

证券论文：取消通道制深化发行制度改革 PDF转换可能丢失
图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/42/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E8_AE_BA_E6_c33_42158.htm 所谓“指标制”，是指按照政府行政部门确定的股票发行指标并运用行政机制推荐发股公司和审批股票发行的制度。其具体运作程序大致是：由国家计委和证券监管部门商议每年发股指标数额，报经国务院批准后再运用行政机制将发股指标分配给各地方政府；各地方政府拿到发股指标后，运用行政机制遴选发股公司，并向入选公司下达发股指标；拟发股公司在相关中介机构的协助下制作好发股申报材料后，报送当地政府主管部门审查，审查通过后，由该地方政府出函向中国证监会推荐；中国证监会接收拟发股公司的申请材料后，进行合规性审查，一旦审查通过，就下达发股通知书。显然，在指标制中严格贯彻着计划经济中的行政机制，是计划机制在股票发行制度上的典型表现。所谓“通道制”（又称“推荐制”），是指由证券监管部门确定各家综合类券商所拥有的发股通道数量、券商按照发行1家再上报1家的程序来推荐发股公司的制度。其具体运作程序是：由证券监管部门根据各家券商的实力和业绩，直接确定其拥有的发股通道数量（例如，规模较大的券商拥有8个通道，规模较小的券商拥有2个通道）；各家券商根据其拥有的通道数量遴选发股公司，协助拟发股公司进行改制、上市辅导和制作发股申报材料，然后，将发股申报材料上报券商内部设立的“股票发行内部审核小组”（简称“内核组”）审核，如果审核通过，则由该券商向中国证监会推荐该家拟发股公司；中国证监会接收拟发股公司的发股

申请后，进行合规性审核，经“股票发行审核委员会”（简称“发审会”）审核通过，再由中国证监会根据股票市场的走势情况，下达股票发行通知书；拟发股公司在接到发股通知书后，与券商配合，实施股票发行工作。显然，“通道制”基本摆脱了股票发行在行政机制中运行的格局，是股票发行制度由计划机制向市场机制转变的一项重大改革。与这种机制转变相对应，“通道制”也就有了以下几个方面的积极意义：“通道制”改变了运用行政机制来遴选和推荐发股公司，提高了市场机制对股票发行的影响力度。一个突出的现象是，在指标制条件下，各地方政府为了获得尽可能多的发股指标，用尽了各种方式进行行政性“攻官”；各家拟发股公司为了获得发股指标，用尽了各种方式向当地政府部门“攻官”；券商等中介机构为了获得主承销商等资格也用尽各种方式向地方政府部门和拟发股公司“攻官”。在这个过程中，不仅腐败现象严重发生，而且因发股指标具体落实到哪家公司所引起的地方政府部门内部的各种矛盾也不再少数。在通道制条件下，发股通道具体落实哪家公司不再由地方政府部门决定，而由券商根据拟发股公司的具体情况决定，由此，上述现象自然消解了。“通道制”培育了券商的市场竞争意识和市场竞争行为。2年多来，券商明显改变了“指标制”条件下的通过“攻官”来争取主承销商资格的行为，将主要注意力集中到了发股公司的质量选择、做好公司改制和上市辅导工作和严格审核拟发股公司的申报材料等方面，同时，为了能够持续地推荐高质量的公司发股，一些券商加大了培育企业的力度；为了保障推荐拟发股公司的工作能够顺利开展，少返工或不返工，有效利用发股通道，争取较好的发

股收入，券商对发股公司申报材料的内部审核制度也逐步严格完善。应当说，如今券商在股票发行市场中的行为，与指标制条件下相比，已有了根本性变化。“通道制”较为有效地保障了“发审会”的工作质量提高。在“指标制”条件下，拟发股公司既拥有发股指标又拥有地方政府部门的推荐函，在申报材料不合规的场合，“发审会”要取消其发股资格极为困难。在1993-2001的7年多时间内，被取消发股资格的拟发股公司屈指可数，绝大多数没有通过“发审会”审查的公司被要求修正、补充或重新制作申报材料后再上“发审会”，因此，“发审会”的公正评判功能受到明显影响并在一定程度上成为“橡皮图章”会。实行“通道制”以后，“发审会”公正评判的功能明显增强，一个突出的现象是，2年多来未能通过“发审会”的拟发股公司不论是绝对数还是比例数都明显增加。“通道制”的负面效应

发股“通道制”虽有其积极功能，但同时也存在着一些不容忽视的负面效应。这些负面效应主要来源于两个方面：一是发股“通道制”依然在相当程度上贯彻着“指标制”机制，所不同的是，原先发股指标是通过行政机制下达给地方政府，现在发股通道则直接下达给券商；二是发股“通道制”中依然贯彻着“指标制”中存在的“合规性审核”机制，由此，不免引致一系列负面效应发生。“通道制”抑制了券商之间的有效竞争。在“通道制”条件下，虽然证券主管部门在分配通道数量时考虑到了各家券商的实力状况和业绩状况，采取了一定的差别对待措施，从而，使各家券商所获得的通道数量不尽相同（例如，有的券商拥有8个通道，有的券商拥有6个、4个、2个通道），但在三个机制的制约下，这种通道的数量差别并没有有

效激发券商在发股市场中的竞争：其一，排队机制。券商使用通道采取排队机制，即按照发股申报材料报送中国证监会和上“发审会”的顺序进行排队，先来后到，发股1家再申报1家，由此，实力较强的券商只能与实力较弱的券商一同排队，等待审核和核准，这样，排队机制弱化了各家券商在通道数量上的差别。其二，发审机制。发股申报材料上“发审会”后，一旦未能通过，券商和拟发股公司可根据“发审会”提出的修改意见进行补充修改，并可不按照排队顺序再次上“发审会”，由此，使一些实力较弱的券商可通过多次修改发股申报材料来达到通过“发审”，这一过程再次降低了券商之间建立在实力差别基础上的竞争。其三，发股安排机制。2001年7月以后的2年左右时间内，股指和股价持续走低，受此制约，证券监管部门在发股上市安排中有意放慢了步速，由此，与排队机制相联系就发生了这样一种情形，拥有8个通道的券商每年实际可发股仅2~4只，而拥有6个、4个、2个通道的券商每年的发股数量也在2~4只。合规性发审未能有效确立股票发行的政策导向。“通道制”中继续贯彻合规性发审机制，合规性发审的工作机理是，只要拟发股公司的申报材料符合相关法律法规规定（即“合规”），就应核准该公司的发股申请。从理论上说，这一机理似乎是成立的，但从我国实践情况来看，它实际上存在着明显不足之处。关键问题在于，这种合规性发审缺乏市场竞争机制，给拟发股公司和券商以误导。这是因为相关法律法规对公司发股的条件只做出了最低线要求（实际上，各国法律法规也只做出最低线要求），由此，在缺乏竞争机制的条件下，就很容易使发股公司和券商等中介机构将主要注意力集中于制作合规的

发股申报材料，轻视甚至忽视发股公司的素质提高。事实上，不论是“指标制”还是“通道制”都给拟上市公司一个误导信号只要各项文件合规就可申请发股融资，由此，只要公司经营业绩大致符合发股上市要求，在辅导期内拟发股公司和主承销商及其他中介机构都集中精力制作文件使其达到合规要求，而对企业的业绩成长、市场竞争力、发展潜力等直接关系资金配置效率、上市公司前途和股市发展前景的重大事项却明显重视不足，由此，上市公司的整体素质提高也就受到影响。不利于保荐人制度的切实贯彻。保荐人制度的核心是落实券商等中介机构在推荐保举上市公司中的法律责任以激励券商之间的服务质量竞争。在一些发达国家和香港地区，保荐人的法定职责可延续至所推保的公司上市后的两年时间内，即如若这些上市公司在上市后两年时间内发生了与已公开披露的信息严重相悖的行为或现象，主承销商或其他保荐人应承担相应的法定经济责任；如若发现这种不一致是券商与上市公司合谋的结果，那么，相关当事人甚至可能要承担刑事责任。但是，在继续实施“通道制”的条件下，保荐人制度的这些最基本规定，由于以下三个机制，可能难以切实落实或明显打折：其一，通道数量。保荐人制度基本要旨是，通过落实券商对所推保上市公司质量的法律责任来推进券商之间的服务质量竞争，实现优胜劣汰，但在通道制条件下，服务质量高的券商受通道数量（和排队机制）制约难以推保更多的公司发股上市，而服务质量较低的券商则可通过多次修改发股申报材料实现所推保的公司发股上市，由此，在提交发股公司申报材料到“发审会”审核通过阶段，保荐人制度的效应不明显。其二，实质性发审。合规性发审中

实际上贯彻着实质性发审。所谓实质性发审，是指证券监管部门对每家发股公司的申报材料中每项内容进行详尽的实质性审查，如若发现疑点则要求该公司和券商进行修改完善，待实质性审查通过后再提交“发审会”审核通过。这一机制的运用实际上意味着，每家公司的发股上市都得到了证券监管部门的“信用担保”，因此，一旦发生上市公司质量发生问题，保荐人虽然逃脱不了干系，但证券监管部门也需分担责任；可一旦需要由证券监管部门分担责任，保荐人的法律责任落实就将打折扣甚至处于说不清状态。通海高科就是一个可资借鉴的突出案例。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com