

# 股票发行注册制改革对我国投资银行业务的影响

◆ 广发证券股份有限公司 聂明 谭小波

## 一、股票发行注册制的基本内涵

2013年11月，中共十八届三中全会作出的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确提出我国要“推进股票发行注册制改革”。注册制对我国资本市场虽然是一个新的概念，但成熟市场上有许多经验可借鉴，例如资本市场发达的美国、日本以及我国的台湾地区。中国证监会主席肖钢在2015年全国证券期货监管工作会议上的讲话中明确表示：归纳一些国家和地区实施注册制的实践，大致有四项基本特征：

一是企业拥有发行股票筹集资本的天然权利，只要不违背国家利益和公众利益，企业能不能发行、何时发行、以什么价格发行，均应由企业和市场自主决定。

二是实行以信息披露为中心的监管理念，要

求企业必须向投资者披露充分和必要的投资决策信息，政府不对企业的资产质量和投资价值进行判断和“背书”，监管机构不对信息披露的真实性负责，但要对招股说明书的齐备性、一致性和可理解性负责。

三是各市场参与主体归位尽责，发行人是信息披露第一责任人，中介机构承担对发行人信息披露的把关责任，投资者依据公开披露信息自行作出投资决策并自担投资风险。

四是实行宽进严管，重在事中事后监管，严惩违法违规，保护投资者合法权益。<sup>1</sup>

通过以上阐述可以明确看到，股票发行注册制的核心就是“去行政化、重市场化”，把原来的标准制度变成以信息披露为中心的注册机制，真正还权于市场和投资者。

<sup>1</sup> 参见《聚焦监管转型 提高监管效能——肖钢同志在2015年全国证券期货监管工作会议上的讲话》，官方网址：[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116\\_266708.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266708.html)，最后访问日期：2015年3月4日。

## 二、我国股票发行注册制改革的主要内容

股票发行注册制改革总的目标是，建立市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力的股票发行上市制度<sup>2</sup>。

结合股票发行注册制的基本特征和我国注册制改革的总体目标，笔者认为，相对于目前我国的核准制而言，注册制主要存在以下的变化。

### （一）审核主体的变化

虽然中国证监会制订的注册制改革方案具体内容并未公布，但关于注册制下的审核主体有可能实行“交易所审核、证监会注册”的监管模式。该模式有利于形成“监审分离”的权利制衡机制，保障审核权的正当行使。同时，沪深两个证券交易所的适当竞争，也有利于提高审批效率。而将主要的前端审核工作交给交易所，中国证监会可以将有限的监管资源投入完善制度建设、加强监管执法和保护投资者合法权益上来。以放宽前端、严控后端的方式，既能提高市场效率，也能对市场参与主体起到足够的威慑作用。

### （二）审核理念的变化

股票发行实行注册制并不意味着对股票发行不加审核。实践中，境外的注册制也会对发行人是否符合法定的注册条件、信息披露是否充分等方面进行审核。但注册制的一个核心就是：强调以信息披露为中心，监管部门不对企业未来的持续盈利能力进行实质判断。信息披露主要依赖中介机构把关，并加大对信息披露违规的事后处罚。在信息充分披露的基础上，发行定价依赖市场的充分博弈，由投资者自行判断企业价值和风险，自主做出投资决策。

### （三）审核规则的变化

注册制下，审核规则将更加公开、透明、可预期，监管部门不应在法律法规及规范性文件以外设置隐性门槛或窗口指导，遵循民商事法律关系下“法无禁止即可为”的原则，尊重中介机构在各自专业范围内的职业判断，鼓励中介机构在规则允许内的创新。同时，审核的时限应严格按照规定执行，不得无故超期。审核规则的公开、透明，有助于市场参与主体对股票能否发行、何时发行有较为明确的预期。

### （四）加强对信息披露的要求

信息披露是实施注册制的核心，其作用在于消除市场参与主体之间的信息不对称，只有在投资者享有充分知情权的前提下，才能够要求其承担“买者自负”的义务。注册制将以信息披露为核心，对目前股票发行信息披露中存在的一些突出问题进行改进。

1. 监管部门制定导向明确、层次清晰、切实可行的信息披露规则体系，信息披露规则将更加明确、清晰、可操作，内容将更加实用、简洁、易懂。

2. 监管部门将引导发行人和保荐机构对招股说明书的披露从“过会导向”转变为“保护投资者利益导向”，招股书的披露要在符合中国证监会要求的基础上，鼓励保荐机构及发行人对公司的竞争优势、发展战略进行更为详尽的披露。

3. 将进一步强调招股说明书是发行过程中的重要法律文件，如果披露存在违规，投资者有权根据招股说明书的不实披露提起民事诉讼，发行人及相关中介机构应确保招股说明书的披露

<sup>2</sup> 参见《聚焦监管转型 提高监管效能——肖钢同志在2015年全国证券期货监管工作会议上的讲话》，官方网址：[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116\\_266708.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266708.html)，最后访问日期：2015年3月4日。

有充分的底稿支撑，描述应更加客观中立，风险因素应根据各企业的具体经营情况来披露，披露要全面，避免千篇一律。

#### （五）发行节奏和定价市场化

价格发现是市场的一个重要功能，注册制的一个核心内容就是由市场根据真实的供求关系充分博弈形成股票的发行价格，从而彻底解决新股发行中的“三高”问题。未来注册制下，我们要在放开市盈率限制、自主决定发行节奏、强化证券公司自主配售能力等方面进行完善。

在注册制下，股票供给的增加将加大销售难度，投行必须在承揽项目时就要考虑适销性的问题，并通过充分挖掘企业价值及风险因素，给予合理的估值，以增加股票的适销性。可以预见，注册制下，股票定价和销售能力将成为投行的核心竞争力。

#### （六）退市制度逐步完善

在前端放宽的同时，必须要在后端有市场化的退市制度作为配套措施，以优胜劣汰的机制保持资本市场的动态平衡，保障相对高水平的上市公司质量，充分发挥资本市场的资源配置功能，引导价值投资，保护投资者的利益。

对于欺诈上市的公司严格执行退市制度，使造假上市者无利可图，并受到非常严厉的处罚，真正形成打击欺诈上市的威慑力；对于上市后业绩不佳、不能得到投资者认可、长期交易不活跃的公司，也应建立严格的淘汰机制。

#### （七）明晰中介机构责任边界，加强事后处罚，完善市场化的约束机制

注册制将对投行等中介机构提出更高的要求。在整个发行过程中，中介机构对发行人的情况最为熟悉，最可能发现欺诈或信息披露违规的

情形，能尽可能降低信息不对称风险，使外部第三人（如投资人、监管部门等）少受虚假、错误信息的诱导，有助于提高监管效率和保护市场投资者。因此，加大对中介机构的监管，将是注册制顺利实施的重要保障之一。在注册制加重事后处罚的趋势下，非常有必要界定清楚各方参与者的责任边界，否则容易出现“责任区分不清、处罚轻重不当”的情况。

目前，尽管监管机构可通过行政和刑事手段威慑、惩戒违法者，但监管资源有限，且在民事责任追究方面的不足，使投资者往往难以挽回损失。监管部门正在积极研究行政和解机制，充分发挥和解金及时赔偿投资者的保护功能。但从健全市场化的约束机制角度，需尽快完善投资者的民事诉讼索赔制度，从而走出我国证券民事维权面临的认定难、立案难、取证难、赔偿难的困境。

#### （八）投资者更加成熟理性，机构投资者的比重将有所增加

股票供应的增加将导致质量的分化，市场化的退市制度也将加大投资者的风险，投资者将摒弃依赖监管部门审核把关的惯性思维，自行评估投资风险、提高投资决策能力，有利于提升研究能力和风险判断能力更强的机构投资者在市场上的比重，促进市场的长期健康发展。

### 三、注册制改革对我国证券公司投行业务带来的主要影响

注册制对证券公司投行业务而言，既是机遇，更是挑战。注册制有利于提高资本市场运行效率，降低企业（特别是中小企业）融资成本，提高资本市场的竞争力，大大提升直接融资比重。可以预见，随着资本市场作用的逐步体现，

投资银行将在实体经济转型升级中发挥越来越重要的作用。注册制使IPO项目资源增加，投行有更多机会接触到不同类型的企业，为企业提供适合其自身特点的融资品种。注册制下，市场将赋予中介机构更多的创新工具，投行可在各类业务中嵌入资本业务，丰富业务品种，实现收入的多元化，降低对传统通道业务的依赖。注册制下，中介机构的作用也更加重要，市场尊重中介机构的自主专业判断，这将有助于证券公司发挥价值发现的功能。

同时，也必须清醒地认识到，注册制改革对投行更是一个挑战，投行业务将面临转型的巨大压力，通道价值将逐步下降，投行必须尽快挖掘和培养新的核心竞争力，加快转型的进程，提升交易撮合、价值发掘、资本介入等资源配置方面的能力。随着注册制的推行和放松管制，投行目前的同质化竞争格局将会发生根本改变，未来投行业务多元化更看重投行的综合实力，有核心竞争力的投行将在未来的三至五年内确定行业第一梯队的地位。从全球市场来看，投行是一个高度集中的市场，第一梯队只有少数几家，它们牢牢占据重要的市场地位。能否在变革中率先抢占市场先机、扩大市场份额，将对今后的长期发展起到决定性的作用。

#### 四、投行如何应对注册制改革的变化

##### （一）明确定位，实现差异化发展

在放松行政管制的大背景下，投行业务牌照放开是大势所趋，在这一趋势下，各证券公司之间应避免同质化的恶性竞争，根据自己的特点和优势，走差异化发展的道路。

我国股票发行市场自2004年实行保荐制以来，一直采用保荐人与主承销商合一的运作模

式。这一做法符合我国当前的实际情况，但与国际通行做法略有差异。例如在我国香港的保荐制度中，允许保荐人和主承销商分离的运作模式，实践中也出现一些仅专注于保荐领域而不参与股票承销的投资银行。保荐与承销的分离有利于形成综合性投行与专业性投行的差异化竞争，有利于行业的整体发展。

##### （二）从“以项目为中心”转变为“以客户为中心”

从“以项目为中心”转变为“以客户为中心”，围绕客户的全面需求进行综合开发，把眼光向前、向后延伸。有潜力的企业可以关注到更早期的业务机会，包括风险投资（VC）、私募股权投资（PE）的机会，向后则是公司上市后的并购、市值管理、公司治理优化、投融资需求等，使投行的服务能够覆盖到客户的全生命周期。全面的服务既能增强客户黏性，也增加了投行的业务机会。

就新三板业务而言，注册制的实施可能导致部分优质的新三板项目将直接转向场内市场上市，但长期来看，有利于形成多层次资本市场的协调发展。投行接触项目的时点逐步前移，有助于扩大新三板的项目资源，对于暂时不具备上市条件的企业，可以先在新三板挂牌交易，并通过定向增发等方式募集资金，也为前期投入的VC、PE提供一条退出渠道。注册制下，投行应更加重视新三板业务带来的投资机会、首次公开募股（IPO）机会、再融资机会和并购机会。

对并购重组业务而言，实施注册制后，重组业务短期内可能受一定影响，壳资源价值下降，借壳的案例将会大大减少，IPO通道畅通，也会使部分并购标的重新考虑IPO。长期来看，随着上市

公司主体的增加，一、二级市场价差逐步合理化后，上市公司的产业并购将发挥资源整合的重要作用。

### （三）大力发展资本中介业务，实现收入多元化

发行价格下降，发行风险增大，通道业务的价值下降，投行必须实现收入多元化，大力发展资本中介业务。从注册制的代表——美国高盛及摩根士丹利等投行业务收入结构分析可以看出，除了股票承销、债券承销等传统业务以外，投行还为客户提供融资融券、并购贷款、过桥贷款等资本中介业务。资本中介业务不仅是增加投行收入的重要渠道，也增强了客户黏性。在我国放松管制、鼓励创新的行业环境下，投行应积极尝试运用多种金融工具和融资手段，发展资本中介业务，实现收入的多元化。

### （四）加强股票定价与承销能力

发行定价市场化是注册制的一项主要内容。长期以来，由于行政审批导致的上市资源稀缺性，导致新股发行的“三高”（高发行价、高市盈率、高募集资金额）现象难以从根本上解决，投行承销基本上不存在任何风险，使得投行的新股定价和承销能力一直处于缺失状态。实施注册制后，发行价格将由市场来决定，发行失败的案例增加，从投行的盈利模式看，承销费是主要的收入来源，发行失败则意味着前期的投入没有回报。

注册制下，新股发行将逐步从卖方市场转变为买方市场，长期以来新股不愁卖的局面将被打破。投行在新股定价和销售方面的能力将受到严峻考验，定价销售能力也逐渐成为投行竞争力的重要组成部分。为此，投行应着重提升销售和研发两方面能力，打通各业务线的客户资源，加强销售网络建设；加强行业研究能力，充分挖掘企

业价值，注意平衡好投融资双方的利益。投行之间的竞争将从传统的项目执行能力，转变为定价能力、销售能力、风控能力等全方位的竞争。

### （五）组织架构和内部管理的调整

#### 1. 分行业建立业务团队

投行应从目前的按产品分工转变为按行业分工。只有按行业分工，才能对公司有更深入的理解和更准确的判断，有利于前期的承揽（判断项目未来几年上市的可能性），中期的承做（如何提炼公司的竞争优势，从哪些方面着手尽职调查，最容易出现问题的是哪些方面），后期的承销（如何根据公司的行业地位、竞争优劣势、风险因素，确定合理的价格，平衡投融资双方的利益）。

#### 2. 承揽承做适当分离

注册制对承揽能力提出了更高的要求。项目承揽更加前端，判断难度加大，承揽的竞争加剧，好项目的争取难度会加大，定价承销能力对项目承揽将起重要作用。此外，承揽人要能与公司各业务线对接，既能引导客户需求，充分了解公司的各业务线产品和资源，又能充分发挥投行的业务源头作用，实现单一客户的综合开发。在传统通道业务基础上，充分嵌入资本因素，既满足客户的融资需求，也能实现投行的投资收益。因此，对承揽人的综合素质要求很高，承揽承做的分离可以将承揽人从较多的事务性工作中解脱出来。

#### 3. 内部激励机制的完善

承揽人是业务的源头，需要有足够的激励机制以保障人才的稳定。承做人员的收入不与具体项目直接挂钩，可以避免为单一项目的利益影响项目质量，有利于控制项目风险。

## （六）优化风控架构、提升风控水平

注册制下，监管部门不再对市场行为进行背书，在放宽前端的同时，势必会加强事中、事后的监管，一旦项目出现风险，将可能导致公司整体业务受影响。另外，注册制下项目资源的增加可能导致项目质量分化，而对于新的融资品种或创新方案，也存在风控经验不足的问题，这些都是对投行风控能力的重大考验。投行需要不断优化风控流程，避免出现重大责任事故。

### 1. 风险控制部门应具备独立性和权威性

风险控制部门应与业务部门保持独立，并选派经验丰富的资深业务人员加入风控队伍，增加其权威性。

### 2. 整合投行内部风控资源，建立大风控体系

在投行各业务线相互交集越来越频繁的趋势下，应集中各业务线内部的风控资源，整合为公司级的大风控体系，避免各业务线内部各管一摊，这样既浪费管理资源，也不利于对客户风险的全面把控。

### 3. 立足于信息披露和价值判断，改变项目质

## 量评价理念

在注册制“以信息披露为中心，淡化对盈利能力等实质问题的判断”的审核理念下，投行在项目的选择标准上要从以审核为导向转向以市场为导向，逐步淡化盈利能力等经营性指标的判断，加强对发行人信息披露的真实性、准确性、完整性的把关。此外，未来沪、深证券交易所均将设立专门的板块对接新兴产业，投行要改变项目质量评价理念，将行业发展前景、投资价值及适销性作为项目的重要评价标准，发挥投行价值发现和创造的核心能力，包容更多符合国家战略性新兴产业发展方向、更具价值的企业登陆资本市场。

另外，监管部门不对发行条件作实质性判断，这并不意味着投行内部的风控也可以放弃实质判断。对企业未来持续盈利能力的判断，是判断项目价值的核心要素。而如何提高实质判断的能力，对投行风控人员而言，也是一个严峻的挑战，需要在借鉴成熟市场经验的基础上，结合我国实际情况，不断提升风控水平。SAC

## 参考文献：

- [1] 于楠楠. 关于我国实行IPO注册制的思考[J]. 河北金融, 2014 (4) : 9-11.
- [2] 朱铭晗. 我国新股发行注册制改革的现实与策略研究[J]. 河北经贸, 2014 (8) : 169.
- [3] 沈朝晖. 流行的误解：“注册制”与“核准制”辨析[J]. 证券市场导报, 2011 (9) : 14-23.
- [4] 王军. 核准制及其对投资银行业务影响分析[J]. 当代经济研究, 2002 (1) : 68-70.