

# 股票发行制度改革三问

孙国茂



十八届三中全会提出,推进股票发行注册制改革。社会各界也迫不及待地呼吁股票发行实行注册制,寄希望于通过注册制来彻底改变长期以来股票发行市场存在的问题。但事实果真如此吗?注册制能够一蹴而就、从根本上解决股票发行市场存在的问题吗?发行制度改革的当务之急是必须落实审核责任,从制度设计上加强对投资者保护。如果制度设计和执法能力不匹配,实行注册制可能给中国股市带来灾难性后果。

## 为推动全球可持续发展 做出中国企业应有贡献

(上接第一版)

国家电网将企业社会责任管理与“走出去”战略紧密结合,在巴西大力实施本土化运营,严格遵守当地法律法规,尊重当地宗教习俗与民族文化,为当地社会积极创造就业岗位,促进企业与当地经济、社会和环境的共同发展,有效提升了企业在巴西社会的品牌影响力。

中国联通为加强规范运营和管理,创新方式方法,拓宽信息渠道,明确监督重点,规范方法流程,强化成果运用,形成一整套严密的企业巡视监督工作机制。

华为将跨界合作放到非常重要的位置,主动与客户、供应商、行业组织和 NGO 合作,采取一致行动,建设多赢的供应链商业生态,引领产业链可持续发展。

党的十八届三中全会将承担社会责任作为进一步深化企业改革的重点工作之一,为中国企业更好履行社会责任指明了方向,提出了更高的要求。希望广大企业更加重视联合国全球契约和中国网络这样重要的平台,在保障员工权益、加强环境保护、确保合规运营、促进社会发展等方面,取得更大成绩。

当前,认真做好大气污染防治工作,是每个企业的重要工作。广大企业要认识到我国资源趋紧、环境污染严重、生态系统退化的严峻形势,认真贯彻落实党的十八届三中全会精神和中央经济工作会议的部署,树立尊重自然、顺应自然、保护自然的生态文明理念,通过技术创新、产品创新、组织创新、商业模式创新、市场创新,着力化解产能过剩;大力实施清洁生产,通过产品开发、加工制造、营销服务和回收利用的全过程管理,打造资源节约型、环境友好型企业;注重发展环保技术和环保产业,促进资源的有效利用和生态环境的改善,为实现美丽中国,为推动全球可持续发展做出中国企业应有的贡献。

(本文为王忠禹在全球契约中国网络年会暨主席团换届会议上的讲话,发表时略有删节,标题为编者加。)

## 全球契约 中国网络年会在京举行



年会现场 本报记者 林瑞泉/摄

本报记者 张龙

2月25日,全球契约中国网络年会在北京举行。十届全国政协副主席、中国企联会长王忠禹出席了会议并致辞。联合国全球契约组织总干事乔治·科尔发来视频贺辞。联合国全球契约理事、全球契约中国网络主席团轮值主席、中国石化董事长傅成玉做了主旨报告。联合国全球契约理事、中国企联常务副会长兼理事长李德成主持会议。来自全球契约中国网络成员企业和机构、致力于企业社会责任和可持续发展的其他有关企业和组织、联合国机构、媒体等 150 余位代表参加了会议。

本次年会发布了“2013 全球契约中国最佳实践”案例,中国石化、中国港中旅集团公司、中国五矿集团公司、宝钢集团公司、中国联通集团公司、中国工商银行等 20 多家企业在社会责任管理、员工权益保护、环境保护、合规运营、促进社会发展与合作、社会责任报告等领域的 23 个案例获选“2013 全球契约中国最佳实践”。全球契约中国网络成员企业代表中国建筑材料集团有限公司、中国港中旅集团公司、巴斯夫(中国)有限公司、爱国者国际化联盟、埃森哲等企业的有关负责人在会上介绍了在履行企业社会责任和实施可持续发展方面的经验和做法。

王忠禹在讲话中指出,党的十八届三中全会将履行社会责任作为进一步深化企业改革的重点工作之一,为中国企业更好履行社会责任指明了方向,提出了更高的要求。希望广大企业更加重视联合国全球契约和中国网络这样重要的平台,在促进社会发展、确保合规运营、加强环境保护、保障员工权益等方面,取得更大成绩,特别是将认真做好大气污染防治工作作为每个企业的重要工作。

傅成玉在报告中指出,按照党的十八届三中全会的要求,全球契约中国网络已经开始对面临的新机遇和新挑战展开积极研究和探索,致力于改革创新和增强企业可持续发展能力。在新的一年里将更好发挥中国网络合作与创新的桥梁纽带作用,推动生态文明和美丽中国建设,加强主动为网络成员服务,吸引更多优秀企业和组织加入中国网络,宣传推广优秀企业实践案例,更好利用全球契约等国际平台宣传中国企业。

本次年会产生了全球契约中国网络新一届主席团。傅成玉担任主席团轮值主席。主席团成员还包括中国企联常务副会长兼理事长李德成、中国上市公司协会会长王建宙、中国建筑材料集团有限公司董事长宋志平,以及中国港中旅集团公司、国家电网、上海宝钢、巴斯夫、雀巢、华为和爱国者等知名企业的高管。

在全球契约中国网络的推动下,多家中国 500 强企业和行业龙头企业及民营企业积极加入联合国全球契约,中国网络成员增加近 35%,已达到 300 多家。经过两年的发展,中国网络已成为一支跨行业、跨领域、跨国别、不同所有制的、多元的、共融的自律性组织。

### 股票发行审核制度的本质是什么?

股票发行审核制度是一个国家证券监管部门对股票市场进行监管的具体体现。由于股票的公开发售与上市是股票市场的入口,因此,对上市公司实施准入监管也是证券监管的一项基本制度,股票发行审核制度也就自然成为证券监管制度的基础和核心部分。

尽管业界和学界对股票发行审核制度的分类并不统一,但绝大多数的分类是依照立法理念,将股票发行审核制度划分为两大类:一类是以欧洲大陆国家《公司法》为代表的以准则主义原则为基础形成的股票发行核准制(the approval system);另一类是以美国 1933 年《证券法》(也被称作《证券真实法》,Truth in Securities

Law.)为代表的以公开主义原则为基础建立的股票发行注册制(the registration system)。

尽管核准制与注册制从特征上看有较大差别,但如果进一步从立法理念上分析,核准制与注册制在本质上却是相同的。核准制强调法律的实质管理,在一定程度上排除了行为者的行为自由——公众投资者的自由选择权利。但核准制的实施目的是以制度上的硬约束,寻求法律功能上的公共利益和社会安全。尽管这种法律和制度上的约束是以阻碍经济活动和增加交易成本为代价,但是毕竟国家以法律的形式,将质量差的公司排除在股票公开发售之外,这为经济活动提供了可预见性或支持性的保障

措施。因此,大多数新兴市场国家在股票发行和上市监管方面往往采用核准制,在这些国家的证券监管部门看来,注册制下的强制信息公开披露制度和事后对发行欺诈的严厉处罚仍不足以规范新兴的证券市场,而政府推动证券市场发展的强烈愿望要求证券监管部门既是证券市场的“监管者”,又是“监护者”,新兴国家证券监管部门力求通过事前干预,将质量差的公司拒之于证券市场之外,以达到降低市场系统性风险和保护投资者(protect investors)的目的。

相比之下,注册制的立法理念反映了市场经济的自由性、市场主体的自主性和政府监管的规范性以及降低交易成本提高市场运行效率。根据

这一理念,作为市场经济中最重要和最活跃的组成部分的证券市场,只要信息完全、真实、及时公开,市场机制与法律制度健全,投资者会择优选择。如果监管者过多地进行行政干预,往往会破坏这种择优选择,导致更高的监管成本和市场无效率。但实施注册制的前提是,法律体系的完善和法律执行的严厉。因此,注册制为世界各成熟市场国家证券监管部门所采纳。

从以上分析不难理解,采用核准制还是注册制,这只是股票发行审核制度的形式而已。股票发行审核制度的本质是对投资者利益进行保护——这是由股票发行本身所决定的。

### 中国股市存在问题的根本原因是什么?

表面上看,中国股市存在着两个人人皆知的问题,一是市场功能严重扭曲,融资功能过度发挥,成为典型的圈钱市场。发行人为了达到融资的目的,甘愿违法风险,财务造假和披露各种虚假信息的现象司空见惯;二是投资者利益得不到保护。在一个公平和成熟的股票市场上,投资者和融资者应当处在相对平等的位置,但是在中国股市,由于投资银行、会计师、律师以及股票发行审核人员都能从融资者那里直接或间接得到利益,因而形成一个强大的利益共同体。

众所周知,作为市场经济的重要

组成部分,股票市场具有价格发现、资源配置、直接融资和财富管理(财富效应)四种基本功能。遗憾的是,当前中国股市除了直接融资外,其他功能几乎丧失殆尽,尤其是财富管理功能已经异化为毁灭财富的功能了。

进一步考察发现,在实行股票发行核准制的国家,对证券监管部门或发行审核机构是否应当承担股票发行连带责任这一问题,长期以来一直存在巨大争议。一些人认为,既然证券监管部门对发行人进行了实质审查后做出核准发行的决定,就意味着监管者对发行人真实性予以肯定和

对股票价值予以保证,如果股票发行后发现发行人不符合发行条件,那么,证券监管部门或发行审核机构应当对投资者由此产生的投资损失承担连带责任。但也有人认为,证券监管部门或发行审核机构对股票发行所做的任何决定,都不代表其对发行股票的价值或投资者收益进行实质性判断或承诺,所以,证券监管部门或发行审核机构没有义务对股票发行行为承担民事责任,即所谓民事责任豁免。但笔者认为,对中国股市而言,正是因为股票发行过程中,包括证券监管部门或发行审核机构在

内的任何机构都不对股票发行承担连带责任,才导致了股票发行乱象丛生、上市公司造假盛行的状况。证券监管部门先验性地意识到监管者责任这个问题,所以,在由审批制改为核准制时,推出了发审委制度和保荐人制度。很显然,监管者希望将监管责任转嫁给发审委和保荐人,但悲哀的是,由于没有硬约束发审委和保荐人对股票发行承担相应的责任,致使部分发审委员进行寻租,有的保荐人成为上市公司造假的帮凶。因此,股票发行过程中的责任缺失才是股票市场存在问题的根本原因。

### 股票发行制度应该如何改革?

对股票发行审核制度的分析表明,不论采用什么形式的发行审核制度,保护投资者利益才是发行审核的本质。因此,我们对股票发行制度改革提出以下建议。

第一,将股票发行审核全部过程公开。美国著名大法官、《别人的钱:投资银行家的贪婪真相》(Other People's Money—and How Bankers Use It, 1914)一书作者,路易斯·布兰代斯(Louis Brandeis)曾经说过:“公开是现代商业及工业弊病的救生药,阳光是最好的防腐剂,电灯是最有效的警察”。根据这一思想,即使采用核准制,也应当将股票发行审核过程透明化。如果将以往和今后证券监管部门以及发行审核机构对股票发行审核的过程全部公开,将大大有利于投资者和全社会对于所有参与股票发行的机构和当事人(包括发审委委员)进行监督。投资者如果因为投资不当发行公司或财务造假公司而蒙受损失,可以起诉上市公司以及包括保荐机构和发审委委员在内的利益相关方。即使无法形成判例,这对于保荐机构和发审委委员也将产生巨大的道德压力和责任压力。

第二,从根本上保护投资者利

益,建立股票市民事诉讼和民事赔偿制度。首先建立集团民事诉讼制度,为众多中小投资者伸张权利、维护自身利益提供制度上的可能;同时,引进国外的举证倒置制度,取消投资者起诉上市公司的立案前置条件,降低投资者维权成本;对披露虚假财务信息、骗取股票发行资格的上市公司的主要责任人进行严厉打击,追缴上市公司第一大股东或实际控制人的个人财产用于民事赔偿,提高股票市场的违法成本,让违法者在经济上面临灭顶之灾。其次,修改和完善现行存量发行机制,对于存量发行获利的股东征收股市平准基金。作为发行制度改革的重点内容之一,现行存量发行机制无疑是东施效颦的典范。现行的存量发行机制不仅没有解决股票发行过程中的任何问题,如“三高问题”,反而极大扭曲和异化了股票市场的基本功能。本来,股市的直接融资功能是指为上市公司筹集发展资金,但存量发行却为大股东套现并攫取巨额超额利润提供了机会。

第三,先上市,后发行。在过去 10 年里,证券监管部门和专家学者一直将中国股市定义为“新兴加转轨”,在

刚刚结束的“全国证券期货监管工作会议”上,中国证监会主席肖钢仍认为中国股市处在“新兴加转轨”时期。在这样的市场中过早实行注册制,其结果难免令人质疑。笔者担心,如果制度设计和执法能力不匹配,股票发行审核责任不落实,实行股票发行注册制将给中国股市带来灾难性后果。因此,在实施注册制之前,作为一种过渡性制度安排,可以实行先上市后发行的办法,首先安排目前正在排队等候 IPO 的 700 多家公司上市交易。上市首个交易日即实行集合竞价,规定老股东可以出售一定比例(如 15%)的股票。在上市后的一段时间内(如 24 个月以内)再公开发行股票,发行价格取发行前一段时间(如 3 个月)的交易均价。实行先上市后发行的办法不仅可以使存量发行、市场化定价和解决“三高问题”得到统一,而且还能从根本上防止询价机构合谋,操纵发行价格。

第四,建立股市平准基金。一个正常的股票市场应该包含三种运行机制:对冲机制(也称做空机制)、平准机制和投资者破产保护机制。目前,中国股市已经建立了对冲机制和投资者破产保护机制,但缺乏平

准机制。股票二级市场的持续下跌和高波动性与缺乏平准机制有直接关系。对此,笔者和业内人士多年来一直呼吁证券监管部门尽快建立股市平准基金。经验和现实都说明,建立平准基金对于中国股市不仅必要而且可行,经过 20 多年的发展,中国股市已经具备建立平准基金的条件。股市平准基金的资金募集有多个渠道,在此,我们强烈建议对存量发行老股东获利部分征收股市平准基金,征收比例可参考个人所得税征收办法(千万不要将征收股市平准基金理解为资本利得税,笔者坚决反对征收资本利得税)。本来,存量发行给老股东带来的获利全部来自于投资者,而投资者的资金只应当用于上市公司发展和股市发展,不应用于股东和个人暴富。从长远看,经过专业化、市场化、平准基金资产也会不断增值。股市平准基金的建立不仅为证券监管部门创造巨大的监管资源,也对全社会各种带有公共性质的金融资产(如社保基金和企业年金等)管理产生巨大的示范效应。

(作者系经济学博士,济南大学金融学教授)