



2012 年 IPO 市场盘点：场内外市场改革深化 中概股遇冷风波不断

2012-12-12 清科研究中心 张琦

2012 年海内外 IPO 市场对于有融资需求的中国企业而言可谓是“内忧外患”：海外市场方面，2012 年仅两家中国企业登陆美国资本市场，虽然“多玩 YY”获得美投资者认可为拟赴美上市企业带来希望，但中概股私有化进程从未间断，中概股形势依旧严峻，部分企业不得不转战欧洲市场；国内方面，场内、场外市场改革 2012 年不断深化，我国多层次资本市场体系构建工作今年拉开了大幕，然而在国家经济增速不断下降背景下，二级市场的低迷使得证监会放慢了新股发行审核的节奏，2012 年前 11 个月仅 154 家中国企业在境内三个资本市场上市，目前排队候审企业已达 800 余家。年末岁初之际，清科研究中心就 2012 年中国企业上市发生的相关重大事件进行了梳理：

一、新股发行制度市场化改革，进一步完善我国 A 股市场

2012 年 4 月 28 日，证监会正式出台了《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》，并自公布之日起施行。此次《指导意见》有五方面修改完善：进一步细化并明确会计师事务所的职责要求；对发行人公司治理结构提出进一步要求；明确发行人及其主承销商可以在核准批文有效期内自主选择发行时间窗口；进一步明确在发行价格市盈率高于同行业上市公司平均市盈率 25% 的情形下，发行人需要补充披露信息的内容及程序；进一步明确对违法违规行为的处罚措施，从严监管。

清科研究中心认为，新一轮新股发行制度改革坚持弱化行政审批、市场化规范化的改革方向是正确的，一系列措施都表明了证监会深化新股发行制度市场化改革的决心，值得肯定。弱化行政干预、强化信息披露为发审制度的转变奠定基础，是借鉴成熟资本市场的做法；提高网下配售比例、引入个人投资者参与询价以及定价参考行业平均市盈率旨在解决新股发行高定价问题，引导新股定价进入理性轨道。但有关对违法违规行为的处罚措施还有待细化。

二、两市退市制度出台，多元化退市标准体系构建获重大进步

2012 年 4 月 20 日晚间，深交所发布了《创业板上市规则》，5 月 1 日起正式施行，酝酿许久的创业板退市制度终于露出了庐山真面目。此次修订的《创业板上市规则》将社会各界对 2011 年 11 月 28 日公布的《关于完善创业板退市制度的方案》（征求意见稿）的反馈意见纳入其中，并在此基础上进一步完善：退市标准得以完善，增加了对年度财务会计报告的追溯调整权；财务违规限期不改将加速退市；不支持“借壳”恢复上市，杜绝以非经常性损益调节利润。6 月 28 日，上证所与深证所分别发布了上市公司退市制度方案。此次修改完善重点从两个方面对现行退市制度进行了调整：一是为提高退市制度的完备性和可操作性，增加相关暂停上市、终止上市指标，细化相关标准，严格恢复上市要求，完善退市程序；二是为进一步保护投资者权益，提出风险警示板、退市公司股份转让服务、退市公司重新上市等退市配套机制的安排。

清科研究中心认为，退市制度改革是继新股发行体制改革以来又一重大制度变革，更好地适应了资本



市场发展的需要。完善的多元化退市标准体系可防止上市公司通过各种手段规避退市，有效清除市场中的“垃圾股”，有利于市场资源的优化配置；恢复上市和重新上市标准的细化可以遏制绩差公司股票炒作、壳资源炒作以及劣币驱逐良币等现象，切实维护投资者的自身利益。

三、“新三板扩容”正式获批，上海/武汉/天津抢先试水

2012 年 8 月，证监会筹划多时的新三板扩容工作正式获得国务院批准，非上市股份公司转让试点扩大获得许可。首批扩大试点除北京中关村科技园区外，新增上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术产业开发区和天津滨海高新技术产业开发区。随后，上海张江高新技术产业开发区的华岭股份、新眼光，武汉东湖新技术开发区的国电武汉、武大科技，以及天津滨海高新区的久日化学、锐新昌成功挂牌“新三板”。

新三板扩容可以有效促进地方产业结构升级、带动当地经济发展，从而辐射周边区域经济增长；另一方面，新三板扩容也有利于完善我国多层次资本市场体系，满足中小企业融资需求。此次新三板扩容增加的三个高新区分别代表着华东、华中、华北三大区域，将来有望实现“以点到面”，逐步将条件比较成熟的高新园区纳入试点范围，为园区的非上市股份公司提供股份报价转让服务。

四、非上市公众公司纳入监管，促进资本市场有序健康发展

经过 3 个多月向社会征求意见，《非上市公众公司监督管理办法》（以下简称《监管办法》）于 2012 年 10 月正式出台。《监管办法》在征求意见稿基础上进行了相应修改，其中五处修改较为引人注目：一是考虑到股权明晰是公众公司监管的一个重要基础，《监管办法》第三条增加“股权明晰”作为准入条件，同时，鉴于“主营业务明确”的规定难以用一个确切的标准衡量，删除了相关要求；二是将核心员工纳入发行对象范围，在确定发行对象数量时，除公司股东外，其他发行对象合计不得超过 35 人；三是考虑到非上市公众公司个体情况差异较大，将小额融资豁免标准由绝对值改为相对值，规定“12 个月内发行股票累计融资额低于公司净资产的 20%的”，豁免核准；四是明确了非上市公众公司到交易所上市的要求；五是明确本办法施行前股东超过 200 人的股份公司纳入监管范围。

《监管办法》的出台标志着非上市公众公司监管纳入法制轨道，有利于进一步提升资本市场服务实体经济的能力，促进中小企业稳步发展，对促进经济发展方式转变和经济结构调整、完善金融体系、保证资本市场平稳健康发展具有重要意义。

五、2012 年仅“唯品会”“多玩 YY”赴美上市，盈利能力及模式差异导致投资者态度迥异

2012 年 3 月 23 日，“唯品会”正式在纽约证券交易所挂牌上市。然而，资本市场对“唯品会”上市并不看好：“唯品会”首日发行 1100 万股，少于招股书中的 1120 万股；融资规模为 7153.00 万美元，也远低于原计划的融资 1.20 亿美元；上市首日以 5.50 美元报收，跌幅达 15.38%，遭遇美国资本市场当头一棒。虽然该公司曾两次获得红杉资本和 DCM 的融资，但深陷电商行业“怪圈”的“唯品会”也遭遇了“收入越多、亏损也就越多的”经历。由于财务造假、诚信危机等事件影响，去年下半年中概股赴美上市



遭遇“空窗期”。此次“唯品会”上市被投资界视为衡量美国资本市场对中概股态度的标志性事件。

就在拟赴美上市企业赴美融资无望、纷纷另辟蹊径之时，“多玩 YY” 11 月 22 日成功登陆 NASDAQ，发行价 10.50 美元，共发行 780 万 ADS，上市首日便上涨 7.7%，报收 11.31 美元。清科研究中心认为，曾先后获得晨兴资本、思伟投资、纪源资本、老虎环球金融融资的 YY 上市首日表现便与“唯品会”截然不同，一方面得益于其良好的财务数据，另一方面，建立在庞大用户基数上的将游戏与社交相结合的模式增强了用户的粘性，两方面因素使得投资者对 YY 表示看好。虽然 YY 此次的低价上市策略获得了成功并为拟赴美上市企业注入稍许信心，但是资本市场低迷之势短期内难以改变，拟赴美上市企业能否借此次“破冰之旅”成功叩开赴美上市大门还有待观察。

六、分众传媒掀起私有化浪潮，中概股打响恶意做空自卫反击战

2012 年 8 月 13 日，作为中国户外媒体开路先锋的分众传媒董事长江南春联合方源资本、凯雷集团、中信资本、鼎晖投资、中国光大控股等五家投资方提交私有化建议书，拟以 27 美元/ADS 的价格将公司私有化，交易的总估值达 35.00 亿美元，这是继盛大、阿里巴巴之后，中国概念股创造的最大规模私有化退市。海外资本市场低迷、投资者对中概股信心不足导致企业价值低估、融资需求无法得到满足诚然是企业选择私有化的主要原因，受制短期业绩压力从而影响企业整体战略规划与决策以及背负高昂信披和沟通成本也是企业考虑私有化的重要因素。

继分众传媒宣布私有化之后，多家中概股企业先后加入私有化队伍。2012 年 9 月 27 日，中国 7 天连锁酒店集团控股有限公司宣布，已收到以联席董事长何伯权与郑南雁为首的一个股东集团价值约 6.35 亿美元的私有化收购要约；10 月，飞鹤乳业、胜达包装、绿润集团、永业国际、九城关贸、思念食品宣布私有化；11 月，美新半导体宣布了由 IDG-Accel 中国成长基金发起的不具约束力私有化要约。虽然“多玩 YY” 11 月成功登陆 NASDAQ，上市首日表现良好反映了投资者对其的认可，另外在李开复等 60 多名中国企业家联名带领下中概股反击香橼恶意做空初战告捷，但是同时中概股私有化进程却未间断，由此可见中概股形势依旧严峻。

七、证监会放缓新股发审速度，IPO“堰塞湖”难以疏导

由于二级市场低迷，证监会放慢新股发审步伐，2012 年 7、8 月曾一度出现 IPO 审核“空窗期”，新股发审的几近停滞，导致截至 2012 年 12 月 6 日已有 820 家拟上市企业排队待审，其中，主板 148 家，中小板 310 家，创业板 272 家，另外还有 90 家已过会企业正在等待发行，市场消化完这 800 余家企业需要约 3-5 年时间。不少机构就这一情况向证监会建言献策，通过排队待审的拟 IPO 企业自愿申请“新三板”挂牌来疏导目前形成的 IPO“堰塞湖”；然而从另一角度来看，企业长时间的排队候审也有利于暴露更多自身存在的问题，财务造假及业绩变脸显著的企业及时被清除也从一定程度上保障了投资者利益。

八、交易场所清理整顿工作全国范围内展开，有利于我国场外市场步入有序发展轨道



2011 年 11 月 18 日，国务院下发国发【2011】38 号文件《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(以下简称“38 号文”)，明确指出交易所的“资金问题”可能升级为“区域金融风险”，同时提到证监会将牵头运作，由国务院部委、下属监管机构和各省级地方政府参与清理整顿各类违法交易场所的工作。此次清理整顿范围覆盖证券交易所、金融产品交易所、文化产品交易所、期货交易所等几乎所有类别的交易场所。“38 号文”直指行业乱象根源，明令禁止如股权拆分交易、连续交易(T+0)、集中竞价与做市商等交易规则。清理整顿交易场所部际联席会议规定，此次交易所整顿清理工作的期限是 2012 年 6 月 30 日。

2012 年上半年，清理整顿工作如期展开。7 月初，国务院办公厅发布《关于清理整顿各类交易场所的实施意见》，进一步明确了清理整顿政策界限、工作要求和监管责任；随后，联席会议在北京召开第二次全体会议，部署了下一阶段清理整顿任务，对检查验收工作提出了具体要求。11 月初，证监会网站发布了浙江、湖北、重庆、贵州、西藏、甘肃、青海、深圳等八省(区、市)工作率先通过了联席会议检查验收的信息，全国范围内交易所清理整顿工作渐进尾声。规范化框架的搭建将使我国场外交易市场快速步入有序发展的正轨。

九、“美国 JOBS 法案”出台，中小企业上市进程加快

2012 年 4 月 5 日，美国总统奥巴马签署了全名为“Jumpstart Our Business Startups Act”的创业企业融资法案(下简称“JOBS 法案”)。法案旨在通过放宽金融监管要求来鼓励美国小微企业融资，扶植企业成长并创造就业机会。通读法案，清科研究中心认为法案将对其定义下的最近一财政年度收入不足 10.00 亿美元的“新兴成长型企业”的融资现状产生巨大影响。

JOBS 法案允许非上市企业通过私募方式募集资金时进行公开宣传，此举扩大了投资人群体、拓宽了企业融资渠道；法案放宽了上市企业和拟上市企业的信息披露义务，减轻了企业的信息披露负担和成本，加快了企业的上市速度，为新兴成长型企业提供了一定程度上的融资便利；另外，允许企业通过网络平台募资的举措打通了民间资本与中小企业间的融资渠道，有利于引导民间资本投资非上市企业。绝大部分希望赴美国上市的中小企业公司都适用该法案，该法案有助于吸引包括中国企业在内的更多中小企业在美国上市。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15739

