IPO 撤回原因分析及建议对策

麦海燕 曹雨欣

我国股票市场发行制度自1990年至今,先后经历了政府控制发行额度和指标的审批制、在实质审核中引进中介机构的核准制及由保荐机构进行实质审查的注册制。推行注册制降低了企业上市门槛,加速了企业上市进程,也给了很多虽暂时未达到主板上市要求但有实力的新兴企业机会。但随着注册制的逐步推行,自2019年6月起,资本市场陆续发生多次IPO撤回事件,截至2021年7月科创板、创业板共1283家企业申请IPO,其中209家企业(占16.29%)选择撤回,而2020年12月尤为集中,撤回比例高达46.67%。选择撤回的部分原因在于监管部门采取的一系列政策对拟上市企业和保荐机构起到了一定的震慑作用,但大比例撤回所反映出的问题值得思考。

一、IPO 撤回的原因分析

(一) 撤回企业“带病闯关”

截至2021年7月,根据监管部门提供的抽查名单,证券业协会以问题为导向对首发企业信息披露质量共进行了四次抽查,涉及43家企业。其中部分企业撤回申请时声称由于企业战略调整,才暂停企业IPO进程。但通过整理撤回企业的问询函可知,主动撤回申请的企业大多“带病闯关”,具体包括以下几种情形。

1. 科创属性不符。如A公司在招股说明书中披露,其2018年、2019年、2020年营业收入分别为20 024.6万元、

26 694万元和23 811.01万元,即该公司最近三年营业收入的复合增长率仅为5.94%,并不满足证监会发布的《科创属性评价指引(试行)》(以下简称《指引》)中规定的“最近三年营业收入复合增长率达到20%,或最近一年营业收入金额达到3亿元”的条件。其保荐机构在核查意见中也表示公司可能存在收入增长率未达到《指引》等相应指标要求的情形。

2. 信息披露不充分。如B公司提出IPO申请后又经过几轮问询和修改,但递交的上会稿中多处数据与原招股书不一致。首先,原招股说明书中2019年“管理费用”为7 057 892.88元,上会稿为7 808 019.93元,由此导致其营业利润由54 837 232元变为54 087 104.95元;原招股说明书中2019年“其他符合非经常性损益定义的损益项目”为-118.23万元,上会稿中为-193.24万元;原招股说明书中2019年“息税折旧摊销前利润”为5 955.08万元,上会稿为5 880.07万元。其次,该公司2018年、2019年资产总额分别为8 309.98万元、13 528.64万元,增长率为62.80%;营业收入分别为5 645.39万元、10 811.48万元,增长率为91.51%。但该公司对此两项大幅增长的原因均未披露。再次,该公司在上会稿的前文中披露PCBA(成品线路板)作为主要材料,其报告期内采购金额为59.13万元、58.68万元、101.04万元,但在后文中披露到其向PCBA唯一供应商的采购金额分别为70.05万元、181.52万元、

196.15万元。在同一份招股说明书中出现前后不一致的问题,其信息披露质量可见一斑。

3. 客户集中风险大。2020年IPO大比例撤回之前,曾有两家公司由于重大客户销售占比高、存在客户集中的风险而被上市委员会暂缓审议和否决。然而在本次大比例撤回中,仍有部分公司存在客户高度集中的现象,如C公司报告期内前五大客户销售份额分别高达91.29%、83.02%、87.24%和74.18%,且该公司在2017年、2018年就因前五大客户之一被列为失信被执行人,而对其应收款项全额计提坏账准备,严重影响了企业资金周转。

4. 突击调整前五大客户名单。一般来说,一家企业的大客户基本会保持稳定,但D公司前五大客户结构却于2019年进行了大幅突击调整,前五大客户名单中仅保留了1家旧客户,4家为新签约客户,其中两家于2018年10月成立,1家于2019年才取得经营许可。与此同时,该公司前五大客户2017年和2018年的销售额均维持在1 500万元左右,但2019年销售额却高达3 405.48万元。不难看出,该公司突击调整客户结构的目的是为了短期冲业绩,从而快速实现上市目标。

5. 多次受到行政处罚。IPO撤回企业中多家企业曾受到行政处罚。如E公司在2017年至2020年上半年间与控股子公司受到3项土地相关的处罚、1项环保处罚、1项消防处罚、1项安全生产处罚、1项水利处罚、1项卫生

局处罚及控股子公司的12次税务处罚等。再如2021年1月，F公司因在IPO申请过程中存在信息披露不规范而受到监管警示。

(二) 中介机构执业质量不高

企业选择“带病闯关”，面临现场检查时又迅速撤回，拟上市企业本身质量固然存在问题，但中介机构作为“守门人”未能严格把关也是重要原因之一。如2020年11月，深交所在一份监管函中指出，某保荐机构作为保荐代表人，未能及时发现并报告被保荐企业实际控制人占用募集资金的事项；2021年4月，深交所给予某会计师事务所及审计报告签字会计师通报批评处分，指出其出具的审计报告存在虚假记载，且在2017年审计企业财务报告时未勤勉尽责等。从这些监管处罚案例不难看出，部分中介机构执业质量有待提高。

(三) 违法成本低

我国证券法、首次公开发行股票并上市管理办法、刑法对企业上市申请过程中信息披露的真实性、充分性以及保荐机构的保荐执业质量等，均做出了相应规定，即信息披露人若未按规定进行披露（包括重大遗漏、虚假记载、误导性陈述等），保荐人若未按相关要求对拟上市企业所申报资料进行严格审查或明知企业存在问题但帮其隐瞒，仍为其出具无意见声明等情况，则处以罚款、责令停产停业、给予纪律处分、警告等处罚，严重时将被禁入证券市场甚至刑拘。然而从目前我国相关惩处案例来看，仅有个别案例给予禁入市场或刑拘等严重惩处，大多惩处仅为在一段时间内限制其业务，违法后果与冒险利益相比不值一提。

(四) 注册制监管疏漏

注册制是继IPO审批制、核准制之后我国推行的股票发行机制。目前

科创板和创业板试行注册制，其与核准制的主要区别在于监管部门只对拟上市企业进行形式上的审查，由中介机构对拟上市公司进行实质性审核，从而赋予市场更多责任和权力，极大地推动我国市场化进程，提高优质企业上市动力。然而由于目前针对IPO企业及其保荐机构的监管存在不同程度的疏漏，使得其在IPO过程中将更多精力集中在“报喜不报忧”的选择性信息披露上，从而出现部分企业符合上市标准的假象。

二、建议

(一) 拟上市企业诚信理念仍需深入

建议拟上市企业除承担“经济人”角色外，还应自觉承担“社会责任人”角色，即在日常经营中诚信为本，一方面将工作重心放在增强企业实力、提高企业业绩上，而非美化业绩、急功近利，另一方面严格执行信息披露相关规定，不漏报错报，从源头净化资本市场。

(二) 中介机构专业能力有待提升
从近年来证监会、上交所、深交所对中介机构的处罚通知可以看出，部分中介机构所出具的报告中存在虚假记载事实以及在审核、保荐过程中程序执行不到位、执业质量低等问题。究其原因，除部分中介机构不能勤勉尽责外，其专业能力亦有待提升。因此，建议中介机构进一步加强自身专业能力，对企业虚假披露和造假信息有足够的辨别力，能够及时发现并提示关联方。

(三) 监管部门的法律政策与监管机制亟待完善

首先，要进一步完善IPO配套法律制度，如对IPO撤回企业进行持续监督。除常规的审核问询、现场抽查外，还需进行持续监督，扩大监管范

围，若发现其存在虚假披露、财务造假等重大违规违法行为，要追溯撤回企业及其中介机构的责任，避免“一撤了之”。同时，对相关中介机构加大处罚力度，提高处罚金额等。其次，注册制的显著特征之一是股票发行定价权交由市场，这就需要足够成熟的市场机制。然而成熟的市场机制需要充分调动投资者的积极参与，因此激励投资者、保护投资者利益就成为了注册制成败的关键。但在现行注册制运行机制中，投资者参与度低，保护机制缺乏，建议相关部门在现行运行机制中加入中小投资者审查监督的模块或环节，如设立“IPO论坛”“IPO信箱”等，让中小投资者在企业IPO前后能够及时提供更多表外信息，提高其参与度，实现全面、全民监督。■

(作者单位：北方民族大学)

责任编辑 陈利花

主要参考文献

- [1]解钢.“设立科创板并试点注册制”:创新实践与未来展望[J].上海市经济管理干部学院学报,2021,19(3):33-38.
- [2]皮海洲.对IPO“带病闯关”企业还需严格执法[N].金融投资报,2021-03-30(003).
- [3]李洁.IPO“现场检查”冲击波[J].支点,2021,(4):60-62.
- [4]解旖媛.以注册制为先导 稳步推动资本市场深化改革[N].金融时报,2021-05-27(007).
- [5]曹中铭.建立约束机制 让新股发行更加市场化[N].金融投资报,2021-05-28(003).
- [6]郭志强.IPO批量“撤单”现场检查震慑企业“带病闯关”[J].中国经济周刊,2021,(6):62-63.