

# IPO 打开天窗

新股发行体制做出市场化性质重大改革,从核准制向注册制过渡路径清晰

■ 特约记者 刘进

中国证监会 11 月 30 日发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,这是逐步推进股票发行从核准制向注册制过渡的重要步骤。

《意见》坚持市场化、法制化取向,突出以信息披露为中心的监管理念,加大信息公开力度,审核标准更加透明,审核进度同步公开,通过提高新股发行各层面、各环节的透明度,努力实现公众的全过程监督。

证监会有关部门负责人就改革内容回答了记者提问。

## 为注册制改革打下基础

针对此次改革与注册制改革的关系,证监会有关部门负责人说,股票发行注册制改革是资本市场牵一发而动全身的改革,需要有步骤地推进。

该负责人说,新股发行应当以发行人信息披露为中心,中介机构对发行人信息披露的真实性、准确性、完整性进行把关,监管部门对发行人和中介机构的申请文件进行合规性审核,不判断企业盈利能力,在充分信息披露的基础上,由投资者自行判断企业价值和风险,自主做出投资决策。

该负责人强调,注册制不是简单的登记生效制,不能将注册制理解为不管了,就是登记备案,自动生效,也不是说股票发行不要审了,更不是垃圾股可以随便发了,而是审核方式要改革。

他说,注册制改革需要法律的修改,需要制定一系列的配套改革措施,也需要市场逐步适应和过渡,是一个连续的、循序渐进的、不断深化的过程,本次改革将为注册制改革打下良好基础。

## 新股发行节奏 更大程度由市场决定

完善市场化运行机制是改革的重点。在审核理念方面,本次改革之后,监管部门和发审委将只对发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核,不判断发行人的持续盈利能力及投资价值,改由投资者和市场自主判断。

关于市场最为关心的发行节奏,上述部门负责人说,今后发行节奏将更加市场化:新股发行的多少、快慢将更大程度由市场决定,新股需求旺盛则多发,需求冷清则少发

或者不发。

此外,在融资方式、发行价格、发行方式等方面,证监会都将秉承市场化的理念。据介绍,今后发行人可以选择普通股、公司债或者股债结合等多种融资方式,证监会也不再管制询价、定价、配售的具体过程,由发行人与主承销商自主确定发行时机和发行方案,并根据询价情况自主协商确定新股发行价格。

## 以市场化机制 遏制新股“三高”

针对市场关心的新股“三高”问题,证监会有关部门负责人说,此次改革通过更大程度地发挥市场调节作用

户,需要合理定价平衡买方利益,这有利于防止主承销商与发行人谋定高价。

## IPO 企业信息披露 中介机构需赔偿投资者

值得注意的是,此次改革方案明确了信息披露重大违法时中介机构的赔偿责任。如果发行人信息披露存在重大违法且给投资者造成损失,保荐机构、会



王利博制图



平衡供需,抑制高定价。一方面,新股发行快慢、多少更多地由市场决定,使发行价格更加真实地反映市场供求关系。另一方面,推动老股东转让股票,增加单只新股在上市首日的供应量。

在定价的市场化约束方面,针对发行人,意见把减持行为与发行价挂钩,限制发行人定高价。如果定价过高,上市后一段时间内股价跌破发行价,发行人控股股东等责任主体需要按承诺自动延长持股锁定期。

与此同时,证监会采取措施约束网下配售的机构投资者报高价。确定发行价时,要求先剔除报价最高的 10% 的申购量。报价最高的部分将不得影响发行定价,报价最高者也不能获得配售,防止“人情报价”或盲目报高价。

另外,针对主承销商,引入自主配售机制。主承销商可以将网下发行的股票按事先公布原则配售给自己的客户。主承销商为发展长期客

户,需要合理定价平衡买方利益,这有利于防止主承销商与发行人谋定高价。

值得注意的是,此次改革方案明确了信息披露重大违法时中介机构的赔偿责任。如果发行人信息披露存在重大违法且给投资者造成损失,保荐机构、会

计师事务所、律师事务所等中介机构必须依法赔偿投资者损失。

与此同时,改革把信息披露责

任提前。根据《意见》,从发行申请文件提交之时起,中介机构即需要对所披露的信息负责。这将改变以往中介负责交材料,审核部门负责改材料,申报文件质量好坏不影响最终发行的局面,也将大大遏制中介机构突击申报、闯关申报的冲动。

另外,证监会还加大了对业绩“变脸”的处罚力度。确认业绩“变脸”,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。

## 新股发行历史上的前三轮改革

### 第一轮 2009 年 5 月 22 日

- 一、完善询价和申购的报价约束机制,形成进一步市场化的价格形成机制。
- 二、优化网上发行机制,将网下网上申购参与对象分开。
- 三、对网上单个申购账户设定上限。
- 四、加强新股认购风险提示,提示所有参与人明晰市场风险。

### 第二轮 2010 年 8 月 20 日

- 一、进一步完善报价申购和配售约束机制。
- 二、扩大询价对象范围,充实网下机构投资者。
- 三、增强定价信息透明度。发行人及其主承销商须披露参与询价的机构的具体报价情况。
- 四、完善回拨机制和中止发行机制。发行人及其主承销商应当根据发行规模和市场情况,合理设计承销流程,有效管理承销风险。

### 第三轮 2012 年 4 月 1 日

- 一、完善规则,明确责任,强化信息披露的真实性、准确性、充分性和完整性。
- 二、适当调整询价范围和配售比例,进一步完善定价约束机制。
- 三、加强对发行定价的监管,促使发行人及参与各方充分尽责。
- 四、增加新上市公司流通股数量,有效缓解股票供应不足。
- 五、继续完善对炒新行为的监管措施,维护新股交易正常秩序。
- 六、严格执行法律法规和相关政策,加大对不当行为的处罚力度。

由,却要承担更大的责任。尽管难以完全避免造假、欺诈等行为,但改革方案中关于赔偿投资者损失、暂停资格等诸多条款足以震慑潜在的违法违规者。

与此同时,优先股、分红、借壳上市等政策通过制度的完善引导价值机制实现市场平衡。长期来看,经过一段时间的磨合之后,新股价格将更趋合理,“三高”“圈钱”“炒新”等问题有望得到彻底解决。

另一方面,证监会在放弃“审批”“调控”权力的同时,给自己的监管重担加码。在“家长式”监管下,证监会总是试图从源头上卡住“坏孩子”,却不断陷入为“漏网之鱼”背书的困境。在市场化的格局下,监管之手更多放在维护市场公开、公平、公正上,IPO 企业和中介机构获得更多自

由,却要承担更大的责任。尽管难以完全避免造假、欺诈等行为,但改革方案中关于赔偿投资者损失、暂停资格等诸多条款足以震慑潜在的违法违规者。

与此同时,优先股、分红、借壳上市等政策通过制度的完善引导价值机制实现市场平衡。长期来看,经过一段时间的磨合之后,新股价格将更趋合理,“三高”“圈钱”“炒新”等问题有望得到彻底解决。

另一方面,证监会在放弃“审批”

“调控”权力的同时,给自己的监管重

担加码。在“家长式”监管下,证监会

总是试图从源头上卡住“坏孩子”,却

不断陷入为“漏网之鱼”背书的困境。

在市场化的格局下,监管之手更多

放在维护市场公开、公平、公正上,IPO 企业和中介机构获得更多自

由,却要承担更大的责任。尽管难以

完全避免造假、欺诈等行为,但改革

方案中关于赔偿投资者损失、暂停

资格等诸多条款足以震慑潜在的违

法违规者。

与此同时,优先股、分红、借壳上市等政策通过制度的完善引导价值

机制实现市场平衡。长期来看,经过一

段时间的磨合之后,新股价格将更趋

合理,“三高”“圈钱”“炒新”等问题

有望得到彻底解决。

另一方面,证监会在放弃“审批”

“调控”权力的同时,给自己的监管重

担加码。在“家长式”监管下,证监会

总是试图从源头上卡住“坏孩子”,却

不断陷入为“漏网之鱼”背书的困境。

在市场化的格局下,监管之手更多

放在维护市场公开、公平、公正上,IPO 企业和中介机构获得更多自

由,却要承担更大的责任。尽管难以

完全避免造假、欺诈等行为,但改革

方案中关于赔偿投资者损失、暂停

资格等诸多条款足以震慑潜在的违

法违规者。

与此同时,优先股、分红、借壳上市等政策通过制度的完善引导价值

机制实现市场平衡。长期来看,经过一

段时间的磨合之后,新股价格将更趋

合理,“三高”“圈钱”“炒新”等问题

有望得到彻底解决。

另一方面,证监会在放弃“审批”

“调控”权力的同时,给自己的监管重

担加码。在“家长式”监管下,证监会

总是试图从源头上卡住“坏孩子”,却

不断陷入为“漏网之鱼”背书的困境。

在市场化的格局下,监管之手更多

放在维护市场公开、公平、公正上,IPO 企业和中介机构获得更多自

由,却要承担更大的责任。尽管难以

完全避免造假、欺诈等行为,但改革

方案中关于赔偿投资者损失、暂停

资格等诸多条款足以震慑潜在的违

法违规者。

与此同时,优先股、分红、借壳上市等政策通过制度的完善引导价值

机制实现市场平衡。长期来看,经过一

段时间的磨合之后,新股价格将更趋

合理,“三高”“圈钱”“炒新”等问题

有望得到彻底解决。

另一方面,证监会在放弃“审批”

“调控”权力的同时,给自己的监管重

担加码。在“家长式”监管下,证监会

总是试图从源头上卡住“坏孩子”,却

不断陷入为“漏网之鱼”背书的困境。

在市场化的格局下,监管之手更多

放在维护市场公开、公平、公正上,IPO 企业和中介机构获得更多自

由,却要承担更大的责任。尽管难以

完全避免造假、欺诈等行为,但改革

方案中关于赔偿投资者损失、暂停

资格等诸多条款足以震慑潜在的违

法违规者。

与此同时,优先股、分红、借壳上市等政策通过制度的完善引导价值

机制实现市场平衡。长期来看,经过一

段时间的磨合之后,新股价格将更趋

合理,“三高”“圈钱”“炒新”等问题

有望得到彻底解决。

另一方面,证监会在放弃“审批”

“调控”权力的同时,给自己的监管重

担加码。在“家长式”监管下,证监会

总是试图从源头上卡住“坏孩子”,却

不断陷入为“漏网之鱼”背书的困境。

在市场化的格局下,监管之手更多

放在维护市场公开、公平、公正上,IPO 企业和中介机构获得更多自

由,却要承担更大的责任。尽管难以

完全避免造假、欺诈等行为,但改革

方案中关于赔偿投资者损失、暂停

资格等诸多条款足以震慑潜在的违

法违规者。

与此同时,优先股、分红、借壳上市等政策通过制度的完善引导价值

机制实现市场平衡。长期来看,经过一

段时间的磨合之后,新股价格将更趋

合理,“三高”“圈钱”“炒新”等问题

有望得到彻底解决。

另一方面,证监会在放弃“审批”

“调控”权力的同时,给自己的监管重

担加码。在“家长式”监管下,证监会

总是试图从源头上卡住“坏孩子”,却

不断陷入为“漏网之鱼”背书的困境。

在市场化的格局下,监管之手更多

放在维护市场公开、公平、公正上,IPO 企业和中介机构获得更多自