

略论 IPO 注册制推行 在我国的适用性

罗国民^{1、2} 博士生 黄轩昊³ 博士生 黄一松¹ (1、江西财经大学 南昌 330013 2、南昌师范学院 南昌 330029 3. 厦门大学 福建厦门 361005)

中图分类号：F832 文献标识码：A

内容摘要：股票发行注册制在我国推行的适用性已引起全社会的广泛热议，相较于审批制和核准制却并不意味着实质审核的摒弃或证监会的隐退。相反，在促进 IPO 效率的同时，将引起资本市场各利益主体更为全面和严苛的审核。回顾全球主要资本市场 IPO 制度的历史进程，对照我国 IPO 注册制推行的优势和劣势，我国已具备了适用 IPO 注册制的基本条件。然而，注册制推行后，对我国 IPO 制度设计、制度环境、上市公司治理水平和机构投资者能力有了更高标准的要求，仍然存在诸多问题亟待解决。

关键词：IPO 注册制 适用性 证监会

IPO 规范与制度问题是众多学者和实务专家关注的焦点，它的每一次变动都会引起资本市场上众多公司的上市决策。十八届三中全会颁布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出，“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重”。但在我国转轨经济背景和特殊制度环境下，注册制究竟能否充分发挥效用与我国当前的现状相契合，是一个值得思考的议题。本文通过对照发行制度纵向的历史沿革，全球主要资本市场 IPO 注册制推行横向的发展现状，深入剖析 IPO 注册制顺利推行所要求的制度和非制度条件，并结合我国资本市场现状，探讨 IPO 注册制在我国推行的适用性，进而给出相应的政策建议。

我国 IPO 制度现状

审批制是我国最初实行的 IPO 制度，相关主管部门根据掌握的指标情况，推荐企业发行股票。在审批制下，取得相关的

指标是成功上市最为重要的条件。在完全行政审批的审核方式下，IPO 审核的透明度较低，但在资本市场初期实行审批制仍有其现实意义。因为，保证公司上市后的平稳过度以及整个股票市场的稳定运行是该阶段的第一要务，而审核的效率则不是首要考虑的问题。

IPO 制度由审批制过渡到核准制是证券发行的一大进步，也意味着政府将对发行人披露的文件进行实质性审核，对公司在 IPO 披露过程的真实性以及公司本身的经营发展状况做出一定保证。政府核准的意义不仅在于核准本身，投资者同样可以充分利用核准的信息，便于做出更为科学的投资决策。这个过程有利于“绩优”的公司上市后，能够赢得更高的收益及更大的发展空间，符合有效资本市场优胜劣汰的特性。然而，由于政府在股票的发行核准过程中，仍具有较大的否决权，致使寻租现象时有发生，即使政府公平公正判断，也难免出现审批公司材料时的偏差。而投资者在信息不对称的情形下，会倾向于依靠政府权威核准的信息，缺少自身的独立判断，最终可能会造成损失，影响了市场的良好运行。同时，以政府为主导的核准过程需耗费大量的人力和物力，与之相伴的审核效率也不甚理想。

海外及其他地区主要资本市场 IPO 注册制历程

(一) 美国“平衡”中实行的注册制
美国的 IPO 注册制，在无需政府授权的情况下，保证了发行人拥有发行证券的权利。对信息披露的监管同样是形式审查为主，发行人需要保证的就是所披露信息充分的真实完整。审核的程序简单，效率很高。

正如美国其他一些制度的形成过程一样，美国在 IPO 注册制形成过程中也体现出一种平衡的特点。证券的发行和审核，主要由美国证券交易委员会 (SEC) 和美国证券交易所 (AMEX) 负责，其中，SEC 主管审查和注册，而上市完全由 AMEX 管理。证券发行人和相关中介机构连同各管理部门相互制约，确保整个发行过程处于平稳规范的轨道上。美国的证券发行体制是在保证投资者公平竞争的前提下，保持一种法律约束与市场效率的平衡以及行政监督与市场自律的有机融合。

(二) 英国“准注册制”特征的发行审核

英国实行的是核准制，但由于证券交易所具有股票的审核权，其 IPO 制度的特征已接近注册制，具体的实质性监控职责由伦敦证券交易所 (LSE) 承担。而英国证券市场是自律型管理的典型，除指定个别与证券相关的法律外，政府不干预有关证券管理的单行法律法规。英国证券在发行与上市过程中的自我管理是由两个层次构成的，证券交易所的监管和包括证券交易所协会及证券业理事会在内的行业自律 (曹凤岐，2014)。

(三) 中国香港 IPO “两重性”的发行审核制度

中国香港的发行审核制度同时涉及两个机构，即香港证监会和联交所。香港证监会的责任是对证券发行人进行监管，而联交所则是对证券的发行展开监管。因此，审核注册制与核准制并行的“两重性”，是中国香港发行审核制度的典型特征。

尽管证监会和联交所都需要对上市公司的发行材料进行审查，但两者审查的重点有所区别。证监会需要关注上市公司的上交材料是否符合相关条例的规定，包括招股说明书的整体质量以及该公司证券的上市是否能够给公众带来实在的利益，从审查特征上看，接近于形式审查；而联交所则需要按照《上市规则》和《公司条例》中对申请上市的公司盈利能力、管理情况、市场价值等规定进行实质性的审查 (朱菁，2014)。因此，从审核制度上，明显可见中国香港 IPO “两重性”的发行审核特征。

IPO 注册制顺利推行的条件

(一) 明确的规章制度

以信息披露制度作为核心的注册制，要求发行人对提交的发行资料的真实可靠提供足够的保证，监管机构仅仅采取形式

上的审查,客观上要求了发行人需要承担相关法律责任,否则投资人难以了解申报上市公司的真实情况,明确的规章制度显得尤为重要。

(二) 良好的制度环境

良好的制度环境能够保证资本市场中上市公司的证券发行处于稳定发展的状态,投资者能够依据自身的意愿认购股票,满意自身的决策,即便最终的投资以失败告终,也不会引起资本市场的混乱。在注册制下,相关监管部门只进行形式上的审查,投资者需要认识到自负盈亏这一事实,对上市公司进行判断,即便投资失败,也需自身承担亏损的责任。美国的经济制度一向就具有高度的市场化与自由化的特征,监管机构的监管作用也只是在有限地发挥,监管机构介入的限制对注册制的运行提供了条件,但也客观上要求投资者自身承担投资后果的责任,最终有利于资本市场功能的发挥。

(三) 较高的公司治理水平与中介机构胜任能力

注册制的推行是对整个IPO审核过程效率的极大提高,然而效率的提高是否能够保证效果,这就依赖于公司治理水平和中介机构的能力。首先,上市公司拥有较强的公司治理能力,如较低的股东与管理层代理成本,有效的内部控制监管等本身就源头上为核准制过渡到注册制提供了条件;其次,中介机构足够的胜任能力能够对上市公司的运营监督过程提供反馈,为保证上市公司的质量再添一道“防线”。两者是对注册制的运行提供最直接的保障,也能够有效地增强投资者的信心。

我国实行注册制的现实条件

首先,我国市场经济的飞速发展,促使证券市场的成熟度不断提高。目前,中国证券市场的市值、拥有的资金规模以及交易的活跃度等都已处于历史的高点,健康且高速发展的证券市场保证了资源的合理配置,推动了公司的不断成长,为注册制的推行打下坚实的基础并提供了一个大背景。

其次,我国证券法规制度不断完善,监管方式亦多样化发展。《公司法》、《证券法》等法律在保护中小投资者方面已日趋成熟,新会计准则体系也在与国际会计准则逐渐接轨。证监会不断推行证券市场的改革与规范化建设,不断创新监管的理念与方式,充分发挥了相关机构的自律监督作用和新闻媒体的监督功能(陈淮等,2012)。

再次,我国上市公司治理机制的持续

完善。由于近年来对公司运营和发展过程合规性监管力度的加强,公司的各项体制机制不断走向规范化和透明化,为公司上市后保持平稳的增长提供了保证,可以有效地减少上市公司在上市后经历短暂增长后的大幅回落,可以起到稳定投资者情绪的作用,也使得采取注册制后监管机构仅仅实施形式上审查是可行的。

最后,投资者素质的不断提高确保了在注册制的实施过程中市场不会出现不必要的波动。证券市场始终在积极开展提高投资者素质的工作,尤为关键的是,在对投资者素质的教育过程中,提升了投资者对风险的认识,帮助投资者正确认识自负盈亏的理念,而不是认为投资失败的责任完全在于上市公司或是监管机构,这对公众理解注册制是很重要的。

我国推行注册制的政策建议

(一) 证监会职能的合理化

证监会的根本职能,是保证资本市场的稳定运行,确保投资者的利益能够得到保障。然而,由于我国特殊的国情,证监会将主要的精力放在了对新股的发行审批,关注新股的持续盈利能力上(曹凤岐,2014)。因此,为有效推行注册制,必须明晰证监会与证券交易所的职权。首先是证券交易所对发行的证券进行审查,其次由证监会审查,并且证监会在审查过程中不做价值分析,将审查的重点放在公司的信息披露情况上。由此在推动核准制过渡的同时,亦保证了审查过程的效率。此外,国家需要给证监会一个恰当的机构定位,确保其在执行自身职能时的独立性和灵活性,既能以权威性保证监管水平,又能以灵活性带动监管效率。

(二) 证券发行法律法规的完善

当前,我国涉及发行审核的法律主要由《公司法》、《证券法》、《股票发行与交易管理暂行条例》以及其他一些准则和指导意见等构成,并没有形成相关的法律法规体系,另外对于一些情形仍然存在着法律上的漏洞,且在对违法行为的处罚上也多是以行政处罚为主,而缺乏民事处罚和刑事处罚。随着注册制的推行,也意味着不利于资源合理配置的保荐制度走向淘汰的趋势,投资者需要更多地自行判断上市公司的投资价值,而政府要减少在审查过程中的干涉,对与各项审核制度相关的法律法规提出了更高的要求,相关部门必须解决当前法律法规存在的问题才能有利于市场

化的进程。

(三) 强化信息披露质量的管理

注册制得以实施的核心,就在于上市公司与有关中介机构能够对信息披露质量负责。为减少信息不对称给投资者带来的不利因素,上市公司必须不断提升其信息披露水平。同时,中介机构也需要严格审核拟上市公司披露的信息,以甄别是否存在虚假披露行为,并承担自身的责任。在提高信息披露质量的过程中,应强化责任机制和处罚力度。相关部门需要建立问责与索赔机制,当披露的不合规信息使投资者遭到损失时,可以明确责任主体与处罚方式,并且加大处罚力度,必要时采取市场禁入等措施以起到威慑作用。

(四) 持续加强对投资者的教育并引导理性投资

倘若注册制推行要求投资者能够更好地依据自身的证券知识进行投资决策,这正是中国证券市场的广大投资群体相对缺失的。正如2015年上半年,投资者极为看涨证券市场。然而大多数投资者的投资仍显得盲目,依据的仅仅是一些来源于亲友、报刊杂志以及一些所谓专家的建议,其中不少信息只是一些“小道消息”(马连福等,2014)。在当前资本市场和金融产品的不断创新之下,投资者必须提升理性投资的能力,不仅保护了自身的利益,也能够帮助相关部门坚定对注册制的实施。

综上所述,注册制的推行可以将我国资本市场IPO制度推向一个新的高度,对比各大资本市场注册制的推行过程可知,虽然我国存在诸多不足且许多问题亟待完善,但却已经具备了适用IPO注册制的基本条件。当前,我国资本市场平稳快速发展,市场化进程的趋势明显,注册制将会为证券市场运行的效果与效率带来更大的发展,为投资者权益的保护提供坚实的保障,为资本市场创造更大的价值。

参考文献:

1. 曹凤岐. 推进我国股票发行注册制改革[J]. 南开学报(哲学社会科学版), 2014(2)
2. 陈淮, 顾连书. 我国股票发行注册制的制度条件及其政策研究[J]. 上海财经大学学报, 2012(2)
3. 马连福, 张琦, 王丽丽. 注册制度下投资者关系管理的新变化[J]. 证券市场导报, 2014(9)
4. 朱菁. 探究证券发行注册制于中国之可行性[D]. 华东政法大学, 2014