

IPO改革不可冒进

| 文/张 坤



图/CFP

新任证监会主席郭树清的一句话，“IPO不审行不行”，激起千层浪。IPO实质性审核成了众矢之的。一些观点认为，实质性审核是监管部门越俎代庖替股民选美，导致监管部门注重审核却监管不力，拟上市公司过度包装自己，与中介机构建立利益联盟，发行价过高，不利于投资者发育以及寻租等不良现象。另一些观点则认为，在短期内应继续实行实质性审核制度，并针对其存在的问题进行完善。实际上，两种观点并无本质区别，反对者也不会天真地认为可以立即取消IPO实质性审核。

证券发行制度的选择取决于资本市场制度环境。从当前我国资本市场环境看，上市公司之间的质量差异过大，不能满足持续上市条件的公司（次品）仍然在挂牌交易，因此IPO不审不行。实质性审核是从源头上减少资本市场上的“次品”数量和比重的重要方法。从长期来看，确实需要从实质性审核向注册制改革，但改革需要系统规划，新股发行制度、退市制度、信息披露制度、投资者保护制度、对相关违法违规行为的立法等方面的改革和建设需要齐头并进，在改革节奏把握上需要量力而行，谨慎推进。

次品问题是“公敌”

“次品”问题是事前信息不对称所导致的，其存在会影响市场运转，导致市场失灵。在市场交易过程中，卖方掌握着关于产品质量的信息，他们倾向于凭借信息优势来掩盖产品质量的真相，以次充好。买方在交易中处于信息劣势，他们不能确定个别产品的质量，但可以确知不同产品的质量不同，他们根据产品的平均质量来确定自己愿意支付的价格。如此一来，市场定价机制便发生了扭曲，高质量产品无法得到与自身质量水平相当的价格，低质量产品（次品）的价格

则高于其应具有的水平。高于平均质量的高质量产品（正品）便会退出市场，导致高质量产品比重和全部产品的平均质量不断降低，买者会继续降低估价。长此以往，“次品”驱逐“正品”，充斥整个市场，市场萎缩，甚至消失。

对于一个资本市场而言，不能满足上市标准或持续上市标准的公司就是“次品”，它们的存在会影响资本市场的有效性。在资本市场上，投资者（买方）与上市公司（卖方）之间存在着严重的信息不对称，投资者无法确知上市公司的质量，但他们能够确知，市场上的公司的质量并不完全相同。如果上市公司质量发生较大差异，那么投资者的逆向选择便会对资本市场有效性产生严重的负面影响。投资者依据其对上市公司平均质量的预期进行估价，随着劣质公司的数量和比重不断上升，他们参与市场交易的信心就会受到严重影响，短期会影响市场景气度，长期则不利于市场健康发展。

解决需要制度协调

资本市场制度是一个体系，建设和完善这套制度体系的目的是要解决“次品”问题，也就是说要缓解信息不对称，控制上市公司质量，减小上市公司之间的质量差异，稳定投资者预期，保护投资者利益，从而促进市场健康发展。

在实践中，各资本市场采取多

种制度安排，从多个环节来规范资本市场上市公司质量，提高市场透明度。

一是设置上市标准和持续上市标准。

达到上市标准的可以上市，达不到上市标准的不能上市，达不到持续上市标准的需要退市。退市制度构成上市公司持续提高经营管理能力，为股东创造价值的外部压力。在成熟资本市场上，上市标准和退市标准基本上是一致的，它们一起为资本市场上的上市公司质量设定了一条“底线”，有利于从整体上控制上市公司质量和投资者对上市公司质量的预期。

二是建立严格的信息披露制度和证券交易制度。

证券发行环节和交易环节都需要披露相关信息，并遵守相关的交易规则，这有助于投资者了解持续上市过程中的上市公司质量，提高市场透明度。

三是建立投资者保护制度。

包括赔偿制度、集体诉讼制度以及投资者保护基金等。

以上三类措施的效果是相互制约、相互强化的。从长期来看，在上市、交易、退市三个环节中，任何一个环节出现制度瓶颈，都不足以稳定上市公司整体质量，从而无法稳定投资者预期。比如说，在长期中，总会有一些上市公司发生经营不善或出现重大违法违规行为，它们需要被强制退市。但如果

退市制度执行不力，本该被强制退市的公司仍然在资本市场挂牌交易，那么资本市场上的上市公司的整体质量就会下降。再比如，如果新股发行环节没有很好地把关，导致那些劣质公司进入市场，市场上劣质上市公司数量也会越来越多。一旦达到这样的程度，即投资者在购买决策中考虑到劣质上市公司所占的比重，降低对上市公司整体估价，那么逆向选择问题就会产生，损害资本市场长期繁荣发展。情节严重的话，可能导致市场消失。

IPO为何不审不行

问题主要集中在证券发行是采取核准制，还是采取注册制。二者的主要区别在于拟上市公司需要披露的信息和资料的范围，以及监管部门是否对拟上市公司做出价值判断。

在注册制下，拟上市公司需要披露与投资决策相关的必要的和重大的信息和资料，监管部门对拟上市公司信息披露行为进行合规审查，但不拟上市公司进行价值判断，投资者自行做出价值判断和投资决策。

在核准制下，拟上市公司同样需要披露影响投资决策的相关信息和资料，监管部门则根据拟上市公司所披露的财务状况、营业状况以及盈利能力等与质量相关的信息对其进行实质性审查，做出价值判断。这被形象地称作代替投资者

“选美”。郭树清主席所问的以及业界和学术界所广泛关注的是IPO实质性审核是否必要。

从当前的争论看，大部分是就IPO审核制度本身来探讨是否应该取消IPO审核制度。因为审核导致很多问题，所以需要取消它。这是反对IPO审核观点的逻辑，但并未触及问题的核心。我们认为，需要从IPO审核制度在我国整个资本市场制度体系中的地位和作用来看待是否应该取消IPO实质性审核。以此来看，同样的问题需要换个问法，即当前我国是否具备实施注册制的制度环境？进一步讲，IPO审核制度改革需要与哪些资本市场制度同步推进？

那么，当前我国资本市场制度环境如何呢？IPO制度是资本市场制度体系的一个重要构成部分，对于资本市场有效运转和繁荣发展是至关重要的。成熟资本市场实行注册制，我们也要实行注册制。从长远来看，这是没有问题的。但是当前，我国并不具备实行注册制的制度环境，信息披露制度、并购制度、退市制度、投资者自我保护意识、投资者保护制度、中介机构成熟程度等都需要慢慢发育和完善，还存在市场融资功能过重、超额募集资金以及管理层辞职套现等问题。这些制度方面的不足和问题均不利于提高我国资本市场的透明度，“次品”问题很难得到有效缓解，而且一旦一家上市公司成为

“次品”，就无法被清理出市场。从市场准入这一环节来把关，控制上市公司质量仍然是需要的。

反对IPO审核的观点认为，实质性审核导致很多问题，特别是监管部门重审核轻监管，拟上市公司过度包装自己、与中介机构合谋，发行价过高，不利于投资者发育以及寻租等不良现象。实际上，资本市场上发生的很多事情都是多种因素共同作用的结果，不能将发生的一些不良现象全部归因于监管部门对IPO的实质性审核。监管部门监管不力意味着需要加强监管，并不必然要改革IPO审核制度。即使是实行注册制，也不能解决拟上市公司过度包装自己的问题。拟上市公司与中介结构勾结或合谋的问题以及寻租问题需要其他立法来解决，这一问题实在不属于IPO审核制度的管辖范围。发行价过高正是我国资本市场制度体系不健全、投资渠道单一、投资者素质有待提高的证明，也不全是IPO审核制度的结果。实际上，由于缺乏顺畅的退市机制，相对于二级市场挂牌公司而言，通过监管部门的实质性审核可以作为显示拟上市公司质量的一个有价值的信号，高发行价也有一定的合理性。

从当前我国投资者素质和制度环境看，在发行环节制度改革方面单兵突进不仅不利于规范发行秩序，还可能会产生新的负面问题。我们知道，注册制和核准制对于投

资者素质的要求是根本不同的。实行注册制要求投资者有能力做出投资决策，监管部门的责任是保证投资者获得影响投资决策的信息和资料。反之，如果投资者缺乏必要的专业技能，那么即使能够获得充分、准确、及时和完整的信息和资料，他们也不能做出有效的投资决策。这时，就应该实行核准制。

单纯从国内投资者本身出发，似乎很难断定国内投资者在上市公司价值判断方面的素质。我们可以中美两国投资者素质的比较来看待这一问题。一个基本的判断和共识是，国内投资者素质低于美国投资者素质，而且美国资本市场制度体系更为健全，运行更为顺畅。

2009年，在美国上市的中国公司股价几乎全线上涨。2010年，中国公司更是掀起赴美上市热潮。与此同时，部分中国概念公司财务造假、编造虚假数据，中介机构违规行为等相继暴露出来，中国概念公司受到多方质疑和处罚，形势逐渐恶化，一些公司被停牌或摘牌，引发了对在美国上市的中国概念公司的信任危机。

有统计数据显示，截至2011年11月底，被长期停牌和已经退市的国内概念公司总数达46家，其中29家被勒令退市。如果美国资本市场参与者无法在上市环节发现这些问题，那么我们又如何能期待国内投资者做到这一点呢？之所以在短时间内出现如此众多的劣质

上市公司的情况下，美国资本市场还能够稳定发展，是因为美国资本市场的退市制度和投资者保护制度能够有效发挥作用。可以说，当前我们仍然需要IPO审核，尽可能将那些业绩低下、没有投资价值的申请者挡在市场之外。

从长远来看，实行注册制是我国资本市场改革的必然选择，但这并不意味着，现在就要放弃实质性审核。改革的关键是要明白，审核制度改革或者说实行注册制需要什么样的制度环境。

我们认为实行注册制至少需要具备以下六个条件：

一是上市公司经营管理和信息披露依法合规；

二是退市制度运行顺畅；

三是信息披露制度完善；

四是中介机构诚信合规经营；

五是投资者成熟，投资者保护制度完善；

六是监管部门的监管具备威慑力。

这些条件从不同方面和不同环节上将上市公司质量控制在一个“底线”之上，从而提高市场透明度，稳定投资者预期。

在美国的注册制下，美国证券交易委员会监管拟上市公司信息披露的合规性和充分性，并有权针对拟上市公司信息披露进行质询，证券交易所负责审查拟上市公司是否达到上市要求。拟上市公司和中介机构对披露信息的完整性、真实性、准确性、及时性等负责。尽管符合条件即可

上市，但需要做市商、会计师、审计师、律师事务所等中介机构的推荐。实际上，中介机构和投资者在上市辅导、注册和发行的过程中，已经对拟上市公司进行了价值判断或实质性审核。那些财务状况不良、缺乏持续盈利能力的拟上市公司自然无法成功发行。

我国资本市场上发生的一些不良现象不是片面推进IPO审核制度改革就能够解决的。我国资本市场制度改革已经到了需要对整个资本市场制度体系进行通盘考虑的阶段，任何一项或一个方面的制度改革都需要其他改革的配合。【C】

（作者单位为中国社会科学院金融研究所博士后科研流动站）

编辑：刘东芹 xfy0601@yahoo.com.cn

相关链接

潘向东：新股改革应指向市场化

4月1日，证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见（征求意见稿）》，正式吹响新一轮新股发行体制改革号角。新股发行中存在哪些问题？应如何完善？中国银河证券首席经济学家、董事总经理潘向东近日发表了他的观点。

在潘向东看来，新股目前发行中存在的问题主要突出在两个方面，第一，新股发行定价过高。他认为，高PE导致资本市场与最初设计时的功能相背离，“最初资本市场的设计目的是为了扶植需要发展的企业募集资金，促进企业进一步发展，同时受大众监督也有利于企业治理结构的完善。但现在发行价格过高，发行人自身会觉得实业再往下办也值不了这么多钱，那么他第一个想到的是怎么套现，想到套现其他他就会退出这个事业，所以本来上市的目的促进企业更好地发展，加大实业投资，但是由于高发行价，反而让企业一上市就想到要退出实业”。第二，新股IPO过程中，为了谋求更好的发行价，往往过度包装，这会对市场造成多方面的影响。他表示，“投资者往往是看企业发展预估报告来进行投资，结果过了两三年之后发现它以前都是包装上市，现实离事实比较远，所以股票的价格就会一波一波回归，也有很多上市公司从上市开始就是不断地包装，编故事。这涉及上市公司的诚信原则，不仅伤害了投资者，也使市场成为没有诚信的市场”。