

## 周贵华 创业板主任

今年以来的工作着重在深化发行体制改革，新一步提高信息披露和财务信息披露的质量，提高审核透明度明确发行预期。审核工作每周进行更新；西部 12 省区优先审核。

2012 年创业板共开了 66 次发审会 审核 121 家企业。其中 IPO111 家通过 92 家，通过率 82.88%；非公债 10 家，通过 9 家，通过率 10%。创业板自 2009 年共审核 497 家，通过 415 家，通过率 83.50%，其中 IPO487 家通过 406 家，通过率 83.37%。

创业板今年发行 74 家，共发行上市 355 家，募集资金 2600 多亿，5 家非公债募集 13.5 亿元。2012 年创业板平均发行市盈率为 34.5 倍，22.97%的公司破发。

创业板 93%为高新技术企业，63%有 PE 参股，96%为民营企业。

创业板下一步的工作：

1、目前经济面临困难，国际国内都有其复杂性，消费和进出口存在不确定性，需要加速创新经济和经济结构调整，发现并推动新兴产业，进一步优化资源配置。继续落实发行体制改革要求，逐步淡化盈利能力的判断，重点转为信息披露和风险判断，信息披露的有效性和针对性要加强。

2、加强定价监管，反应企业真实价值，均衡发展，2012 年创业板最低市盈率为 12 倍。此外要优化上市门槛指标，现在有很多新兴企业由于发行条件的限制不得不去海外上市，没有在国内得到支持。要将创新与创业板对接，发掘技术型和创新型企业，扩大服务范围，扩大容忍度。

3、强化监管，市场主体归位竞争。强化发行人为信息披露的第一责任人，中介机构应独立核查，各归其位。严厉打击欺诈、违规披露，为保荐机构、会计师、律师建立诚信档案。加大打击粉饰业绩、恶意

隐瞒，打击中介机构帮助造假，对保荐机构提出更高的要求 and 更明确的责任义务。

4、对落实反馈的意见要持续关注，存在重要调整、前后矛盾、反馈多次挤牙膏的，视情况要写进初审报告，重点说明。初审报告中会单有一段相关内容说明是否有避而不答、避重就轻、影响审核效率。会影响审核结果。

目前中小企业经营压力大，在审企业注水、造假冲动大，保荐代表人更要勤勉尽责，包括核查其他中介机构的意见，否则即使撤材料也可能追究责任，不能碰的坚决不碰

今年上市企业许多业绩大幅下滑，审核不过多判断盈利能力和投资价值，业绩变动未披露要重罚，例如珈伟股份。

正确认识媒体，以后会是常态，理性看待报道。

## 段涛 发行部一处

发行部 500 多家等待发行。但是效率不是问题，一共 IPO800 多家对于证监会的审核不足以构成压力。

发行审核管理办法的每一条都有教训。

国外市场监管部门主要看四点：高管任职资格、同业竞争、关联交易和是否存在违法违规的情况。

强化以强制的信息披露为核心，监管机构淡化盈利能力的判断，由保荐机构判断，下降趋势要披露。例如百隆东方欺骗投资者。

很多公司对制度、法规没有应有的敬畏，不知道守法经营，良好的治理和诚信是市场的基石与保证。保荐机构要加强改制辅导工作，督促拟 IPO 公司的股东和董监高学习法律法规，梳理发行上市的风险意识和诚信意识。

首发申请强调独立性和整体上市，不能存在同业竞争，规范和减

少关联交易，对关联交易的范围要按公司法有可能发生利益倾斜的就应该认定。

招股说明书要去广告化，以事实性描述为主，不得有唯一、领先等字眼，无明确依据的结论要删除。有的公司为了招股书的引用数据，在申报前一年自己写了一些文章发表，之后自己引用自己的文章吹捧自己。写招股书要简明扼要，用老百姓都能看得懂的语言，有的企业做物流说的很炫供应链管理什么的。引用的数据要有权威的数据来源。

风险因素结合自身实际，例如股市波动风险没必要加。如有业绩大幅下滑要有具体的定性定量的分析，要有明确的数据，不能泛泛而谈。有的风险前面写风险后面写对策，看着不像风险像机遇。

重大事项提示就说投资者最关注的事项。未决诉讼仲裁要披露，不用分析是否会胜诉或败诉，不要用败诉可能性很小的字眼。披露诉讼仲裁的影响情况，无重大影响的披露即可。商标专利在研究，对公司经营没关系的商标专利可能以后就不用披露了。

数据来源要独立，实在没有行业数据的客观描述就可以，国内外都没有本行业上市公司的，没有行业排名的可以不披露，保荐机构要全面说明原因。同行业的比较尽量充分。

会计准则定义的关联方是关联方的最低标准，按照公司法只要是可能作为利益倾斜的关系都是关联关系。做业务是要关注重大客户发生的重大变化。比如新增大客户，比如 1-9 月利润很差，年报数据很好，比如 12 月中旬突然来了大合同，当年就确认了 70%-80% 的收入。保荐机构要核查关联交易非关联化的情况。比如纺线和服装企业，上下游产业链不都纳入上市主体的合理性。

历史沿革现在披露的太长太细，主要是为了股权的稳定性，进而影响经营的稳定性，不让，投资者承担风险。04 年以前集体企业资产量化政出多门，体改委、农业部都有部门法规和文件，但没有统一国家级的法规进行规范，所以需要省政府确认。如果是小股东，不影响

控制权且不会产生纠纷的，不需要省政府拿文。

突击入股以信息披露为原则，要求披露所有背后股东，都亮相。

保荐机构要核查所有中介机构和发行人的签字，以前有前后签字不一致的现象，当事人不承认签过字。

同业竞争要求的比上市公司严，有缺陷的不得出生。原则上重点关注大股东和董监高及其亲属控制的其他企业，在客户、供应商、技术、渠道等方面个案判断。兄弟可以独立门户，但是亚洲文化不一样，如果认为独立要从注册资本来源、资产设备来源、人员是否相互委派、技术是否依赖，是否有独立面向市场接业务来判断。如果源头独立可不认定是同业竞争。销售对象和区域不能成为理由，但是外商有一些个案，要个案分析。大型企业按重要性原则，哥哥几十亿弟弟几百万的没事儿。有法律制度原因无法解决的可以不解决，但是要有解决方案。有个浙江公司上市前上游大股东的发电厂不拿进来，上市后用募集资金购买大股东的发电厂，抽空上市公司。

保荐机构要关注上下游的入股现象，防止输送利润，关注以二股东或小股东输送利润。关联交易的问题今年经济不好尤其要注意。持续性的关联交易关注多，偶发的关注公允性：是否有公开市场、价格确定原因，价格调整机制，如租赁股东场地。主要看独立性，对独立性影响不大的不严格禁止

客户集中的看行业是否是垄断企业，客户本身在行业内是否入流，客户的经营情况。核查是否是关联交易非关联化。

一个主体，想上市，有存在违法的部分，仅把存在违法的部分剥离不能接受，考察的是一个整体。

突击入股不要影响企业发展，不要因为涉嫌 PE 腐败影响企业上市。

国有资产的转让关注是否履行程序，是否合法合规。

境外退市境内首发没有问题，关于 3 个问题：境外退市原因及过

程是否合规，是否有潜在纠纷；是否在上市地遵守原上市地的法律法规；境内外信息披露是否一致，同一事项要同一披露。

## 常军胜

2006 年以来共受理 1574 家企业,1051 通过, 231 否决, 292 撤回。

现有已披露和在审企业业绩下滑的较多，下滑 20% 就算比较稳定了，下滑 50% 的不在少数。关注信息披露的问题，下滑不要紧，看是否是行业趋势，行业是否有周期性，比如化纤行业过去 5 年一直上升，现在是下降区间，要解释行业大周期。

最近处罚珈伟股份和百隆东方的依据是信息披露，保荐机构没有做出必要和起码的风险提示。另外两家新上市的券商也下滑较多，但风险揭示较为充分，就看是否披露，对已发生的波动性做出风险揭示的可以免责。

目前询价对象如基金报价从内部和外部没有约束机制，高报价动摇估值体系，设置 25% 的天花板有其合理性，同行业应同价。

信息披露的及时性是以后的要求，上一季末的要披露，下一季的要预测。同时，为了防止发行人和保荐机构怕披露多了不能发行了，要修改审核规则，这也涉及发审委的判断标准，如来一份蜜饯，披露多也被否了，这个问题很纠结。

目前的招股书准则针对的是工业制造业企业，目前招股书的针对性不强，互相黏贴现象严重。证监会出台了餐饮企业的招股书准则，可以完全撇开招股书准则说自己重要的信息。比如说餐厅选址标准、竞争对手的情况，过去三年新开店的情况，是否盈利，论证后才说明盈利能力有持续性。现在审材料和做材料都很辛苦，披露多少如同双方博弈，造成市场效率低下。

2006 年以来上市公司质量提高很快，目前是低迷期，但出现停顿、低迷是常态，2004、2008 都停发过，有周期性，但是每次恢复之后市

场容量和消化能力都是成倍的增长的。经济目前在低谷期，但也不会持续很长时间，毕竟资本市场不会脱离经济形势，但资本市场的波动性会高于整体经济，不能静态判断。

目前申报材料整体质量不高，目前不强制终止审查，不存在劝退现象，想上都可以上发审会。差企业占用的审核时间更长。

否决原因财务占一半，另一半是独立性和合法合规状况。

数据异常，真实性存疑，无合理解释。不怕毛利率高，有的公司通吃产业链毛利率没问题，比如采掘业，有的公司有矿有的公司买矿毛利率肯定不一样；再比如列入优质优价的药品企业。负面的是光伏企业，地方政府帮忙做利润。旗帜鲜明的反对地方政府给企业上市奖励。

上市是手段，不是目的，如果把上市作为目的会异化出很多行为。假企业也本身都是不错的企业，中介结构尤其保荐机构拔苗助长。

目前资本市场不完善，投行只会做上市，要建立统一的场外市场，券商柜台交易，建立多层次资本市场解决融资问题。投资银行服务实体经济的能力不足，要跳出原有的思维模式。

目前的积压是政策问题，不是效率问题，现有审核人员足够。

关于持续盈利能力，会计师的责任要加重，纯会计准则的判断和如何做会计处理交给会计师和发行人，会计师事务所要发挥应有的作用。目前财务造假发现不了主要因为证监会不是现场审核，是看材料审核，保荐人呆现场那么久应该有自己的判断。在审企业会计操纵突出，要看看是否符合谨慎性原则。

## 李洪涛 发行部三处 债券发行

今年债券收入占券商收入提高，银行间市场债券占债券 95% 以上，公司债企业债还是小头。今年私募债取消了行政许可，但截至 10 月底已经备案的私募债有一半仍未发行，公开募集的公司债之类的上市交

易的发行的还可以。今年已核准债券 1800 亿，还有 1400 亿待核准，超过了 IPO 的融资额。

公司债取消了见面会和反馈会，主要关注本期发行的安全性。

公司债实行专人转岗，效率比较高，大部分不需要聆讯。债券不涉及固定资产投资的不用征求发改委意见，但最好有项目。

2011 年否决了 5 个项目，2012 年全过。否决主要是财务原因，业绩下滑特别严重是主要原因。有一家经营现金流为负且再发公司债，财务费用算上将会亏损，未核准；还有一家净利润 1.5 亿，经营现金流过去三年-5.4 亿到-10.8 亿，主要利润来源于权益法核算的长期股权投资，本身无主业且处在转型期，否决；另一家新开辟的业务亏损，原有业务盈利微弱，否决，还有一家现金流持续为负。公司债主要还是看偿债能力。

年均可分配利润=合并报表归属母公司的净利润

净资产=合并报表净资产，包括少数股东权益

累计公司债券余额：账面值计量，不是净值。包括可转债，中票是否包括有争议，无定论

最近一期=公司披露财务信息的最后一期

最近一期未分配利润因为特殊原因为负，但最近三年盈利能力良好的可以发公司债。

B 股可以发债

控股股东用上市公司股权做担保值得商榷，本质是一回事儿，如果资不抵债，破产法债券还在股权牵头，无法保障。大股东担保要注意自身的经营情况和业务关联度，其非上市业务的盈利情况，微利或亏损要说明原因。

重组后发债，同一控制下要编制比较报表以确定是否符合条件。

## 毕晓颖 创业板非财务

注册资本重要的子公司必须缴足，视同母公司，要说清楚出资的资金来源，新增出资也要说清楚来源并披露。

中纪委也关注 PE 腐败，为防止 PE 腐败，股东披露的要求较为详细，以前有举报查实的。

出资的合法合规性：如中关村企业无形资产超比例的要提供有效的法律依据，充分披露是否有权属纠纷。拿发行人本身的技术出资的要关注，看看是否属于股东原来的单位的，要提供充分的证据，无证据的会提请委员关注。根据科技部的已经，不影响控制权的股权，本着重要性和充分披露的原则，可以有一定放松，重大的必须走程序。如有出资不实，抽逃出资的，摊销完毕也需补齐。30%-50%一年，超过 50%三年。

股权：

有国有股的，不管比例高低都得有文件支持，程序必须完备，其他影响发行判断的要补手续。集体股份一般省政府确认，如果已经走了法律程序，付了对价，不需要省政府出文。无偿的，挂靠的，说不清的，要省政府确认。

存在股份代持的要解除代持，还有一部分假解除代持，本质反应了诚信问题。

红筹控制权要转回来，考虑税收优惠，可放一部分在境外。

主营业务 70%比较宽松，有关联的都可以算同一业务。

环保：如果发行人不明确应该发行人去征求环保部门已经，出到什么级别和环保部门沟通，不要来问证监会，证监会对环保是合规性审核。

关注最后一年业务增长靠小股东（客户）的情况，无异常需要充分披露。如投资后才产生交易会关注是否存在利益交换，如果是长期



的战略合作也可以

要核查发行人资质是否齐备，有的公司 IPO 未披露将来募投做的东西没有资质，资质在大股东那里，这就涉嫌误导性陈述和重大遗漏。

商业性荣誉不需要披露，仅披露权威部门的认定即可。

关于管理架构，形式要先完备，实质后跟上。

实际控制人的问题，共同实际控制人走了一个，没有重大影响，可以；没有实际控制人的，关注是否存在内部人控制，如何保证内控的有效性。

规范运作主要看保荐机构辅导后的效果，最后一年不应该有资金占用和未经审批的担保。

被处罚过不分大小都要披露，是否重大要分析。

五险一金，要披露应缴未缴的数额和主管部门意见，报会必须全部缴纳。有举报有的公司强制员工签署放弃缴纳的，需及时纠正。

高新技术企业是否持续符合条件要提前核查。

独立性：看是否有业务体系，辅助系统和配套设施必须拿进来，体系的运行要看整个报告期。关注是否依赖第三方，是否依赖董监高的原单位。如果关联交易无公开竞争性价格，又很难证明完全公允，可能做文章的余地大的，会提请委员关注；子公司核心资产是是够而来的关注和原股东的关联，子公司视同母公司，不够独立属于重大瑕疵。

同业竞争：近亲属同业竞争的落脚点看是否有独立的运营能力，是否独立面向市场，是否损坏发行人的其他利益。目前审核从严，从竞争向同业上靠拢。

关联交易：不存在显失公允的交易，披露定价依据。关联交易占比较高的充分披露比较价格，不是障碍。

关联方的披露：有保荐机构未能勤勉尽责而反馈时候补充关联方的。确实有发行人故意隐瞒而保荐机构很难发现的关联方，保荐机构根据反馈意见深入核查补充了关联方，如果原因可以接受的，不会处罚。如果故意隐瞒，媒体披露的，严肃处理。

持续盈利：单一客户依赖下游垄断行业的可以，但是存在经营风险，风险要充分揭示；下游充分竞争的，发行人如果依赖单一客户风险很大。

诉讼仲裁多属于信息披露的范畴。

目前招股书无效信息太多，针对性差。事实描述多，可读性较差。风险因素的列举不是照抄。重大事项现在写的太多，以后要直观，一眼能看出来，写投资者最关心的问题。竞争优势广告性多，要基于谨慎性。前后信息比较的同行业公司要一致，尽量充分比较。有的公司招股书质量较差，审核人员看完后不知道公司是做什么的，过度包装。报过的文件禁止私自调整。

## 杨郊红 创业板财务 主要讲 14 号公告

14 号文不止是财务披露的东西，是新股发行改革的一项工作。淡化盈利能力的判断意思是监管结构判断不了，交给市场主体判断。信息披露为中心的意思是严刑峻法、归位尽责。强调发行人是信息披露的第一责任人，每个董监高都有诚信档案，会核查，涉密。尽责归位是有的会计师事务所还替企业做账，替企业编报表，报表都不会编内控无从谈起。

### 1、内控

2013 年底主板，不含中小板，全面实施。完工百分比法确认收入需要内控的支持，工作量很大，没有良好的内控制度做不到。

2、财务信息和非财务信息要互相衔接、互相印证。在发审委通过到封卷期间，出现业绩下降的保代要做好充分的信息披露，还是会给

批文的，否则就有可能处罚，处罚不局限于保荐规则的要求。

3、防止利润操纵。好多企业 2011 年鼓了大包，现在很痛苦，只能撤材料。

4、关联方按最宽泛的将，无关痛痒的尽量披露。关联方是区间概念，不是报告期截止日的时点概念。

5、收入的确认是财务第一重要的。有的企业，如合同能源管理的企业收入确认原则情况不同；初验确认、终验确认的个案处理，和企业特点相结合；特殊、创新交易模式要符合企业的特点。毛利率的回答要充分、解释要合理，横向纵向都要比较，不能合经济形式的发展趋势背离。

6、实地核查前十大客户和供应商，较为分散的根据行业经营特点和模式尽量核查。

7、存货主要是会计师的责任，会计师负责盘点，保荐机构出具书面说明。

8、现金收付对会计基础有很大的影响。要建立收付系统、减少现金收支，现金说不清楚，现金收支过高的企业不宜上市，因为内控达不到要求。做农业企业的时候要特别的小心，有天然的缺陷，这个消灭不了，有风险。

9、提高执业敏感度

## 朱立良 三处

保荐机构内控不严，至少要通读过，低级错误频发，保荐机构整条内控体系流于形式。

见面会材料必备的东西要有，多说自己公司的情况，不要行业的东西讲一大堆。申请延期要有明确的时间，不能只说延期，要写上延期到什么时候。发审委的反馈意见同理。有问题走正式渠道都能沟通。

非公开发行如果想调价要实现沟通审核人员，不能自己偷摸搞。申请条件的流程是：开董事会---申请暂停审核---开股东大会---申请继续审核。重大事项要及时报告。

保荐机构的工作定位是资本市场的一个环节，为发行人服务。加强舆论引导，目前报道再融资太多影响市场，上市公司再融资是自身的权利，实体经济带动整个经济发展，所有人的利益都是靠上市公司自身的发展来实现。

目前在考虑修订再融资办法。非公开本意是解决困难公司的融资问题，但目前 90% 以上的再融资都是非公开，不是立法本意，会修法过滤不好的东西。目前仍未解决发行人的融资冲动，恶意圈钱，必要性存在问题。

## 李志玲 四处

现金分红中可分配利润合并报表利润，非母公司，不得超分和合并报表不矛盾

重组项目要备考报表、模拟报表和盈利预测，并在股东大会前及时充分的披露。发行现金后购买资产的也同理要公告。关联人回避要做好。目前募集资金并购的比例大大提高了。

评估的假设是正常经营，那不是假设，假设不是判断。

有很多公司粉饰报表，改应收账款的计提比较做利润，重组见效果需要时间，如果对利润影响很大，不好马上变更计提比例，如果改变不得计入盈利预测，坏账转换的部分如果想做公开增发要扣除，扣除后不符合发行条件就值得商榷了，就算扣除后符合发行条件要解释并公告，占 50% 60% 的，要披露风险，披露该部分的利润来源。会计政策和会计估计改变带来的利润要明确说，在重大事项提示中说，不影响偿债能力。

风险因素不要 3 句说风险，后 30 句说其实没风险，债券融资的风

险提示要到位，债券的担保增信要谨慎。

如果重大资产重组和后续再融资较差，两者产生的业绩要严格分开，不能用再融资的利润补重大重组的业绩承诺，会计估计改变导致的利润不属于业绩承诺的范围，如果包括要提前说清楚。

资产评估：划拨用地有不确定性要扣除；矿产评估要采用核定的产能评估，超产的部分不能评估，要考虑可能的处罚。评估要谨慎，鼓励根据实际情况进行评估。比较重大的收购但不够 50% 标准的参照重大资产重组，要两种评估方式相互印证。

收购矿产之类的国土部备案才能上报，否则大家都累，耽误审核时间。

By Aaron