

KOSDAQ 保荐机构监管制度 研究及启示*

李怡芳**

摘要:科创板的配套制度中提出了多项保荐机构监管制度,其中明确要求保荐机构参与配售。综观全球创业板市场,目前韩国 KOSDAQ 市场对于保荐机构的监管是最为严格的,要求保荐机构履行包括认购一定比例新股、授予投资者股份回售权利、持续披露上市公司经营状况以及限制股份卖出行为等在内的多重职责。本文主要研究韩国 KOSDAQ 市场现行的保荐机构监管制度,以期为科创板保荐机构监管的各项制度细则的设计和完美提供镜鉴。

关键词: KOSDAQ 科创板 保荐机构监管

我国证券市场数十年发展实践的经验充分证明,有效监管是证券市场发展成败的关键所在。特别是在当前上交所设立科创板并试点注册制改革的推进过程中,加强对市场中介机构的监管、保证上市公司质量、防止“病从口入”是此项改革取得成

* 本文仅代表研究人员个人观点,与所在机构无关。

** 上海证券交易所资本市场研究所研究人员。

功的前提。因此,全面强化对保荐机构的监管、督促保荐机构勤勉尽责成为此轮改革创新的关键抓手。2019年1月30日,证监会发布的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》明确提出,试行保荐人相关子公司“跟投”制度。在上海证券交易所发布的《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》中,进一步细化了保荐机构参与配售的有关要求。^[1] 纵观全球创业板市场,目前韩国 KOSDAQ 市场对于保荐机构的监管是最为严格的,要求保荐机构履行包括认购一定比例新股在内的多重职责。“他山之石,可以攻玉。”本文对韩国 KOSDAQ 市场现行的保荐机构监管制度进行全面研究,以期对科创板强化保荐机构监管的各项制度细则的设计提供镜鉴。

一、KOSDAQ 对于保荐机构的主要监管制度

总体来看,韩国 KOSDAQ 市场对于保荐机构施加的职责包括四个方面:按发行价格认购一定比例公开发行的股票、给予参与 IPO 配售的投资者一定的股份回售权利、持续披露上市公司业务经营状况以及限制与公司股东之间的股份卖出交易。^[2]

(一) 要求保荐机构认购一定比例新股

考虑到 KOSDAQ 市场散户投资者参与众多,为了保护广大中小投资者的合法权利,韩国 KOSDAQ 市场对其上市公司的保荐机构提出了两项独特的创新机制。一是要求保荐机构以自有资金按发行价格认购一定比例的新发行股票,并设有一定的锁定期;二是对于部分风险相对

[1] 《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》第 18 条规定,发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司,参与本次发行战略配售,并对获配股份设定限售期。《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》进一步规定了“跟投”资金来源、比例要求、限售期等事项。

[2] KOSDAQ 市场整体保荐机构监管制度规定详见《KOSDAQ 市场上市监管制度》(KOSDAQ Market Listing Regulation)中第 3 章第 26 条明确的“保荐机构义务”(obligations of listing sponsors)。

较高的上市公司,其保荐机构必须授予参与 IPO 配售的投资者一定的股份回售权利,允许投资者在一定有效期内可以按照约定价格将所持有的新股卖给保荐机构。这两项制度通过将保荐机构与参与配售的 IPO 投资者的利益绑定起来,督促保荐机构更加谨慎地选择上市标的,并且合理地确定发行价格,防止 IPO 定价过高。

具体来看,保荐机构认购一定比例新股的制度最初是在 2013 年 2 月纳入 KOSDAQ 市场的上市规则,随后于 2014 年 6 月、2016 年 12 月、2017 年 6 月和 2018 年 4 月进行了多次调整。目前,KOSDAQ 市场投行跟投制度主要包括如下几方面内容:^[3]

1. 适用对象为中小市值公司。

KOSDAQ 市场此项制度主要适用于中小市值公司。对于大型公司(提交上市申请时公司总股本至少为 1000 亿韩元或是评估的基础股票市值达到 2000 亿韩元的公司),以及在被韩国证券监管部门所认可的海外市场上市满 3 年的公司,在 KOSDAQ 上市时,其保荐机构可以豁免遵守此条跟投制度。在向韩国证券交易所进行调研走访中,其表示要求保荐机构认定一部分公开发行股份主要是为了抑制过高的 IPO 定价,防范市场风险。相较于中小公司,大型公司以及已在境外上市的公司,由于其经营较为稳健,市场风险相对较小,其在 KOSDAQ 市场 IPO 的定价通常也比较合理。

2. 分类制定认购比例和持有期限。

根据在 KOSDAQ 市场上市的主体特征差异,对于保荐机构认购新股的比例和持有期限也有所差异。主要分为三种情形:

(1)在保荐韩国本土公司上市时,保荐机构需要以发行价格认购公开发行股份的 3%(最高不超过 10 亿韩元),并自股份上市之日起持有 3 个月。

(2)在保荐外国公司上市时,保荐机构需要以发行价格认购公开发行股份的 5%,并自股份上市之日起持有 1 年。股份上市满 6 个月

[3] KOSDAQ 市场投行跟投制度详见《KOSDAQ 市场上市监管制度》中第 3 章第 26 条第 6 项和第 8 项的规定,以及《KOSDAQ 市场上市监管制度执行细则》(Enforcement Rules of KOSDAQ Market Listing Regulation)中第 3 章第 23 条第 4 项的规定。

后,保荐机构可每月卖出一定数量的股票,但每月卖出数量不得超过最初持有股份的5%。

(3)在保荐由韩国证券交易所三板市场 KONEX 市场快速转板至 KOSDAQ 市场上市的项目时,保荐机构需要以发行价格认购公开发行的股份的5%(最高不超过25亿韩元),并自股份上市之日起持有6个月。

对此,在调研走访中,韩国证券交易所表示,3%的认购比例能较好地保持保荐机构与投资者的利益绑定起来,同时也不会损害其他投资者获得配售的股份数量。如果设置过高的认购比例,可能对公众投资者造成一定的不公平,而且也会占用保荐机构较大规模的自营资金。

3. 明确认购方式和认购期限。

保荐机构需认购的该部分公开发行股票以定向发行的方式向保荐机构进行配售。保荐机构需在公司提交上市申请书日至申请上市日的期间内完成认购。由于韩国证券发行采用的是包销制度,在向公众配售结束之后保荐机构认购的剩余股份也应计算在保荐机构义务认购的公开发行股票之中,并遵守相应的持有期限规定。

(二) 要求保荐机构授予参与 IPO 配售的投资者股份回售权利

除了上述认购一定比例新股的规定以外,韩国 KOSDAQ 市场对于保荐机构还有另外一项在全球范围内独树一帜的监管规定,即在某些情形下,需要授予 IPO 投资者将股份回售给保荐机构的权利。^[4]

对于在韩国证券交易所公开发行股票的所有公司,如果预期 IPO 募集金额为50亿韩元及以上规模、有初创型投资公司参与 IPO 配售或是公司未在证券注册文件中注明 IPO 募集金额的计算原理等三种情形发生,则其保荐机构需给予参与 IPO 配售的投资者股份回售权利。

但同时,对于在 KOSDAQ 市场公开发行股票的公司,交易所还额外制定了以下需要保荐机构授予 IPO 投资者股份回售权利的情形。

[4] KOSDAQ 市场股份回售权利制度细则详见《KOSDAQ 市场上市监管制度》中第3章第26条第7项的规定,《KOSDAQ 市场上市监管制度执行细则》中第3章第23条第5项的规定,以及《证券承销业务监管办法》(Regulations on Securities Underwriting Business, etc.)中第2章第10-3条中明确的“股份回售权利制度”(the right to claim redemption)。

1. 适用于经保荐机构评估且推荐的中小企业

对于经保荐机构评估且推荐的中小企业,其保荐机构需允许参与 IPO 配售的投资者在一定期限内将股份回售给保荐机构。

目前, KOSDAQ 市场针对一般公司、风险投资公司和成长型科技公司(technology growth companies)制定了三套差异化的上市规则,其中成长型科技公司的上市门槛最为宽松。成长型科技公司在提交上市申请书时,关于该公司成长潜力的评估报告必须向投资者公开披露。

对于成长型科技公司的界定, KOSDAQ 市场有两套可选标准。

其一,科技能力和成长潜力得到认可的中小企业。需要同时满足两个条件:(1)在提交上市申请书日至上市日期间,企业经营规模都被归类为中小企业;(2)专门的评估机构在企业提交上市申请书日前 6 个月内对该企业的科技能力进行了评估,且评估结果为 A 等及以上。

其二,经保荐机构评估且推荐的中小企业。需要同时满足 5 个条件:(1)在提交上市申请书日至上市日期间,企业经营规模都被归类为中小企业;(2)该保荐机构在提交此份上市申请书日之前的 1 年内有保荐公司在 KOSDAQ 市场上市;(3)该保荐机构在过去 3 年内保荐上市的公司上市后 2 年内没有发生过上市公司监管规则中明确的不当管理或投资的问题或退市的情形;(4)该保荐机构的业务资格没有因触犯投资者保护制度而受到限制;(5)该保荐机构已经与交易所就该公司的高成长潜力进行充分沟通,并且已向交易所提交阐述该公司成长潜力的书面报告。

对于由保荐机构推荐的中小企业,交易所强化了保荐机构的职责,要求其必须授予 IPO 投资者一定的股份回售权利。

2. 适用于因满足上市条件中财务与估值指标项下估值和成长性标准而获批上市的公司,但有豁免情形

此外,在一般情形下,对于因满足上市条件中财务与估值指标项下估值和成长性标准而获批在 KOSDAQ 市场上市的公司,其保荐机构也应当给予 IPO 投资者一定的股份回售权利。在 KOSDAQ 市场上市条件中,财务与估值指标下设有两类可选标准:盈利和销售收入标准、估值和成长性标准。估值和成长性标准下,具体包括 5 项可选情形:(1)上市时基础市值至少为 1000 亿韩元;(2)上市时基础市值至少为

500 亿韩元,且上市时基础市值与上市后权益资本的比例至少为 200%;(3)上市时基础市值至少为 500 亿韩元,最近 1 年销售收入至少为 30 亿韩元,且最近 2 年销售收入的平均增长率至少为 20%;(4)上市时基础市值至少为 300 亿韩元,且最近 1 年销售收入至少为 100 亿韩元(对于风险投资公司,要求最近 1 年销售收入至少为 50 亿韩元);(5)提交上市申请书日的权益资本至少为 250 亿韩元。

但对于此类上市公司,保荐机构在以下两种情形下均可豁免给予 IPO 投资者股份回售权利。

一是如果该公司属于尚未盈利的公司,且主承销商在递交该公司上市申请书日之前 3 年内曾有过保荐其他非营利企业在 KOSDAQ 市场上市的经历,且这些非盈利企业在上市后 3 个月内的收盘价均没有出现低于下文中明确的股份回售权利购买价格的情形,则该主承销商可以豁免在此次发行中给予 IPO 投资者股份回售权利。

二是如果该公司是由 KONEX 市场转板到 KOSDAQ 市场上市,且过去 6 个月在 KONEX 市场的日均成交量至少为 1000 股,且其将在 KOSDAQ 市场公开流通的股份数量不低于其在 KONEX 市场公开流通的股份数量的 80%,则该主承销商可以豁免在此次发行中给予 IPO 投资者股份回售权利。

3. 明确股份回售权利的购买价格和有效期限

对于上述两类公司,在 KOSDAQ 市场公开发行股票时,其保荐机构需要给予参与 IPO 配售阶段的投资者股份回售的权利,即给予投资者一份看跌期权,如果上市后一定时期内股票价格较发行价格下跌幅度较大,投资者可以按照约定价格将 IPO 过程中认购的股份卖回给保荐机构。

该股份回售权利的购买价格可由保荐机构与投资者协商确定。通常至少必须为 IPO 价格的 90% 及以上,如果在投资者执行权利的前一交易日股票价格指数较公司上市日前一交易日的股票价格指数下跌超过 10%,则需对购买价格进行调整。

调整后的购买价格 = IPO 价格 \times 90% \times [1.1 + (投资者执行股份回售权利的前一交易日股票价格指数 - 公司上市日前一交易日股票价格指数) \div 公司上市日前一交易日股票价格指数]

其中,所谓股票价格指数,是由主承销商事先在 KOSPI 指数、KOSDAQ 指数或上市公司所处行业的行业股票价格指数三者中择一确定。

至于有效期,则因该条款适用的情形而异。对于因预期 IPO 募集金额为 50 亿韩元及以上规模、有初创型投资公司参与 IPO 配售或是公司未在证券注册文件中注明 IPO 募集金额的计算原理等三种情形而要求保荐机构授予 IPO 投资者股份回售权利,则该权利有效期为公司上市后 1 个月内。对于由保荐机构评估且推荐的中小企业,保荐机构授予 IPO 投资者股份回售权利的有效期为公司上市后 6 个月内。对于因适用上市条件中财务与估值指标项下估值和成长性标准而获批上市的公司,其保荐机构授予 IPO 投资者股份回售权利的有效期为公司上市后 3 个月内。

(三) 强化保荐机构的信息披露义务

在通过上述两项措施将保荐机构的经济利益与投资者捆绑的同时,韩国 KOSDAQ 市场还进一步强化了保荐机构的信息披露,要求保荐机构在上市前和上市后都持续履行信息披露义务。^[5]

1. 明确提交上市申请时保荐机构的信息披露义务

在提交上市申请材料时,韩国证券交易所要求保荐机构按照交易所规定的公司评估清单逐项分析发行人的业务经营状况,并提交公司评估结果。此外,保荐机构还需要向交易所提交发行人及其关联方对保荐机构的持股情况和保荐机构及其关联方对发行人的持股情况,并且在配售期间对保荐机构关联方的认购有附加的限制条件。如果保荐机构及其关联方持有发行人 5% 以上的股权,则需采用联席保荐机制。

除了定期介绍上市公司情况以外,此前,韩国证券监管部门还曾要求保荐机构在提交公司上市申请材料时,一并提交对于公司上市后 2 年的盈利预测,且预测值与公司实际经营结果之间的偏差必须在一定范围以内。如果保荐机构的盈利预测与实际情况的偏差过大,监管部门将对保荐机构实施罚款、暂停保荐资格等处罚措施。目前,此条规定

[5] KOSDAQ 市场保荐机构信息披露义务的相关规定详见《KOSDAQ 市场上市监管制度》中第 3 章第 26 条第 5 项和第 9 项的规定,以及《KOSDAQ 市场上市监管制度执行细则》中第 3 章第 23 条第 2 项和第 3 项的规定。

已经取消。

2. 强化公司上市后保荐机构的持续信息披露义务

在发行人成功上市之后 3 年内,保荐机构应当定期向交易所提交一份该公司的业务分析报告(business analysis report),并在保荐机构的公司网站上公开发布。需要特别说明的是,这并不是由保荐机构的研究部门发布的具有买卖推荐建议的研究报告,而是由投行部门撰写的公司基本运营情况的报告,仅披露公司基本数据,不作出任何涉及买卖的结论。在披露频次上,韩国证券交易所要求在公司上市后 40 个交易日内,不得发布关于该公司的任何研究报告;但在上市 40 个交易日以后,直到上市满 3 年的期间内,保荐机构需至少每半年发布一次该上市公司的分析报告,总共需至少提供 6 份业务分析报告;如果公司上市日距离该财年末或半年报统计截止日不足 2 个月时间,保荐机构则从半年报开始提交该业务分析报告。如果保荐机构未能按规定及时向交易所提交公司业务分析报告,交易所将在官网上披露这一事实。

对于外国公司在韩国 KOSDAQ 市场上市,保荐机构还应当在公司上市后 2 年内,担任该公司的信息披露代理人,代为履行信息披露义务,除非该外国公司在韩国设有办公场所且有专员全职负责公司信息披露。

(四) 限制保荐机构与公司股东之间的反向交易

在保荐机构减持发行人股份时,除了上文所述的保荐机构认购公开发行人股票需持有一定期限以外,韩国 KOSDAQ 市场对于保荐机构与发行人股东之间的反向交易也作出了明确限制。根据规定,保荐机构不得将从发行人股东处购买的股份再卖给该股东或公司的大股东,只能在二级市场卖出。^[6]

二、KOSDAQ 保荐机构监管制度执行情况——以认购新股制度为例

经实地调研走访韩国证券交易所以及多家当地券商发现,上述信

[6] 此条规定详见《KOSDAQ 市场上市监管制度》中第 3 章第 26 条第 3 项的规定。

息披露和限制与股东之间反向交易的监管要求在韩国券商中得到了一致贯彻执行。授予参与 IPO 配售的投资者股份回售权利的情形,在实际操作中则较为少见。由于此项规定对于券商合理进行 IPO 定价的要求较高,多数券商会尽量规避这项条款,比如较少主动推荐中小企业上市,而是建议企业进行第三方专业机构的科技和成长性评估。由于认购一定比例新股的规定较为特殊,且属于 KOSDAQ 市场的强制规定,下面主要分析该项制度的具体执行情况以及政策影响。

(一) 认购新股制度在韩国券商中的执行情况

从市场执行层面来看,韩国券商主要从如下几个方面贯彻执行此项认购新股制度。

一是用自有资金认购该部分新发行股票。虽然规则并未明确指定必须用自有资金,但韩国券商在解读此项规则条款时,通常认定为需用自有资金支付这笔认购款项。

二是妥善制定内部“防火墙”制度。认购所保荐的上市公司新发行股票所发生的盈亏由券商投行部门承担,自营部门只负责买卖股份的交易执行以及相应的信息披露。在计算针对单一公司的持股比例时,IPO 阶段义务认购的股份以及自营部门在二级市场买入的股份会合并计算。

三是多措并举防范认购股份的投资损失。具体包括五项措施:

其一,平衡好 IPO 承销费收入和义务认购新股的资金支出。目前,韩国证券行业 IPO 承销费率平均为 2% ~ 3%。但对于目前尚未盈利的科技企业或是其他高风险企业,保荐机构通常会对其收取更高的承销费(如生物制药企业承销费率为 4.5% ~ 5%)。通常而言,向上市公司收取的承销费都会高于认购新股的资金投入。如果券商特别看好该公司未来的发展,在义务认购规定比例股份的同时还会以其他形式进行追加投资,即与上市公司进行协商,将 3% 的承销费拆分成 2% 的承销费以及相当于 1% 承销费的认股权证两部分。

其二,根据公司估值以及 IPO 认购情况确定一个合理偏低的 IPO 价格。为了确保 3 个月以后卖出时能盈利,保荐机构通常会对 IPO 定价进行一定的折扣。而且,由于市值逾 2000 亿韩元的公司将不需要义务认购一定比例股份,如果保荐机构对其业务发展特别看好,为了能够

认购一定比例新股而实现盈利,保荐机构倾向于调低该公司的估值,使其降低至中小公司的范围。

其三,自主协调各机构的配股比例。一方面,通过绿鞋制度的灵活使用尽可能保证首发后二级市场的股价稳定;另一方面,在 IPO 配售过程中,积极协调各机构投资者之间的配股比例和数量,配股时优先考虑长线持仓的大型年金、公募基金等。

其四,做好公司上市后的持仓操作和投资者关系管理。对于持有的股份,在公司上市后将对其进行逐日盯市,做好头寸管理。如果公司上市后业绩不及预期,保荐机构投行部门会联合机构部销售人员和营业部客户经理做好投资者关系管理,并积极引导发行人做好与投资者的沟通和股东亲化政策的落实,防止股价下跌。

其五,3 个月持有期满时分批进行卖出操作。受访韩国券商反映,绝大多数保荐机构都会在公司上市 3 个月后卖出其义务认购的股份,并不会持有超过 3 个月的时间。在执行卖出操作时,三星证券表示,为了减小对二级市场的价格冲击,不会在 1 天内卖出所有股份,而是在 1 个月时间内分批卖出。

(二) 认购新股制度执行后对市场的主要影响

根据受访韩国机构的反馈,韩国 KOSDAQ 市场保荐机构认购一定比例新股的制度是一把利弊兼备的“双刃剑”,既对抑制 IPO 过高定价、推动投行业务发展等方面发挥了积极作用,也存在一些问题和风险。

1. 对韩国证券市场以及券商业务发展的积极影响

一是一定程度上抑制了 IPO 的过高定价。通过投行认购部分首发新股的措施,将承销商和投资人的利益进行绑定,减少了承销商为迎合发行人而抬高发行价的行为,使承销商在尽调特别是后期的估值过程中尽可能真实地反映企业内在价值,合理地确定 IPO 首发价格,进而保障了参与 IPO 认购的投资者利益。

二是 KOSDAQ 市场 IPO 破发问题在一定程度上得到缓解,平均破发比例略低于 KOSPI 市场。从 KOSDAQ 新股上市后表现来看,2016 ~ 2018 年,上市 3 个月、6 个月、12 个月后的平均破发比例都略低于韩国主板市场,其中上市 6 个月后的破发率为 43%,明显低于主板 KOSPI

市场的55%。但总体来看,韩国 KOSDAQ 市场的破发比例仍明显高于美国纳斯达克交易所(见表1)。

表1 KOSDAQ 与韩国主板、美国纳斯达克破发比例统计

年份	上市后时间	KOSDAQ	KOSPI	美国纳斯达克
2016	3 月后	53%	46%	28%
	6 月后	55%	62%	32%
	1 年后	55%	46%	37%
2017	3 月后	31%	63%	36%
	6 月后	31%	50%	31%
	1 年后	33%	60%	36%
2018	3 月后	31%	25%	38%
	6 月后	21%	—	40%
近三年平均	3 月后	42%	48%	35%
	6 月后	43%	55%	33%
	1 年后	44%	50%	36%

资料来源:Dealogic 数据库,2018 年韩国主板上市超过 6 个月的仅有一个项目,目前股价高于发行价。

三是在多项资本市场改革举措的深入推进下,叠加宏观经济基本面的好转,KOSDAQ 的 IPO 市场恢复强劲态势,IPO 公司家数明显增加,投资者 IPO 申购率也维持高位水平。2013 年以来,KOSDAQ 市场上提交上市预审申请书数量以及 IPO 公司数量持续增加。2015 年更是收获 IPO“黄金年”,全年有 102 家公司 IPO,较 2014 年的 67 家大幅增加 52%,其中还包括 12 家高新技术企业;IPO 融资总额高达 1.6 万亿韩元,同比增加 84%。此外,机构和个人投资者都保持着较高的新股申购率。

四是保荐机构在挑选拟上市企业时更加谨慎。受访韩国券商表示,新制度出台后主要根据自身资本规模选择规模适中的 IPO 项目进行重点突破。对于规模过大的发行人,尽可能以联合承销的方式进行,进而规避对单个承销商流动性和资本金带来过大压力。通常,证券公司会关注和辅导一家拟上市公司几年后再帮助其申请上市,辅导过程中会定

期发布业务分析报告。在选择行业和企业时密切关注二级市场和机构投资者动向。对于投资者青睐的行业,会加快时间表安排;对于成长性好或前景看好的行业或企业,争取早进入耐心辅导重点引导,选择合适的时间点完成与资本市场的对接;对于行业前景和企业资质略差的标的,则更加小心谨慎,严把入门关。

五是增加券商的收入来源。随着韩国投行业务竞争日趋激烈,承销费率出现一定程度下降,而义务认购部分新股规定的出台在一定程度上也增加了投行的收入来源。受访的三星证券和韩国国民证券公司均表示,在认购新股方面并未出现过亏损,还实现了一定盈利。

2. 存在的主要问题

虽然该项制度对于抑制 IPO 定价过高有一定的助益,但也存在一定的问题和弊端。

一是可能增加企业的融资成本和融资难度。由于规则强制要求保荐机构认购发行公司一定比例股份,为了规避这一持仓风险,保荐机构将把这一持仓成本转嫁给发行人,对发行人收取相对较高的承销费。特别是那些尚未盈利的高科技企业,可能面临更高的承销费率。而且,保荐机构为了规避 IPO 上市后的股价下行所带来的财务风险,承销商会尽可能以保守的方式最终确定首发价格,这就造成与发行人之间的利益冲突,导致公司募集资金不如预期。特别是,市场存在周期变化,当市场进入萧条期时,保荐机构会对项目进行更严格的挑选甚至为了规避风险而回绝,造成部分真正需要融资的企业不能及时通过 IPO 方式进行融资,变相提高了中小企业的融资难度和融资成本。

二是中小券商在 IPO 业务方面可能更加举步维艰。中小券商原本在 IPO 等传统投行业务方面较大型券商存在先天性资源劣势,义务性认购更是进一步拉大了这一差距。中小券商由于自营资金的规模较小,对于发行规模较大的项目只能望洋兴叹;对于发行规模较小的项目,由于上市后存在锁定期,资金不能马上回流撤出,造成流动性不足,指定期间内可以进行的 IPO 项目数量存在“瓶颈”。该政策的实施,某种程度上将引导市场对券商进行等级划分,证券行业集中度可能进一步提高,“马太效应”将更加凸显,中小券商的竞争力将进一步削弱。

三、总结与启示

(一) KOSDAQ 保荐机构监管制度的三大亮点总结

综上所述,韩国证券交易所出于保护投资者的目的,针对在其创业板 KOSDAQ 市场公开发行股票的公司,对于保荐机构施加了多重职责。从其保荐机构监管制度的总体设计来看,主要具备三大特征:

一是以经济利益绑定的形式,督促保荐机构勤勉尽责。一方面,对于中小市值公司,其保荐机构必须用自有资金以发行价格认购一定比例公开发行的股份,并持有固定期限,且该持有期限长于风险资本参与 Pre-IPO 获得的股份持有期限(1个月)。另一方面,对于由保荐机构推荐的中小公司以及未选择相对严格的盈利和收入标准而是适用相对宽松的估值和成长性标准而获批上市的公司,为了避免公司上市后成长性不达预期而出现股价大幅下跌,保荐机构还必须授予参与 IPO 配售的投资者在一定期限内将股份回售给保荐机构的权利。

二是全方位强化保荐机构的信息披露职责。在提交上市申请书时,保荐机构需根据交易所规定的评估事项提交公司评估结果,并全面披露与发行人之间的交叉持股信息。在公司上市后一段时间内,保荐机构仍需定期向交易所提交并公开发布公司的业务分析报告;如果公司为外国公司,且在韩国专员负责信息披露,则保荐机构需主动担任公司的信息披露代理人。

三是根据上市公司的业务特征及风险属性,制定差异化的保荐机构监管制度。上市公司未来经营的不确定性越高,业务风险越大,保荐机构需要承担的职责就越重。比如,保荐机构股份认购比例和持有期限的设计方面,对于韩国本土公司,保荐机构只需认购 3% 的公开发行股份,且锁定 3 个月;但对于外国公司,保荐机构需认购 5% 的公开发行股份,且持有 1 年。再如,股份回售权利的有效期设置方面,对于因适用估值和成长性标准而上市的公司,保荐机构授予 IPO 投资者的股份回售权利有效期为上市后 3 个月内;对于由保荐机构推荐的中小公司,则股份回售权利有效期为上市后 6 个月内。

(二) 对科创板相关制度细则设计的启示与建议

韩国 KOSDAQ 市场保荐机构监管制度的巧妙设计,为上交所设立科创板并试点注册制改革的具体制度设计提供了宝贵的经验借鉴。建议从如下三个方面全面加强对科创板股票发行的保荐机构监管,既从源头上保证保荐机构精心挑选上市标的,提高上市公司整体质量,又切实保障科创板市场长期平稳运行。

一是结合我国客观实际制定保荐机构参与配售的具体规则。从韩国市场实践来看,其对于保荐机构认购新股的比例设置了较低水平,对其他投资者参与 IPO 配售的影响不大;且设置的锁定期限不太长,虽比 Pre-IPO 阶段投资者的锁定期略长,但比公司大股东的锁定期短,投行面临的风险相对可控,因此不会削弱投行参与项目承销的意愿。结合我国证券市场的客观实际来看,建议借鉴韩国市场经验,对于科创板股票发行设定相对较低的保荐机构配售比例,并对其设置较长的限售期,该期限应明显长于一般战略投资者的限售期(1年),但可以适当短于大股东的限售期(3年)。根据 2019 年 4 月 16 日发布的《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》,保荐机构参与配售的比例设为 2%~5%,具体比例根据发行人首次公开发行股票规模分档确定;限售期为发行人首次公开发行并上市之日起 24 个月。^[7] 这一制度设计较为合理,可以在不损害其他机构投资者配售比例的同时,强化保荐机构合理定价的职责。

二是建立健全配套风险控制措施。由于目前全球范围内仅韩国市场实施保荐机构参与配售制度,对于这一较为独特的机制,在我国证券市场的实际运用中需建立健全一整套配套措施。具体而言,建议包含如下几个方面:其一,出台详细的券商内部风控机制指引,督促券商针对 IPO 配售业务建立专门的“防火墙”制度和内部风险控制机制。其二,建立保荐机构评价机制,对于所保荐公司出现重大信息披露问题,或是保荐机构出具的盈利预测与实际情况之间出现较大偏差时,将适度降低该保荐机构的评分。其三,强化保荐机构的信息披露要求,要求保荐机构明确披露与保荐公司之间的交叉持股情况,并加强对保荐机构旗下研究

[7] 参见《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》第 18~19 条。

部门对保荐公司出具的研究报告的管理,限制其在保荐机构减持其认购的股份期间出具任何研究报告,但必须对其减持行为做好预披露。其四,加大对保荐机构的违法违规处罚力度,如果保荐机构未能针对跟投业务制定有效的风险控制机制,或是与其保荐公司进行串谋欺诈上市等违法违规行为,将视情节严重程度,对保荐机构采取罚款、以一定价格回购其他投资者在 IPO 中认购的股票、暂停保荐资格一段时间、吊销营业执照等处罚措施。

三是探索引入高风险公司的保荐机构股份回售制度。根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》,科创板上市条件中设置了 5 套市值及财务指标,除了第 1 套有明确的盈利要求以外,另外 4 套指标只有市值、营业收入和研发方面的要求,部分指标相对宽松,未来在科创板上市的企业质量可能出现良莠不齐的现象。对此,建议借鉴韩国创业板市场的监管实践,针对部分业务风险相对较高的公司,对其保荐机构施加额外的履责要求。比如,对于适用第 2~4 套市值及财务指标而在科创板发行股票的公司,可要求其保荐机构授予参与股票网上发行的一般投资者股份回售权利,允许公众投资者在新股上市后不久出现股价大幅下跌时按协定价格回售给保荐机构。回售价格的设定可以参照韩国市场经验,相对发行价格有一定的折扣(如 10%),但在市场普遍出现下跌时,可以适当调低该回售价格,避免保荐机构承受较大的损失。

(编辑:武俊桥)