

IPO 法律制度研究

汪 沂◎著



中国政法大学出版社

IPO 法律制度研究



汪 沂◎著



中国政法大学出版社

2012·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

IPO法律制度研究 / 汪沂著. — 北京: 中国政法大学出版社, 2012. 9
ISBN 978-7-5620-4493-2

I. ①I …… II. ①汪 …… III. ①股票上市-证券法-研究-中国 IV. ①
D922. 287. 4

中国版本图书馆CIP数据核字(2012)第220915号

- 书 名** IPO 法律制度研究 IPO FALÜ ZHIDU YANJIU
- 出版发行** 中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路 25 号)
北京 100088 信箱 8034 分箱 邮政编码 100088
邮箱 zhengfadch@126.com
<http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
(010) 58908586(编辑室) 58908285(总编室) 58908334(邮购部)
- 承 印** 固安华明印刷厂
- 规 格** 880mm×1230mm 32 开本 10 印张 230 千字
- 版 本** 2012 年 9 月第 1 版 2012 年 9 月第 1 次印刷
- 书 号** ISBN 978-7-5620-4493-2/D·4453
- 定 价** 36.00 元
- 声 明** 1. 版权所有, 侵权必究。
2. 如有缺页、倒装问题, 由印刷厂负责退换。

序

中国证券市场诞生至今二十余载，光阴似箭，记忆凝重而深远。这个在意识形态的夹缝中呱呱落地，在投机炒作的文化中国艰难成长，在摸着石头过河的制度变革中不断前行的资本市场，吸引着人们以不同身份，或监管者，或企业家，或投资者，熙熙攘攘、前仆后继投身其中，其结局亦大相径庭，或功成身退、或家破人亡、或锒铛入狱、或敬而远之、或卷土重来、或意气风发、或欲哭无泪……

年轻的中国证券市场曾经叛逆过、努力过、收获过，但距成熟的法治化目标还很遥远。特别是作为证券市场基础制度之一的新股发行制度，已经陆续进行了八次大幅度的改革，离“市场化”的改革目标依然相距甚远。为此，众多学者纷纷展开关于新股发行制度的研究、为深入改革新股发行制度献计献策。综观这些研究成果，大多集中在金融学、制度经济学领域，法学范围内的系统研究较为少见。汪沂博士撰写的这部《IPO法律制度研究》恰好对我国新股发行制度作出了较为全面的法律诠释。

《IPO法律制度研究》一书从“新股发行”的法律涵义入手，梳理了证券发行的相关法律概念，并与我国新股发行制度改革所指的“新股发行”概念进行对比研究，指出我国改革指成的“新股发行”概念实指IPO，即首次公开发行新股并上市，澄清了人们对“新股发行”概念的理解误区。该书始终以IPO活动参与主体的权利义务为主线，贯穿于IPO流程三大环节

IPO 法律制度研究

(发行审核环节、承销环节与定价发售环节)，分析我国 IPO 法律制度及新股发行改革的成就与不足，积极探索完善之道。

《IPO 法律制度研究》一书资料翔实、论证充分、体系完整、观点新颖。如，针对学者关于我国施行 IPO 注册制审核方式亦或核准制审核方式的争论，该书特别考察了 IPO 现有两种审核模式的典型代表——美国和英国的审核法律制度。通过对比研究指出，美国的注册是与其分体式审核模式相匹配的，英国采用的核准制也与其一体式审核模式配伍，这两种审核模式与具体审核方式的配对有其必然性；并且，注册制和核准制两种具体的审核方式在金融全球化的背景下呈现出日渐融合的趋势。两种审核法律制度除了审核主体单一性和多元性及审核主体的职权有所区别外，IPO 准入标准、发行主体的权利、义务、法律责任、IPO 证券服务主体法律制度方面的规定也存在着较多共同之处；该书进一步提出，我国 IPO 审核制度改革不应在注册制和核准制的选用方面过于纠结，应当果断废除一体式审核体制，改为分体式审核体制。如此一来，注册制审核方式在我国的施行将更加自然与合理。又加，该书在梳理我国承销法律制度的基础上，一针见血地指出，我国 IPO 承销法律制度在改革之后仍然有诸多不完善之处：承销商利益与发行人利益高度一致、承销商的调研信息未公开、承销商多重角色相互混淆与倾轧、主承销商自主推荐权缺乏制约、承销商法律责任安排失衡等，并为此提出多项具体完善措施，如改进承销费用的收取方法、披露询价过程中的相关信息、严格控制承销商在同一 IPO 项目中的多重角色、出台承销商自主推荐权的制约措施、完善承销商法律责任等。

《IPO 法律制度研究》还对 IPO 活动最重要的环节——定价发售环节做了法学理论上的探讨。不仅再次清晰地辨析了股票

的价值、发行价格和交易价格三个容易混淆的概念，阐述三者之间的关系以及股票价值和发行价格的决定因素与影响因素，更是着重剖析了新股发行价格确定时表现出的对公司法学、证券法学传统理论中的“禁止折价发行”和“同股同权、同股同价”原则的“突破”及其发展趋势。

《IPO 法律制度研究》一书作者汪沂博士从本科生开始就在中南财经政法大学学习法学，硕士与博士阶段更是脱产随我研究商法。其工作经历较为丰富，曾经在国有企业工作过，当过律师和法学教师。在随我研习商法的求学期间，谦虚好学，刻苦努力，学术研究能力取得了长足的进步。《IPO 法律制度研究》一书不仅有理论支撑，更与中国新股发行制度改革的实践紧密相连，对开展 IPO 法律制度方面的研究，思考我国新股发行制度进一步市场化的法制路径，有重要参考作用。寥寥数语为序，衷心祝贺《IPO 法律制度研究》一书的出版，也期待作者在此领域有更多的研究成果。

雷兴虎

2012 年 9 月 10 日于江城武汉

摘 要

我国证券市场自建立以来，证券发行市场的制度变革从未停歇，尤其是其中的新股发行制度，先后进行了八轮较大幅度的改革。然而，早已确定的“市场化”改革目标总是离我们看似一步之遥，却又相去甚远。

从理论研究上来看，国内关于新股发行制度改革的论著颇丰，但大多集中在经济学和金融学领域。法学领域的研究主要侧重于证券公开发行的审核方式与投资者权益保护方面，对“新股发行”的概念及法律制度缺乏系统的研究。原因可能在于，大部分法学学者对“新股发行”的概念不清晰或认为其当属于公开发行证券中的一部分，存在的法律问题无非就是公开发行证券出现的一般性问题，例如发行审核问题、信息披露制度健全与否问题和投资者的救济等问题；并将其中涉及的承销与定价发售归结为金融学、经济学的专业问题，认为按照既定规则计算，无深入研究的必要。然而，我国改革中所称的“新股发行”与法学中同一概念的内涵与外延并非一致；新股发行审核存在的法律问题也绝非仅限于证券发行中适用注册制或是核准制无休止的争论；新股发行承销和定价发售看似属于经济、金融类的定价模型确定范畴，却仍然与公司法学中的股票价格理论联系密切。因此，对这一论题进行深入研究，探讨我国新股发行法律制度存在的问题、成因及解决方案，对进一步推进我国发行制度市场化改革和资本市场完善，很有必要。

本书试图阐释“新股发行”的法学涵义，界定我国新股发

行制度的改革对象，并在此基础上，从整体角度对这一改革对象——首次公开发行股票并上市（IPO）制度进行系统考察。在具体的研究径路上，本书将 IPO 的整个流程分为三个环节，即审核环节、承销环节和定价发售环节。以每个环节中的参与主体及其法律制度作为切入点和文章主线，深入观察和分析 IPO 每个环节中各参与主体的利益追求目标、偏好与各国证券市场法律制度为其设定的相关权利、义务及责任。然后以此为基准考察我国当前的 IPO 法律制度，并仍以三个环节中的主体法律制度为对象展开研究，梳理并分析现行的法律规定，指出当中存在的不足，最后给出具体的完善建议，以期为我国进一步深入新股发行制度的市场化改革提供参考。

本书除导言和结语之外，共分五章。

第一章讨论我国新股发行制度改革中所指称的“新股发行”是否与法学意义上的“新股发行”的涵义一致，与本书的研究对象——首次公开发行股票并上市（IPO）之间的关系如何？这是本书展开研究的必要前提和基础。通过梳理与“新股发行”相关的三种证券发行分类及其概念，分析证券公开发行与上市的关系，指出“新股发行”的法学涵义应当为“已经成立的股份公司为筹集资金，召开股东大会修改公司章程增加资本，进行公开或者非公开发行股份的行为”。而我国新股发行制度改革中指称的“新股发行”的内涵和外延与法学上的同一概念存在一定差异，实际指“未上市的公司为了同时实现增资与上市的目的而公开发行股票，即 IPO”，它是法学上“新股发行”的下位概念。对本书的研究对象进行界定之后，本章介绍了首次公开发行股票并上市（IPO）的概念与特征，将 IPO 的一般流程分为发行审核、承销和定价发售三大环节。其中参与的主体有发行人、证券服务机构、投资者和监管机构四大类型。

IPO 法律制度研究

各类主体有着不同的利益追求，并在 IPO 活动中进行博弈，通过何种治理结构实现这些主体间的相互制衡。

第二章探讨了 IPO 发行审核环节的法律制度。为了达到保护投资者，确保公正、有效、透明的市场，减少系统风险的目的，各国（包括资本市场发达国家）法律都规定了政府对证券发行的监管，这种监管在 IPO 的准入（也即审核）方面尤为突出。以是否将新股发行审核与上市审核合为一体来划分，有 IPO 一体审核模式和分体审核模式。其中 IPO 分体审核模式一般与注册制审核方式相匹配，而一体审核模式则与核准制审核方式联系在一起。本章选取了美国和英国作为这两种审核模式的代表，并对这两种模式下 IPO 参与主体的法律制度分别进行考察。

本章首先讨论了美国的 IPO 审核体制。美国在联邦层面对 IPO 审核采取发行审核与上市审核相分离的模式，由联邦证券交易委员会（SEC）负责对证券发行进行形式上审核，上市审核则交由各证券交易所根据其制定的上市规则进行。并对这一环节主要涉及的审核主体（联邦证券交易委员会和各证券交易所）、发行主体、证券服务机构（选取了会计师事务所为代表）的权利、义务与责任进行考察。

本章还介绍了英国的 IPO 审核模式。英国采取发行与上市一体化审核模式，具体采用实质审查核准制，并对涉及的审核主体——金融服务局（FSA）、发行主体、证券服务机构（选取英国 AIM 市场的特色——“终身”保荐人）的权利义务和责任进行考察。

最后，本章对上述两种 IPO 审核体制及其主体法律制度进行比较与分析。认为在审核模式方面，美国的分体式审核模式与注册制审核方式的匹配同英国的一体式审核模式与核准制审

核方式的配对有其必然性，并且注册制和核准制两种具体的审核方式在金融全球化的背景下也呈现出日渐融合的趋势；在审核主体法律制度方面，除了审核主体的单一性和多元性的区别外，更多呈现出相互融合的趋势；在 IPO 发行人法律制度方面，IPO 准入标准包含的内容相差不大，发行主体的权利、义务内容比较相似，责任规定也比较接近；IPO 证券服务主体法律制度方面的规定也存在着较多共同之处。

第三章对 IPO 的第二个环节——承销环节展开研讨。介绍了承销的概念和基本功能，IPO 的大致承销流程，承销的几种常见方式以及 IPO 活动对具体承销方式的选择，并指出包销方式是 IPO 最常用的承销方式，而且包销方式中的全额包销日益成为资本制度成熟国家 IPO 承销的首选方案。同时，对 IPO 承销环节涉及的主体及相互间的法律关系进行分析，提出在不同的承销方式中，承销商与发行人之间承销协议的法律性质存在细微差异，并对承销协议的法律效力进行了探讨。在承销环节的主体法律制度方面，着重分析了承销商的承销资格，以及在 IPO 承销发售中的特殊权利与义务，并对其法律责任（主要是承销商虚假陈述的法律责任）进行了阐释。

第四章讨论了 IPO 发行过程的最后一个环节——定价发售环节中的相关法律制度。首先，从股票的价值、发行价格和交易价格三项容易混淆的概念入手，阐释三者之间的关系以及股票价值和发行价格的决定因素和影响因素，并用部分金融学理论解释了 IPO 定价常见的三种异象。同时，还从法学角度出发，探讨了 IPO 定价时对公司法、证券法学理论中的“禁止折价发行”和“同股同权、同股同价”原则的“突破”及困惑，并进行深入剖析。其次，本章对 IPO 的具体定价发售方式进行介绍并比较，指出固定价格法、拍卖法和累计投标询价法本身没有

IPO 法律制度研究

绝对的优劣之分，各国通常根据本国资本市场所处的发展阶段、投资者的构成比例与成熟度、市场规模等多项因素选择适用。但从目前的发展趋势来看，累计投标询价法的应用趋势更广。除此之外，将上述三种定价发售法排列组合起来使用的混合发售法作为一种创新模式也日益受到一些国家的追捧。最后，讨论了 IPO 定价发售环节的主体法律制度。不同定价发售方法的采用对法律制度产生了一定程度的影响，投资者与承销商的权利义务配置随之呈现出差异化。鉴于累计投标询价法日益成为国际流行趋势，本章主要对累计投标询价法下主体的权利、义务与责任配置进行研究，重点分析了投资者（包括机构投资者和中小投资者）在 IPO 活动中的权利、义务和责任。

第五章依循 IPO 的三个主要环节对我国 IPO 法律制度分别展开研究。本章首先探讨了我国 IPO 审核环节的法律制度。在介绍我国 IPO 审核体制及相应法律法规的基础上，分析了当前审核体制的问题及原因，指出我国应当废除一体式审核体制，改为分体式审核体制，具体的审核方式也应随之改变，由核准制变为发行审核采用注册制，上市审核由各股票交易所自订标准自行审核。同时还对 IPO 审核环节涉及的主体法律制度一一分析剖析。在审核主体法律制度方面，指出中国证监会是我国 IPO 活动的审核主体，但其 IPO 核准决定是依据内设的发行审核委员会的审核意见做出的，发行审核委员会在审核中起到重要作用。并对我国 IPO 审核主体法律制度存在问题及成因进行剖析，提出了具体的完善路径；在发行主体法律制度方面，通过分析 IPO 发行人的权利、义务与责任，指出发行人法律制度存在的问题，并提出了具体的完善建议；在证券服务主体法律制度方面，特别选取我国 IPO 实践中争议较大的 IPO 保荐人法律制度进行研究。指出该法律制度实施效果不佳的主要原因在

于“双保制”名不副实，保荐人缺乏独立性，保荐人责任不清，难以落实。并给出了具体的完善对策，如回归“单保制”，恢复保荐人的独立性，落实保荐人的民事责任。

其次，本章分析了我国 IPO 承销环节的法律制度。在理清与 IPO 承销相关的几个基本问题和梳理我国承销法律制度的基础上，分析了本轮改革后我国 IPO 承销法律制度存在的不足，如承销商利益与发行人利益高度一致、承销商的调研信息未公开、承销商多重角色的相互混淆与倾轧、主承销商自主推荐权缺乏制约、承销商法律责任安排失衡等。并提出具体完善措施，如改进承销费用的收取方法、披露询价过程中的相关信息、严格控制承销商在同一 IPO 项目中的多重角色、出台承销商自主推荐权的制约措施、完善承销商法律责任等。

本章最后对我国 IPO 定价发售环节的法律制度进行研究。介绍了我国当前 IPO 实践中采用的定价发售法，指出其实际是一种混合发售法，是累计投标询价法与固定价格法的结合。紧接着对我国 IPO 定价发售法律制度中的主体制度进行介绍和分析，揭示了其中存在的问题，如主承销商询价对象推选权无任何制约、新股发行供给严重不足、询价对象无法自主报价、中小投资者的合法权益无法得到切实保障等。最后给出了具体的完善建议，如，应当对承销商询价对象推选权进行监管与约束、增加新股发行供给、对询价行为进行约束、加强对中小投资者合法权益的保护。

目 录

序	1
摘 要	4
导 言	1
一、研究背景及意义	1
二、文献综述	12
三、我国 IPO 相关法律法规梳理	14
四、本书结构安排	15
五、本书的创新与不足	16
第一章 “新股发行”的法律界定	18
第一节 证券发行相关概念梳理	18
一、与“新股发行”相关的三种证券发行分类	19
二、证券公开发行与上市	22
第二节 “新股发行”的法学释义	26
一、“新股发行”的法学涵义	26
二、我国新股发行制度改革中的“新股发行”概念 辨析	28
第三节 IPO 概述	30
一、IPO 的涵义	30
二、IPO 的大致流程	34
三、IPO 的参与主体	35
四、IPO 的治理结构分析	39
本章小结	42
第二章 IPO 审核环节法律制度研究	45

IPO 法律制度研究

第一节	分体审核模式及其法律制度研究——以美国为例	46
一、	美国 IPO 审核制度历史演进及其特点	46
二、	美国 IPO 审核主体法律制度	52
三、	美国 IPO 发行主体法律制度	65
四、	美国 IPO 证券服务主体法律制度	78
第二节	一体式审核模式及其法律制度研究——以英国为例	85
一、	英国 IPO 审核制度历史演进及其特点	85
二、	英国 IPO 审核主体法律制度	90
三、	英国 IPO 发行主体法律制度	92
四、	英国 AIM 市场保荐人法律制度	99
第三节	IPO 审核体制及其法律制度的比较研究	102
一、	IPO 审核体制的比较研究	102
二、	IPO 审核主体法律制度比较	110
三、	IPO 发行主体法律制度比较	113
四、	IPO 证券服务主体法律制度比较	119
本章小结	120
第三章	IPO 承销环节法律制度研究	122
第一节	IPO 承销概述	122
一、	承销的概念与功能	122
二、	IPO 承销的大致流程	125
三、	证券承销方式与 IPO 承销方式的选择	126
四、	IPO 承销环节主体及法律关系	131
第二节	IPO 承销主体法律制度研究	135
一、	承销商的准入资格	135
二、	承销商 IPO 活动中的权利与义务	142

三、承销商 IPO 活动中的法律责任	145
本章小结	149
第四章 IPO 定价发售环节法律制度研究	151
第一节 IPO 定价发售相关理论	151
一、IPO 新股“发行价格”释义	151
二、IPO 定价异象与金融学的相关理论解释	156
三、法学相关理论及困惑	161
第二节 IPO 定价发售的具体方法及比较	172
一、IPO 定价发售具体方法及特点	172
二、IPO 定价发售方法比较与分析	175
三、IPO 定价发售法的创新——混合发售法	181
第三节 IPO 定价发售法律制度研究	182
一、IPO 定价发售相关主体及法律关系	183
二、不同定价发售法下主体制度的差异	184
三、累计投标询价法的内在机理与价值	185
四、IPO 定价发售环节投资主体法律制度	187
本章小结	196
第五章 我国 IPO 法律制度之完善	200
第一节 我国 IPO 审核法律制度研究	200
一、我国 IPO 审核体制完善	201
二、我国 IPO 审核主体法律制度完善	210
三、我国 IPO 发行主体法律制度完善	220
四、我国 IPO 证券服务主体法律制度完善	234
第二节 我国 IPO 承销法律制度研究	252
一、我国 IPO 承销概述	252
二、我国 IPO 承销法律制度	256
三、我国 IPO 承销法律制度存在的问题	261

IPO 法律制度研究

四、我国 IPO 承销法律制度的具体完善建议	266
第三节 我国 IPO 定价发售法律制度研究	267
一、我国 IPO 定价发售概述	267
二、我国 IPO 定价发售法律制度	271
三、我国 IPO 定价发售法律制度存在的问题及完善 建议	280
本章小结	286
结 语	289
参考文献	291
后 记	300

导 言

一、研究背景及意义

(一) 研究背景

从 1990 年底上海证券交易所、深圳证券交易所相继成立至今，新中国资本市场已经走过了 21 年。这 20 多年来，中国证券市场经历了从无到有，从小到大，从试点到规范的曲折发展历程；各项公司、证券法律制度从无到有，从粗到细，逐渐从无法可依到初步形成科学合理的法律体系，取得了巨大的成就。同时也不可否认，公司、证券法律体系与相关制度并不完善，需要不断深入改革。作为证券市场基础环节的证券发行制度更是与改革一路相随，特别是其中的首次公开发行股票并上市制度（以下简称 IPO 制度），积习难改，各项制度变革剧烈而频繁。短短 20 年，实现了审核制度由审批制到核准制的转变，再向注册制度方向过渡；新股定价发售方法也进行了固定价格法、拍卖法再到询价法的摸索尝试与不断调整。整个 IPO 制度向市场化的方向大步迈进，而西方资本主义国家演进到市场化的新股发行制度则花了几十年甚至上百年的时间。我国 IPO 制度改革（通常被称为新股发行制度改革）主要体现为两个方面的制度变革：一是发行审核制度的演变；二是定价发售制度的变革。