

直接上市制度改革及其“看门人”机制分析

高振翔*

内容提要：直接上市允许公司在不经 IPO 流程、不使用承销机构的情况下，自主选择是否发行新股，并将股票直接在交易所上市交易，是一种新型上市模式。美国直接上市改革的重要动因是私募市场繁荣发展对交易所市场造成压力，具体制度演变经历了仅限老股上市和 2020 年 8 月起兼容新股发行上市两个阶段。“看门人”弱化是直接上市改革的争议焦点问题，直接上市财务顾问仅提供顾问服务，所面临声誉压力、合同责任压力和法定责任压力远小于 IPO 承销商，难以起到市场“看门人”功能，现有应对路径包括递延财务顾问报酬给付、财务顾问承担承销商法律责任等。美国直接上市改革离不开发达私募市场、完备诚信环境和良好做市机制等条件。尽管我国引入直接上市制度的条件尚不成熟，在发行定价、上市路径、保荐承销制度等方面，直接上市改革仍然给我国带来启示。

关键词：直接上市 IPO 上市 证券私募发行 看门人 保荐承销

直接上市（direct listing）是一种新型上市方式。直接上市允许公司在不经首次公开发行股票（IPO）流程情况下，自主选择是否发行新股，并将股票直接在交易所上市交易。直接上市的最大特点是上市环节简化，无需承销商承销、路演、询价等环节，降低了发行人发行上市成本，提高了公开市场吸引力。

经美国证券交易委员会（以下简称 SEC）批准，纽约证券交易所（以下简称“纽交所”）在 2018 年推出了直接上市改革，允许满足一定条件的公司不发行新股、不筹集资金、不使用承销机构，简单登记股票后即可在纽交所上市交易。^{〔1〕} 公司股东结构不会改变，但持股人却可以公开

* 高振翔，中国社会科学院大学法学院博士研究生，任职于深圳证券交易所。

本文仅代表作者个人观点，与所任职单位无关。

〔1〕 See Elana Lyn Gross, SEC Approves NYSE Direct Listing Proposal (Aug 26, 2020), available at <https://www.forbes.com/sites/elanagross/2020/08/26/sec-approves-nyse-direct-listing-proposal/?sh=1b6e44fa6bc5>, last visited on May 13, 2021.

出售股票,满足了不缺少资金、不愿意稀释股权的科技初创公司提高股票流动性、便利早期投资退出的需求。但该模式只允许公司老股上市,不能发行新股融资。2020年8月,经SEC批准,纽交所在原有直接上市模式基础上增加了发行新股的直接上市模式,并将前者称为“卖出股东上市”(selling shareholder direct listing),后者称为“初次直接上市”(primary direct listing)。^{〔2〕}“初次直接上市”允许公司不经承销向公众发售新股,新股老股一并直接上市,丰富了直接上市的募资功能。与此同时,围绕直接上市在保护投资者方面缺陷的争议随之而来,SEC一度因为市场主体申诉而缓期实施“初次直接上市”制度。^{〔3〕}

直接上市改革为资本市场带来了全新上市模式,同时伴随司法争议和利益博弈。特别是直接上市缺少承销商等中介机构“看门人”的支撑、承销、推广、战略投资和超额配售等,可能给投资者带来风险。本文阐述了美国直接上市改革的背景动因和具体制度安排,比较分析了直接上市与IPO上市的“看门人”职责与角色,并围绕改革的争议焦点——“看门人”弱化问题及其对投资者保护的影响作深入解析。美国直接上市制度改革为我国完善以注册制为核心的发行上市制度提供了借鉴,本文结合美国直接上市改革具体情况及其面临问题,对我国引入直接上市制度的前景提出思考和建议。

一、直接上市的改革背景与制度安排

(一) 改革动因:提高公开市场的吸引力

美国积极推出直接上市改革的背景是私募市场的发展繁荣给公开市场造成压力。由于IPO数量持续走低以及公司的正常退市,美国上市公司的数量已从1997年的历史峰值8884家下滑至2015年的3812家,2016年的IPO数量与融资金额更是创下2010年以来最低水平。^{〔4〕}与公开市场的疲软态势不同,近年美国私募市场却呈现欣欣向荣景象。据统计,2017年,美国风险投资机构累计向8076家公司投资了842亿美元。^{〔5〕}许多初创型公司通过证券私募市场即可募得足够资金,无需借助IPO途径。2015年,Airbnb公司从证券私募市场获得了15亿美元的股权融资,而2017年美国IPO平均募资规模仅为1亿美元。^{〔6〕}

〔2〕 See Mark S. Bergman, Raphael M. Russo, Tracey A. Zaccane, SEC Approves NYSE Rule Change Permitting Primary Direct Floor Listings (September 9 2020), available at <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=ae11a7a6-625e-4fbc-94ea-c84cf66989b3>, last visited on May 13, 2021.

〔3〕 See SEC Commissioner Elad L. Roisman, Statement on NYSE Primary Direct Listing Proposal (December 22, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/roisman-listings-2020-12-22>, last visited on May 13, 2021; SEC Commissioner Allison Herren Lee, Caroline A. Crenshaw, Statement on Primary Direct Listings (December 23, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-listings-2020-12-23>, last visited on May 13, 2021.

〔4〕 数据来源于Wind。

〔5〕 See Pitchbook-national Venture Capital Association, Venture Monitor Q4 2017 (January 2018), available at https://nvca.org/wp-content/uploads/2019/07/4Q_2017_PitchBook_NVCA_Venture_Monitor.pdf, last visited on Mar. 20, 2021.

〔6〕 See Lia Der Marderosian, 2017 IPO Report, The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Finance Regulation (May 25, 2017), available at <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/05/25/2017-ipo-report/>, last visited on Mar. 20, 2021.

美国私募市场发展壮大与监管制度的“松绑”密切相关。美国 1933 年《证券法》第 4 (a) (2) 节规定了“与公开发行无关的发行人的交易”的豁免证券注册条款，为私募市场发展留有空间。根据该规定，针对有证据表明能够实施自我保护 (fend for themselves) 的人进行要约发行，属于非公开发行的交易。^{〔7〕} 为使私募证券发行豁免更具操作性，1982 年 SEC 颁布了《D 条例》(Regulation D) 并引入“获许投资者” (accredited investors) 概念，允许公司向“获许投资者”发行未向 SEC 注册的证券。《D 条例》的核心规则 506 规定，购买者如果是“获许投资者”，或者属于“成熟投资者” (sophisticated purchaser) 且这部分投资者的人数不超过 35 位，则可享受注册豁免。^{〔8〕} 同时，为提高私募证券的可交易性，SEC 又于 1972 年和 1990 年分别颁布《144 规则》(Rule 144) 和《144A 规则》(Rule 144A)，允许向“获许投资者”发行的未注册的证券在二级市场交易。特别是《144A 规则》允许向“合格的机构买方” (qualified institutional buyers) 基本无人数限制地转让非公开发行的证券，私募证券的流动性得到极大提升。总体上，以 1933 年《证券法》第 4 (a) (2) 节、《D 条例》和《144 规则》为核心的美国私募证券发行和转让制度，满足了私募发行人的筹资需求，一定程度上解决了私募证券的转售和流动性问题，促进了证券私募市场的蓬勃发展。

不同于私募发行转让制度的持续“松绑”，公开市场监管却不断“收紧”，特别是 21 世纪以来的两次大规模证券监管改革大大增加了上市公司信息披露负担，降低了公开市场对市场主体通过公开市场募资的吸引力。美国国会 2002 年出台的《萨班斯—奥克斯利法》(Sarbanes-Oxley Act) 要求，上市公司管理层必须每年对于该公司财务报告相关内部控制的有效性出具书面意见，书面意见必须根据相关的控制测试结果得出。审计师必须对被审计单位财务报告相关内部控制的有效性出具审计意见。^{〔9〕} 而 2010 年出台的《多德—弗兰克法》(Dodd-Frank Act) 则包括了一系列有关股东权利和薪酬披露的条款，以及影响公司治理和其他披露事项的条款。^{〔10〕}

虽然私募市场为企业融资提供了具有吸引力的路径，但公司仍有在交易所上市交易的需求。私募证券转售仅限于“获许投资者”或者不超过 35 人的“成熟投资者”，流动性无法与上市交易的股票相提并论，且上市便于公司后续开展收购行动。在此背景下，纽交所直接上市改革应运而生。直接上市移除了承销商的承销流程，避免了证券发行承销过程中高额的承销费用和发行折价，以及静默期 (gun-jumping)、股票锁定期 (lock-up period) 等传统 IPO 监管要求，在降低公司发行上市成本的同时，为原始股东提供了更为通畅的退出通道。SEC 批准直接上市改革也体现了监管层平衡公开市场与私募市场发展的考虑：公开市场相比私募市场有更为透明的信息披

〔7〕 参见郑坤山：《借鉴美国经验完善我国证券私募监管法律制度研究》，载黄红元、徐明主编：《证券法苑》第 12 卷，法律出版社 2014 年版，第 199 页。

〔8〕 《D 条例》规则 501 条列举了八个种类的个人和实体作为“获许投资者”，主要包括资产或收入达到一定标准的金融机构、公司、信托等商业组织、自然人等，且对人数没有限制。《D 条例》也规定了“成熟投资者”可以投资于私募证券，“成熟投资者”由发行人进行认定，发行人必须合理地相信“成熟投资者”在商业和金融方面有充分的知识和经验来适当评估潜在投资风险。根据《D 条例》的制度设计，“成熟投资者”的风险承受能力低于“获许投资者”，因此将其人数限定在 35 人以下。

〔9〕 See Section 404 of Sarbanes-Oxley Act of 2002.

〔10〕 See Sections 1502, 1503 and 1504 of the Dodd-Frank Act.

露、更为公平的竞价机制，能给中小投资者带来更多投资机会。基于此，有必要吸引更多已获得私募融资的公司到公开市场上市。

纽交所直接上市制度一经推出便受到市场积极反响，截止 2020 年底，已有 4 家“独角兽”公司在纽交所直接上市。该四家公司上市的情况请参见表 1。

表 1 直接上市案例情况（截至 2020 年底）

时间	公司	方式	上市首日收盘市值（亿美元）
2018 年 4 月 3 日	流媒体音乐服务公司 Spotify	不发行新股，老股直接上市	265
2019 年 6 月 20 日	团队协作软件开发公司 Slack	不发行新股，老股直接上市	195
2020 年 9 月 30 日	团队协作软件开发公司 Asana	不发行新股，老股直接上市	45
2020 年 9 月 30 日	大数据分析公司 Palantir	不发行新股，老股直接上市	206

（二）制度安排：从仅限老股上市到兼容新股融资

美国直接上市改革经历了从仅限老股上市到 2020 年 8 月起兼容新股融资两个不同阶段。事实上，早在 2018 年 2 月 SEC 正式批准纽交所直接上市规定之前，纳斯达克市场已默许公司直接上市。但纳斯达克市场的上市规则未明确规定直接上市制度，且 SEC 对直接上市模式也未予认可，因此，尽管实践中存在纳斯达克市场直接上市案例，直接上市制度尚未真正确立。^{〔11〕}

1. 2018 年直接上市规定

为在上市规则中增加不发行新股的直接上市模式，2017 年 3 月 13 日，纽交所向 SEC 递交了《上市公司手册》（Listed Company Manual）修改申请。经三次修正，修改申请在 2018 年 2 月 2 日获 SEC 正式批准。^{〔12〕} 根据修改后的《上市公司手册》第 102.01B 条规定，公司在纽交所直接上市遵循以下程序：

一是向 SEC 注册拟上市股票。直接上市改革是上市方式的改革，不涉及上市前股票注册程序的调整。计划直接上市的公司仍须按照美国证券法律的规定向 SEC 提出拟上市股票的注册申请（registration statement）和公开发行申请表格，即便是老股转让也构成美国证券法下的公开发行（secondary offering）。直接上市提交的注册表格与 IPO 提交的注册表格相同，两者在信息披露上也基本相同。^{〔13〕} 如果拟上市股票符合《144 规则》“安全港”规定的豁免注册条件，公司则可以豁免这部分股票的注册。

〔11〕 据统计，2018 年 2 月前已有 11 家公司在纳斯达克市场完成了直接上市。See Tom Zanki, NYSE Rule Change Would Make It Easier to List without IPO (July 6, 2017), available at <https://www.law360.com/articles/933065/nyse-rule-change-would-make-it-easier-to-list-without-ipo>, last visited on Mar. 20, 2021.

〔12〕 See SEC, Release No. 34-82627, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Notice of Filing of Amendment No. 3 and Order Granting Accelerated Approval of Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 3, to Amend Section 102.01B of the NYSE Listed Company Manual to Provide for the Listing of Companies that List Without a Prior Exchange Act Registration and that Are Not Listing in Connection with an Underwritten Initial Public Offering and Related Changes to Rules 15, 104, and 123D (February 2, 2018).

〔13〕 美国本土发行人使用 Form-S1 进行注册，非美国本土发行人使用 Form-F1 进行注册，包括招股书和注册说明书。

二是向纽交所申请股票直接上市。公司履行 SEC 注册程序后，便可向纽交所提出直接上市申请。申请在纽交所直接上市，公司需完成相应的估值程序，并满足以下条件：

(1) 公众持股量和股价要求

就公众持股量而言，直接上市要求公司公众持股的股份数不少于 110 万股，股东不少于 400 名，股价不低于每股 4 美元。公司董事、高管或他们的直系亲属，以及占公司股本 10% 或以上的股东持股不计入公众持股量。

(2) 市值要求

直接上市公司的市值要求为：A. 如果公司曾在证券私募市场实施过私募融资（private placement），公众持股市值不低于 1 亿美元，计算方式为在（a）独立第三方对公司的估值和（b）由全国性证券交易所（national securities exchange）或注册经纪商（registered broker-dealer）运营的未注册证券交易系统（合称“私募融资市场”）中的公司普通股最近一次交易价格，两者中取较低值；B. 如果公司未实施过私募融资或者没有在私募融资市场的最近交易价格，则需要独立第三方对公司估值为公众持股市值不低于 2.5 亿美元。相比 IPO 上市中 4000 万美元的市值要求，纽交所为直接上市设置的市值门槛更高，目的是为公司直接上市后保持一定市值规模，以及上市后的二级市场交易提供流动性。

公司满足上述条件，且 SEC 注册文件生效，就可以和纽交所选定日期完成直接上市。直接上市股票定价由公司指定做市商（designated market maker）完成，如果公司股票上市前已在私募市场转让，指定做市商将根据私募市场的最新定价确定股票上市价格，如果公司股票未曾在私募市场转让，指定做市商将在咨询公司聘请的财务顾问（financial advisor）意见后确定股票上市价格。

2. 2020 年直接上市新规

为拓宽直接上市适用场景，满足公司筹资需要，经 SEC 批准，纽交所在 2020 年对直接上市规则进行了修改，允许公司发行新股并直接上市。2019 年 12 月 11 日，纽交所向 SEC 递交《上市公司手册》修改申请。经两次修正，新规于 2020 年 8 月 26 日获 SEC 批准。^[14] 而就在 2020 年 8 月 25 日，纳斯达克交易所也向 SEC 提交了增加发行新股的直接上市规定申请，SEC 于 2021 年 5 月 19 日批准了纳斯达克交易所的直接上市规定。^[15]

纽交所直接上市新规把不发售新股、只出售老股的直接上市方式称为“卖出股东上市”，而把允许发行新股筹资的直接上市方式称为“初次直接上市”，并对“初次直接上市”的上市条件和交易机制作了特别规定：

[14] See SEC, Release No. 34-89684, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings (August 26, 2020).

[15] See SEC, Release No. 34-91947, Self-Regulatory Organizations; The Nasdaq Stock Market LLC; Order Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Allow Companies to List in Connection with a Direct Listing with a Primary Offering In Which the Company Will Sell Shares Itself In the Opening Auction on the First Day of Trading on Nasdaq and to Explain How the Opening Transaction for Such a Listing Will be Effected (May 19, 2021).

(1) 市值要求

“初次直接上市”发行人需满足在上市首日发行新股的市值达到 1 亿美元；否则，上市首日发行新股的市值与上市前一刻既有公众持股市值合计应达到 2.5 亿美元。新股市值按 SEC 注册文件中设定的价格区间最低价计算。

(2) 公开竞拍机制

由于没有承销商协助，新股在上市首日通过公开竞拍（opening auction）方式由发行人直接售予投资者。所谓公开竞拍，是借由交易所技术通过市场的买卖订单进行价格匹配从而实现股票价格发现的机制。公开竞拍前，发行人须指定做市商，由其根据市场供需情况，并在咨询发行人财务顾问基础上确定竞拍价格。同时，发行人在向 SEC 注册时，需要在注册文件中设定发行价格区间，竞拍价格须在区间内（目前，纳斯达克交易所正在向 SEC 申请允许竞拍价格可以在注册文件设定的价格区间上下浮动 20%）。为此，纽交所创造了一种新的交易指令，即发行人直接要约（Issuer Direct Offering, IDO）。^[16] IDO 实质上是发行人下达的一笔股票卖单，卖单价格在发行价格区间内，数量与发行人向 SEC 注册的发行股数相同。老股东也可在公开竞拍时段挂出卖单，老股东以低于竞拍价格挂出的卖单称为更优价格卖单（better-priced sell order）。在竞拍成交时，IDO 和更优价格卖单均优先成交，且 IDO 是第一顺位成交。IDO 和更优价格卖单必须完全执行，如果市场需求不足以消化所有 IDO 和更优价格卖单，做市商不执行交易，此前已被接受的订单退回，直接上市失败。公开竞拍机制由公司直接与二级市场投资者对接，发行与交易紧密相连，避免了传统 IPO 发行中繁琐的承销商路演、询价流程，所有投资者都可以参与发行定价，定价过程更加透明公开。

卖出股东直接上市和初次直接上市条件的对比请参见表 2。

表 2 卖出股东直接上市和初次直接上市条件对比表

	卖出股东直接上市（不发行新股）	初次直接上市（发行新股）
注册义务	须向 SEC 注册拟上市股票	
公众持股量	上市前公司公众持股的股份数不少于 110 万股，股东不少于 400 名，股价不低于每股 4 美元。公司董事、高管或他们的直系亲属，以及占公司股本 10% 或以上的股东持股不计入公众持股量。	
市值条件	如果曾实施过私募融资，公众持股市值不低于 1 亿美元；如未曾实施私募融资，或者虽实施过私募融资但没有在未注册证券交易系统的最近交易价格的，则需要独立第三方对公司公众持股市值估值不低于 2.5 亿美元。	上市首日发行新股的市值达到 1 亿美元；否则，上市首日发行新股的市值与上市前一刻既有公众持股市值合计应达到 2.5 亿美元。新股市值按 SEC 注册文件中设定的价格区间最低价计算。
发行机制	不适用	公开竞拍机制

[16] 参见林蔚然、程威：《美国直接上市模式的改革及启示》，载 <http://opinion.caixin.com/2020-09-24/101609224.html>，最后访问时间：2020 年 11 月 26 日。

3. 直接上市的特点与优势

总的来看，直接上市具有程序简单、成本较低、监管要求灵活的特点与优势。

(1) 发行上市程序简化，成本较低

直接上市无需承销商参与，简化了发行上市程序，降低了成本。对不发行新股的直接上市，直接上市避免了路演（推介发行证券）、询价（簿记建档）等新股发行承销环节，程序简化带来上市成本的降低。对发行新股的直接上市，新股发行采取公开竞拍机制，由发行人与投资者直接对接，也无需路演、询价等繁琐程序，节省了因承销商参与发行承销所产生的高额费用。但由于没有承销商代办证券销售事务，直接上市发行人需要直接面向市场发售股份，这意味着直接上市公司须具备一定市场知名度和公众吸引力，否则直接上市很难成功。

(2) 监管要求灵活

同时，直接上市的监管要求也更为灵活。一是没有静默期限制。传统 IPO 中，公司向 SEC 提交注册文件至注册文件生效期间内，公司及公司高管需要对公众保持静默，不得以书面形式向外界透露招股说明书以外信息，避免对股票发行价格产生影响。从现有 Spotify 和 Slack 直接上市案例看，直接上市没有静默期的限制，高管可以在上市前公开讨论公司情况。^{〔17〕} 二是没有锁定期限制。传统 IPO 中，原始股东所持股份存在限售锁定期。美股锁定期由承销商与发行人约定，一般为 6 个月。锁定期的初衷是避免上市初期原始股东的大额股份变动损害新股东的利益，以此确立公众投资人对新股价值的信心，激励内部股东提升公司业绩，但锁定期也增加了原始股东，特别是创投公司等财务投资者退出的不确定性。直接上市锁定期较为灵活，如 Spotify 案例中，除少数股东股份自愿锁定外，其余股东和高管都能立即在二级市场卖出其股份。^{〔18〕}

直接上市与 IPO 上市的对比请参见表 3。

表 3 直接上市与 IPO 上市对比表

	直接上市		IPO 上市
	卖出股东上市	初次直接上市	
上市目的	提高股票流动性、便利后续兼并收购	募集资金、提高股票流动性、便利后续兼并收购	
券商承担的角色	财务顾问 (协助公司准备注册上市文件、开展投资者交流、提供估值定价咨询服务,收取固定费率)		承销商 (提供路演、询价、承销、配售等服务,按发行金额比例收取承销费用,一般为 7%)

〔17〕 See Cody L. Lipke, Direct listing: How Spotify is Streaming on the NYSE and Why the SEC Should Press Play, 12 *The Journal of Business, Entrepreneurship & the Law*, 173 (2019).

〔18〕 由于 Spotify 股东腾讯在直接上市前就与公司订立了股份锁定协议，因此在 Spotify 直接上市后，腾讯仍需遵守股份锁定的承诺。

续前表

	直接上市		IPO 上市
	卖出股东上市	初次直接上市	
股票定价	股票上市价格由做市商根据公司在私募市场的最新转让价格确定，若无私募市场转让价格，则根据财务顾问意见确定	通过发行人直接要约的公开竞拍方式，在股票上市首日确定发行价格，价格发现由二级市场驱动	承销商组织路演、询价以确定股票发行价格和数量，投资者按照规定的 IPO 价格购买股票
锁定期	锁定期灵活，现有股东可以立即变现		原始股东受锁定期限制（一般为 180 天）
静默期	无静默期要求		有静默期要求
投资者教育	公司高管通过公开网上直播召开“投资者日”（Investor Day）活动		承销商组织路演与各机构投资者举行会议

（三）改革争议：重点关注“看门人”弱化问题

直接上市改革初衷是降低发行上市成本，提高公开市场对科技初创企业的吸引力。因此，制度设计的主轴是简化发行上市步骤，提升效率。但直接上市中新股发行没有锁定期限制、无需承销商参与等对发行人“减负”的安排却可能增加投资者追究发行人欺诈责任的难度，造成“看门人”弱化问题。不过，欺诈责任追究问题具有美国证券立法和司法的独特背景，且在 IPO 上市中同样存在，目前，SEC 已不认为该问题构成直接上市改革障碍。而“看门人”弱化问题却可能给市场带来更严重不利影响，值得制度移植重点关注。

1. 欺诈责任追究

纽交所直接上市新规获批两周后，投资者理事会（Council of Institutional Investors，简称 CII）便于 2020 年 9 月 8 日向 SEC 提交了对直接上市新规的复议申请，认为直接上市可能削弱投资人所持股票与发行注册文件之间的可追溯性（traceability），导致 1933 年《证券法》第 11 条有关发行欺诈的规定难以适用。^[19] 所谓的可追溯性，是指投资者购入的证券能否被追溯至发行人的注册文件。1933 年《证券法》第 11 条规定，如果发行人注册登记声明书生效后被发现存在对重大事实进行不实陈述或者对必需、必要事实存在遗漏，导致声明书陈述具有误导性情形，任何购买“此类证券”（such securities）的投资者只要事先不知情，都可以通过对责任人提起诉讼的形式维护自身权益。对“此类证券”的解释，美国司法判例在传统上将其狭义解释成根据特定的注册登记声明书所发行的证券，而并非发行人发行的所有证券。可追溯性问题并非新问题，在

[19] See CII, Petition of Council of Institutional Investors for Review of an Order, Issued by Delegated Authority, Granting Approval of a Proposed Rule (September 8, 2020), available at <https://www.sec.gov/rules/sro/nyse/2020/34-89684-petition.pdf>, lasted visited on Mar. 26, 2021.

IPO 锁定期结束后或者老股东借由《144 规则》豁免注册后直接流向二级市场，其追溯问题同样存在。IPO 模式下由于发行股票均在注册登记声明书范围内，且新股转让存在锁定期，因此 IPO 初期不存在可追溯性问题，但直接上市没有锁定期，新股老股一并向公众公开转让，使得可追溯性问题在股票发行上市初期即存在，加重了这一问题。

虽然新规一度因 CII 申诉而暂缓实施，但 SEC 最终于 2020 年 12 月 22 日复核通过直接上市新规。^[20] SEC 指出，可追溯性问题不构成实施直接上市新规障碍。首先，可追溯性问题非因直接上市改革产生，对该问题的处理应依赖司法部门，法院对可追溯性问题的司法结论一直在变化。在最近一起针对 Slack 的证券诉讼案中，加州北区的联邦地区法院便认为，传统的追溯标准在直接上市情形下显得过于苛刻。法院最终采用了统计意义上（statistically）的追溯，即原告仅需证明其持有的股份大多数系注册文件中的股份即可。^[21] 其次，技术变革也为构建更好的股份所有权追溯体系带来了机遇，基于区块链的可追溯证券可以用于构建不可篡改的托管链条，在必要时可以为投资者主张权益提供证据。

2. “看门人”弱化

直接上市无需承销商参与发行上市环节，最大好处在于避免了“IPO 抑价”和高额承销费用。多数公司 IPO 上市首日存在股票折价（underpricing）现象，理论界大多把折价“罪魁祸首”指向承销商。如承销商垄断假说^[22]认为，承销商垄断了发行市场，虽然抑价发行可能使承销费受损（折价后 IPO 规模下降），但承销人可以利用手中掌握的低价 IPO 资源，向长期客户（主要是机构投资者）配售 IPO，而这些长期客户可以通过提高交易佣金的方式，向承销商输送利益。又如证券欺诈集团诉讼假说^[23]认为，如果 IPO 定价过高，股票价格大幅回落将引来集团诉讼。IPO 定价越高，价格回落导致的投资者损失也越大，而压低 IPO 价格能减轻承销商在证券欺诈诉讼中可能担负的成本。再如发行人与投资者信息不对称假说^[24]认为，发行人相比承销商拥有更多的内部信息，作为理性投资者的承销商及其背后的机构投资者有意压低报价，避免发行价格远高于发行人的真实资产价格。而直接上市没有承销商参与也就避免了发行折价，由此发行人可以募集更多资金。^[25] 同时，发行人还省却了高额承销开支。在发行人 IPO 全部费用开支中，发行承销费用占比最高。据美国 PricewaterhouseCoopers (PwC) 统计，大型 IPO（发行规模在 10 亿

[20] See SEC, Release No. 34-90768, Self-Regulatory Organizations; New York Stock Exchange LLC; Order Setting Aside Action by Delegated Authority and Approving a Proposed Rule Change, as Modified by Amendment No. 2, to Amend Chapter One of the Listed Company Manual to Modify the Provisions Relating to Direct Listings (December 22, 2020).

[21] See *Dennee v. Slack Technologies, Inc. et al.*, 3 _ 19-cv-05857, No. 74 (N. D. Cal. Apr. 21, 2020).

[22] See Jonathan Reuter, Are IPO Allocations for Sale? Evidence from Mutual Funds, 61 *The Journal of Finance*, 2289-2324 (2006).

[23] See Michelle Lowry, Susan Shu, Litigation Risk and IPO Underpricing, 65 *Journal of Financial Economics*, 309-335 (2002).

[24] See Chris J. Muscarella, Michael R. Vetsuypens, The Underpricing of “Second” Initial Public Offerings, 12 *Journal of Financial Research*, 183-192 (1989).

[25] See Tayler Tanner, Spotify’s Direct Listing and Foreign Private Issuers: Protecting Investors When Foreign Private Issuers List on a U. S. Exchange but Not on Their Home Exchange, 2019 *Brigham Young University Law Review*, 599 (2019).

美元以上)的发行费用约为7030万美元,其中约6140万美元为承销费用。〔26〕

虽然直接上市通过移除承销商的方式避免了承销商给发行人带来的利益损害,却也把承销商扮演“看门人”(gatekeeper)角色而给市场带来的益处一并去除。“看门人”是以声誉资本对发行人、上市公司信息披露质量或发行证券品质向投资者提供担保的中介机构,承销商是证券市场最重要的“看门人”。美国1933年《证券法》并未使用“看门人”一词,该词最早出现在20世纪80年代的证券法学者论文中。〔27〕按照学者观点,“看门人”形象描述了1933年《证券法》对承销商的角色定位,即阻止公司的错误行为,保护投资者免受注册声明中虚假陈述的损害。承销商最重要的资产是声誉,声誉良好的承销商可以为投资者提供证券价值的验证和认证服务。〔28〕承销商声誉越好,认证作用越强。承销商的声誉在承销费用上得到合理的反馈与对价,激励承销商在每单发行中通过充分的尽职调查给市场提供优质证券,以提升自己的声誉。

但在直接上市模式下,承销商角色由财务顾问替代。直接上市财务顾问主要为公司提供顾问服务,与公司利益捆绑程度低,难以发挥类似IPO承销商的“看门人”功能。“看门人”角色的缺失将导致发行上市监督链条上缺少重要一环。从以往司法实践看,在承销商、审计师、律师等IPO中介机构中,承销商在欺诈发行案件中被追究责任、承担赔偿责任的可能性更大。SEC在批准直接上市新规的决定书中也承认,直接上市模式下传统承销商尽职调查等环节的缺失,将对投资者保护带来不利影响。〔29〕“看门人”弱化是直接上市改革亟需面对且无法回避的问题。

二、直接上市与IPO上市的“看门人”角色

直接上市模式下,财务顾问取代承销商为公司提供发行上市服务。虽然IPO承销商和直接上市财务顾问均为公司发行上市提供了重要保障,具体职责和“看门人”角色却存在不同。

(一) IPO中的承销商职责分析

承销商是为发行人提供证券发行和销售服务的中间人。根据美国1933年《证券法》第2(a)(11)条,承销商是以证券销售为目的,从发行人购买证券出售,或者代理发行人出售证券的任何人,其他直接或间接参与证券销售活动的机构或者个人,也可以视作承销商。〔30〕承销包括代销和包销两种模式,实践中包销模式占据主流。包销是指承销商事先将发行人证券以协议折扣价格全部购入,再向公众进行发售,发行失败风险主要由承销商承担。而代销则指承销商代发行人

〔26〕 See PwC Deals, Considering an IPO to Fuel Your Company's Future? Insight into the Costs of Going Public and Being Public (November 2017), available at https://www.pwc.com/hu/hu/szolgaltatasok/konyvvizsgalat/szamviteli-tanacsadas/kiadvanyok/cost_of_an_ipo_2017.pdf, last visited on Mar. 10, 2021.

〔27〕 See Ronald J. Gilson, Reinier H. Kraakman, The Mechanisms of Market Efficiency, 70 *Virginia Law Review*, 549-644 (1984).

〔28〕 参见前引〔27〕, Ronald J. Gilson、Reinier H. Kraakman文,第549-644页。

〔29〕 参见前引〔20〕。

〔30〕 See 15 USC § 77b (a) (11).

发售证券，承销结束时，未出售证券全部退还发行人，发行失败风险主要由发行人承担。除证券销售，承销商在 IPO 中还发挥着以下功能：

1. 簿记建档 (book building)

簿记建档是以询价方式确定证券发行价格的核心环节，由承销商代表发行人与机构投资者接触，以确定潜在投资者买入需求，包括拟买入证券的数量和价格，承销商将买入需求进行簿记建档。受发行人委托，主承销商担任簿记管理人，负责簿记建档的具体运作。在预路演阶段，根据市场反馈信息，主承销商与发行人确定申购价格区间。在正式路演阶段，承销商在公证机关（往往由律所充当）的监督下开展簿记建档。簿记建档是确定发行价格的重要依据。

2. 推介发行证券

通过路演 (road show) 等手段，承销商向投资者推介发行人拟发行的证券，这是公众投资者了解发行人经营、财务、产品状况的重要途径，也是潜在投资者判断证券发行价值的关键环节。路演中，承销商陪同发行人拜访重要客户，向潜在投资者介绍发行人情况以及拟发行证券种类、价格，并回答潜在投资者的提问。承销商利用长期积累的声誉和经验为发行人发行证券进行背书。

3. 注册文件准备

承销商协助发行人完成向 SEC 的证券发行注册程序，包括根据《证券法》要求向 SEC 提交注册文件。承销商作为专业化的金融中介，在发行方案设计、申报材料制作、向 SEC 注册方面具有丰富经验，既熟悉证券发行的流程和监管要求，也了解市场不同需求，可以有针对性地向发行人提供各种服务。

IPO 注册文件的准备是一项极为耗费人力物力的工作。在特斯拉汽车公司 (Tesla Motors, Inc) IPO 中，发行人向 SEC 提交了 173 页的招股说明书。^[31] 据美国白宫管理及预算办公室 (The White House Office of Management and Budget) 估计，对发行人提交的 S1 注册文件，SEC 监管人员平均需要花费 653 个工作小时进行答复。^[32]

4. 发行定价及价格维持

发行前的定价和发行后的价格维持是承销商协助发行人 IPO 的核心工作。承销商需要综合考虑发行规模、发行人的商业经营、资产及盈利情况、管理经验、市场反应等因素，与发行人协商确定发行价格。证券成功发行并上市交易后，承销商还发挥着稳定价格的作用。为了减少证券上市初期价格巨幅波动风险，发行人往往授予承销商超额配售选择权。超额配售又称绿靴期权 (green-shoe option)，如果发行后一段期间内，证券供过于求，承销商有权在二级市场回购已发行股份，以稳定价格，避免证券价格跌破发行价。反之，如果证券供不应求，承销商可以以发行价格从发行人手上额外购买证券出售投资者。

[31] See Tesla Motors, Inc., Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933 (January 29, 2010), available at <http://wallstreetnewsnetwork.com/TeslaS1.pdf>, last visited on Mar. 22, 2021.

[32] See SEC, Form S-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933 (March, 2021), available at <https://www.sec.gov/files/forms-1.pdf>, last visited on Mar. 22, 2021.

（二）直接上市中的财务顾问职责分析

尽管直接上市模式下，公司无需聘请承销商，但仍需聘请财务顾问（financial advisor）。财务顾问为直接上市公司提供三类服务：一是咨询服务，包括确认公司估值达到直接上市所要求的市值标准，协助做市商确定公司直接上市首日的开盘价等；二是协助公司制作向 SEC、纽交所申报的股票注册、上市文件；三是协助公司开展投资者宣传、沟通事宜，如 Spotify 财务顾问曾协助公司在直接上市前通过线上方式举办“投资者日”，向公众投资者推介公司投资机会。直接上市财务顾问相比 IPO 承销商收费更低。如 Spotify 案例中，财务顾问费用仅为 3500 万美元，相同规模的 IPO 承销费在 8000 至 1.2 亿美元之间。^{〔33〕}

（三）IPO 承销商与直接上市财务顾问职责对比及角色差异

总结来看，IPO 承销商与直接上市财务顾问的职责对比请参见表 4，两者在“看门人”角色上存在以下三个方面差异：

一是为发行人提供的服务内容不同。承销商包办了证券发行承销的全部工作，直接上市财务顾问则主要为发行人提供估值咨询、注册文件准备和投资者沟通等服务。与承销商相比，财务顾问不通过路演方式向潜在投资者推荐发行证券，也未通过询价方式协助发行人进行发行定价，更未采取包销、代销等手段代理发行人销售证券。

二是参与发行人证券发行的程度不同。如直接上市财务顾问和 IPO 承销商均需协助发行人完成发行上市定价，但直接上市财务顾问仅向发行人提供定价咨询，不参与发行定价决策，更无需通过簿记建档、路演等方式具体协助发行人确定发行上市价格。直接上市财务顾问参与证券发行上市的程度相对较低。

三是与发行人的利益捆绑程度不同。承销商通过证券包销、代销等方式为发行人承销发行股票，同时，按照超额配售机制约定，协助发行人平抑证券价格波动。承销收入取决于发行是否成功，承销商的经济利益与发行人深度捆绑。但直接上市财务顾问不提供证券承销和上市后价格维持服务，其报酬主要根据工作量由合同约定，与发行人利益捆绑程度较低。

表 4 IPO 承销商与直接上市财务顾问职责对比表

	IPO 承销商	直接上市财务顾问
注册上市文件准备	协助发行人完成 SEC 证券注册程序以及交易所证券上市程序	
发行上市定价	通过询价方式协助发行人确定股票发行价格	仅向发行人提供股票上市价格估值咨询
上市价格维持	通过超额配售方式减少上市交易初期的价格波动	无

〔33〕 See Maureen Farrell, Spotify Disrupted the Music World, Now It's Doing the Same to Wall Street (January 15, 2018), available at <https://www.wsj.com/articles/spotify-disrupted-the-music-world-now-its-doing-the-same-to-wall-street-1516024778>, last visited on Mar. 10, 2021.

续前表

	IPO 承销商	直接上市财务顾问
推介发行证券	通过路演等方式向投资者推介发行人拟发行的证券	仅协助发行人开展“投资者日”等活动
代理证券销售	通过证券包销、代销等方式为发行人承销发行股票	无

三、直接上市“看门人”机制的弱化及其应对

（一）直接上市面临“看门人”弱化问题

根据“看门人”理论，承销商在 IPO 中充当了“声誉中介”（reputational intermediary）的角色，也即在投资者对发行人状况不甚了解的情况下，承销商的声誉成为投资者判断发行人投资价值的重要标尺。^{〔34〕} 发行人和投资者之间的信息不对称使得发行失败（如认购不足、IPO 破发）的风险一直存在。承销商在大量的承销案例中建立了口碑和声誉，由承销商为发行提供担保，相当于将自身声誉“出借”给发行人，能有效降低发行人的发行成本。特别是对发行难度较大的创新项目，发行人往往聘请知名的大型金融机构作为承销商，确保发行成功。同时，承销商的“自利”（self-interest）动机，包括维持其在市场的良好声誉，履行其与发行人的承销合同义务，避免承担证券法规定的欺诈责任，使得承销商得以勤勉尽责地确保发行人披露的发行注册文件真实、准确、完整。因此，承销商在优化资本市场生态上发挥关键“看门人”角色：在为发行人提供证券承销服务过程中，承销商为资本市场筛选出公司治理结构健全、财务经营状况良好、发展潜力较大、投资价值较高的“好公司”，并将治理结构和内控制度混乱、投资价值较低的“坏公司”拒之门外。投资者最大程度避免了证券欺诈风险，保障证券投资的长期回报。

以下将从声誉、合同责任和法定责任三个层面对直接上市财务顾问能否起到与承销商相似的“看门人”功能作分析。

1. 声誉约束

IPO 中，承销商通常采取包销方式承销证券。包销模式下，无论承销商是否找到投资者，承销商都需要购入全部的发行证券，承销商收入与发行情况密切关联。承销商在事实上起到了发行人的担保人作用。为了确保发行成功，承销商需要建立并维持良好的“声誉资本”（reputational capital）。如果承销项目发行成功，为购入证券的客户（通常是机构投资者）带来良好收益，承销商的“声誉资本”将会增加。反之，如果客户利益受损，则“声

〔34〕 参见前引〔27〕，Ronald J. Gilson、Reinier H. Kraakman 文，第 613-621 页。

誉资本”减少。^{〔35〕}理论上,承销商“声誉资本”越高,发行项目就越有把握,也更容易从发行人处获得超额的承销收入。在声誉机制和经济利益的驱动下,承销商将仔细甄别发行项目,对发行人进行深入细致的尽职调查。声誉机制促使资本市场形成“优胜劣汰”的良性生态,提高了市场运行效率。

但在直接上市中,发行人只需聘请财务顾问提供顾问服务。与IPO中承销商需要面临证券承销压力不同,直接上市中的财务顾问的角色相对被动,无需深度参与发行项目,面临的声誉压力也更小。从财务顾问的服务内容看,首先,财务顾问为发行人提供估值测算服务。纽交所《上市指引》要求直接上市的发行人估值超过2.5亿美元,为发行人提供估值服务的机构应当具有相应的服务经验(experience)和能力(demonstrable competence),因此,财务顾问通常由投资银行充当。其次,财务顾问需要协助发行人确定股票上市首日的开盘价,纽交所上市规则要求,为确保证券上市首日开盘价公正、有效,做市商需在咨询财务顾问后确定直接上市股票的上市首日开盘价格。此外,财务顾问还承担了协助准备发行文件、与投资者进行沟通等工作。但整体上,与IPO中承销商需要全面担保发行人证券发行成功不同,直接上市财务顾问主要为发行人提供顾问服务,无需动用自身资金参与证券承销,顾问收入由合同事先确定,不和发行情况直接挂钩。因此,相比IPO承销商,直接上市财务顾问面临的声誉压力更小。

2. 合同约定责任约束

IPO的承销商和直接上市的财务顾问为发行人提供的发行服务差异明显,两者需要向发行人承担的合同义务也大不相同,其中最突出的是价格稳定义务。IPO承销合同往往约定,承销商承担平缓发行证券的二级市场价格波动义务。如果发行证券的二级市场价格波动巨大,承销商需要动用自有资金维持发行证券的价格稳定,价格波动所造成的损失均需由承销商承担。证券价格稳定机制促使承销商定价时更加小心翼翼,充分评估和衡量市场各方风险,让证券二级市场价格贴合发行人的真实价值,避免触发价格稳定义务。

直接上市的财务顾问则无需承担价格稳定义务。根据SEC为直接上市制定的规则,财务顾问无需承担稳定发行证券价格的义务。这无疑使得发行证券在二级市场面临更大波动,不利于中小投资者利益的保护。Spotify的招股书也对直接上市这一内在风险向市场进行了提示。招股书表示,由于直接上市不存在承销商,也就不存在承销商在证券上市初期维持证券价格稳定的义务。由于没有价格稳定机制,证券上市初期的价格将存在巨幅波动的风险。^{〔36〕}

3. 法定责任约束

证券市场的复杂性使得承销商仅仅依靠声誉压力和合同责任压力无力阻止公司造假,法律责任的并行不可或缺。1933年《证券法》第11条规定了注册文件虚假陈述的民事责任,责任对象包括了承销商。该条规定:“一旦注册声明书任何部分在其生效后有对重要事实不真实陈述或疏

〔35〕 See Benjamin J. Nickerson, The Underlying Underwriter: An Analysis of the Spotify Direct Listing, 86 *University of Chicago Law Review*, 1022 (2019).

〔36〕 See Spotify Technology S.A. Prospectus (March 23, 2018), available at <http://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0001639920/f9537bde-f9af-4553-b0bd-e7421f1f5074.pdf>, last visited on Jul. 16, 2021.

忽陈述要求陈述的，或需要使该陈述不产生误解的重要事实，任何获得该证券的人（除非已证明他在获取时得知这种不真实性或疏忽），可以根据法律或衡平法在任何有管辖的法院提起诉讼：……（五）与该证券有关的每个承购人……”

在 *Escott v. BarChris* 案^[37]中，法院指出，根据第 11 条，承销商要为招股说明书等注册文件的真实性承担责任，只有承销商证明其已在注册文件中勤勉尽责（due diligence），才能免于承担虚假陈述的法律责任。^[38] 第 11 条进一步明确，对不同的注册文件内容，承销商的勤勉尽责义务不尽相同。对于发行注册文件中的非专业部分（non-expertized portion），承销商只需证明其已履行对事实的合理调查（reasonable investigation）义务，有合理理由（reasonable ground）确信相关部分真实，即可免除虚假陈述责任。^[39] 而对于专业部分内容，如资产负债表、营业收入等财务报表和数据，承销商需要证明其已经排除了不存在虚假陈述的所有合理怀疑（no reasonable ground to believe that it was untrue），才能免责。^[40] 为避免承担法律责任，承销商往往在承销前对承销对象开展仔细尽职调查，避免承销证券出现虚假陈述。上述法律责任设计使得承销商成为资本市场重要的“看门人”。

然而，在直接上市中，财务顾问却极力避免被视作承销商，进而承担第 11 条规定的法律责任。在 Spotify 直接上市的注册文件中，高盛等财务顾问否认作为承销商为 Spotify 提供服务。注册文件小心翼翼地回避了“承销商”字眼，并表示财务顾问为发行人提供的服务不同于承销商。高盛等财务顾问也没有在注册文件中作出承担第 11 条法律责任的保证。但 IPO 承销商在注册文件中明确作出承担第 11 条责任保证是常规操作。此外，根据前述分析，就算法院判定财务顾问承担第 11 条法律责任，原告股东能否将所购股票追溯至发行人注册文件也将成为问题。^[41] 特别是个别法院还对“此类证券”解释采取了较为严格的要求，要求当事人要实际找到证券对应的注册文件（actual tracing requirement），不能通过数据分析（statistical analyses）进行近似替代。^[42]

在财务顾问承担承销商法律责任不明的情况下，财务顾问是否还有足够动因对发行项目作出细致尽职调查存在疑问。如果财务顾问无需为直接上市的发行人虚假陈述行为承担可能的法律责任，财务顾问也就难以起到筛选高质量公司进入资本市场的“看门人”作用。

IPO 承销商和直接上市财务顾问充当资本市场“看门人”动因的对比请对见表 5。

总而言之，基于维护声誉影响、避免潜在的合同责任和法定责任考虑，承销商在协助发行人 IPO 过程中有足够动因扮演价值筛选和判断角色，充当资本市场重要“看门人”。但财务顾问协助公司直接上市，却更多只是单纯作为顾问机构提供顾问服务，其所面临的声誉压力、基于合同或者法定的责任压力远小于承销商。直接上市面临“看门人”弱化问题。

[37] *Escott v. BarChris Construction Corporation*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1976).

[38] See 15 U. S. C. 77k (a).

[39] See 15 U. S. C. 77k (b) (3) (A).

[40] See 15 U. S. C. 77k (b) (3) (C).

[41] 参见前引 [35]，Benjamin J. Nickerson 文，第 1006 页。

[42] See *Krim v. PcOrder. com*, 402 F3d 489, 502 (5th Cir 2005).

表 5 IPO 承销商和直接上市财务顾问充当资本市场“看门人”动因对比

	承销商	财务顾问
声誉约束	较强，承销商基于自身声誉承销和推介发行人股票	较弱，财务顾问仅为发行人提供顾问服务，投入的“声誉资本”有限
合同责任约束	较强，承销合同往往约定“超额配售”机制，承销商需要动用自有资金，协助发行人平抑二级市场价格波动	无，财务顾问并无平抑二级市场价格波动的合同义务
法定责任约束	较强，股票发行存在虚假陈述，承销商需要承担证券法上的法定责任。	较弱，目前司法上对财务顾问是否构成承销商还存在疑问。

（二）直接上市“看门人”弱化的应对路径

面对直接上市“看门人”弱化导致的投资者利益保障不足问题，美国学界和实务界提出的应对方案主要如下：

1. 递延财务顾问报酬给付时间^{〔43〕}

递延支付报酬是投行机构为加强业务内部控制，控制从业人员道德风险，避免因短期利益而“逆向选择”的常见举措。这一做法同样可用于改变财务顾问的激励方向，强化财务顾问充当资本市场“看门人”的经济动因。具体可将公司支付给财务顾问的费用报酬存入特定信托，在公司直接上市且顺利运行一段时间后未发生虚假陈述等违法行为，才划付财务顾问。但递延报酬给付时间只是增加了财务顾问提高服务质量、勤勉履行职责的动因，并不能彻底解决由于“看门人”弱化带来的投资者保障不足问题。特别是当发行人无力承担投资者赔偿责任，财务顾问又无需承担类似承销商的民事连带赔偿责任时，投资者仍面临“求偿无门”困境。

2. 财务顾问承担承销商法律责任

1933 年《证券法》把直接或间接参与证券销售活动的其他机构或者个人也视作承销商。美国法院判断“直接或间接参与证券销售”存在不同路径，关于这些路径以及这些路径能否适用于直接上市财务顾问分析如下：

一是当事人是否进行了证券推介，公众是否依赖当事人的专业知识作出投资判断。在 *McFarland v. Memorex Corp.* 案中，法院认为，机构投资者不构成承销商，因为机构投资者无权决定发行人证券注册文件的内容，公众也没有依赖机构投资者的专业知识作出投资判断。^{〔44〕} 法院指出，承销商承担第 11 条责任的原因是在其证券发行过程中展示出受公众信赖的专业身份，承销商对发行人财务状况进行了第三方评价，是投资者进行投资决策的依据和参考。财务顾问在直接上市中仅协助发行人举办“投资者日”，准备与投资者沟通材料，并未直接参与到证券路演

〔43〕 See Brent J. Horton, Spotify's Direct Listing: Is It a Recipe for Gatekeeper Failure, 72 *SMU Law Review*, 211 (2019).

〔44〕 See *McFarland v. Memorex Corp.*, 493 F Supp 631 (ND Cal 1980).

推介、询价承销等活动中，与承销商存在较大区别。财务顾问提供的估值、注册文件准备、定价等咨询服务也仅面向发行人和做市商，公众并未直接依赖当事人的专业知识做出投资判断。因此，财务顾问可能较难通过此路径被认定为承销商。

二是当事人在证券销售中的角色是否不可或缺（necessary to the distribution）。在 *Harden v. Raffensperger* 案中，Firstmark 公司为发行人发行债权进行了尽职调查和推介工作。^{〔45〕} 法院认为，虽然 Firstmark 公司既不从事证券包销，也不从事证券代销，但其在证券销售中的角色不可或缺，应当被视为承销商。相比前述 *McFarland v. Memorex Corp.* 案的判决思路，该案认定逻辑更为激进，只要当事人在证券销售中充当了“不可或缺”的角色，就应当视作承销商，进而承担第 11 条规定的承销商责任。财务顾问参与直接上市估值、股票注册、定价等多个环节，为发行人提供了许多必需服务，符合该路径要求的“证券销售不可或缺角色”。

三是当事人是否参与了法定的证券销售活动。在 *In re Lehman Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation* 案中，法院认为，参与了抵押贷款支持证券（MBS）设计的信用评级机构不构成承销商，因为信用评级不是证券法规定的证券销售有关工作。^{〔46〕} 原告提出，信用评级对预测证券销量产生影响，因而信用评级机构也是参与证券销售的一方当事人。法院反驳了原告观点，法院对“为证券销售提供服务”和“参与法定的证券销售活动”两种行为进行了区分，并认为后者才能视作承销商。相比前两种路径，该路径事实上对承销商定义作了限缩解释。评级机构未“参与法定的证券销售活动”，因此也就不构成承销商，无需承担 1933 年《证券法》第 11 条规定的责任。虽然财务顾问在直接上市所承担的职责远比信用评级机构在 IPO 提供的服务要核心，但其为直接上市发行人提供的估值、注册文件准备、定价等服务是否属于“参与法定的证券销售活动”，还有待司法确认。

根据上述分析，司法上认定直接上市财务顾问承担 IPO 承销商的法律责任存在解释空间，但最终认定还有待案例揭示。SEC 也曾指出，司法对财务顾问能否被认定为承销商尚不明确，这将导致财务顾问尽力规避承担承销商的法律责任。^{〔47〕} 从监管角度，最为直接、有效的做法无疑是在直接上市规则中要求财务顾问明确作出承担 1933 年《证券法》第 11 条法律责任的承诺，倒逼其有效发挥“看门人”功能。

但需要注意的是，财务顾问承担承销商法律责任，虽能缓解直接上市“看门人”弱化问题，却也带来财务顾问“权责利”不匹配的情况。直接上市的本意是绕开承销商承销环节，简化发行上市程序，降低公司发行上市成本，财务顾问所承担的工作职责和所获得的报酬要远少于承销商，若要求财务顾问承担与承销商相等的法律责任，财务顾问很可能通过增加顾问费用的方式将风险成本转嫁至公司，与直接上市为公司发行上市“减负”的诉求背道而驰。

〔45〕 See *Harden v. Raffensperger*, 65 F3d 1392 (7th Cir 1995).

〔46〕 See *In re Lehman Brothers Mortgage-Backed Securities Litigation*, 650 F3d 167 (2d Cir 2011).

〔47〕 See SEC Commissioner Allison Herren Lee and Caroline A. Crenshaw, Statement on Primary Direct Listings (December 23, 2020), available at <https://www.sec.gov/news/public-statement/lee-crenshaw-listings-2020-12-23>, last visited on May 13, 2021.

四、我国引入直接上市制度的前景与启示

（一）我国引入直接上市制度前景

美国直接上市制度根植于美国资本市场制度环境，是发行上市制度与现实互动、持续改良完善的产物。长期以来，我国资本市场一直采用IPO的上市模式，实行发行与上市联动的机制。我国是否引入直接上市制度，有必要立足我国实际情况作审慎分析，避免制度移植“水土不服”。总体上，直接上市制度的成功推行离不开成熟的私募市场、完备的诚信环境和良好的做市机制等条件，我国在这些方面都存在一定欠缺。

1. 私募市场

如前所述，美国直接上市制度改革的重要动因是证券私募市场的繁荣给公募市场带来压力。直接上市主要目的是通过简化程序、降低成本方式吸引已通过私募融资的公司回流公募市场。从制度设计看，直接上市要求公司在上市前有一定的私募市场估值和转让记录，以确保上市后二级市场流动性。而私募市场的发展离不开私募制度的完善，美国已形成以豁免注册为本源，以合格投资者、证券转售规则、灵活信息披露等为主要特征的私募制度，较好解决了私募证券的流动性问题。^{〔48〕}

反观我国，我国证券发行法规体制仍以公开发行为核心和主线，对证券私募制度缺少系统性规定。我国《证券法》第9条第2款对证券“公开发行”列举了“向不特定对象发行证券”和“向特定对象发行证券累计超过两百人”两种情形，同时明确了非公开发行的限制性方式，即不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式，但对于何谓“特定对象”“非公开发行”等未进行完整界定。“一刀切”地规定不允许采取广告、公开劝诱等方式，并不符合证券私募的本质特征，证券私募的核心内容是解决了信息不对称问题而没有公开必要，从美国经验看，只要私募发行和转让面向的是合格投资者，采取什么发行方式无需特别关注。此外，非公开发行限定于特定对象且不得超过200人，“200人”的规定具有随意性，从根本上限制了私募证券的发行范围和筹资规模。根据《非上市公众公司监督管理办法》，股东累计超过200人则成为公众公司，应当向中国证监会申请核准。

严格的私募发行及转让规则难以孕育适合直接上市制度的证券私募市场环境，受非公开发行“200人”限制，我国非上市非公众公司无法满足直接上市一定公众持股量或公众持股市值要求。

2. 诚信和自律环境

直接上市的重要特点是“承销商出局”，这意味保荐制一同抛弃。虽然美国证券监管法规未明确规定承销商的保荐职责，但保荐职责已隐含在法律责任中，且承销商作为证券市场“看门人”理论早已为公众认可。在Escott v. BarChris案中，法院认为，承销商必须采取合理努力独

〔48〕 参见前引〔7〕，郑坤山文，第196页。

立验证发行人注册声明中所有重要事实。^{〔49〕}美国直接上市改革引发“看门人”机制弱化质疑，我国也面临同样的问题。

我国证券中介服务机构区分了保荐人和承销机构两个不同角色。前者聚焦合法合规，确保信息披露真实，后者侧重推介证券，实现市场定价合理。虽然立法对保荐人和承销机构进行了分别规定，保荐人、承销机构均由证券公司担任。证监会发布的《证券发行上市保荐业务管理办法》第7条第3款规定：“证券发行的主承销商可以由该保荐机构担任，也可以由其他具有保荐业务资格的证券公司与该保荐机构共同担任。”实践中，IPO的主承销商和保荐机构往往为同一家证券公司。

在我国诚信和自律机制还较为缺失的情况下，放弃保荐制并不具备可行性。保荐人既是证券发行的推荐人，又是担保人，其本质是将政府承担的证券发行监管职责通过市场化的手段转嫁给保荐人，建立起保荐人对上市发行过程的强制性、持续性监督管理机制。^{〔50〕}我国新股发行体制经历了从额度审批制、通道制下的核准制、保荐制，到注册制改革的演变，保荐制作为监管延伸意味浓厚。在当前我国注册制改革初期，声誉和诚信机制尚难充分发挥作用的情况下，市场还深受财务造假和欺诈发行等证券违法行为困扰，草率放弃保荐人这一业已积累相当经验的有效“抓手”，并不明智。

如果我国直接上市仅移除承销机构，仍保留保荐人角色，移除承销业务后证券公司能否发挥保荐作用值得探讨：首先，证券公司保荐、承销两项收入并不对等，承销收入往往是保荐收入的五至六倍甚至更多。同时，承销费采取“风险收费”模式，与申请人发行上市与否直接挂钩。因此，如果证券公司仅收取保荐费用，可能不足以激励其提供高水平保荐服务。而提高保荐收费标准，又与直接上市降低成本初衷背道而驰。此外，拿掉“大头”承销收入，却仍需承担风险更高的保荐责任，证券公司面临的风险、收益并不对等，是否还有动力承接保荐项目存在疑问。

3. 做市机制和投资者结构

直接上市没有承销商介入，发行人无法借助承销商超额配售机制平抑股票上市初期的价格波动。纽交所指定做市商制度，在一定程度上发挥了承销商的超额配售功能，确保了直接上市股票得以维持充足流动性以及合理定价，否则参与其中的投资者将面临极大交易风险。纽交所的指定做市商制度实质上是一种混合交易制度，集合了竞价制度和做市商制度的优势：当市场缺乏价格连续性、存在或可能存在深度及供需不平衡时，指定做市商有义务以自己的账户、自有资金提供做市服务，否则，指定做市商不得进行自营买卖，市场订单以集中竞价方式成交。^{〔51〕}直接上市首日，指定做市商协助发行人确定直接上市股票的竞拍价格并执行股票出售。直接上市后，指定做市商为市场提供持续双向报价服务。一旦集中竞价交易机制出现供需

〔49〕 See *Escott v. BarChris Construction Corporation*, 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1976).

〔50〕 参见马一、韩子惠：《我国保荐人制度：制度反思与变革探索——以证券发行注册制改革为背景》，载《海南金融》2016年第7期。

〔51〕 参见交易制度课题组：《纽交所指定做市商制度演进及其运行效果研究》，载《证券市场导报》2016年第3期。

失衡,做市商将实时根据订单情况,以自有资金或存货为市场提供流动性支持,维持股票价格的连续性。

我国证券市场缺乏成熟做市制度和经验丰富做市商,目前做市商制度仅在新三板有所试行,制度效果不彰。交易所内进行的股票交易以集中竞价方式为主,并无专门在交易冷清时活跃市场的做市商,缺乏特殊情况的交易量和交易价格维护机制。在“承销商出局”背景下,我国场内股票交易机制可能无法为直接上市股票提供充分流动性支撑,形成合理定价。

此外,直接上市制度还可能不利于我国专业机构投资者的培育。IPO机制下,承销商通常向机构投资者询价确定发行价格,机构投资者在发行定价过程中有较大话语权,大部分新股都通过网下发行配售给机构投资者。机构投资者对于稳定新股价格、防止过度炒作和投机发挥着重要作用。但直接上市模式下,新股成交取决于公开竞拍中的出价,散户与机构投资者一同竞争买入新股,机构投资者并无新股定价和配售的优势。我国证券市场投资机构至今仍以散户为主,直接上市制度可能对我国股票市场投资者结构优化产生不利影响。

(二) 相关启示

根据上述分析,我国短期内引入直接上市制度的条件尚不成熟。但不可否认的是,直接上市改革对畅通科技型企业的上市融资渠道,提升发行上市制度的包容性和适应性具有重要意义。美国的直接上市制度改革依旧带给我们许多很好的启示。

1. 更为合理的发行定价

长期以来,我国新股发行深受定价乱象困扰。新股发行一度出现“高发行价、高市盈率、高募集资金”的“三高”现象,上市后价格又不断下跌,严重损害了二级市场投资者利益。监管层不得已对发行价格设定“23倍市盈率”的定价上限和窗口指导。注册制改革后新股定价完全依靠询价机制发挥作用,但近期科创板、创业板IPO连续“地板价发行”现象却显示,改革后的IPO定价机制解决了发行价格过高的问题,又带来了发行价过低问题,引发公众对询价机构是否为了避免高价配售而串通压低价格、现有的询价机制是否合理等质疑。发行定价制度设计应尽可能兼顾各方利益,在发行人、交易所、早期投资人、中介机构、一二级市场投资者等各方之间求得平衡。美国直接上市采取新股发行公开竞拍机制是询价配售制以外的发行机制创新,发行人根据竞拍价格发出新股的直接要约,二级市场投资者竞拍购入新股。发行环节由交易所的竞价系统完成,所有二级投资者均可参与,定价过程更为透明公开和市场化。这种“去中心化”的发行定价方式不存在询价配售制中承销商对定价整体进程及关键要素的掌握,可在一定程度上避免“黑箱作业”、利益输送,防止腐败发生。公开竞拍机制可能带来的“散户化”问题则可通过限制向散户出售的新股比例等措施加以缓解。公开竞拍的透明化、灵活性和市场化等特点值得我们借鉴。

2. 更为多元的上市路径

纽交所直接上市制度改革为上市企业提供了更多选择和空间,可以说是美国证券私募市场的一次延伸。虽然我国股权私募市场受到严格法律限制,近年来也得到了较大发展。截至2019年6月底,中国证券投资基金业协会已登记私募股权投资基金27534只,基金规模8.17万亿元;创

业投资基金 7155 只，基金规模 1.01 万亿元。^{〔52〕}我国“独角兽”企业也存在相似的提高私募市场流动性、早期投资者退出等需求。对一些暂不缺钱、资金充裕，但又需要为现有股东提供上市流动机会的科技企业，直接上市提供了一条新路。我国曾发生科创板上市公司公告使用大部分募集资金购买理财产品事件。^{〔53〕}问题在于，公司 IPO 上市就必须公开发行募集资金。为了上市，公司只能处心积虑去编造募投项目。直接上市允许公司上市时选择是否发行新股，公司无需为了募资而募资，由此也可省下承销费，避免以低于内在价值的 IPO 价格发行、迎合或让利一级市场投资者。

尽管受制于严格的私募股票发行和转让制度，我国的非上市非公众公司并不具备直接上市的公众持股量和持股市值等条件。但先通过在新三板市场挂牌成为公众公司公开转让股票，再转板至沪深交易所上市不失为一条变通办法。根据《中国证监会关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》和沪深交易所、全国股转公司出台的转板上市办法和指引，现阶段，转板上市限于新三板精选层公司，转入板块限于科创板、创业板，转板上市股本总额、股东人数和公众持股比例要求较为严格，公司还需聘请转板保荐人。待制度运作成熟，转板上市条件、转入板块限制等要求可考虑放宽。同时，新三板精选层公司面向不特定合格投资者公开发行已实行保荐制，转板上市前在精选层连续挂牌一年以上，受到趋同于上市公司的信息披露规范约束，转板保荐人可考虑取消。此外，可考虑给予转板上市公司同步发行新股募资选择，以满足公司多元化转板上市需求。

3. 保荐承销制度完善

直接上市让公司得以“甩开”承销商，以低成本、高透明度的方式几乎直接面向市场发售股票并融入资金，但也带来“看门人”弱化，投资者保护不足等问题。我们理应准确认识承销商（保荐人）在发行上市中的两面性：一方面，承销商（保荐人）参与发行承销，带来发行成本上升、IPO 抑价及其潜在利益输送等问题；另一方面，承销商（保荐人）通过尽职调查发挥“看门人”功能，提供股票承销、询价、路演、跟投、超额配售等服务，确保了股票发行上市成功，保护了市场投资者利益。我们既不能一味为了降低发行上市成本而“舍本逐末”，抛弃行之有效的市场“看门人”机制，置投资者利益于不顾，也不能僵化看待投资者保护，放弃发行上市制度的活力和吸引力。

完善我国的保荐承销机制，首先要完善保荐承销机构的利益分配。目前，我国保荐收费与承销收费基本混淆，且保荐收费极低，这导致保荐承销商的收入主要取决于招股成功与否以及最终的发行规模，这种与保荐服务本质相背离的“风险收费”模式很可能导致保荐机构为了发行成功而放弃尽职推荐操守。此外，保荐承销机构过度强调业绩文化，导致在业绩和风险控制冲突时，往往牺牲风控。因此，要改变保荐承销机构单纯以项目为中心的利益导向机制，通过项目奖金递

〔52〕 参见《中基协：截至 6 月底协会已登记私募基金管理人 24304 家》，载 <http://news.cnstock.com/news/bwxx-201907-4400923.htm>，最后访问时间：2021 年 3 月 20 日。

〔53〕 科创板上市公司传音控股曾公告使用额度不超过 25 亿元的闲置募集资金购买理财产品，约占其实际募资净额 26.75 亿元的九成多。

延发放等方式形成健康行业文化。其次，要完善承销商主导的定价机制，通过采取更为合理和市场化定价和配股机制（如扩大询价、配股范围和对象，提高网上投资者申购新股的普惠度等），防范承销商利益输送损害发行人利益。最后，还要强化承销保荐机构对发行人的信托义务。目前证券监管实践更多强调投资者权益保护，较少提及保荐承销机构对发行人的信托责任。事实上，保荐承销机构民事责任的一个重要方面是对发行人的忠实、尽责、勤勉义务。因此，要通过压实法律责任激励其履行合同和法定职责，尽心尽力为发行人提供服务，消除市场对承销商在发行定价中利益输送的疑虑。

Abstract: The direct listing is a new type of listing that allows companies to choose whether to issue new shares without going through the IPO process or using underwriting institutions, and to list the shares directly on the exchange. The main motivation of the direct listing reform in the United States is that the prosperity and development of the private equity market has exerted pressure on the exchange market. The specific system evolution has gone through two stages, which are listing only old shares and listing compatible with new shares since August, 2020. The weakening of gatekeeper is the focus of controversy in the reform of direct listing. Financial advisors in direct listing only provide advisory services. The reputation pressure, contract liability pressure and legal liability pressure faced by financial advisors are far less than that of IPO underwriters. Thus, it is difficult for financial advisors to play the role of market gatekeeper in a direct listing. Response paths include deferred payment of financial advisors' remuneration, financial advisors assuming legal liabilities of underwriters, etc. The reform of direct listing in the United States cannot be separated from the developed private equity market, a complete integrity environment and a good market-making mechanism. Although the conditions for introducing the direct listing system in China are not yet mature, the reform of direct listing still brings enlightenment to China in terms of issue pricing, listing path and sponsorship and underwriting system.

Key Words: direct listing, IPO listing, securities private placement, gatekeeper, sponsor and underwriting system

（责任编辑：周 游 赵建蕊）