

新股发行审核制色彩渐趋淡化

建立保荐机构先行赔付制度 监管部门不再为发行人背书

□本报记者 朱茵

中国证券监督管理委员会

11月9日上证综指走势

3646.88

IPO

CFP图片 制图/尹建

■记者观察

银行打新产品风光不再

□本报记者 高改芳

由于新股申购将不再需要提前缴款，之前靠资金规模取胜的银行打新产品或暂别市场。

证监会11月6日宣布，28家公司先按现行制度恢复IPO。同时，新一轮发行将取消现行新股申购预先缴款制度，改为确定配售数量后再进行缴款。这意味着以后不管是个人投资者还是机构投资者，只要符合证监会其他相关要求，在进行新股申购时，暂可不考虑资金问题，配售或中签成功之后才缴款。业内人士认为，打新股将不再比拼资金规模，而以资金规模取胜的银行打新产品或成为历史。

2006年至2007年是银行理财产品爆发式增长的阶段。2006年，中信银行推出国内第一款“打新”银行理财产品，1万元起步，期限6个月。这一时期发行了大量打新股的产品，银行打新类理财产品火爆。

随着2008年9月IPO的暂停，打新类理财产品也逐渐从市场上消失，直到2009年6月IPO重启才再次出现。但是2009年以来，新股发行政策的变化以及信托计划证券投资账户开户的叫停，令不少银行打新产品的收益率没有当初预期得高，大多数产品的年化收益率靠近预测范围的底部，在3%-5%之间，收益率超过10%寥寥无几，有几家银行的此类产品年化收益率连定期存款利率都比不上。因此，从2009年以后，银行打新产品陷入沉寂。

2012年4月，证监会下发《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，将网下配售股份的比例提高，并取消了网下配售股份3个月的锁定期。面对政策放宽、市场回暖的市场，以打新股为投资方向的银行理财产品重现市场，但收益率仍不足以吸引投资者。当年年末，IPO再度暂停。

去年年中股市行情启动以来，银行的侧重点是“配资”，即为机构化的证券投资信托产品、机构化阳光私募产品等提供融资，其风险可控，又能给银行带来可观的中间业务收益。相比之下，银行自己发行打新股产品需要配备专门的投研团队等，成本高、风险大。因此，2014年新股发行重启后，银行对于打新的热情不足，多数银行没有发行和打新股相关的理财产品，只是部分代销基金参与打新。

在2015年7月4日证监会暂停IPO之后，多数打新基金在2015年三季度降低了股票的仓位，同时大幅增加了债券的仓位。截至2015年9月30日，多只打新基金的债券持仓在80%以上，多数打新基金在三季度净值几乎没有变化，规模均出现了大幅下降。伴随市场无风险利率的下行以及新政的落实，类似2015年上半年的打新收益率水平将难以维持，且当前多数新股申购策略基金的股票持仓已不足以支持它们进行新股申购，具体打新规则及策略还有待进一步政策落实。

而有些城商行支行负责人甚至现在对打新政策仍知之不详。有业内人士表示，股市调整以来，银行对股市的关注度已经大幅下降。如果打新不需要预交款了，那么银行的资金优势就更没有用武之地。银行打新产品至少会在一段时间内销声匿迹。

过会率或有所提高

重要因素，尤其是在同业竞争和关联交易的监管上，一直是把控严格。今后这方面的被否率可能有所改观。

有业内律师指出，历史上，因关联交易比重较高，首轮IPO申请被否后，等关联交易清理完毕或比重下降后再重新申请而获批上市的案例也为数不少，可见正是关联交易导致他们上市的延后。本次修改将独立性和募集资金运用从发行上市条件改为信息披露的要求，大幅降低了发行上市的门槛，方便了企业上市融资，未来上市过会率有望进一步提升。

虽然本轮修订的核心内容就是将拟上市公司独立性问题纳入信息披露监管，交由市场去评估和判断，独立性的相关要求不再作为发行上市的审核条件。但也有业内

人士注意到，审核制并未完全隐退。“发行人最近1个会计年度的营业收入或净利润对关联方或者存在重大不确定性的客户存在重大依赖”，该条款作为发行人不得存在影响持续盈利能力的情形之一，依然保留在主板首发办法的“发行条件”中而未相应删除。也就是说，主板拟上市公司对关联方或存在重大不确定性的客户存在重大依赖的，将依然会构成上市障碍。

“我们也会就这一问题提出意见，但最终是否能全部取消独立性的相关要求还未可知。”有保荐机构表示，从逻辑上看，不再将“独立性要求”和“募集资金使用”作为发行上市的门槛，但相关条款规定似乎不彻底，具有一定的过渡色彩。

审核更重信息披露

募集资金运用的相关要求虽然不再作为上市发行的审核条件，但取而代之的信息披露将成为监管的重点，这也是市场投资者判断企业价值和成长性的重要依据。

在信息披露方面，落实以信息披露为中心的审核理念，必然会对上市申请信息披露的监管。独立性和募集资金运用纳入信息披露监管后，信息披露的合规和质量将是上市审核中的重中

之重。

值得关注的是，不得有影响持续盈利能力的情形这一要求，在2014年创业板首发办法出台时已经从上市条件转为信息披露要求，但在本轮主板首发办法的修订中，依然保留在第二章“发行条件”的“财务与会计”一节中。因此，不具备持续盈利能力的企业上市闯关依然较艰难。

强化保护投资者权益

业风险，将倒逼券商加强质量和风控制度建设，提高从业人员的专业化素养和职业道德水平，促进券商整体执业水平的提高。先行赔付制度将促使保荐机构更加审慎地选择客户，挑选出真正优质、诚实守信的企业推荐上市，从而促进上市公司的质量进一步提高。保荐机构在尽职调查过程中也将更加勤勉尽责，协助发行人真实、准确、完整地进行信息披露，切实提高信息披露质量，为注册制推出奠定良好的基础。

追本溯源，我国由保荐机构主动出资先行赔付投资者损失的做法最早出现在2013年，平安证券出资3亿元设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，用于先行赔偿在万福生科虚假陈述案件中受害的投资者。作为专项

基金在保护投资者利益的时候起到了较好的作用。

此次新规发布，同业竞争和关联交易对企业业绩、核心竞争力和成长性的影响以及募投项目是否合理可行，不再是发行核心条件，这些将主要由市场投资者自行评估和判断。对普通的散户投资者来说，选股难度和投资风险也相应加大。

有律师指出，未来随注册制的落实推进，投资者保护的更多实施细节也需要明确。当前证券市场虚假陈述提起民事赔偿诉讼仍需以行政处罚决定或人民法院的刑事裁判文书为前置条件。在未来注册制实施的进程中，如何有效保护市场投资者的合法权益，仍需监管机构、司法审判机关和市场各方的进一步关注和思考。

壳资源价值面临重估

□本报记者 徐金忠

Wind数据显示，今年以来两市共发生借壳上市案例68起。2014年有56家企业试图图收购壳资源曲线上市，较2013年的15家增加了近3倍，其中21家成功完成借壳登陆A股。近年来，借壳上市成为资本市场的一道风景线，然而在IPO开闸再度开启后，壳资源的价值将面临重估。

壳资源炙手可热

被借壳的公司永远是市场追逐的热点。8月31日，七喜控股发布重组预案，公司拟通过重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产及配套募集资金方式实现分众传媒借壳上市，后者交易作价为457亿元。统计显示，9月至今，七喜控股股价已经录得182.97%的涨幅。此外，黄河机械、银润投资、啤酒花等被借壳方在公告借壳上市事项后，都收获了不俗的市场表现。

兴业证券认为，资本市场对壳资源的炒作一直存在，一方面是被借壳后，上市公司价值将被重估，存在市场炒作获利空间；另一方面壳资源的价值正是来自于其稀缺性，这种稀缺性背后是上市公司的稀缺性。具体来讲，借壳上市意味着一家上市公司基本面的彻底变化。这样的价值重估势必反映到公司二级市场的表现，出现一定幅度的上涨符合市场定价的逻辑。但在市场中，有些被借壳公司的股价屡屡被炒作，这就是不同价值判断标准和炒作情绪叠加的效果。

而稀缺的上市资格是市场炒作的重要支撑物。在目前我国证券市场的核准制情况下，借壳上市是兴业证券相关人士认为，IPO重启改变的是投资者投资或者说是炒作的心理预期；对于部分没有借壳预期的个股而言，则面临着投资者心理的变化。

债市资金面影响有限

□本报记者 王辉

上周末证监会宣布IPO重启，同时美国10月非农数据表现强劲显著提升美联储12月加息预期，本周一债券市场明显受到一定冲击。

展望新股发行重启及相关制度改革可能对债市带来的中期影响，主流机构观点认为，考虑到资金冻结因素的消失，以及新规预计会显著压低打新收益率的因素，IPO重启对当前债市资金总量的分流影响将有限。而另一方面，随着新股发行重启再度引发打新基金回归，未来不排除债市会出现新的增量需求。

打新收益可能明显下滑

对于IPO重启对债券市场等固定收益类资产领域的影响，目前市场较为关注的焦点是资金参与新股申购收益率水平可能体现出的优势。根据对新规则下打新的基本测算，新规实施后打新整体收益率预计将明显低于以往。其相对于债券市场，尤其是中高等级信用债券收益率的优势，将明显下降。

国泰君安等机构认为，取消预缴款的制度安排，将明显平滑打新时期的资金面冲击。IPO申购预缴款制度取消将大幅减少打新动用的资金数量，从资金冻结的角度上来看，资金面将不再有打新冲击。在此背景下，各类投资者也无需在IPO前卖掉债券等资产准备资金，对债市的冲击大大减弱。

另一方面，在新的游戏规则下，打新中签率和潜在收益率都将大幅降低，从债市中专门抽离参与打新的资金规模，预计低于以往。与此同时，对于打新基金而言，预缴款取消之后，其在货币市场、债券市场的投资也有望明显加大，这反而可能会在一定程度上提高打新基金对债券的配置需求。

具体到本次IPO重启对债市的短期影响，对于目前按照旧规发行的28家新股，虽然还会造成银行间及交易所资金阶段性冻结亿万元的资金，但考虑目前银行间市场资金供给整体充裕，其对资金面的不利影响无需过度高估。

整体而言，本次新规发行重启虽然提供了新的投资渠道，对不同类别的固定收益类资产等可能会有一定替代影响，但IPO新规对债市的整体影响将较为有限。从中期看，大规模资金冻结取消、IPO预期收益下降，不会使低风险资金大量回流股市一级市场。债市整体资金环境仍将继续保持宽松。