

股票发行注册制实施的系统环境探析

叶育甫

云南师范大学经济与管理学院, 云南 昆明

收稿日期: 2021年10月8日; 录用日期: 2021年12月2日; 发布日期: 2021年12月8日

摘要

作为一种全球公认的市场化发行方式, 股票发行注册制在我国已酝酿多年并已在我国科创板和创业板实施。股票发行注册制的推出, 不仅将极大丰富与完善我国证券发行方式, 而且还将为所有企业提供更加公平地进入资本市场的机会, 大力促进高新技术企业和产业的发展。探究股票发行注册制实施的系统环境, 目的是研究发现并逐步消除阻碍我国股票发行注册制的各种障碍, 顺利推进股票发行注册制的实施, 促进我国证券市场持续健康发展。

关键词

证券, 股票发行注册制, 法制, 系统环境

Exploring the System Environment for the Implementation of the Stock Issuance Registration System

Yufu Ye

School of Economics and Management, Yunnan Normal University, Kunming Yunnan

Received: Oct. 8th, 2021; accepted: Dec. 2nd, 2021; published: Dec. 8th, 2021

Abstract

As a globally recognized market-based issuance method, the stock issuance registration system has been brewing for many years in China and has been piloted on science and technology innovation board and second board. The launch of the stock issuance registration system will not only greatly enrich and improve China's securities issuance methods, but also provide more fair opportunities for all enterprises to enter the capital market, and vigorously promote the develop-

ment of high-tech enterprises and industries. Exploring the system environment for the implementation of the stock issuance registration system, the purpose is to find out and gradually eliminate various obstacles hindering the registration system of China's stock issuance, smoothly promote the implementation of the stock issuance registration system, and promote the sustained and healthy development of China's securities market.

Keywords

Securities, Stock Issuance Registration System, Legal System, System Environment

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 股票发行注册制内涵及推行意义

股票发行注册制是在指发行人按照国家法律的规定，将发行上市文件提交给证券发行监管机构并注册备案，证券发行监管机构仅对其进行形式审查，既不决定其是否可以发行也不决定其发行上市规模与时间，而由发行人自行组织发行，能否发行成功完全取决于市场投资者对其是否认可。但发行人备案注册的发行上市文件必须符合真实、准确和完整性三大要求，不得存在任何虚假信息、遗漏或者误导性陈述，否则将承担相应的法律责任。

股票发行注册制推行的“卖者自负”与“买者自负”相结合的原则，与目前我国实行的核准制下保荐制相比，股票发行注册制对发行人来讲是一种更加市场化的发行上市模式，因而自提出之日起倍受我国广大发行人的期待和社会公众的热议。作为“卖者”的发行人不仅获得了平等的进入资本市场筹集资金的机会，又省去了复杂的审查与等待环节，还可以结合自身实际的情况预测股票市场发展趋势而自行确定发行上市规模、价格与时机，比较灵活。但是，发行人必须按照更加法律规定提交真实、准确、完整的发行上市文件，不得存在任何虚假信息、遗漏和误导性陈述，否则将承担相应法律责任，能否成功发行完全取决于市场投资者对其是否认可。作为“买者”，投资者应该具备证券投资相关知识与经验，能够识别发行信息的真假并对投资盈亏承担责任。股票发行注册制已成为国际上未来股票发行的主要制度，目前在全球发达国家与地区推行，如美国、英国、德国、日本、韩国、印度我国香港与台湾地区。我国自十八届三中全会提出改革股票发行制度以来，正在积极创造条件推行注册制。

我国已在 2019 年 7 月 22 日开市的科创板推行股票发行注册制，并于 2020 年 8 月 24 日在创业板也实施股票发行注册制，目前我国 A 股市场正逐渐实现从科创板到创业板再到沪深主板市场“三步走”的战略目标迈进。虽然目前总体上推进还比较顺利，但仍然存在诸如蚂蚁金服和最近联想集团企图在科创板蒙混过关高价圈钱的恶劣事件。因此，在上海证券交易所加强股票发行上市监管审查的同时，研究并完善我国股票发行注册制的系统环境，对推动我国股票发行注册制的持续健康发展具有十分重要的理论与现实意义。

2. 股票发行注册制实施的系统环境

(一) 健全的法制环境

现代经济本质上是法制经济，法制的目的既要打击违法犯罪又能保护与救助受害主体，维护公平正义，从而营造一个良好的平等博弈的社会信用环境，以增强投资者对股票市场的信心。因此，营造一个

严肃的法制环境首先要求有法可依，即需要一个比较健全与完善的股票发行上市的法律法规，特别是对包括虚假包装欺诈上市等违法犯罪行为主体具有强大的威慑力，违法犯罪的成本特别是经济成本足够高，同时还需具备对对因为违法犯罪而利益受到损害的投资者实施有效的保护与救助。其次，要求做到有法必依、执法必严、违法必究。要体现法制的震慑力，就是要将股票发行上市过程中的违法犯罪主体及其实际利益获得者绳之以法，重点是提高其违法犯罪的经济成本，要让他们血本无归以彻底断绝其在股票市场上违法犯罪的念头。曹凤岐(2014)认为，如果在法律法规尚不完善、诚信意识薄弱、市场不够成熟、投资者保护机制尚未完全建立的情况下贸然施行注册制，容易导致股票欺诈行为、证券市场整体质量下降、投资者利益受损等情形[1]。高榴(2019)认为，我国资本市场违反违规行为法律责任普遍较低，主要表现为行政处罚轻、刑事责任低。在低廉的违法成本与巨大违法收益之间严重不对称的逐利心理驱使下，不少主体对市场监管规则“置若罔顾”，对法律毫无敬畏之心，以身试法，屡教屡犯现象突出[2]。

目前我国证券市场法制建设方面存在不完善和执行不力等弊端，不利于推行股票发行注册制。首先，法制不健全，存在打击对象错位现象。发行人因为虚假信息披露而受到处罚无可厚非，但更应受到惩罚的是躲在发行人背后并指使、操纵或者协助发行人虚假信息披露的实际利益获得者，如上市公司的大股东、实际控制人、高级管理人员和中介机构及其从业人员，但这些实际利益获得者却没有受到应有的处罚而逍遥法外，这就为其继续操纵上市公司在证券市场上违法犯罪埋下了祸根。处罚上市公司相当于按比例处罚公司中小股东，这会使损失严重的中小股东雪上加霜。其次，惩罚手段错位。证券发行人违法犯罪的根本目的是获得非法利益，但我国法律对证券违法犯罪的惩罚是行政处罚优先、刑事处罚其次，民事赔偿居后。这种本末倒置的惩罚体系根本没有切中证券违法犯罪的根源与要害，因此无法有效震慑犯罪分子。再次，违法违规经济成本太低。我国证券法律法规不仅将民事赔偿作为最后处罚手段，而且民事赔偿规定得既不严厉又不具体，现实中操作性不强，导致违法违规经济成本太低，致使证券违法犯罪现象屡禁不止。最后，将证券市场上违法犯罪的罚没款上缴国库的规定也显失公平，这相当于国家在无形中借助违法犯罪者之手再次掠夺投资者。2011年11月昆明市官渡区人民法院对云南绿大地公司的一审判决，集中体现了我国证券法制存在的上述缺陷。

(二) 良好的社会信用环境

股票发行注册制，首先需要良好的社会信用环境，其中最重要的是发行人和中介机构能够的诚信与自律。这就要求发行人能够经受住金钱的诱惑，不能为了短期的利益而虚构营销收入、虚增利润，从而达到虚假包装欺诈上市或者高价发行圈钱目的。同时也要求中介机构诚信，不能为了一时之利与发行人沆瀣一气，协助发行人编制虚假发行上市文件而共同欺诈投资者。否则，成千上万的投资者特别是作为弱势群体的散户就可能被骗得血本无归而丧失对股票市场的信心，其后果是轻则使股票市场动荡或者低迷，重则使股票市场面临崩盘的危险。

叶育甫(2011)认为，信用是市场经济的基石，也是证券市场持续健康发展的保障。一种覆盖并规范包括公司企业、机构组织和居民个人的比较完善的信用系统的缺失，致使各种经济行为主体为了各自的短期利益，均不同程度存在无视道德伦理、违反市场交易规则，甚至践踏法律现象[3]。我国目前社会信用环境整体欠佳，虽然近年来随着我国征信体系的不断完善和打击失信行为人的力度不断提高而有所好转，但仍存在极少部分企业或者个人为了金钱而践踏法律泯灭良知的违法犯罪事件仍时有发生。恶意逃废银行债务、制假售假、偷逃税款以及银行诈骗、电信诈骗和毒奶粉、毒豆芽、毒馒头、地沟油、瘦肉精等事件仍频频发生。证券市场中的虚假陈述、内幕交易、操作市场和欺诈客户等违法犯罪现象屡禁不止。最近蚂蚁金服被暂停上市引发社会各界热议，其中最受社会诟病的是将金融公司虚假包装成高科技公司在科创板高市盈率发行上市圈钱。这不仅严重危害人民群众财产安全与合法利益，恶化了企业的正常经营与社会经济的持续健康发展外部环境，而且在相当程度上打击了证券投资者信心，从而给股票发行注

册制的推行蒙上了挥之不去的阴影。当前我国资本市场诚信基础薄弱，失信状况严重的问题比较突出。李文华(2014)认为，在推行注册制改革的过程中，诚信基础不牢、信用缺失的问题不解决，注册制就难以落地生根、股票发行的市场化、法治化、国际化将成为泡影[4]。

(三) 证券监管规范化与系统化

良好的法制仅是推行股票发行注册制的基础，为了顺利推进股票发行注册制的实施，还需要证券监管的规范化与系统化作为支撑。证券监管的规范化与系统化贯穿于证券发行、上市、交易、退市与投资者合法利益保护五大环节与过程。证券监管的规范化要求证券监管机构依据相关证券法律法规，尽忠职守切实履行监管职责，必要时配合司法机构，对证券市场上出现的各种违法犯罪活动与违规违纪行为及时立案调查、取证并给予相应惩罚，以打击违法犯罪分子，保护投资者合法利益。证券监管的系统化要求证券监管机构依据证券法律法规并综合考虑证券市场当前实际情况和未来发展趋势，制定出一套系统化具有可操作性的监管规章，这既可为证券执法提供了更好的保障，又可避免监管规章朝令夕改，树立监管机构的权威。

反观我国目前的证券监管，存在着较多妨碍股票发行注册制实施的隐患。首先是证监会职能定位不准确，事业单位定位但却过多承担了行政职能甚至司法干预，侧重事前发行审核但其能力和资源均无法保证审核质量。其次，权力缺乏制约，监管权力寻租现象时有发生。证监会主席、副主席，主席助理和发审委成员落马就是证明。再次，证监会颁布实施规章往往存在头痛医头脚痛医脚毛病。例如，短命的熔断机制、单个主体可开设 20 个证券账户规定夸张规定、场外配资的默许与取缔等监管举措。最后，监管力度偏弱。特别是对应该退市的上市公司而没有及时执行退市处理，导致大量垃圾上市公司仍然留在证券市场，不仅增大了投资者投资风险，而且也降低了整个证券市场的投资价值。自 2001 年 PT 水仙退市以来，截止 2020 年 12 月 31 日为止，我国沪深证券市场 4146 家上市公司中仅有 111 家公司被摘牌退市，累计退市率仅有 2.63%，与西方发达国家年均 10% 左右的退市率相比，存在巨大差距。王晓国(2010)认为，从境外的创业板市场看，2003~2007 年英国 AIM 市场、美国 NASDAQ 市场、日本 JASDAQ 市场、韩国 KOSDAQ 以及我国香港创业板市场和台湾的柜买中心的年均退市率分别为 11.6%、8.0%、5.8%、2.3%、2.1%、2.0%。以 2003~2007 年美国 NASDAQ 市场为例，共退市 1284 家、上市 1238 家，退市公司比新上市公司多 46 家[5]。

(四) 良好素质的投资者

股票发行注册制的一个重要假定是投资者是信息灵通者，即专业投资者。作为信息灵通者，投资者具备鉴别股票发行人公开发布的信息真假和判断其未来发展前景等能力，因此投资者可以不需要证券监管者严格的实质审查来控制风险并可以“买者自负”。但现实情况是，根据中国证券登记结算公司 2021 年 9 月底数据显示，我国证券投资者开户数 19,371.65 万户，其中自然人投资者 19,326.35 万户，占投资者总开户人数的 99.77%，非自然人开户数 45.31 万户仅占投资者总开户数的 0.23%。我国证券投资者结构极不合理，属于典型的散户市场，机构投资者开户数极少。自然人投资者与非自然人投资者在知识、资金、信息来源及操作技巧等方面存在巨大差别，在证券投资时，往往存在盲目跟风、追涨杀跌等非理性行为，这既是散户投资者亏损面大亏损严重的重要原因，也是我国证券市场暴涨暴跌的重要因素。另外，由于我国证券市场建立时间短、投资者知识文化水平低、投资经验与技巧缺乏等原因，我国证券投资者特别是散户投资者的知识水平、投资经验与技巧远未达到股票发行注册制假设的信息灵通者(专业投资者)要求，因此盲目推行股票发行注册制存在较大风险。傅穹和廖原(2016)认为，由此可见，个人投资者在信息量不对等的环境中获取信息能力与处理信息能力都非常有限，因此被具有专业金融知识的机构投资者牟取暴利的危险性也很高。这种情况部分是缘于投资者自身投资素质不高和非理性行为导致投资偏差[6]。

3. 推进我国股票发行注册制的需要解决的问题

(一) 修改法律法规，提高违法犯罪经济成本

首先，应尽快修改《公司法》，应将发起人股东持有的股份强制锁定期限延长到5年以上，而且公司高级管理人员持股在任职期限内不得减持；发起人所持股份，每年减持的比例应该控制在20%以内，每次减持不得超过其总持有股份的5%，目的是既防止发起人股东和公司高级管理人员虚假包装欺诈上市后快速套现跑人，又迫使他们尽心尽力经营管理公司，并与公司和其他股东形成利益与命运共同体。其次，修改《证券法》，加大对包括操纵与协助发行人虚假包装欺诈上市的各种违法犯罪的实际利益获得者如大股东、实际控制人、高管人员、中介机构及其高级管理人员和从业人员的经济惩罚，提高违规经济成本。追缴发起人股东的违法犯罪所得并冻结其所持公司股份并视情况予以拍卖，追缴公司高级管理人员上年度在本公司所得收入、追缴中介机构本次服务收入，全部冻结拍卖收入和追缴收入均用于赔偿投资者损失。再次，违法犯罪的行政处罚没款不应该上缴国库，而应该补充证券投资者赔偿基金，并优先用于赔偿本次虚假包装欺诈上市给投资者造成的损失。最后，采取有效措施加强对违法犯罪的实际利益获得者及其资金的管制，防止相关人员非法出境或外逃，并预防违规资金转移海外。当然，除了民事赔偿外，必须辅之以严厉的行政处罚和刑事惩罚。应该将虚假发行上市的大股东、实际控制人和负有直接或领导责任的高级管理人员、为本次服务的中介机构及其高级管理人员、执业人员记入黑名单，更长时间内限制、禁止直至取消它们的营业许可与执业资格，性质恶劣影响重大的应及时移交司法机关予以刑事处罚。除此之外，与注册制实施相关行政法规、部门规章和交易规则也应做相应修改补充，以便为股票发行注册制顺利推进创造良好的法制环境。

(二) 提高失信成本净化社会信用环境

为配合证券发行注册制实施，应加大失信主体的惩戒力度，提高失信成本净化社会信用环境。首先，应实施更加严格的发行人的信息披露制度，并将操纵或者协助发行人在证券发行、上市、交易和退市环节中存在违法犯罪的实际利益获得者如发行人的大股东、实际控制人和高级管理人员，负有责任的中介机构及其高级管理人员、执业人员记入黑名单，并视其违法犯罪情节分别予以更长时间限制、禁止直至取消它们的证券营业与执业资格，严格执行证券市场禁入制度。其次，将上述违法犯罪活动中负有直接或领导责任的自然人如发行人及其控股股东的高级管理人员、负有责任的中介机构领导人与执业人员，全部纳入我国失信惩戒系统，在一段时期内比如五年内禁止他们获得银行贷款、出境、乘坐飞机高铁、住宾馆、高档消费和担任公司高级管理人员，提高其违法犯罪成本。最后，应利用先进的云计算、大数据和人工智能等新技术，整合我国央行的征信系统与新建的百行征信系统，尽快形成一个包括金融证券、工商经营、税务缴纳、司法纠纷与法院判决等在内的覆盖面更广、运行更高效、功能更齐全、操作更方便的能时时更新、滚动播出和方便查询的全国范围的征信系统，在更有效震慑失信人员的同时，逐步运造一个让社会更多主体与个人不敢失信、不能失信和不想失信的诚信社会，为股票发行注册制顺利推行提供更有力的支撑。吕红兵和朱奕奕(2019)认为，我国应该确立证券失信惩戒制度，并将发行人及其董事、监事、高管、实际控制人、具有特别表决权的股东等承诺人及关联方均纳入诚信信息监管范围。对那些不履行承诺、缺失诚信的发行人或其董事、监事、高管、实际控制人等，应当由证券监管机构对其严重失信行为加以惩戒，甚至可以将其列入失信人名单[7]。

(三) 提高证券监管水平加强证券监管

首先，树立正确的注册制监管观念是顺利推进证券发行注册制的前提。从欧美发达国家证券发行注册制实施情况来看，注册制并不是完全不需要政府监管，而是将过去由政府管理得不好的职能逐渐下放给交易所、中介机构等自律性组织，以更好发挥市场在资源配置中决定性作用，提高证券发行效率。其

次，监管机构职能重新定位和角色转换。厘清政府监管与自律监管各自职能与边界是规范证券监管提高监管效率的前提条件。应在充分借鉴欧美发达国家证券发行注册制实施成功经验基础上，结合我国国情和证券市场实际情况，可考虑授予证监会准立法权基础上，赋予证监会专业“司法性”权力监管职能，从“重发审”转向“发审与执法并重”。取消股票发行审核委员会，重新设立证券发行聆讯委员会，保留证监会对股票发行的合规性审查权利，将实质性审核权利下放给地方政府证券监管机构和证券中介机构并强化其责任。雷星晖和柴天泽(2016)认为，将股票发行审核和股票上市审核分离，将股票上市审核独立赋予证券交易所；同时强化证券中介机构的证券实质审核义务和法律责任[8]。再次，加快完善证券中介服务机构市场信用体系和竞争机制基础上，鼓励它们相互竞争，以尽快提升其执业水平和自律监管能力。同时，加快完善证券交易所和证券中介服务机构自律监管的法律责任体系，督促与迫使它们忠实履行独立看门人的监管职能。最后，监管机构应实行更严格更科学的岗位责任、绩效考核与激励约束机制。无论是证监会、交易所和证券中介服务机构，为防止相关人员特别是关键岗位人员乱政、懒政、庸政及钱权交易，上述监管机构也应该实行更严格更科学的岗位责任、绩效考核与激励约束机制，对考核不合格的人员调离监管岗位，对严重违法犯罪的人员视其情节轻重给予相应的行政、民事和刑事处罚。另外，为防止证监会或交易所高级官员滥用权力，建议证监会和交易所应该每年度向全国人民代表大会述职并接受其监督检查。

(四) 增强投资者风险意识和风险管控能力

证券发行注册制虽然在部分西方发达国家实行已久，但在我国还是新兴事物。从科创板实施规则来看，亏损公司仍然可以发行上市、同股不同权、首次上市前五个交易日不设涨跌停板及今后每日涨跌停板为上下 20% 等制度安排，再考虑到不排除极少数公司为了金钱践踏法律泯灭良知而继续虚假包装欺诈发行上市等因素，注册制下投资者证券投资风险更大。虽然科创板设立了 50 万人民币资金门槛和证券投资经历门槛，但资金实力并不等同于证券投资经验与技能，证券投资经历更不等同于风险承受能力。因此，加强投资者风险警示与教育，提高其风险识别与控制能力，并使其逐步过渡到真正意义上的“信息灵通者”即专业投资者，既是推行股票发行注册制的需要，更是维护投资者合法利益，促进证券市场持续健康发展的迫切需求。

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): 118-126.
- [2] 高榴. 论科创板注册制试点制度改革: 现实意义、经验借鉴和实践思考[J]. 证券市场, 2019(10): 37-45.
- [3] 叶育甫. 我国上市公司虚假信息披露治理[J]. 全国商情, 2011(9): 40-42.
- [4] 李文华. 中国式注册制: 市场基础与实施路径[J]. 上海金融, 2014(9): 68-74.
- [5] 王晓国. 创业板上市公司退市制度安排与制度完善[J]. 中国金融, 2010(16): 61-63.
- [6] 傅穹, 廖原. 证券发行注册制中信息披露对投资者的法律适应性分析[J]. 江西财经大学学报, 2016(6): 109-116.
- [7] 吕红兵, 朱奕奕. 证券市场参与者的监管职责审视与重构——以上海科创板注册制试点为背景[J]. 北京行政学院学报, 2019(2): 92-100.
- [8] 雷星晖, 柴天泽. 股票发行注册制改革: 利益平衡之下的监管分权与配套建制[J]. 经济问题, 2016(10): 34-37.