

IPO 注册制改革过渡期的制度实施思路研究

袁栋绪 安徽大学

摘要：自 2013 年以来，IPO 注册制推行的声音数次充斥市场，多年来仍未能落地。2018 年成为了投资银行业的寒冬之年，IPO 过会率屡创新低。本文探究了 IPO 制度要进行改革的原因及其改革的方向，提出了坚持推进以注册制为核心的监管发行模式改革、完善相关的配套市场制度、在过渡时期推行“双轨制”发行制度的改革思路。

关键词：IPO 制度改革；注册制；过渡期；双轨制

中图分类号：D913 文献标识码：A 文章编号：1001-828X(2018)018-0085-01

一、当前 IPO 制度改革的原因与方向

所谓审批，批或者不批由相关行政机关来把握；所谓核准，就是在满足某些条件的基础上由核准机关决定准或者不准。形式上核准制多出了些许客观条件，但是本质其实是没有太大改变的。批准与否由相关行政机关与主管机关把握，如果对相关法律法规规定的界定模糊之处就需要相关部门作出解释，那么解释就具有强主观性，最终企业能不能上市变成了由上市主管部门来把控。

所以，我国 IPO 发行制度改革重点不是“主义”问题，称做什么不重要，“问题”才是最重要的，解决核准制下制度缺陷所造成的问题才是关键所在。^[1]即使我国名义上实行了“注册制”、“披露制”的发行制度，而实际上微观规则和行为方式没有发生实质性的改变，这样改革没有太大意义。目前，我国证券发行制度主要面临的是规则性积累与操作经验缺乏的问题，其背后是时间性的局限与观念障碍。从规则积累、操作经验出发来看，尽职调查、信息披露、承销规范、追责机制方面都有更大的制度构建与优化的空间，当然也需要大量的实践来检验这一认识是否具有真理性。这一方面的不足主要是由时间局限性造成，是由我国资本市场所处的成长过程决定的，未来发展需要观念去驱动。

相对理想的制度模型应该是秉持的原则是：融资方根据实际情况被保荐发行上市，投资者根据自己的标准判断是否进行投资，监管者负责维护发行规则和市场秩序（信息披露的准确、完整、及时），以此推进市场化改革，这也是注册制的核心内容与思想。

二、未来 IPO 制度改革的建议与思路

1. 坚持推进以注册制为核心的发行制度改革

为了改善股票发行制度所导致的问题，我国应该实行以公开化与市场化为原则的注册制，政府部门应做好监管者。注册制的原则是：政府及其相关主管部门监督发行人信息披露是否准确、及时、完整，而不对发行人的市场地位与财务质量进行实质性的审核与把关，即监管机构的职能定位应当是裁判，而不是守门员。投资者是最为关心自身利益的群体，由投资者组成的市场对发行人的主动监管相比政府主管部门的发行审查更有效率，这也是注册制相比于核准制的优势所在。注册制下的股票发行减弱了政府的干预，极大的提高了企业融资的灵活性和机动性。同时，IPO 注册制下的形式审查也不再对企业的实际盈利能力进行考察，融资的效率得到提高，使得资源配置效率大幅提升，资本市场的功能得以充分发挥。

2. 完善证券发行相关的配套市场制度

虽然证券发行注册制是解决目前发行问题的关键所在，但是我国资本市场还未成熟，发展水平处于达与未达之间。宏观框架建设的已经颇具规模和水平，但是微观细节差强人意，特别在相关法律制度方面还处于刚刚起步的阶段，因此我国证券发行制度从核准制向注册制转变还有很长的一段路要走。首先，政府与主管部门应优化上市企业的选择标准，不能只把盈利能力作为重要参考指

标。有些创新企业可能在研发时期不能实现任何盈利，但是具有相当水平的发展潜力，一旦新产品问世就会产生巨大的经济效益与社会效益。其次，政府部门要推进披露制度的建设，确保发行人的信息得到准确、及时、完整的披露与公开，拓宽信息公开渠道与公开范围，重要信息不能仅仅只对证监会、交易所做内部解释使用，也应该及时公布使投资者得知，让投资者根据发行人作出的解释自主判断，而不是监管部门为发行人做信用背书。

3. 过渡期推行“双轨制”发行制度

当前，监管机构可以考虑推行“双轨制”过渡制度：在交易所设立特别的过渡板块，并设置比当前更严格的财务门槛。融资企业达到这一门槛后，采用注册制的形式对其进行形式审查，而不对企业做实质性审查，直接发行上市，并规定较高的投资者准入门槛，同时对通过该方式发行股票、上市交易的企业，严格根据法律法规进行监管，设置严厉的惩罚机制与追责机制，明确规定企业违规面临的惩罚，并将采用何种发行审核方式的决定权交予融资企业自由选择。选择采用核准制发行证券的企业，发审会按照相关规定决定是否核准其发行上市申请。选择采取注册制发行证券的企业，其股票上市后进入特别设立的板块，接受监管机构、社会公众最严厉的监督，并要求其按照注册制的要求及时、合规披露相关信息。

推行“双轨制”的 IPO 制度，首先能保证原核准制不受影响，出现问题能够立即做出反应，恢复核准制下的单轨制发行制度。其次，过渡期的注册制采取较严格的财务制度可以筛选出一部分最优秀的企业，这类企业的持续经营能力、盈利能力较强，适合作为推行注册制的试点企业，而注册制的试点也相当于为优质企业开辟了一条绿色通道，既提高了资本市场的资金配置效率，又为市场树立正确的价值导向。最后，严格的财务制度、严厉的惩罚机制与追责机制又可以使得融资企业自我审视，促进其自身健康发展。

三、结语

核准制与注册制是资本市场发展不同阶段的不同发行审核方式，其目的都是实现股票的发行上市，推进证券市场的发展，提高资金的利用效率。但是，核准制核心内容是“准”，在相关法律法规尚不健全与资本市场发展尚不成熟的情况下，剔除那些不合格或“擦线”的企业，为降低市场风险起到至关重要的作用。随着我国金融市场迅速发展，经济增长不断提高，相关的法律法规也相继出台，证券市场已经形成了一套相对成熟的体系和发展模式，在此基础上，淡化政府干预、还原市场规律，将决定权重新交给市场，恢复市场的自动调节机制，才能逐步提高资源的配置效率，提高资金的使用效率，证券发行注册制就可以很好的扛起市场改革的担子。“双轨制”IPO 制度的实施，既有利于监管机构角色的转变，又有利于注册制的平缓推出，更有利于证券市场的长期健康发展。

参考文献：

[1] 徐子桐. 投行笔记 [M]. 北京：机械工业出版社，2014.