



UNDERWRITTING
SPONSORSHIP PRACTICES
FOR CHINESE SECURITIES

中国证券发行上市 保荐业务实务

盛希泰 主编

Underwriting
Sponsorship Practices
for
Chinese Securities



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



中国证券发行上市 保荐业务实务

Underwriting Sponsorship Practices for Chinese Securities

盛希泰 主 编
马卫国 副 主 编
龙 丽 执行主编

撰 稿 人：龙 丽 倪晋武 张春旭 王 伟
金 雷 曹再华 游 尤 陈 路
齐勇燕 田佳慧 王会恒 郑思明
尹学亭 李丽杰



法律出版社

www.lawpress.com.cn

法律门
Access To

www.falvm.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

中国证券发行上市保荐业务实务 / 盛希泰主编. —北京:
法律出版社, 2010. 6
ISBN 978 - 7 - 5118 - 0784 - 7

I. ①中… II. ①盛… III. ①投资银行—银行业务—
研究—中国 IV. ①F832. 33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 084468 号

中国证券发行上市保荐业务实务	盛希泰 主编	责任编辑 高 山 装帧设计 李 瞻
----------------	--------	----------------------

© 法律出版社·中国

开本 787×960 毫米 1/16	印张 29 字数 374 千
版本 2010 年 7 月第 1 版	印次 2010 年 7 月第 1 次印刷
出版 法律出版社	编辑统筹 学术·对外出版分社
总发行 中国法律图书有限公司	经销 新华书店
印刷 北京北苑印刷有限责任公司	责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)	
电子邮件/info@lawpress.com.cn	销售热线/010-63939792/9779
网址/www.lawpress.com.cn	咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)	
全国各地中法图分、子公司电话:	
第一法律书店/010-63939781/9782	西安分公司/029-85388843
重庆公司/023-65382816/2908	上海公司/021-62071010/1636
北京分公司/010-62534456	深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 0784 - 7 定价:88.00 元
(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

序

我国证券市场诞生于20世纪90年代初,从“坚决地试”^①起步,短短二十年间,已发展成为全球最大、最具活力的新兴资本市场,在国民经济中的作用日益举足轻重。回顾所取得的成就,一方面在于市场规模的迅猛扩张——目前已拥有1800多家上市公司、20多万亿元的总市值;另一方面在于市场基础性建设的稳步前进,包括发行监管、上市流通等各项制度的健全与完善,以及证券经营机构、中介机构、各类投资者等市场主体的发展等。可以说,我国证券市场是改革开放政策的产物,其发展进程体现了计划经济向市场经济转轨不断深化的历史脉络。

就发行监管体制而言,作为把握证券市场准入的首要环节,从最初“额度管理”的审批制,到以“通道”为基础的核准制,再到目前以“保荐”为核心的核准制及以“市场化定价”为核心的新股发行体制改革,行政与计划的色彩逐渐淡化,市场主体的自我约束力量日益增强,市场机制的内生制衡作用日益显现。在“额度管理”的审批制阶段,由证券主管部门决定每年的股票发行总额度,各地方和部委确定预选企

^① 1992年邓小平同志在南方视察时指出:“证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用,允许看,但要坚决地试。”

业,股票的发行数量、价格等均由审批决定,投资银行的市场化选择与中介机构独立审查职能难以得到体现;在“通道”核准制阶段,由监管部门确定不同实力投行机构的推荐申报通道数量,各投行机构根据其拥有的通道数量推荐拟发行企业,这种制度下,一方面投行机构初步拥有了自行选择企业的权力,另一方面,由于缺乏有效的市场化责任约束机制,监管部门人为确定通道数量的做法仍然体现出较多的行政干预意味;在目前的“保荐”核准制阶段,由保荐机构和保荐代表人对发行企业进行挑选、辅导、推荐及上市后持续督导,在责任落实和责任追究方面实现了“双保”,从而初步形成了“权责利对等”的市场化激励与约束机制,监管部门的实质性判断职责有所弱化;在市场化发行以来,监管部门取消了对新股发行定价的窗口干预,市场主体的作用进一步加强。

应当说,保荐制度施行六年来,取得了非常显著的成效。当前,证券市场已拥有 71 家保荐机构,近 1300 多名保荐代表人,1500 多名准保荐代表人,一支具备较高素质与执业水准的保荐工作队伍已初步形成,有效地防范了历史上出现过的欺诈发行或上市当年即亏损等恶性事件。通过从源头上提高上市公司质量、促进上市公司规范运作,证券市场的优化资源配置功能不断增强。尤其是去年的市场化发行改革以来,保荐制的约束作用进一步强化,同时也真正发挥了各类投资者的市场化约束作用,优质企业能够得到与其企业家精神、公司治理水平相适应的募集资金,证券市场内生的优化资源配置功能不断增强,投融资效率大大提高。

应当看到,与证券市场的发展阶段相对应,我国发行监管体制也还处于“新兴加转轨”阶段,仍然需要继续发挥“摸着石头过河”的精神,进一步深化市场化改革与创新。从海外成熟市场的做法看,发行监管体制最终将向以形式审查为主的注册制发展,我国也将在充分借鉴普遍规律的基础上,结合中国的具体国情,探索最适应市场实际情况的发展路径。可以说,去年的新股发行体制改革,是在审慎考虑发

展中市场复杂特征基础上,依据分步实施、适时深化的总体安排所进行的重大制度创新。在未来,深化发行体制改革的基本路径将是定价为核心,进一步推进市场化,这个方向是非常明确的,因为我们不可能再按照计划的办法来改革发行制度。无论未来市场化改革的步骤和具体方式如何,都必须在市场化约束机制更加完备、相应的惩处机制更加配套、保荐机构执业水平更加可靠、行业自律水平更高的基础上,逐步过渡而实现。在目前阶段,这要求实现内外“两个统一”:监管部门从内部在审核标准与逻辑上保持一致,保荐机构等市场主体从外部在工作标准上与审核要求保持一致。从这个意义上讲,盛希泰先生主编的《中国证券发行上市保荐业务实务》一书,既是对之前阶段发行上市保荐工作经验的适时归纳与总结,又能为我国发行监管体制的未来发展提供启发和借鉴,对于监管部门和市场主体各方都具有较高的参考价值。在此,也希望更多的投行精英们能够一同静心聚力,于实务研究、于制度建设、于行业未来贡献自己的力量。

“问渠那得清如许,为有源头活水来”,上市公司质量是资本市场得以长期健康发展的基石,证券发行上市保荐工作使命光荣,责任重大。当前,中国经济持续较快发展,2009年年底时的GDP规模已超过33万亿元,正在向成为世界第二大经济体迈进,与此相适应,中国的资本市场也日益成为全球资本市场的重要一极。按照中国企业登记管理部门的初步统计,基本符合上市、改制条件的大型企业与中小公司已达到约12万家,如果其中10%的企业有意向要走向资本市场,那么就会有上万家企业未来发行上市,因此,中国新股发行市场还将有数十年的快速增长期。当前,包括蓝筹股和中小型企业多层次资本市场体系发展方兴未艾,证券市场推动我国产业结构升级与经济转型的功能日益显著,发行上市保荐工作大有可为。我坚信,随着市场化改革的有序推进,广大保荐机构通过不断提升业务技能与勤勉尽责精神,不断强化内部风险控制,不断提高市场化的发行定价能力,不断加强对发行人树立正确发行理念的引导,必将在未来的证券市场建设

中扮演更加重要的角色,发挥更大的作用。同时,希望广大保荐机构在强化发行上市保荐的基础上,更加积极地履行上市后的持续督导职能,与监管部门、证券交易所、行业协会等各方一起,努力打造一个更加规范、公平、诚信、高效的资本市场环境,为发行人融资提供更加顺畅的通道,为投资者提供更加真实、透明的上市公司,共同开创中国资本市场发展更加美好的明天。

张育军
上海证券交易所总经理

前言

自2004年2月1日《证券发行上市保荐制度暂行办法》正式施行以来,保荐制度的实施已经六年多了。在这六年多时间里,保荐制度的规则体系日益完备,保荐机构和保荐代表人队伍持续发展,执业水平不断提高,为推动中国证券市场的健康发展发挥了十分重要的作用,也吸引了越来越多的优秀人才、有志之士投身到投资银行事业中来。尤其是2008年国际金融危机爆发之后,以华尔街为代表的众多海外老牌投行深受打击,一蹶不振,而中国证券市场依然热潮迭起、投融资两旺——仅在2009年,就有99家企业首发上市、150家上市公司再融资,融资额达4562亿元,带动国内投行在发行家数、承销金额方面一举进入全球前列。此情此景,我作为一个从事投资银行工作近二十年的老投行人,不禁深感欣慰与感慨。

近二十年来,中国投资银行的发展大致经历了审批制下的额度制,以及核准制下的通道制阶段、保荐制阶段和市场化发行阶段,在这个过程中,政府的行政干预成分逐渐减少,市场化程度不断提高,作为市场主体的投资银行的职责与主动性日益增强,其专业性的价值也日益得到体现:

在资本市场设立初期,证券市场法规很不健全、市场参与主体很不成熟,发行股票作为一项试点性工作,是一项自上而下的工作,不是

企业的自主融资选择和决策,选择哪些公司发行上市是一个比较敏感的问题,客观上需要政府和监管机构的全盘考虑和整体计划,同时,通过政府对企业进行预选,一定程度上可以对企业质量有一个基本把握。因此,实行以额度管理的审批制是在当时特定历史条件下的选择。在这个时期,我国投资银行业务处在强烈的行政与计划环境中,工作内容主要是围绕争取额度展开,各项专业化职能没有得到发挥。随着市场发展,额度制的弊端日益显露,包括行政化选择的企业不适应证券市场的要求、供求失衡导致二级市场价格扭曲、证券中介机构职能失位、行政审批过程中出现“寻租”、上市后业绩甚至发现造假等恶性现象等,制度变革已不可避免。

1998年《证券法》出台,明确提出要打破行政选择企业的做法,发行人要由作为主承销商的投资银行推荐,再由证券监管机构进行核准,由此,核准制取代了审批制,我国证券发行体制朝着市场化方向上迈出了意义深远的一步。在核准制下,一家企业能否发行上市,不再取决于能否从地方政府手中拿到计划和指标,而是取决于企业自身是否“符合法律、行政法规规定的条件”,投资银行也在承担发行风险的前提下,开始发挥遴选和推荐企业发行上市的职能。

核准制在我国先是采取了通道制的形式,即监管部门根据各家拥有主承销业务资格投行机构的规模实力与过往业绩情况,直接确定其获得数量不同的、推荐企业发行上市的通道。实行通道制的意图,原本是为了解决发行申请中出现的大量申报、“做工粗糙”、重数量轻质量的情况,并促使优秀投行机构推荐更多的好企业,加快通道周转速度,利用有限的通道创造最大的收益。然而,一些问题也随之产生:一是通道制带有平均主义的色彩,大型、优秀投行机构往往会受制于通道数量,行业竞争因此受限,出现了业务分散化、利润平均化的情况,投行自身的优胜劣汰难以实现;二是出于通道机会成本较高的考虑,投行在同等条件下会优先推荐规模大的企业,而一些规模较小而未来成长空间大的企业融资反而变得更加困难;三是出现了所谓“借通道”

的现象,一些业务能力较弱的投行机构仅仅凭借空余的通道就能获得其他投行机构前期工作已基本完成的项目,干扰了行业秩序;四是通道制并不能解决中国证券市场有限的新股供给与庞大的需求之间的矛盾;五是在新股供不应求、承销风险较低的环境下,对投行机构的责任约束机制仍不到位,广大投行机构在勤勉尽责、严格执业方面也是参差不齐。可以说,通道制依然带有计划干预的影子,因而只能作为核准制实施初期的过渡性措施。

2004年,在借鉴吸收海外成熟市场经验的基础上,我国的核准制开始采用保荐制。在保荐制下,由保荐机构和保荐代表人对企业发行上市实行“双保”,保荐机构申报企业的家数不再受通道限制,而只与其自身拥有的保荐代表人数量有关。这样既明确了机构的职责,也将责任具体落实到了个人,保荐机构和保荐代表人之间形成了互相制约、协调发展的良性互动关系,从而初步确立了有效的市场化约束机制,推动我国证券发行上市进入了一个“有保荐、讲责任”的新阶段,投资银行自主选择优质企业的时代真正来临。

2009年6月,证监会发布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,标志着核准制进入了市场化的新阶段。通过新股发行体制改革,发行人、承销商、投资者之间形成了有效的制衡机制,从而进一步优化了证券市场的价格发现功能,强化了市场的资源配置作用。在这个阶段,保荐机构必须真正从“持续盈利能力”的角度来强化保荐意识,对企业进行分析,展开更加深入的行业研究,从而促使发行定价能真正反映股票的内在价值,切实提高防范承销风险的能力。同年3月,创业板《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》出台,10月23日,28家创业板企业挂牌上市,多层次资本市场的建立为中国广大的具有创新力、高成长的中小企业提供了融资平台,持之以恒的市场化渐进式改革迎来了质的变化,资本市场真正成了国民经济的“晴雨表”。

回顾这些年来的制度变迁和演进,可以清晰地看到我国投资银行

业务从计划经济中蹒跚起步,一步步向更加成熟、更加市场化阶段迈进的足迹。在制度更加明确、环境更加透明、权责更加匹配的基础上,各保荐机构围绕专业技术、敬业精神、管理机制、定价能力、风险控制水平等方面开展充分竞争,开创了投资银行事业蓬勃发展的新局面。这个过程中,一批优秀的保荐机构脱颖而出,成为积极适应时代发展趋势的佼佼者。而我们华泰联合证券投资银行部,也正是在市场化竞争的大潮中顽强进取、百折不挠,不断发展壮大起来的。

翻开公司投行发展的历史,我们有着满载荣誉的过去——全国首批大型综合类券商,原第一档八家上市推荐通道券商,首批保荐机构,中国证券业协会评定的信誉主承销商等;也曾有过由于公司历史遗留问题而遇到的困难与低谷。但无论潮起潮落,我们始终秉承“团结协作,稳健进取,追求卓越,志在一流”的宗旨,在市场化竞争的洪炉中不断锤炼自身,保持在行业中居前的地位:自成立以来,华泰联合投行累计完成各类主承销项目 70 余家,担任上市推荐人 40 余家,总体承销家数排名行业前十名,在 2009 年为第七名;累积募集资金总量 500 多亿,募集资金总量排名行业前五名。尤其是近年来,借助于华泰集团的整体优势,我们更加轻装前进,厚积薄发,紧紧抓住我国多层次资本市场体系建设推进,中小板、创业板相继设立所带来的大好机遇,在中小企业与创业企业保荐工作领域取得了突出的业绩:2005 年获深交所全国保荐机构中小企业发行人质量评价体系评比第二名;2006 年获深交所年度中小企业优秀保荐机构奖;2007 年获深交所年度中小企业创新项目奖;2008 年获深交所年度中小企业优秀保荐机构奖;2008 年获《证券时报》“2008 中国区优秀投行”评选“最具潜力投行”奖,绿大地 IPO 项目获“最具创新项目”奖;2009 年获《证券时报》“2009 中国区优秀投行”评选“最具成长性投行”、“中小板最佳投行”奖,卫士通 IPO 项目获“最具投资价值保荐项目”奖;2009 年获《投资者报》等媒体举办的“中国最佳投资银行十年英雄谱”评选“最值得信赖奖”;2009 年获得证券日报社“第五届中国证券市场年会金钥匙

奖”；《理财周报》“2009 年中国证券公司之中小企业最佳服务投行”等。作为创业板首批上市企业保荐机构，目前已有 5 家所保荐企业在创业板上市，位居行业前列，其中在 2010 年 2 月 26 日，有三家公司在创业板同日上市，创下了业内的纪录。未来，依托华泰集团整体优势和华泰证券上市的雄厚资本实力，我们将进一步扩大在中小企业项目领域的优势。

总结所取得的业绩，有几点心得与体会：一是大力加强人才队伍建设。多年来，华泰联合培养了一支高学历、高素质、实战经验丰富的三百多人的投行专业团队，其中包括保荐代表人五十多名，准保荐代表人七十多名，位居行业前五位。二是积极开展多部门协同作战。例如投行体系加大与研究体系的协作力度，提升项目价值挖掘和定价方面的能力。三是高度重视后台支持和风险控制体系建设。华泰联合专门设立了投行业务支持总部，不断优化业务制度，强化涵盖立项、内核、申报等各环节的风险控制，并通过建立和完善投行项目信息管理系统、投行业务模版库、法规库和学习培训资料，为业务一线提供知识支持，其中也包括有大量针对中国投资银行实务操作所进行的大量案例研究。由此，我想简单谈谈《中国证券发行上市保荐业务实务》一书的写作缘起和主要内容。

在长期的工作中，我深切地体会到，投资银行之所以被称为“资本市场皇冠上的明珠”，一个重要原因在于其业务的高复杂性与高技术含量。相应地，与投资银行业务有关的法律、财务乃至行业知识也是范围宽广，资料汗牛充栋，而长久以来，还没有一本专门的、针对中国投资银行业务、能够结合实务操作与案例经验，较为全面归结投行保荐工作要点的实务型书籍。这可能一方面是由于我国证券市场尚处于“新兴加转轨”时期，相关法规、制度也随着市场环境变化而在不断的建立和修订之中；一方面是由于许多资深投行人士，往往耽于繁忙的具体项目工作，而无暇对所积累的经验和知识进行梳理和总结。回望自身，时光荏苒，从当年的毛头小伙到现在的华发渐生，从一个新人

到开始带领队伍,其间也时常兴起念头,想把工作实践中的那些感悟和心得付诸笔端。即使后来已不在一线从事具体操作,我依然抱着一名投行老兵的心态,执著于对业务技术的钻研与追求,编写这样一本书也始终是个心愿。时值今日,以保荐制和市场化发行为核心的证券发行上市制度体系日益完善,以投融资效率改善为显著特征的市场化改革依将推进,市场的发展对保荐人的专业技能、责任意识和职业道德提出了更高的要求,保荐机构之间的分化必将更加显著。面对汹涌前进的大潮,保荐机构唯有不断提升自身的专业化水平,才能赢得尊重和地位,才能在未来的市场化改革进程中担负起更加重要的职责。为此,我们进一步强化了公司投行业务知识体系建立,包括更加注重对保荐工作实务及案例的研究、积累和总结,从而使得本书最终得以完成。我们并非作为业界的最强音来推动投资银行实务的知识积淀,也不敢说本书能够发出启迪、传递智慧,但是我们是一群沉下心来,致力于让更多的人了解、关注和参与这门知识与经验性并重的学科建设的先行者。“业精于勤,荒于嬉”,勤于总结与积累是投行人员专业素质的第一要素。我们的目标是,通过从历史到今天、从法规到案例、从实务的交叉佐证到知识的提炼,将我们多年的总结与积累凝结成为一本恰当诠释、解读当今保荐业务相关法规乃至有关知识性要点的书本,它更多的是抛砖引玉,而非夜郎自大。

在此,要感谢本书的副主编马卫国先生,他多年厚积的投行实务经验和对投资银行历史的见证为本书提供了指导思想和基本理念,感谢本书的执行主编和执笔人龙丽女士,她的敬业精神、精深的投行实务经验和追求智慧的执着内化为本书的理论框架和章节脉络,也成为本书面世的有力推动。感谢本书的主要作者倪晋武、王伟、张春旭、金雷、曹再华、游尤、陈路、齐勇燕、郑思明、田佳慧、王会恒、尹学亭和李丽杰,他们在现今喧嚣浮躁的市场环境中静心沉思,专注于学习与钻研。我始终坚信,在任何时代,对任何人而言,反思、沉静与专注都是殊为可贵的。

本书分为十章:第一章概述了中国投资银行的回顾与展望;第二章至第八章分别从主体资格、历史沿革、独立性、规范运行、财务与会计、募集资金运用、信息披露这七个方面,结合实例对保荐业务实务进行了具体介绍与分析;第九章针对金融、房地产、外资及新经济类型等企业的特殊性,分析其发行上市要点;第十章从保荐业务总体流程及制度体系的角度,探讨如何做好投行项目。

本书涵盖了保荐业务的主要环节,通过对大量的成功经验或失败案例的分析探讨和总结提炼,综合中国证监会、证券交易所和投行相关分析人士对投行保荐业务实务和审核要求所进行的阶段性总结或分析,以求针对目前保荐业务制度框架下具体的法律法规和规范要求,为广大投资银行从业人员和拟上市企业股份制改制、规范运作直至发行上市提供详实、有例可查、具有较高可操作性的解决方案的参考,本书可作为中国证券从业资格考试和保荐代表人胜任能力考试的辅助教材,还可成为高等学校投资银行专业、MBA、EMBA 课程的教学案例素材。

最后需要特别声明的是,限于时间和水平,书中难免有不少疏漏与不足之处,在此诚请读者批评指教,我们将不断修改、更新和完善。本书案例内容绝大部分引自中国证券监督管理委员会官方网站和企业公开披露资料,已做恰当改编,不特指任何一家特定企业。由于专业视角不同,本书结论不代表作者所在机构和出版社的观点,不暗示任何投资价值建议,仅为保荐实务技术交流所用。

“吾生也有涯,而知也无涯”,作为投行人,欣逢中华民族伟大复兴、资本市场成为大国博弈舞台的大时代,唯有全力以赴,刻苦钻研,不断提升专业技能与执业水平。在此抛砖引玉谨与诸君共勉!

欢迎各位读者来信交流,联系邮箱 thshb@lhq.com。

盛希泰
华泰联合证券总裁
2010年3月于北京

Contents

目 录

■第一章	中国证券发行体制的回顾与展望	1
第一节	证券发行审批制阶段:1990~1999年	4
第二节	证券发行核准制阶段:1999年至今	7
第三节	证券发行审核制度的未来:注册制	16
第四节	解读现行发行监管法规体系与审核理念	20
■第二章	主体资格	29
第一节	发行人的组织形式及设立过程	31
第二节	发行人须满足最近3年持续、稳定经营的规定	42
第三节	主要资产和股权不存在重大权属纠纷的条件	52
■第三章	历史沿革	63
第一节	国有企业改制	66
第二节	集体企业改制	75
第三节	定向募集公司上市	81
第四节	股东超过200人问题	90
■第四章	独立性	99
第一节	五独立	102
第二节	同业竞争	115
第三节	关联交易	122

第五章	规范运行	137
第一节	公司治理规范	139
第二节	经营运作规范	159
第三节	再融资规范要求	175
第六章	财务与会计	183
第一节	持续盈利能力分析	186
第二节	会计政策和会计估计	204
第三节	非经常性损益	210
第四节	其他关注点	212
第七章	募集资金运用	225
第一节	募集资金项目	227
第二节	再融资的特殊规定	246
第三节	募集资金管理	249
第八章	信息披露	255
第一节	预先披露制度	257
第二节	首次公开发行信息披露重点	259
第三节	再融资信息披露重点	303
第四节	持续信息披露	319
第五节	信息披露中存在的问题	320
第六节	保荐期间保荐工作及信息披露相关规定	323
第九章	几个板块及创业板介绍	325
第一节	金融企业板块	327
第二节	房地产板块	339
第三节	外商投资板块	357
第四节	新经济类型企业上市	372
第五节	创业板介绍	390

■第十章	如何做好投行项目	407
第一节	寻找优质公司	409
第二节	股份制改造设计	413
第三节	发行上市流程	417
第四节	良好的组织架构、制度体系是开展投行业务的保障	431
■附录	相关法律法规	435