



中国特色社会主义经济建设协同创新中心

《 成果要报 》

2016年第18期

（总第36期）

中国特色社会主义经济建设协同创新中心 编

2016年05月30日

发行注册制改革应该“另起炉灶”

田利辉

【内容简介】《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确提出，“推进股票发行注册制改革”，我国股票市场的基础性制度变化已经是“箭在弦上”。的确，只有坚持市场化改革方向，我国股票市场才能优化资本资源配置，保护和回馈广大投资者。然而，发行注册制有利有弊，需要兴利除弊。如果在沪深证券交易所贸然实施注册制，不仅有违法律精神，而且可能影响我国的金融稳定。本文建议，创新开拓，另辟蹊径，创设以注册制为基石的天津证券交易所。

一、股票发行审批制：功过参半

股票市场是融通资本和优化配置的平台，是市场经济发展的重中之重。股票公开发行人能够聚集社会资金，形成资本，支持企业发展。此后，在增发等持续的公开市场股权融资中，资本资源能够得到优化配置，优势企业的发展获得公众的持续支持。这就是说，股票市场天生具有融资功能，亦称“圈钱”。圈钱二字本身并无褒贬之意，但是普罗大众对其深恶痛绝，是因为不少公司存在融资过程中的信息不对称和融资之后的预期不兑现。由于股票是不需要还本付息的，有些公司通过提供虚假信息来获得股权融资，股票发行“圈钱”这样不时“忽悠”二字相伴相随。

股票发行审批制对于我国证券市场发展是有所贡献的。八十年后期和九十年代初，老百姓对中国股票市场这一陌生事物将信将疑。为了推销股票，万科的王石曾带队上街，在深圳的闹市区摆摊设点，有时在菜市场里和大白菜摊摆在一起叫卖。此后，我国有关部门长期控制新股上市的数量和发行定价的上限。这样，一级市场发行价和二级市场首日交易收盘价出现巨大价差，大笔金钱留在股票发行成功认购者的桌子上，而非发行企业主或者二级市场投资者的腰包中。财富的示范效应，很快让老百姓趋之若鹜。金光闪闪，人头攒动，股票发行市场一时间出现了抢购风潮。随之，政府有关部门通过社论等多种手段调控股市，我国出现过多次股市暴跌。虽然暴涨暴跌与我国股市如影随形，但是毕竟经历短短二十三年的发展，我国股市市值已经在全球名列前茅。这其中，股票发行的审核制度是有一定功劳的。

舆论之中，股票发行审核制怨声载道。面对证监会的审核，很多企业在政府门外排起长队，无法获得及时的融资。更多企业是望洋兴叹，难以通过股市进行公开的股权融资。面对一级市场的高额利润，普通投资者的申购中签成功率和彩票抽奖无异，多数只能是看看热闹。通过发行上市获得了巨额融资的民营企业，看到上市首日的相对收益，想起金阳大厦之中的低声下气，也是难免心有不满。特别是，我国股市的官商勾结问题令人发指，这不仅包括曾经出现的陈水文、吴文英、王益等高官案件，也卖份发审委名单就能入账二三十万的证监会小官王小石。谢平和陆磊

等人的研究指出，证监会是我国金融腐败最高的部门。证券审批大权带来严重腐败，民意推动着当前取消审批制的改革主流。

然而，这是否意味着我国就应该取消证券审批，实施合规注册呢？究竟什么是注册？发达国家是如何进行证券发行监管的呢？

二、股票合规注册制：史无前例

从本质上而言，股票发行存在行政审批制和合规注册制两种。如果证券发行权利是政府授予的，审核机关需要对发行人的质量做出要求和判断，那么这是准则主义为基础的行政审批制。我国股票发行上市政策已经经历了三个阶段，包括1984年至1992年的审批制、1993年至2000年的额度审核制和2001年开始逐步实施的核准制。这些制度的核心是需要政府有关部门的批准才能公开上市。

在80年代的审批制下，政府选择个别企业作为股份制改革试点。经过中国人民银行的审查和批准，试点企业可以面向当地公众进行股票发行。1992年，专门的政府监管部门证监会成立，接管了股票的发行和上市工作。为了实现股票市场的有序发展和同时平衡各方利益，证监会在1993年推出了股票发行的额度制，来控制 and 调配股票的发行。在此制度下，证监会决定股票每年发行的总数量，该额度在各个省级行政区和国家部委进行分配并由其推荐所选企业上市。然后，证监会审核并且最终决定哪个企业可以公开发行人股票和股票发行的具体数量。

2001年，我国开始实施核准制。核准制是既根据具体条文进行合规性审查，也依据事实进行必要地主观判断。经过专业的承销商推荐，发行人向证监会申报该公司发行股票的申请文件。证监会根据申报材料做出发行人是否符合发行条件的初步判断，然后证监会把其IPO申请文件转送递交发行审查委员会审查。发审委由证监会官员及证监会聘任的外部专家组成，行使是否批准股票发行的决定权。这样，证监会在有力地控制着我国新发行公司的名单、家数和发行股票数。与此同时，证监会也对发行定价进行严格管制。我国发行定价制度先后经历了固定价格、相对固定

市盈率定价、累计投标定价、控制市盈率定价和累计投标询价等五个阶段，表现为“有进有退、以进为主”的市场化渐进式改革。证监会通过文件和窗口指导等多种方式，控制着我国新股的定价。所以，我国新股发行市场的抑价是制度性抑价。我国股市也被称之为“政策市”，市场出现了扭曲。

如果证券发行权利是自然取得，不需要政府授予，不需要审核机关对发行人的质量做出要求和判断，那么是以公开主义为基础的合规注册制。注册制是市场主导型的审核制度，证券发行人向证券监管部门申请注册登记，备案即可向公众发行股票。发行人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，证券主管机关进行形式审查，不做出价值判断。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。

1933年美国《证券法》和1934年《证券交易法》明确规定了美国的证券发行采用注册制度，但这是联邦立法和执法层面。美国公司在美国境内上市并发行证券，除有豁免注册的情况外，一般必须在联邦与有所涉及的州两个层面同时注册，各州的证券发行监管普遍实行实质审核。所以，美国实行的是地方实质审核和联邦披露注册的混合发行监管体系，而非上述纯粹的合规注册制。实际上，香港联交所的《主板上市规则》与上市申请审核中也有着较多的实质性审核，而非想上就上。这主要是因为，股票发行之中存在着严重的信息不对称，作为政府提供公共产品，保护公众投资者的利益。

当然，我国改革需要创新，可以超越。然而，如果多年严格审批的上海和深圳证券交易所如果贸然推行注册制，不仅与法不公，而且可能引发“股灾”，直接给我国当前经济雪上加霜，甚至直接导致社会稳定的问题。在我国史无前例的重大金融改革上，应该开设实验区，审慎前行。

三、沪深证券交易所：路径依赖

沪深股市实施注册制将有损现有市场利益，股票供给量的骤

然增大和无限量增大必然打压现有股市估值水平。当前的上市公司将会“凤凰变乌鸡”，现有二级市场的股票长期持有者将会财富缩水。如果没有相应配套措施，可能形成股灾。

诚然，我国现有的上海和深圳证券交易所是国家所有和政府特设的，尚且不是纯盈利的公司组织。以前的上市公司是经由政府部门证监会遴选出来的，的确有鱼目混珠或者营私舞弊的，但多数是我国现有企业中的佼佼者。对于我国众多企业而言，以前和当前在沪深证券交易所上市，是鲤鱼越龙门，能够获得公众股权融资渠道、银行信用额度升级和消费市场品牌效应。如果我国允许大批企业注册上市，可能将现有上市公司的估值水平拉下马来。而且，注册制的证券交易所会是鱼龙混杂，现有的上市公司失去因为上市而获得的无形资产。股市不仅是经济的晴雨表，也是经济的牵引机。股市暴跌将不利于我国经济转型，对于当前的经济下行趋势是雪上加霜。

我国公众通过沪深交易所的交易系统购买股票，如同前往监管严格的北京国际贸易中心商城，买到的一般应该是名牌真货，长期投资者如同买了储值卡。虽然由于执法者有时怠政或贪腐，甚至ARMANI服装也出现质量问题，但是这不意味着应该将国贸商场一下子改成秀水街市场。从政府审批的核准制转型成为注册制，意味着企业交一点摊位费便可在公众市场的平台上自由摆摊。那么，国贸的现有客户，特别是买了储值卡的老客户，可能会牢骚满腹，甚至会酿成群体事件。那些艳羡一级市场打新成功的朋友，届时恐怕发现的是超额抑价一去不返，打新风险很大，完全可能亏损。群众路线教育的实质是要政府尊重群众的利益。考虑到“路径依赖”，考虑到社会稳定，沪深股市不宜推行注册制。

而且，沪深股市推行注册制必须要修改《证券法》。《证券法》第十条明确规定了核准制，未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。1999年实施的《证券法》已经在2005年、2013年和2014年三易其稿。法治强调法律的规则，注重规则的持久性和稳定性。一两年之内再次修改法律是有损立法者尊严的。朝令夕改不是依法治国，而是长官意志。

四、天津证券交易所：另辟蹊径

《证券法》在颁布之时是默认针对沪深交易所的，但是并没有限制开设新的证券交易所。我们应该开拓创新，另起炉灶，建设混合所有制且以注册制为基石的天津证券交易所。这样，不仅符合法律精神，而且维护现有上市公司和其股东的利益。更为重要的是，能够减少潜在的金融不稳定因素。而且，这符合建设多层次资本市场的要求，有助于解决我国企业股权融资渠道不畅的问题；这符合我国国家区域战略布局，有助于一路一带的推动、京津冀一体化和天津自贸区的建设。

我国最新版《立法法》第十三条规定，全国人民代表大会及其常务委员会可以根据改革发展的需要，决定就行政管理等领域的特定事项授权在一定期限内，在部分地方暂时调整或者暂时停止适用法律的部分规定。天津证券交易所应该设立在天津滨海新区的于家堡金融区，在自贸实验区之内，可以获得《证券法》部分条款的暂时停用。国家以往就曾发文，“一切金融改革和创新都可以在滨海新区先行先试”。这样，不仅符合法理，而且能够防止小孩过家家，反复修法，保全证券法律的尊严。

天津证券交易所应由全国工商联发起，聚集部分民营资本，适当混合一些国有资本。在人员和财力上，与现有证监会分离，避开政治关联，这样证监会的监管能够严格落实。天津证交所设立之初就明确是注册制，避免忽悠广大投资者盲目投资，建设一个低市盈率但全国性的公开股票交易市场。这样，既可防止注册制冲击上海和深圳证券交易所，又为我国企业股权融资提供了公众认可的渠道，是帕累托改进。至少，天津注册制证交所的设立能够为上海和深圳证券交易所的改革提供一个缓冲期。相对于新三板市场而言，天津证交所需要明确是公开市场而非柜台外交易撮合。这样，天津的品牌能够吸引全国乃至全世界投资者的注意，为我国企业融资开辟新的渠道。位居世界第二大的经济体多一个全国性的证券交易所是在情理之中的，而且也符合多层次资本市场建设的要求。

新的注册制证券交易所应该落户天津，这符合我国一路一带、京津冀一体化和自贸区建设等多个国家战略。天津位于东北

亚核心，可以成为新亚欧大陆桥的“桥头堡”。如果天津的北方经济中心能够名副其实，形成“中国经济第三极”，那么天津能够有利于推动中日韩自由贸易区的发展，有助于融入或者挑战美国的TPP战略（跨太平洋伙伴关系协议）。天津和北京毗邻，便于位于中央监管机构的工作。在京津冀一体化的背景下，天津证券交易所的设立有助于缓解北京的城市压力，分流部分金融投资类企业。北京金融人才资源充沛，河北亟需新的经济增长点，建设天津证券交易所能够有助于利用北京的人才优势、增加河北的经济总量。统一一体的京津冀地区，能够借助证券交易优化资源配置，推动产业转型，将为我国北方经济做出巨大贡献。而且，天津是我国近代金融业的发祥地之一，曾是我国北方金融中心，加之经过近8年的金融改革试验与创新，具备设立证券交易所的制度环境。

综上，设立天津证券交易所是我国注册制改革的破题之举，可以成为我国经济发展的新增辅翼。

【作者简介】

田利辉，南开大学金融发展研究院教授，中国特色社会主义经济建设协同创新中心研究员。

