

初探股票发行核准制与注册制

蔡欣园

(厦门大学经济学院,福建 厦门 361005)

【摘要】本文介绍了核准制与注册制的概念及基本特点,在此基础上针对两种股票发行制度的优势与劣势进行了分析,并对我国由核准制逐步过渡到注册制提出了相应的想法与建议。

【关键词】股票发行 核准制 注册制

一、核准制与注册制

(一)核准制的概念及特点

核准制即所谓的实质管理原则,是指发行人在发行股票时,不仅要充分公开一切与股票发行有关的真实信息,而且必须符合公司法及证券管理法律法规规定的必备条件,证券主管机关有权否决不符合规定条件的股票发行申请。

核准制的特点主要表现为:

1.在核准制下,公司发行上市的资格需要经过证券监管机构的批准才可获得。核准制并不是通过市场这只“无形的手”来对发行股票优胜劣汰地选择,而是依靠国家监管机构的行政权力,以“有形的手”来干预股票发行。在审核期间,证券监管机构若发现发行人资格、条件与法律规定不相符合者,应禁止其公开发行。

2.核准制强调实质管理原则。证券的发行不仅以发行者真实状况的充分公开为条件,而且还必须符合若干适于发行证券的实质性条件,发行申请是否被批准,主要取决于证券主管当局(或证券交易机构)的具体审查。实质条件具体包括发行证券的公司的营业性质、管理人员的资格与能力、公司资本结构的合理性、各类股票的权利、义务及出资是否平等、公开资料是否充分、真实等。只有满足了信息公开要求和实质条件,并得到了证券监管机构的批准,公司才能够在证券市场上发行证券。

3.核准制假设在新生证券市场中广泛存在各种非专业投资者。这些非专业投资者缺乏证券市场的投资经验,对证券信息的把握和处理具有非理性化色彩,难以有效地保护自身利益,因此,证券监管机构必须以适当方式介入证券发行审查,以较少劣质证券的存在。核准制排除了投资者的合理选择,不重视行为个体的自由权。

(二)注册制的概念及特点

注册制,又称“申报制”或“形式审查制”,是指发行人在准备公开发行股票时必须将依法应公开的各种资料完全、准确地向证券主管机构呈报并申请注册。证券主管机构的职责是依据信息公开原则,对申报文件资料的全面性、真实性、准确性和及时性作形式审查,不作实质判断。

注册制的特点主要表现为:

1.注册制要求高质量的信息披露。注册制以信息披露为核心,对信息披露的完备性、真实性有很高的要求。以美国证券市场实施的注册制为例,它是通过层层监督来确保上市公司信息披露的质量。首先,公司要对其信息的真实性承担法律责任,监管部门一旦发现公司信息披露造假,所有在文件上签字的公司高管和证券中介责任人都要接受刑事处罚以及经济处罚。同时,中介机构也需履行监督上市公司信息真实性的要求,比如招股说明书中的法律意见书需要律师签字并负责,定期报告中的财务报表真实性由注册会计师签字并负责。这一层监督又会受到证券监管部门的又一层监督,监管机构会检查上市公司信息披露的如实性以及中介机构工作的称职性,不尽职的中介机构将受到处罚,以此来督促上市公司和中介机构均履行如实披露信息的责任。

2.注册制主张事后控制。因为注册制下的注册程序并不保证注册文件(一般包括注册申请书和招股说明书)中陈述的事实准确性,因此投资者只要在投资过程中发觉发行人有虚假的陈述,就可以要求发行人提供赔偿。

3.注册制假设证券投资者为消息灵通、能够判断投资的商业利益并趋利避害的人,他们在信息充分、准确的情况下,能够作出正确而非错误的投资判断。同时,对于投资者来说,只要发行公开要素具备,则投资风险自负。

二、核准制与注册制的优劣分析

(一)核准制的优劣分析

核准制的优点在于,它对拟发行的证券进行实质和形式上的双重审查,能在一定程度上保障获准发行证券的投资价值和防止经营业绩差的不良证券进入市场,从而有利于稳定证券市场的秩序,保障投资者权益。

但是,核准制也有其自身的缺陷:

1.干扰了股票市场的功能,不利于资源优化配置。核准制干扰股票市场的功能主要体现在三方面。一是干扰了股票价格对市场资源的配置作用。通常,经营状况好的公司证券定价相对较高,有利于吸引更多的资本到良好的项目上,从而给投资者更好的投资回报,形成资本的良性循环。然而,如果有绩差公司通过不正当手段上市,则会妨碍股价对资源的配置作用。二是政府对股票供应数量的管制,影响了市场供求关系,导致股票价格被推高,使中国股市在发展过程中逐渐将其定价功能模糊化和边缘化。三是由于能够获得上市资格的公司数量有限,在争夺上市资格的名额过程中,容易导致权利寻租,滋生腐败,而这些公司上市之后,为了维持高股价,也容易产生信息披露造假等行为,进一步削弱股市配置资源的功能。

2.审核机构的价值判断未必准确。由于政府的有限理性,对于拟上市公司的审核不可能每一件都是准确的。审核机构可能会因不当审核使一些不合格公司上市融资,例如银广夏、苏州恒久、胜景山河等一批被曝造假上市的企业;可能会拒绝一些不具备较高的发行条件但发展潜力很大的公司,例如当当、优酷,它们因业绩不符合A股上市标准而受阻于创业板,却能在美国成功上市并受到市场热捧。由此可见,审核如果出现失误或者受到现有标准的局限,可能导致一些不合格公司混入证券市场圈钱,也可能导致一些优质公司无法从证券市场筹到资金,影响企业的经营与发展,损害投资者的合法权益。

3.容易使投资者产生依赖心理,不利于培养理性的投资人群。在核准制下,由于监管机构对拟上市公司的实质要件进行了实质审查,这样政府既承担了本应由投资者自己作出的决策,同时也承担了应由企业承担的信用。在这种情形下,投资者易产生依赖心理,认为经政府实质审核过后的上市公司是所谓的“优质”公司,从而放弃了自己的判断与辨别。这既不利于培养理性成熟的投资人群,也容易使投资者的投资风险放大,甚至引发投资者与政府间的矛盾。

(二)注册制的优劣分析

目前,专家、媒体对于注册制的褒扬声很多,但是不可否认的是,注册制也有其局限性,并非十全十美。注册制建立在“有效资本市场”假说之上,即认为证券价格与发行人信息之间存在因果关系,发行人公开的信息能够及时反映到正在交易的证券标的价格上,但是现实中,市场化最为成熟的美国也不存在强势市场,纽约证券交易所也只能算是半强势市场,所以,完全信息披露并不能实现对投资者利益的充分保护,这一点在新兴市场表现得尤为明显。

当然,瑕不掩瑜,注册制受到众人追捧,自然有它自身的优点:

1.简化审核程序,提高工作效率,降低筹资成本。在注册制下,公司发行证券的权利是自然取得的,只要政府审核机构未对申报文件提出异议,发行人就可以发行证券。因此,注册制简化了审核程序,缩短了证券发行的时间,有利于提高工作效率,降低筹资成本。

2.避免政府对证券发行的不当干预,降低门槛,促进竞争,有利于具有发展潜力和风险性的企业通过证券市场募得资金,获取发展机会。注册制给所有希望进入证券市场的公司以公平自由竞争的机会,政府主管部门无须对发行申请公司和发行证券的实质条件进行审查,而是以一个监察者的身份参与证券市场的监督管理,这样避免了政府对证券发行的不当干预,把证券发行更多交由市场这只“无形的手”来选择。同时,注册制降低了公司发行上市的一些硬约束条件,为那些发展潜力与风险并存的公司提供了上市融资的机会,有利于促进资源的优化配置。

3.有利于培育成熟理性的投资人群,提高市场整体水平。注册制的实行要求投资者能够依据真实、全面、准确的公开信息作出自己的投资判断与抉择,这有助于提高投资者的投资判断力,降低投资者对于证券主管部门的依赖心理,推动一国证券市场整体水平的提高。另外,从市场化改革方向来看,选择投资的企业以及交易的对象应该是投资者自主的选择,注册制的实行体现了政府对私人自主的尊重。

三、对于我国逐步从核准制过渡到注册制的思考与建议

自从证监会郭树清主席抛出“IPO不审不行”一问之后,引发了各界激烈的讨论。持“不审不行”观点的人认为由于我国目前存在证券市场发育尚不成熟、法律法规不健全、监管层市场化的监管手段不完善、投资者自我保护意识薄弱、投资渠道过于狭窄等问题,所以在相关配套环境不具备的情况下,实行注册制会导致股市剧烈动荡。而支持不审的一方则认为核准制已存在诸多局限性,而注册制

可以解决很多当前股市的弊端。我的个人观点是“IPO不审”是我国今后新股发行的一个发展趋势,但基于目前实行注册制的时机尚不成熟,新股发行制度的改革不必一步到位,可以稳中求进,从核准制逐步过渡到注册制。

(一)证券主管部门应该调整自己在股票发行中的角色定位

一方面是要优化股票公开发行的审核标准,简化现有的审核程序。证券主管部门在强化对发行申请资料的合规性审核的前提下,可适当简化审核程序,简化批文手续,减少对审核过程的行政控制,优化审核标准,多关注企业的持续经营能力。另一方面是要提高股票发行审核过程的市场化程度。证券主管部门应该建立一个市场各方参与、信息严格披露的公共平台,鼓励市场各方对发行人进行严格监督,使股票发行审核过程逐渐公开化、透明化,促进审核机构市场功能的不断完善,为向注册制过渡创造条件。

(二)先小范围试行注册制,然后逐步扩大实施范围

我国实行注册制的改革可以借鉴台湾的经验。台湾向注册制的过渡,最初只是引入注册制的成分,随后逐渐增加注册制的比重,最终完全采用注册制。我国也可以采用渐进式的改革路径,可以对规模较小、筹资额不大的企业(例如创新型、科技型中小企业)率先实行注册制,对于规模较大、筹资额较大的企业实行核准制。待运行状况趋于稳定、配套设施逐步完善时,最终完全过渡到注册制。

(三)充分发挥中介结构的重要作用

注册制并非没有任何的实质性审核,在注册制下,证监会主要负责监督之职,实质性审核的职责实际上转移给了交易所和中介机构。虽然注册制下,只要符合上市条件的公司都可以申请上市,但是必须要有保荐承销机构、会计师、审计师、律师事务所等中介机构的合力举荐,才有机会“注册”成功。鉴于这些中介机构往往拥有最全面深入的关于拟上市公司或已上市公司的第一手资料,它们应充分发挥自己的监督作用,对公司价值做出公正的判断,保护广大投资者的权益。

参考文献

- [1]谷晴.《IPO实行注册制的可行性分析》.财会月刊,2012(6).
- [2]郝素珍,高建宁.《证券发行核准制与注册制的比较分析》.金融管理,2007(12).
- [3]贾立.《股票发行核准制的制度缺陷分析》.生产力研究,2006(3).

(上接第28页)

投诉受理不是一个结果,它是一个过程,处理好了,保险合同关系可以天长地久,处理不好,这种关系可能会劳燕分飞,甚至产生不良的“蝴蝶效应”。

客户的不满、抱怨、投诉是公司与客户接触的核心环节,出单员要善于将投诉问题从过失中尽快恢复并总结教训,借机把潜在的客户抱怨转成公司制胜的机会。

(二)挖掘客户投诉收益价值的策略,出单员做好以下三个步骤的处理技巧

首先,明白客户有意见,希望有人听一听,所以接待上门投诉的客户,态度应始终保持热情主动,从客户角度出发,注意安抚客户情绪,避免矛盾激化和投诉升级。例如,安抚客户情绪“没关系,您的问题一定会帮您解决的,您慢慢说”,注视客户眼睛,千万别显得若无其事,漫不经心,鼓励客户继续说下去,不要轻易打断,引导客户把心中的不满表达出来,对我们工作中的疏忽造成客户的不满表示道歉。

其次,搞清楚投诉从何而来,投诉产生的原因有很多方面,甚至因为客户的过失也会引起投诉,但从我们公司的角度去分析,发现投诉大多数一是由于服务方式引起的投诉,如:出单员服务态度不当,只顾自己聊天,不理睬客户咨询,说话过于随便,未使用礼

貌用语,措辞不当冒犯客户,对产品相关知识不足,无法回答客户疑问,未主动告知保险责任免除部分,造成客户对保险责任的误解。二是由于业务办理不规范引起的投诉,如:业务办理时,未准确录入投保信息,造成客户保费计算有误、后期理赔支付困难、客户车辆年审受阻等。

最后,根据投诉的由来,找出解决问题的方法,能当即处理的就及时处理,对不能及时处理的,及时向相关部门反映,提出改进意见和建议,并及时跟进,反馈客户。

我们常说,客户的总价值是由产品价值、服务价值、人员价值和形象价值构成,其中每一项价值的变化均对总价值产生影响。出单服务是公司发展的价值基础,通过这个价值基础更好的让服务产生价值,运用这个价值基础来有效的管理公司,这也正是出单服务核心价值体现。

作者简介:刘航行(1974-),女,汉族,河南省开封市人,本科学历,中国人民财产保险股份有限公司开封分公司出单中心主任,中级经济师,高级培训师,研究方向:企业管理的核心价值。