

从根本上改革股票发行制度*

孙国茂

(济南大学资本市场创新发展协同创新中心, 山东 济南 250022)

(摘要) 中国股票发行制度的核心是发行审核制度和保荐人制度。现阶段的发行审核制度是具有典型核准制特征的发审委制度。核准制和注册制是发行审核制度的两种形式, 保护投资者利益是该制度的根本目的。事实上, 股票发行制度产生的所有问题都与股票发行过程中权力与责任不一致有关。中国股市自诞生之日起就被定位于服务国有企业, 这与保护投资者利益形成悖论, 并且股票发行制度改革也回避了发行审核的本质问题, 当务之急是从制度设计上防止证券侵权, 保护投资者利益。如果制度设计和执法能力不匹配, 发行审核责任不落实, 盲目实行注册制改革可能给中国股市带来灾难性后果。因此, 在实行注册制之前, 股票发行制度改革应有合理的过渡性安排。

(关键词) 股票发行制度改革; 注册制; 核准制; 发行审核制度

(中图分类号) F831.5

(文献标识码) A

(文章编号) 1002-3909(2014)03-0050-11

一、研究背景和问题提出

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出要推进股票发行注册制改革。之后, 中国证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》, 提出了股票发行体制改革的原则是: 坚持市场化、法制化取向, 综合施策、标本兼治, 进一步理顺发行、定价、配售等环节的运行机制, 发挥市场决定性作用, 加强市场监管, 维护市场公平, 切实保护投资者特别是中小投资者的合法权益。然而, 进入2014年恢复IPO(Initial Public Offering, 即首次公开发行)以来, 在短短的前10个交易日中, 沪、深股市总市值已经损失8686亿元。但即使在市场持续下跌的情况下, 新股上市后开盘价格仍远远高出市场预期。更有甚者, 在IPO重启后首批公开发行公司中就发生了令资本市场震惊的“奥赛康事件”^①。“奥赛康事件”进一步扭曲了股市的基本功能, 使中国股市在明显的圈钱特征上又增加了大股东套现和

攫取财富的功能。这不仅将社会各界寄予新股发行制度解决股市“三高问题”(IPO过程中的高发行价、高市盈率、高超募资金比例)的希望化为泡影, 也使证券监管部门一再强调保护中小投资者利益的承诺成为空谈, 专家学者痛心疾首, 千百万中小投资者欲哭无泪, 有学者直指此次新股发行改革是中国证券史上最糟糕的“改革”^②。

纵观近年来股票发行制度改革, 证券监管部门一直在不停地出台与新股发行有关的各种规定。过去四年中推出了三次股票发行重大改革, 却始终不见效果。人们不禁要问, 为什么股票发行制度改革始终不见效果? 为什么股票发行制度改革越改问题越多、越改越令人失望? 表面上看, 新一轮股票发行制度改革涉及内容很广, 但却没有触及股票市场存在的根本问题。这就是说, 新股票发行改革仍无法切断利益者的利益链条。如, 前期颁布的新股市值配售以及优先股改革方案等内容, 这些所谓改革所

* 本文系济南大学资本市场创新发展协同创新中心(省级)重大攻关课题“中国股票市场发行制度改革研究”的阶段性成果。

① 2014年1月9日, 江苏奥赛康药业股份有限公司(奥赛康, 300361)在媒体刊登招股说明书, 公告本次采用“存量发行”, 公开发行股份5546.6万股, 其中发行新股1186.25万股, 控股股东转让4360.35万股, 发行价格为72.99元/股, 市盈率为67倍。本次公开发行符合中国证监会《首次公开发行股票时公司股东公开发售股份暂行规定》, 公司募集资金8.66亿元, 控股股东转让股份获得资金31.83亿元, 为公司募集资金的3.68倍; 由中国国际金融有限公司担任承销商和保荐人, 共获得承销保荐费3亿多元。2014年1月10日, 中国证监会暂停“奥赛康”公开发行。

② 参见谢百三: 中国证券史上最糟糕的一次新股改革[EB/OL]. <http://stock.hexun.com/2014-01-10/161334887.html>.

附带的条件对相关利益者的利益形成了强大的保护。于是,在这些碎片化、貌似改革的过程中,既得利益者的利益没有受到丝毫动摇,甚至得到保护;对中小投资者而言,改革后的新股发行制度却与他们渐行渐远,自身的权益也越来越没有保障。

十八届三中全会提出了推进股票发行注册制改革,这无疑给几近绝望的投资者带来新的期盼,于是,社会各界迫不及待地呼吁股票发行实行注册制,寄希望于通过注册制来彻底改变长期以来股票发行市场存在的问题。但问题的关键在于,注册制能否一蹴而就、从根本上解决股票发行市场存在的问题?现有的制度体系和制度环境是否支持股票发行注册制?现有的股票发行制度真的无可救药、无法解决股票市场存在的问题了吗?本文认为,在这些问题的背后隐藏着一个包括监管层在内至今没有搞清楚抑或是不愿搞清楚的问题,那就是,什么是股票发行制度的核心部分?或者说股票发行制度改革的核心是什么?只有把这个问题搞清楚了,所有其他问题才能找到答案。只有把这个问题的答案作为制度设计的逻辑起点,才能从根本上改革股票发行制度。

二、概念界定和文献回顾

股票发行制度是指一个国家和地区为了协调股票发行公司、投资者、证券监管部门以及参与股票发行的各个中介机构之间利益关系和法律责任等,而制定的并要求发行公司在股票发行过程中必须遵守的法律、法规和规范的总和。不同国家和地区由于经济发展水平、金融体系、金融结构和制度环境不同,因而在股票发行制度上存在较大差异,但总的来说每个国家和地区的股票发行制度都是由审核制度、定价制度、信息披露制度和发行方式等若干制度组成。从制度经济学角度着眼,一个国家和地区的股票发行制度总是随着经济和金融的发展而不断演化。对于现阶段的中国股票市场而言,发行制度由发行审核制度、保荐人制度、询价制度和发行方式等制度构成,其中,最重要的是审核制度。从图1可以看出,中国的股票发行制度是一个非常复杂的制度体系,它可能是世界上最复杂的发行制度。中国股票发行制度的复杂性主要体现在发行审核制度上,现行发行审核制度就是以核准制为特征的发审委制度,在本研究中,发审委制度和现行发行审核制度不做区分。很多学者关于股票发行制度的研究其实仅仅是对发行制度中某一方面的制度进行研究,而不是对发行制度的整体进行研究。

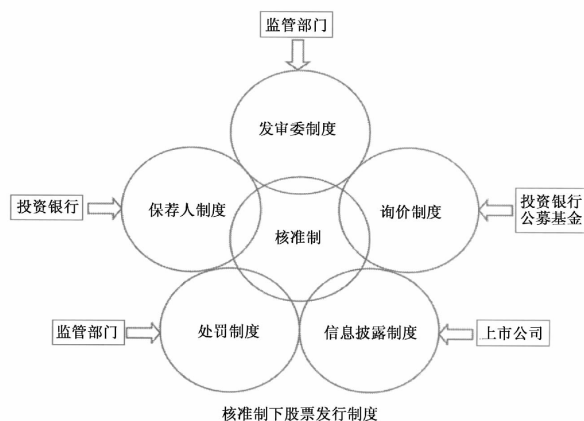


图1 中国股票发行制度体系

国外对股票发行制度的研究由来已久。以欧美等国股票市场为例,由于这类市场相对成熟,与股票市场相关的法律法规决定了审核制度和发行方式一般不会轻易发生改变,因此国外对于股票发行制度的研究大多围绕定价制度和定价方式进行。这些研究主要关注三大问题,一是IPO抑价问题(IPO Underpricing);二是IPO后的长期弱势问题(Long run underperformance of IPO);三是IPO市场热销(Hot issue market of IPO)问题。针对股票发行中的三个问题,国外学者从传统金融学和行为金融两个方面进行研究。

在传统金融学方面, Kevin 最早在《新股发行为什么会抑价》(Why new issues are underpriced)中提出了“赢者诅咒假说”(the Winner's Curse Hypothesis)。“赢者诅咒假说”的依据是信息不对称理论。Kevin 认为,在IPO早期,实际上存在着两类投资者:完全信息者和完全无信息者。对于不同的投资者而言,他们对股票的IPO价格有自己的购买底线。对于完全信息者而言,如果股票发行价格过高,他们就不会购买;而完全无信息者却很少有机会能买到低价值得股票,他们手中的股票大部分是高价值和不受欢迎的股票^[1]。于是,完全无信息者在IPO投资中的收益可能是负的,因此为了弥补其在股票选择中的风险,需要对他们予以补偿。因为在IPO过程中完全无信息者处于绝对劣势,完全信息者处于优势,这样就会出现完全信息者操纵完全无信息者的情形; Allen 和 Fauthaber, Grinblatt 和 Hwang, Welch 分别提出了“信号假说”(Signaling Hypothesis)^{[2][3][4]}。该观点认为,市场中存在着业绩较好和较差的两类公司,上市公司拥有比较完备的信息,而投资者由于信息不对称,则难以区分这两类公司。业绩较好的公司通过在IPO中的低价发行向投资者表明自己公司具有很好的发展前景,并且有实力在

上市后通过增资发行中的高价发行来弥补,因此他们更看中长期的投资收益,而实力较差的公司则倾向于IPO高价发行。Welch后来又提出了“从众假说”(the Bandwagon Hypothesis),他认为,投资者购买IPO股票的行为是一个动态调整的过程,即投资者的行为有一种路径依赖的惯性特征,从而引发从众现象。为了首先吸引少量的潜在投资者认购IPO股票,进而吸引其他投资者大量认购该股票,从而产生从众效应,上市公司会有意使首次公开发行的定价偏低,这实际上是利用了投资者的心理特征而采取的一种策略^[4]。Barron提出了投资银行垄断假说(Investment Banker Monopoly Hypothesis)。他假定,相对于发行公司来说,投资银行作为股票的承销商具有更多的关于股票市场和发行定价的信息,于是发行公司将股票的发行定价交给投资银行决定。由于存在委托—代理关系,发行公司在发行过程中不能很好地监督投资银行的行为,投资银行可以通过低价发行的方式来提高承销活动的成功概率^[5]。Ritter最早发现了新股上市后股价长期呈现下跌的现象,IPO长期弱势现象令学者和投资者深感困惑,这一现象引起人们思考的问题是:市场中明显存在着这种可以赚钱的机会却没有被人们充分利用,这说明要么股票市场并非有效,要么说明人们的行为是非理性的^[6]。与实证研究数量相反,迄今为止对这一现象令人信服的解释非常之少。目前较为流行的观点有“多样性预期假说”(Heterogeneous Expectations)和“机会之窗假说”(Windows of Opportunity)。

在行为金融学方面,国外学者利用情感心理学、社会心理学方法来分析投资者在不确定情形下的认知过程和行为偏差。很多关于IPO市场热销的研究都是基于行为金融理论的。对于这一问题的研究比较有影响的学者有Ibbotson、Jaffe和Ritter等。这些学者注意到一个现象,在大多数国家的股票市场上,在IPO实施期间市场上既有利好消息也有利空消息,但无论如何,IPO总是伴随一种“集群效应”。在此期间,投资者踊跃认购,交易价格不断上升,这种现象被称为股票首次公开发行的“热销市场”(Hot Market)。在“热销市场”背景下,投资者情绪乐观,为首次公开发行股票的公司所处行业的其他公司的利好消息或整个市场首次公开发行股票上市的利好消息所支持。投资者认为,利空消息只是暂时的,从而不会根据利空消息来调整对股票价值的估计。在“热销市场”上,相对于利好消息而言,利空消息只是少数,并且发行公司和承销商出于私利的考虑也

不会主动公布,在这种情况下,投资者会高估首次公开发行股票的内价值^{[6][7]}。

国内学者对股票发行制度研究始于本世纪初。也许是受国外研究的影响,大多数国内学者也把IPO定价作为研究重点,希望对中国股票市场长期存在的“三高问题”作出解释。遗憾的是,国外的研究方法与实证检验并不能很好地解释中国股票市场的特殊情况。统计显示,中国股票市场IPO抑价程度,即使与其他新兴资本市场相比也是尤其显著的^[8]。过高的IPO抑价水平,不仅严重损害了投资者利益,也成为发行公司的一项隐性成本。国内学者王晋斌较早研究了上海证券市场的IPO抑价现象,结果表明,1997年上海证券市场IPO超额收益率为270.20%,但他没有给出造成IPO抑价现象的原因^[9]。蒋顺才等人认为发行制度变迁是影响我国A股IPO首日收益率的主要因素^[10]。刘永文等人运用对2006—2008年IPO重启后的数据,发现上证综指与IPO抑价呈现显著的相关关系,沪市市场气氛能较好地解释IPO首日超额收益^[11]。李博的研究结果表明二级市场的投资者情绪对新股首日收益率产生显著为正的,询价发行方式下的新股首日收益率明显较低^[12]。谢金楼认为在全球流通背景下关于IPO抑价的赢家诅咒假说基本上不能解释A股IPO抑价现象,而二级市场的乐观情绪和新股投机思想是决定IPO抑价的重要因素^[13]。李善民等人利用2009年10月—2010年3月创业板上市的58家公司样本和中小板上市的58家公司样本,发现独立董事比例、高管薪酬越高的公司,创业板IPO抑价程度越高;发行市盈率越低、中签率越低,创业板IPO抑价程度越高^[14]。邱冬阳对中小板市场IPO抑价和焦明宇等人对创业板IPO抑价的研究表明,噪声交易者(Noise Trader)是影响我国创业板市场IPO抑价率的重要因素,投资者的非理性行为和热衷于新股炒作的行为导致了IPO市场的高抑价情况^{[15][12-3][16]}。邱冬阳以中小板市场上市公司为研究样本,系统研究了发行中介声誉与IPO抑价现象之间的关系,研究发现,承销商声誉与IPO抑价之间是负相关关系,但在统计学意义上并不显著。因此邱冬阳认为,在中小板市场上声誉高的承销商IPO发行价格与实际的市场价格最为接近的说法在统计上不成立^[15]。2009年,创业板市场推出之后,“三高问题”更为显著。同时,中国股市一直存在的“新股不败”的神话开始破灭,上市首日跌破发行价的现象时有发生。对此,李心丹、李冬昕等的研究结

论是,国内询价机构报价的较大差异性导致了严重的“三高问题”,差异性程度还与IPO首日收益呈显著的负相关关系,并且这种效应长期存在,最终引起IPO后收益的长期低迷现象^[17]。孙国茂等人以统计分析和实证检验方式分别对2006年以来沪、深两市上市公司和创业板全部上市公司IPO抑价现象进行研究,提出在IPO定价过程存在合谋现象^{[8][18]}。

图1可以直观地告诉我们,根据权责一致原则,发行审核制度和保荐人制度构成了中国股票发行制度中最重要的组成部分,其中,发行审核制度又是发行制度中的核心部分。但恰恰是这两部分,国内学者取得的研究成果非常有限。目前,国内对保荐人制度的研究主要来自证券公司,这一类研究成果带有明显的功利主义倾向。而在发行审核制度研究方面,能够对监管部门和决策层产生影响的研究成果微乎其微。从已有的文献看,黄运成从发行审核制度入手,对中国股票发行制度的效率、安全性和公正性进行了系统研究,认为现行的核准制在股票发行效率、安全性和公正性方面都存在问题^[19]。陈岱松最早对不同国家采用的股票发行审核制度进行了比较研究,他认为实质审核原则并非核准制的惟一特征,公开原则也不是只有注册制才强调。是政府授予还是法律授予股票发行权利才是区别核准制和注册制的标准。在核准制下,证券监管部门对发行公司进行实质审查目的就是排除“不良证券”或“不当发行”。如果事后证明所发行的证券属于“不良证券”或“不当发行”,那么证券监管机构做出的实质审查就没有达到效果。在此情况下,证券监管部门排除了责任的承担势必意味着权力与职责的不对等^{[20][P150-195]}。沈朝晖从美国联邦立法和州立法两个司法体系对美国的股票发行审核制度进行研究,认为美国实行的注册制是“双重注册制”,它在强调发行公司公开信息的同时,也要对发行公司进行实质审查,双重注册制所体现的是“公平、公正与平等”^[21]。时晋、曾斌以现阶段发行审核制度中具体实施发审委制度为研究对象,提出,发审委制度采用公私结合的组织模式,引发了发审委权责不清,发审委委员身份不明,利益冲突缺乏有效约束的弊端。损害了证券监管部门的专业性、有效性和权威性。发审委制度的完善应当成为股票发行制度改革的关键点和突破口^[22]。

三、中国股票发行制度的演化

尽管世界各个国家和地区股票发行制度不尽相同,但是,每个国家和地区的政府以及证券监管部门

对股票发行制度都非常重视。如果沿着一个国家和地区的证券立法轨迹来看,这个问题就再清楚不过了。股票发行制度不仅对整个资本市场运行效率的提高和基本功能的发挥至关重要,对投资者利益的保护也起决定性作用,所以,股票发行制度是整个资本市场制度的重要基础。如果从欧美等国证券立法轨迹看,股票发行制度变化主要表现在发行审核方式上^[21]。自上世纪90年代中国证券市场建立以来,股票发行制度因为证券监管方式的变化而经历了几次较大的变革,主要体现在发行审核制度从最初具有强烈计划经济色彩的股票发行试点和股票发行审批制,逐步过渡到了目前的股票发行核准制(见图2)。

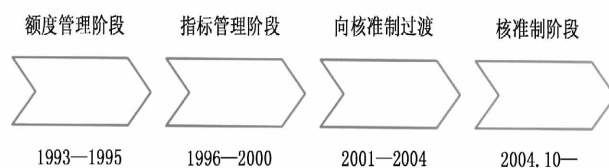


图2 中国股票发行制度演变

1. 审批制下的“额度管理”阶段

事实上,在中国证券市场诞生的早期并没有与证券相关的立法。1992年5月,由国务院13个部委共同起草,国家体改委发布的《股份有限公司规范意见》是第一个与证券相关的法规。1993年11月,十四届三中全会提出建立现代企业制度;12月,新中国第一部《公司法》正式颁布,这意味着股份制改造将成为中国国有企业改革的必然选择。当然,通过发行股票并上市也是国有企业改革的最佳途径,一方面可以为国有企业筹集到发展资金,另一方面可以使国有企业按照现代企业制度要求改变企业的治理结构和管理方式,成为真正意义上的公司制企业。至此,中国股市开始发挥其服务于国有企业改革的作用。这一阶段股票发行审核的做法是,国务院证券管理委员会(简称“国务院证券委”)根据国民经济发展需求及证券市场实际情况,首先确定全国股票发行的总额度,然后根据各个省级行政区域和行业在国民经济发展中的地位 and 需要对总额度进行分配,再由省级人民政府或行业主管部门来选择和确定可以发行股票的企业(主要是国有企业)。在这一阶段,国务院证券委共确定了105亿股发行额度,先后分两次下达,其中,1993年下达了50亿股发行额度;1995年下达了55亿股发行额度。省级人民政府或行业主管部门再向已选定的企业以正式文件的方式下达股票发行额度。企业取得股票发

行额度后可向中国证监会提出发行申请。值得一提的是,1993年6月,中国证监会组成发行审核委员会(即“发审委”),制定了不对外公开的股票发行审核程序,发审委每两年为一届,每届20名委员。发审委作为中国证监会的内设机构,实际上行使了股票发行的行政审批职权,在审核过程中根据审核结果对证监会发行部提出的预审核意见进行认可或修改,出具审核意见和结论。在这一阶段里,全国共有200多家企业发行股票,累计募集资金400多亿元。

2. 审批制下的“指标管理”阶段

1996年8月,国务院证券委公布《关于1996年全国证券期货工作安排意见》,针对股票发行过程中“额度管理”存在的问题着手进行改革,实行“总量控制、限报家数”的管理办法。即国务院证券委首先确定一定时期内应发行上市的企业数量,然后向省级人民政府和行业管理部门下达股票发行家数指标,省级人民政府或行业管理部门在上述指标内推荐预选企业,证券主管部门对符合条件的预选企业同意其上报发行股票正式申报材料并审核。1997年9月,中国证监会下发了《关于做好1997年股票发行工作的通知》,在发行审核程序中增加了拟发行股票公司预选材料审核的程序。也就是说,中国证监会对地方政府或中央企业主管部门推荐的企业进行预选,从而改变了两级行政审批下单纯由地方推荐企业的做法,开始了对发行股票企业的事前审核。在这一阶段里,国家对证券市场的监管体制发生重大变化,1998年4月,国务院证券委与中国证监会合并,由证监会对证券市场实行统一监管。期间,1996、1997年分别确定了150亿股和300亿股的发行规模,全国共有700多家企业发行股票,累计募集资金4000多亿元。

3. 由审批制向核准制过渡阶段

1998年12月,《证券法》颁布。《证券法》第十五条规定“国务院证券管理机构依照法定条件负责核准股票发行申请。”这意味着股票发行审核由原来的行政审批制向核准制转变。同时,《证券法》也首次明确规定了发审委的地位、权利和组成。1999年9月,《中国证监会股票发行审核委员会条例》公布,《条例》规定发审委委员的职责是:根据国家有关法律、法规和规章,审核申请公开发行股票的公司资格、条件等,审核证券经营机构、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等证券中介机构及相关人员为股票发行所编制和出具的有关材料及意见书,审查中国证券监督管理委员会职能部门对股

票发行申请的初审报告。2000年3月,《中国证监会股票发行核准程序》颁布,对通过科技部和中国科学院论证的高新技术企业优先审核,开始了对“额度控制”的突破。

2001年3月,中国证监会正式取消了股票发行的额度和指标,核准制取代了行政审批制。但是,中国证监会在结束“额度管理”和“指标管理”的同时,又对证券公司实行“通道管理”,也就是说,由中国证监会向获得“综合类券商”^①资格的证券公司下达可以推荐拟公开发行股票的企业家数。每一家具有主承销商资格的综合类券商可获得2—9个通道,具体的通道数以2000年该主承销商所承销的项目数为基准,最新获得综合类券商资格的证券公司将获得2个通道数。作为主承销商的证券公司所拥有的通道数也就是其可申报的拟公开发行股票的企业家数。通道制虽然不是针对发行股票的公司,可是股票发行“名额限制”的特点并未改变,因此,从严格意义上说,这仍然是审批制而不是审核制。然而,通道制改变了过去行政机制遴选和推荐发行公司的做法,使主承销商在一定程度上承担了股票发行风险,同时也真正获得了遴选和推荐股票发行的权力。这一阶段共有200多家企业筹资2000多亿元。

4. “核准制”阶段

2003年1月,中国证监会召开“全国证券期货监管工作会议”,首次提出建立股票发行上市保荐制度。当年7月,证监会就实施《证券发行上市保荐制度暂行办法》有关事项发出通知,通知规定首批保荐代表人资格,3类人员将有资格参加首次保荐代表人考试。2003年12月,《证券发行上市保荐制度暂行办法》正式颁布实施。

所谓“保荐制”也称为“保荐人制度”(Sponsor System)是指由证券公司负责对发行公司的上市推荐和辅导,核实公司发行文件中所载资料的真实、准确和完整,协助发行公司建立严格的信息披露制度,不仅承担上市后的持续督导责任,还将责任落实到了个人。保荐制在国外的历史并不长,上世纪90年代产生于英国伦敦证券交易所的另类投资市场(Alternative Investment Market, AIM),目前国际上实行保荐制的股票市场并不多,除英国AIM外,还有美

^① 1998年颁布的《证券法》将证券公司分为综合类和经纪业务类。其中,综合类证券公司是指注册资本不低于5亿元人民币,可以经营证券经纪业务、证券自营业务、证券承销业务以及中国证监会核定的其他证券业务的证券公司。

国 NASDAQ 市场、加拿大多伦多 TSX 市场和香港 GEM 市场也实行保荐制。作为中国股票市场的重大改革举措,保荐人制度的引入标志着股票发行上市由主承销推荐制过渡到保荐制。2005 年修订后的《证券法》规定,企业公开发行股票必须聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。保荐人制度的核心是建立保荐机构和保荐代表人问责机制。

2003 年 12 月,《中国证监会股票发行审核委员会暂行办法》和发审委工作细则出台,证监会对发审委进行改革并废止了 1999 年的发审委条例。新的发审委实行专职委员制度,把来自沪深证券交易所、会计师事务所、律师事务所和评估机构的委员确定为专职委员,其他委员作为兼职委员,在证监会机关内设立专门办公场所。发审委通过召开发审委会议的方式对发行公司进行审核,发审委委员以个人身份出席发审委会议,独立发表审核意见并行使表决权。发审委制度改革的目的是为了提高发审委工作的透明度,加强对发审委委员的监督管理,这标志着中国股票发行审核制度中的发审委制度正式建立。2006 年 5 月,证监会对发审委制度作出了第一次修订,颁布《中国证监会发行审核委员会办法》,增加了发审委审核上市公司非公开发行股票的特别程序,完善发行公司接受询问和委员提议暂缓表决的制度。2009 年 5 月,证监会对发审委制度进行第二次修订,设立创业板发行审核委员会,增加创业板发审委人数,并规定主板、创业板和并购重组委员不得相互兼任,以保证独立性。

尽管《证券法》从 1998 年就规定了股票发行审核实行核准制,但是,发审委制度和保荐人制度的最终建立才使得中国股票发行核准制真正建立起来。应当说,发审委制度和保荐人制度既是中国股票发行核准制的重要内容,也是中国股票发行核准制的鲜明特征。发审委制度是中国股票发行制度的核心内容。

四、核准制和注册制是发行审核制度的外在形式

梳理中国股票发行制度演进过程我们可以得出这样的结论:发行审核制度是股票发行制度中最重要的组成部分。从某种意义上说,发行审核制度既体现了证券监管部门对股票市场监管的监管方式,也体现了监管者的意志。由于股票公开发行是证券市场的入口,所以,发行审核制度也就自然成为整个证券监管制度体系的基础。目前,世界上凡有股票市场的国家和地区均采用不同形式的发行审核制度。尽管业界和学界对发行审核制度的分类并不统

一,但绝大多数的分类是依照立法理念,将发行审核制度划分为两大类:一类是以欧洲大陆法系国家《公司法》为代表的以准则主义原则为基础形成的股票发行核准制(the Approval System);另一类是以美国 1933 年《证券法》(也被称为《证券真实法》,Truth in Securities Law)为代表的以公开主义原则为基础建立的股票发行注册制度(the Registration System)。

核准制是指证券监管部门在审查证券发行公司的发行申请时,不仅要求其充分公开披露企业的真实情况,而且必须符合法律和证券监管部门规定的必备条件;发行股票申请经过证券监管部门或证券监管部门授权机构的审查并获批准后,发行公司才可以发行股票的发行审核制度。核准制有四个基本特征:一是只有经过证券监管部门批准的企业才能获得发行股票的权利。核准制体现了行政权力对公司发行股票的控制,发行人的发行权利是由证券监管部门以法定形式授予的。发行人必须事先取得发行审核机关的授权文件,才能进行股票发行活动。如果没有获得证券监管部门或其授权机构的批准,股票发行即为违法,不仅发行的股票无效,发行公司和参与的中各中介机构都可能受到严厉处罚。二是核准制要求发行公司公开披露与股票发行相关的信息。核准制并不排除注册制所要求的信息披露,同样重视对发行人提供的各种信息的审查,发行公司必须提供真实、完整、准确的相关信息。在各国的监管实践中,实行核准制的国家和地区同样重视公开原则,其强调程度并不亚于注册制。以英国为例,证券监管部门要求发行公司必须编制股票发行申请书和招股说明书,详细披露包括公司的名称、历史沿革、经营情况、财务报表、股票发行种类、数量和金额等内容。三是强调实质管理原则(Merit Regulation Philosophy)。核准制规定股票发行的实质条件,证券监管部门除对信息公开要求的形式进行审查外,还对股票发行条件进行实质审查,并据此作出发行人是否符合发行条件的价值判断和是否核准申请的决定。核准制的实质条件通常在《公司法》或证券监管部门其他相关规定中载明,主要包括:发行公司的营业性质以及股票发行上市的意义;发行股票筹集资金的使用是否合理;发行公司的经营能力;发行公司资本结构的合理性;发行公司所得报酬的合理性;各类股票权利、义务及出资是否公平;投资人将承担风险的程度、发展前景、发行数量和发行价格等等。只有发行公司符合信息公开要求和实质性条件并经证券监管机关批准后,才能取得发行资格,最终

发行股票。在核准制下,对于不符合规定条件的股票发行申请,证券监管部门有否决的权利。四是核准制强调事前审查与事后审查并重。尽管核准制强调证券监管部门依法规定的实质条件作为证券发行的事前审查,但是,证券监管部门具有事后审查和撤销核准的权利。也就是说,即使发行公司获得核准,如果证券监管部门发现所核准的事项存在虚假、舞弊等违法行为,有权对已作出的核准予以撤销,并追究发行公司及相关责任者的法律责任。

注册制是指发行人如果发行股票进行融资,必须首先向证券监管部门进行申报,提交真实、客观、全面的公司资料以及法律要求公开的与股票发行相关的一切信息并承担相应的责任;证券监管部门只对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性作出形式审查,而不对发行人及证券进行实质性审核和价值判断;发行人提供的申报材料符合形式要件,即可发行股票的证券监控制度。注册制遵循完全公开原则(Full Disclosure Philosophy),发行公司向证券监管部门申报并依法公开公司财务、业务等信息,证券监管部门对其申报公开的材料只做形式审查而非实质审查。注册制也有四个基本特征:一是股票发行的权利是法律赋予而非政府授予。注册制下,发行公司发行股票是一项固有权利,无须经过政府批准或进行授权。发行公司在提交申请后的法定期限内,如果证券监管机构未提出不同意见,那么股票的发行注册自动生效,发行公司即可发行股票。注册制意味着发行股票是一项普遍的权利,法律保障履行法定义务的发行公司都有接受市场选择的机会。也就是说,无论是发行绩优股或是发行垃圾股,只要履行法定披露义务,即可任意发行股票。二是证券监管部门对发行公司的申报材料只作形式审查。由于股票发行权利的法定性和普遍性,证券监管部门的职责并非审批股票发行,而是从形式和程序上保证发行公司信息的公开,创造良好的市场选择环境。因此,证券监管部门只对申报材料的全面性、准确性、真实性和及时性作出形式审查,防止发行公司公开披露的信息中出现虚假、缺漏、错误或容易导致投资人产生误解的信息。证券监管部门要求发行公司提供尽可能充分的真实信息,但对于发行公司及股票的价值等实质性问题不作审查和判断。投资者根据证券监管部门所保障的充分信息自行作出投资决策。三是注册制遵循公开主义原则。注册制的基本理念是信息公开主义,通过强制性信息披露要求发行公司将所有与发行公司和发行股票相关的信息完

全公开,不得有虚假、误导和重大遗漏,否则证券监管部门可以阻止其发行,并且发行公司要承担民事责任甚至刑事责任。四是强调事后审查和处罚。只要发行公司符合形式上的法律规定,经过法定时间注册自动生效,申请人即可发行股票。毫无疑问,注册制下的股票发行公司更容易获得股票发行的机会。那么,如何保障发行公司遵守公开原则并保护投资者的利益呢?事后审查和处罚起到有效的约束作用。事实上,事后对造假者和欺诈者的严厉惩罚,对其他发行公司也有强大的威慑力。

如果仅从形式和特征上看,核准制与注册制确实存在较大差别。但如果从立法理念上分析,核准制与注册制在本质上又有相同之处。核准制强调法律的实质管理,在一定程度上排除了行为者的行为自由——公众投资者的自由选择权利。但核准制的实施目的是以制度上的硬约束来寻求法律功能上的公共利益和社会安全。尽管这种法律和制度上的约束是以阻碍经济活动和增加交易成本为代价,但是毕竟国家以法律的形式将质量差的公司排除在股票公开发行之外,这为经济活动提供了可预见性或支持性的保障措施。因此,大多数新兴市场国家往往采用核准制,在这些国家的证券监管部门看来,注册制下的强制信息公开披露制度和事后对发行欺诈的严厉处罚仍不足以规范新兴的证券市场,而政府推动证券市场发展的强烈愿望要求证券监管部门既是证券市场的“监管者”,又是“监护者”,新兴国家证券监管部门力求通过事前干预,将质量差的公司拒之于证券市场之外,以达到降低市场系统性风险和保护投资者的目的。相比之下,注册制的立法理念反映了市场经济的自由性、市场主体的自主性和政府监管的规范性以及降低交易成本提高市场运行效率。根据这一理念,作为市场经济中最重要和最活跃的组成部分的证券市场,只要信息完全、真实、及时公开,市场机制与法律制度健全,投资者会择优选择。如果监管者过多地进行行政干预,往往会破坏这种择优选择,导致更高的监管成本和市场无效率。但实施注册制的前提是法律体系的完善和法律执行的严厉。因此,注册制为世界各成熟市场国家证券监管所采纳。正如曾经担任中国证监会首席顾问的梁定邦所说“美国注册制发展的这一段历史背景关键是依靠监管部门的执法能力,包括证监会的执法能力、法院诉讼本身,即依靠的是一个非常完善的法律制度,才可以来实行注册制。”^[23]实际上,美国股票发行的注册制分为两个层面:联邦层面的证券

发行审核是以信息披露为基础的注册制,而州层面的证券发行审核是以实质审核为基础的注册制。联邦注册制始于1933年美国《证券法》并由美国证监会(SEC,1934年成立)监督执行;但是,州层面的发行审核制度早在1911年就在堪萨斯州建立了,后来其他各州纷纷效仿。应当说,尽管美国联邦注册制与州层面的实质监管存较大差异,但也不失为一种补充。此后,1996年颁布的《资本市场促进法》(the National Securities Markets Improvement Act of 1996)和2002年颁布的《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act)不仅对联邦层面和州层面两种发行审核方式进行补充,同时也调整了两者之间的适应性。严格意义上讲,美国证券发行上市监管制度的准确名称应该是“双重注册制”^[21]。笔者在美国宾夕法尼亚大学沃顿商学院学习《证券法》时,著名法学教授威廉·泰森(William C. Tyson)说,美国之所以实行注册制,是因为在州的实质审核的基础上,联邦《证券法》才能够建立信息披露的监管哲学。这种“双重注册制”背后的核心思想和监管哲学正是基于对投资者的保护。美国历史上担任大法官职务最长的威廉·奥利弗·道格拉斯(William Orville Douglas)就认为“保护小投资者的惟一办法是控制股份进入市场。”^[21]

经过以上分析不难理解,不论采用核准制还是注册制,都只是发行审核制度的形式而已。不管采用哪种审核方式,都无法改变发行审核制度的本质。发行审核的根本目的是为了防止发生证券侵权、保护投资者利益——这是由股票发行本身所决定的。本质上说,股票发行是在法律和制度提供的信用基础上进行的一种自由而公平的交易,发行股票的公司和投资者作为交易的双方应处在相对平等的位置上,交易的所有参与者应当维护交易的公平性。交易的公平性一旦丧失,交易的合理性和正当性也就不复存在,这也是为什么美国的发行审核强调“公平、公正和平等”的原因。

五、股票发行制度改革的重点究竟是什么

众所周知,作为市场经济的重要组成部分,股票市场具有价格发现、资源配置、直接融资和财富管理(财富效应)四种基本功能。遗憾的是,当前中国股市除了直接融资外,其他功能几乎丧失殆尽,尤其是财富管理功能已经异化为毁灭财富的功能了。华尔街金融危机之后,美国道琼斯指数从2008年12月31日的8776.39点上涨到2013年12月31日的16576.66点,累计涨幅达到88.88%;纳斯达克指数

从2008年12月31日的1577.03点上涨到2013年12月31日的4176.59点,累计涨幅达到164.84%。相比之下,中国股市上证综指从2008年12月31日的1820.80点上涨到2013年12月31日的2049.91点,累计上涨幅度仅为12.58%。更令人悲哀的是,在过去10年中,大多数的年份股指呈下跌状态,2008年以来累计市值损失已达32.19万亿元^①。

1992年,中国改革开放的总设计师邓小平在南巡讲话中说过:改革也是解放生产力。邓小平的话可以引申理解为:改革就是创造财富。按照这样的逻辑,那么股票市场就是中国改革开放以来最失败的事物,因为它在持续不断地吞噬和毁灭大量的社会财富!一个只具有融资功能而不具有财富增值功能的股市,其实早已沦为社会财富再分配的工具和场所,它将大量投资者的财富转移到融资者手中,并为很多机构和个人提供寻租机会。如果说证券监管部门只保护融资者是一种制度性缺陷的话,那么,“存量发行”作为发行制度改革的结果,却成为上市公司大股东套现和攫取巨额财富提供工具,这实在令人匪夷所思!如此“改革”的结果必然是给中国股市带来“体制性造富”的景观^[24]。这也从另一个方面解释了为什么会有那么多的上市公司愿意选择违法和财务造假。

表面上看,中国股市存在着两大人尽皆知的问题:一是市场功能严重扭曲,融资功能过度发挥,成为典型的圈钱市场。发行公司为了达到融资的目的,甘冒违法风险,财务造假和披露各种虚假信息的现象司空见惯;二是投资者利益得不到保护。在一个公平和成熟的股票市场上,投资者和融资者应当处在相对平等的位置,但是在中国股市,由于投资银行、会计师、律师甚至发审委员都能从发行公司那里直接或间接得到利益,因而结成一个稳定的利益共同体,相比之下,众多中小投资者的劣势地位越来越明显,越来越严重^[22]。

一个不应被忽视的事实是,中国股市自诞生之日起就被定位于服务国有企业。看看总股本构成就知道,股市主体部分是国有上市公司^[25]。股市服务

① 股票总市值损失的计算很复杂,目前没有统一的计算方法,本文的计算方法为: $\sum \Delta V = \sum_{i=1}^n [V_{(t-1)sh} \times \Delta I_{sh} + V_{(t-1)sz} \times \Delta I_{sz}]$ 。其中, $V_{(t-1)sh}$ 为上一年度上证综指的年末总市值; $V_{(t-1)sz}$ 为上一年度深证综指的年末总市值; ΔI_{sh} 为上证综指年度涨幅; ΔI_{sz} 为深证综指年度涨幅。

国有企业和保护投资者是逻辑上的悖论,这个悖论也是股票市场制度缺陷的根源所在。国有上市公司尤其是央企上市公司的股东是政府,这些上市公司的高管本来就是政府高官,在此情况下,证券监管部门对上市公司的监管就变成了全世界股市中独一无二的政府监管政府的现象。这意味着,证券监管的内涵和逻辑已经改变,监管者行为必然发生异化。从两个方面我们可以清楚地看到监管者行为的异化。首先,央企或国有上市公司在股权融资、公司治理、信息披露和红利分配等方面一直享受着“超国民待遇”,因此,“公平、公正、公开”的原则在股市无法得到体现;其次,在核准制下,证券监管部门建立了复杂的制度体系对股票发行进行审核,却不对股票发行承担任何责任。早期中国股市实行股票发行审批制,审批制实际上是一种计划经济体制下行政审批的延续。由于实行“额度管理”和“计划管理”,凡是获得股票发行额度的公司(国有企业)其实已经具有了政府对公司发行股票的授权,在此情形下,由证券监管部门组成的发审委对发行公司进行的发行审核不过是一种形式而已,所以,发行审核机构不必承担任何责任。但是,随着股票发行额度的取消,以发审委制度和保荐人制度为特征的核准制逐渐建立。核准制意味着只有证券监管部门的授权,发行公司才能发行股票。而相继出现的财务造假的“不当公司”和“不当发行”,说明证券监管部门授权不当或滥用职权,发行审核机构对股票发行不承担任何责任势必使投资者失去了最起码的保护。

进一步研究发现,在实行核准制的国家,对证券监管部门或发行审核机构是否应当承担股票发行连带责任这一问题,长期以来一直存在巨大争议。一些人认为,既然核准制代表政府的授权,证券监管部

门对发行公司进行了实质审查后作出核准发行的决定,就意味着监管者对发行公司真实性予以肯定和对股票价值予以保证,如果股票发行后发现发行公司不符合发行条件,那么证券监管部门或发行审核机构应当对投资者由此产生的投资损失承担连带责任。但也有人认为,证券监管部门或发行审核机构对股票发行所作的任何决定,都不代表其对发行股票的价值或投资者收益进行实质性判断或承诺,所以,证券监管部门或发行审核机构没有义务对股票发行行为承担民事责任,即所谓民事责任豁免。

很显然,中国的监管部门先验性地意识到发行审核责任问题,所以,在由审批制转为核准制后,推出了发审委制度和保荐人制度,并以立法的形式确立了发审委制度和保荐人制度的地位和作用。这意味着,证券监管部门希望发审委和保荐人承担或部分承担发行审核责任。讽刺的是,《中国证监会发行审核委员会暂行办法》实行一年后,就发生了著名的“王小石事件”。“王小石事件”足以使人相信,发审委制度已经使发审委与发行公司、证券公司和其他中介机构一样,成为证券市场中的利益集团。在整个发行审核过程中,发审委行使的权利最大,按照制度经济学中的“监管俘获理论”(Regulatory Capture Theory)发审委委员被俘获的可能也最大。由于《证券法》和发审委制度没有硬约束发审委和保荐人对股票发行承担明确的责任,致使部分发审委员产生寻租冲动,有的保荐代表成为上市公司造假的帮凶。研究表明,中国股市“不当发行”频出,上市公司造假盛行的状况与包括发行审核机构在内的任何机构都不对股票发行承担连带责任与直接关系,即使对“不当发行”和“不当公司”进行处置,对保荐人的处罚也很轻,根本达不到应有的震慑作用(见表1)。

表1 近年来欺诈发行的部分案例

违规公司	处罚时间、措施	处罚内容	违规原因
紫鑫药业	2011年10月证监会立案调查。	公司收到《监管函》后,并按照《监管函》的要求进行认真自查,提出整改措施,避免再次出现类似违规行为。	涉嫌欺诈,信息披露不实。
绿大地	1. 2010年3月证监会立案调查; 2. 2011年被列入*ST。	1. 深交所对责任人进行通报批评; 2. 2011年3月,董事长何学葵因涉嫌欺诈发行股票罪被逮捕。	涉嫌虚构交易业务,虚增资产、虚增收入,欺诈发行股票。
立立电子	2009年4月3日证监会否决发行申请。	募集资金以及按照同期银行存款计算的利息将如数退还。	未明确披露否决原因,涉嫌将目前停牌中的SST海纳资产“二次上市”,“立立电子部分股权权属不清”。
苏州恒久	1. 2010年3月9日公开募集资金4.16亿元; 2. 2011年6月二次上会被否。	1. 发行公司按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人; 2. 对保荐机构广发证券出具警示函; 3. 保荐代表人12个月停止业务。	涉嫌专利欺诈,信息披露不实。
胜景山河	1. 2010年12月8日公开募集资金5.81亿; 2. 2011年4月6日证监会发审委否决胜景山河第二次上市申请。	1. 公司按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人; 2. 撤销平安证券胜景山河项目两名签字保荐的保荐代表人资格。	招股说明书存在多项欺诈,公司未按要求披露相关信息,构成了重大遗漏。

资料来源:中国证监会网站、济南大学公司金融研究中心网站。

笔者坚决认为,保护投资者利益才是股票发行制度改革的重点。围绕这个重点,证券监管部门必须首先落实股票发行过程的各种责任,尤其是发审委的审核责任。也就是说,要改变中国股市现状,就必须从制度设计入手,把保护投资者利益放在首位,从制度上设计上解决谁应该为不当股票发行承担责任的问题,防止发生新的证券侵权。过去几年里,股票发行制度改革越改问题越多,越改越令投资者失望的原因正是回避了最根本的问题——究竟谁应该为“不当发行”承担责任?如果不解决这个问题,就无法从根本上防止新的证券侵权的发生,这样的“改革”只能是打着改革旗号的伪改革。从这个角度理解,要从根本上解决中国股市存在的问题,仅靠证券监管部门的监管转型显然是不够的,监管者首先必须承担起应当承担的监管责任!这也是为什么有的研究提出,改革和完善发审委制度才是证券发行制度改革的关键点和突破口^[22]。

六、股票发行制度改革的过渡性安排

对股票发行审核制度的分析表明,不论采用什么形式的发行审核制度,保护投资者利益才是发行审核的根本目的,是核准制和注册制的本质所在。要实现十八届三中全会提出的目标,建立股票发行注册制将是一个漫长的过程,绝不可能一蹴而就。然而,深化经济改革和新一轮金融改革需要一个健康的资本市场,中国股市回复基本功能迫在眉睫。因此,我们对股票发行制度改革提出几点建议,这些建议也可以作为从现行核准制向注册制转变过程中的过渡性安排。

1. 公开股票发行审核过程

将股票发行审核全部过程公开。不仅将发行审核的文件、文档公开,甚至将发审委会议过程也公开,通过视频的方式,让包括发行公司在内的所有人看到发审委的运作过程。美国著名大法官路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)曾经说过:“公开被适当地推荐为消除社会及工业弊病的补救方法,阳光是最好的消毒剂,灯光是最有效的警察。”^{[26] [P51]}根据这一思想,即使采用核准制,也应将股票发行审核过程透明化。如果将以往和今后证券监管部门以及发行审核机构对股票发行审核的过程全部公开,将大大有利于投资者和全社会对于所有参与股票发行的机构和当事人(包括发审委委员)进行监督。投资者如果因为投资不当发行公司或财务造假公司而蒙受损失,只要拥有充分的证据,就可以起诉上市公司以及包括保荐机构和发审委员在内的利益相关方。

短时间内,即使无法形成判例,对于保荐机构和发审委员也将产生巨大的道德压力和责任压力。

2. 防止欺诈型证券侵权,保护投资者利益

要从根本上保护投资者利益,防止由于合谋、欺诈导致的证券侵权发生,就必须制度设计入手。一是建立股票市场民事诉讼和民事赔偿制度。首先,建立集团民事诉讼制度,为众多中小投资者伸张权利、维护自身利益提供制度上的可能;同时,降低证券侵权诉讼立案条件,引进国外的举证倒置制度,取消投资者起诉上市公司的立案前置条件,降低投资者维权成本;然后,对披露虚假财务信息、骗取股票发行资格的上市公司的主要责任人进行严厉打击,追缴上市公司第一大股东或实际控制人的个人财产用于民事赔偿,提高股票市场的违法成本,让违法者在经济上面临灭顶之灾。二是修改和完善现行存量发行机制,对于存量发行获利的股东征收股市平准基金。作为发行制度改革的重点内容之一,现行的存量发行机制不仅没有解决股票发行过程中的任何问题,如“三高问题”,反而极大扭曲和异化了股票市场的基本功能。本来,股市的直接融资功能是指为上市公司筹集发展资金,但存量发行却为大股东套现并攫取巨额超级利润提供了机会。从长远看,保护投资者利益不仅需要完善制度,更需要加大执法和惩戒力度。近几年来,学界、业界和决策层一直在争论,社保基金、企业年金等公共性质的金融资产能不能进入股市?在这个问题的背后隐藏的问题是投资者利益能不能真正受到保护。如果投资者利益得不到保护,资产规模再大的机构也会被股市吞噬。

3. 先上市,后发行

在过去10年里,证券监管部门和专家学者一直将中国股市定义为“新兴加转轨”,在2014年的“全国证券期货监管工作会议”上,中国证监会主席肖钢仍认为中国股市处在“新兴加转轨”时期。在这样的市场中实行注册制,结果难免令人质疑。目前,在全世界的股票市场上,新兴市场几乎全部实行核准制。笔者担心,如果制度设计和执法能力不匹配,股票发行审核责任不落实,过早实行注册制将给中国股市带来灾难性后果。因此,在实施注册制之前,作为一种过渡性制度安排,可以实行先上市后发行的办法,首先安排目前正在排队等候IPO的700多家公司上市交易。上市首个交易日即实行集合竞价,规定老股东可以出售一定比例(如15%)的股票。在上市后的一段时间内(如24个月以内)再公开发行业股票,发行价格取发行前一段时间(如3个

月)的交易平均价。实行先上市后发行的办法不仅可以使存量发行、市场化定价和解决“三高问题”得到统一,而且还能从根本上防止询价机构合谋操纵发行价格。

4. 建立股市平准基金

一个正常的股票市场应该包含三种运行机制:对冲机制(也称做空机制)、平准机制和投资者破产保护机制。目前,中国股市已经建立了对冲机制和投资者破产保护机制,但缺乏平准机制。股票二级市场的持续下跌和高波动性与缺乏平准机制有直接关系,对此,笔者和业内人士多年来一直呼吁证券监管部门尽快建立股市平准基金。经验和现实都说明,建立平准基金对于中国股市不仅必要而且可行,经过20多年的发展,中国股市已经具备建立平准基金的条件。股市平准基金的资金募集有多个渠道,在此,我们强烈建议对存量发行老股东获利部分征收股市平准基金,征收比例可参考个人所得税征收办法(必须说明的是,不要把征收股市平准基金理解为资本利得税,笔者反对征收资本利得税)。本来,存量发行给老股东带来的获利全部来自于投资者,而投资者的资金只应当用于上市公司发展和股市发展,不应用于股东和个人暴富。对存量发行老股东获利部分征收股市平准基金可以真正实现“取之于股民用之于股民”。按照中国股市的现状,经过1—2年的积累,股市平准基金规模就会达到100亿元以上。经验表明,经过专业化管理,股市平准基金资产也会不断增值。股市平准基金的建立不仅为证券监管部门创造巨大的监管资源,也对全社会各种带有公共性质的金融资产(如社保基金和企业年金等)管理产生巨大的示范效应。

参考文献:

- [1]Kevin Rock, Why new issues are underpriced [J]. Journal of Financing Economics, 1989, (15).
- [2]Franklin Allen, Gerald R. Faulhaber, Signal by underpricing in the IPO market [J]. Journal of Financing Economics, 1989 (23).
- [3]Mark Grinblatt, Chuan Yang Hwang, Signal and the Pricing of New Issue [J]. Journal of Financing, 1989 (44).
- [4]Welch Ivo, Seasoned offerings imitation costs and the underpricing of initial public offerings [J]. Journal of Financing, 1989 (44).
- [5]Barron David, A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issue [J]. Journal of Financing, 1982 (37).
- [6]Ritter, Jay R., The Long-run Performance of Initial Public

- Offerings [J]. Journal of Finance, 1991 (46).
 - [7]Ibbotson R. G., J. F. Jaffe, Hot issue market [J]. Journal of Financing, 1975 (30).
 - [8]孙国茂,张绍岩,姜顺奇.投资者情绪、IPO筹资与股票市场表现的关系[J].公司金融研究,2012(1).
 - [9]王晋斌.新股申购预期超额报酬率的测度及其可能原因的解解释[J].经济研究,1997(12).
 - [10]蒋顺才,蒋永明,胡琦.不同发行制度下我国新股首日收益率研究[J].管理世界,2006(7).
 - [11]刘永文,楼蔚.2006年IPO重启后上证综指与沪市IPO抑价关系的实证分析[J].贵州财经学院学报,2010(5).
 - [12]李博.投资者情绪、新股发行方式与IPO首日收益率[J].东北大学学报(社会科学版),2010(4).
 - [13]谢金楼.全流通背景下A股IPO抑价研究[J].金融与经济,2010(2).
 - [14]李善民,陈旭.创业板IPO抑价、公司治理与发行特征——中国创业板和中小板上市公司的比较研究[J].兰州大学学报(社会科学版),2011(5).
 - [15]邱冬阳.发行中介声誉、IPO抑价及滞后效应:基于中小板市场的实证研究[M].上海:复旦大学出版社,2011.
 - [16]焦明宇,安慧琴.创业板IPO溢价实证研究[J].中央财经大学学报,2012(5).
 - [17]李心丹,李冬昕,俞红海,朱伟华.询价机构报价的“高低杠”现象与IPO定价机制研究[J].公司金融研究,2013(2).
 - [18]孙国茂,姜顺其,张韶岩.中国股票市场IPO抑价原因研究——基于创业板的统计数据[J].山东大学学报(社会科学版),2013(3).
 - [19]黄运成,葛蓉蓉.中国股票发行监管制度的演变与评析[N].国际金融报,2004-09-17.
 - [20]陈岱松.证券上市监管法律制度国际比较研究[M].北京:法律出版社,2009.
 - [21]沈朝晖.流行的误解“注册制”与“核准制”辨析[J].证券市场导刊,2011(9).
 - [22]时晋,曾斌.发审委制度的困境与反思[J].证券市场导刊,2012(6).
 - [23]杨晨.新股发行体制改革深入精髓[N].证券时报,2013-12-16.
 - [24]刘纪鹏,曹凤岐,席涛.兼顾公平和效率,反思创业板制度性造富[N].中国证券报,2010-09-06.
 - [25]刘荻,叶武.我国股票发行制度的市场化研究[Z].上海证券交易所,2008.
 - [26][美]路易斯·布兰迪斯.别人的钱:投资银行家的贪婪真相[M].胡凌斌.北京:法律出版社,2009.
- 作者简介:孙国茂(1960—)男,经济学博士,济南大学资本市场创新发展协同创新中心主任、教授、博士生导师,济南大学公司金融中心主任,《公司金融研究》执行主编,研究方向为公司金融理论和资本市场。
- 责任编辑:张蕴萍