

我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应

邢会强

(中央财经大学法学院,北京 100081)

摘要: 以前,我国的资本市场一直坚持从融资企业角度出发的资本市场改革逻辑。现在,我国正在走向从投资者角度出发的资本市场改革逻辑。前者集中体现在股票发行额度制和核准制方面,后者集中体现在股票发行注册制方面。我国资本市场改革逻辑转换之后,法律需要作出相应的因应,这既包括《证券法》的修改、《全国股转系统监督管理法》的制定以及相应的规章和规则的制定等,也包括法院和仲裁机构应否认上市公司定增过程中的保底保收益条款的效力,以发挥市场在资源配置中的决定性作用。

关键词: 资本市场; 新三板; 科创板; 注册制; 对赌协议

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-3933(2019)05-0026-14

Logical Conversion and Legal Response of China's Capital Market Reform

XING Hui-qiang

(Law School, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081 China)

Abstract: China's capital market has always adhered to the logic of capital market reform from the perspective of enterprises before. At present, China is shifting toward the logic of capital market reform from the perspective of investors. The former is embodied in the quota system and approval system of stock issuance, while the latter is embodied in the registration system of stock issuance. After the logical transformation of China's capital market reform, the law needs to respond accordingly, including the revision of the Securities Law, the enactment of the Law on Supervision and Management of the

收稿日期:2019-03-07

基金项目:司法部国家法治与法学理论研究项目《三板市场建设法律问题研究》(12SFB2042)的阶段性成果之一

作者简介:邢会强(1976-),男,河南漯河人,中央财经大学龙马学者特聘教授、博士生导师,法学博士,研究方向:经济法学、大数据法制。

NEEQ Market and the enactment of relevant rules and regulations , etc. , as well as the denial by courts and arbitration institutions of the effectiveness of the guaranteed return clause in the targeted offering process of Listed Companies in order to let the market play the decisive role in resource allocation.

Key words: capital market; NEEQ market; technological innovation board; registration system; valuation adjustment mechanism

自从上世纪 90 年代初新中国证券市场建立以来 ,我国资本市场已经走过了将近三十年的历程。回顾新中国资本市场的三十年 ,以 2013 年为分界线 ,其改革的逻辑可以分为两种:一种是从融资企业角度出发的资本市场改革逻辑 ,另一种是从投资者角度出发的资本市场改革逻辑。在 2013 年之前的二十多年里 ,主要遵循第一种改革逻辑。从 2013 年至今 ,逐渐走向第二种改革逻辑。这种逻辑的转换也对我国现行的证券法律制度及相关制度提出了新的要求 ,我国的证券法律制度需要作出相应的回应和变革。

一、我国资本市场改革的传统逻辑及其不可持续性

从上世纪 90 年代初我国资本市场设立以来 ,我国的资本市场一直坚持从融资企业角度出发的资本市场改革逻辑 ,其本质要义是: 资本市场为企业融资服务 ,或为资本市场提供优质企业以刺激投资需求。哪个企业能够上市以及企业质量好不好 ,均由政府负责筛选。在额度制阶段 ,由地方政府或中央企业主管部门和证监会共同决定和筛选^[1]。额度制改为核准制之后 ,则由证监会(尤其是通过其下设立的发行审核委员会) 决定和筛选。

核准制之下 ,企业上市是“优中选优”。这正如一位投行人士所言的“并不是所有符合《首次公开发行并上市管理办法》中规定的财务条件的企业就能上市的 ,尽管企业的财务业绩可能很好; 这就像《宪法》规定年满 45 周岁的人可以被选举为国家主席但并不是所有的人都会最终当选国家主席一样。”^[2] 最终能够上市成功的企业可谓是凤毛麟角。

上市很难 ,但一旦上市收益很高。发行上市首先能募集巨额的资金 ,其次上市公司会有一个很好的二级市场供股权流动 ,上市公司会有很高的市值 ,有利于股东套现。因此 ,富豪榜上的富豪大多数都拥有上市公司。

核准制之下 ,上市公司大部分是好企业 ,但也会混进坏企业、差企业。而且 ,原来的好企业也可能变成差企业。但即使业绩连续亏损多年的上市公司 ,只要不退市 ,壳公司仍有不菲的价值。目前壳公司的市值最低的也有 10 亿元。让出壳公司的控股权 ,控股股东仍能收取几亿元的收益。

在这样的高估值之下 ,股价严重背离企业价值。导致我国资本市场的一大怪现象是 ,上市公司无论是好企业还是差企业 ,都能再融资成功。所谓上市公司再融资 ,主要是指上市公司通过配股、增发等方式发行新股。配股是上市公司向原股东发行新股 ,募集资金的行为。增发又分为“公开增发”和“非公开发行股票”两种。所谓公开增发 ,即向不特定对象公开募集股份 ,而不仅仅限于原有股东。配股和公开增发均属于上市公司公开发行新股。非公开发行股票 ,是指上市公司采用非公开方式 ,向特定对象发行股票的行为 ,又被称为“定向增

发”，简称“定增”。“公开增发”和配股的条件和程序比较严格，“定向增发”的条件和程序更为宽松。根据现有证监会的规定，“定增”的发行对象不得超过 10 名，即认购并获得本次非公开发行的股票的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 10 名。由于不得超过 10 名的“特定对象”是“合格投资者”，而不是普通投资者，因此，上市公司非公开发行的股票的条件较上市公司公开发行的股票的条件较为宽松，不需要上市公司盈利和具有持续盈利能力，也不需要公司的运作有多么规范，原则上只要“特定对象”愿意认购就可以了。我国资本在股权分置改革后，由于定向增发发行限制少、发行手续简便、发行成本低等优点，定向增发逐步发展成为我国上市公司首选的再融资方式^[3]。业绩差的上市公司也主要是通过“定增”来进行再融资的。

上市公司业绩差，它又是如何通过“定增”来实现再融资成功的呢？参与定增的投资者为何敢于投资业绩差的上市公司呢？这主要是因为中国的资本市场创新了一种“对赌协议”。根据最高人民法院在“苏州海富投资和甘肃世恒公司的股权投资业绩补偿协议纠纷案”（以下简称“甘肃世恒案”）的裁判确立了被投资公司不能与投资者签订业绩补偿协议（俗称“对赌协议”），但被投资公司的大股东可以与投资者签订业绩补偿协议的先例。因此，在上市公司定增过程中，定增参与者都会要求上市公司大股东或实际控制人签订一个对赌协议，要求上市公司大股东或实际控制人在一定时期内承担“保底保收益”的义务。“保底”就是保本金，“保收益”一般是保证投资者获得年化 8% 以上的收益。如果投资者在约定的期间内退出时，收益达不到本金和年化 8%，上市公司大股东或实际控制人要承担差额补足义务。为了担保该履约义务的实现，定增参与者还会要求上市公司大股东或实际控制人所持有上市公司的股票进行质押担保。

这在市场向好或下跌不严重的时候，上市公司大股东或实际控制人是看不到风险的。但问题是，自 2015 年六七月份“股市异常波动”以来，市场跌得很深，不少定增参与者所持有的定增股票下跌很严重，纷纷要求上市公司大股东或实际控制人根据对赌履行差额补足义务。刚开始，上市公司大股东或实际控制人还有资金予以补足。随着市场的进一步下跌，很多上市公司大股东或实际控制人已经无资金可以补了，其所持有的上市公司股权便被轮候查封冻结，大股东有失去上市公司控股权的风险，且有的已经失去了控股权。

总之，核准制不是一种市场化的机制，存在较为浓厚的行政管制色彩，导致上市公司股价被高估，长期来看，其具有不可持续性。一旦泡沫破灭，不但影响上市公司再融资，也会波及上市公司首次公开发行，导致“IPO 停摆”。这说明我国资本市场一直坚持的从融资企业角度出发的资本市场改革逻辑具有不可持续性，应改弦易辙。从投资者角度出发的资本市场改革逻辑是一种选择。

二、我国资本市场改革的新逻辑

现在，我国正在走向从投资者角度出发的资本市场改革逻辑。其本质要义是：资本市场是为投资者投资服务的，要为不同风险偏好的投资者提供不同风险等级的产品。股票的内在价值由投资者自己判断、自我决策、自我负责。政府不对股价的涨跌负责，不对股票的内在

在投资价值作出判断^[4]。证券监管主要是信息披露监管为中心的监管,要求信息披露的真实、准确、完整、及时、简明。这就是股票发行注册制。

在股票发行注册制之下,信息披露为制度建设的中心、核心和灵魂^[5]。证券监管哲学基础发生了转向,即由实质审核转向形式审核,由“盈利中心主义”转向“信息披露中心主义”。从一定程度上来说,在现行《证券法》及其配套规则的框架下,我国证券监管的理念是属于“盈利中心主义”的。主要表现在:第一,无论是到主板还是创业板上市,企业盈利是股票公开发行——无论是首次公开发行(IPO),还是再融资时的公开发行——的前提条件,不允许还处于亏损状态的企业公开发行。此即《证券法》第13条的规定:公司公开发行新股,应当符合“具有持续盈利能力,财务状况良好”的条件。第二,亏损会导致上市公司退市。《证券法》第55条规定,上市公司最近三年连续亏损的,由证券交易所决定暂停其股票上市交易;第56条则进一步规定,上市公司最近三年连续亏损,在其后一个年度内未能恢复盈利的,由证券交易所决定终止其股票上市交易。第三,公司公开发行证券上市当年利润严重下滑的,保荐机构将受到“冷淡对待”,保荐代表人将受到撤销资格的重罚。第四,企业盈利是市场分层的主要依据之一,即盈利时间长(连续三年)、盈利数额大(净利润最近三年累计超过3000万元)的,可在主板上市;盈利时间短(连续两年或一年)、盈利数额相对较小(净利润最近两年累计超过1000万元或最近一年超过500万元),且增长较快的,可在创业板上市。亏损企业只能到全国股份转让系统(新三板)或其他场外交易市场挂牌。

美国证券市场则可以说是“信息披露中心主义”的,在上述五个方面与我国形成了鲜明的反差:第一,无论是主板还是到创业板,亏损企业都可公开发行股票并上市。美国证券发行适用于《1933年证券法》,这是一部关于信息披露的法律,只要全面真实披露发行人的情况,就可以进行证券的公开发行。除了《萨班斯法》对公司治理有一定要求之外,法律不对发行设置条件,即使发行人经营历史短于三年,未能实现盈利,只要进行充分披露,就可以发行证券^[6]。第二,亏损也不会导致上市公司退市。美国各大证券交易所的上市规则关于上市标准的规定主要体现在股东数量、公众持股数量、公开交易的股票市值、公司治理标准、股价标准和财务标准等方面。尽管有盈利标准,但企业盈利仅是可选标准之一,亏损企业可选其他标准,如现金流量标准、估值标准等。不满足这些上市标准的则可能导致退市,但仅因亏损不会导致退市。相反,信息披露不合格反而会导致退市。例如,美国纳斯达克市场规则(Marketplace Rules)规定,未按规定及时披露年报、中报、季报及对公司股票价格有实质性影响的信息,是退市的原因之一。伦敦证券交易所另类投资市场(AIM)关于退市标准的规定也主要集中在信息披露等非数量标准方面。不能按照《上市规则》规定履行信息披露义务,包括管理层信息、经营状况信息、交易信息的披露,或者出现其他不能遵守《上市规则》的情形,交易所可以取消公司上市资格。香港联合证券交易所(简称香港联交所)《创业板上市规则》对退市标准的规定包括了四个方面,第一个就是信息披露不能做到及时、准确、全面、完整。第三,证券上市的中介机构不会仅因发行人盈利严重下滑而受罚。第四,市场分层主要以市值为依据,其次是股价。如纳斯达克要求公司股价必须维持在4美元以上,否则要退至OTCBB。

全国股转系统(俗称“新三板”)市场的建立,开启了我国股票发行注册制的历程。2012年9月20日,全国中小企业股份转让系统有限公司在国家工商总局注册成立。2013年6月19日,国务院常务会议决定将中小企业股份转让系统试点扩大至全国。就这样,全国股转系统“背负着中国资本市场的新的希望,像一轮暖暖的红日在世界的东方喷薄而出。”^[7]新三板市场其实一开始就是“注册制”的,企业挂牌之时,证券监管机构和全国股转公司对企业不做实质审核,不要求企业盈利。但新三板并未声称它是“注册制”。

半年之后,股票发行注册制改革在我国正式被提出。2013年11月12日中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》),提出要“推进股票发行注册制改革”。为落实《决定》精神,中国证监会提出了修改《证券法》的建议并得到了立法机关的认可,中国证监会和证券交易所紧锣密鼓地开始筹备注册制。2014年就是证监会落实注册制之年。

但中国股份发行注册制的改革可谓是一波三折。2015年“两会”之后,股市暖风劲吹,上证综指很快从3月份的3000多点攀升到了4月份的4000多点、5月份的5000多点。前中国证监会主席刘鸿儒说过,中国证监会会有三怕:一怕股市猛涨,二怕股市猛跌,三怕股市不涨也不跌。“股市猛涨,上面有意见,怕出事;股市猛跌,下面有意见,怕被套住而赚不到钱;股市既不涨也不跌,所有人都有意见,说这叫什么市场,搞的是计划经济。”^[8]2015年“两会”之后的股市猛涨,很快引来了证监会出手整治民间配资。所谓民间配资,简单地说,就是在现有的金融监管部门批准的融资融券模式之外的未纳入金融监管的配资,即客户缴纳一定额度的保证金,配资公司按比例为其垫资,该客户拿着所配资金买卖股票,而股票账户由配资公司提供并掌控^[9]。民间配资本质上是一种杠杆交易。证监会清理配资的目的就是要“去杠杆”。但没有预料到的是,清理配资却引来了股市大跌。自2015年6月12日起,在短短的17个交易日内,上证综指从最高点的5178.19点,放量下跌到7月8日的3421.53点,跌幅高达34%。这被证监会成为“股市异常波动”。“股市异常波动”之后,证监会继续清理配资。为防范市场风险,抑制投资者可能产生的羊群效应,抑制追涨杀跌,降低股票市场的波动,将使得投资者有充分的时间可以传播信息和反馈信息,使得信息的不对称性与价格的不确定性有所降低,中国证监会开始酝酿出台熔断机制^[10]。2015年9月7日,上海证券交易所、深圳证券交易所和中国金融期货交易所发布征求意见通知,拟在保留现有个股涨跌幅制度前提下,引入指数熔断机制。2015年12月4日,上交所、深交所、中金所正式发布指数熔断相关规定,熔断基准指数为沪深300指数,采用5%和7%两档阈值。“熔断机制”于2016年1月1日起正式实施。更出乎预料的是,股市在接下来的4个交易日里,股市两度被“熔断”,不得不自2016年1月8日起暂停实施指数熔断机制。“熔断事件”发生前,股票发行注册制改革还在持续推进。2015年12月27日,十二届全国人大常委会第十八次会议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》。但“熔断事件”发生和证监会主席更迭之后,注册制改革放缓。2017年10月16日发布的中共中央《关于国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》则提出“创造条

件实施股票发行注册制”比四年前的《决定》多了“创造条件”四个字。在市场预期注册制短期内难以实施的情况下 2018 年 11 月 5 日,习近平总书记在上海召开的首届中国国际进口博览会宣布:我国政府将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制,支持上海国际金融中心和科技创新中心建设,不断完善资本市场基础制度。股票发行注册制改革再一次被加速推进。

股票发行注册制改革是党的十八届三中全会通过的《决定》所提出的“市场在资源配置中起决定性作用”的体现。但以上一波三折,走走停停,时快时慢的股票发行注册制改革进程说明,监管者进一步认识到了核准制非市场化的弊端,以及从融资企业角度出发的资本市场改革逻辑的不可持续性。我国资本市场的改革应还权于市场,由投资者自我判断股票价值,尽管这可能带来上市容易,股价低迷,但总比股市虚高之后泡沫再破灭的风险更小。

三、注册制之下的新三板市场改革与法律因应

我国的新三板市场一开始就是注册制的。新三板是中国自主创新的伟大实践。这一次实践已经让我们看到了注册制的一些端倪,当然新三板市场自身也存在问题,也需要继续改革。

(一) 注册制之下的新三板样态

注册制之下的新三板挂牌很容易。全国股份转让系统最初规定的挂牌条件,力求增强市场的包容度,不设置财务指标,申请挂牌公司不受股东所有制性质的限制,也不限于高新技术企业,符合国家法律法规及公序良俗的传统行业、新兴业态企业均可申请挂牌,以保证各种所有制经济、各行业企业依法平等进入资本市场、公平参与市场竞争、同等受到法律保护。因此,自新三板扩容以来,在短短两年多的时间内,新三板挂牌公司已经达到了上万家。新三板已成为全球首家达到 1 万家挂牌企业的证券交易场所^[11]。

但新三板挂牌上市的收益显然不及到上海证券交易所和深圳证券交易所主板、中小板或创业板上市。不但新三板的估值不及主板、中小板或创业板,更重要的是,其流动性也不及后者。有学者选取 2016 年 1 月 4 日至 2017 年 9 月 29 日之间,新三板与创业板两个市场中各 100 支股票为研究样本,构建流动性指标及回归模型进行流动性测度并与新三板做市市场比较后发现,虽然新三板市场引入做市商制度后做市市场流动性水平大幅提高,但与创业板市场的差距仍然巨大,并且稳定性依旧不足^[12]。因此,流动性是影响估值的重要因素,是衡量金融市场质量的核心指标。提高流动性,减少波动性,能提高资产定价效率。然而,随着新三板的大跃进,僧多粥少的矛盾逐渐突出出来。尽管新三板也有一定的融资机制和功能,但到了“中科招商”等私募投资机构退出新三板之后,其融资规模大不如以前了。有学者分别对新三板市场挂牌企业的融资效能进行了静态比较和动态分析,研究表明新三板挂牌企业的整体融资效率水平较低,虽然进行过定向增发的绝大多数企业处于规模报酬递增阶段,但定向增发后企业的规模效率总体呈现下降趋势^[13]。

在新三板市场,企业质量好不好,是由投资者自己判断的。全国股转公司的挂牌审查和后续的定向发行时的审查,都是形式审查,审查效率很高。全国股份转让系统公司进行挂牌

审查时,对申请挂牌公司符合条件的,原则上同意其股票挂牌申请。在此基础上,审查工作以信息披露为核心,重点围绕申请挂牌公司的信息披露是否满足要求和主办券商是否按要求完成尽职调查,提出审查意见,引导申请挂牌公司、主办券商及其他中介机构提高信息披露和尽职调查工作质量^[7]。

注册制之下的新三板市场,只有好企业才能融资成功。目前,尽管市场遇冷,新三板还是有不少企业能融资成功的。据全国股转公司统计,2018年度,新三板挂牌公司共完成1402次股票发行,发行123.83亿股,融资604.43亿元^[14]。注册制之下的新三板市场,业绩不好或前景不好的企业难以融资,再加上交投不活跃,他们的抱怨很大。

(二) 新三板目前存在的问题

新三板挂牌公司的抱怨未必都有道理。这是因为,新三板挂牌公司之所以抱怨,其比照、参照的是主板、中小板和创业板的上市公司。这在心理学上是一种锚定效应(Anchoring Effect)。挂牌公司和上市公司的质地本来就不同,挂牌和上市的难度更迥然有别,挂牌的收益本来就应该低于上市的收益。挂牌公司自己误认为自己是“上市公司”,显然是一种基点定位错误。

但是,包括主板、中小板和创业板在内的中国A股市场,由于核准制下的价格扭曲机制导致了供求关系失衡,市场整体估值虚高,也给新三板挂牌公司以不良的“锚定”。如果中国A股市场是注册制的,上市没有如此艰难,上市后的估值和收益如果如此虚高,或许也不会给新三板挂牌公司以不良的“锚定”。

但我们不得不承认,由于新三板市场的投资者准入门槛太高,限制了股权结构的分散与资金的进入^[15]。“新三板对投资者设有500万元金融资产的门槛,因此有权限交易新三板股票的账户只有约40万个,除去受限账户,真正活跃的投资者仅有数万户。”^[16]这导致了新三板的融资和交易功能严重受限,好企业也想离开。新三板甚至一度出现摘牌潮^[17]。

(三) 新三板下一步改革的方向

新三板下一步改革的方向是改革合格投资者制度。我国新三板的“合格投资者”对应了美国的“获许投资者”。但美国的“获许投资者”制度也有不少弊端,即将发生变化。在美国,无论是官方机构、自律组织还是学术界,都有不少修改获许投资者认定标准的建议。SEC也在对此进行反思。2017年11月,美国众议院通过了《职业专家公平投资机会法》的议案,拟对《1933年证券法》中的相关条款进行修订。我国新三板的“合格投资者制度”也应进一步完善。具体而言,它应朝着“理性投资者制度”的方向进行改革,既要考察投资者的风险承受能力,又要考察其风险认知能力。在风险承受能力方面,应规定一个自然人只能将其金融资产市值的最高一定比例(如50%)用于新三板投资。在引导投资者控制风险的基础上,自然人投资者的财务条件还可进一步降低,甚至可以没有财务条件的限制。除了考察投资者的风险承受能力外,还应通过其他指标来衡量自然人投资者的风险认知能力。建议新三板开发出一种考试(“新三板合格投资者能力考试”),将是否能通过该考试作为识别自然人投资者是否具有风险认知能力的标准。此外,还可以考察其他替代条件以考察其风险认知能

力,如投资于二级市场的实际业绩等。总之,当前新三板改革的关键是改革合格投资者制度,建立一个理性的,比目前活跃的新三板市场^[18]。

四、注册制之下的科创板制度展望与法律因应

(一) 注册制之下的科创板样态

2019年3月1日,证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》。上海证券交易所的相关业务规则也随之发布。科创板试行注册制的基本框架由此确定。通过这些规则,可以发现注册制之下的科创板呈现出以下样态:

第一 科创板吸取了新三板的教训,降低了投资者门槛。科创板是独立于现有主板市场的新设板块,并在该板块内进行注册制试点;将通过发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束等新制度以及引入中长期资金等配套措施,增量试点、循序渐进,新增资金与试点进展同步匹配,力争在科创板实现投融资平衡、一二级市场平衡、公司的新老股东利益平衡,并促进现有市场形成良好预期^[19]。投资者适当性将是科创板的重要基础性制度之一,投资者投资于科创板是有门槛的,并不是所有的投资者都能投资于科创板。《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》第4条规定“个人投资者参与科创板股票交易,应当符合下列条件:(一)申请权限开通前20个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币50万元(不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券);(二)参与证券交易24个月以上;(三)本所规定的其他条件。”可见,科创板的投资者准入门槛不及目前新三板高。但科创板50万元人民币的财务门槛较为僵化,应有相应的替代条件。前述新三板合格投资者制度改革的方向也可为科创板提供有益的启迪和借鉴。

第二 科创板的股票发行注册与审核,交易所与证监会的分工明确。在方案确定之前,有学者认为,虽然向监管机构注册是最佳选择,但也可由监管机构自主决定将文件的阅读和审查工作以委托的方式交由证券交易所来具体执行^[20]。在香港,股票公开发行实行“双重存档”(Double file)制,发行人须在向香港交易所提交申请书的一个营业日内,将副本经由香港交易所送交香港证监会,但实际上是香港交易所承担审查义务,香港证监会并不进行任何审查^[21]。我国新三板,公司申请到新三板公开转让、定向发行股票时,也是向全国股转系统报送申请材料,中国证监会在全国股转公司设立行政许可受理窗口,接受申请人的申请核准材料并作出行政许可决定。在此过程中,中国证监会“受理材料”但并不进行任何审查。只要通过了全国股转公司的审查,中国证监会就会“出具核准文件”,予以放行,“行政许可”其股票公开转让^[7]。科创板的注册程序是:经上海证券交易所发行上市审核并报经中国证监会履行发行注册程序。具体言之,发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市,应当按照中国证监会有关规定制作注册申请文件,由保荐人保荐并向交易所申报。交易所收到注册申请文件后5个工作日内作出是否受理的决定。交易所设立独立的审核部门,负责审核发行人公开发行并上市申请;设立科技创新咨询委员会,负责为科创板建设和发行上市审核提供专业咨询和政策建议;设立科创板股票上市委员会,负责对审核部门出具的审核报告和发

行人的申请文件提出审议意见。交易所主要通过向发行人提出审核问询、发行人回答问题方式开展审核工作,基于科创板定位,判断发行人是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求。交易所按照规定的条件和程序,作出同意或者不同意发行人股票公开发行并上市的审核意见。同意发行人股票公开发行并上市的,将审核意见、发行人注册申请文件及相关审核资料报送中国证监会履行发行注册程序。不同意发行人股票公开发行并上市的,作出终止发行上市审核决定。中国证监会收到交易所报送的审核意见、发行人注册申请文件及相关审核资料后,履行发行注册程序。发行注册主要关注交易所发行上市审核内容有无遗漏,审核程序是否符合规定,以及发行人在发行条件和信息披露要求的重大方面是否符合相关规定。中国证监会认为存在需要进一步说明或者落实事项的,可以要求交易所进一步问询。中国证监会认为交易所对影响发行条件的重大事项未予关注或者交易所的审核意见依据明显不充分的,可以退回交易所补充审核。中国证监会在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出同意注册或者不予注册的决定。其实,在本次《证券法》修订第二次审议稿中,也基本上是这样安排的^[22]。

第三,交易所注册时也要审查,注册制并不是没有任何审核。境外实行股票发行注册制的经验表明,注册机构对公开发行注册都是有审核的^[23]。只不过,注册制下,注册机构更有服务意识,市场主体更有稳定的预期,政府与市场各司其职、不错位^[24]。在注册制下,法律法规不对企业发行设置发行条件,但证券交易所有必要对企业上市设置上市门槛,例如企业盈利能力等财务指标。从目前的规则看,《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(证监会令 153 号)规定的发行条件比较简单,主要是持续经营时间 3 年以上、组织机构健全、财务制度健全、业务具有独立性、生产经营合法等,而没有设置企业盈利能力等财务指标。但《上海证券交易所科创板股票上市规则》则规定了五套可选的上市条件:1. 预计市值不低于人民币 10 亿元,最近 2 年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元,或者预计市值不低于人民币 10 亿元,最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元;2. 预计市值不低于人民币 15 亿元,最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元,且最近 3 年累计研发投入占最近 3 年累计营业收入的比例不低于 15%;3. 预计市值不低于人民币 20 亿元,最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元,且最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元;4. 预计市值不低于人民币 30 亿元,且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元;5. 预计市值不低于人民币 40 亿元,主要业务或产品需经国家有关部门批准,市场空间大,目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验,其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。证券交易所可以通过发行上市审核,淘汰那些不符合其上市条件的发行人,从而实现证券交易所应有的市场资源配置作用。”^[25]因此,不要将注册制视为洪水猛兽,不要以为注册制一来,就会降低发行上市标准,市场就会大幅度扩容,就一定会导致股价下跌。注册制之下的科创板,发行上市照样不容易。

第四,正因为科创板上市同样不容易,上市后的收益就会很高。上海证券交易所将通过

“引入中长期资金等配套措施,增量试点、循序渐进,新增资金与试点进展同步匹配,力争在科创板实现投融资平衡、一二级市场平衡”,而不会像当年新三板扩容后挂牌公司“井喷式”增长。科创板上市公司的增长速度会很平缓。此外,科创板上市公司的增长速度也不会太慢,因为上市公司数量太少则容易遭到爆炒,导致估值虚高。上海证券交易所还可能会学习深圳证券交易所创业板的经验,在开板首日一次性引入多家公司同时挂牌上市。

第五,科创板上市难,退市也难。这是中国国情,也是制度受制于舆论和民粹压力的一个表现。这正如有些专家所提出的“退市后很多普通投资者购买的股票该怎么办?”^[26]退市还可能引起普通投资者上访,对政府施压。如果科创板的投资者门槛不够高,这种压力就会很大。

(二) 注册制之下的科创板困惑

在科创板,好企业能融资成功。笔者目前不确定的是:科创板上市公司中的差企业也能融资成功吗?笔者认为这主要取决于两点:第一,注册制是否会异化为审核制。如果异化为审核制,则股价与企业的真实价值背离就会很严重,壳公司也有价值。第二,上市公司定增中的保底保收益条款(“对赌协议”)是否有效。如果继续被法院或仲裁机构确认有效,则差企业仍可能融资成功,这时候的科创板实际上仍与核准制下的创业板没有两样。我国的资本市场仍然沿袭传统逻辑。

(三) 科创板的法律需求与法律因应

如何确保科创板成为真正的注册制?

第一,把握好形式审核与实质审核的关系,让上市相对容易。注册制主要是形式审核,但也不排除实质审核^[27]。有时候,形式审核与实质审核的界限也很模糊,很难截然分开^[28]。甚至在所谓形式审核的美国,其注册制并不是不审核盈利能力和投资价值,只是SEC仅审核信息披露,而不作价值判断^[29]。总之,交易所既要进行形式审核,且以形式审核为主,但也要有一定的实质审核,要把握好二者的度,使上市不像新三板那么容易,也不像主板、中小板和创业板那么难。科创板的上市难易程度应介于新三板与“主板、中小板和创业板”等A股市场之间。

第二,要否定上市公司定增中保底保收益条款(“对赌协议”)的法律效力,以终结定增庞氏骗局。笔者认为,包括科创板在内的所有公开市场的上市公司定增中的保底保收益条款应被法院和仲裁机构确认为无效条款。此类条款之所以无效,是因为它损害社会公共利益,同时违反了法律的强制性规定。具体理由如下:

其一,保底保收益条款或协议,不仅仅对合同当事人双方造成了损害,还对证券市场和社会公众投资者造成了损害。在实践中,此类保底保收益条款或协议作为“抽屉协议”是不敢对外公开披露的,广大投资者无从知晓,这一信息并未反映到证券的价格之中,使证券市场价格失真,误导了公众投资者对股票价值的判断。此类保底保收益条款或协议对资本市场上所有的交易者,包括既有股东和潜在投资者都有影响,损害了不特定第三人、公众投资者的利益即公共利益。

其二,此类保底保收益条款或协议,损害了资本市场股权投资获益具有不确定性的本质,违反了市场风险投资者自负原则。投资者在资本市场的股权投资获益具有不确定性。我国《证券法》第27条规定“股票依法发行后,发行人经营与收益的变化,由发行人自行负责;由此变化引致的投资风险,由投资者自行负责。”这就是我国资本市场上的投资者自负原则。该原则意味着,股票投资的市场风险应由投资者自己承担,而不能由上市公司或其控股股东承担。因此,《上市公司证券发行管理办法》(中国证券监督管理委员会令第30号)第73条规定“上市公司和保荐机构、承销商向参与认购的投资者提供财务资助或补偿的,中国证监会可以责令改正;情节严重的,处以警告、罚款。”中国证监会之所以认定上市公司和保荐机构、承销商向参与认购的投资者提供财务资助或补偿违规,主要原因就是它违背了投资者自负原则,扰乱了证券市场的价格秩序。《证券发行与承销管理办法》(2014年3月21日)第16条规定“发行人和承销商及相关人员不得泄露询价和定价信息;不得以任何方式操纵发行定价;不得劝诱网下投资者抬高报价,不得干扰网下投资者正常报价和申购;不得以提供透支、回扣或者中国证监会认定的其他不正当手段诱使他人申购股票;不得以代持、信托持股等方式谋取不正当利益或向其他相关利益主体输送利益;不得直接或通过其利益相关方向参与认购的投资者提供财务资助或者补偿;不得以自有资金或者变相通过自有资金参与网下配售;不得与网下投资者互相串通,协商报价和配售;不得收取网下投资者回扣或其他相关利益。”证监会之所以作出上述规定,就是因为这些方式违背了投资者自负原则,会使股票价格背离真实价值,干扰和扭曲了资本市场的定价机制和资源配置机制,扰乱了证券市场秩序。保底保收益条款无论是由上市公司作出的,还是由上市公司的控股股东作出的,抑或是由其他第三方作出的,都属于违背投资者自负原则,扭曲资本市场的定价机制,破坏证券市场秩序的行为,是一种违法行为,应当认定为无效。

其三,保底保收益条款是目前上市公司定增过程中的普遍做法,是一种不敢对外公开的“潜规则”,它已不仅仅是一般意义上的担保(保证),不再仅仅属于意思自治的范畴,而是我国资本市场上一个系统性的问题,它涉及到证券市场和广大公众投资者的利益。保底保收益协议抬高了定向增发时的股票价格,如无保底保收益条款,定增的价格就不会这么高,甚至会导致发行失败。因此,此类保底保收益条款扭曲了资本市场的定价机制,误导了公众投资者对股票价值的判断,损害了公众投资者的利益。因此,上市公司定增过程中,任何利益相关方都不得签署保底保收益协议,即使签署了保底保收益协议,也应认定为无效协议。

“对赌协议”的本质属于不完全契约,其建立应遵循等价有偿原则。但是从具体的执行层面来说,具体条款可能会造成风险投资机构与融资企业之间利益分配的不公。有研究收集了我国20个私募股权投资“对赌协议”并运用二叉树模型进行定价,发现几乎所有“对赌协议”存在定价偏差,“不能否认我国企业与风险投资机构在签订对赌协议中处于被动和弱势(地位)”^[30]。从法律的角度看,定价偏差反映了“对赌协议”未必是当事人双方真实的意思表示。尽管从商法的角度看,被投资企业存在疏忽,未尽到作为商人应有的注意义务,未必必然导致协议的无效或全部无效。但如果几乎所有的“对赌协议”都存在定价偏差,这就

由纯属商人间的自治问题转化为了系统性问题、公共性问题,就需要法律进行一定的干预。这是因为,在商法中,虽然以任意性规范为主,但也不可必然地存在一些强制性规范^[31]。商法中的强制性规范就体现了国家对商事活动的干预。尤其是在上市公司定增过程中,这种国家干预的属性应更强。否定上市公司定增过程中的保底保收益条款的效力,实为“维护公共利益所必需”。

其四,上市公司定增过程中的保底保收益条款不同于非上市公司股东与投资者之间签订的“对赌协议”,最高人民法院在相关“对赌协议”中的判决精神不适用于上市公司。“甘肃世恒案”与上市公司定增过程中的保底保收益条款有根本的不同。“甘肃世恒案”中,被投资公司是上市公司,股票不挂牌交易,没有股票的市场价格,也没有公众投资者,不涉及公众投资者的利益。因此,“对赌协议”的签订,没有干扰股票的市场价格,没有扭曲资本市场的定价机制,没有损害公众投资者的利益。但在被投资企业是上市公司时,被投资公司的股票是上市交易的股票,也有公众投资者,涉及到公众投资者的利益,而“对赌协议”中保底保收益条款的签订,干扰了股票市场价格的形成。

其五,上市公司定增中的保底保收益条款违反了第五次全国金融工作会议和资管新规的要求、规定与精神,破坏了金融秩序,违反了国家的公共政策,是一种违反社会公共利益的行为。2017年7月召开的第五次全国金融工作会议提出了“服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革”三项任务和做好金融工作的四条重要原则:第一,回归本源,服从服务于经济社会发展。第二,优化结构,完善金融市场、金融机构、金融产品体系。第三,强化监管,提高防范化解金融风险能力。第四,市场导向,发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106号)(简称“资管新规”)明确资产管理业务不得承诺保本保收益,打破刚性兑付;明确要求各方不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。“资管新规”与第五次全国金融工作会议的基本精神一脉相承:权益投资的市场风险应由投资者自行承担。尽管第五次全国金融工作会议的精神不是法律,“资管新规”作为行政规章不具有溯及力,但二者的基本精神则是我们国家的一项公共政策。上市公司定增过程中的保底保收益协议属于《合同法》第52条所述的“损害社会公共利益”的合同。

上市公司定增过程中的保底保收益协议,是近年来上市公司定增过程中的普遍做法。它如不被认定无效,如不被纠正,其对我国资本市场健康发展的危害就会越来越深。上市公司定增过程中的保底保收益协议,使得本身并没有发展前景的项目也能够定增融资成功;使得只要是上市公司,只要通过了证监会的审核,就能定增成功,从而使上市公司的“壳资源”具有不菲的价值;使得参与定增的这些实力雄厚的机构投资者和富有投资者,不再分析、研判和关注募集资金投资的项目本身的价值,而是关注保本保收益方的信用和提供的担保的价值,使得参与上市公司定增的权益投资成了变相的债务投资。这种在上市公司定增过程

中的普遍做法,已经助长了股市泡沫,使得我国资本市场的市盈率水平居高不下,扭曲了资本市场的资源配置功能,使有限的资金资源没有流向真正有价值的产业和项目,没有流向更需要资金的创业企业、非上市企业,从而削弱了我国资本市场的有效性。股票市场的有效性直接反映了资本能否根据股票市场形成的价格有效地进行再配置。有效的信息是实现资源优化配置的前提条件,它构成了有效市场的重要基石^[32]。而上市公司定增过程中的保底保收益协议,显然是我国资本市场的一颗毒瘤,是与全国金融工作会议的精神和公共政策相悖的行为,应尽快摘除。

其六,保底保收益协议易被定增参与者所利用,从而危及实体经济,危及社会稳定,其负面影响巨大。在实践中,部分定增参与者利用保底保收益协议和股票质押协议对控股股东实施财产保全,对控股股东股权进行冻结,给上市公司的股价和声誉造成了非常不利的影响,并将带来连锁效应,会导致了银行停贷。如果所有的定增参与者一起“围猎”上市公司,将会造成不可预计的社会影响。如果部分定增参与者利用保底保收益条款的存在,一方面利用持股优势集中减持股票,打压股价,并寻求差额补偿,另一方面通过他人股票账户进行反向操作,购入该上市公司的股票,这将涉嫌操纵市场。申请财产保全、股票冻结、打压股价、操纵市场,再与银行停贷相结合,实质上已经建立了一种做空机制,将危及控股股东在上市公司的控股地位,甚至可能会导致上市股东的实际控制人发生变更,有金融资本挤出实业资本的危险,不但悖离了金融服务于实体经济的本质,也将使广大的中小公众投资者在此过程中损失惨重,这对我国证券市场和公共利益的危害是巨大的。

结语

我国资本市场改革逻辑转换之后的法律需求是多方面的,既包括监管法方面的需求,也包括私法方面的需求。前者主要包括:一是修改《证券法》或利用全国人大常委会对国务院的授权,为注册制实施扫除法律障碍。二是证券监管部门以及证券交易所需要制定相应的规章和规则,落实和推进注册制试点,为注册制试点提供详细的可操作性的指引。三是需要制定一部单行的《证券法》的特别法——《全国股转系统监督管理法》,为新三板市场的相关制度运行提供法律依据,确认改革的成果^[33]。后者则主要是通过案例(最好是指导性案例),确认上市公司定增过程中的保底保收益条款的无效性,从而打破上市公司定增市场中的“刚性兑付”,回归“投资者自负”原则,挤破股市泡沫,恢复资本市场的资源配置功能,增强我国资本市场的有效性。

参考文献:

- [1] 崔明霞. 证券发行制度研究[J]. 河北法学, 2000 (6): 50-51.
- [2] 邢会强. 资本之道——企业上市规划与战略[M]. 北京: 中国法制出版社, 2017. 27.
- [3] 卢静. 论定增中非公允关联交易的法律规制[J]. 河北法学, 2015 (10): 161.
- [4] 邢会强. 股票发行注册制成功实施的三个体制机制条件[J]. 财经法学, 2016 (5): 5-11.
- [5] 郭建军. 注册制下上市公司信息披露制度的价值取向与实现[J]. 河北法学, 2015 (9): 183.
- [6] 刘君. 美国证券公开发行如何做到“注册制”[N]. 中国证券报, 2013-11-18.

- [7] 邢会强. 新三板市场建设法律问题研究[M]. 北京: 中国法制出版社 2015. 210, 18, 24.
- [8] 刘鸿儒. 证券市场十年实践的体会与思考[J]. 金融科学 2001 (1): 1-7.
- [9] 邢会强. 配资业务的法律规制[J]. 财经法学 2016 (5): 14-24.
- [10] 牛慧慧. 关于我国市场引入熔断机制的看法[J]. 中外企业家 2016 (1): 256.
- [11] 新华网. 新三板仅用两年就有上万家挂牌! 总市值约 3.9 万亿[N]. 证券时报 2016-12-26.
- [12] 余万林, 高佳彤, 王艺淇. 市场流动性对新三板与创业板估值差异分析[J]. 山东理工大学学报·社会科学版 2018 (5): 5-12.
- [13] 徐凯. 我国新三板市场挂牌企业融资效率分析[J]. 新金融 2018 (4): 50-56.
- [14] 全国中小企业股份转让系统. 全国中小企业股份转让系统 2018 年市场统计快报[EB/OL]. <http://www.neeq.com.cn/static/statisticdata.html>, 2018-12-28.
- [15] 杨辉旭. 多层次资本市场中新三板市场的法律制度供给与选择[J]. 云南社会科学 2017 (3): 150-157.
- [16] 周宏达, 邢会强. 新三板 500 万资金门槛无依据, 改革关键在合格投资者制度[N]. 第一财经 2018-11-27.
- [17] 康曦. 新三板企业摘牌潮来袭[N]. 中国证券报 2017-06-14.
- [18] 邢会强. 新三板市场的合格投资者制度及相关制度改革[J]. 环球法律评论 2018 (6): 60-78.
- [19] 刘玉龙, 许晟. 资本市场迎来重大改革设立科创板有何深意?[EB/OL]. http://www.xinhuanet.com/finance/2018-11/05/c_1123667699.htm 2018-11-05.
- [20] 杜晶. 我国注册制改革的具体路径探析[J]. 财经法学 2017 (3): 55-62.
- [21] 汤欣, 魏俊. 股票公开发行注册审核模式: 比较与借鉴[J]. 证券市场导报 2016 (1): 4-16.
- [22] 中国证券法学研究会. 中国证券法学研究会《证券法》修订草案的意见[J]. 金融服务法评论 2016 (8): 455-531.
- [23] 沈朝晖. 流行的误解“注册制”与“核准制”辨析[J]. 证券市场导报 2011 (9): 14-23.
- [24] 唐应茂. 股票发行注册制改革的内涵、本质和措施[J]. 财经法学 2016 (5): 12-18.
- [25] 中国法学会证券法学研究会. 股票发行注册制改革风险评估与对策建议[J]. 财经法学 2016 (6): 5-8.
- [26] 叶檀. 创业板退市难的根源[J]. 理财 2011 (9): 8.
- [27] 李燕, 杨淦. 美国法上的 IPO “注册制”: 起源、构造与论争——兼论我国注册制改革的移植与论争[J]. 比较法研究, 2014 (6): 31-42.
- [28] 王啸. 美国“注册制”的四大难题与中国资本市场改革的思考[J]. 证券市场导报, 2015 (1): 4-12.
- [29] 潘妙丽, 徐洋. 注册制下审什么? ——以美国 SEC 和中国证监会发行审核反馈意见为例[R]. 上海证券交易所研究报告 2015 NO. 25.
- [30] 王茵田, 黄张凯, 陈梦. “不平等条约”: 我国对赌协议的风险因素分析[J]. 金融研究 2017 (8): 17-128.
- [31] 蒋建湘. 商法强制性规范的类型、性质与边界[J]. 法学杂志 2012 (7): 51-57.
- [32] 赵浩东. 我国资本市场有效性实证研究——以上海股票市场为例[J]. 经济论坛 2016 (8): 71-74.
- [33] 邢会强. 新三板市场的法律适用与“新三板监管法”的制定[J]. 现代法学 2018 (1): 129.

(全文共 16 614 字)