

新股发行利益链与中小投资者利益保护

徐 皎　王峰娟

中小投资者的利益来自于两个方面：一是红利，二是股价上涨。在我国上市公司普遍分红较少的情况下，股价的持续稳定上涨就成为投资者获取回报的主要方式。“会计投资者”保护项目组近年跟踪新股发行情况发现，新股过高的发行价导致破发潮涌，巨额超募资金的不当使用雪上加霜，毁损了公司的长期价值。从源头上来看，除了企业上市动机不纯、内部治理薄弱外，新股发行中的利益链捆绑了发行人、券商、会计师、律师从而合力推高股价，也是重要原因。本文试图通过重新审视新股发行利益链，并进一步探讨相关制度改革，从而为保护中小投资者利益、促进证券市场健康发展提出思路与对策。

一、重新审视新股发行利益链

1. 机构投资者

从新股发行体制市场化改革以来，机构投资者一直被认为与券商、发行人站在同一阵营。机构投资者作为询价对象，手握定价权，“高发行价、高市盈率、高超募”的三高现象中，的确有他们的一份“功劳”。那么，机构投资者在利益链中到底扮演了怎样的角色？

机构投资者是由若干具有专家能力的人组成的产权中介，从终极投资者手中筹集资金，形成具有专业投出资本功能的产权主体代表，在资本市场上进行投资，代终极投资者行使所有者权利，协调经营者与所有者之间的关系。机构投资者的佣金一般是按照所筹集资金提取一定比例的管理费。被投资企业的股价反映其实际经营状况，企业业绩提升，股价上涨，终极投资者获利。高收益的机构投资者会吸引更多的终极投资者，从而提高佣金的基数，在佣金比例的确定上也具有更强的议价能力。总而言之，机构投资者的收益来源于其中介能力，而这种能力的落脚点在实体经济上。也正因为如此，机构投资者在利益链中扮演着一个非常尴尬的角色。

我们常常在各种媒体上听到机构投资者抱怨定价过高的声音，然而，在申购名单里却依然可以找到其身影。有关人士指出，某些IPO询价过程中存在非市场化的因素，如“打招呼”的现象。我国目前的新股发行市场化，只是在询价阶段市场化，发行审核仍未开放。因此，只要有行政手段存在，就会存在寻租空间。并且，新股市场本质上还是一个卖方市场，新股供不应求，券商作为卖方，控制资源，处于强势地位；机构投资者作为买方，处于弱势地位。

2. 券商

《证券发行上市保荐制度暂行办法》第5条规定，可由保荐人担任主承销商，我国大部分企业在IPO过程中均采用这种形式。也就是说，我国的券商集保荐人与承销商于一身。

保荐人在证券发行环节担任“守门员”的角色，监管机构将实质性审查的部分职权授予保荐人，由保荐人承担对发行人的审慎调查和监督义务。证券承销商的任务主要是把发行人的证券销售出去，实现销售利益最大化，如何取得最大发行效果、如何推介所发行的证券、如何避免证券发行失败是其主要责任。但承销商的职能决定了它与发行人站在同一边。承销商和保荐人应当是由不同证券公司分别担任，但这种方式的操作比较麻烦并且成本较高。但承销商与保荐人重合，就很难在保荐人与主承销商之间建立有效的内部制衡机制，在缺少监督和制约的内部控制的环境下，保荐人和承销商的角色很容易出现交叉或混同，或者两者互相推诿而导致两者的审慎审查程序流于形式。

保荐人制度的初衷是保护投资者，减小信息不对称程度，作为约束机制的一个环节解决代理问题，从而激发投资热情，促进资本市场的有效发展。而在“保荐+直投”的模式下，券商一方面对

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

发行人的股票进行保荐；另一方面以直投的名义，低价投资发行人公司，成为其股东；同时，券商研究机构出于投行部的业务考虑，将价值投资报告变为一种形式。这种模式带来了严重的经济后果：自2009年底创业板开闸至2011年7月8日，证监会叫停"保荐+直投"业务之前，共有8家券商的34个项目采用了该模式，其账面投资回报总额为42.54亿元，平均每个项目的投资回报为1.25亿元，平均账面回报率为490%。

3.注册会计师、律师与资产评估师

注册会计师、律师、资产评估师在IPO的舞台上扮演的是监督者的角色。注册会计师需要在公司上市过程中提供高质量的会计信息，为投资者的决策提供依据，保护投资者权益；律师的主要作用是从法律上阐述并披露公司改制、运作及其股票的发行和上市等各方面的合法性，以降低投资者的风险；资产评估师的职责则是对各发起人投入的资产进行评估。因此，他们的酬劳绝不能采用佣金的模式，否则便会使这些第三方监督机构失去独立性。然而，在现实中，这些监督机构与券商存在一种相互介绍，资源共享的关系，他们往往为了争取到更多的客户而与券商捆绑在一起。

二、制度改革建议

1. 新股发行审核由核准制向注册制转化

我国的证券发行审核采用核准制，靠行政力量来主导。然而行政机构负责审核的专家拿的是行政工资，不承担直接责任，并且存在寻租现象，这就大大降低行政机构的专家化程度。因此，依照我国目前的实际情况来看，注册制是更好的选择。

2. 改革券商激励制度

券商作为中介机构，收入来源是佣金，即承销金额乘以承销费率。我国的承销费率一直受相关部门的严格管制，波动幅度不大，因此承销金额便是关键。从这个角度看，券商承销金额的多少反映其能力大小。如果以承销金额作为能力的指标，就会产生严重的超募现象，损害中小投资者的利益。

券商的专业程度和专家程度才是衡量券商能力的重要指标。专业程度和专家程度可以直接体现在承销费率上，这个承销费率应当由市场来决定，而不是券商自己说了算。笔者认为，应当建立一套对券商专业化程度和专家化程度的测度体系，定期对各个券商进行排名，确定不同券商的承销费率上下限，从而保护优质券商的利益，打压不道德券商，并且激励券商加强自身的专业程度。

3.加大对保荐人的处罚力度

《证券发行上市保荐制度暂行办法》规定，发行人证券上市当年即亏损和证券上市当年主营业务利润比上年下滑50%以上时，保荐人要承担行政处罚的责任。保荐人受到的处罚仅是行政处罚，不能有效地督促保荐人履行保护投资者利益的责任，因此，保荐人也应受到经济处罚。

4.保荐人与保荐代表人

我国保荐制度将保荐人和保荐代表人同时列为保荐责任的承担者，但保荐代表人承担了更重的责任。一旦出现发行人上市过程或上市后违规的情况，证监会将把保荐代表人除名或给予自确认之日起3个月内不再受理相关保荐代表人的推荐，而保荐机构却免于处罚。公司质量的好坏是由专业化的保荐人来进行审慎调查的，保荐人应当为其专业能力负责，而保荐代表人应当只为其专家能力承担责任。因此，保荐人与保荐代表人之间的权责应当在制度中予以明确。

保荐代表人体现保荐人的专家化程度，保荐代表人的选拔制度代表市场的专家化程度。目前保荐代表人的资格评定是应试化的，擅长考试的人比资深工作者更具优势。专家化是市场化的基础，因此，保荐代表人选拔制度的改革应当走在改革的最前列。

5.提高中介机构从业人员职业道德

现在愈来愈多的民营企业要上市，而民营企业家们往往对资本市场不甚了解，这就导致一些中介机构的从业人员，尤其是作为监督者的中介机构从业人员利用法律法规的漏洞收取"暗股"，将自身利益与发行人捆绑在一起，向投资者提供不真实的信息。笔者认为，应加强对中介机构从业人员职业道德的教育与培养；政府应强化对各个IPO中介机构的资质要求，对于目前还没有资质限制的中介行业立即进行限定，对于已经有限定的中介行业进行专业性的评估，建立一套监督与激励体制。

[本文是北京市教委"科研基地——科技创新平台——会计与投资者保护研究基地"的阶段性成果，同时得到国家社科基金(11BGL022)、教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-11-0809)、北京社科基金(11JGB027)的资助]

（作者单位：北京工商大学商学院/投资者保护研究中心）

责任编辑 刘 莹

●短讯

2012年5月11日，中国国电集团公司基建财务内控体系建设项目顺利通过国资委专家评审组验收。国资委财务监督考核评价局局长、国家税务总局所得税司副司长缪慧频、财政部会计司副司长欧阳宗书等出席评审会。该项目的成功试点开创了中国企业在基建财务内控体系建设的先河。作为国电集团基建财务内控体系建设项目的技术顾问，远光软件将在项目试点成功的基础上，帮助其深入推进构建基建财务内控平台，力争打造出"基建财务内控体系建设的精品工程"。

（张 阳供稿）

?1994-2015 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net