

# IPO 实行注册制的可行性分析

谷 晴

(西南财经大学金融学院 成都 610074)

**【摘要】** 本文从证券市场的融资功能及价格发现、证券监管部门寻租和信息披露的真实性、证券发行成本和中介机构服务三个角度对比了核准制和注册制的优劣,在此基础上分析了我国证券市场应当逐步引入注册制的原因,并从证券监管要求、信息披露要求、证券市场的其他建设三个方面阐述了引入注册制的条件。

**【关键词】** 证券市场 首次公开发行 证券监管 注册制

2011年,学术界和证券监管部门开展了关于首次公开发行(IPO)是否从核准制改变为注册制的大讨论。具有一百多年历史的美国证券市场采用注册制有两个基本条件:一是监管机构具有高效的监管能力与手段;二是发行人及证券中介机构具有诚信意识及法制意识。显然,我国证券市场尚不具备采用美国式的一步到位取消审批、直接过渡到注册制的条件,这期间需要一个逐步建设和完善过程。在这个过程中,为了配合注册制建设,做好证券市场的基础工作,很重要的一个方面就是要做好信息披露工作。只有建立规范的信息披露制度,才能保证证券市场健康运转,实现资源的优化配置。

## 一、证券市场首次公开发行核准制与注册制的区别

注册制是指证券发行人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开,制成法律文件,送交主管机构审查,主管机构只负责审查发行人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度。在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查,不进行实质判断。如果公开方式适当,证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件不公平或发行人提出的公司前景不明朗等理由而拒绝其注册。当然注册制也并非来者不拒,美国证监会接到发行人申请后,会就其提交的材料提出反馈意见,中介机构和发行人则需进行有针对性的答复,意见反馈和答复会反复,直至证监会不再有其他问题才准予注册。注册制下反复的反馈意见就是为了保证发行人资料的真实性,确保发行人是“说真话”公司,虽然证券监管部门并没有替投资者审核公司品质的好坏,但须确保公司的资料是真实的,以便投资者做出正确的投资决策。

我国目前采用核准制,核准制即实质管理原则。证券的发行不仅要以充分公开为条件,而且必须符合证券管理机构制定的适于发行的实质条件,符合条件的发行公司经证券管理机构批准后方可取得发行资格,这一制度的目的在于禁止质量差的公司公开发行证券,证券监管部门在监督发行人信息披露真实性的同时,代替投资者判断公司是否优良。

注册制与核准制的区别比较如下:

1. 从证券市场的融资功能及价格发现来看:一方面,较

好的公司证券具有更高的定价,“较差”的公司证券具有较低的定价,证券监管部门代替投资者做出的选择有时并不是更好的结果,反而阻碍了市场发现功能的实现,因为相较注册制如实的信息披露之下投资者自己的选择,核准制对定价过多的干预、上市门槛过高,不利于资源配置功能的实现,使得很多需要融资而目前经营业绩“较差”却具备良好发展前景的公司失去了融资的机会,所以证券监管部门对于证券发行公司资质的审核有时并不是一个很科学的制度选择;另一方面,在我国目前IPO呈现“饥渴状”,几乎所有企业都想上市,投资者并不具备良好的投资基础的前提下,核准制下证券监管部门代替投资者做出的资质判断又是可取的。

2. 从证券监管部门寻租和信息披露的真实性来看:注册制并不等于市场化,核准制不等于非市场化,但是核准制下带来的人为操纵IPO供给、破坏价格信号的缺点是明显的,因为核准制所带来的IPO审核给予了证券监管部门寻租的机会,不仅仅是发行公司,还有中介机构都想竭力争取IPO审核下的供给缺口,这样的结果不仅使证券监管机构审核公司资质的要求难以达到,而且使发行公司信息披露的真实性也难以得到保证,使得投资者在充满“噪音”的信息环境下难以做出正确的投资决策。而注册制下的合规监管其实是很严格的,除了要求发行人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,还须回答主管机关细致询问,上市公司在上市前后均须接受公众和媒体的全方位监督,公司一旦被发现违规造假,不仅要停牌退市,而且公司相应人员还会受到法律的制裁和各种诉讼赔偿,这样的制度安排下紫金矿业等案例就不会多次发生。不管公司业绩好坏,其披露的信息必须真实,信息不真实,证券监管部门即采取严刑峻法给予查处,注册制下,证券监管部门放弃“提高上市公司质量”这个自赋使命,更多致力于制度建设和市场秩序。

3. 从证券发行成本和中介机构服务来看:注册制与核准制相比,发行人成本更低、上市效率更高、对社会资源耗费更少,资本市场可以快速实现资源优化配置,“好”公司可以融资,业绩暂时不佳却具备发展潜力的公司也能融资,真正地发

挥了市场融资的功能。而核准制下的证券发行,发行公司和中介机构耗费很多精力用于粉饰财务报表,以达到上市要求,而且花费了很多资源在争取本来就名额很少的首次公开发行机会上,中介机构与发行公司串通,以尽量达到发行的要求,这种情况下只能有越来越多的公司为了伪装成“好”公司而忽视信息披露的真实性。注册制最大的好处就在于把发行风险交给了主承销商,把合规要求的实现交给了中介机构,把信息披露的真实性交给了发行人。注册制下,证券监管能将发行风险、合规要求等监管内容交出去,只负责审核信息披露的真实性,并且赋予其法律责任,通过违规的高成本来约束中介机构不敢造假。

## 二、我国证券市场逐步引入注册制的原因

注册制与核准制相比具有一定的优势,但是我国目前的证券市场环境并不适合立即采用注册制,而应该是逐步引入注册制。目前我国证券市场普遍存在新股高估值、高溢价的现象,但这并不意味着我国上市的公司是市场特别看好的公司,而是因为我国新上市的公司数量较少,证券市场并未达到“均衡规模”的状态,投资者能够选择的公司较少,而且部分拟上市公司并不是因为公司经营规模扩大真正需要融资,而是为了通过融资达到“圈钱”的目的。其实,很多真正需要融资、具有发展潜力的公司,例如一些科技类公司在我国的资本市场却难以取得上市资格,这使得我国证券市场并未真正发挥资源配置的功能。

股票的上市和增发与普通商业的买卖原理一致,是公司和投资者之间的自愿交易,自负盈亏,监管部门代替投资者判断公司的好坏:即使判断准确也阻碍了部分真正需要融资的公司;如果判断不正确,产生一定的寻租行为,反而造成了资源更大的浪费,所以监管部门的责任应当从判断公司的好坏转向监管公司信息披露的如实与否。监管部门掌握 IPO 核准的权力,对申请上市的公司具有定夺的权力,并不能实现“提高上市公司质量”这个自赋的使命,反而产生了高市盈率、高溢价等有效资本市场所不应该出现的情形,出现了上市公司财务造假、环境会计信息披露不实等情形,出现了公司一上市经营业绩就下滑等不正常的情形。

目前,我国证券市场依然不能缺少证券监管部门代替投资者判断拟上市公司是否是“好”公司的职责,但是这种职责会越来越弱化,而确保上市公司信息披露的如实性会越来越强化,这是我国证券市场发展的必然选择,而这种选择也使得注册制的引入基础正在变得越来越坚实,而在证券监管部门逐渐提高其监管效率、逐步提高上市公司信息披露质量时,我国应当逐步引入首次公开发行的注册制。

## 三、我国证券市场实行注册制的条件

1. 注册制下的证券监管要求。实施注册制的美国证券机构监管主要分为两部分,一是政府主导的监管制度,二是专业服务机构的监督制度。政府主导的监管制度包括美国证券交易委员会(SEC)、各州的证券交易委员会负责对信息披露的监管。当信息披露和经营行为违反了证券相关法律时,SEC 有权调查涉嫌违反证券法律的行为,还可能对责任人提出法

律诉讼,这种法律责任包括了刑事责任、民事责任和行政责任,以严厉的惩罚措施敦促上市公司如实披露信息。政府主导的监管制度还包括辅助的监管组织,即自律组织,比如美国注册证券交易所和证券业协会,它们评审公司的上市资格,并且密切监察其上市的表现,对不符合信息披露要求的公司给予摘牌。专业服务机构的监督制度包括与上市公司相关的各类市场中介机构与人员,如注册会计师、律师、保荐人、投资银行等。他们根据证券市场建设的有关规定,可以就企业的各类事项提供独立的专业意见,为上市公司和投资者提供服务。但是,他们若不尽职尽责,证券监管机构便会剥夺其从业资格并给予严厉的处罚。这样在证券监管机构监督的同时又增加了信息如实披露的保护,证券监管机构和专业服务机构的监督相辅相成,共同监督上市公司的信息如实披露。

注册制对于证券监管的要求比核准制更为严格,体现在对监管效率的提高和监管水平的提升上有严格的要求。目前我国实施注册制第一步要解决的就是提高证券监管的效率,我国现行证券监管并不缺乏对上市公司信息披露的法律规范,更多缺少的是监管的执行力。证券监管部门应当逐步完善上市信息披露不如实的法律后果,明确上市公司不如实披露信息的法律责任。与此同时,还应当及时查处违反信息如实披露的行为,并给予惩罚,问责信息披露的责任人,直至取消违法公司的上市资格,这样才能起到警示作用,并保证证券市场不如实披露信息的行为得到及时改正。监管效率的提高才能打消信息不如实披露公司的侥幸心理,提高查出信息不如实披露的概率、增加责任人和责任公司的法律责任(不如实披露的法律成本),使得发行公司不敢不如实披露信息。

2. 注册制下的信息披露要求。证监会 2007 年 2 月 1 日发布的《上市公司信息披露管理办法》,旨在强化上市公司信息披露,保护投资者合法权益、提高上市公司质量、促进股市健康发展。该办法规定了上市公司信息披露的招股说明书、募集说明书与上市公告书以及定期报告、定时报告等,也明确了公司相关人士对信息披露的责任,但是法律并未明确违反信息披露原则的上市公司和相关人员的法律责任,这意味着监管对于上市公司信息披露的警示不够。美国证券市场实施注册制的一大前提就是信息的真实性完全由公司承担法律责任,迫使发行人树立诚信意识及法制意识。证券监管部门一旦发现公司欺诈上市或者信息披露造假,所有在文件上签字的公司高管及证券中介责任人均需接受刑事处罚,一般为 20 年左右或更长的有期徒刑,还有经济上的处罚。正是这种极高的犯罪代价使得拟上市公司不敢不如实披露信息,使得已经上市的公司不会贸然披露虚假信息而失去上市资格。

同时,注册制下的信息披露要求中介机构履行监督上市公司信息真实性的要求,比如招股说明书中的法律意见书需要律师签字并负责,定期报告中的财务报表真实性由注册会计师签字并负责。美国证券监管部门在对不如实披露信息的上市公司提出处罚的同时,也会对中介机构作出处罚,直至剥夺中介机构服务的资格。只有对不尽职尽责的中介机构提出严厉的处罚措施,才能确保中介机构认真履行监督职责,这一

# 浅析 REITS 的中国本土化发展策略

赵 晖

(天津天保基建股份有限公司 天津 300461)

**【摘要】** 房地产投资信托基金(REITS)在稳定房价市场及优化投资组合方面发挥了显著作用。本文依据我国现阶段房地产行业发展状况,对 REITS 的业务定位进行了分析,提出 REITS 在我国未来发展的三个阶段,以及充分利用上市公司和房地产投资信托基金各自有利条件共同发展的设想。

**【关键词】** 房地产投资信托基金 优化组合 发展策略

多数国家城市发展过程证明,城市化水平从 30%提高到 70%是一个快速发展时期,当前我国城市化水平约为 46%,按每年以一个百分点的速度递增计算,仍有 20 年的城市快速发展期,即使在住宅地产相对饱和以后,商业地产的迅速崛起还可为房地产投资信托基金(REITS)的发展提供一个新的机遇。REITS 是指通过发行基金受益凭证募集资金,交由专业投资管理机构运作,专门用于房地产租赁、投资、销售等方面,集众多分散资金于一体的一种投资体制。

在房地产金融市场上,美国次贷危机的教训已经让人们意识到简洁化、场内化的重要性。而 REITS 作为房地产金融

层监督又会受到证券监管部门的又一层监督,证券监管机构检查上市公司信息披露的如实性,检验中介机构的工作是否如实尽职,并对不尽职的中介机构作出惩罚,敦促其他上市公司和中介机构均认真履行如实披露信息的责任,这样的层层监督确保了上市公司信息披露的质量。

3. 证券市场建设的其他支持。证券市场逐步引入注册制不仅对证券监管与信息披露提出要求,而且对证券市场建设其他方面的工作也提出协调要求,比如审计市场的有效性、中介机构的服务质量、证券监管部门将证券发行的权力交给主承销商后出现的新问题等。以后者为例,主承销商掌握了发行权力后,也承担了一定的风险,这对主承销商的规模和服务质量提出了很高的要求,比如证券市场法律制度的完善,逐步弥补证券市场法律上规定不明确的条款,确定信息披露的法律责任、确定上市公司信息披露不真实的法律后果等。

证券市场建设的其他支持有利于注册制在我国证券市场的实行,如证券市场赔偿机制、集体诉讼制度和退市机制等一系列制度将配合着注册制发挥最大的效用。如美国法律诉讼中的集体诉讼是保护股东权益的有效司法途径,也是股东最常用的民事索赔手段,一旦出现证券欺诈行为,投资者可以聘请律师代表其启动集体诉讼程序。在投资者集体诉讼中,律师能够获得赔偿金额 20%~30%左右的律师费,所以美国律师会不遗余力地为投资者集体诉讼服务。而我国目前证券诉讼法

市场的金融工具,对破解房地产金融难题可以发挥重要作用。为此,本文通过分析当前国内房地产发展形势,认为应加快 REITS 的试点工作,从房地产金融体系整体角度出发制定相关政策,促进房地产金融市场发展。

## 一、REITS 在投资组合中的优化作用

REITS 具有分散投资风险的效应,以不动产组合的 REITS 形式进行投资管理已成为许多机构投资者配置资产的重要工具。Bret.R.Wilkerson 在《Real Estate:Portfolio Allocation, Diversification, and Timing》一文中从资产类别角度研究 REITS,指出 REITS 在投资组合中可以发挥多元化投资的调剂作用。

制不健全,很多投资者在遭受投资损失时缺乏诉讼途径,所以逐步完善我国证券诉讼法律制度建设刻不容缓。

## 四、结束语

如前所述,我国证券市场 IPO 实行注册制的条件尚不成熟,目前要积极做好基础工作,以充分、完整、准确的信息披露为中心,强化资本约束、市场约束和诚信约束;上市公司必须明确其信息披露的法律责任;证券中介服务机构必须明确其承担的客观、公正的监督责任;证券市场建设的其他方面,包括证券法律制度建设、证券法律诉讼制度建设等都应当逐步完善。在这些配套制度建设完善的同时,证券监管的重心应当从判断拟上市公司是否是“好”公司上转变到确保上市公司的信息如实反映、在设计和完善信息披露制度的同时更有效地监督上市公司是否如实并完整地披露其应当披露的信息上来。这种转变不是单纯为了引入注册制而做的准备,而是证券市场发展到一定阶段自身提出的更高要求。只有这样,我国证券市场 IPO 注册制才能真正发挥应有的作用,从而推动我国证券发行市场健康地发展。

## 主要参考文献

1. 孙旭. 美国证券市场信息披露制度对我国的启示. 经济纵横, 2008; 2
2. 刘春玲. 证券市场有效性与中国财务信息披露质量研究. 郑州航空工业管理学院学报, 2003; 9