

## 资本市场法律热点问题

### 披着核准制的马甲迈进注册制时代

#### ——IPO 管理办法修订征求意见稿述评

11月6日,周五收市后,证监会突然宣布IPO重启。证监会新闻发言人表示,将在完善新股发行制度之后重启IPO,并先按现行制度恢复早前被暂缓发行的28家公司的新股发行。重重地摔了一跤后,中国股市在国家队的搀扶下刚刚站稳,IPO重启无疑是市场的重磅事件。然而,对中国资本市场影响更为深远的是证监会为完善新股发行制度于周五随即配套公布的A股主板(含中小板)和创业板两个首发管理办法的修订征求意见稿。两个办法的征求意见稿显示,尽管废除核准制的《证券法》修订已无法在年内完成,A股IPO在监管理念上已开始实质性迈进注册制时代。

#### 一、本轮拟修改的主要内容

##### 主板首发办法修订内容

针对主板的《首次公开发行股票并上市管理办法》(征求意见稿)的修订主要是直接删除了原第二章“发行条件”中的“独立性”和“募集资金运用”两节共计13个条款。

在修订前的“独立性”一节中,首发办法要求发行人应当具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力,并要求发行人要做到“五

独立”,即资产、人员、财务、机构和业务独立。在这些要求下,过往IPO审核实践中关注的核心问题之一就是发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业、其他主要股东之间的同业竞争和关联交易问题。与控股股东、实际控制人存在同业竞争的,报告期内与主要股东关联交易占比一直超过30%的,或者通过关联交易非关联化或隐性关联交易来粉饰财务报表的,通常都会被视为构成上市申请中的实质性障碍。“独立性”整节删除后,同业竞争和关联交易问题将不再作为IPO发行条件来审核,而将成为信息披露的重点监管内容。

修订前的“募集资金运用”一节,则是要求发行人发行新股募集资金应当有明确的使用方向并应原则上用于主营业务,还要求募集资金投资项目要具备商业、技术、管理和法律等方面的可行性,即应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应,同时要符合国家产业政策、投资管理、环境保护、土地管理等相关规定。过往实践中,为满足这些条件,众多拟上市企业在递交上市申请材料前为募投项目取得相关政府部门的立项、备案、审批或许可而疲

于奔命。为降低发行人的成本，加快上市申请的进程，本轮修订中，募集资金运用从发行条件同样转为信息披露监管要求。与此修订相配套的是，首发办法原第四十九条中的“并就发行人的募集资金投资项目是否符合国家产业政策和投资管理的规定征求国家发展和改革委员会的意见”一句在修订稿中也已删除。

### 创业板首发办法修订内容

与主板首发办法的上述修订相似，《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（征求意见稿）的修订内容主要是删除了第二章“发行条件”部分的原第十六条“发行人资产完整，业务及人员、财务、机构独立，具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争，以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易”和原第二十二条“发行人募集资金应当用于主营业务，并有明确的用途。募集资金数额和投资方向应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平、管理能力及未来资本支出规划等相适应。”修订的核心同样是将独立性和募集资金使用的相关要求从创业板上市条件调整为信息披露的监管要求。

## 二、我们的观察

**1. 发行条件的门槛大幅降低，上市过会率有望进一步提升。** 同业竞争和关联交易等独立性问题及募投项目合理性可行性问题在过往的审核实践中都是导致上市申请被否的重要因素，尤其是在同业竞争和关联交易的监管上，一直是把控严格。例如，在杭州千岛湖鲟龙公司和南京大地水刀公司首次申请创业板上市的案例中，与发行人发生较大比重关联交易的股东在发行人的持股比例分别仅为 4.99% 和 4.6%，并未达到构成“主要股东”的

5%，但两公司的申请依然被否。虽然其被否可能还有别的原因，但关联交易问题是被否理由中的主要因素。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了他们上市的延后。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，预期未来上市过会率将会进一步提升。

**2. 企业申报上市前重组的工作量将减少，上市项目效率有望提高。** 为了满足同业竞争和关联交易方面的上市条件，过往不少企业在申请上市前尤其在整体改制为股份有限公司之前，会进行收购或剥离等资产重组，导致上市前重组工作量大，上市项目时间跨度长。通过重组整合，优化资源配置，突出核心竞争力，无疑会有利于上市申请获批，但在同业竞争和关联交易的相关要求不作为发行上市条件后，不排除部分拟上市企业会选择在上市申请材料充分披露同业竞争和关联交易领域存在的问题以及解决方案，而减少申请前的重组，进而争取早日递交上市申请。同样，募集资金运用从发行上市条件移入信息披露监管后，拟上市企业也就未必要在上市申报前为募投项目完成立项、备案、土地、环保等全部行政手续，而可以在充分信息披露的同时，在募集资金到位前逐步完成。

**3. 上市审核的重点将集中在合规运营和信息披露领域。** 独立性和募集资金运用从发行上市条件中拿出后，可以预期，未来上市项目审核的重点将进一步集中在合规运营和信息披露的质量。在合规运营方面，除了要求企业在运营和业务上符合法律法规、公司章程和

内部控制等制度的基本要求外，还有一个硬性条件就是申报前36个月内不得有重大违法违规行为。这一点在主板和创业板的首发办法中表述虽然不同，但核心要求是一致的。同时，鉴于作为上位法的现行《证券法》中将“最近三年无重大违法行为”列为申请股票上市的硬性条件，目前阶段也无法参考境外注册制的做法将其从上市条件要求改为纳入信息披露的监管。在信息披露方面，落实以信息披露为中心的审核理念，必然会强化对上市申请信息披露的监管。独立性和募集资金运营纳入信息披露监管后，信息披露的合规和质量将更是上市审核中的重中之重。另外，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艰难。

#### 4. 关联方占用和操纵利润依然是上市的障碍。

虽然关联交易的相关要求不再以发行上市条件来审核，但是我们注意到，本轮修订的主板首发办法的征求意见稿中，“不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形”和“关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形”依然保留在发行条件中，因此，拟上市企业依然应当早日远离关联方占用，避免以关联交易、关联交易非关联化和隐性关联交易等途径来操纵利润。

#### 5. 募投项目依然需要重视。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，但毫无疑问，募集资金运用和募投项目将是

上市审核部门信息披露监管的重点，也是市场投资者判断企业价值和成长性的重要依据。所以，主板、创业板首发办法本轮修订稿中，募集资金用途依然是发行人股东大会决议的重要事项。《公司法》第八十六条和《证券法》第十五条也对招股说明书中阐述募集资金用途有明确的要求。因此，拟上市企业仍应慎重选择募投项目，并在信息披露中重视对募投项目合理性和可行性的论证。

#### 6. “重大依赖”能否容忍？本轮修订的核心内容就是将拟上市企业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。但我们注意到，“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”作为发行人不得存在的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。这一安排在一定程度上与本轮修订的逻辑相背离，可以预期，市场会出现将征求意见稿中这一条也删除或作修改的声音。如果这一条最终保留在主板首发办法中，则意味着，虽然独立性不再作为审核条件，但主板拟上市企业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。

#### 7. 投资者权益保护体系有待配套完善。独立性和募集资金运用的发行条件转为信息披露的要求后，为保护市场投资者的权益，需要进一步明确相关信息披露的要求和责任。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，将更主要由市场投资者自行评估和判断，尤其是对普通的散户投资者来说，选股难度和投资风险也自然相应加大。在就证券市场虚

假陈述提起民事赔偿诉讼仍需以行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书为前置条件的情形下，发行上市新的审核机制下如何有效保护市场投资者的合法权益值得监管机构、司法审判机关和市场各方的进一步关注和思考。

党的十八届三中全会就已明确提出要推进股票发行注册制改革，但《证券法》的修改却未能

如期推进，而实体经济的下滑又倒逼资本市场要尽快恢复企业融资功能。正是在这样的背景下，监管部门宣布恢复 IPO 并修订主板、创业板上市管理办法等文件，在坚持现行《证券法》的底线内，果断地将原来基于审慎监管要求而设置的部分发行条件调整为信息披露要求。这一过渡性安排无疑是在现行法律框架下，为推进以信息披露监管为核心的注册制改革迈出了实质性的一步。

张 平 合伙人 电话：86 20 2805 9093 邮箱地址：zhangp@junhe.com

---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

