

# 券商11项建议上书监管层 力促新股发行改革

编者按：坚持“市场化”方向，是近一段时间以来我国证券行业内关于新股发行体制改革形成的共识。

证券公司提出的主要建议有：1.探索配售权试点；2.引入存量发行制度；3.扩大网下配售比例；4.提高发行中止的门槛；5.对询价过程和时间逐步放宽；6.建立询价机构的约束机制；7.取消对新股询价机构配售股份3个月禁售期的规定；8.推行储架发行制度；9.允许调整非公开发行价格；10.引入香港股市非公开发行的“闪电配售”方式；11.加强发行上市信息披露。

证券时报记者 邱晨

近一段时间以来，监管部门在新股发行制度方面动作频频。证券时报记者日前从多家券商处获悉，业内围绕新股发行体制改革的讨论，已被归结为11项建议呈交监管层。这11项建议有望成为我国新股发行体制改革的重要方向。

## 投行自主权或扩大

在券商提出的11项建议中，取消对新股询价机构配售股份3个月禁售期的规定”这一建议最值得关注。

券商建议，监管部门把是否设定禁售期、设定禁售期时间长短的权力交给发行人和主承销商，使发行人和主承销商根据市场情况合理设定，有效控制新股上市后的市场波动。

另外，此前争议性较强的“赋予券商自主配售权”这一建议亦被再次提出。券商建议，监管部门给予主承销商一定比例的自主配售权。比如，可以尝试由部分研究、定价能力强且机构服务水平较好的券商先行试点配售制度，先从一个较低的配售比例开始，逐步形成市场化的内在约束机制。同时，鼓励主承销商建立、培育自己的销售网络，切实加强主承销商的销售定价能力。

对于上述两项建议，部分投行人士也提出了担忧。其主要理由是，在赋予投行自主配售权的同时，如果解除“打新”机构3个月的禁售期，将使投行可能产生寻租空间，容易滋生内幕交易和利益输送等问题，提高了监管层的监管难度。

## 可提高发行中止门槛

令人颇感意外的是，在本次券商提交的新股发行改革建议中，亦包含了提高新股发行中止门槛的提议。

券商表示，为切实增加首发(IPO)定价机制的有效性，让新股发行价格充分反映机构投资者真实意愿，建议提高发行中止的门槛。例如，将发行4亿股以下20家有效询价对象的发行中止门槛提高到30家，促使承销商培育自己的销售网络，形成发行人、承销商及机构投资者的三方博弈制衡机制。

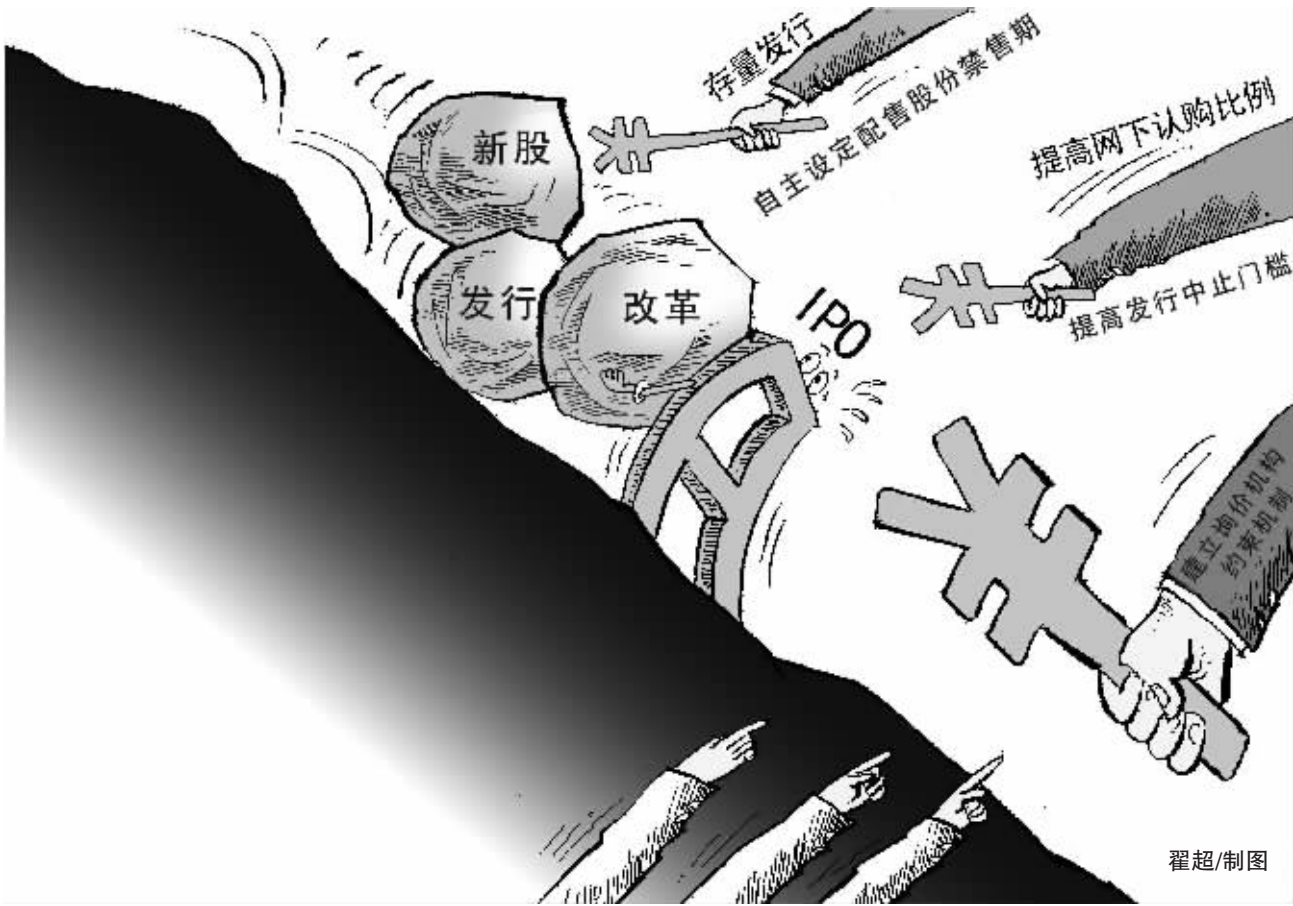
提高发行中止门槛将加大券商承销新股的难度。针对这一建议，接受记者采访的多位投行人士表达了不认同的意见。

这一建议确实令人费解，一旦实施起来，相当一部分中小型投行的处境将更加困难。”北京某大型券商资本市场部人士表示，在目前一级市场行情较为清淡的环境下，提高中止发行门槛并不太合适。

同时，也有投行人士指出，这项建议与给予投行自主配售权的建议存在矛盾之处。如果主承销商能够自主配售出去，那么更应该放开询价机构数量的限制，而不是提高这一门槛。”上海某大型券商投行人士称。

## “闪电配售”防止股价异动

也有一些券商建议引入香港股市非公开发行的“闪电配售”方式。



这在此前亦是较少被谈及的一项改革方向。

所谓“闪电配售”方式，是指在上市公司召开年度股东大会时，即授权董事会可择机非公开发行不超过现发行股份20%比例的股票。此后发行人可根据实际情况在发行价确定的基础上随时进行增发或配售，增发和配售的股份即可上市流通。

有鉴于此，券商建议监管部门引入“闪电配售”方式，以缩短非公开发行的周期，减少发行价格提前泄露而造成的股价异动，避免造成小股东的利益损失。

根据《证券发行与承销管理办法》的规定，非公开发行股票的发行业底价在发审会后即不再允许调整。为此，有券商建议，允许发行人在履行合法程序的基础上可调整非公开发行股票价格，避免虽然拿到非公开发行批文，却因为二级市场行情较差而无法发行的情形发生。

这两项建议的主要目的，都是进一步赋予投行在非公开配售上的自主权。”上述北京某大型券商资本市场部人士表示，“调整发行价格和闪电配售能够令投行在承销非公开发行项目时具备自主选择发行窗口、发行时点的权利。”

在投行人士看来，如果这两项建议能够被监管层采纳，将有利于投行的非公开发行承销业务。

## 建立询价机构约束机制

建立询价机构的约束机制，是本次券商提出的另一项重要建议。券商建议，监管部门或自律组织可以建立IPO报价的跟踪审查机制，对于报价质量较差的询价机构，监管部门有权暂停其一定时间内的询价资格，促使询价机构发挥专业优势和增强定价理性。

询价机构被赋予了参与询价的权力，那么就应当承担适当的责任。”西部地区某券商投行人士称，“一些不积极参与询价、报价不负责任的机构，应当撤销其询价的资格。”这位人士表示，目前有关部门对询价机构的监控还显得相对薄弱。

另据记者了解，目前部分机构对IPO参与不积极的原因之一是询价过程短，无法深入研究判断，无法给出合理的报价。

因此，有券商建议将询价时间和过程放宽，并给予适当弹性，使市场各方有充分的时间进行沟通和博弈，形成合理的市场价格。

在此之前，国内部分询价机构曾公开宣布暂停参与新股询价，并表示由于目前新股发行节奏较快，且询价过程较短，因此没有充分的时间对拟上市公司做深入的研究。

不过，有券商投行人士指出，随着新股预披露时间的提前，询价机构的研究时间已经得到延长，询价机构再以此作为暂停询价的理由，则显得并不充分。

## 存量发行与储架发行

除了上述建议之外，一些过往讨论较多的改革建议亦再次被券商提出

来，其中包括“引入存量发行制度”和“推行储架发行制度”。

券商建议，对现行的增量发行制度进行改革，引入国际市场上较为普遍的存量发行制度。同时，在再融资方面实行储架发行制度，亦即上市公司再融资计划可以一次审批，分次发行，由此建立起市场发行节奏的自我调节机制，在提高审核效率的同时，更好地满足市场融资需求。

另外，券商还建议扩大网下配售比例，主要目的是为缓解目前网下发行供求关系，促进新股定价合理化。具体做法可借鉴境外成熟市场经验(例如香港和美国，网下配售比例一般为90%，网上申购比例为10%)，扩大

网下配售比例，如将新股网下配售数量从不超过本次发行总量的20%提高到50%。

不仅如此，一些券商还建议，加强发行上市信息披露。具体来说，监管部门可以考虑逐步弱化对发行申请文件的实质性审核，而强化对申请文件的形式审查，重点关注信息披露质量和检查中介机构的尽职调查工作。

受访的多位券商投行人士认为，这11项建议将会成为我国新股发行体制改革的重要方向。但是，由于上述建议多与赋予券商更多的权力相结合，因此在改革推进上，应该避免操之过急，搭建完善的法律以及相关监管制度尚需时日。

证券时报记者 邱晨

随着新股发行体制改革的呼声越来越高，现行保荐制度进一步改革的脚步也正在渐渐走近。

证券时报记者从多家券商处了解到，部分知名券商针对目前保荐制度下的一些问题，已向监管部门提出多项整改的建议，包括强化保荐机构的权责利、对保荐机构实施适度分类管理、“双签制”改为“单签制”、稳定保代考试难度和通过率、规范保代“转会”行为、加大对保荐机构和保代违规的处罚力度等六大举措。

## 可对保荐机构分类管理

对于未来保荐制度改革的方向，有部分券商首先建议，弱化保荐代表人的地位和责任，强化保荐机构的权责利。

该券商代表指出，应赋予保荐机构更多的权力和职责，强化对保荐代表人的约束。同时，逐步放宽对保荐代表人的注册限制，强调项目执行经验和从业诚信记录。另外，通过对保荐机构整体项目执行质量的评价和年度诚信度、过会率的考核来控制保荐机构申报项目的被受理审核进度。

另外，上述券商还建议，对保荐机构实施适度的分类管理，亦即对目前全国74家保荐机构实施分类管理，区别对待。

据了解，券商在建议中强调，保荐机构的分类应按照净资产规模、保荐代表人数、保荐项目过会率等硬性指标，以及内控制度健全情况、项目信息披露充分性、申报文件质量、销售能力、研究实力等软性指标进行综合评价，给予不同的分类。

在此基础上，部分证券公司建议，对综合评价比较高的保荐机构给予项目审核时绿色通道，而对综合评价比较低的保荐机构推荐的项目从严审核。

对于上述建议，也有部分投行人士持有保留意见。投行人士指出，保荐机构净资产规模、保荐代表人数这两项指标与券商保荐项目质量并没有直接关系，并不应该作为对保荐机构分类的标准。

网下配售比例，如将新股网下配售数量从不超过本次发行总量的20%提高到50%。

不仅如此，一些券商还建议，加强发行上市信息披露。具体来说，监管部门可以考虑逐步弱化对发行申请文件的实质性审核，而强化对申请文件的形式审查，重点关注信息披露质量和检查中介机构的尽职调查工作。

受访的多位券商投行人士认为，这11项建议将会成为我国新股发行体制改革的重要方向。但是，由于上述建议多与赋予券商更多的权力相结合，因此在改革推进上，应该避免操之过急，搭建完善的法律以及相关监管制度尚需时日。

网下配售比例，如将新股网下配售数量从不超过本次发行总量的20%提高到50%。

不仅如此，一些券商还建议，加强发行上市信息披露。具体来说，监管部门可以考虑逐步弱化对发行申请文件的实质性审核，而强化对申请文件的形式审查，重点关注信息披露质量和检查中介机构的尽职调查工作。

受访的多位券商投行人士认为，这11项建议将会成为我国新股发行体制改革的重要方向。但是，由于上述建议多与赋予券商更多的权力相结合，因此在改革推进上，应该避免操之过急，搭建完善的法律以及相关监管制度尚需时日。

## “双签制”或改为“单签制”

同时，关于保荐代表人签字权的争论也出现在券商呈交给监管部门的建议中。根据现行规定，一个首发(IPO)项目至少需要两名保荐代表人同时签字。不过，券商的建议则是由两人减少为一人，亦即可由目前的“双签制”改为“单签制”。

来自券商的反馈信息显示，在现行保荐制度中的“双人双签”下，出现了2名保荐代表人工作责任互相推诿，共同履职流于形式的情形。因此，券商建议，监管部门可在现有保荐制度框架内尝试推行“单签制”，增加保荐代表人的有效供给，减少其稀缺性，强调保荐机构的平台作用。

对于上述建议，部分券商投行人士则持有不同意见。但前律师和会计师都还是实施双签制，为什么只要求保荐代表人单签?”深圳某大型券商投行人士称。

在部分投行人士看来，除了个别职业操守较低的保荐代表人外，没有保荐代表人会愿意赌上自己的前程，在一个自己没有把握的项目上签字。因此，“双签制”更加科学，两名保荐代表人事上能发挥相互制约、相互监督的功能，而在业务工作方面也能相互补充，加强保荐质量。

两个人签字，就代表两个人肩负着同样的责任，而如果一个人签字，则可能更容易滋生道德问题。”上述深圳投行人士称。

## 应稳定保代考试通过率

此外，券商还建议，保荐代表人考试难度和通过率应保持稳定。目前的保荐代表人准入门槛主要是通过胜任能力考试以及担任某一发行项目协办人。保荐代表人胜任能力考试作为遴选投资银行业优秀人才的考试，应保持一定难度和相对稳定的通过率，尽量避免忽高忽低，树立资本市场对保荐代表人专业水平的稳定预期。

据记者了解，不稳定的保代考试通过率确实给券商造成了一定的困惑。例如，2011年的通过率较2010年有了

■记者观察 | Observation |

# 投行千名保代过剩的烦恼

证券时报记者 邱晨

保荐制度的出现以及中小板、创业板的陆续推出，让最近几年的券商投行格局发生了巨大变化，投行的竞争一度变成了保荐代表人的数量竞争。但如今，保荐代表人过剩的趋势已经愈来愈明显。

最近中国证监会公布的首发(IPO)申报企业“全景图”，再次折射出券商投行业目前面临的一个严重问题——保荐代表人数量严重过剩了。数据显示，目前在审的IPO企业约有500余家，以一个项目需要两名保荐代表人签字计算，投行业界最多也只有1000余名保荐代表人正在做项目保荐。

然而，根据证监会网站上的公开信息，目前全国保荐代表人数量已经达到2000人左右。换句话说，投行业界仍有1000余名保荐代表人目前正处于“半闲置”状态。所谓“半闲置”，是因为这些保荐代表人或正在调研、洽谈一些项目。但从证券公司管理的角度上来说，这些保荐代表人具备的通道能力则处于闲置状态。

那么，保荐代表人闲置的情况发展到了什么样的地步呢？这从一些证券公司的案例上能够看出端倪。笔者从业界了解到，去年IPO承销家数最多的深圳某家大型券商，其保荐代表人的通道利用率为行业最高，但即便如此，该公司目前没有项目的保荐代表人数仍占据了约一半。

保荐代表人利用率最高的投行尚且如此，其他投行的保代闲置情况也就好不到哪里去了。

与此同时，保荐代表人数量的过

剩也给证券公司带来了许多方面的困扰。从一些券商反馈的情况可以看出，保代已经成为证券公司内部的“特权阶层”，公司管理者缺乏对他们有效的约束机制，增加了内部管理的难度。

而保代动辄百万元的年薪更令券商信感头疼。据业内人士预计，这1000余名过剩的保代相当于给券商全行业每年增加了近10个亿的成本！

近年来，券商投行业务异军突起，业务收入占据券商整体收入的比例持续攀升。但另一方面，随着保代数量的增长，优质项目的减少，闲置保代所带来的巨额成本压力也在持续攀升。笔者了解到，券商投行业务表面光鲜，实际为券商带来的净利润并不理想，甚至有些投行与项目组的收入分成达到1:9的比例。

尽管如此，由于保荐代表人目前仍是相对稀缺资源，对于大型投行来说，养着大量的闲置保代虽然成本很高，但他们更不愿意看到保代人员大量流失；而对于中小投行来说，一名优秀的保代仍是高薪挖角的主要目标，这也最终导致了保代身价的持续高企。

目前，证券行业臃肿的保荐代表人队伍已经到了亟需进行“瘦身”的时刻。但是，对保代队伍进行“瘦身”，并不是要提高准入门槛，减少保代数量。笔者以为，放宽对保荐代表人资格的限制，并同时引入分类分级制度管理才是长远之计。其理由是，随着保荐代表人资格不再是一种稀缺资源，保荐代表人的固定薪酬成本将下降；而分类制度的引入则可以实现资源的有效配置，从投行管理的层面来说，这可以提升高级别保荐代表人的待遇和项目提成，以完善针对保荐代表人的内部激励机制。



近年来保荐代表人频繁流动，给部分券商在管理上造成了一定的困难。 IC/供图

较大的提升，这就导致一方面部分投行部门的准保代人员大幅度增加，但却缺乏足够的项目给这些准保代签字，另一方面投行一般业务人员则显得人手不足。

另外，对于保荐代表人考试的内容，券商建议考试题目应该更加注重对实践经验的考察。在投行人士看来，现行的考试内容有过于偏向理论的现象，这容易导致有丰富实践经验的投行人员难以通过，而天天埋头读书、不做业务的人员反而容易通过考试。

不过，据参加近年保荐代表人考试的部分投行人士透露，目前考试的内容已经更加偏重于业务实践的经验。很多题目都是结合实际项目操作，缺乏做项目经验的人很难通过考试。”深圳某券商保荐代表人称。

## 加大保代违规处罚力度

针对保荐代表人的跳槽频繁、流动性过大等问题，券商亦建议，应该出台相关的制度来约束保荐代表人的行为。

一些券商指出，保荐代表人的正常流动，虽属于市场行为，不宜过多以行政性的手段限制，但是建议监管部门应明确细化资格管理要求，建议中国证券

业协会组织编写一些统一的“转会”自律管理的流程。

据记者了解，近年来保荐代表人过大的流动性，已经给部分券商在管理上造成了一定程度的困难。特别是在持续督导等问题上，频繁更换保荐代表人将导致保荐机构监督上市公司的能力下降，弱化了监管力度。

另外，券商还建议，应加大对保荐机构和保荐人的处罚力度，提高违规成本。强化保荐机构和保荐代表人的责任意识，加大对“欺诈上市”、“造假上市”等恶性事件的处罚力度，建议监管部门的处罚措施在现行的不受理保荐材料、吊销资格外，若情节严重，应该追究刑事责任，并处以较重的罚款等。

事实上，近年来针对保荐机构和保荐代表人的违规惩罚力度已经在不断加大。投行人士认为，去年多起处罚保荐机构和吊销保荐代表人资格的事件，已经对行业起了整肃作用，而追加追刑事责任将进一步净化行业环境。

大多数保荐代表人还是有职业操守和责任心的，加大对少数不良保荐代表人的处罚将有利于整个行业的健康发展。”深圳某券商保荐代表人表示。