

# CAPITAL MARKET

## 资本 市场

□ 股票发行注册制改革的重点及难点

□ VIE 回归热潮的冷思考



## 股票发行注册制改革的 重点及难点

文/尹中立 本文编辑/孙雪强

在党的十八届三中全会的《决定》中，有关新股发行制度改革的表述是“推进股票发行注册制改革”，用“推进”而非“实施”。本文认为，当前还不具备实施股票发行注册制的条件，这意味着注册制需要经过一个相当长的过程。而监管者需要把这一点向市场讲清楚，以免对市场产生不必要的冲击和恐慌，当前应抓紧进行一系列的配套的制度建设，为实施注册制及股票市场的健康发展创造良好的条件。



Introduction

尹中立

中国社会科学院金融所主任

党的十八届三中全会文件里关于资本市场的改革重点任务之一是推进股票发行注册制改革。注册制改革涉及证券法的修改，为了让该项改革不受证券法修改进程的制约，2015年12月27日，第十二届全国人民代表大会常务委员第十八次会议审议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定（草案）》的议案。这意味着注册制改革的法律障碍已经基本得到解决，而关键的下一步就是如何积极稳妥地实施。

### 为何要进行股票发行的注册制改革

要全面深刻理解股票发行的注册制改革，必须回顾我国股票市场的历史轨迹。我国的股票发行制度从股市建立之初的大约十年时间里实行的是额度分配制，每年年初制订一个股票发行的总体额度计划，然后分配到各省或部委，由各省或部委再把这些发行指标落实到企业，拿到发行额度指标的企业向证监会递交发行材料。该发行制度沿用了计划经济的管理方式和思维，其弊端是行政权力替代了市场选择，导致股票市场的“劣币驱逐良币”的现象。经营状况好的公司没有意愿去争取发行额度，大多数争取到额度的公司通过粉饰财务报表来进入股票市场。而且在争取发行额度指标的过程中容易滋生权力寻租等腐败行为。

1999年7月1日我国《证券法》颁布实施，明确规定股票发行实行核准制。我国《证券法》第10条规定：“公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或国务院授权的部门核准或审批，未经依法核准或审批，任何单位和个人不得向社会公开发行证券。”从此，我国股票发行一直实行核准制。

核准制的核心思路是：由投资银行等中介机构筛选优秀的公司，再由证监会的发行部对中介机构呈交的发行资料进行核准，对符合条件的公司准予核准发行股票并进入股票市场流通。

而核准制在实践过程中暴露了以下缺陷：

其一是权力寻租时有发生。公司能否上市取

决于核准环节，有些公司就专门在此环节做文章，有些与发行有关的人员利用手中的权力进行寻租。最近十年来中国证监会证券发行部门先后有多名官员因此被绳之以法。

其二是控制发行数量和节奏，扭曲了股市的融资功能。发行核准部门为了寻租最大化，尽量控制股票发行的数量，导致新股的估值过高，发行核准的时间成本过高，有些公司为了减少上市时间采取借壳上市的变通办法，上市股票的“壳价值”由此产生。于是，出现了垃圾公司的市值高于业绩较好公司的反常现象，股价扭曲成为常态，不利于股市配置资源功能的发挥。

其三是容易导致市场与政府的对立。因为核准的本质是监管部门对上市公司进行实质性审核，即监管部门对上市公司的股票进行了投资价值判断，一旦经济运行的环境出现较大变化，上市公司的业绩出现波动，投资者容易把责任转移到监管部门。

为了克服核准制的上述缺陷，有关部门决定推进股票发行的注册制改革。但需要强调的是，推进股票发行注册制改革不仅是发展资本市场的需要，也是整个金融改革的重要环节。由于资本市场无法较好地发挥融资功能，企业融资高度倚重银行的间接融资，这样的融资结构很容易导致企业的高负债率，从而出现系统性金融风险。从国际比较看，截至2012年底，欧美主要发达国家的非金融企业的负债总额占国内生产总值（GDP）的比例在70%左右，有些国家只有50%左右（如德国），而我国的非金融企业的债务占GDP的比例高达120%左右。高负债与产能过剩叠加就很容易出现企业的债务危机，引发金融风险。如果企业能够通过股票市场补充资本金，则高负债率的危机就会得到缓解。因此，三中全会的《决定》及中央经济工作会议都提到“增加直接融资比例”，这是针对我国金融结构的缺陷而进行的战略部署。

### 注册制改革的重点

注册制是指证券发行申请人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开，制成法律文件，

送交主管机构审查，主管机构只负责审查发行人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度。

其最重要的特征是：在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断。如果公开方式适当，证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件不公平，或发行人提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝注册。注册制主张事后控制。注册制的核心是只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏，证券的投资价值由投资者自己做出判断。

注册制改革核心在于理顺政府与市场的关系，总体目标是建立市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力的股票发行上市制度。注册制是一种更为市场化的股票发行上市制度，既可以较好解决发行人与投资者信息不对称所引发的问题，又可以规范监管部门职责边界，避免监管部门过度干预。

注册制是以信息披露为中心的监管理念，将注册审核的重点转移到督促企业向投资者披露充分且必要的投资决策信息上来，不再对企业业绩与投资价值、未来发展前景等做实质判断和背书。为了防止有些公司滥竽充数，监管部

门必须突出强调事中事后监管，严厉打击和惩处违法违规行为，提高违法违规成本，保护投资者的合法权益。必须全面加强对欺诈发行和信息披露虚假的惩罚力度，通过责令回购股份、责令先行赔付等方式，使投资者所受经济损失获得及时补偿。

注册制将使中介机构承担更重要的职能，监管部门将全面完善中介机构特别是保荐机构和会计师事务所的执业规范和监管规则，通过有效的监管措施和责任追究，把中介机构的勤勉尽责和信息披露把关责任落到实处。

对监管部门来说，要切实加大执法协作配合，健全行刑衔接机制，对涉嫌犯罪的违法行为坚决移送公安机关，追究刑事责任，实施刑罚制裁。要推动建立适应注册制改革要求的民事赔偿制度，有效保障投资者通过民事赔偿诉讼获得赔偿，让违法者付出高昂的成本和代价。类似美国的集体诉讼制度是值得借鉴的。

要让注册制健康运行，还要严格实施上市公司退市制度，对欺诈发行和重大违法的上市公司实施强制退市，坚决清除出市场。

## 注册制改革核心在于理顺政府与市场的关系，总体目标是建立市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力的股票发行上市制度。



### 实施股票发行注册制改革的难点

老子说：治大国，若烹小鲜。其意指治理一个大的国家，制度变化要十分小心，不要随意大幅度变化。股市的发行制度改革亦然。核准制在中国实施了近20年，不管它有多少缺陷，但有一点是不能忽视的：投资者及市场各参与主体都已经适应了核准制的游戏规则，如果要对此制度进行彻底改革，将对股市产生深远的影响。

在三中全会的《决定》里，有关新股发行制度改革的表述是“推进股票发行注册制改革”，用“推进”而非“实施”意味着注册制是一个目标，要实现该目标需要付出相当多的努力，同时需要经过一个相当长的过程。这个过程之所以艰巨，至少有以下几个原因：

首先，股价结构的扭曲，让扭曲的股价回归正常的水平需要一个过程。自20世纪90年代股市诞生之日起，我国股票市场就是在政府高度干预的背景下发展的，正如前文所述政府对股票市场的干预扭曲了股票的定价，当前我国股票市场不同类型的股票估值出现明显的分化：大盘蓝筹股的平均估值水平在市盈率10倍左右，和国际上其他国家股票的估值水平比较接近，但数量众多的垃圾股的估值严重偏高，尤其是中小板和创业板的股票估值严重偏离合理水平。对新兴行业的所谓成长股而言，15倍左右市盈率的估值是合理的，高于30倍市盈率是不正常的，而2015年创业板市场的平均估值都在100多倍市盈率，2015年6月初创业板的平均市盈率达到150倍，创造了世界纪录！

高估值的股票价格回归到合理水平需要一个过程，不能一蹴而就，如果操之过急会出现市场恐慌性抛售，导致系统性风险爆发，2016年元旦之后的股价大幅度下跌就与此有关。所以，如何实现股价的理性回归，这就需要监管者高超的智慧和操作技巧。

其次，投资者的结构和投资者的行为都需要调整。我国股票市场的最大特征是以散户为主导，从证券登记中心的数据看，截至2015年末，股市投资者人数大约为9910万，其中，资

金数量在10万元以下的投资者占72.6%，10万至50万元的投资者占21.6%，即94.2%的投资者的资金量不足50万元。我国股市是典型的以小散户为主的市场。

散户投资者喜欢追涨杀跌，导致市场投机气氛浓厚，股价波动较大。机构投资者的行为比散户投资者要理性，尤其是对新股的定价方面。只有当机构投资者占主导地位时，新股定价才有可能朝理性的方向前进。注册制的核心理念是把新股定价的主导权交给市场，如果市场的投资者以散户投资者为主导，其结果很可能是少数机构投资者与上市公司合谋来欺骗散户投资者，散户投资者将成为新制度的牺牲品。

最后，要有健全的投资者利益保护机制。注册制下企业首发上市（IPO）把关者由证监会交给了市场，就必须健全投资者利益保护机制，让投资者能够采取手段维护自己的合法权利，当上市公司或其他参与主体存在违规行为时，投资者可以利用这些渠道为自己的损失讨回公道。

2013年12月27日，《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》（简称“新国九条”）出台。“新国九条”分九部分，分别从健全投资者适当性制度、优化回报、保障中小投资者知情权、健全中小投资者投票机制、建立多元化纠纷解决机制、健全赔偿机制等方面，为中小投资者提供全方位的权益保护。近日，上交所更是发布了《股票上市公告书内容与格式指引》《上交所证券上市审核实施细则》和《证券发行上市业务指引（2013年修订）》。按照新规定，发行人及其控股股东应在上市公告书中公开承诺，发行人招股说明书存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，对判断发行人是否符合法律规定的发行上市条件构成重大、实质影响时，发行人将依法回购首次公开发行的全部新股，发行人控股股东将购回已转让的原限售股份。发行人应明确回购具体措施与价格等。与此同时，根据规定，保荐机构等证券服务机构

## 当前还不具备实施股票发行注册制的条件，监管者应该把这一点向市场讲清楚，以免对市场产生不必要的冲击和恐慌。当务之急，应当抓紧推进一系列的制度建设，为实施注册制及股票市场的健康发展创造良好的条件。

如因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载等，给投资者造成损失的，将依法赔偿。中国资本市场对中小投资者权利保护的法律法规体系正在逐步系统配套，相比先前核准制下对上市公司的要求更高了，这对上市企业显然是个极其严厉的约束。虽然，股票投资利益保护制度已经出台了，但这套制度是否能够真正起作用还需要时间和实践来检验。

### 推进注册制改革政策建议

从上述分析可见，当前还不具备实施股票发行注册制的条件，监管者应该把这一点向市场讲清楚，以免对市场产生不必要的冲击和恐慌。当务之急，应当抓紧推进一系列的制度建设，为实施注册制及股票市场的健康发展创造良好的条件。

第一，加强证券执法。股票市场本质上是一种信用经济，股票市场发展的关键因素是用法律权威维护市场的信用，要让违规者及时得到应有的惩罚。可以毫不夸张地说，司法的效率决定着股票市场的繁荣程度。目前，我国的证券执法还存在不少问题，例如：云南地方法院对上市公司“绿大地”造假当事人的过度轻判一度让广大投资者为之愤怒，也让证券监管部门处境尴尬。又如，证监会曾公开承认向司法部门移交的案件中的一半以上石沉大海、不了了之。注册制的本质就是以信息披露为核心、淡化行政审

批，如果没有司法制度的密切配合让造假者得到应有的惩罚并产生必要的敬畏之心，贸然推行注册制就相当于为诈骗者提供公开且合法的行骗机会。

第二，完善上市公司治理结构，强化董事的信托责任。在很多情况下，上市公司究竟缺不缺钱，是否需要股权融资，公司以外的人很难做出判断，但作为专业人士的董事们应当明白。因此遏制上市公司恶意圈钱的最直接手段就是落实全体董事的信托责任及其赔偿制度。如果上市公司融入大额资金以后出现长期闲置或原计划的投资项目根本不具备投资条件等现象，则至少可说明当时支持上市公司股权融资的董事们是不称职的，没有充分履行全体股东的信托责任。在这种情况下，证券监管部门应当允许或鼓励证券市场投资者通过合法的渠道追究这些不称职董事的信托责任，让这些参与再融资方案表决的董事承担相应的经济赔偿责任。只要能够让全体董事们为不合理的圈钱行为承担个人责任，则很多上市公司的圈钱动力都将大为减弱，因为圈来的钱主要服务于地方政府或少数个人，大部分董事（尤其是外部董事）自身是无法直接获益的。

虽然董事的信托责任早已写在我国的公司法中，但迄今为止还没有一位国内上市公司董事因信托责任未到位被行政处罚或被投资者索赔，在国外被视为“高危职业”的上市公司董事职位在国内几乎就是稳赚不赔的金饭碗，这是极不正常的现象！董事信托责任及其赔偿制度的缺位直接导致了我国上市公司治理结构长期处于“形似神不似”状态。独立董事制度引入中国已经有10多年了，但一直好看不中用，其制度根源也在于此。

第三，大力发展机构投资者。机构投资者占主导才能使股票市场的定价更理性，这是实行股票发行注册制的必要条件之一。十八届三中全会以后，有关资产管理行业的准入门槛明显降低，在利率市场化的推动下，机构投资者有望获得快速发展，这对股票市场的发展是有利的。⑤