



人大重阳

研究动态

第 **103** 期

2014 年 11 月 7 日

注册制需要“三位一体”的改革目标

中国人民大学重阳金融研究院“注册制与多层次资本市场建设”课题组

党的十八届三中全会提出建设多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，提高直接融资比重。2014 年政府工作报告再次重申要加快发展多层次资本市场，推进股票发行注册制改革。注册制改革对于发展我国多层次资本市场建设，优化金融结构，加大直接融资比例，改变长期以来持续攀升的间接融资为主的融资体制，降低全社会融资成本，多渠道推动股权融资，促进金融服务实体经济都具有非常关键性的作用。



一、推进注册制改革是发展多层次资本市场的必由之路

股票发行监管制度主要有三种：审批制、核准制和注册制。审批制是完全计划发行的模式，核准制是从审批制向注册制过渡的中间形式，注册制则是目前成熟股票市场普遍采用的发行制度。我国股票市场初期采用审批制，行政计划分配上市指标，1999 年后，通过实行核准制促进了股票市场发展。目前核准制也已不能满足我国资本市场发展要求，发行制度不得不加速推进转向注册制。

——推进注册制改革的迫切性在于企业融资的困难。股票发行注册制改革目的是为企业直接融资提供更加便利的融资平台。通过发展多层次资本市场，提高直接融资比重，其中股票发行制度改革是加快构建多层次资本市场的必由之路。发展多层次资本市场包括交易场所、交易品种及同一市场内部的多层次性。

——推进注册制将加速我国多层次资本市场的建设。2003 年我国提出建立多层次资本市场体系的目标，当时只有面向大中型企业的主板市场。2004 年以来，我国陆续推出为企业融资服务的“中小板”、“创业板”、“新三板”。

——IPO 暂停“堰塞湖”迫切需要注册制。由于 IPO 停歇导致的堰塞湖问题严重，我国的间接融资比重长期以来没有降低反而进一步升高，导致企业的融资成本居高不下，严重阻碍了实体经济的发展，因此发展多层次资本市场，尤其是推进股票发行的注册制改革已经迫在眉睫。

——发展多层次资本市场四重目的的需要。一是拓宽企业和居民投融资渠道、提高企业直接融资比率，进而降低企业的杠杆率；二是优化融资结构、提高直接融资比重、重点支持战略新兴产业，促进实体经济发展；三是完善现代企业制度和公司治理结构、提高企业经营效率；四是防范金融风险，为利率市场化改革、



资本账户开放、人民币国际化等提供坚实的国内金融市场基础。

二、目前推进注册制改革尚存在的主要问题

——股权结构不合理。我国资本市场结构跟国外有很大的差异。股权结构方面，美国很多上市公司都没有实际的控制人，股权结构分化。而在中国却有很多上市公司被个人实际控制，这必然会产生利益冲突的问题。

——散户为主的投资者不成熟。美国等发达国家的股票市场都是以机构投资者为主体，而我国是以散户投资者为主体。投资者中机构与散户的比例，发达国家是 9 : 1，我国是 1 : 9。这是股票市场投资者结构方面我国与其他国家最本质的重大区别，由此决定了制度不同。

——信用基础设施建设薄弱。发达国家存在完善的信用评估和评级的中介机构，无论是个人还是企业的信用记录都相当完善，而我国的企业信用记录和评估评级机构尚处在起步阶段，没有权威性的评级机构，信用基础设施尚属薄弱。

——监管部门审核实力不强。相对于美国证券交易委员会审核部门的 400 多人，香港证监会的 70 多人，我国证监会的审核处专职人员只有三四个人，其他多数是临时借调。而且欧美审核人员通常都具有丰富的专业经验，监管审核人员人数上的不足和专业性的欠缺也是影响我国股票发行核准制效率的因素之一。

——事中事后监管尚不完善。美国有完整的事后追责制度，一旦股价异常波动，或大股东合谋欺诈小股东，美国证监会和律师都会作为原告，通过“集体诉讼”制度为小股东追索损失，由于面临一旦违规就会被罚得倾家荡产的风险，多数企业也会乖乖地遵纪守法。而中国缺乏完整的事中、事后监管制度，无论法律还是



监管都存在不足。

三、推进股票发行制度改革的政策建议

健全多层次资本市场体系是一项长期的系统工程，我国资本市场仍处在“新兴加转轨”阶段，金融综合配套改革尚未跟上，推行发行制度注册制改革不能急于求成。应当在深化金融体制改革的过程中循序渐进，坚持市场配置资源和创新与监管相协调的发展理念，采取双轨制等方式来渐次推进注册制改革。

——双轨制是目前推行注册制改革的必经之路。成熟的资本市场需要有成熟的投资者，我国现阶段投资者教育需要一个过程，推行注册制也需要渐进过程。推进注册制改革，一定要并轨进行，安排一个过渡时期。

——推行注册制必须健全多层次资本市场。成熟市场多已形成多层次的市场体系，针对上市申请人的不同情形，比如行业类别、规模大小、盈利能力、发展阶段等制定不同的发行和上市标准，以吸引不同规模、盈利能力、发展阶段的公司。在指标选取上，应该重点关注财务指标、流动性和公司治理等方面。

——注册制需要“三位一体”的改革目标。推进注册制改革需要建立证监会、证券交易所、中介机构“三位一体”的改革目标：

首先要加强法制建设，完善司法惩戒制度，通过立法保障证监会的执法权力，丰富证监会的执法手段，加大执法投入，加强处罚力度。

其次要大力发展机构投资者，完善资本市场运行机制。交易所要推行改制，强化自律意识，改善竞争环境，提升服务质量，提高市场效率。



最终应当实现由中介机构和证券交易所依各自职责对拟上市公司进行选择 and 审核；证监会则对证券交易所和中介机构进行监管，并通过对信息披露的监控来实现对拟上市公司的监管，从而形成有效的制衡与监督约束机制。

——加强信息披露制度，保护投资者。注册制与审核制的本质是将权利交给市场，由市场来判断投资与否，尤其是在我国投资者以散户为主，各项信用评级基础设施尚未完善的情况下，更要完善信息披露制度。在保护投资者方面，可借鉴美国集体诉讼制度的理念，完善我国的代表人诉讼制度，加大投资者保护。

——推进注册制改革强化退市是保障。注册制改革与严格完善的退市制度是相辅相成的，能进能出是多层次资本市场的基本规则。注册制要求被淘汰的企业必须退出市场，因此，严格和完善的退市制度是注册制改革的保障。

——推进注册制改革需借鉴发达国家经验。要积极借鉴发达国家监管机构突出监督职能、弱化管理职能，注重监管的适度性的经验，推进专业审查与行业自律相结合，保护投资者利益。

——循序渐进地推进股票发行的注册制改革。首先，市场化程度高的行业，不掌握国家经济命脉的行业，先拿过来作为注册制改革的试点；其次，需要国家重点支持的行业，国家战略性新兴产业以及战略性新兴产业，不能放开的则需要继续采用审批制；最后，要尽快教育投资者，尽快建立健全信用基础设施。总之，注册制需要适应中国市场改革进程，目前仍不能完全放开。