

以《证券法》修改为契机, 建立股票发行注册制*

郭 锋**

推进股票发行注册制改革,是十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》)的明确要求,也是我国资本市场发展到一定阶段后市场的内在需求。全球主要资本市场对证券公开发行都有审核程序,其目的是要保证投资者获得较为充分的信息,试图确保进入证券市场的上市公司的质量和证券具有投资价值。我国现行的证券公开发行审核制度,按照《证券法》的规定是由证券监管机构来行使核准权,并设立了专门的证券发行审核委员会。我国的这种核准制,既不同于美国的注册制,也不同于欧洲大陆国家传统上的实质管理制度,本质上是一种行政审批。但实践证明,即使是拥有强大的公权力的证监会也并不能确保上市公司的质量。

在本次修改《证券法》时要按照十八届三中全会《决定》重构公开发行审核制度,取消事实上的审

* 本文系根据郭锋教授在2013年11月28日第四届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

** 中央财经大学法学院院长、中国证券法研究会会长。

抵制,建立注册制。证监会回归监管本位,不再审批证券发行,其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。证券公开发行注册由交易所负责。将主板、中小板、创业板、新三板等的发行注册交给证券交易场所。发行上市公司及其证券的质量、信息真实性由发行人负责、券商和中介机构把关。这样一种发行审核制度的改革,有利于股票发行制度的市场化,可以使证监会处于比较超脱的地位,集中精力加强监管,规范市场,促进市场透明度,查处违法行为,保护投资者利益。

随着我国建立多层次资本市场体系,还应考虑建立发行注册豁免制度。对小范围内的、小额的股票公开发行,授权交易所根据市场发展状况和投资者保护必要性程度,建立具体的豁免标准和程序。可以考虑将公开发行不上市公司中的一大部分(即非上市公众公司)、向合格投资者公开发行的股份、上市公司向员工发行的股份、具备一定信用评级级别的公司债券的发行,纳入发行豁免范围,发行人只需要向交易所报送相关信息披露文件备案后即可启动发行程序。

在注册制下,金融商品应当不限于现行证券法规定的股票,而应扩展到所有投资性证券。具体而言,凡是以金钱出资并有赎回金钱之可能性、与资产或股价指数等相联动、可期待获取较高收益但也需承受投资风险的金融投资商品,都应纳入证券法规制。2005年《证券法》将政府债券、证券投资基金份额的上市交易、证券衍生品种的发行与交易均纳入调整范围。但受分业经营、分业监管的制约,部分具有投资性质的保险产品、银行理财产品、集合投资计划未能纳入证券监管的范畴,导致对同类证券产品监管标准不统一。此外,由于证券法采列举式立法,对于未列举的其他以合同、集资、信托计划等实质上的证券产品,中国证监会无权进行监管,导致出现监管真空,给非法证券活动留下了空间。在《证券法》修改中,建议扩大证券的定义,采用列举式加具有弹性的兜底条款,将所有符合“投资性证券”特征的投资性金融商品均纳入证券法的调整范围。换言之,证券法应当将我国在混业经营情况下证券、银行、保险、信托各业内部或交叉领域产生的金融投资商品,以及非金融机构销售或发行的具有金融功能的投资性证券均纳入调整范围。

在注册制下,证券监管必须建立起功能性监管机制。我国法律规定的“分业经营,分业监管”,其实质是以“金融商品”或“金融机构”为基础的规制与监管。在这种监管体制下,监管机构审批股票等金融商品是天经地义的。但实际上,监管不等于审批。注册、备案也是监管。从国际金融市场的发展和监管、立法演变来看,各发达国家已完成了从传统的商品类、机构类规制向对功能相同的金融商品进行统一的功能性规制的转变。在功能性监管下,金融商品的发行上市本质上由市场主体、中介机构、自律机构、交易场所负责或把关,监管机构负责对功能相同的金融商品适用同一的标准、规则和投资者保护制度。对证券监管机构而言,一个金融商品不论是哪些机构发行、销售、经营,也不论是否冠以“证券”的名称,只要符合证券的可转让性、投资性、风险性、标准化等特征,就应纳入证券法统一规制,由证券监管机构统一监管。

注册制将上市公司的质量和金融商品的投资价值交给了市场和市场主体,因此,除了建立市场的自我约束机制、促进市场诚信外,还必须构建保护投资者利益、加大证券欺诈行为人违法成本的司法制度。可以考虑修改民事诉讼法,建立集团诉讼制度,允许一人或数人代表其他具有共同利害关系的人提起诉讼,诉讼的判决对所有具有共同利益的投资者产生效力。只要是基于同一法律问题或事实问题而引起的争议,即使所涉及的民事主体达到千人、万人、几十万人、上百万人,都可以将各个具有相同利益的“集团成员”的诉讼请求集中起来,由代表人向法院提起诉讼,并由代表人来行使诉讼中的权利,承担相应的诉讼义务。在集团诉讼案件中,为了使集团诉讼符合程序法效率原则,法官可以对集团诉讼进行管理,包括审查代表人、集团主体、首席原告、首席律师的资格,监督诉讼代表人行为、律师风险收费、判决后赔偿金的分配等。我国目前采用的共同诉讼制度虽然也是针对群体性纠纷而设置,并与集团诉讼有相似之处,但仍然有较大区别。例如,共同诉讼权利人须向法院进行登记后才能参加到诉讼中,而集团诉讼只要权利人在法院公告的期间内没有明示退出该集团,即视为参加了诉讼,不必另行起诉;共同诉讼的判决对于未作登记的权利人仅有间接扩张力,而集团诉讼裁决的效力直接扩张适用于所有未明示退出集团的成员。