

论证券发行注册制的理想与现实

金幼芳* 李有星**

摘要:推进证券发行的注册制已经确立为改革目标,人们将美好的希望寄托在即将到来的制度变更。但现实是注册制的实现需要数年的时间,大量的企业希望开展 IPO,证券发行只能在现行《证券法》的框架内运行,证券发行市场各方参与者须基于现行规则运行。在理想的证券发行注册制的引领下,在核准制的条件下,应当改良证券发行的制度规则,为注册制实施创造基础环境。其中,可以推出的举措包括强化信息披露的审核、改良持续盈利能力标准、实现证券发行与上市分离、实现保荐人和承销商的分离、推行招标式证券定价制度、加强执法监督、强化责任追究等。

关键词:证券发行 注册制 核准制 实质审核 信息披露

为贯彻党的十八届三中全会决定中关于“推进股票发行注册制改革”的要求,中国证监会在 2013 年 11 月 30 日发布的《关于进一步推进新股发行体

* 浙江大学光华法学院研究生。

** 浙江大学光华法学院教授、博士生导师。

制改革的意见》中明确提出,必须进一步推进新股发行体制改革,为实行股票发行注册制奠定良好基础。可以说,证券发行注册制的理想与我国实现这种制度的现实之间尚有较大距离,“实施注册制的市场条件若为100分,我国市场目前还不到50分”〔1〕但也应当看到,不论在何种制度下,发挥市场配置资源的基础性作用、督促发行人做好信息披露、加大违规违法打击力度、完善投资者损害赔偿机制等等,都是发行监管制度的应有之义。在此背景下,以“推进股票发行注册制改革”为目标引领,本文对过渡期做好证券发行制度的完善进行了探讨。

一、注册制内涵的争议与共识

当我们将目标理想设定为证券发行注册制时,自然要弄明白证券发行登记制、注册制到底是怎么回事。国内教科书认为,〔2〕注册制是指发行人在准备发行证券时,必须将依法公开的各种资料完整、真实、准确地向证券主管机关呈报并申请注册。至于发行人营业性质,发行人财力、素质及发展前景,发行数量与价格等实质条件均不作为发行审核要件,不作出价值判断。申报文件提交后,经过法定期间,主管机关若无异议,申请即自动生效。美国是采用登记制的代表性国家,在公司或属于某个公司的人或实体对该公司的证券进行出售时,这些证券的潜在购买方应获得有关的财务资料及有关该公司的其他重要资料的充分披露,以便它们能作出知情的投资决定。一个公司上市,无须证券交

〔1〕 肖钢:“我们搞中国式注册制改革”,载《上海证券报》2013年3月6日版。

〔2〕 国内教科书包括:周正庆主编:《证券知识读本》(修订本),中国金融出版社2006年版,第154页;叶林:《证券法》(第3版),中国人民大学出版社2008年版,第142~143页;陈岱松:《证券上市监管法律制度国际比较研究》,法律出版社2009年版,第150~154页;万国华主编:《证券法学》,清华大学出版社2010年版,第184~186页;周友苏主编:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第148~149页;范健、王建文:《证券法》(第2版),法律出版社2010年版,第100~101页;李燕:《证券法学》,武汉大学出版社2009年版,第100~101页;陈界融:《证券发行法论》,高等教育出版社2008年版,第86~87页;冯恺、段威:《证券法教程》,中国人民大学出版社2008年版,第96~99页。

易委员会或任何其他联邦管理机构的批准。任何公司,不论它有多大或多少,无论它是否盈利,无论它重要或不重要,均可上市,只要全面披露证券交易委员会要求的资料,当然,还要有一旦获得此种资料便要购买它的股份的人。简言之,在美国是市场而不是管理者决定什么样的公司可上市。〔3〕

另外一种观点认为,上述教科书上的描述是“流行的误解”。〔4〕理由有两点:其一,美国联邦证交会在判断实质信息与非实质信息的披露中,部分地开展实质审核;其二,美国在州一级层面的证券实质监管,才是联邦证券法披露监管哲学存在的基础。〔5〕对“注册制”误读误用,根源在于国内引入“注册”这个名词时,将美国证监会对证券公开发行申请的“注册”程序混同于美国准入市场完整意义上的“注册制”,导致概念上任意的扩大或缩小。对“注册制”各取所需、各执一词的价值判断造成各方面改革建议表面上认识趋同,实际上大相径庭的混乱状态。〔6〕实际上,美国证券发行注册制由三个层面组成:第一层面是美国证监会的发行审核,核心是“审”而不“否”(不因质量优劣而否决申请);第二层面是交易所的实质审核,核心是“双否”,即对首次上市和维持上市地位(反面即退市)运用实质判断和行使否决权;第三层面注册制实施的市场环境、司法环境等,包括占市场主导地位的理性投资者队伍,无处不在的集团诉讼、无孔不入的做空机构、有效到位的民事救济等。〔7〕

此外,就哪些国家(地区)实施注册制,学者们也表述不一。有认为“登记制是境外证券发行管理制度的重要形式,澳大利亚、巴西、加拿大、德国、法国、意大利、荷兰、菲律宾、新加坡、英国和美国都采取登记制”。〔8〕但也有学者认为,“在美国之外的发达市场,包括欧洲

〔3〕 叶林:《证券法》(第4版),中国人民大学出版社2013年版,第99页。

〔4〕 沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年9月号。

〔5〕 周羽:“不要误读IPO注册制”,载《上海证券报》2012年1月7日版。

〔6〕 王啸:“我们需要什么样的注册制”,载《上海证券报》2013年11月20日版。

〔7〕 同上。

〔8〕 叶林:《证券法》(第4版),中国人民大学出版社2013年版,第99页。

大陆、我国香港地区以及2000年以来的英国都实行核准制”。

尽管对注册制内涵存在一定的争议,但一般认为注册制还是有一些基本的共同特点。首先,股票公开发行涉及广大公众利益,不论是注册制还是核准制都需要经过政府部门,或者政府授权部门的严格审核。其次,注册制的审核都以信息披露为中心,企业要公开发行上市,必须把所有信息最大限度真实、全面、准确地披露出来,不能挂一漏万,不能存在重大遗漏、隐瞒。再者,注册制实施后,意味着市场、投资者必须各负其责,因此对资本市场各方面的配套措施要求就更为严格。^[9]

二、中国式注册制的借鉴模本与实现基础

(一) 股票发行中注册制的借鉴模本

我国证券立法从来没有涉及过“登记制”、“注册制”等制度性设计,倒是近年来为了避开“行政许可”的嫌疑,将许多希望具有行政管理色彩的行为设定为“备案”、“登记”、“注册”、“认可”等。美国所谓注册制,源于1933年《证券法》对公开发行证券的注册或豁免要求。了解美国注册制度的专家提出,美国实行注册制,不等于美国证监会完全撒手不管。在招股说明书审核方面,美国证监会可能比中国证监管的还更严,提出的问题更多、更尖锐。美国证监会提一两轮审核意见的很多,提十几轮审核意见的也不在少数。因此,实行注册制,不等于放弃监管。^[10]

在注册审核的具体内容方面,美国证监会审核的是注册材料。美国发行人采用S-1表格(Form S-1),非美国发行人采用F-1表格(Form F-1)。这两个表格类似于我国证监会颁布的招股说明书披露准则,表格的核心部分是招股说明书。除了招股说明书以外,发行人还

[9] 许超声:“我们搞‘中国式注册制改革’”,载《新民晚报》2013年3月7日版。

[10] 刘君:“美国证券公开发行如何做到‘注册制’”,载《中国证券报》2013年11月20日版。

需要提供一系列附件,如章程、承销协议、其他重要合同等。附件不是招股说明书的组成部分,但是,附件是注册表的组成部分,需要提交给美国证监会审阅,放在美国证监会网站供公众查询。总体而言,适用于外国发行人的标准和造用于本国发行人的标准没有实质差异。《国际招股说明书披露标准》以及美国、欧盟和我国香港的有关披露规则都规定,发行人的财务报表和审计师出具的审计报告必须放在招股说明书中,成为招股说明书的一部分。发行人的财务报表和财务信息是投资者依赖的要信息,必须作为招股说明书部分提供给投资者,以利于其作出投资决定。^[11]

招股说明书正文是发行人的“作品”,招股说明书中包含的审计报告和财务报表是审计师的“作品”;因此责任主体和责任范围是非常清楚的。发行人对招股说明书正文,包括正文中对财务信息的披露承担责任;审计师对审计报告和经过审计的财务报表承担责任。审计师不对招股说明书正文的披露承担责任,不对正文中财务信息的披露承担责任;承销商对招股说明书正文承担责任,但有“尽职”作为抗辩(类似于我国的“无过错”抗辩),承销商不对经过审计的财务报表承担责任。财务信息的重要性不仅仅在于财务数字本身,还在于表述财务数字的上下文、背景。为了确保招股说明书中财务信息的准确性,满足自己“尽职调查”的义务,承销商需要自己做财务尽职调查,也需要审计师出具安慰函(comfort letter),对招股说明书中的所有财务数字进行圈阅,确认哪些数字是经过审计的、哪些数字没有经过审计。是否可以接受未经审计的财务数字、多大程度上接受,承销商通常会有一定的内控规则和程序加以约束。^[12]

SEC 把注册材料的信息披露,尤其是招股说明书的信息披露作为

[11] 但是,我国证监会 2006 年颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》(即业内俗称的《1 号准则》)规定,财务报表和审计报告不属于招股说明书的组成部分,而是和法律意见书、公司章程一样属于“备查文件”,投资者可以到指定网站上查阅。在我国国内 A 股发行所采用的招股说明书中,投资者看不到财务报表和审计报告,只能通过招股说明书中披露的财务信息了解公司的财务状况、盈利情况。

[12] 唐应茂:“高效、透明、友好的发行审核制度——《证券法》修改涉及的发行审核注册制问题”,载《证券法苑》2013 年第 9 卷(上)。

几乎唯一的审核重点。美国 1933 年的《证券法》除了规定公开发行需要注册外,没有再规定其他任何发行标准,更没有规定上市标准,发行人需要遵守的上市标准留给交易所来制定和执行。SEC 对于含有招股说明书的注册表的审核还是很严的,提出的意见也会非常尖锐;若其不满意公司的回复,或者公司没有按照其要求修改招股说明书,SEC 可能会穷追不舍。SEC 的意见大致可以分为三类:一是常规类问题,有提醒性质的,也有“对格式”对出来的问题,还有属于几乎每次都会被问到的问题;二是了解性的问题,有的时候,招股说明书的某些披露不清楚,或美国证监会负责审阅的人对相关行业的情况不太熟悉,就此会提出一些问题,对披露的内容和背景作进一步的了解;三是要求性或质疑性的问题,SEC 认为公司的披露不充分,相关的审阅人可能会直接要求公司做出披露,或者质疑公司为什么没有做出相应的披露,视公司回复的情况再作进一步要求。

从发行审核流程来看,发行人提交注册表后,美国证监会需在 20 个工作日之内给出反馈意见,之后每一轮均需遵守这个时限要求。发行人、承销商、律师在收到美国证监会的反馈意见后,通常也会尽早提交答复意见,需要修改注册表(招股说明书)时,则做出相应修改,提交修正案或修改稿。如果非常顺利,公司只需要提交一两份注册表的修正案,甚至不需要提交修正案,公司的注册表就差不多定稿了。如果不太顺利,公司可能要提交若干份修正案。具体需要提交几份,则主要取决于美国证监会给出几轮反馈意见。在审核完毕,美国证监会表示没有审核意见之后(此时还没有出具“批文”,宣布注册表生效),根据市场情况,发行人和承销商可以印刷初步招股说明书,披露价格区间,开始 2~3 周的路演。路演结束时,发行人和承销商确定发行价格,将价格填入招股说明书中,再次提交给美国证监会,美国证监会宣布注册表生效,发行人和承销商立即签署承销协议,当天股票在交易所上市,三天后完成价款交割,整个首发过程结束。在提交最终注册表之前两三天,公司还可以向美国证监会申请加速生效(acceleration of effective date),不用等到 20 天期满。美国企业的发行审核流程强调公开、注重沟通。公开提交信息是美国 1933 年《证券法》第 6(d)条就已确立的要求。公开的文件不仅包括招股说明书,还包括注册表要求的所有附件,

比如公司章程、重大合同、中介机构如审计师和第三方的同意函等。在注册制下,发行申请文件从一开始就公开,发行审核流程像全程转播一样同步“直播”,哪一天发行人交了什么文件,哪一天美国证监会做了什么回复、提了什么问题,发行人什么时候修改了招股说明书、如何修改的,这都一目了然。公开的范围广、公开的时效强。从沟通来看,除了通过书面提问方式与发行人沟通外,一些沟通可以通过电话进行,审核员也愿意跟公司(通过其律师)交流。在具体项目的沟通上,审核员同发行人的律师和会计师打交道较多,基本不和承销商沟通。需要时,承销商可以通过其律师参与发行人律师同美国证监会的沟通。除了在进行具体项目时公司与证监会沟通以外,美国证监会还有其他公开渠道与业内人士保持沟通,回答业内人士问题,指导业内的实践。^[13]

(二) 股票发行注册制的实现基础

有观点指出,修改《证券法》最确定的内容无疑是重构公开发行审核制度,取消事实上的审批制,建立注册制。提出证监会要回归监管本位,主要职能是研究制定法律法规,设定市场准入制度,监管市场运行,确保市场公平,依法打击市场欺诈行为。发行上市公司及其证券的质量、信息真实性,由发行人负责、证券商和中介机构把关。

但也应当看到,美国证券发行实行注册制度具有较完备的信用制度、较强的市场约束机制、健全的权利救济制度、占主导地位的机构投资者队伍、通畅的退市渠道等。相比之下,这些实施条件我国资本市场还未完全具备。首先,企业信用和诚信不足,典型表现为企业财务造假。拟上市公司会计薄弱、内控不力、信披质量不过关的现象比较突出,中介机构未恪守执业规则和未履行谨慎义务的问题时有发生。中国拟上市公司的造假技高一筹、胆大通天。通常由董事长亲自挂帅、管理团队齐心协力、中介机构置若罔闻或为虎作伥,主要客户甚至地方政府同情、配合,形成体外资金循环天衣无缝、虚增业绩与虚构现金流完美勾稽的“造假流水线”。从绿大地、新大地、万福生科到天丰节能,如

[13] 唐应茂:“高效、透明、友好的发行审核制度——《证券法》修改涉及的发行审核注册制问题”,载《证券法苑》2013年第9卷(上)。

出一辙。^[14] 其次,公司治理质量不高。英美上市公司的股权比较分散,机构投资者占比量大,发挥较好的外部治理作用。以美国为例,近10年的美国上市公司中,9成以上公司大股东的持股比例在30%以下,在股东群体中机构投资者占据45%以上。^[15] 但我国上市公司的股权结构集中度高,特别是创业板的大股东拥有的实际股份大多在50%以上。根据中国社科院《2011年中国上市公司治理评价报告》统计,大型上市公司的股权高度集中在前5大股东手中,持股比例分布在40%至80%之间。^[16] 过度的股权集中,公司治理中出现两种常见情况:一是控股股东、实际控制人滥用控制权损害公司和小股东利益;二是董事、经理和高级管理人员滥用经营管理权损害公司和投资人利益。这种情况要改变需要时间。再次,中介诚信机制不足。我国实行保荐制度,但所有公司财务造假等案件反映出来的问题,基本上与中介机构的诚信度不足有关。例如,在新股发行中,2012年共有24人次保荐人或保荐代表人被证监会采取行政监管措施,同比增长60%。^[17] 复次,损失赔偿救济机制缺乏。《证券法》规定的赔偿制度没有落实,证券诉讼机制不尽如人意,事后的救济、惩戒不足。最后,行政执法的权威性和有效性,也还有待进一步提升。

我国的审核制度已经走了很长修正的路,现在的核准制度其实已经有注册制的成分。证券发行审核流程全面公开,预披露时间大大提前,证券发行的透明度全面提高;以信息披露为核心的监管体制逐步确立,盈利能力在新股发行审核中逐步淡化,信息披露是否真实、准确、完整成为发行审核的关注重点。^[18] 以股票IPO实行审核制还是注册制,并不是问题的核心,关键在于如何界定政府监管机构、交易所平台和其他市场中介的职责和义务,如何保证企业能够完整、准确、充分地披露

[14] 王啸:“我们需要什么样的注册制”,载《上海证券报》2013年11月20日版。

[15] 顾功耘:“以良好的上市公司治理支撑资本市场诚信”,载《证券法苑》(2013年)第八卷,法律出版社2013年版,第32页。

[16] 同上。

[17] 上海证券交易所法律部:“2012年证券市场法治述评”,载《证券法苑》(2013年)第八卷,法律出版社2013年版,第451页。

[18] 同上。

相关信息。在那些实行注册制的市场,有些审查得比我们要严得多、细得多。我国登记在册的规模以上股份公司有数万家,完全放开使其自由到交易所上市很难操作。我们需要加快发展多层次的股本和债券市场,同时也要把审查重点从上市公司盈利能力转移到保护投资者的合法权益上来。^[19]

三、注册制目标下的证券发行制度的改良

推进证券公开发行的注册制是一个过程。当前,应当改良证券发行的制度规则,为注册制实施创造基础环境,可以推出的举措,包括强化信息披露的审核、改良持续盈利能力标准、实现证券发行与上市分离、实现保荐人和承销商的分离、推行招标式证券定价制度、加强执法监督、强化责任追究等。

(一) 推进信息披露为中心的审核制度

无论证券发行核准制和注册制,投资者关注企业的持续盈利能力及相关风险披露的信息。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。在《证券法》修改前,注册制下一些良好的制度和规则,例如改良证券发行审核阶段的招股说明书格式、淡化企业营利性指标和企业业绩增长的指标要求、注重信息披露为中心的审核方式、改良企业持续性盈利能力评价标准和权重、注重企业风险披露、增强实质性信息审核自由裁量权等等,可以提前在核准制条件下加以运用。

我国的证券发行承担着许多非证监会、非证券发行本身能够解释的任务。《证券法》规定的发行审核时间是3个月内,^[20]但是无所不包

[19] 龚雯、许志峰:“郭树清:IPO审核制还是注册制不是问题核心”,载《人民日报》2012年3月1日版。

[20] 《证券法》第24条规定,国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门应当自受理证券发行申请文件之日起3个月内,依照法定条件和法定程序作出予以核准或者不予核准的决定,发行人根据要求补充、修改发行申请文件的时间不计算在内;不予核准的,应当说明理由。

的合规性审核对审核期间的占用,必然导致时间较长。对此,关键是发行人本身的信息披露是否规范真实可靠。如部分企业存在出资瑕疵、股权不清、关联交易非公允性未充分披露、同业竞争未消除,以及产品销售、收入、利润等基础材料不真实完整等等,其披露信息的真实性审核时间就会延长。客观地讲,一个运行规范的股份有限公司,如果能够做到符合国家产业政策、财务数据真实完整、有可持续发展的预期,这样的公司股票发行审核时间一定是很短的。因此,提升发行申请人的自身恐怕也是一项最为需要和可能的事情。如果能够在制度设计上建立预沟通制度,就可以加快审核时间。

(二) 实现证券公开发行和上市分离

证券发行中存在的一个问题是,证券发行与上市假分离、真联动。表面上《证券法》规定了证券公开发行审核在证监会,上市审核在交易所,但实践中确定发行时就可以预期上市。其实,证券公开发行后不一定非得上市。^[21] 解决新股发行与上市矛盾的办法就是:证券公开发行与非公开并存;证券公开发行与上市分离;证券公开发行并上市的采用“核准制”;证券公开发行不上市的采用“注册制”,证券非公开发行包括上市公司的非公开发行采用“注册制”。^[22]

在发行上市分离体制下,证券发行与上市是由不同的机构按照不同的标准进行审查的,一般是由证券监管部门审查发行资格,证券交易所审查上市资格,如美国、日本、韩国、澳大利亚等国以及我国香港、台湾地区均实行该制度。我国目前《证券法》在立法层面实现了证券发行与上市的分离:中国证监会负责核准证券的公开发行申请,上海证券交易所和深圳证券交易所负责核准证券的上市交易申请。《证券法》不仅规定了发行与上市的分离体制,而且《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,实际上就意味着可以选择不同的时间标准,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

[21] 邢会强:“论场外交易市场(拟)挂牌公司的公开发行”,载《证券法苑》(第 9 卷),法律出版社 2013 年版,第 335 页。

[22] 李有星:《中国证券非公开发行融资制度研究》,浙江大学出版社 2008 年版,第 247 页。

业就无法达到上市的标准。但如果真的这样操作,可以解决企业融资发行市场与上市交易市场的分离。

(三) 实现证券发行保荐人与承销商分离

承销商与保荐人的同一现象,直接导致发行人、保荐人与承销商三方不规范行为大大增加,影响股票发行审核质量,导致利益链条以及股票发行价格非市场化,三方成为利益共同体,串通式地损害公众投资者利益。证券发行市场的虚假陈述、内幕交易、不正当竞争等等,都与承销商保荐人的合一制度有关。建议将承销商与保荐人相分离,用招投标方式选择确定承销商。^[23] (1) 承销商与保荐人相分离,以单一身份履行职责。在我国目前发行与上市的体制和机制下,应当考虑在证券发行(至少是股票发行)中,采用保荐人与承销商主体分离,证券公司在同一公司 IPO 中要么担任保荐人,要么担任承销商,两者只能充当其一,履行发行环节不同职能。(2) 加强主承销商与保荐人的制约功能设计。证券法规定的股票公开发行实质是两个环节:发行审核和销售,发行审核是一个实质意义上的融资权取得(具有行政许可的属性),而发行销售只是股票的买卖过程。借助承销商的中介作用,发行人可以借助证券机构最专业的销售能力完成发行,避免发行失败,投资者借助承销商发布的最直接的通俗易懂的销售信息而投资决策。保荐人与承销商之间要构成制约机制,实现《证券法》第 31 条规定证券公司核查并采取措施纠正的职责。(3) 股票发行主承销商的招投制度。承销现行《证券法》第 29 条的规定是将选择承销商的权利交给发行人。在不改变现有法律规定的情况下,尊重发行人对公开发行证券的承销商的选择权利,但在程序上,有必要通过由证券商协会主持的招投标制度来完成承销商的选择。(4) 明晰承销商义务与责任,合理区分责任标准。承销商义务性质上可分为三种:依据承销协议向发行人承担的义务,依据《证券法》的规定向投资者承担的义务和向证券监管机构承担的义务。^[24] 在保荐制下,承销商与保荐人分离的制度设计下,我国承销商

[23] 李有星:“股票首发中承销商与保荐人分离的制度探讨”,载《证券法苑》(第 5 卷),法律出版社 2011 年版,第 214~221 页。

[24] 王保树:《商法》,北京大学出版社 2011 年版,第 313 页。

可以不采用过错推定的归责原则,而可以采用追究承销商责任的过错责任的归责原则,适度减轻承销商责任,培育承销商发展成长。同时,重点解决承销环节的虚假推介、联合欺诈、协商报价和故意压低或抬高价格商业营销中不当行为,解决不符合条件者参加询价、关联方参加询价的法律责任问题。

(四) 完善保荐人制度

当前,为了达到公司业绩、利润、持续盈利能力等发行标准,部分保荐代表人或保荐机构成为欺诈发行股票公司等情况的帮凶保荐人常常无法独立、诚信履行职责。可以借鉴的是,香港保荐制度的核心是保荐人完成尽职调查,确保发行人信息披露完整、真实、有效,而不是要求发行人保证营利性上市条件和标准。所以,保荐人的功能是确保发行人完善信息披露,向投资者提供充分信息以作为购买股票的参考。香港的保荐制度是“单保制”,保荐机构下的个人不必承担保荐责任。^[25]我国大陆在设立保荐制度之初,就开创性地实施了“双保制”,规定保荐机构应当指定2名保荐代表人具体负责1家上市发行人的保荐工作。对于保荐代表人责任的追究,大陆的法律规定保荐代表人承担与保荐机构相同甚至更大的责任。保荐代表人只是保荐机构的专业职员,在保荐机构利益面前,保荐代表人不享有独立性。保荐代表人作为保荐机构的职员,往往无能力影响公司内部决策的作出,保荐机构与上市申请人、发行人“合谋”进行虚假陈述,保荐代表人反而承担了更为严重的责任,于理不合;对保荐代表人的处罚也包括了罚款等措施;但是保荐代表人个人没有足够的能力承担虚假陈述的责任,实际上也不能为投资者提供太大程度的保护。因此,建议取消保荐代表人制度,对相关法律法规进行修改。^[26]另外,要努力推进保荐收费公开化、透明化制度,保荐费不得与其他服务收费(如包销、定价等)混淆,不应取决于发行规模、发行成功与否,尤其保荐人与发行人之间对赌式收费条款应予公布,接受监督。

[25] 苏盼:“注册制背景下的保荐人制度改革:香港对大陆的启示”,载《证券法苑》(第9卷),法律出版社2013年版,第1075页。

[26] 同上,第1076页。

(五) 确立多样化的市场化新股定价制度

证券法教科书中指出新股定价有三种制度:第一是市盈率法定倍数确定法。市盈率法定倍数确定法,简称市盈率确定法、市盈率法或者“本益率法”,是指以发行人每股利润与市盈率一定倍数的乘积作为股票发行价格。第二是竞价确定法。竞价确定法是指投资者在指定时间内,通过交易柜台或者证券交易所交易网络,以不低于发行底价的价格并按限额比例或者数量进行认购委托,申购期满后,由证券交易所将所有有效申购按照价格优先、同价位申报按照时间优先的原则,将所有认购委托由高价位向低价位排队,并由高价位到低价位累计有效认购数量,当累计数量恰好达到或者超过本次发行数量时的价格,即为本次发行价格。所以,通过竞价确定法形成的发行价格,是发行人售出全部股票的最高统一价格。第三是市场询价法。市场询价法是指发行人及承销商根据询价对象的询价反馈,确定发行价格的方法,主要适用于首次公开发行股票的情况。2012年曾经设想推出的“改良版的荷兰拍卖制”,是指按照投标人所报买价自高向低的顺序全额中标,直至满足预定发行额为止,中标的机构以相同的价格(所有中标价格中的最低价格)认购中标的股票数额。^[27]改良的荷兰拍卖制的好处在于,通过强化责任制约,可以避免机构联手形成垄断来操纵市场,从而获得暴利。在改良的制度下,机构参与者用实际认购的价格和数量来对自己的认购行为负责。这种报价本身就隐含了对高报价行为的惩罚机制,增加了询价对象高报价的成本,从而起到约束询价对象合理报价、不敢滥报高价的作用。^[28]就是在现有的《证券法》框架内,推行这种市场定价方式也是没有制度上的障碍,并不违反公司法第125条关于同股同价的规定。

[27] 假设某上市公司拟发行1000万股,报价最高的机构A为30元认购500万股,报价次高的机构B为25元认购300万股,报价第三高的机构C为20元认购200万股,则最后该股的发行价会确定为20元,且三家报价最高的机构将以20元的认购价得到全额配售,而无须采用抽签形式。假设报价第三高的有机构C和机构D两家,都是20元认购价,则将在优先全额配售机构A和机构B后,抽签决定剩下200万股的分配。

[28] 程林:“新股发行谋变 改良式荷兰拍卖制有望推出”,载《证券时报》2012年1月16日版。

(六) 按照大中小股东结构安排股票出售期限

我国股票发行中,针对控制股东、关联关系股东采取的股票出售锁定是一项有益的制度。大股东在三年内持股不变的公司,通常度过了波动期,接下来的时间除非公司遇到重大的市场变化、政策等原因,上市公司的质量可以得到一定保障。对此,最有效的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。现在对网下获配股份不设锁定期,不利于强化对市场主体的约束。不论在核准制还是注册制下,恢复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。在我国,目前证券市场的公平,应主要体现在对社会公众投资者的权益保障,^[29]而不是主要考虑机构投资者或者特殊路径获得股票的特殊投资者。特别当二者权益出现冲突时,应当选择保护前者优先。三年锁定期会促使短期资金不认购新股,凡申购者必然认真研究公司三年后的情况,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。这样,价值投资得以提倡和确立,盲目的新股申购热潮会消退,只有有研判能力的投资者才敢于买新股。在三年锁定期期间公司出了三份年报,公司的成长性、盈利能力和分红能力有了三年的考量,公司有无虚假包装也有了三个年头的检验,如果是真正的优秀公司,那三年后上市股价照样会上涨、大涨,这是价值投资的胜利。^[30]

[29] 从证券登记中心的数据看,截至2013年年末,我国股市开户总数为1.6亿,假设每个人都开设深沪两个账户,则股市投资者人数大约为8000万,其中,资金数量在10万元以下的投资者占85%左右,股票市场投资以散户为主导。

[30] 张书怀:“设法消弭‘新股红利’为注册制铺平道路”,载《上海证券报》2014年2月11日版。