

建立新型IPO注册制势在必行

□ 中国人民大学商法研究所所长 刘俊海

一、资本发行市场的市场化改革重任尚未完成

我国社会主义市场经济体制虽已建立,但尚不完善。由于我国资本市场长期以来具有“新兴加转轨”的特点,我国政府积极运用非市场化的行政手段创设了资本市场,并长期运用非市场化的行政手段维护资本市场秩序。加之资本市场是我国统一大市场中的子系统,计划经济的传统思维方式以及宏观市场经济体制、法治体系与诚信体系的不健全,使得我国资本市场尤其是发行市场的市场化改革任务远未完成。为尽快终结我国资本市场“新兴加转轨”的阶段性特点,早日使我国由政府外在主导的市场转为市场内在驱动的市场,建议全面推进我国资本市场中的发行市场与交易市场的市场化改革,进一步压缩行政管制空间,大幅减少行政许可,严格规范例外保留的行政许可项目,大力建设与资本市场发展规律相契合的服务型证监会。

证监会的最高使命在于推动、激活与维护资本市场机制,维护“三公”市场秩序,保护投资者合法权益,以捍卫市场公平为抓手,大幅提高资本市场效率,最终构建其资本市场各方尤其是投融双方之间多赢共享、资本市场与实体经济良性互动的和谐市场生态环境。

二、现行核准制的严重弊端及改革急迫性

1998年《证券法》确立IPO核准制的立法本意,是将核准制界定为由计划经济体制下的审批制向注册制过渡的中间过渡阶段,换言之,核准制介于审批制与注册制之间,比审批制宽松,但比注册制严格。从理论上看,此种制度设计非常吻合我国计划经济向市场经济转轨变型的阶段性特点。但从IPO核准实践来看,核准制实与审批制无疑。核准制实际上依然具有审批制的强烈色彩。有人干脆将核准制解释为“审核加批准”的简称。此种解释当然是对立法原意的严重曲解。

核准制虽然功不可没,但其弊端亦十分明显。一是核准制无法有效地识别胆大妄为的造假企业,更无力将其拒之发行市场门外。以大庆联谊、银广夏、东方电子、万福生科和绿大地为代表的欺诈上市丑闻层出不穷,禁而不绝。

二是核准制不仅不能除弊,亦不能兴利。在失信企业在发行市场招摇撞骗、大肆圈钱的同时,一些诚信企业由于不敢开展财务造假而望市兴叹,无缘从资本市场融资。即使是同时获得IPO许可的上市公司,有的上市公司通过欺诈上市与虚假陈述攫取了更大份额的资本市场资源,而有的上市公司则获得了较小的融资金额。此即公司之间的不公平竞争现象。

三是核准制蕴含着IPO核准环节的行政自由裁量权,而自由裁量权又容易诱发权力寻租现象。行政自由裁量权的滥用风险亦不可小觑。

四是核准制扭曲了资本市场中的供需关系,造成了市盈率过高、股票定价过高、超募金额过高的“三高”乱象,制约了资本市场资源的合理流动与优化配置,造成了民众辛勤劳动的财富的严重流失与浪费。“堰塞湖”现象的出现也是核准制的负面作用之一。

五是核准制恶化了中国证监会与社会公众尤其是公众投资者之间的关系,向公众传递了中国证监会为潜在失信企业予以信用背书的错误信号,贬损了中国证监会在社会公众心目中的公信力。

六是核准制在实际运行中也并非遵循实质审查的标准,既不要求查阅中介机构包括保荐机构与审计机构提供工作底稿,也不勘验上市公司申请人的现场进行尽职调查。因此,与审慎的形式审查标准相比也有很大差距。

三、建立新型的IPO注册制

为激活资本发行市场在资源配置方面的社会功能,建议积极稳妥地大胆推进IPO核准制改革,将核准制改为注册制,并将证监会发行监管部门的工作职责由目前的实质审查转变为审慎的形式审查,进而全面构建以充分信息披露为基础、以审慎形式审查为核心、以严格法律责任追究为后盾的公开发行注册制度。同理,并购重组核准制也应改革为审慎的注册制。

中国证监会审查机构对公开发行申请予以审慎的形式审查的核心要求有二:一是尽到作为具有通常智商与伦理观念的审核工作人员在相同或者近似情况下应当尽到的谨慎、勤勉和注意程度,重点关注申请文件的真实性、合法性、关联性与充分性;二是在对申请文件的上述“四性”合理存疑时,应当向申请上市公司与中介机构索要工作底稿、会计账簿和原始凭证(包括发票与合同等),并在必要时到申请上市公司和相关国家机关、企业与社团组织实地调查了解实情。

四、预防IPO注册制被滥用的七大政策措施

可能有人担心注册制会被滥用。此种担心具有合理性,但不必要。为缓解这

为激活资本发行市场在资源配置方面的社会功能,建议积极稳妥地大胆推进IPO制度改革,将核准制改为注册制,并将证监会发行监管部门的工作职责由目前的实质审查转变为审慎的形式审查,进而全面构建以充分信息披露为基础、以审慎形式审查为核心、以严格法律责任追究为后盾的公开发行注册制度。

并购重组核准制也应改革为审慎的注册制。为预防IPO注册制之滥用,建议创新信息披露制度,要求上市公司申请人的法定代表人、控股股东和实际控制人在申请上市时预先就上市公司申请人失信行为给潜在投资者造成的损害提供财产担保,完善行政处罚机制,引入惩罚性赔偿和团体诉讼制度,加大刑事责任追究力度,鼓励中国版本的“浑水公司”发挥民间打假作用。建议认真研究不同产业的盈利模式,及时更新IPO上市条件。建议将公开发行并上市制度拆分为公开发行制度与上市制度。建议废除强制保荐制度,并要求被自愿选择的保荐人对失信公司承担连带保证责任。建议强化发审委和并购重组委委员的诚信义务与问责机制。

一虑,建议推出多管齐下的防弊措施。

(一) 进一步完善信息披露制度,提高资本市场的透明度。

美国联邦法院已故大法官布兰迪西曾言:阳光是最好的防腐剂,灯泡是最有效的警察”。该句箴言普适于国家治理、公共治理和公司治理。没有透明度,就无法预防与遏制权力的滥用和腐败。

预防公司欺诈上市、捍卫投资者权利的最佳手段就是公开透明。

透明度是证券市场监管的基础性工程。以美国为代表的证券市场监管的核心是以信息披露为基础的监管,所有将制度与监管措施都牢固地建立在信息披露基础之上。展望未来,中国的资本市场监管也应以信息披露监管为核心,以提高透明度为目标,以强化上市公司的信息披露义务为重点。

为充分发挥惩罚性赔偿制度的惩罚、补偿与教育功能,建议将《消费者权益保护法》第49条规定的双倍赔偿制度与《食品安全法》第96条规定的十倍赔偿制度推向资本市场,并进一步提高惩罚性赔偿的额度。失信者既要承担惩罚性赔偿责任,也要对守信者遭受的损失承担补偿性赔偿责任。补偿性赔偿范围既包括财产损失,也包括精神损失;财产损失既包括直接损失,也包括间接损失;直接损失又包括原始的直接损失与派生的直接损失(如法院收取的案件受理费、律师收取的律师费等)。

值得注意的是,惩罚性赔偿请求权并不排除受害投资者的精神损害赔偿请求权。基于以人为本的主流价值观,某些受害者的精神性损害赔偿金额有可能超越财产赔偿金额。因此,人民法院既要旗帜鲜明地保护受害消费者的惩罚性赔偿请求权,也要保护消费者的补偿性赔偿请求权(包括精神损害赔偿请求权)。

(五) 建议组建中国投资者协会,早日激活团体诉讼机制。

为化解群体纠纷蕴涵的社会不稳定因素,建议充分借鉴美国集团诉讼的经验,进一步激活全国人大常委会2012年8月31日通过的《民事诉讼法》第55条规定的公益诉讼机制:对污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为,法律规定的机关和有关组织可以向人民法院提起诉讼”。

因此,建议尽快组建中国投资者协会,中国投资者协会有权为了捍卫公众投资者利益而以原告身份对侵权人提起公益诉讼。此外,《民事诉讼法》第54条规定的诉讼标的同一种类、当事人一方人数众多在起诉时人数尚未确定的代表人诉讼制度也是区别于集团诉讼的集团诉讼制度,但至今尚未被司法实践使用过。

有人认为,集团诉讼会助长社会不稳定等因素。此种观点值得商榷。从美国经验看,集团诉讼在受欺诈的证券投资者、消费者以及大规模产品责任侵权中的受害者维权时发挥了积极作用。首席原告与专业律师在法院的监督下,有条不紊地与被告商家展开对等的诉讼交锋。至于被代表的广大不确定受害者依然在自己的居住地正常工作与生活,既无需先行支付律师费,也无需到法院出庭作证,只需等到法院的胜诉判决就可以在自己的银行账户上收到足额赔偿金。不但权利人的诉讼成本大幅降低,被告商家也免于长年累月疲于应付成千上万的单独诉讼。正是由于在组织和规范大规模民事诉讼方面的独特社会功效,美国的集团诉讼制度在其他国家也获得了积极推广。建议立法者和监管者解放思想,开拓创新,大胆借鉴美国的集团诉讼制度,并就集团诉讼的具体程序性、技术性规则做出详细规定。

(六) 重典治乱,加大对欺诈上市行为人的刑事责任追究力度。

为建立健全常态化打击资本市场犯罪行为的法治环境,指导各级司法机关稳、准、狠地打击资本市场中的犯罪行为,建议立法者深入资本市场实践,认真研究各类型企业的主要盈利模式,及时修改《刑法》,把严重违反诚实信用原则、主要以欺诈手段谋取不法利益的各种资本市场行为入刑定罪,并进一步提高现有失信犯罪的法定量刑幅度。对危害交易安全犯罪分子的定罪量刑,不仅要考虑犯罪数额、受害者的身人与财产损失情况,还要充分考虑犯罪分子的主观恶性、犯罪手段、犯罪行为对市场诚信秩序的破坏程度、恶劣影响等。

建议证监会进一步与中央政法委、最高人民法院、最高人民检察院与公安部加大工作协调力度,切实建立健全证监会与公检法等司法机关之间的执法合作机制,“稳准狠”地有效打击欺诈上市的违法犯罪行为。目前,公安部经济犯罪侦查局已派驻证监会办公,建议积极创设行政稽查与处罚体制,健全案件线索发

证券市场法律业务的检察官派驻证监会办公室。建议进一步拓宽我会行政处罚委员会与最高人民法院民二庭之间人员交流任职的合作渠道,推荐证监会工作人员前往最高人民法院挂职交流。

(七) 培育造假者的市场天敌,允许与鼓励中国版的“浑水公司”发挥打假作用。

中国版的“浑水公司”是资本市场中的“王海”式投资者,是广大投资者的维权先锋,是造假企业的啄木鸟,是证监会的得力助手,开启民间打假新模式。浑水公司的做空机制有助于鼓励市场创新,维护市场稳定,揭露失信行为,制裁失信者,应予允许与鼓励。在当前股市低迷、失信猖獗的情况下,浑水模式更是有其存在空间。

五、研究不同产业的盈利模式,及时更新IPO上市条件

建议深入研究主板企业、中小板企业与创业板企业包括互联网企业的不同盈利模式,全面总结IPO核准的成功经验与反面教训,全面修改和完善各类企业的上市条件,彻底取消违背商业惯例与市场规律的不合理苛刻条件。

鉴于我国大陆互联网企业由于我国IPO条件过苛、被迫采取VIE模式到美国以及其他国家或地区上市的严峻状况,建议为互联网公司量身定制以信息披露为核心的IPO条件。为稳妥起见,可以考虑以互联网公司等战略新兴产业为突破口,先行开展IPO注册制试点改革。在试点取得成功经验以后,再全面推广注册制改革。

为提高IPO核准制度的弹性化,方便拟上市公司妥善管理和控制IPO过程中的市场风险,恢复与强化证券交易所对公司上市的自律监管职责,建议将两位一体、紧密捆绑的公开发行并上市制度切割为相互独立的两大制度:公开发行申请的审核制度与上市申请的审核制度。其中,公开发行申请的审核程序由中国证监会发行部门负责,上市申请的审核程序由证券交易所上市委员会负责。

六、建议废除强制保荐制度

2005年《证券法》导入强制保荐制度的主要目的在于,扭转投资者与上市公司申请人之间的信息不对称局面。按照此种制度设计,保荐人的主要使命在于为潜在的公众投资者站好岗、把好关、放好哨。因此,公众投资者本应是强制保荐制度的最大受益人。保荐机构和保荐代表人本应是公众投资者的受托人。虽然保荐费用由选择保荐机构拟上市公司支付,但保荐费用最终由该公司的公众投资者承担。因此,拟上市公司向保荐机构付费的事实仍然无法改变保荐机构与保荐代表人对公众投资者诚实守信的法律关系。

遗憾的是,在实践中,不少保荐机构和保荐代表人在接受上市公司申请人委托之后往往与上市公司申请人恶意串通、共同欺诈投资者。不少保荐代表人只签字,只领钱。他们对广大投资者既不忠诚,也不勤勉。这种无功受禄的现象已引起公众强烈不满。

有鉴于此,建议取消《证券法》中的强制保荐制度,彻底终结专业化的保荐机构与拟上市公司“强强”联合、导致投资者弱者更弱的现象。这既有利于强化投资者的风险意识,也有助于淡化中国证监会对保荐制度的信仰背书色彩。

当然,上市公司申请人仍可自愿选择保荐机构和保荐人,但要在法律中明确规定:保荐机构与保荐代表人是公众投资者的受托人,保荐机构与保荐代表人应当对公众投资者,而非拟上市公司履行诚信义务和信托义务。从文义解释看,“保荐”就是“保证加推荐”的意思。为提升保荐行业的公信力,建议立法者确立保荐机构和保荐代表人就上市公司申请人失信行为对受损投资者造成的损害提供有效的财产担保。

从担保类型看,担保手段包括但不限于《担保法》与《物权法》规定的保证、抵押、质押等形式。但无论当事人选择何种担保手段,都应满足真实、合法、有效、充分的基本要求。在我国资本市场尚未引进惩罚性赔偿的情况下,财产担保的金额应当不低于拟上市公司申请的融资额。在资金超募时,中国证监会有权责令上市公司申请人的法定代表人、控股股东和实际控制人不仅是公司上市的主要受益人,也是欺诈上市的始作俑者、主要策划者与实施者。为震慑失信者,教育广大企业和企业家见贤思齐,化解广大中小投资者在遭受损害时的索赔难问题,建议增设上市公司申请人的法定代表人、控股股东和实际控制人在申请上市时预先就上市公司申请人失信行为给潜在投资者造成的损害提供有效的财产担保的制度。

上市公司申请人的法定代表人、控股股东和实际控制人不仅是公司上市的主要受益人,也是欺诈上市的始作俑者、主要策划者与实施者。为震慑失信者,教育广大企业和企业家见贤思齐,化解广大中小投资者在遭受损害时的索赔难问题,建议立法者深入资本市场实践,认真研究各类型企业的主要盈利模式,及时修改《刑法》,把严重违反诚实信用原则、主要以欺诈手段谋取不法利益的各种资本市场行为入刑定罪,并进一步提高现有失信犯罪的法定量刑幅度。对危害交易安全犯罪分子的定罪量刑,不仅要考虑犯罪数额、受害者的身人与财产损失情况,还要充分考虑犯罪分子的主观恶性、犯罪手段、犯罪行为对市场诚信秩序的破坏程度、恶劣影响等。

(七) 建议进一步完善证监会的行政稽查与处罚机制。

在适度开放IPO入口的同时,建议加大证监会对欺诈上市的打击力度,充分发挥法律的制裁与教育功能。建议进一步完善证监会的行政稽查与处罚机制,将证监会的稽查、处罚工作由后台保障推向工作前台。只要有失信之人胆敢欺诈上市,证监会就应及时予以迎头痛击。

建议借鉴城市道路交通违法行为的实时监控制度,建立证监会与交易所及其他国家机关之间信息共享、快捷高效、24小时全天候、360度全方位的资本市场行政稽查与处罚体制,健全案件线索发

美联储年底启动QE退出概率大

□ 工商银行城市金融研究所 王婕

9月美联储公开市场委员会决定保持现有货币政策不变,未如市场普遍预期般开始启动QE退出计划,引发全球市场大幅震荡。美联储之所以不急于在9月开始退出QE的原因主要在于虽然美国经济一直在向好的方向发展,但美联储对这一改善的可持续性仍心存疑虑,现有的信息和数据还没有好到足以支持美联储开始撤出QE,再加上当前复杂的环境,美联储需要等待更稳妥的时机。但总体来看,距离美联储启动退出QE仍是为时不远,今年年底前美国关键经济数据达到美联储所希望看到的能佐证美国经济处于持续的、有力的增长趋势”的状态将打开大门。

美联储启动QE退出的时点预测

9月末退,那到底美联储会选择在什么时候启动QE退出?为时不远,最快于今年十月,最晚于明年一季度。伯南克在本次FOMC会议后的新闻发布会上指出,美联储启动QE退出的总体框架并没有改变,当数据支持美联储对经济的基线预测时,QE退出将启动。这个基线预测涵盖三方面内容:一是随着财政拖累的减退,经济增长将持续加速;二是劳动力市场的持续改善;三是通胀率逐步向目标水平移动。FOMC成员对2013年末实际GDP、失业率和PCE指数的中心预测区间分别为2.0%~2.3%、7.1%~7.3%和1.1%~1.2%。

首先,虽然当前日益升温的两党财政谈判给2014财年的财政政策走势带来一定变数,但总体来看美国的财政状况将在2014财年继续好转,对经济的拖累也将减少。在2013财年已过去的11个月中,美国联邦财政赤字降至7553亿美元,同比下降35%,为5年来首次降至1万亿美元以下,这将在一定程度上缓解未来美国政府的赤字压力。今年5月开始,两党围绕财政问题的纷争在不断升温,特别是联邦政府最快可能会在10月再次触及国债上限。虽然最终的结局依然是美国两党经过一翻扯皮之后会在最后时点前达成妥协,但这一过程对金融市场环境的影响如何仍不明确,而最终财政政策走向是否会发生一定偏离也仍未知,正是这种未知性增加了FOMC对财政逆风的担忧。

当前的联邦财政政策依然是限制经济增长的重要障碍,甚至带来一定的下行风险。目前是一个非常特殊的时点,美国的新财年将在10月1日开始,两党围绕财政问题的纷争在不断升温,特别是联邦政府最快可能会在10月再次触及国债上限。虽然最终的结局依然是美国两党经过一翻扯皮之后会在最后时点前达成妥协,但这一过程对金融市场环境的影响如何仍不明确,而最终财政政策走向是否会发生一定偏离也仍未知,正是这种未知性增加了FOMC对财政逆风的担忧。

FOMC成员普遍担忧近几个月以来急剧紧缩的金融环境会导致经济增速放缓。美联储可能退出QE的市场预期影响,今年5月以来美国金融市场的紧缩趋势明显,10年期国债收益率、穆迪评级Aaa的企业债收益率和30年期按揭利率均大幅飙升,分别从5月初的1.66%、3.64%和3.35%,涨至9月10日的2.96%、4.73%和4.57%,导致政府偿债成本、企业融资成本大幅提升,并对购房需求形成一定打压。7月新屋销售环比大降13.41%,恰是对利率高企的一种反映。但总体来看,美国住房市场复苏的大方向不会因此而反转。一方面,二季度以来成屋销售、新屋开工等指标继续保持稳定,且全美住宅建筑商协会(NAHB)富国银行住房指数持续走高,预示建筑商对未来市场仍有信心;另一方面,长期利率抬升带来的陡峭的收益率曲线有助于增加银行净息差,从而增强银行放贷意愿。在当前房贷违约率和丧失住房赎回权案例数量持续下降的大环境下,净息差的扩大将刺激银行的房贷意愿,贷款可获得性的提高将对冲按揭利率上涨的负面影响。

第三,劳动参与率进一步下降的可能性不大,就业数据有望保持稳定,但四季度难以出现大幅增长。目前,美国的劳动参与率已处于历史低位,且首次申领失业救济金人数持续减少,并在9月第一周降至30万人以下,劳动人口进一步减少的可能性已经很小。但同时,随着四季度的到来,建筑、化工行业的开工活动将减少,从而会对新增就业产生一定影响。因此,我们预计四季度的劳动参与率将维持在63.4%的水平,平均每月新增非农就业大约在15万个,失业率会在7.1%~7.2%之间。

第四,通货膨胀趋向走高。四季度是美国传统的消费旺季,随着取暖季、感恩节和圣诞节的相继到来,从能源到日用品的消费都趋向增加,进而一定程度上抬升价格,从而阶段性扭转CPI同比增速在8月骤降至1.5%的颓势。

第五,如果珍妮特·耶伦Janet Yellen能接任伯南克当选美联储主席,QE退出的时点将可能延后至2014年一季度。耶伦超级鸽派的政策立场使其倾向于延长宽松货币政策时效,以进一步支持就业。金融危机以来,耶伦一直与伯南克并肩作战,是非常规货币政策的主要设计者,如果她能当选主席一职,将在很大程度上降低伯南克有必要在自己离任前对QE退出做一个明确交代的外在压力,从而降低QE退出的紧迫性。

综上分析,今年年底前美国关键经济数据达到美联储所希望看到的能佐证美国经济处于持续的、有力的增长趋势”的状态将是大概率事件。目前判断,10月、12月和明年一季度启动QE退出的概率分别为30%、50%和20%。有鉴于此,美联储的货币政策将主导今年剩下几个月全球市场走势,市场波动恐将加剧。