

■中国证券业协会 2008 年度科研成果选刊

境内外证券市场 IPO 制度比较

□姚兴涛 周侃 林琳 谢四平 李华铮 (本文获“上市公司类”一等奖)

本课题从 IPO 制度构建的信息经济学基础出发,对 IPO 的框架性制度——发行监管制度、发行定价制度、新股发售制度的研究作为重心进行深入研究。主要观点包括:第一,境外 IPO 制度呈现出市场化的总体趋势,对发行中资源配置效率的追求强过对资金公平的追求,注册制、累积投标询价制度成为发展的主流。第二,境内 IPO 制度形式上接近于我国香港地区的累计投标询价法和固定价格法相结合的混合发行制度,但承销商的定价权和股权分配权被制度性地削弱,境内 IPO 制度更接近固定价格法的实质。第三,借鉴境外 IPO 制度必须考虑 IPO 制度的适用条件,投资者群体的特征是选择 IPO 制度的重要参考因素。第四,在国际化的背景下,境内证券市场应将注册制和累计投标询价法作为 IPO 制度的改革目标,但应当根据境内 IPO 市场主要主体——承销商和投资者的特点实施阶段性改革。第五,承销商居于 IPO 制度的核心地位,也是金融服务业开放下的主要受冲击对象,加快承销商的市场化有利于境内证券市场和金融业的发展。适度“松绑”,培育承销商的市场化运作能力应当作为境内 IPO 制度近期改革的核心问题。

一、境内 IPO 制度与境外主要 IPO 制度的比较

1. IPO 制度的形式比较

A 股市场现行发行制度很大程度上是借鉴了我国香港股票市场固定价格发行方式与累计投标询价法相结合的混合发行制度。对机构投资者以累计投标询价法为主,向其征询定价信息;对一般投资者以固定价格法为主,不向其征询定价信息。建立这样的发行制度主要是考虑到 A 股市场投资者结构的特殊性——机构投资者队伍仍然有待进一步发展,中小投资者在市场中仍然占有相当比重。

对 IPO 制度的选择必须考虑投资者群体的特征。我国香港地区由于本地的中小投资者和国际机构资金两大群体都存在于证券市场,因此新股发行制度不得不考虑两个投资群体的特征差异,建立了对国际机构资金采用累计投标询价法和承销商分配股权,对中小投资者采用固定价格法定价和比例分配股权。

A 股市场也同样存在两类投资者群体都很庞大的状况。

我国新股发行制度中的累计投标询价定价是面向机构投资者进行两阶段询价,确定发行价格,然后对机构投资者进行网下的比例配售;对一般投资者进行网上固定价格发行,用抽签法确定股权分配。因此,我国的新股发行制度形式上也是对机构投资者的累计投标询价法和对一般投资者的固定价格法相结合的混合发行制度,属于广义的累计投标询价法范围。

2. IPO 制度的实质比较

虽然我国的新股发行制度以“累计

投标询价”命名,但是与国际比较通行的累计投标询价法有本质的差别:

第一,股票发行的定价权。国际通行的累计投标询价法下,承销商根据向机构投资者询价的结果,自行制定发行价格,承销商具有发行定价权。我国现行股票发行制度下,发行定价有两个步骤,第一阶段向机构投资者询价确定询价区间,第二阶段机构投资者进行累计投标确定发行价格。由于发行中不成熟的执行发行市盈率 30 倍的标准,发行价格往往定在 30 倍市盈率左右。30 倍市盈率成为机构投资者对新股发行价格的“共识”,因此在初步询价阶段,机构投资者在“一致预期”下将询价区间上限定在 30 倍市盈率,并在累计投标询价阶段最终将发行价格确定在初步询价的上限,即 30 倍市盈率。因此,由于市场“共识”和政府指导的存在,承销商的定价权受到很大的削弱。

第二,股票发行的股份分配权。国际通行的累计投标询价法下,承销商可以自主决定股票的分配,因此往往与承销商具有长期合作关系的机构投资者可以获得较为有利的股份份额。承销商对股票的差别分配权被认为是累计投标询价法优于拍卖法和固定价格法的主要因素。

我国现行股票发行制度下,承销商按照事先确定的分配规则,在网下对机构投资者进行比例配售,在网上对投资者进行抽签分配,承销商仅对战略投资者的确定具有一定的选择权。因此,我国发行制度下,承销商对新股的股份分配权是比较弱的。

股份分配权和股票定价权是累计投标询价法最本质的特点,从以上两点的差异来看,我国新股发行制度并不是

真正意义上国际通行的累计投标询价法。从定价主要分布在 30 倍市盈率平台和比例配售、网上抽签为主的分配方式来看,我国现行的股票发行方式显著的存有固定价格法的特征。因此,我国新股发行方式本质上更加接近固定价格法,市场主体的作用被弱化,监管部门对新股发行的行政干预仍然比较大。

二、IPO 制度改革的政策建议

1. 境内股票发行的市场化取向

为进一步提高股票发行效率、充分发挥资本市场功能,境内股票发行体制改革的目标是建立程序更为便捷和标准化、定价机制更加市场化的注册发行管理体制。股票发行体制的市场化改革取向,要求资本市场的制度安排逐步由“政府主导型”向“市场主导型”转变,增强市场约束机制,提高市场运作的透明度,将定价过程更多地交由市场参与主体决定。

境内证券市场对于新股发行制度的目标选择,首先取决于我国证券市场发展的整体目标。根据全球金融市场不断一体化的发展进程,我国新股发行制度有必要向累计投标询价法逐步靠拢。原因一,金融市场一体化要求不同市场的制度体系不断融合,降低各市场主体进入金融市场的直接成本和间接成本;原因二,金融市场一体化要求金融机构在更加统一的平台上展开竞争,我国要保护和壮大金融机构,促进其具有国际竞争力,建设有利于其提高经营能力、业务能力的市场环境是最重要的措施之一。

目前注册制下的累计投标询价法是全球主流新股发行方式。因此,我们认为,境内证券市场应当将注册制下的

累计投标询价法作为 IPO 制度市场化的远期目标。

当然,必须看到 IPO 制度市场化的改革仍然存在两方面的制约:第一,新股发行制度是证券市场制度体系的一部分,它的市场化不可能脱离整个证券市场制度体系的市场化发展;第二,新股发行制度的市场化改革受制于市场主体的发展,特别是承销商的市场化承销能力和投资者的理性程度。因此,新股发行市场化改革的路径需要分步骤进行:

第一阶段:对现行新股发行制度进行调整,推动承销商运营能力的提高。比如:进一步放松对于发行市盈率的管制;“绿鞋机制”、“回拨机制”更有效的发挥作用;在大型公司发行中给承销商更大的网下分配股权的自由度。

第二阶段:累计投标询价制度的完善与确立。

第三阶段:向注册制转型。

2. 境内现行新股发行制度的改进

1) 建立价格和数量联动机制。在美国等国家的股票发行体制中,股票最终价格和数量事先都是不确定的,经过路演和询价后,发行人根据市场反应和投资银行意见确定发行价格和数量。我国目前的发行体制中,发行数量是事先确定的,市场反应不好,企业也不能多发股票;市场反应不佳时,企业也不能相应减少发行数量。建立股票发行数量调整机制,给予拟发行公司调节发行规模的选择权,可以有效减少股票发行后交易价格的波动,企业也可以最大限度地利用市场机会,提高融资效率。

2) 引入储架发行机制。储架注册制度允许发行人在注册说明书生效后连续多次发行证券,简化了注册程序,提高了融资灵活性,降低了融资成本,提高了证券市场的效率,颇受发行人欢迎。但是由于储架注册过程由注册人直接运作,承销商未参与其中,注册成功后注册人可自行多次发行,削弱了承销商的讨价还价能力。

对于我国而言,如果采取储架发行制度主要有几点优点:第一,有助于提高境内证券市场的融资效率;第二,有助于提高境内证券市场的竞争力和吸引力;第三,境内机构的发展及结构改善,为实行储架发行制度提供了良好条件;第四,有助于解决境内证券市场募集资金使用效率低的问题。

3) 通过市场化试点培育承销机构。承销机构作为股票发行制度中最重要的主体之一,在股票发行的过程中承担

着连接其他主体的核心中介作用。一是它与上市公司相联结,与上市公司结成委托代理关系;二是它与监管层相联结,制定满足监管要求的发行方案,接受监管层的质询;三是它与投资者相联结,成为证券市场上名义的买卖对手方。承销机构的市场化运作是股票发行制度市场化的重要标志,也是股票发行制度市场化的必由之路。

在我国股票发行制度市场化过程中,常常会有提高参与主体市场化水平(投资者理性、承销机构市场化运作能力、上市公司融资行为规范化)与放松监管制度,孰先孰后的考虑。但是,参与主体的市场化水平与放松监管制度之间本来就是一个循序渐进的过程。我国证券行业监管已经摸索出了一套通过中介主体分类监管,然后在抗风险能力强、市场化运作能力强的中介主体中进行先行先试的经验。我们认为,可以在中介主体的分类和上市公司的分类相结合的基础上,对承销机构的市场化运作能力进行一些小规模放松管制的试点,既让承销机构对市场化运作积累经验,也让投资者对市场化定价和股权分配的模式有所接触和认识。这种方式有助于逐渐破解股票发行制度中,监管制度与市场主体市场化水平之间孰先孰后的难题。

3. 新股发行制度配套措施建议

1) 完善市场的基础建设。A、市场基础性制度的发展和完善。完善股市基础设施建设,是培育优胜劣汰的市场机制的前提。B、机构投资者优势地位的确立。机构投资者的专业投资能力和市场行为的相对理性,使之成为稳定市场的主要力量。目前流通市场上机构投资者占比约为 35%左右,散户投资比例仍过高,市场投资行为比较短期化。大力发展机构投资者,会迫使上市公司主动加强与机构投资者的沟通,促使上市公司主动加强信息披露。C、强化监管能力建设。发行体制的市场化尤其需要加强监管的作用。市场化发行体制高度依赖市场纪律对发行参与人的行为规范和约

不同发行方式之间的比较

发行方式	定价主体	股权分配	发行时机
固定价格法	承销商与拟发行公司商定	公开法下,比例分配;配售法下,承销商分配	定价与发行时间间隔长
拍卖法	投资者在拍卖中博弈的结果	按照拍卖规则,采用投资者在拍卖中博弈的结果	定价与发行同时进行
累计投标询价法	承销商根据向投资者询价的情况确定	承销商分配	定价与发行时间间隔短

新形势下保荐人管理制度研究

□张伟 王珂 孙震 王思飞 (本文获“证券公司类”一等奖)

我国证券市场正处于新兴转轨阶段,面临从完全的集中统一管理向集中监管与自律管理相结合协调发展的市场化方向转变。同时,创业板的推出与证券上市监管走向注册制的发展趋势对保荐人的管理完善提出了更高的要求。根据保荐人制度的前期运行,借鉴各国(地区)保荐人管理的有益经验,未来的保荐人管理制度建设与改进完善中需要克服包括保荐人的资格取得;保荐人职责界限规定、违规惩处、责任追究等方面在实际运行中存在的不足,通过厘清保荐人与保荐代表人、发行人及其他中介机构的责任划分来明确保荐人的职责边界;完善保荐代表人资格认证体系以及通过延长保荐人任期,建立保荐人的信用评价体系强化对保荐代表人的资格管理;加大对严重违法违规保荐人的处罚力度以及加强和完善保荐人的民事责任与刑事责任管理制度,以适应和保障证券市场健康规范发展。

实施保荐人制度对我国证券市场的建设具有重要的意义,不仅能调控市场供求关系,促使证券公司的格局进行重新整合、改进上市公司的治理结构、促进投资银行模式发生变革,而且加大了保荐人的责任,能有效保护投资者利益进而推动整个证券市场的诚信建设。但我国保荐人制度存在一定的问题,需要兴利除弊,最大限度地发挥保荐人制度的作用。

一、明确保荐人职责

1、厘清保荐人与保荐代表人的职责边界。保荐人与保荐代表人的关系非常复杂和微妙,保荐人常常干预保荐代表人的正常保荐工作,影响保荐代表人独立性,却绝少承担实际保荐责任。厘清保荐人与保荐代表人的职责边界,建议可以采取两种方式。

①可以建立保荐代表人人选库,允许符合保荐人资格认证条件和程序的双向选择成为保荐人,保荐人与保荐代表人对向选择,共同负责公司上市保荐工作。在保荐工作中,保荐人和保荐代表人彼此具有独立的法律地位,均可以独立地发表自己的意见,相互配合完成保荐业务。保荐人同保荐代表人的关系是一种典型的合同关系,双方的法律地位平等,都有自己的权利和义务。保荐人提供必要的工作条件和工作设施,保荐代表人提供保荐业务服务,他们在保

荐业务中相互配合、相互监督。对外由保荐人与被保荐人订立保荐服务合同,保荐代表人作为第三方参与合同,同时保荐人和保荐代表人可以另立一份合同,约定双方权利、义务及法律责任。这样一来,可以改变以前那种事实上的控制与被控制关系,厘清双方关系,确保保荐代表人的独立性。

②采取“单保荐”。“单保荐”是相对于“双保荐”而言的,即仅由保荐机构承担保荐责任的保荐人制度。内地保荐人制度应当借鉴我国香港地区保荐人制度,在法律义务上更加明确保荐人(保荐机构)的角色和责任,明确保荐代表人只是保荐机构必备的保荐业务人员,监管机构只对保荐代表人进行资格监管,不要求其承担保荐法律责任。保荐法律责任理由应由作为证券市场中介的保荐机构承担。如保荐代表人违规或其所推荐的发行人违规,监管机构应追究保荐机构的法律责任而不是保荐代表人的个人责任。至于保荐机构如何追究具体保荐代表人的责任,当属其自治事项。毋庸讳言,根据证券监管机构的性质,此处所指的法律责任仅指行政责任。如果保荐代表人因违规而产生民事责任或者刑事责任,自然是证券监管机构的立法难以解决的,有赖于我国证券法律体系的健全和完善。

强化保荐机构的法律责任实际上

是恢复保荐人制度“单保荐”的本来面目,使保荐机构回归保荐人角色。这种回归可以促使内地现行保荐人制度中保荐代表人和保荐机构的分工更明晰、职责更具体,解决保荐机构“荐而不保”、“荐而难保”及保荐代表人两难处境的问题。

2、厘清保荐人与发行人的职责边界。保障发行人所公开披露的信息的真实性、及时性和完整性是保荐人职责的主要内容。保荐人承担保荐职责,必须具备相当的专业能力和审慎的执业态度,勤勉尽责,按照规定的执业准则进行操作,保证工作质量。一旦出现执业错误,就应承担相应责任,接受处罚。但是,信息由发行人掌握,发行人与保荐人之间也存在信息不对称问题,因此,对于证券发行人本身的行为以及信息披露的内容需要承担法律责任的,保荐人只应承担过错责任。这里应当引入过错推定原则,若保荐人有充分证据证明自己在执业过程中已经勤勉尽责,就应判定其无过错,从而予以免责。

3、厘清保荐人对其他中介机构的职责边界。企业发行上市是发行人、券商、律师、审计机构、评估机构等共同发挥作用的结果,保荐人虽然作为总召集人和推荐人,有组织、协调发行工作团队和义务,但不可能包揽律师、审计机构、评估机构等专业机构的职责。发行

人、会计、律师、评估师并不对保荐人负责,保荐人对他们并没有法律上的约束力,加上审计和法律事务需要经验丰富的专业人士才能胜任,保荐人不可能不计成本地去复核其他中介机构为发行人出具的专项报告,只能在职责和能力许可的范围内控制风险。因此,保荐人不可能替代其他中介机构履行应尽的诚信义务。

并且,会计师事务所、律师事务所本身是独立的市场主体,它们应当对自己的行为负责。在上市公司提供的原始资料中,财务会计报告资料中的审计报告、验资报告是由会计师事务所提供,法律意见书由律师事务所提供,这些资料的真实性、完整性和及时性,应由制作者保证,不应由保荐人负责。针对会计师事务所所提供的审计报告和律师事务所提供的法律意见书,保荐人所要做的只是对其基本假设和推理过程进行检查,确信其没有明显的非合理性。即使此类专家报告出现信息披露虚假陈述问题,保荐人也只应该承担过错连带责任。不过,如果会计师事务所或律师事务所所提供的材料是在保荐人的干预下或通谋下完成的,或者保荐人明知它们的行为违法而保持沉默,保荐人的责任则另当别论。

二、完善保荐代表人资格认证体系

保荐代表人是保荐机构中执行保荐职责的主要人员,因此对于保荐代表人的资格要求应该是具有丰富的职业经验、较高专业能力和优良的职业道德的人士。我国现行的保荐人遴选机制,侧重于对金融知识和法律知识的一些条文性的考核,而忽视了对证券上市、监督等职业经验和职业道德的考察,而保荐代表人的核心要素是对保荐项目的全局把握、专业判断和诚实信用的职业道德,因此我国的保荐代表人资格评价认证体系是不完善的,需要加以改进。

要遴选出丰富的职业经验、较高专业能力和优良的职业道德的人士担任保荐人、完善保荐代表人资格评价认证体系可从以下几个方面着手:第一,考试方面。①严格以证券上市发行项目承揽经验和资历限定保荐人考试资格。②

考试题目类型应当综合化,不但要有条文性知识性的考察,还必须重点将现实性案例分析作为主要考察点,侧重分析和判断能力考察。③考试成绩作为保荐人任职资格评价体系的基础,作为重点分值。第二,考核方面。①要考核申请人员曾经操作项目的质量、公司治理结构辅导效果、发行方案效果、公司上市后的业绩表现、信息披露质量等,以对申请人员的专业经验和专业水平作出综合评价。②要考核申请人员在执业过程中的诚信记录和职业道德表现,对申请人员的职业道德水平做出评价。第三,综合评价。在考试和考核基础上对申请人作出综合评价,符合资格者担任保荐代表人。

三、完善保荐人监管制度

1、延长保荐人任期,实行保荐人任期终身制。在调整保荐人结构组成、明确保荐人角色功能定位的前提下基础上,应当延长保荐人任期,对于履行监督、审核职责的保荐机构,可以参照美国保荐人制度、美国的理事专业指导制度、我国香港地区的独立财务顾问制度,实行保荐人任期终身制。实行保荐人任期终身制,使上市公司在整个持续上市期间处于保荐人的监督、审核和辅导之下,对于防范上市公司违法违规行的发生、提高上市公司质量、保护投资者利益具有重要意义。另外,实行保荐人任期终身制能真正落实保荐人的保荐责任,能有效促使保荐人认真履行自己的职责。

2、建立保荐人的信用评价体系。我国的证券发行上市经过了从审批制走向核准制再到保荐制这样一个过程,监管的职责也以政府监管为主转向为大部分监管职责转到了券商的自律监管。政府在这个过程中,其监管职能从事前监管和事后监管并举转化为事后监管为主。保证事后监管的长效机制就是建立保荐人的信用评价体系。

要建立一个完善的评级体制,首先要建立完善的信用记录制度,由证监会负责对每名保荐人的保荐项目加以记录和评定,并按照评价规则评定级别。其次,发行人在申请上市和发行新股

时,其聘请的保荐人的这种信用评价的级别及其事由应当与发行人的有关材料一并公之于众,任何投资者、发行人都可以查询。

3、加大对严重违法违规保荐人的处罚力度。保荐人作为发行人的上市推荐人与担保人,承担着辅导推荐发行人上市发行证券的职责、审核上市公司质量和上市公司文件的职责以及监督防范上市公司违法违规行为的职责,因此保荐人违法违规造成的后果是很严重的,特别是保荐人严重违法违规行为将严重地影响证券市场的诚信体系,极大地损害投资者的利益,应当严惩。但是目前我国保荐人制度对于严重违法违规保荐人的处罚力度确实太轻了,难以遏制违法违规行为的发生。应参照境外保荐人制度,从以下两个方面加大对严重违法违规保荐人的处罚力度:(1)对严重违法违规者剥夺其终身从事保荐业务的资格。(2)加大对严重违法违规者经济处罚力度。

4、完善保荐人的民事责任与刑事责任制度。目前我国保荐人制度中关于保荐人的民事责任的规定是《证券法》第 26 条对证券未能发行上市时的保荐人的连带民事责任做出规定,《证券发行上市保荐制度暂行办法》未规定保荐人的民事责任,而最高人民法院的《证券民事赔偿规定》也未规定保荐人这一新的证券市场主体的民事责任。对于证券市场的投资者而言,对因权利侵害受到的损失最好的救济方式是获得民事赔偿。因此目前的法律法规需要进一步完善保荐人的民事责任,应规定保荐人在证券上市后的民事责任问题,以更好地保护投资者利益。

(报送单位:世纪证券有限责任公司)
(注:本文为研究报告选摘,报告全文共 40000 余字,详见中国证券网 www.cn-stock.com)

(报送单位:上海证券有限责任公司)
(注:本文为研究报告选摘,报告全文共 27000 余字,详见中国证券网 www.cn-stock.com)