香港证监会成功促使香港高等法院颁发命令, 责令因财务造假而上市的洪良国际以每股 2.06 港元回购股份, 所付金额甚至大于公司 IPO 募资额。

鉴于内地一些地方执法时往往“胳膊肘往里拐”, 司法处罚避重就轻, A 股市场要完全效法洪良国际处罚案例有不大难度。为此, 要尽快推动形成与资本市场执法实际需要相适应的司法制度安排, 促进行政执法与司法的有效对接。

专家建议, 在新的司法制度出台之前, 不妨以企业发行承诺作为行政执法的法律依据。除了目前招股说明书中的重要声明, 为了杜绝造假者心存侥幸心理, 还应该加上类似承诺——“如若存在上述违法违规行为, 公司自愿启动快速退市机制, 并按募股价价格附加同期银行存款利息退还给投资者。”唯有把造假者罚得倾家荡产, 才能真正起到以儆效尤的作用。

(王燕平)

# C 财务核查风暴 促使 PE 专注于价值投资

一场被称为“IPO 史上最严”的财务核查已然拉开序幕。有投行界人士认为, “这不仅表示少数拟 IPO 企业因财务指标不合格被‘终止审查’, 更表明证监会已开始着手, 加大整顿力度, 挤压排队企业水分, 警示未报会企业, 大批企业将被拒之于资本市场门外”。他预计, 在未来的 3 个月中, 新股申报的增量部分将会减缓, 在会里的存量部分将出现相当明显的撤回现象。

IPO 通道遇阻, 对于经历着资本市场萎靡、行业寒冬依然的 PE 来说, 无疑是一枚“重磅炸弹”, 使其原本举步维艰的日子雪上加霜。

去年 12 月 28 日, 证监会发布《关于做好首次公开发行股票公司 2012 年度财务报告专项检查工作的通知》(下称“通知”), 规定正在排队 IPO 企业的中介机构必须在今年 3 月 31 日前递交自查报告, 对利益交换、关联方、利润虚构等 12 项粉饰操纵利润的情况展开重点核查。

1 月 8 日, 证监会在京召开 IPO 在审企业 2012 年财务报告专项检查工作会议, “史上最严财务核查”发令枪正式打响。会议特别对 PE 的沃土——创业板提出要求: 若创业板首发公司 2012 年度经营业绩出现下滑, 导致不符合发行条件的, 发行人和保荐机构应尽快撤回上述上市申请。

对此, 上述人士称, 现有创业板拟上市公司中, 或将有三成至四成“被刷”。

## 促使 PE 专注于价值投资

东方汇富创业投资管理有限公司总裁阚治东接受记者采访时分析称, 上述《通知》内容对造假、虚构交易、自我交易、私下利益交换、关联方支付成本费用、压低员工薪水降低运营成本、资产减值准备等导致公司上市后业绩“变脸”的元凶进行了——阐述。《通知》的内容专业且符合实际情况, 对我们 PE 投资人来说, 也是一种提醒, 使我们在尽职调查过程中有所受益, 对以后工作的开展很有帮助。

阚治东表示, 去年整个 PE 行业的投资量、上市的投资收入双双下降, 很多 GP 都搭紧“荷包”。“目前, 我们将延续一贯的投资策略, 对于有价值的企业进行投资。但对于前几年比较热门的风电、光伏行业, 我们会做出更加谨慎的投资决策, 紧跟国家政策走。”

江苏高科技投资集团投资总监尤劲柏在接受记者采访时表示, 目前新股发行的“堰塞湖”已经引起证监会等多方关注, 高科技投资集团亦有不少家参股企业在排队 IPO 企业之列, 虽然多少受到宏观经济因素影响, 但总体财务状况都在健康范围之内。他指出, “不管对中国证券市场、PE 自身来说, 实施财务核查都是一件好事。让真正有行业判断能力、企业判断能力的 PE 机构脱颖而出。”

投资早期绿色产业的天增地长创业投资有限公司创始合伙人王恩强认为, 证监会开展 IPO 排队企业财务专项检查, 对市场的规范是有好处的。此外, 对 PE 来说, 这并不是一种打击, 是使其真正理性地看待企业发展、回报社会, 而不是将企业的风险转嫁给社会, 作为一种投机的手段。

## 新三板或成为 PE 退出乐土

在 IPO 退出方式岌岌可危的情况下, 并购退出或新三板退出或成为主流的退出方式。证监会上市公司监管一部主任欧阳泽华日前在报告中表示, 中国正面临一波并购浪潮的拐点, 社会游资和 IPO 排队企业都在寻求并购机会, 达不到 IPO 标准的企业也可以选择被并购。

还有消息称, 为疏导“堰塞湖”, 排队企业将被鼓励转向“新三板”和债券市场融资。监管层将鼓励现有的四个“新三板”的试点园区充分发挥其在各自覆盖区域内的融资功能, 并将大力发展债券市场, 鼓励企业利用债券工具融资。

阚治东表示, “PE 应多方面考虑问题, IPO 退出并不是唯一的出路”。几年前, 东方汇富就开始关注新三板、上海股权交易中心、天津股权交易所等退出渠道, 并已有不少起投资案例。“我相信, 在不久的将来, 新三板等场外市场交易不活跃的问题会被——解决。”他说。

“未来的主流退出方式仍是并购退出。高科技投资集团已关注新三板很多年, 它可以作为退出渠道的备选, 但目前我们不会对其抱太大希望, 毕竟新三板的交易规则还有待完善。不过, 新三板有严格的信息披露要求, 不失为一个较好的跳板, 并可对企业的规范产生帮助。”江苏高科技投资集团投资总监尤劲柏表示。

(王方岩)