

IPO 核准制与注册制：一个经济社会学视角

Approval or Registration System of IPO:

An Economic Sociological Perspective

陈洪杰

CHEN Hong-jie

【摘要】 当我们在理论表达上尝试以注册制改革作为推进 IPO 市场化的制度抓手，其隐含的逻辑是寄期望于以价格机制调节“供给—选择”的市场竞争来实现有效率的资源配置。然而，哪怕是在简单的交易结构中，仅仅依靠“供给—选择”也无法组织起一个有效的市场：有限理性、信息不对称以及市场投机行为等因素的相互结合都会产生市场失败的问题。在市场声誉系统尚不能充分有效提供市场信号的过渡阶段，诉诸“有限监管”来组织市场合法性或许是建构一个有效资本市场必不可少的前提：一方面，可以基于有限度的监管路径来提供价值认证以克服“供给—选择”间的信息不对称，同时积极引导培育投行声誉“信号传递”、“价值发现”和“补偿激励”的功能；另一方面，即使市场主体作为声誉的载体，也仍然需要一种第三方治理机制的介入，使声誉的形成更为有效。

【关键词】 信息不对称 权力寻租 市场组织 重复博弈 投行声誉

【中图分类号】 DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206 (2018) 01-0097-11

Abstract: In our theoretical expression, when we try to use the reform of registration system as the starting point of the IPO market system, our implicit logic is that we can adjust the “supply and choice” market competition system through price mechanism to achieve efficient allocation of resources. However, even in a simple trading structure, it is impossible to organize an efficient market just by “supply and choice”; the combination of limited rationality, asymmetric information and market speculation can lead to market failure. When the market reputation system is not sufficiently efficient to provide market signals, in order to construct an effective capital market, we may have to resort to “limited regulation” to organize market legitimacy: on the one hand, it can provide value authentication to overcome the information asymmetry between “supply and choice”, meanwhile, it actively induces the function of the “signal transfer”, “value discovery” and “compensating incentive” of the investment bank reputation; on the other hand, even if the market subject is already a carrier of reputation, it still needs a kind of referrals of third-party governance mechanism to make the formation of reputation more effective.

Key words: Information asymmetry Power rent-seeking Market organization Repeated game Investment bank reputation

【收稿日期】 2017-10-11

【作者简介】 陈洪杰，男，1979年6月生，上海师范大学哲学与法政学院副教授，研究方向为法哲学、法政治哲学、法经济社会学。

【基金项目】 上海师范大学法律史重点学科以及“城市治理现代化与法制法研究基地”项目。

引言

证券资本市场是在市场经济条件下为了解决资本供需矛盾与流动性而发展起来的经济组织机制：一方面，社会公众持有大量闲散资金，有投资增值的内在需求，这构成了资本的供给端；另一方面，企业等经济组织在扩大再生产过程中产生大量的融资需求，这构成了资本的需求端。在这个供需链中，社会公众通过认购企业所发行的股票而将闲置资金转换成企业的生产资金，从而为社会扩大再生产与经济增长提供有效的流动性机制。证券资本市场的核心功能就是在资本的供需链中实现有效率的资源配置。

如果按照新古典经济学的假设，在无限理性、完备信息及充分市场竞争等条件均得到满足的前提下，竞争和价格等市场机制就可以有效“协调经济活动与交易，达到效率经济，而不需要任何其他非经济机制”〔1〕。然而，恰恰由于有限理性与信息不对称常常会导致市场失灵，这就要求在一定程度上通过政府监管等外部机制来调节市场活动。随之而来的问题是，政府监管与市场选择各自的效用边界何在？政府监管如何有效“嵌入”市场竞争机制以维持证券资本市场的良性运转？事实上，“资本市场中政府管制的角色”也确实是在经济学家和经济社会学家中都有最大争议的话题之一”〔2〕。

一、IPO 核准制：政府监管导向的效率问题

在资本市场，公司上市公开发行证券既是面向社会投资者吸纳资金的方式，同时也是资源优化配置的过程。在理想前提下，社会投资者当然希望自己买入那些有着良好资本回报率的优质公司股权。作为资本运作的重要起点，股份有限公司首次公开募股（Initial Public Offerings，简称 IPO）自然也就成为社会资本优化配置的核心环节。

正是在这个过程中，有限理性与信息不对称的问题凸显出来：对于一般投资者而言，他们很难准确评估这些行业类型千差万别的上市公司在未来的盈利能力。而且，尽管在理论上可以对上市公司做出公开信息披露的法律强制性要求，但在上市公司与普通投资者之间仍然存在着显而易见的信息不对称。上市公司所掌握的关于自己公司业务运行状况的信息无论在质和量上永远都是远远超过其所能披露给社会公众的那部分信息。更何况，普通投资者在缺乏行业知识和专业财务知识等背景知识的情况下，如何能够准确评判已经披露出来的那部分信息也足以构成严重的挑战。

这就使得上市公司的投机行为成为可能。有些公司尽管没有扩大再生产的内在资金需求，并且其发展战略前景也并不明朗，但也有可能希望通过上市来“圈钱”，甚至其圈钱的目的可能是为了挽救当前因为盈利能力不佳而导致的财务危机。就此而言，有效遏制在公司上市环节中的潜在投机行为对于资本市场的良性运转是十分必要的。在这个问题上，IPO 核准制代表的是一种政府监管导向，即由政府监管机构扮演“把关人”的角色，由其同时在“合规性审核”和“商业性判断”（关于上市公司的投资价值）两个层面对公司 IPO 进行全面审查。其要旨在于以充满“父爱式关怀”的强政府监管来规范

〔1〕 周雪光：《组织社会学十讲》，社会科学文献出版社 2016 年版，第 253 页。

〔2〕 〔美〕斯梅尔瑟、〔瑞典〕斯威德伯格：《经济社会学手册》（第二版），罗教讲、张永宏等译，华夏出版社 2009 年版，第 336 页。

市场秩序,避免公司IPO过程中的投机与无序竞争。尽管如此,这一模式的弊端也是显而易见的。

其一,政府本身也不是具有无限理性的全知全能者,并且由于核准机构无须为其“商业性判断”承担市场风险,政府“误判”在所难免。监管机构既可能无法有效识别公司业绩造假等投机行为,也可能会把一些市场潜力巨大的公司挡在门外。有一段时期,中国内地企业不断掀起赴美上市的热潮,也在一定程度上反映了政府监管体制对市场资源配置机制的扭曲。

其二,和任何掌握垄断权力的政府机构一样,证券监管机构也不可避免地会出现“权力寻租”的问题。公司IPO的市场准入门槛越高,实质审查越严格,在IPO门外排队等候的市场主体就越有动力通过各种途径和渠道向行使监管权力的政府官员“缴租”以规避监管准则而获取入市通行证(如王小石案)。就此而言,核准制不可能真正杜绝投机行为,它最多只是在一定意义上增加了投机行为的机会成本和“缴租”成本。企业如果可以靠业绩造假和利益输送而获得由政府核准“背书”的上市资格,势必会扭曲资本市场的资源配置功能。

其三,“由于核准制下政府对股票供应数量的管制,严重影响了市场供求关系,导致股票价格的推高,从而使中国股市在发展过程中逐渐将其定价功能模糊化和边缘化。”〔3〕市场无法凭借价格与竞争进行有效率的资源配置。

有鉴于此,基于“效率”视角,当前的改革思路主要聚焦于如何“激发市场的活力,限制政府诸多不当权力和行为……使我国新股发行回归市场本质”。〔4〕

二、IPO注册制:市场效率导向的合法性问题

(一) 市场化改革与注册制

2015年12月27日第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议通过《全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》(以下简称《决定》):授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行人,调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定,实行注册制度,具体实施方案由国务院作出规定,报全国人民代表大会常务委员会备案。《决定》自2016年3月1日起施行,期限为两年。

在注册制下,证券监管机构在“商业性判断”层面对拟发行股票的市场投资价值进行实质审查功能将大大弱化:“审核机构将只关注发行人是否真实、准确、完整地披露了影响发行人投资价值的信息,不会对投资价值进行判断并以此作为是否允许公开发行的标准。”〔5〕由于审核机构不再为企业投资价值提供信用背书,政府也就不再“对企业发行规模、发行节奏进行管控,不对股票发行价格进行限制,不对市场价格的涨跌进行

〔3〕 贾立:“股票发行核准制的制度缺陷分析”,《生产力研究》2006年第3期,第70页。

〔4〕 参见李曙光:“新股发行注册制改革的若干重大问题探讨”,《政法论坛》2015年第3期,第3页。

〔5〕 彭运朋:“股票发行注册制下审什么?——《证券法(修订草案)》相关条款之商榷”,《财经法学》2016年第5期,第23页。

‘维护’”〔6〕。投资者必须自担风险。

然而,对于我国投资者而言,当政府监管机构不再对上市企业的投资价值提供价值认证或“背书”时,如何能够去做出一个基于有效价值评判的投资决策就成为市场建构必须面对的现实问题。我们需要意识到,证券资本市场不仅仅是一个效率导向的资源配置系统,更是一个充满高度复杂性的风险系统。如果大多数投资者因为面对高度复杂化与不确定性的投资选择而陷入风险焦虑,就有可能导致投资需求被抑制。

(二) 市场化的迷思:以“新三板”市场流动性困境为例

“新三板”原指2006年开始推出的中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让系统,经过实践摸索逐步发展为全国中小企业股份转让系统。新三板市场在制度逻辑建构上具有鲜明的弱化实质监管,强调市场化供需调节与投资者自主判断的特点。根据2013年12月14日《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(国发〔2013〕49号)(以下简称《股转规定》)第1条:“境内符合条件的股份公司均可通过主办券商申请在全国股份转让系统挂牌,公开转让股份,进行股权融资、债权融资、资产重组等。申请挂牌的公司应当业务明确、产权清晰、依法规范经营、公司治理健全,可以尚未盈利,但须履行信息披露义务,所披露的信息应当真实、准确、完整。”

当然,尽管“新三板市场建设和管理不能走行政管理的老路,要充分发挥市场在资源配置中的决定性作用”,但与此同时,“该有的行政监管和管理不能缺位”。〔7〕考虑到放松市场管制导致投资风险被放大的问题,决策层也尤为强调“建立与投资者风险识别和承受能力相适应的投资者适当性管理制度”。《股转规定》第4条指出:“中小微企业具有业绩波动大、风险较高的特点,应当严格自然人投资者的准入条件。〔8〕积极培育和发展机构投资者队伍,鼓励证券公司、保险公司、证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金、合格境外机构投资者、企业年金等机构投资者参与市场,逐步将全国股份转让系统建成以机构投资者为主体的证券交易场所。”

基于相关制度架构,我国新三板市场实际上已经基本具备了证券供需市场化调节与理性投资人两大市场化要素。然而,随着挂牌企业数量急剧增加,〔9〕市场流动性却在相当程度上成为困扰市场发展的瓶颈问题。比如,《人民日报》2015年1月5日刊文指出:“去年以来,‘新三板’挂牌企业规模迅速扩大,但反映市场增长质量的核心指标——‘流动性’却没有实现同步增长。”〔10〕《证券日报》2016年1月18日报道:“2015年新三板2895家公司无交易,并被称为‘僵尸股’。”〔11〕在相当长的时间跨度

〔6〕 郭锋、邢会强、杜晶:“股票发行注册制改革风险评估与对策建议”,《财经法学》2016年第6期,第6页。

〔7〕 参见左永刚:“全国人大法律委员会副主任李飞:新三板市场建设和管理不能走行政管理老路”,载《证券日报》2017年8月25日,第B03版。

〔8〕 2017年7月1日正式施行的《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则》在维持500万元资产门槛要求不变的基础上对自然人投资者的准入要求主要做了三方面调整完善。

〔9〕 截至2017年11月3日,新三板挂牌企业已达到11611家,是2013年年底扩容至全国前(336家)的34倍多。参见全国中小企业股份转让系统官网,载 <http://www.neeq.com.cn/>, 最后访问时间:2017年11月3日。

〔10〕 刘平安:“新三板流动性难题如何解”,载《人民日报》2015年1月5日,第018版。

〔11〕 左永刚:“分化的流动性不能‘绑架’新三板”,载《证券日报》2016年1月18日,第A02版。

内，类似的行业内报道可谓比比皆是。

流动性不足导致市场资源配置功能被扭曲，并产生一系列负面的连锁反应：“截至（2017年）2月28日，新三板公司2016年完成股票发行并上市交易且有成交记录的公司有1877家，^{〔12〕}收盘价低于发行价格的公司有647家……在破发的647家公司中，2016年上半年净利润同比增长的为360家，占比为55%，同比下降的287家，占比为45%。”^{〔13〕}正是流动性不足导致公司股价与业绩相背离，挂牌企业资本运作效率低下，导致市场出现逆向选择现象：资金、优质企业、甚至券商等在不同程度上选择退出市场。

新三板市场的流动性困境在根本上是由于在拟挂牌企业实现充分市场化供给的前提下，相较于主板市场的严格实质审核，股转公司已有的核准发行模式无法提供有效的价值认证，其结果是挂牌企业资质良莠不齐，投资者的风险焦虑因为过高的信息成本而被过度放大，从而导致投资需求因为信息不对称而被严重抑制。由于没有流动性就不会有合理的价格发现，因此，新三板市场的“逆向选择”足以给IPO注册制改革提供一个警示：仅仅依靠市场化供给与市场理性选择本身似乎并不足以建构一个良性运转的资本市场。如果缺乏市场认同，市场是难以作为有效的资源配置系统发挥作用的，而这显然是一个关乎“合法性”的问题。

（三）市场逻辑与合法性

从社会学视角来看，证券资本市场是由“融资—投资”行为的相互耦合而发展出来的社会经济功能子系统：“为了在一个复杂的环境中存在，社会系统必须发展出降低环境复杂性的机制，以免系统与其环境相混淆。这些机制涉及为降低复杂性所采用的方式及手段。这种选择产生了系统及其环境之间的边界。”^{〔14〕}简言之，社会系统自我维系的前提在于其能够建构起与环境相区分的复杂性简化机制。对于证券资本市场这样一种隐含巨大风险的资源配置系统而言，简化复杂性并以此与环境相区分显然不是单纯的效率机制所能解决的。其必须将合法性问题纳入优先考虑才有可能让投资者克服因为信息不对称而产生的风险焦虑。

正是在上述意义上，无论是之前的证券发行审批制还是当前的核准制，政府监管机构以“把关人”角色进行筛选审查机制实际上正是起到社会学意义上简化复杂性的合法化功能。通过政府严格监管审查所释放的合法性信号，使得众多的社会投资者在面对证券资本市场深不可测的风险与复杂性时仍然可能基于对政府的信任而选择参与市场博弈。

诚然，政府干预在削减系统风险和复杂性的同时会付出效率的代价。但显而易见，证券资本交易系统能够有效运作起来在更大程度上是因为合法性机制在起作用：证券资本市场首先必须“圈得住钱”（这只能是以市场认同的合法性为前提），然后才能谈资源配置的效率问题。就此而言，新股发行机制的市场化改革能否取得成功，将取决于证券资本市场能够在多大程度上以体现市场内在价值规律的合法性机制获得社会资本的承

〔12〕 全国股转系统数据显示，截至2016年12月19日，全国股转系统挂牌公司数量达10000家。参见杨毅：“新三板迈入万家时代 破流动性困局仍备受关注”，载《金融时报》2017年1月7日，第007版。

〔13〕 王维波：“新三板647家公司跌破定增价 流动性不足致业绩与股价关联度不高”，载《中国证券报》2017年3月1日，第A09版。

〔14〕 〔美〕乔纳森·H·特纳：《社会学理论的结构》（第7版），邱泽奇、张茂元等译，华夏出版社2006年版，第51页。

认,从而摆脱对政府合法性的外在依赖。正是在这个问题层面,周雪光教授以社会学家视角对美国证券发行机制富有启示性的观察和描述可以为我们的证券市场改革提供一个可能的理论参照:

投资银行是美国金融界的龙头老大,其作用举足轻重。投资银行的一项重要业务是帮助公司筹措资金和在股票市场上市。这些业务活动的主要内容之一是投资银行对上市公司的能力进行评估鉴定。一旦这些公司的上市条件具备,这些投资银行便牵头拉其他银行伙伴入伙,为各自顾客认购上市公司的股票(原始股)。美国投资银行业的一个鲜明特点是有一个十分稳定、众所周知的声誉等级制度。例如,在公司上市或发行新股票时,一家大的投资银行会率领其他银行伙伴认购其股票。这些活动按惯例刊登在行业杂志上,称为“墓碑”广告(*tombstone advertisement*)。这些广告上各个银行的排列是按照严格的等级制度实行的,类似于墓碑上的长幼座次序列,故得其名。^{〔15〕}

很显然,银行声誉等级制度是一种以市场化手段加以建构的复杂性简化机制:“一家高地位的投资银行在评估标准、审核能力和实践经验上有着良好的声誉,如果它对上市公司或项目的状况和潜在情景给予肯定好评,这就提供了‘高质量产品’的信号,解决了上市公司和投资者之间信息不对称的困难。”^{〔16〕}在这里,银行声誉等级制度为公司上市融资提供了足以替代政府信用的合法化功能,并且由于其不仅可以帮助建立系统与环境的区分,还可以在系统内部建立起有效的市场化区分(而这无疑是政府统一发行审核做不到的),因而是更能与以效率为导向的市场资源配置需求相兼容的合法性机制。

在我国,由于“政府监管向来是证券市场运行的主导力量”^{〔17〕},这就决定了中国证券资本市场自身缺乏类似于“银行声誉等级制度”这样一种在漫长历史时期的重复博弈中逐渐确立市场认同的合法性机制。当我们谋求以市场化改革来克服政府监管之流弊,最大的挑战即在于如何以制度变革来引导、培育市场组织力量,使之能够以体现市场逻辑的合法化功能来替代政府职能。

三、市场何以可能:以新三板市场流动性结构调整为例

当我们在理论表达上尝试以注册制改革作为推进IPO市场化的制度抓手,其隐含的逻辑是寄期望于以价格机制调节“供给—选择”的市场竞争体系来实现有效率的资源配置。然而,哪怕是在简单的交易结构中,仅仅依靠“供给—选择”也无法组织起一个有效的市场:有限理性、信息不对称以及市场投机行为等因素的相互结合都会产生市场失败的问题。比如“旧车市场”的例子:“卖主拥有关于旧车质量的私有信息,他可以利用私有信息采取损害买主利益的行为……这种做法会导致高质量的车退出市场,本来双方有利可图、可以成交的交易,由于信息的不对称而不能实现。”^{〔18〕}

当然,市场失败的问题完全是有可能通过市场组织的方式加以克服的:“在信息不对称的情形下旧车市场之所以能够存在,是因为车行这一组织制度可以有效地克服或缓

〔15〕 参见前注〔1〕,周雪光书,第260页。

〔16〕 同上,第261页。

〔17〕 叶林:“关于股票发行注册制的思考——依循‘证券法修订草案’路线图展开”,《法律适用》2015年第8期,第14~15页。

〔18〕 前注〔1〕,周雪光书,第49页。

和这些问题……在重复博弈的制度结构下，^{〔19〕}许多在即时市场上难以进行的交易活动就可以存在下去了。”^{〔20〕}我们看到，当新三板市场面临流动性困境时，做市商制度以及市场分层制度实际上正是按照类似上述合法化逻辑而加以设计的组织对策。

根据《全国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定（试行）》第2条：“本规定所称做市商是指经全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称股转公司）同意，在全国中小企业股份转让系统（以下简称股转系统）发布买卖双向报价，并在其报价数量范围内按其报价履行与投资者成交义务的证券公司或其他机构。”根据国外成熟市场经验，做市商主要有如下功能：“一是价值发现，做市商通过专业估值促使股票价格更趋近于其实际价值。二是增强流动性，做市商以自有资金与股票进行交易，为市场提供流动性。三是稳定市场，做市商通过股票双向报价和交易平抑价格波动，增强市场稳定性。”^{〔21〕}这就需要做市商“努力搜集信息，从而使得自己的报价尽可能接近真实价值，最终提升证券市场的有效性水平”^{〔22〕}。在这里，做市商声誉将成为保证价格有效性的关键所在。然而，现有的做市商制度也存在显而易见的瓶颈：

一方面，这主要表现为做市商数量与挂牌企业爆发式增长之间的供需矛盾。截至2017年11月3日，股转公司官网显示新三板做市商总数为92家，做市挂牌企业数量为1396家，全部挂牌企业总数则为11611家。仅有138家企业的做市商数量超过10家，393家企业做市商数量不超过2家，剩余企业的做市商数量相对较为平均地从3家到9家递增。^{〔23〕}这“远远落后于美国NASDAQ（纳斯达克）市场600家做市商的总数和每只挂牌股票20家做市商的平均数量”^{〔24〕}。这极大限制了做市商为整个市场流动性提供“信用背书”^{〔25〕}的能力；

另一方面，由于“我国现行规则仅要求至少两名做市商提供做市。做市商数量较低，则做市商之间合谋、串通、协同的成本会很低，将形成一个寡头市场，从而会损害投资者利益和市场效率”^{〔26〕}。比如，“操纵市场，即利用信息优势和资金优势，单独或者通过合谋，制造异常价格波动；与其他做市商通过串通报价或私下交换做市策略、做

〔19〕 尽管在一个社会中，不同经济主体之间的交易次数非常有限，但是如果存在信息传播机制能够及时将交易者的欺诈行为传递给其他相关成员，并由他们（不一定是被欺诈者本人）对欺诈者实施惩罚，同样可以促使交易者有激励维持诚实的声誉。也就是说，声誉不仅可以通过“自我实施”（self-enforcement）机制，还可以通过“社会实施”（community enforcement）机制来加以维持。参见刘江会：“声誉与证券承销商的声誉：一个文献回顾”，《中共浙江省委党校学报》2006年第3期，第39页。

〔20〕 前注〔1〕，周雪光书，第51页。

〔21〕 邢会强：“新三板市场的做市商制度”，《国际融资》2016年第3期，第54页。

〔22〕 贺强、王汀汀、杜惠芬：“新三板做市商制度比较研究”，《清华金融评论》2015年第6期，第40页。

〔23〕 参见 <http://www.neeq.com.cn/nq/listedMakerInfo.html>，最后访问时间：2017年11月3日，对照作者2017年5月26日登录网站搜集数据，做市商数量未变，做市挂牌企业1570家，全部挂牌企业总数则为11240家。可见挂牌企业总数在增长，而做市挂牌企业反而下降。

〔24〕 韩秀萍：“做市商制度对新三板市场的影响——基于做市商实践的研究”，《金融发展研究》2016年第5期，第51页。

〔25〕 贾忠磊：“新三板做市商作用如何体现”，《国际融资》2016年第5期，第43页。

〔26〕 邢会强：“股票发行注册制成功实施的三个体制机制条件”，《财经法学》2016年第5期，第10页。

市库存股票数量等信息谋取不正当利益”^[27]。这更进一步透支了做市商组织市场合法性的制度能力。

实证研究表明，“做市商数量与股票流动性显著正相关”^[28]。因此，符合市场逻辑的对策显然是“做市商扩围”，“促使市场由垄断性做市制度向竞争性做市制度逐渐过渡”^[29]。但基于审慎性考虑，“做市商扩围”仍是“远水解不了近渴”。^[30]正是因为做市商制度尝试作为一种由市场力量主导的合法化机制尚未能建构起足以有效拉动流动性的市场认同与流动性结构，为了有效降低投资者的信息收集和决策成本，监管层参考美国纳斯达克市场的分层管理经验通过“差异化的制度供给来增加市场的有效信息含量”^[31]。

根据自2016年6月27日起施行的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》，全国股转系统设立创新层和基础层，符合不同标准的挂牌公司分别纳入创新层或基础层管理。通过市场分层，新三板在理论上可以形成更为合理的流动性结构：一方面，进入创新层的优质企业将更容易获得市场投资；另一方面，“基础层企业并不会被市场抛弃，机构反而或扩大对基础层企业的投入，来博弈潜在‘升层’的估值套利”^[32]。基于这一逻辑，股转公司开始在2017年酝酿推出精选层：“这样基础层就有机会进创新层，创新层就有机会进入精选层……资金就会一层层提前布局，整个市场都会有所改善。”^[33]

四、IPO市场化改革：有效资本市场的合法性与组织逻辑

新三板市场的流动性困境足以让我们意识到，“你叫政府让开后，市场经济和富裕不会魔术般出现，它们得依赖背后的产权、法治、基本政治秩序”^[34]。如果市场自身缺乏由市场化力量加以主导的合法性资源来建立充分有效的市场认同，那么，诉诸“有限监管”以有效组织市场合法性将注定是一个不可避免的替代性方案。^[35]如果我们以此

[27] 邢会强：“新三板做市商典型违规案例评析”，《国际融资》2016年第4期，第58页。

[28] 薛爽、陈逢博：“新三板做市商制度与股票流动性”，《会计之友》2017年第15期，第20页。

[29] 左永刚：“新三板迎百家混合做市商时代 私募参与做市已建标的池”，载《证券日报》2016年12月16日，第A01版。

[30] 2016年9月14日，股转系统公布私募机构做市试点专业评审方案，2016年12月13日十家首批参与做市的私募机构名单公布，挂牌公司浙商创投等十家私募机构入选。但与新三板庞大的市场相比，这些机构的增量无异于“杯水车薪”，不可能对市场流动性产生实质影响。参见蔡亚茹：“新三板流动性展望：2017年分化加剧，前途光明道路曲折”，《商业文化》2017年第2期，第11页。

[31] 李政、吴非、李华民：“新三板市场是否有效？——基于融资效能和风险衍生视角下的经验证据”，《财经论丛》2017年第7期，第49页。

[32] 张莉、周文静：“新三板未来或有更多分层”，载《中国证券报》2016年6月7日，第A06版。

[33] 马元月、高萍：“精选层推新三板流动性难在哪”，载《北京商报》2017年2月24日，第006版。

[34] 朱振：“通往新型法治的改革：中国语境的思考”，《法制与社会发展》2015年第5期，第80页。

[35] 2017年9月6日，全国股转公司发布公告对《全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件适用基本标准指引（试行）》进行修订（11月1日起施行），按照“可把控、可举证、可识别”的原则强化了对挂牌条件的审核监管。

来观照 IPO 市场化改革,对于那种认为通过注册制改革将“供给—选择”问题“交还”给市场即可更好地实现资本市场资源配置功能的乐观观点就不能不加以更严肃的反思。

事实上,由于我国的资本市场远远没有形成像市场发达国家那样的投资银行系统以及“墓碑广告”式的声誉等级制度,一旦“注册制”落地之后造成新股发行的“饱和”供给时,市场会不会因为信息不对称而陷入流动性困境显然是需要在理论上进行前瞻性思考的。^[36]对此,除了我们通常都会重点加以关注的信息披露机制,下文将讨论的重心放在投行声誉机制及其周边组织制度。

在市场化过程中,市场主体固有的逐利天性使得任何市场参与者都有可能为了追求利润而从事各种投机行为,投资银行也不例外。在我国,券商的投行部门为了“做成”项目而帮助上市公司进行财务造假的现象比比皆是。对此,除了依靠政府监管之外,遏制投机行为的重要机制就是“市场声誉等级”:“如果行为、产品或制度是在理性自然的基础上得到承认,它们的合法性越强,它们越容易得到社会承认,就越可能得到更高的声誉。”^[37]淘宝就是一个典型的例子,卖家为了赢得市场,必须努力在每一单交易中赢得客户的好评,以求在“心—钻—皇冠—金皇冠”的卖家信用等级中逐步确立自己的“声誉”。^[38]只有在一个存在健全声誉机制的市场中,占据信息优势的市场“供方”才会为了谋求长期利益而持续提供优质的市场产品。

在新股发行市场,有效的投行声誉机制可以降低发行人和投资者之间的信息不对称,为股票发行公司的信息披露提供真实性保障,从而帮助发行人获得市场认可,提升价格有效性。其基本的理论假设是:由于投资银行与投资者之间是一种重复博弈关系,因此,投资银行有足够的行动激励去追求并维护自身的“声誉”。基于有效的声誉机制,优质企业将倾向于聘请声誉好的中介机构,因为后者为其提供的价值认证更具可信度。而“劣质”企业则不会这么做,因为声誉好的中介机构更难以被“收买”,它将最大限度向市场投资者传递关于企业价值的真实信息。^[39]由此,市场参与者最终达成的博弈均衡是“投资者可以通过中介机构的声誉来推断发行公司未来业绩的优劣”^[40]。

在成熟的资本市场,投行声誉往往与其执业质量成正相关,并随之带来市场份额的增长——“大投行”就是“声誉”的标识。然而,在我国,由投行市场份额所象征的

[36] 事实上,在2016年IPO提速的背景下,流动性压力已经初步显现:“巨额抽血效应明显,市场资金面也将承压……目前市场仍是维存量资金博弈的格局,在这样的格局里,新股发行速度进一步加快,二级市场引入资金的速度比不上一级市场抽水的速度,市场将承受压力,指数往下走也就难免……此外,2018年和2019年也将面对新股解禁的压力,形成市场的巨大抛压。”参见《股市动态分析》研究部:“新股透视系列之一:新股加速类注册制冲击市场”,《股市动态分析》2017年第1期,第7~8页。

[37] 前注〔1〕,周雪光,第268页。

[38] 参见李维安、吴德胜、徐皓:“网上交易中的声誉机制——来自淘宝网的证据”,《南开管理评论》2007年第5期,第38页。

[39] 现代金融学中的有效市场理论认为,有效率的市场必须使股票价格及时准确地反映所有影响公司价值的信息。该过程包括三个不同的环节:信息生产、验证信息准确性、基于信息对股票重新定价。参见宋晓燕:“证券监管的目标与路径”,《法学研究》2009年第6期,第118页。

[40] 徐浩萍、罗炜:“投资银行声誉机制有效性——执业质量与市场份额双重视角的研究”,《经济研究》2007年第2期,第126页。

“大投行”却是一个有“噪音”声誉信号，^{〔41〕}原因在于：

其一，在投资银行行业准入与退出非市场化的强监管模式下，中国证监会按照各类量化指标对证券公司进行分类评级，“进而形成以中国证监会为中心、由己及人向外推出去的不同层级”^{〔42〕}。

其二，发行公司为了通过证监会发行审核，有足够的动机去选择能够提供“缴租”渠道（相较而言，对执业质量的考虑就显得次要）的主承销商，因此，后者也将注重通过建构政治关系而不是提升执业质量来赢得客户。这就决定了“承销商缺少与投资者建立长期博弈的兴趣，其所承销的企业的质量并非其最关注的问题，‘过会’与否才是最重要的问题”^{〔43〕}。这必然导致承销商的价值认证功能被扭曲，造成投行执业质量和市场份额的相互脱节。

其三，“在监管机构对价格进行实际管控的情况下”，^{〔44〕}“新股上市的超额溢价造成了巨大赚钱效应……询价制度，也由于询价对象对于新股的渴望从而部分放弃了对价格的话语权”^{〔45〕}。“新股不败”使得投资者的行为选择及其与投行之间的博弈无法在正向功能的意义上引导投行声誉机制的良性建构。

正是在上述因素的综合作用下，“新股不败”与“声誉失效”互为表里地构成了我国资本市场在强监管模式下发生异化的典型表征：“承销商声誉机制无法有效约束承销商的机会主义行为。”^{〔46〕}对于投资者来说，必须付出额外的信息成本才有可能有效识别投行的“声誉”与其“执业质量”之间的内在关联。如果识别成本过高的话，资本市场就一定会在“注册制”落地形成新股“饱和”供应的背景下面临认同危机。为了避免这种认同危机成为资本市场的系统性风险，基于“有限监管”的市场组织分层或许不失为一个可行的过渡方案。有学者提出：“可以通过‘注册板’的试点，探明我国目前股票发行的供求关系，在实践中逐步摸索推行注册制的现实途径。”^{〔47〕}这么做的好处在于：

一方面，可以消除因为强管制模式下政府在新股发行环节设租与寻租及各种非市场

〔41〕 我国普遍使用承销金额及市场份额来度量承销商声誉。影响力较大的与承销商 IPO 业务有关的排名主要有中国证券业协会每年定期公布券商的经营业绩排名和上海伟海投资咨询公司的券商业务价值量排名，二者均是根据承销金额进行排名。参见郭海星、万迪昉：“创业板 IPO 发行定价合理吗？”，《中国软科学》2011年第9期，第159页。

〔42〕 沈朝晖：“监管的市场分权理论与演化中的行政治理——从中国证监会与保荐人的法律关系切入”，《中外法学》2011年第4期，第860页。

〔43〕 尹蘅：“保荐制下承销商声誉与 IPO 企业质量关系研究”，《海南大学学报（人文社会科学版）》2010年第4期，第73页。

〔44〕 唐应茂：“股票发行注册制改革的内涵、本质和措施”，《财经法学》2016年第5期，第14页。

〔45〕 尹蘅：“我国投资银行声誉缺失之深层原因与重塑路径”，《生产力研究》2007年第2期，第39页。

〔46〕 陈见丽：“承销商声誉、融资超募与超募资金使用效率——基于我国创业板上市公司的经验证据”，《经济社会体制比较》2012年第3期，第56页。

〔47〕 顾连书、王宏利、王海霞：“我国新股发行审核由核准制向注册制转型的路径选择”，《中央财经大学学报》2012年第11期，第49页；另可参见曹凤岐：“推进我国股票发行注册制改革”，《南开学报（哲学社会科学版）》2014年第2期，第126页。

竞争因素而制造的市场“噪音”，^[48]在充分市场竞争条件下，承销商对上市企业进行评估、定价、销售的执业能力将是其最重要的核心竞争力，并由此产生承销商声誉的市场分化，随着投行声誉与执业质量以及IPO抑价和承销服务费用之间市场关联的逐步理顺，就可以更好地“促进投资银行声誉的‘信号传递’、‘价值发现’和‘补偿激励’功能的形成”^[49]。

另一方面，在市场化条件下，市场推动者可以通过积极引导多元化的承销商声誉排名系统来为市场参与者提供充分的声誉信息。在变量设置中除了市场份额之外，还应“包括承销商以往承销股票的IPO抑价程度以及股票长期收益率，用来衡量承销商估值的准确程度，分别赋予相应的权重……承销商收益由承销商声誉排名和发行人拟募资金总额共同决定，激励承销商在IPO定价过程中采用严格的价值评估体系”^[50]。与此同时，在市场声誉系统尚不能充分有效提供声誉信号的过渡阶段，市场组织者还可以考虑经由类似于“新三板”向下的组织分层机制来提供价值认证与降低信息成本的替代性方案，形成有效的流动性结构，从而缓冲“注册制”落地可能给资本市场造成的流动性风险。

最后，即使市场主体作为声誉的载体，“也仍然需要一种第三方治理机制的介入，使声誉的形成更为有效”^[51]。比如，当市场信息不对称程度因为新兴行业兴起而急剧上升时，投资银行就可能利用承销过程中分配股份的权力为自身谋求利益：“Reuter（2006）提供的一个实证证据是，共同基金因为认购得到高折价的股份而赚取的每一美元，大约有85美分被投资银行以客户交易佣金的形式获取，而作为回报，投资银行把更多的IPO发行股份分配给相关客户。”^[52]在此类情况下，第三方治理作为一种有限介入的组织监管机制可以在一定程度上帮助克服声誉机制自我实施过程中的机会主义，只有当声誉机制与组织监管机制在充分市场化条件下逐步有效耦合、互为补充，市场才有可能更好地按照效率的原则发挥资源配置功能。

参考文献

- [1] 周雪光. 组织社会学十讲 [M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2016.
- [2] 贾立. 股票发行核准制的制度缺陷分析 [J]. 生产力研究, 2006 (3).
- [3] 李曙光. 新股发行注册制改革的若干重大问题探讨 [J]. 政法论坛, 2015 (3).
- [4] 刘平安. 新三板流动性难题如何解 [N]. 人民日报, 2015-01-05.

(责任编辑: 邢会强 赵建蕊)

[48] 实证研究表明: 有政治关联的公司更可能通过盈余管理包装上市, 并对研发支出产生了“挤出”效应, 其研发创新能力更差。参见逮东、万丽梅、杨丹: “创业板公司上市后为何业绩变脸?”, 《经济研究》2015年第2期, 第142~143页。

[49] 刘江会: “可信性、价值认证和投资银行声誉机制”, 《财经研究》2007年第9期, 第134页。

[50] 郭海星、万迪昉、吴祖光: “承销商值得信任吗——来自创业板的证据”, 《南开管理评论》2011年第3期, 第108页。

[51] 皮天雷: “国外声誉理论: 文献综述、研究展望及对中国的启示”, 《首都经济贸易大学学报》2009年第3期, 第98页。

[52] 许荣: “投资银行金融功能研究综述——基于IPO承销业务视角”, 《金融评论》2012年第5期, 第106页。