

股票发行注册制改革笔谈

摘要:2014年7月26日,上海证券交易所在北京举办了《证券法苑》创刊五周年座谈会暨股票发行注册制改革研讨会。全国人大财经委、中国证监会、中华全国律师协会、中国民法学研究会、中国商法学研究会、中国经济法学研究会、中国证券法学研究会、北京大学、清华大学、中国人民大学、中国社会科学院法学所、华东政法大学、浙江大学、厦门大学等有关机构人员出席了会议。与会领导和专家围绕股票发行注册制改革的若干主题,包括现行核准制存在的主要问题、注册制改革的目标和内容、注册制的实现路径和规则体系、中介机构归位尽责、法律责任制度等展开研讨。我们约请其中的几位专家提供了笔谈稿,作为研讨会的部分成果呈现在这里,以期深化对股票发行注册制改革的认识,并促进我国证券法制体系的完善。

一项对证券法律制度 具有全局意义的改革

王保树(中国法学会商法学研究会会长)

证券法律制度是我国证券市场的基本法律制

度,它的全面深入改革将直接推动证券市场的繁荣与发展。即将进行的新股发行注册制的改革,从新股发行的行政许可制到新股发行的注册制,对证券法律制度改革具有全局意义,它有利于发挥市场的决定作用,改革政府对证券市场的监督。

实行新股发行的注册制,并不是“行政许可”的搬家,从证券监督机关移至证券交易所,而是根本性变革。应该承认,我国证券法律是没有赋予交易所行政许可的权力的,法律规定的会员制下的证券交易所的地位不可能使它享有行政许可的权力,因而注册制不应该是“行政许可”在证券交易所的翻版。

新股发行实行注册制并由证券交易所实施,也是符合改革发展实践的措施。由交易所实施注册制,有它自己特有的优势:一是交易所具有实施注册制的财力。任何一项新制度的实行,都需要一定的成本,交易所是具有这个财力来承担注册制成本的。作为会员制交易所,交易所在证券交易中积累了大量资金,理应用于改革证券市场,完善新股发行制度,促进资本市场的发展。二是交易所具有实施注册制的人力。交易所在发展中形成了训练有素、专业熟练的职业队伍,他们熟知新股发行行政许可制的弊病,了解注册制的意义和技术要领,是一支有能力将注册制变成现实的生力军。三是新股发行毕竟要通过证券市场实现,而交易所掌握着市场,与新股发行的利益相关方关系密切。从本质上说,交易所和新股发行主体是一种合同关系,交易所是证券市场服务的提供者,发行主体是市场的使用者。因此,实行新股发行制度的改革,交易所承担其任务是适当的。当然,注册制的实行并不是简单的制度名称的改变、执行机构的移位,而是要进一步采取有力措施,保护投资者,方便新股发行。具体而言,交易所要转变已有的思维,改革不适应注册制的旧措施、旧规则。既依法行使好权利,又尽职尽责地履行好义务。

同时,证券市场监管机关并不是在注册制的改革中放弃了监管,监管机关只是放弃了新股发行中的行政许可的权力。证券市场监管机关仍然负有保护投资者的重大责任。如果说,交易所对新股发行中的信息披露负有实质审查责任,那么证券监管机关至少负有形式审查责任。相应的行政处罚措施仍应该由证券市场监管机关继续严肃认真的实施。

股票发行注册中的聆讯制度构想

顾功耘(华东政法大学教授)

21世纪初,曾有一家开曼群岛注册的股份公司请我担当独立董事,想在香港联交所上市。在上市申请材料递交以后,联交所先后向我发来一大堆资料,首先要我了解香港上市的有关法律规定与交易所规则,紧接着又通知我随时准备赴港接受聆讯。印象中的一大堆资料,除了法律文本外,便是针对上市申请材料提出的无数问题。后因本人身份决定,赴港需要组织特别审批,任职之事只能作罢,接受聆讯的体验也就失之交臂了。在我国亟待建立股票发行注册制之时,倒让我想起何不嫁接香港上市聆讯之经验,以提高行政效率,保证证券发行质量。在此,我想提几点构建聆讯制度的设想:

一、借鉴香港股票上市聆讯,建立发行聆讯程序

我的印象,大多数国家以及香港的发行与上市是合并成一个程序进行的,且通常由交易所作为审查主体。在我国,如果证监会不愿下放权力,可以设想建立由交易所进行发行聆讯、证监会完成发行注册的制度。与香港证券市场相关的聆讯有三种:上市聆讯、上市复核聆讯以及处罚聆讯。我个人看法,内地有必要区分聆讯与听证两种不同的程序:凡是要求审查对象接受讯问、诚实回答,以便审查主体作出判断的程序是聆讯程序;凡是审查主体已经作出某种决定,而被审查对象不服此种决定有权提出复核的,或者审查主体将要作出某种处理决定,而通知被审查对象可以提出申辩理由的程序是听证程序。股票发行采用聆讯程序,上市复核与违法处罚采用听证程序。从股票发行的审批制,到核准制,再到注册制,其改变的核心不是监管部门的审查内容,而是审查主体、审查形式以及审查责任。审查主体由证监会改为证监会组织的发行审核委员会,再改为交易所组织的发行聆讯委员会;审查形式由审批

改为核准,再改为聆讯;审查责任由证监会对发行公司材料的真实性担全责改为发审委部分担责,再到聆讯委不担责而由发行公司完全担责。聆讯委的工作职责是向被聆讯人员提出所有该提出的疑问,指令被聆讯人员回答并承诺提交的所有申请材料以及聆讯中所有回答的内容是客观的、真实的,没有任何虚假和遗漏。聆讯委的提问要穷尽所有疑问,直到确信得到所有合理解释为止。聆讯委聆讯后,由交易所将聆讯情况以及聆讯后的申报材料(经申请人修改)报告给证监会正式注册。如果聆讯委仍有疑问,或者疑问得不到合理解释,就不能上报证监会注册。这样做,证监会效率提高了,股票发行的质量也会有保障。

二、交易所内设聆讯委员会,同时设助理机构协助聆讯委员工作

发行聆讯委员会由数十人的专家团队组成。每个发行申请根据问题的多少与难易程度在委员会中抽出3~5人组成聆讯小组,进行聆讯。为了提高专家聆讯的效率,交易所必须设立聆讯委的助理机构或称为日常工作机构。这个工作机构的职责是,首先,受理发行申请,审查申请公司的材料是否符合要求,是否齐备。其次,在材料齐备的基础上,详细阅读申请材料,并对照有关规定,找出所有问题。这些问题要反馈给申请公司相关人员,由相关人员做好聆讯准备。同时这些问题也提供给聆讯小组聆讯时提问。聆讯委员除了根据助理提供的问题提问外,也可以临时增加提问,也可根据被聆讯人员的回答提出进一步的追问。最后,助理机构要协助管理聆讯程序,并做好聆讯时的记录。

三、接受聆讯的人员由申请公司的董监事、高管扩大到申请公司的主要股东,辅助发行和上市的证券商保荐人、会计师和律师

所有这些人员从不同角度对股票发行公司申报材料的真实性负有法律上的责任。聆讯小组将根据这些人的不同身份提出相同的问题和

不同的问题。被聆讯人员可以个别接受聆讯,也可以多人一起接受聆讯。聆讯小组有权根据需要选择被聆讯人员接受聆讯。除了通知被聆讯人员现场接受聆讯外,也可以要求相关被聆讯人员书面提交对有关问题的说明或补充说明。申请公司的主要股东往往是股票发行申请的主导者,公司的董监事候选人也往往是主要股东推荐,主要股东对发行申请负有重要责任;保荐人、会计师和律师参与对申请公司的发行辅导,利用专业知识提供服务,并协助制作相关申请材料,同时要对公司所申报材料做出专业判断,这些主体根据有关规定,各自在职责范围内均应承担相应的责任。因而,他们有义务接受审查主体的聆讯。

四、接受聆讯人员的承诺及责任

接受聆讯人员应当分别承诺申报材料以及接受聆讯时所回答内容完全真实可靠,聆讯结束时应在聆讯记录上签字。聆讯后,申请发行公司应当重新修改申报材料。聆讯问题及回答内容事后可以有选择的公开,并可供公众查询。公司发行或上市后,一旦发现材料以及聆讯回答虚假,证监会、交易所以及股东可对相关组织以及个人启动追责程序。欺诈发行或上市行为严重者,应当被追究刑事责任。

为了保证股票发行注册和聆讯工作的顺利进行,本人建议:证券法应当确立股票发行中的注册制度以及聆讯制度,证监会要制定可以具体操作的《股票发行注册办法》,证券交易所根据上述规定制定《股票发行申请及聆讯程序》。聆讯是股票发行注册的前置程序,也是发行注册制度的核心内容。没有聆讯,就没有发行申请的注册。通过聆讯这一程序,确保做实申报材料,确保相关人员作出承诺,确保发行责任落实到位。

以强有力的事后执法维护注册制改革

张子学(中国证监会行政处罚委员会委员)

注册制改革的要害,在于前端控制放开后,后手的执法能不能跟上。既要敢于在审批事项上“壮士断腕”,也要在后续执法上“壮士铁腕”。作为一名“草根执法者,山寨法律人”,我谈几点非常粗浅的个人陋见。

一、整合提升反证券欺诈的规则与追责体系

这是一项非常基础但又非常迫切且相关条件已经具备的工作。

首先,应考虑抽象、提炼出反证券欺诈的一般条款。这个条款既包括证券发行又包括证券交易,既规制公募也规制私募,既覆盖场内市场也覆盖场外市场,既涉及证券现货,也涉及证券期货期权。有了一个万祖归宗的条款,可以使执法与司法基础更牢靠,遇到新型违法更自如,也利于高屋建瓴地认识与对待注册制等重大改革事项中的前沿问题。

其次,要厘清发行欺诈与信息披露虚假之间的关系。信息披露虚假只是发行欺诈的一个环节、一种手段、一类表现,发行欺诈的内涵外延远比公开披露虚假文件丰富,不能因为注册制“以信息披露为本”,就误以为发行欺诈仅限于信息披露虚假,更不能把发行欺诈局限在注册证券。目前对发行过程中的欺诈,行政追究的依据既有《证券法》第189条“骗取发行核准”又有第193条“虚假陈述”,刑事追究的依据既有《刑法》第160条“欺诈发行罪”又有第161条“违规披露重要信息罪”,涉及法条竞合,实务上绿大地案刑事终审判决是数罪并罚。叠床架屋的结构看似可以左右逢源,实则可能互相干扰打架乃至进退失据。其实,立法上完全可以用目的行为吸收手段行为,台湾地区的立法也存在不少学者诟病的类似问题,刑事判决采取了重罪吸收轻罪。立法吸并后,一些争议问题就容易理解了。

再次,要深刻认识公法责任与私法责任的差异与互补。对发行环节的行政处罚、刑事追究属国家公权力的介入,国家公权力之所以介入是因为事涉公共秩序、公众利益。保护投资者利益、维护金融秩序的使命,要求公法追究不能拘泥于某个阶段的某种结果,“打早、打小、打新”能够防止逆向选择、逆向激励与市场“破窗”,这次全球金融危机的深刻教训迫使公法追究更加看重与针对行为过程,执法触角向前延伸。个中道理,就如酒驾入刑那么简单。当然,“私人执法”作为证券监管必要的有益的补充,应受到鼓励、支持;同时,私法责任事涉损失的认定、因果关系的证明,远较公法责任复杂、难办,仿效美国的公平基金与和解、香港的强制回购等制度,以公权力敦促责任人尽早、充分赔偿投资者,不啻为有益探索。

最后,处理好行政追究与刑事追究的呼应与衔接。按照目前我国行政法与刑法学界的主流观点,行政处罚与刑事处罚只是量的不同,并无质的区别。《证券法》第189条规定的“发行人不符合发行条件,以欺骗手段骗取发行核准”,与《刑法》第160条规定的“隐瞒重要事实或者编造虚假内容”,规制的都是发行欺诈,保护的法益也无二致,但在字面表述与实际把握上,却高度不对应、不匹配,也的确导致了认识上的混乱。究其原因,固然离不开《证券法》第189条系核准制下的急就之作、两个大法交错修改等背景,更深层的应是不同起草修改群体认识差异的痕迹。下一步的任务是要抹平这种差异,以出“行”则入“刑”的理念,吸纳、综合欺诈行为的后果、手段等各种主客观要素,依情节一般、比较严重、严重、特别严重四个层次,理顺两大法条,既要坚持罪刑法定、罪刑相适应,又要保持执法弹性,相应调整立案、认定与量罚标准。

二、明确多种主体的责任定位与责任内容

如何区分、界定发行人与保荐、承销、审计、律师、评估、评级等中介机构的责任,以及这些中介机构之间的责任分配,是各方面争议与关注的焦点。发行人内部还存在董事会成员、高管人员的责任认定问题,各

中介机构也存在单位责任的宽度、深度与时间长度三维边界及其内部具体承办人员、高管人员、合规人员的责任承担问题。建议把握上注意三点：一是责任、义务、风险要与定位、权利、收益相匹配；二是精准打击，也即惩治哪些人、刺痛哪根神经更能有效防止欺诈；三是要考虑现实的专业能力与专业特长。既要借鉴域外经验，更要结合与针对我们的实际情况，防止比猫画虎反类犬。

比如，关于保荐制，如果修法保留的话，如何处理好机构与承办人员的责任能力问题。肩负辅导、核查、推荐、督导四大职能的保荐人，与仅承担核查任务的证券服务机构，在责任追究上应有怎样的区别。我们目前是保荐机构不能缺少主承销商，承销费占了发行费用的绝对大头，保荐费用偏少，审计、律师收费更低，能否保荐与承销分开以避免利益冲突，能否调整费用结构。保荐业务中，香港早已要求核查与持续督导机构分开，持续督导由专门的合规顾问进行，我们还是二合一，保荐机构普遍重视“扶上马”的核查，忽视“送一程”的持续督导，能否分开。招股书的撰写，美国是律师执笔，台湾地区是发行人自己写，我们是主承销商完成，是否妥当、要否改变。对于关联关系、关联交易，有无必要保荐机构、会计师、律师都要详细过一遍，出事后各打五十大板，何种情形下允许依赖其他机构的专业意见。如何把握“勤勉尽责”的标准，前端的指引能否更加清晰具体并提供一些“安全港”，后端的处罚决定能否更好地“摆事实讲道理”以儆效尤。目前，尚无中介机构被追究刑事责任的案例，能否仿效成熟市场，对情节严重的中介机构及人员追究刑事责任。此外，对中介机构执业上的不当行为，《证券法》上的责任其实有三个层次，第223条“出具虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏文件”的责任、第226条“违反业务规则”的责任、第225条“未按规定保存或者隐匿、伪造、篡改或者损毁有关文件和资料”的责任，实践中应用足用好。

又如，针对发行人、中介机构及有关人员等不同的责任主体，如何更好地设计无过错责任（绝对责任、严格责任）、过错推定责任、过错责任的分层。如何更好地设定从重从轻的情节与体现“比例原则”，同样是财务欺诈，造假幅度、主观恶性、危害程度不同，量罚上也应有区别，有的是纯粹虚构的交易，显然要比提前确认收入严重，而伪造客户公章

造假则更是胆大妄为。应否追究发行人内部具体实施、参与造假的中层人员、核心雇员的责任,应否追究商业客户、银行机构、PE 机构乃至地方政府等外部帮助教唆者的责任;绿大地案刑事判决已有先例,新中基财务欺诈案行政处罚也做了首次尝试;这次保荐办法修改稿专门规定了保荐机构的唆使、帮助责任,是个创举。

三、打击询价配售不当行为的同时给合理的市场操作留出空间

询价配售(book building)是世界范围内新股定价发行的主流方式,关键是如何做到配售自主权不被滥用与询价过程的诚实、公平、透明。20世纪90年代末期美国互联网泡沫中,自主配售被揭发出三种问题,一是“吐丝”(spinning),承销商把热门股票配售给发行人或者第三方公司的董事、高管,以换取这些公司的投行业务;二是“搭梯”(laddering),承销商把热门股票配售给客户,条件是让客户帮其在后市托市;三是“投桃报李”(quid pro quo),承销商把热门股票配售给客户,条件是让客户要在经纪或其他业务中支付高于正常标准的佣金。SEC与NASD对这三类行为进行了不同程度的查处,2003年,10家华尔街顶级投行还集体承诺不再“吐丝”。经过监管机构内外部多年的争议,FINRA于2011年实施了打了折扣的Rule 5131,但近年这方面的执法案例较少。在欧洲,CESR于2002年发布了《稳定股价与配售:一种欧洲的监管路径》咨询报告,英国FSA也于2003年年初发布了《利益冲突:投资研究与证券发行》咨询文件,关注了相关问题,但实际查处案例也少。台湾地区称询价配售为“询价圈购”,近年爆出了华南永昌包销益通公司初次上柜股票、台证证券包销通嘉公司初次上市股票两起配售行贿弊案,后者更事涉发行人经理与台交所审核主办专员索贿,目前两案均在刑事审理中。

我们这方面的监管规则还需进一步研究、细化、完善,应仔细考虑哪些是明显不当的行为,哪些是可以理解、许可但需要报告或者披露的利益冲突事项。注册制后,新股发行不败的神话注定要被全面打破,证券公司的定价、承销、推介能力变得至关重要,两极分化难以避免。新

常态下,承销商把热门股配售给老客户以换取其对冷门股发行的支持,能否当然定性为“商业贿赂”,须慎思之。又如,对于新股发行推介中的欺骗、夸大、误导、操控,尤其是华尔街分析师曾经受到严惩的、把自己心目中的“一堆狗屎”吹嘘成“一朵鲜花”,当然要查处,但是也要研究询价过程中能否适当地给网下机构在信息上“开小灶”,以及私募发行中放宽向公众推介的自由度,等等。

此外,再融资的“邀标询价”(market sounding, pre-sounding),无论发股还是发债,成熟市场基本由持牌机构“操刀”,且遵守“跨墙”、记录与录音存档备查、交易限制等严格程序与要求,我国则常见发行人或者控股股东中擅长“投资者关系管理”人士赤膊上阵,以业务咨询、邀请调研等名义频频联络卖方、买方分析师乃至基金经理,滋生出内幕交易、利益输送以及诱抬股价等灰色区域,不少买方机构尤其是公募基金感到无所适从,希望给予较为清晰的指引。

四、强化原始股东持股行为的透明度与减持约束

在“大限”三年、“小限”一年的规则下,控股股东、实际控制人为提前套现,会千方百计将部分持股伪装成“小限”。事前审核较难发现,往往在解禁后的减持阶段暴露蛛丝马迹,因此事后执法要跟上。现有关于原始股东转售、减持股份的规则比较简单、粗略、凌乱,而且控股股东、主要股东以及董监高减持是显著影响二级市场交易的敏感事件,不乏一些故意控制信息披露时点、节奏操控股价配合减持的情况。

随着市场层次的增多、证券品种的丰富以及投资者结构的多元,有必要综合参考美国、欧盟、英国、我国香港地区等成熟资本市场的做法,合理设计差异化的、附带豁免的锁定期、转售渠道、转售方式、转售条件,既要考虑经济效率与促进资本形成,又能倒逼原始股东确实自律、负责。规制的抓手应是“预先提示”加“爬行减持”。要引入减持信息的提前报告、通知或者披露制度,2012年深交所在创业板首次尝试,最近上交所也推出了预先公告制度,这很好,但是5%的比例幅度显得过宽,不要受《证券法》第86条事后披露制度的拘束,可以缩为1%。同

时,对上市公司或者控股股东故意操控信息披露配合减持的行为,应考虑认定为“利用信息发布与控制优势”,纳入操纵市场查处范围。

注册制下发行人信息审查的制度设计

陈 洁(中国社科院法学所研究员)

长期以来,我国学界主流观点认为,“注册制”与“核准制”是两种对立的证券发行审核模式。其中,注册制实行“形式审查”;核准制实行“实质审查”。然而,由于各国证券立法几无对“注册制”与“核准制”进行明确的内涵界定,实务中各国实行的“形式审查”或“实质审查”在审查机制、审查方式上又各具特色或相互交融,致使“注册制”与“核准制”在实践中的区分界限远不如学理上的泾渭分明。事实上,“注册制”与“核准制”最大的区别显然不在于审还是不审,而在于谁来审、如何审。认真研究注册制下发行人信息审查的技术设计某种意义上要比继续执着于“注册制”与“核准制”的界限区分更具现实意义。

在我国,以发行监管与上市监管真正分离的“注册制”替代现行“实质审查”的发行监管“核准制”可以说是一种相对的共识。以信息披露为原点,切实转变信息披露审查的思路,科学制定发行审核与上市审核在发行人信息审查上的分工规范无疑就成为我国证券发行注册制改革的一个切入点,一个核心点。而这个核心点的解决应该包含两个层面的制度设计。

第一,证券监管机关对发行注册文件进行“形式审查”并决定是否予以“注册”。从各国发行注册申报文件的范围来看,除招股说明书外,主要包括公司营业执照、公司章程、公司债相关资料、财务报表、发行新股相关资料等。之所以要求披露这些文件,目的就是要解决筹资过程中因投融资主体信息不对称所带来的博弈失衡问题,尽量防范发行人利用虚假信息以及信息优势获得超额博弈收益。从发行监管审查角度来看,证券监管机构一般只对申报文件进行形式合规审查,对注册文件所透露的信息不作价值判断。

反映在证券立法层面,证券法应该确定发行信息披露的义务主体以及信息披露义务人各自的信息披露义务的范围。在部门规章层面,证券监管机构可以通过制定规范性文件规范所需披露信息的披露格式、披露要求等。至于信息披露过程中可能涉及的专业问题,证券监管机构不必对此予以干预指导,而应由专业机构依据相关的法律规范或者行业准则自行决定。如果发行人及专业机构在信息披露过程中违反法律法规或行业准则,则应当承担相应的法律责任。

第二,证券交易所按照上市条件对申请上市的证券进行“实质审查”并决定其是否可以“上市”。依法注册后的发行公司理论上就可以发行股票进入证券交易市场,但由于证券市场层次的不同,各种证券进入不同证券市场的门槛也就不同。上市监管其实就是证券交易所以上市条件为标准对拟申请上市证券进行价值审查的过程。上市标准的核心其实是要兼顾交易安全与交易活跃两个因素,前者侧重于保护投资者权益,后者侧重于证券市场的发展。依据上市标准进行的价值审查主要包括对发行人的资质、发行条件、发行规模、发行人财务状况、发行人盈利前景、该证券上市对市场的影响等诸方面进行的“实质重于形式”的审查。所谓“实质重于形式”,主要指证券交易所在上市申请审查中可以主动查证或要求发行人充分证明申请文件所涉内容的真实性、合法性及相关的法律风险,并可根据自我验证、过往审核经验等的主观判断最终决定是否接受发行人的上市申请。对于那些在业务模式、盈利水平、发展前景、披露文件真实性、高管能力等方面存在疑点的上市申请,证券交易所可以采取合理怀疑原则不同意其上市申请。

鉴于长期以来我国证券发行审核是由证券监管机关通过“实质审查”实现上市证券的“数量管制”和“价格管制”,证券交易所的上市审查实际上被虚置。反映在制度设计上,两大交易所有关上市审查操作规范的基础性制度设计都相当薄弱。而如前所述,未来注册制的改革势必要将信息审查的重心由发行审查转移到上市审查,那么,如何科学建立证券交易所自己的上市审查标准和审查规范就成为当前我国证券发行注册制改革的当务之急。

注册制主要问题的思考框架

吕红兵(中华全国律师协会副会长)

孙艳[国浩律师(上海)事务所律师]

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》)明确指出,要“推进股票发行注册制改革”。这意味着注册制改革首次以中央文件的形式明确为今后我国证券发行市场的基本方向和目标,必将对我国资本市场发展产生重大而深远的影响。

一、目前核准制发行上市制度存在的问题

自1993年中国证券市场建立了全国统一的股票发行审核制度以来,先后经历了行政主导的审批制和市场化方向的核准制两个阶段。随着资本市场的不断发展,长期施行的“核准制”与市场化程度越来越高的现状之间的矛盾愈发突出,阻碍了资本市场中供需关系的平衡,影响市场资源的合理流动与优化配置,已经表现出弊大于利的特征。上述问题突出表现在以下几个方面:

1. 虚假包装。在核准制度下,拟上市公司对自己最终能否实现上市目的并无把握。为达到发行上市目的,除了将希望寄托于针对监管机构的各种公关力量上之外,往往对拟上市资产进行充分“包装”,以调优财务数据,尽可能降低无法通过发审会的风险。

2. 利益合谋。发行人和中介机构通过利益合谋,超额募资。在核准制度下,上市资格是一种稀缺资源,一级市场普遍存在“承难销易”现象。在新股发行的过程中,发行人和承销商都希望能够超额募资,承销商从新股超募发行的高额承销费提成中渔利,发行人和私募机构则在新股上市后以高价套现。

3. 新股定价畸高。监管机构在证券发行中的主导作用使其自然而

然成为上市新股的“隐性担保者”。投资者在监管机构的发审机制背书下,往往低估投资风险,因此一级市场股票发行相对容易。此外,相关法律尚无明确规定承销商和发行人对新股发行所需要承担的法律責任,保荐机构的問責缺失。在巨大的经济利益面前,中介机构往往人为拔高拟上市资产的价格,并操纵新股询价过程。

4. 权力寻租。在核准制下,蕴含着发行核准环节的行政自由裁量权,而自由裁量权又容易诱发权力寻租现象,影响公正的市场秩序。

造成这种现状的原因,主要是由于我国资本市场长期以来具有“新兴加转轨”的特点,政府积极运用非市场化的行政手段创设了资本市场,并长期运用非市场化的行政手段维护资本市场秩序,加之宏观经济体制、法治体系与诚信体系的不健全,因此,我国资本市场尤其是发行市场的市场化改革任重道远。

二、注册制发行上市制度之适用性分析

如开篇所言,“注册制”已成为改革的明确目标和方向。但关于注册制的核心含义仍有厘清的必要。注册制与核准制之间并非二元对立的关系,绝非简单的取消审核。注册制本质的特征在于:(1)证券发行是发行人的固有权利,无须经过政府批准或者特别授权,在发行人提交申请的法定期限内,如果监管机构不提出反对意见,则注册生效;(2)证券发行同时还是一项普遍权利,无论公司规模大小或绩优绩差,只要履行法定披露义务,即可任意发行。但是,在证券发行的信息不对称和“买者自负”原则下,投资者天然居于弱势地位。因此,保护投资者利益,防范系统风险,就成为公权力介入证券准入市场的基本出发点。但政府介入的目的并非代替投资者作出商业决策,而是通过强制信息披露,确保信息的真实、准确、完整。因此,注册制下监管行为可以归纳为:一“抓”一“放”,即严格对信息披露的审查,放弃对发行质量的把控。

需充分注意的是,以美国为代表的注册制的存在需要诸多配套制度作为根基,包括较完备的信用制度、较强的市场主体约束机制、健全

的权利救济制度、占主导地位机构投资者队伍、通畅的退市渠道等,这些都需要经济、法律、文化等深层面的积淀和构建,绝非简单的制度或技术移植可以实现。

三、改革措施之法律建议

资本市场是法治市场,法治环境是注册制赖以生存的土壤。法治市场要求市场规则具有可预期性和稳定性,从而使市场参与者形成法治意识。法治生态环境由完善的自我约束机制、严格的责任追究制度、健全的主体救济制度等组成。在推进注册制改革的制度建设及具体措施上,建议考虑以下几个方面:

一是在基本法律框架内扫除制度障碍。《证券法》第10条规定,公开发行证券,须依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准。这是目前证券发行核准制的基本法律依据。显然,《证券法》第10条的修改是法律制度层面开启注册制改革的基本前提。

二是建立证券发行和证券上市审核分离的体制。我国《证券法》第48条规定证券上市由证券交易所审核同意。然而实践中的做法是证监会在国务院批准的前提下设定具体的发行上市条件,核准时也依照发行上市条件进行“一揽子”审核。证券交易所形式上也对企业上市进行审核,其上市条件之一即为股票经证监会核准已公开发行,其他更多的仅是履行上市程序。要逐步改变我国证券发行和上市合二为一的审核体制,合理划分证监会和证券交易所的职责。证券交易所在不同板块设置差异化的上市条件,并对企业是否符合各板块的上市条件进行审核。改变审核体制的同时,将发行的实质条件逐步放宽,突出信息披露的核心地位,渐次过渡到仅对投资者投资价值判断信息披露的充分性和完整性进行审核。

三是优化资本市场基本生态环境。要建立相关信用评价及公示制度,促进市场参与者重视信誉。从法律制度角度来说,应当在经济社会的各个层面建立信用制度,如公司注册登记的公示制度、个人信用制度、市场主体不良信息记录制度等,以便于社会各界对市场主体及行为

进行监督和约束,督促市场主体重视信誉,从而整体上降低社会交易成本。另外,要推动投资者结构改善,提高专业机构投资者在市场中的权重,引导投资者形成价值投资理念。

四是监管机构应将监管重点放在打击财务造假及其他信息披露违法违规行为上。发行人的质量优劣放手给市场判断,但财务报告“真与假”、信息披露“虚与实”,是保障注册制有效运行的核心问题。可将财务专项检查作为发行监管的长效机制,建立发行审核与稽查的联动机制。同时,司法制度应与证券执法密切配合,以严厉的惩戒措施使市场主体对证券市场规则产生敬畏之心,进而发挥有效的约束力。

五是完善证券市场相关法律制度,为注册制改革的推进打造配套机制,其中包括:一是完善中介机构尽职调查标准,督促中介机构勤勉尽责,发挥中介机构应有的信息传递作用。二是完善退市制度及退市标准,恢复资本市场的价格发现功能,遏制可能严重扭曲定价机制的借壳行为,促使二级市场股价趋于合理。三是完善证券投资者救济制度,保护投资者合法权益。在进一步强化监管机构采取多种途径提供投资者救济措施的同时,应当尽快完善司法救济制度,推动法院扩大证券违法行为民事赔偿的受理范围、完善代表人诉讼机制,发挥司法最终救济机制的实际效用。

四、注册制改革背景下证券律师面临的机遇与挑战

证券中介机构是资本市场成长发展必不可少的参与者,其对减少市场主体之间信息不对称、提高市场透明度、安全性和运行效率发挥了重要作用。

第一,注册制下审核过程的简化必然导致上市进程和节奏明显加快,大批企业的上市需求将有效释放,证券诉讼业务也将随着投资者救济制度的完善日益增多。这些都将对律师从事证券发行上市业务带来巨大的展业机会。

第二,及时、准确、充分进行信息披露是注册制的必然要求。负有独立、客观、公正、审慎查验受托事项义务的律师,其职责即在于为受托

事项的合法性出具法律意见,保护投资者和公众利益。因此注册制改革必然对律师的诚信、勤勉、尽责义务提出更严苛的标准和责任。这将促进证券律师行业专业化服务水平的提升,及律所品牌市场化择优机制的形成。

第三,注册制必将要求公司治理结构水平和内控要求的提升,这也为证券律师服务产业链的延伸提供了机会。目前律师相比券商、会计师等中介,介入证券服务项目的时点偏晚、范围较窄。而随着公司治理合规要求的逐步升级,律师的作用不只是违法行为发生之后的事后补救者,而更应成为事前预防者和事中控制者。除传统的证券发行上市服务外,律师服务范围可围绕上市公司的前后端环节设计并持续展开,更多的参与到公司日常管理业务中,如参与编制定期报告等。

第四,市场化选择的中介机构价值日益凸显。我国证券市场多年来一直实行券商主导的发行模式,审核制向注册制转变,当前愁审不愁销的发行状态必然会打破,保荐人的工作重心将越来越转移到提升承销能力,而律师在证券发行上市及后续信息披露的合法合规性认定和论证方面的重要性将大大增加,律师工作的价值无疑将得到显著提升,由此也将带动证券发行产业链格局的变化。

第五,注册制的有效落地需要相关配套法律制度的完善,这为证券律师行业积极参与到资本市场法治化的过程提供了重要机遇。律师应改变以往“体现管制的要求”的执业思路,在改革方案和制度设计的过程中与为政策制定方提供建设性的意见,推动形成既符合市场规律又具有较高适用性的监管规则。进一步而言,赋予证券律师信息披露以及监管沟通的协调人的角色,也是资本市场的法治化的必然发展趋势。

注册制的若干基础性配套机制

汤欣(清华大学法学院教授)

经过长时间的调查、研究,我们发现全球各主要市场上的新股公开发行“注册制”可能拥有不同的版本、具体的制度设计也各有特点,但该种制度的多样性并不影响其基本精神,即注册制是股票发行登记备

查制度,侧重信息披露和事后控制,监管机构事先不对发行主体质地和证券投资价值进行实质性判断,发行与上市活动自然分开。一方面,这种制度针对影响广大投资者的证券公开发行,确立以信息披露为基础、兼顾公司治理要求的统一监管规则和程序;另一方面,它不对发行主体或股票投资的价值进行判断,强调依靠市场机制来发现和配置风险收益。注册制的法律实质是,“买者自负”应当以“卖者负责”为前提,发行人及相关中介机构依法注册并承担相应的后果和责任,注册信息必须真实、准确、完整、没有误导性,否则发行人等应当依法承担责任。

从世界各主要证券市场发展历史来看,新股发行注册制的推行与资本市场成熟程度乃至一国一地区的经济社会整体状况息息相关,其效果的充分实现更依赖于多重基础性条件,这些条件包括:诚实守信的商业氛围和文化、高水准的中介机构、成熟的市场参与者、灵活有效的市场机制、可靠的证券监管执法、多元化的纠纷解决机制、清晰的法律责任划分和扎实的法理基础等,其中要求欺诈发行的行为人对于受害投资者承担赔偿责任的法律制度十分重要。我国证券市场从1990年正式建立,新股发行体制历经审批制和核准制两大阶段,其中又各有不同的核心监管手法,但无论是“额度控制”、“指标管理”还是“通道制”、“保荐制”,虽然中介机构在新股发行中发挥的作用大小不同,监管机构对于发行主体及其所发行的证券价值进行实质性判断却并无本质区别,其结果是:一方面,监管机构及其设置的发行审核委员会陷入几近不可能完成的任务,力图对于发行人有无持续盈利能力、所发行证券有无投资价值进行甄别,从而牵扯了大量的监管精力,对于本应作为监管机构首要使命的工作,即打击违法行为、维护市场秩序则时常力有不逮;另一方面,市场质疑声音不断,对于监管能力、效率、功用乃至声誉提出各种批评,如果监管中发生个案失误,导致公众投资者遭受损失,则监管机构是否应当承担相应的法律责任,本身一直是无法回避的问题。鉴于核准制(或审批制)与对于发行人及其证券价值的实质判断深度缠绕,而高度依赖信息披露的注册制则没有同样的历史包袱,并与“十八大”后确定的市场化改革总方向和政府机构应当简政放权的改革要求高度契合,现在就开始注册制的改革尝试正当其时。前述的诚信文化、中介机构、成熟投资者、市场机制、证券执法、法律责任及多

元化的纠纷解决机制等已经开始在我国证券市场上得到建设,一些机制的建立已有所小成,要坐等其完善齐备才启动注册制的可能坐失改革良机,乘目前《证券法》修改的机会坐实以注册制为核心的新股发行体制,明确其基本内涵,并授权监管机构在注册制基本共识的约束下形成具体规则,要求其定期进行检讨、修改和完善,应是本次法律修改的核心任务。

在新股发行注册制的若干基础性配套机制中间,建立行之有效的受害投资者民事赔偿制度至关重要。我以前曾经撰文指出,在引入美国式集团诉讼的时机到来之前,面临迫切的投资者保护和救济问题,中国大陆证券市场急需发展群体性纠纷的多元化处理机制。从比较法角度考察美国之外各市场针对欺诈行为的民事诉讼和争议仲裁模式,发现英国、加拿大及韩国所采取的集体诉讼机制,虽然解决了美国式制度中的滥诉风险,却同时使投资者诉讼在现实中活力不足,其经验教训值得关注;合并仲裁和集团仲裁面临理论和实践方面的现实困难,不易发展成为解决大规模证券群体争议的重要模式。相比之下,德国的证券投资者示范诉讼和我国台湾地区以非营利组织主导的证券团体诉讼较为可取。近一段时间中,在中国证监会的强力主导下,国内已有两例虚假陈述案件中的相关责任人自愿出资建立“专项赔偿基金”,对于因虚假陈述而受到损失的证券市场投资者进行赔偿,即平安证券设立的万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金和深圳海联讯公司股东章锋等设立的海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金。上述基金在赔付时的鲜明特点均是“依据最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》所确定的原则和标准,确定专项补偿基金补偿范围和补偿金额计算方法”。万福生科赔偿基金的使用已经取得了良好的效果。更在此之前,香港洪良国际公司案例中的监管手法曾在大陆引起广泛讨论,即2012年香港证监会成功地促使香港高等法院颁发命令,责令因财务造假而上市的洪良国际以合理价格,回购其IPO之时发行在外的5亿股股票;为此,洪良国际总共须耗资10.3亿港元,这个金额甚至大于其在IPO时所募集的资金净额。由监管机构发挥积极作用,补充“不完备法律”背景下的司法不足,对于尚处“新兴加转轨”阶段的我国大陆证券市场的确具有重要意义。

义。但如果因此认为我国证券市场上的投资者保护,可以成功“绕开”司法主导的损害赔偿机制,完全仰仗监管机构及其附属单位的执法或调解努力,则可能陷入对虚假陈述等证券违法行为过于轻敌的误区。虚假陈述案例在法律解释和适用上高度复杂,适格原告的范围、因果关系、赔偿数额等核心问题经常在控辩双方形成重大争议,要获得公平、合法、合理的解决,需要训练有素的法官,审视原被告及其代理人的角力结果,在法庭之友、专家证人的专业支持之下,经由严谨的民事诉讼程序,才能形成判决或促成双方达成和解。相比之下,前述香港地区的“洪良国际案”案情相当特别、事实并不复杂,所以才适宜以简单的“公司回购”方法获得合理的赔偿结果;“万福生科”、“海联讯”赔偿基金模式则囿于其自愿性质,并且在实体和程序方面均可能存在简单化处理的疑问,能否、宜否在证券市场实践中进行规模化推广存在疑问。在中国证券市场上建立有效的投资者民事赔偿机制可能是困难、漫长甚而痛苦的过程,需要付出极大的决心、勇气与精力,但是面临诸如新股发行注册制建立等市场发展的迫切要求,恐怕始终将是国内市场无法超越的必由之路。

给市场一个试错的机会

罗培新(华东政法大学法学院教授)

在此番证券法变革中,证券发行引入注册制,几无任何悬念。除了十八届三中全会确立的“市场在资源配置中起决定性作用”赋予了该项改革最大的政治正确性之外,在技术层面上,其正当性还在于赋予了市场一个试错的机会。

此前关于注册制的论争,可谓纷纷攘攘。其中一种观点认为,证券发行实行注册制之后,政府不审了,完全依赖信息披露,在当下我国证券市场诚信状况令人担忧的背景下,这一制度确须慎思缓行。这实在是一个天大的误解。事实上,注册制与核准制并非二分法下完全对立的观念,两者最大的区别并不在于审不审,而在于由谁来审、如何审。其实,抛开注册制、核准制的理论标签,这两种证券发行方式在上市的

法律环境、对上市公司的治理要求、中介机构出具法律意见的操作准则、信息披露和责任规则等方面均十分相似。注册制固然极为倚重信息披露,但为了增强同行业各公司之间的可比性,以利于投资者做出判断,信息披露也有固定的格式要求,SEC也必须看文件,而且也经常提问题。在审核中反馈几轮意见,提上百个问题的情形并非罕见。这些问题包括常规类的提醒,如行业数据报告等,也有了解性的问题,如针对招股书披露的问题进行提问,以进一步了解相关财务数据等;另外还有质疑性的问题,如认定公司披露内容不充分,要求补充披露。

我国《证券法》修订在引入注册制的同时,废除了证券发行审核委员会,其好处是消除了政府背负的隐性价值担保,降低了主承销商、保荐人推卸责任的负面激励,迫使其将工夫真正用在规范公司治理和信息披露方面,而不是像此前备受诟病的那样:发行过会失败后,他们两手一摊说,不是我们不努力,是7个人投票的问题。的确,大凡投票就存在价值判断,而这在很大程度上受到个人偏好的影响。另外,对于注册制的担忧,事实上在目前的核准制及存在发审委的情况下同样存在,道理很简单,市场还是那个市场。

当然,如果以为引入注册制后市场将会一派花团锦簇,那也过于天真。道理还是那样,市场的基础并没有发生根本性的改变。但无论如何,市场将因此获得了一次试错的机会,即把政府隐含的价值判断,转换为强化信息披露和夯实责任保障机制下的市场自主选择。当然,孰优孰劣,尚需假以时日,细为比较这两种方案的成本与效益,而这方面恰为我国之短板。就此而言,美国的做法或许不无借鉴价值,以下兹举两例:

其一,随着《多德弗兰克法案》授予SEC等金融监管者繁重的立法任务,其立法质量成为备受各界关注的对象。2005年以来,SEC接连经历三次败诉,败诉事由皆为法院认定SEC对规则之成本效益的分析“不合格”,从而导致SEC辛苦制定的两部规则付之一炬。为了应对来自监管对象的质疑以及司法审判的挑战,SEC的立法成本效益分析实践快速地发展与完善起来,其最直接、最明显的产物就是《SEC规则制定中经济分析通用指南》。该指南在实体性要求方面,首先要求SEC在制定规则时进行的每一项经济分析都应当包含四大基本要

素:(1)对制定规则的必要性陈述;(2)设定拟议规则可能产生经济影响(即可能的成本与效益,包括对效率、竞争及资本形成的影响)的基准线;(3)明确替代性监管方案;(4)分析拟议规则及其替代性方案的效益与成本,并从定量与定性角度进行评估。

其二,另外一个例证是,美国2002年颁布的《萨班尼斯—奥克斯莱法案》(以下简称《SOX法案》),在公司治理方面的姿态空前严厉。然而,时隔八年之后,该法案却饱受责难。在种种批评中,有一种声音直指其立法智慧。这种观点认为,《SOX法案》是一个“昂贵的错误”,其带来的成本远远超过了收益。立法强加给公司的公告、报告和审计成本,使许多公司(特别是小型公司)不堪重负。例如,Roberta Romano教授援引一组数据指出,为满足《SOX法案》对公司的内控要求,年收入超过50亿元的公司,被迫在外部咨询、购买软件和额外的审计方面,多支付290万美元;而年收入不足2500万美元的公司,则要多支付22.22万美元。有学者还特别对《SOX法案》中的治理条款的成本与效益进行了实证分析,最后得出的结论称,法案所带来的收益,如果有的话,也相当有限;而在成本方面,则相当惊人。例如,公司向高管发放贷款,类似于公司向高管提供补贴的利率。由于《SOX法案》禁止公司向高管提供贷款,使高管无法根据公司实际情况使用这一补偿机制,而被迫另觅他途(如大幅增加在职消费等)以寻求相当的补偿。又如,根据法案要求,公司不得向为其提供审计服务的会计师事务所购买财务顾问服务,则可能会大大减少公司对会计师事务所的“补贴”(subsidization),进而增加其购买审计服务的成本。再如,法案要求高管必须在披露文件上签字,会带来极大的合规成本。Roberta Romano教授指出,一项调查表明,在《SOX法案》颁行之后,公司上市的成本成倍增加,从90万美元上升至195万美元,这在很大程度上降低了外国公司寻求在美国上市的意愿,它们可能转而投向主要的竞争对手——伦敦证券交易所。已经在美国上市的大型外国公司中,自《SOX法案》颁行之后,每年均有许多公司纷纷表示要撤出美国股市,如英国电信和德国巴斯夫(BASF)等公司。

类似地,我国证券发行采取注册制,相较于以前的核准制及发审委的存在,其利弊得失,也需要在数年后予以细细的检讨,无论是学界还是监管部门,都必须有此准备。

股票发行注册制的重新审视

叶林(中国人民大学法学院教授)

股票发行核准制,既是我国现行股票发行制度的重要特征,也是各界争议的焦点问题。然而,股票核准制到底存在什么问题?应否把当今股票市场出现的问题都归结为股票发行核准制?股票发行注册制究竟能够解决那些问题?是否也有股票发行注册制难以解决的问题?股票发行注册制无法解决市场期待的各种问题,是否就是失败的选择?

一、股票发行注册制效果有限

我国股票市场存在各种问题。有些是股票发行审核制直接诱发的问题,有些是与发行审核制有关的问题,有些是股票发行或交易规则造成的问题,有些是市场特点造成的问题,并非都与股票发行审核制相关。即使是与股票发行审核制有关的问题,也要识别它是根本问题抑或只是现象。

在我国股票市场上,最受诟病的是虚假陈述和“三高”(即高发行价、高市盈率和高超募现象)。笔者认为,股票发行虚假陈述的原动力,在于发行人试图非法取得发行资格或提高发行效率。“三高”现象,在剔除了虚假陈述因素以外,主要是适格发行人获得超过一般认知的发行效果。就虚假陈述而言,无疑是违法乃至犯罪行为;就单纯的“三高”现象而言,只是市场供求的运行结果。必须承认,在采用股票发行注册制的环境下,既无法消除发行人的违法动力,也无法自动平衡市场供求关系,因此,显然无法消除股票发行之虚假陈述,也无法解决发行市场上存在的“三高”现象。

股票发行的实质,乃是发行人和投资者之间的股票买卖关系。这种买卖关系,不仅在微观上涉及发行人和投资者之间的信息不对称或者信息失衡,还在宏观上涉及市场供求关系的失衡。发行人和投资者

之间的信息失衡,不仅是客观存在的,甚至是难以消除的,股票发行制度所要达到的目标,是采用合理的手段,最大限度减少信息不对称以及信息不对称造成的损害,绝不是消除信息不对称。市场供求关系上的失衡,以及由此诱发的三高现象,源于市场供求本身,不仅无法采用行政手段加以限制,而恰恰是要通过减少行政手段,逐渐实现市场供求关系的平衡。

股票发行核准制的客观功能,是借助行政手段调控市场供求关系。要想让这种做法发挥如此作用,就必须要求监管者对市场供求关系做出恰当判断。实践证明,这种想法背离了监管者的本质属性。在供求关系上,监管者只能充当旁观者和警示者,而不应当成为主动的调控者。与此相对应,各界讨论的股票发行注册制,恰恰让监管者或政府权力复归原位,最大限度发挥市场自身的调节作用。换言之,即使未来采用注册制,却仍旧强调监管者在供求关系上的调控作用,就无法发挥股票发行注册制的固有作用,而使拟议中的注册制再度沦为核准制的变形。

二、股票发行注册制渐行渐近

股票发行注册制功能有限,绝非不重要。采用好的股票发行注册制,将有助于改变市场观念、市场结构以及厘清各种市场要素的关系。监管者将逐渐脱离保姆身份,投资者风险意识将逐渐提高,市场观念和市場信心将逐步提升,最终引导我国股票市场走出困境,实现市场和法制的根本转型。

1. 投资者之民意累积。经过20年发展,在投资者风险意识和投资工具的选择上,发生的变化翻天覆地。当下,投资者保护机制远未完备,却今非昔比。投资者期待股票发行注册制,表达了投资者认知的风险承担能力大为增强,走向股票发行注册制已绝非民粹,而是投资者的民意累积。

2. 监管者之担心或过虑。多年来,监管者一直担心股票发行和交易市场价格的交互作用。股票发行量增加,将压低股票交易价格,投资

者将从中受损,容易引起投资者的抱怨。然而,我国在2014年年初再度启动新股发行,却没有遇到监管者担心的市场压力,这说明以往的担心或许只是多虑。

3. 融资之理念变化。面对国内外大企业之间的激烈竞争,公司要想发展壮大,必须充分和有效利用股票市场。在传统认知上,融资被看成是少数公司的特权,这种观念加剧了融资市场的不合理集中,遏制了资金需求者的正当需求。需要正视的问题是,公司融资虽要遵守普遍的规则,却不能否认融资之公司自主权的属性。如果没有充分的市场竞争,而是过度依靠监管者分配融资,必将扭曲市场化的长期目标,也将降低市场资金的运用效率。

4. 监管之体制变化。市场化观念正在发生变化,监管观念和体制也正在发生巨变。数年来,监管者已将监管重点从发行审核转向信息披露规则的实施和违法行为的查处上。同时,股票市场之社会监管体系初见轮廓,不仅初建了市场监测机构,还推出了举报和奖励制度,更实施了预披露等发行审查规则,机构投资者所占比例提升,甚至出现了专业化的市场分析机构,我国还开始实施企业信息公示制度。

股票发行注册制和核准制的核心、直接问题,只是让政府权力归位,让市场发挥自己的作用。换言之,在注册制下,监管者应将有限的资源放在信息披露、发行注册和查处违法行为上,不应将关注点过度聚焦于投资者的投资收益。

三、股票发行注册制任重道远

除了少数革命性变化外,制度变迁总是渐进的,即使立法转向股票发行注册制,也绝不意味变革一蹴而就。我国正在发展中的股票发行注册制,必将是兼容境外做法、反映中国国情的新体制,必然是在微观上创新、在宏观上衔接相关体制的新体制。

在现阶段,监管者在审核股票发行资格时,通常要咨询相关行政主管部门的意见,以决定股票发行的适应性,甚至反映国家产业政策。这种做法罕见于其他国家,却普遍存在中国社会。而应否咨询相关机关

的意见,绝非证券法自身的问题,必须考虑其他法律的规定,更要平衡监管者与其他机关之间的关系。再如,金融机构发行股票,将不得不基于现有金融监管体制,而求得其他金融市场监管者的认可。

这种做法即使有失合理的,却又是真实的存在。这种结构性因素,甚至是立法者在修改证券法时必须尊重的。理想的股票发行注册制,或许包含了监管者执行信息披露规则和办理公开发行注册,证券交易所负责公司发行条件之审查。然而,考虑到国情和既有体制,如果撇开了监管者的协调,筹备发行股票的公司或许根本无法获得行政主管部门的认可。

即使是证券交易所负责实质审查,也难免出现监管者的间接控制。在体制上存在的现实问题是,现有证券交易所实际处于监管者的控制下。这种状况不仅导致证券交易所自律监管功能的异化,也将造成股票发行注册制的变异。因此,在实现股票发行市场化道路上,如果要大力推动注册制前行,就要考虑改造证券交易所的产权结构,实现证券交易所自主性、经济性,摆脱对证监会的过度依赖,成为真正的市场组织者。

推进股票发行注册制的几点看法

肖 伟(厦门大学法学院教授)

一、应当以历史发展阶段论观点看问题

注册制改革是我国证券市场发展到现阶段的必然结果,这一步应当走,可以走,而且是不得不走。我国的市场经济和证券市场都是在政府主导下建立和发展起来的,经过二十多年的发展,我国证券市场已经发展到一个需要“使市场在资源配置中起决定性作用”的新阶段,使“事先审批向事中和事后监管转变”的新阶段。注册制是证券市场走向成熟、发达的必由之路,它将使我国证券市场发展再上一个新台阶。实行注册制会遇到困难,会出现问题,但这是必经过程,必须在探索中

前进。该上新台阶的时点已经到来,不能耽误历史前行的脚步。另外,我们采用的注册制也应当与我国现阶段证券市场发展的实际情况相适应。与发达证券市场相比,我国证券市场现实环境呈现诚信缺失、政府依赖、监管洼地、结构失衡、外部干扰、投资者散弱等特点。我们实行注册制必须从这一前提出发,审慎筹划,循序渐进,逐步完善。建议先从股票发行开始施行,而不要在证券市场一下子全面铺开。在股票市场也宜先选择某个板块进行试点,积累一定经验后逐步推开。

二、注册制需要一个良好的市场环境相配套

借鉴发达证券市场经验看,它应当具备以下几个条件:

第一,完善的信息披露。当前最主要的就是提高信息披露的有效性,它以便利和满足投资者做出投资判断的需求为判断标准,要求信息披露易得易懂,简明扼要,戒绝搞“信息海战术”,让投资者陷入云里雾里,不得要领。为此,应当尽快制定相关的指引。其中可以要求信息披露除了全文版之外还得有个精要版,形式上采取相对固定版式的表格形式,供投资者阅读方便。如果投资者需要详细了解,可以看全文版。也可以设置一个“答疑期”程序,投资者对信息披露有疑问,可以请求发行人答疑。注册主管方也有权要求发行人就某些事项进行解释说明或澄清。

第二,强有力的监管。这方面主要任务是扩大监管队伍,强化监管手段,落实监管责任,事前、事中、事后监管全覆盖,做到及时发现问题,迅速解决问题,使监管水平和效果有个大幅度的提升。为动员全社会的监管力量,应当加强和完善举报奖励制度。目前,我国证监会监管效果不够理想存在体制上的原因,即证监会存在角色冲突。一方面,证监会既是法律规定的证券市场的监督管理者,同时又承担着贯彻执行国家宏观政策和协助其他政府部门工作的职责;另一方面,证监会除了对证券市场要进行规范和监管外,还承担着培育、稳定和发展证券市场的任务。这些角色冲突不可避免地影响了其监管职能的发挥。所以,在体制设计上应该有所改进。

第三,充分的投资者保护。当前主要任务是使这一精神扎实落地。应当允许组建中国投资者协会或类似的组织,集聚投资者的力量来保护投资者权益。必须尽快建立完善群体性诉讼制度,抛弃该制度会影响社会稳定的僵化、落后观念。在现代社会,对付小额、多次地侵害不特定多数人利益的行为,非群体性诉讼制度无以成功。

第四,严格的责任追究。在我国,违法违规事件之所以高发频发,一个重要原因是违法成本太低。这首先归咎于法律规定的处罚标准明显过低,其次归咎于有关部门执法不严,主要表现在选择性执法泛滥,而且对案件处罚普遍从轻发落了事。这不仅不能震慑违法分子,反而无形中纵容一些贪婪的人铤而走险。我国已经成为一个监管洼地。许多跨国公司在其他国家都能守法经营,尊重消费者,但偏偏到了我国却一反常态,经常敢冒天下之大不韪,就是这个问题使然。乱世用重典。在严格责任追究过程中,特别要注重运用刑事制裁的手段。当代国际上新近修法或实践中体现出罪责认定标准的客观化和社会化趋势,反映出对刑法的威慑预防功能的强烈需求。这一点我们应当予以借鉴。

三、注册制下的审核职责宜交由证券交易所具体承担

首先,注册制并不是什么都不审,而是在充分信息披露基础上,审核机构对股票发行的数量与价格、发行人盈利能力以及是否具有发展前景等不再进行审核,而是交由投资者自行判断并自主做出投资决定。注册制体现了证券市场按照市场规律运行的自由性、市场主体行为的自主性以及政府干预经济的效率性和规范性。其次,根据注册制下发行和上市审核工作的承担主体不同,国际上可以分为两种模式:一种是以美国为代表,发行审核和上市审核分开,分别由证券监管机构和交易所负责。韩国、印度和德国大体可以归为这种模式。另一种是发行审核和上市审核在一定程度上相融合的方式,以英国为代表,主要由交易所承担具体的审核工作,日本和我国台湾地区、香港地区大体可以归为这种模式。后种模式的制度安排,较好地解决了上市和发行两个审核环节可能存在的交叉重复,因而影响审核效率的问题,也在很大程度上

缓解了证券监管机构因预算、人手等限制对具体履行发行审核职能的困扰。更重要的是,这样就使证券监管机构摆脱了烦琐的审核工作,实现了监审分离,因而能够更好地履行监管职责。以我国香港地区为例。在香港地区股票发行和上市是合二为一的,实行双重存档制,联交所起主要作用,香港证监会仅对公司的信息披露进行原则性的形式审核。根据联交所与香港证监会双方签署的《上市事宜谅解备忘录》,香港证监会将自己享有的审核权转授给联交所。证监会通过监督联交所是否依法行使审核权间接地履行证券发行上市的监管职能,同时其拥有法定的调查权和执法权,并保留核准决定的最终否决权。这样既解决了发行审核的法定职责由监管机构行使的问题,又解决了将具体审核工作交由交易所负责的问题。当然,英国、日本、我国香港和台湾地区在主要交由交易所具体承担发行上市审核职责的实现方式上也存在一定的差异,我国应当采取何种具体方式还需要从我国国情出发研究确定。我国发审委可以保留,其不再承担具体的审核工作,工作重点转向政策制定、制度建设、监管以及带有普遍性的重大、疑难、复杂问题的处理。

信息披露是注册制的核心

彭 冰(北京大学法学院教授)

我觉得注册制没有大家想象的那么复杂。

证券发行的核心问题如何将股票销售出去。因为说到底,发行的目的在于融资,这只有在销售完成时才有可能。能否销售出去,则可能取决于三个因素:市场推广、价格和品质。投资者只有在获知证券出售的信息,对该证券的品质有信心,并认为价格合适时才会购买证券。注册制和核准制的最大差异在政府在出售证券的品质挑选上扮演什么样的角色。注册制是通过信息披露的要求,对出售证券的品质有着隐含的要求,更多通过市场和中介机构来挑选出售证券的品质。核准制则由政府直接对出售证券的品质做出投资价值判断,而根据下文的分析,其实政府并不适合担任这个角色。

实际上,若要满足上述这三个条件,投资者都需要获知充分的信

息。发行人仅仅通过广告等方式进行市场推广,虽然能够让投资者获知证券出售的信息,但无法给予投资者充分的信息来判断证券的品质,进而判定价格是否合适。投资者只有在获取充分信息,并对该信息的真实性予以确认的情况下,才能对证券的品质和价格是否合适予以确认。

因此,发行人只有提供充分信息,投资者才会有投资信心。充分信息披露因此成为发行成功的必要条件之一。建立强制信息披露制度的美国1933年证券法也被认为是现代证券法的典范。强制信息披露制度的核心在于通过法律明确规定信息披露的内容,并赋予相应的法律责任,来保证信息披露内容的充分和真实。

一、市场推广

投资者必须能够及时获得证券发行的信息,才会关注发行人的信息披露内容,才会考虑是否投资购买。一般来说,证券发行的信息可以通过广告推销的方式为公众所知。但仅此是不够的,因为一般的公众投资者很难判断该证券投资是否适合自己的经济状况。证券承销在某种程度上可以起到向特定群体推广证券的作用,并且还可以提供证券分析报告,由专业人员消化发行人的信息披露内容后以公众能够理解的方式披露出来。

二、品质判断

发行人发行的证券必须符合一定的品质,才具有投资价值。问题是谁来做投资价值的判断、如何做价值判断?

首先,不同投资者基于自身需求,对于投资风险有不同的偏好,显然不可能由别人代替其作投资选择。同时,市场上的证券风险也不应该是单一的,而应该是多元化的,才能适应不同投资者的不同风险偏好和不同投资需求。投资风险与收益回报密切相关,市场不同投资者对风险偏好有所不同,似乎也很难在发行条件的最低标准达成一致。以

三年连续盈利为条件,曾经迫使中国的互联网公司不得不去海外融资,导致中国公众投资者丧失了获利中国互联网发展的大好投资机会。

其次,谁来做投资价值判断呢?理论上来说,政府机构来判断投资价值并非不可以——政府完全可以直接从市场雇用专业人士来做,但政府承担此职能的缺陷在于:政府没有合适的激励机制来做好这项工作。如果完全模拟市场建立价值判断的激励机制,虽然在理论上也是可能的,但问题是既然要模仿市场机制,为什么不干脆就让市场机制直接发挥作用呢?

因此,发行证券的品质问题上,最好的做法还是以通过信息披露的要求来揭示与证券品质相关的信息作为主要的监管手段,由市场来做出价值判断。

三、价格确定

在充分信息的基础上,基于证券的品质,投资者做出是否投资的决策最重要的因素还是价格。价格一向是决定买卖是否成交的核心条件,在证券发行中同样如此,无论对投资者还是对发行人。投资者当然希望低价买入高品质证券,但发行人当然不愿意以低价销售证券。不过价格取决于市场需求,政府定价当然是最愚蠢的事情。不过,由于公众投资者人数众多而且分散,显然很难由发行人与公众投资者来谈判定价,因此,在发行价格的确定上,主承销商和机构投资者就成为协商定价的主力,其中主承销商起到了主要作用。

根据上面的分析,无论是市场推广还是定价,主承销商都起到了重要作用,而在发行证券的品质方面,主承销商其实也代表市场起到了某种市场准入的功能——当承销商意识到该证券品质不佳难以在市场销售时,就会拒绝为其提供承销服务;或者在众多发行人中,承销商会挑选品质更好的发行人帮助其承销,因为发行更容易成功、承销起来更为容易,获益也更好。因此,主承销商制度或者我们现在实行的保荐人制度在证券发行体制中起到了核心作用,是建立一个更为市场化的证券发行体制必不可少的核心机制。证券法在规定强制信息披露制度之

余,对于主承销商的责权利应当有更为明确的规定。

从理论上来说,注册制的设立并不复杂,只需要:(1)明确强制信息披露要求(实际上现行法上就有),要求注册文件生效后才能发行;(2)规定注册程序,期限要求等程序性条件;(3)取消现有的发行条件规定,特别是其中关于“持续盈利能力”的要求;(4)取消现行法上关于发行审核委员会制度的规定;(5)在主承销商制度和相关法律责任制度都已经存在的情况下,保荐制度是否还有必要,也值得讨论;(6)进一步强化虚假陈述的法律责任追究。

依股票公开发行端实质设计注册制度

李有星(浙江大学光华法学院教授)

总的思路是依股票公开发行端实质设计注册制度,核准制和注册制是不同制度的选择,关键是注册制下的证券市场的生态环境要设计好,对可能和必然出现的副作用要有足够的配套制度应对,具体有:

一、注册制需要认真的试点探索

注册制虽然争议很大,但是大势所趋,但现实中国证券市场和法制环境的状况下,当务之急是做什么?是凭理论研究和国外经验设计出一套缺乏中国实践经验元素的法律制度,还是先搞个试点,搞注册制和核准制并行操作的试点?试点分两个方面:一是公司 IPO 试点;二是上市公司股票非公开发行试点。试点一两年后,再做全面推进,推动《证券法》对证券发行注册制制度的规定。证监会 2013 年 11 月推出了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》的证券发行注册制尝试,这个意见内容尚不足以代表股票发行注册制的实质内涵,希望试点的力度大一些,在试点中发现问题、解决问题,最终提炼出好的可操作的制度内容。例如,注册制对应的交易所就应该是公司制而不是会员制;注册的机构到底是交易所、还是证监会也有待考虑,当然目前状况看,证

监会是注册主管机关的可能性更大。

二、准确定位股票公开发行端功能并设计注册制度

长期来,我们对股票公开发行端功能的认识是有偏差的,就是将股票公开发行与上市密切联系,公开发行就意味上市交易,公开发行与上市连在一起称为“发行上市”,IPO 就等于上市,上市就等于在上海或深圳证券交易所挂牌交易。在讨论股票公开发行注册制的时候,总是要把在证券交易市场上出现的问题与证券发行环节混在一起。

股票公开发行端的实质功能是什么? 发行人通过市场化路径融资是主功能。在公司开展股票公开发行,申请取得发行权的实质是为了融资。没有融资也没有投资、没有融资的企业申请,投资者也无从信息来源和投资渠道,更谈不上投资者保护。因此,归纳其实质功能是:发行人的公开市场化融资、监管机构的反欺诈和投资者保护,其连接点是信息披露真实、准确和完整。有人评价美国 SEC 发行端任务清楚,资源调配合理,专业化程度高。SEC 在发行端的任务就是要为投资者获取投资所需的信息提供便利。要了解发行申请人就需要专业、时间和合理的分工安排。注册制度下需要审核机构的权力下移,如下移给地方证监局,或者交由上市地的证券交易所。美国 SEC 在发行端关注的是信息披露质量,发行中的其他问题比如定价、配售、证券的权利、上市等事项,由市场自行决定。如果我国证监会采用的注册制的内涵仅仅是关注信息披露质量,可以由证监会派出的地方局承担更为实质的审核功能。因为地方局在申请人的所在区域,更容易核查信息披露内容核查,不论人员、时间、地点、沟通等都具有便利性。

三、推进信息披露为中心的审核制度,不应否定持续盈利能力要求

不论是核准制还是注册制度,让公司便于市场化公开融资、让投资

者获得投资所需的信息,反欺诈等都是相同的,无非实现的路径有所差异。美国 SEC 在发行端的工作是审阅注册文件,看其是否符合 SEC 制定的各种披露规则,并从投资者的角度对披露提出意见,帮助发行人提高披露质量。在审阅注册文件过程中,对于审核中发现的和投资价值相关的问题,SEC 会要求发行人进行充分披露,把它的高矮胖瘦、明疾暗患体现出来,供投资者自行进行风险判断。

注册制下,投资者同样关注企业的持续盈利能力及相关风险披露的信息。对股票发行来说,投机价值即是看发行人的持续盈利能力及相关风险。为保证信息披露反映了“投资者感兴趣的全部实质性信息”,必须对持续盈利能力及相关风险严格审核。因此,无论中、美的《招股说明书》核心章节,都聚焦于风险因素、业务与技术、管理层讨论与分析等方面的披露。无论哪种发行审核制度,都要以发行人的持续盈利能力及相关风险作为审核和披露的重心。无论何种发行审核制度,均涉及大量的自由裁量权。根据注册制的完全披露原则,涉及证券投资价值的、与投资者决策相关的所有实质性信息都应当进行披露。在具体审核中,对于何为“实质性”信息,以及实质性信息是否得以真实、准确、完整的披露,需要在大量专业性、综合性的判断中运用自由裁量权。

四、强化交易所的审核功能,保障股票公开发行和上市分离,实现股票公开发行可持续

受证券交易市场的低迷而停止股票公开发行的情况已经出现 7 次,这是股票公开发行与上市不分离的直接后果。证券发行中存在的最大问题是“证券发行与上市假分离、真联动”,导致证券公开发行市场和证券交易市场的联动失败。表面上,《证券法》规定了公司证券公开发行审核权在证监会,上市审核同意权在交易所,但是问题是实践中均是确定发行时就可以预期上市,因此,不少投机者敢于动用大量非自有资金(甚至借贷银行资金、民间资金等)进入股市的申购环节,明明白白的投机博利,毫无投资的打算。有趣的是有关 IPO 的规则也是

“《首次公开发行股票并上市管理办法》,《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》”,给人公开发行并上市的直觉。其实,证券公开发行后不一定非得上市。上市也不等于只能在证券交易所挂牌交易,在场外交易市场挂牌交易也是上市。

《证券法》第50条规定了分离的可能性,即证券交易所可以规定高于法律规定的上市条件,如要求公开发行证券的发行人经过6个月或1年的市场检验期,再申请上市。也许许多包装作假的企业就无法达到上市的标准。注册制带来最大变化是交易所真正有审核能力,选择股票注册发行的部分真好的公司上市。

五、按照大中小股东结构安排股票出售期限、有利市场稳定

我国股票发行中,针对控制股东、关联关系股东和不同社会公众股东,而采取的股票出售锁定期限是一项有益的制度。大股东在3年内持股不变的公司通常渡过了波动期,接下来的时间,除非公司遇到重大的市场变化、政策等原因,上市公司的质量一般比较有保障。股票公开发行中配套的有效制度是分层次对大中小股东确定市场出售“等待期”。同时,对股东的出售实行数量限制,比如每次出让的股票数量为拥有股票的1/10。不论在核准制还是注册制下,确定特殊股东的市场出售“等待期”制度对我国股市是有利的。规定新股发行完成之后的锁定期越长越有效,锁定期是3年的结果一定是短期资金不会认购新股,凡申购者必然认真研究公司3年后的情况,研究公司的真正投资价值,对公司是否存在欺诈、虚假信息等会认真甄别。建议《证券法》修改中,将注册制发行的股权结构安排与上市后兑现期限有一个制度性规定。

六、完善投资者保护的执法、诉讼制度,保障注册制良好运行

美国证券市场在注册制下能够良好运行,其中重要的保障措施是

具有良好的投资者利益保护的救济选择权(包括诉讼或放弃诉讼)、有力的 SEC 执法和司法部刑事诉讼。美国集团诉讼的机制是打击证券发行欺诈的强有力武器。在我国,《证券法》规定十分明确的民事赔偿制度也迟迟无法细化实施(如内幕交易民事赔偿),有的虽然实施但效果不佳(如虚假陈述民事赔偿)。另外,证券集团诉讼制度、行政执法和证券刑事犯罪打击方面还有很大的改进空间。

注册制改革应把握重点、有序推进

郭 雳(北京大学法学院教授)

围绕何为注册制,讨论甚多。笔者将其理解为一种证券发行登记备查制度,侧重信息披露和后端控制,监管机构事先不对发行主体质地和证券投资价值进行实质性判断,发行与上市活动自然分开。注册制的基本精神在于平衡企业融资需求与投资者利益保护,平衡公共利益和秩序维护与保持市场自主选择 and 活力。一方面,它针对影响广大投资者的证券公开发行,确立以信息披露为基础、兼顾公司治理要求的统一监管规则和程序;另一方面,它不对发行主体或股票投资的价值进行判断取舍,强调依靠市场机制来发现和配置风险收益。注册制的法律实质是,发行人依法注册并承担相应的后果和责任,是证券公开发行的必要行为;注册信息必须真实、准确、完整、没有误导性,否则发行人及相关当事人必须依法承担责任。其制度内核可以归纳为“重信息披露,轻实质审核;多市场参与,少价值判断;强责任约束,弱数量控制”。

从世界各主要证券市场发展历程来看,注册制的推行与资本市场成熟程度乃至各国各地区的经济社会整体状况息息相关,其效果的充分实现更依赖于多重基础性条件。这些条件包括诚实守信的商业氛围和文化、高水准的中介机构、成熟的市场参与者、灵活有效的市场机制、可靠的证券监管执法、多元化的纠纷解决机制、清晰的法律界限和扎实的法理基础等。有必要认识到,没有所谓标准化的注册制,换言之,注册制可以有不同的实现方式,需要与自身的市场格局、条件相匹配。以常被奉为圭臬的美国和我国香港地区为例,注册制在前者出现

始于现代政府职能扩张与自由主义经济传统之间的碰撞,而后者则直接反映了港交所非互助化改造的现实流变。从对 VIE 架构的不同态度,到阿里巴巴上市地选择上的反复,都可看出实践决定标准,注册制并无统一的答案。

当下我国推进注册制改革的深刻意义在于以此为契机,促进监管转型,重塑政府与市场之间的关系:让市场在资源配置中发挥决定性作用,同时转变政府职能,进一步简政放权。一方面,优化评价机制、放开不合理的数量控制,有助于通过直接融资的渠道来解决企业融资成本高的难题。另一方面,“严进少退”向“宽进多退”的范式转变,资本市场的“新常态”要求投资者保护端也必须相应跟上和强化。应当承认,目前的市场自律、法院诉讼、证监执法等还未能给广大股民提供有效保护,监管机关的事前审查有意并在一定程度上弥补了其他保护机制的缺失。与注册制改革相配套,证监会有必要将其工作重心向事中事后倾斜,严厉打击欺诈违法行为、严格实施借壳上市审核、严肃执行市场退出纪律,切实做到“全过程实施监管、系统性把控风险”。

2013 年年底,国务院办公厅发布了关于中小投资者保护的“国九条”。这既是一项系统工程,又是对注册制改革的重要呼应,值得高度重视和落实。想达到目标,一要及时发现、惩戒、阻却违法,二要引导科学、专业、分散投资。以遭受欺诈损害后的纠纷解决和救济机制为例,不少改革试验有待破题。良好市场秩序的建立需要私人诉讼与公共执法的相互配合。目前,做小做实的集团诉讼有理由成为我国证券领域竞争性多元化纠纷解决机制的选项之一,证券诉讼律师应得到鼓励,在此领域可率先试行有限制的胜诉酬金。对现阶段而言,发行注册制改革的关键在于“发行放开,责任跟上”。

操作层面,基于沪深交易所现状及未来公司化改革的预期,以及公开发行但不上市的需求,目前由证监会统一实施发行注册或给予豁免,由证券交易所、全国股转系统公司等分工负责上市交易或挂牌转让的具体审核评判及交易组织,应是较为合理的制度安排。与此相关,在注册制明确成为改革方向的大环境下,有观点认为保荐制也应和核准制一道被抛弃。对此,我并不赞同。其实注册制决不意味着取消一切审核,就财务造假、欺诈发行、包装上市而言,其诱因是多方面的,其发生

既可能是被僵化的门槛要求所扭曲,也可能是受满足市场预期的动因所驱使,后者在发达资本市场同样屡见不鲜,毕竟在注册制下想要吸引投资者的青睐更离不开靓丽的业绩或前景。至少在发行体制转轨的初期、声誉和诚信机制尚难可靠发挥作用的情况下,草率放弃保荐人这一业已积累了相当经验的有效“抓手”,并不明智。因此,建议本次修订后的《证券法》条文中保留关于保荐制的基础架构,可考虑区分不同层次市场做差异性安排,进一步梳理保荐与承销、保荐机构与保荐代表人的职能配置。

海外发达资本市场中的证券发行高度依赖中介机构,券商、律师和会计师等各负其责。相比之下,近期发行机制密集调试,使我国证券公司在定价、配售、节奏把握方面的发挥空间受到很大挤压,同时其作为“超级中介”的局面未得到根本改观,在相当程度上呈现出偏离“发现、估值、营销企业”等主业的趋势,形成了粗放式、非常态的市场发展轨迹。有鉴于此,应继续反思、构建和引导中介机构“归位尽责”,通过“准入市场化、职责明晰化、执业规范化、功能专业化”,使其回归并专注于主业,真正体现“独立执业、各用所长、各担其责、相互监督”。

不同中介机构既各司其职,又相互制约,有主有次并不意味着非要一枝独大,破坏体系的均衡。职能方面,券商的自主性可以扩大但同时必须承担起相应的责任,此外,可加快试行由律师来牵头起草招股说明书。责任方面,不妨考虑修正目前保荐人的严格牵头责任,加强分工合作。在中介机构与发行人/上市公司之间,宜坚持连带责任原则,但应明确前者的免责事由,并限缩“虚假陈述司法解释”中所谓“共同侵权”的使用;在各中介机构之间,独立判断基础上的分工合作更应得到重视,有必要积极探索划清彼此勤勉执业尺度前提下的区分责任。

注册制改革的若干立法建议

刘俊海(中国人民大学法学院教授)

一、准确把握注册制改革的核心内涵

IPO 注册制改革的核心是将核准制改为注册制(或登记制),并将发行监管部门的工作职责由目前的实质审查转变为审慎的形式审查,进而全面构建以充分信息披露为基础、以审慎形式审查为核心、以严格法律责任追究为后盾的公开发行注册制度。同理,并购重组核准制也应改革为审慎的注册制。

为方便拟上市公司妥善管理和控制 IPO 过程中的市场风险,激活证券交易所对公司上市的自律监管职责,建议将公开发行并上市制度拆分为公开发行制度与上市制度。其中,公开发行申请的审核程序由中国证监会发行监管部门负责,上市申请的审核程序由证券交易所上市委员会负责。

IPO 注册制与核准制之间的本质区别不在于审不审,而在于如何审。无论是注册制,还是登记制,本质并无区别,都在于形式审查。IPO 注册制既不是不审查,也不是实质审查,更不是毫无约束的形式审查,而是审慎的形式审查。

监管者对 IPO 申请予以审慎的形式审查的核心要求有二:一是尽到作为具有通常智商、专业水准与伦理观念的审核工作人员在相同或者近似情况下应当尽到的谨慎、勤勉、经验、注意、技巧和专业水准,重点关注申请文件的真实性、合法性、关联性与充分性;二是在对申请文件的上述“四性”合理存疑时,应当向申请上市公司与中介机构索要工作底稿、会计账簿和原始凭证(包括发票与合同等),并在必要时到 IPO 申请人住所地和经营场所踏勘现场、实地调查,并向相关国家机关、企业与社团核实相关信息,以了解实情。

二、全面升级信息披露制度,是确保 IPO 注册制改革顺利进行的基础性工程

透明度是证券市场监管的基础性工程。以美国为代表的证券市场监管的核心是以信息披露为基础的监管,所有将制度与监管措施都牢固地建立在信息披露基础之上。展望未来,我国资本市场监管也应以信息披露监管为核心,以提高上市公司及资本市场的透明度为目标,以强化上市公司的信息披露义务为重点。

信息就是证券市场的血液。国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》将股票发行制度改革中心工作明确为信息披露,绝非偶然。笔者认为,为使上市公司透明度原则贯彻到底,确保信息公开制度的可操作性,有必要充实与细化信息披露的要求。上市公司的信息公开应当同时符合真实性、准确性、完整性、充分性、及时性、公平性、合法性、易得性、易解性八项标准;违者,应当依法承担相应的法律责任。

为满足广大投资者尤其是投资知识不足的个人投资者的知情权需要,建议积极推动和引导上市公司的信息披露简明化运动,早日推出《上市公司信息披露简明化标准指引》。

建议推行上市公司的实时披露制度,责令上市公司在披露事项发生之时即应通过公司的官方网站与监管者指定的信息披露网站同时披露相关信息。

为提升信息披露质量,建议在法律法规中授权公众投资者在对上市公司的披露信息合理存疑时,依法前往上市公司查询相关的会计账簿。公众投资者在对会计账簿存疑时,还有权就会计账簿中的某一科目,要求上市公司为其查阅原始凭证(包括发票与合同等)提供便利。

三、建议全面激活保荐人对发行人欺诈发行的保证责任

2005年《证券法》导入强制保荐制度的主要目的在于,扭转投资者

与上市公司申请人之间的信息不对称局面。按照此种制度设计,保荐人与公众投资者之间存在信托关系。其中,保荐人是受托人,IPO 申请人是委托人,公众投资者是受益人。也可以把保荐机构理解为公众投资者的代理人,公众投资者是本人、被代理人。无论在受托人,还是作为代理人,保荐机构都应对公众投资者诚实守信,勤勉尽责。

公众投资者本应是强制保荐制度的最大受益人。遗憾的是,在实践中,不少保荐机构和保荐代表人在接受上市公司申请人委托之后往往与上市公司申请人恶意串通、共同欺诈投资者。

国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》随让将发行人明确为信息披露第一责任人,但并未免除保荐人在指导与监督发行人开展信息披露的义务与责任。而且,《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》指出,要“研究实行证券发行保荐质保金制度和上市公司违规风险准备金制度”。

为鼓励公司自治,建议取消《证券法》中的强制保荐制度,彻底终结专业化的保荐机构与拟上市公司“强强”联合、导致公众投资者弱者更弱、失信融资方强者更强的现象。这既有利于强化投资者的风险意识,也有助于淡化监管者对保荐制度的信用背书色彩。

修改中的《证券法》应当明确以下三项内容。

首先,保荐机构与保荐代表人是公众投资者的受托人,保荐机构与保荐代表人应当对公众投资者、而非拟上市公司履行诚信义务和信托义务。

其次,确立保荐机构对被保荐上市公司的欺诈发行的连带保证责任。从文义解释看,“保荐”就是“保证加推荐”的意思。为督促保荐机构防范自身的法律风险,推行保荐机构爱惜自身的商业信誉、倒逼保荐机构睁大眼睛认真遴选 IPO 申请人、全面提升保荐行业的公信力,确立保荐机构和保荐代表人就上市公司申请人失信行为对受害投资者的连带保证责任。

最后,借鉴旅游业行之多年的旅行社质保金制度,建立健全符合资本市场保荐行业道德风险与执业风险的质保金制度。所有保荐机构都要基于其保荐业务的规模及其过往保荐业务中的信用记录,向监管者指定的法定存管机构(如中国投保基金公司)缴纳法定金额的质保金。

一旦公众投资者遭受欺诈发行之苦,就可以从质保金存管机构获得赔偿。质保金不足以赔偿投资者损失的,投资者还可以继续追究保荐机构的连带保证责任。毕竟,保荐机构的赔付能力要强于某些被保荐人。因此,质保金制度与连带保证责任制度相辅相成,共同构成对公众投资者的索赔安全网,不能相互替代。

四、建议增设 IPO 申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人就欺诈发行提供有效财产担保的制度

IPO 申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人不仅是公司上市的主要受益人,也是欺诈上市的始作俑者、主要策划者与实施者,堪称欺诈上市的元凶。为了降低 IPO 申请人的失信成本,降低其失信收益,为了降低公众投资者的维权成本,提高公众投资者的维权收益,也为了有效震慑失信者,教育广大企业和企业家见贤思齐,化解广大中小投资者在遭受损害时的索赔难问题,建议增设上市公司申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人在申请 IPO 时预先就其失信行为给潜在投资者造成的财产损害提供有效的财产担保。

从担保类型看,担保手段包括但不限于《担保法》与《物权法》规定的保证、抵押、质押等形式。但无论当事人选择何种担保手段,都应满足真实、合法、有效、充分的基本要求。笔者认为,在我国资本市场尚未引进惩罚性赔偿的情况下,财产担保的金额应当不低于拟上市公司申请的融资额。在资金超募时,监管者有权责令上市公司申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人继续就超募额度向其所有潜在受害投资者补充提供担保。

五、建议进一步完善证监会的行政稽查与处罚机制

为充分体现宽进严管、重典治乱、标本兼治的立法理念,在适度放开 IPO 入口的同时,建议加大监管者对欺诈上市的打击力度,充分发挥

法律的制裁与教育功能。建议进一步完善证监会的行政稽查与处罚机制,将监管者的稽查、处罚工作由后台保障推向监管者的工作前台。

建议借鉴城市道路交通违法行为的实时监控制度,建立证监会与交易所及其他国家机关之间信息共享、快捷高效、24小时全天候、360度全方位的资本市场行政稽查与处罚体制,健全案件线索发现机制,彻底杜绝人情与权力对监管者行政处罚工作的不当影响。

建议在“一行三会”之间凝聚监管共识,统一监管思维,统一监管规则,消除监管盲区,铸造监管合力,根除监管套利现象。

六、引入惩罚性赔偿制度,完善民事责任追究机制

惩罚性赔偿是有效预防和打击欺诈行为的好制度。为充分发挥惩罚性赔偿制度的惩罚、补偿与教育功能,建议将2013年《消费者权益保护法》第55条规定的3倍惩罚性赔偿制度与《食品安全法》第96条规定的10倍赔偿制度推向资本市场,并进一步提高惩罚性赔偿的额度,建立上不封顶、下要保底的十倍惩罚性赔偿制度,最低赔偿额为投资者所在地居民的上年度月均收入。

值得注意的是,惩罚性赔偿请求权并不排除受害投资者的精神损害赔偿请求权。基于以人为本的主流价值观,某些受害者的精神损害赔偿金额有可能超越财产赔偿金额。把精神损害赔偿制度从消费品市场引向资本市场是我国资本市场走向投资者友好型阶段的一个重要标志。

建议培育造假者的市场天敌,允许与鼓励中国版的“浑水公司”发挥打假作用。中国版的浑水公司是资本市场中的“王海”式投资者,是广大投资者的维权先锋,是造假企业的啄木鸟,是证监会的得力助手,开启民间打假新模式。