

股票发行注册制与道德风险

Stock Offering Registration System and Moral Hazard

管晓峰

GUAN Xiao-feng

【摘要】 注册制是企业登记的一种方式,体现了国家对设立企业的态度,采用注册制是从保护债权人中心转为以促进投资为中心,其意义就在于加快公司融资的速度和降低融资成本。注册制的经济实质就是“自由融资”这四个字。目前还不适合以注册制完全替代核准制发行股票,而只能是在核准制系统旁边再建一套不太显眼的注册制系统,两个股票发行市场并行不悖,待市场诚信机制适应注册制需要时再实行单一的注册制。注册制发行股票就是单凭发起人的个人承诺在市场上发行股票,监管部门不再具体审核发行公司资产的有无及真伪,必然带来许多道德风险,目前发行人的发起人多数是法人,如果在股票发行中实行注册制,那会更刺激那些不诚信的公司和个人高举公司的有限责任盾牌,进行欺诈发行,这是目前的法治能力尚难以根本抑制的,所以,股票发行注册制目前只宜适用于由自然人担任发起人的公司,而不宜适用于其他有限责任机构担任发起人的公司。

【关键词】 股票发行 注册制 道德风险 风险救济

【中图分类号】 DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206(2016)06-0009-05

Abstract: Registration system is one of an enterprises registration ways, which shows the government's attitude towards enterprises establishment. The application of the registration system is not to guarantee the limited liability of the company or its capacity of civil responsibility, but to promote investment. The significance of the adoption of the Registration System is to fasten corporate financing and reduce financing cost. The economic essence of registration system is "free financing". By now, it is still inappropriate for China to displace the approval system by registration system, but we can establish a registration system while reserving the existing approval system. The two systems can be implemented respectively and compatibly, until the market is ready for the complete registration system. Under the registration system, the issuance of stocks is based on the issuers' personal commitments, the regulatory authorities no longer needs to exam the authenticity of companies' capital, which will inevitably entail a lot of ethical risks. So far, most of the issuers' promoters are judicial persons. The application of the registration system will provide dishonest companies and people chances to issue stock fraudulently by taking advantage of companies' limited liabilities. Therefore, the registration system should only be applied to companies promoted by natural persons instead of those promoted by other limited liability institutions.

Key words: The issuance of stocks Registration system Ethical risks Remedy

【收稿日期】 2016-07-03

【作者简介】 管晓峰,男,1956年2月生,中国政法大学民商经济法学院教授,博士生导师,研究方向为公司法和公司相关的金融法。

一、企业登记注册制的来源

注册制是企业登记的一种方式，它体现了国家对设立企业的态度，对核准制和注册制两种由国家控制的方式而言，让投资者自己决定是否成立企业或公司，而不需要国家批准。

对于16世纪最早的贸易组织机构来说，设立公司能够进行更大规模的对外贸易，能有更多的资金建造更大的船舶，运输更多的货物，从而能够赚取更多的利润，当时的西欧经济发展处于上升通道，对外贸易稳赚不赔，所以只要能够投资设立公司就能有令人艳羡的回报。这么好的事情不能让一般的人来投资，而应当让自己人来投资。谁是自己人？除了皇亲国戚之外就是贵族了，所以最初的公司都是由社会顶层的皇族和贵族来当股东。当时公司设立的方式是不可能让一般人参与，是不可能搞注册制的，必须由政府特批，例如在工业革命前的荷兰、英国、西班牙和葡萄牙等国家，都是由政府特许设立公司的。

政府特许设立公司最初是发展远洋贸易，开拓殖民地的需要，一方面促进了国家经济发展，另一方面因为没有竞争也使本国的经济处于发展缓慢，甚至停滞的状态。经济发展本来需要更多的资金，但设立公司的特许制度将大量的资金排斥在投资之外，在工业革命开始后发达国家百业暴兴、急需社会投资，于是这些国家就放弃了特许设立公司制度，改为核准设立公司的制度，但市场上仍然有大量的机会等待企业参与，设立企业（公司）的核准制度显然不能满足需要了，于是英国和美国就将设立企业的核准制改为注册制。所谓企业的注册制就是投资者决定设立公司就能成立公司，不需要政府核准，设立公司后马上就能运营，马上就可看到投资的效果。于是设立公司的注册制度就如雨后春笋一样在经济发展处于上升通道的国家推广开来了。我国也不例外，在20世纪90年代末先由深圳开始，深圳的地方性法规规定设立有限责任公司无须再由工商局核准，投资者在深圳设立公司只需在工商局备案即可。这项制度的改革极大地促进了深圳的经济发展，使海外和全国各地的资金都如过江之鲫纷纷流到深圳，深圳的经济也借势转型，从“三来一补”的加工贸易到自己的制造业，令深圳摆

脱了外商投资的控制。内地政府看到深圳的发展羡慕不已，纷纷在本地的开发区搞出设立有限责任公司注册制的方式，例如北京中关村科技园、上海浦东新区、武汉东湖高新区等都规定设立有限责任公司从审核制改为注册制，从而极大地促进了这些区域的经济发展。到2005年修改《公司法》时，有限责任公司的设立除了一些行政特许行业外，基本上都改为注册制方式，从2005年至今极大地促进了经济发展。

注册制本是公司设立方式，不看设立时的条件，而看设立后的积极意义。众所周知，公司成立后就要雇员，即使只有一个雇员也是为社会解决了一个人的就业问题，而且公司一旦运营就要交税，也为国家做了税收贡献。所以设立公司采用注册制不是从公司承担有限责任出发，不是为了保证公司的民事责任能力，从保护债权人中心转为以促进投资为中心，公司法对内是为了让公司更好地运营，对外是为了就业和税收，所以推行注册制的意义就在于加快公司融资的速度和降低融资成本，毋庸讳言，这也体现了一定的实用主义思想。

二、注册制发行股票的经济分析

股票发行注册制是将目前发行股票由国家核准改为由市场认可的发行方式。对股份有限公司而言，设立时发行股份（IPO），就是让公司直接到市场去融资，而不是到银行借款。在市场上直接融资发行股票不但不用偿还，而且不用支付利息，公司的融资成本极低。而到银行借款就是间接融资，不但要按时偿还，而且还要付较高的利息成本，利息成本要占公司利润的五成以上，公司的盈利能力就很弱，甚至入不敷出。所以，公司都想自己到市场上融资，但是碍于融资体制，绝大多数公司不能到市场上直接融资，而不得不向银行间接融资。众所周知，如果公司的融资成本高，产品就没有竞争力，市场只看产品的性价比，是不会体谅经营者的艰难的。因融资难死了一个企业，社会就减少若干个就业岗位，政府也减少若干税款，所以不能让企业轻易地死了，为了保住企业降低融资成本不但是企业的需要，也是政府保就业、增税收的需要。

由此可见，降低融资成本不单是经济问题，而且是全局性大问题。通常所说的全局性大问题

就是从政治层面考量,当间接融资不能转变经济发展模式时就要从直接融资入手。本届政府为了降低企业经营成本简政放权,做了很大的努力,也在全力地促进金融机构降低融资成本,但金融机构有自己的利益,用行政力量降低融资成本的作用有限,于是不得不将降低融资成本的通道转到直接融资方面,加大直接融资的比重。而加快直接融资正是我国深化经济体制改革、加快经济发展模式转型的目标。

我国的《证券法》修改将对融资制度进行重大的改革,将让公司更容易从市场获得融资,这就是股票发行方式从核准制到注册制的改革。股票发行注册制的经济实质就是“自由融资”这四个字,因为融资分间接融资和直接融资,间接融资是从银行融资,而直接融资是到市场融资,即公司到市场发行债券和股票。核准制发行股票不是自由融资,而是一种受管制的融资。

受管制的融资带来什么问题呢?就是有许多有希望的企业不能分到计划融资的一杯羹,因为许多新兴公司不在计划范围内,或者说在现有的条件下轮不到很有希望进军科技高地的公司,它们无法低成本获得融资,这些新兴的公司只要获得资金支持,就能够爬上世界一流产品的平台上。不过,处于科技飞速发展的时代,给新兴公司出头的时间也就是几个月,这几个月不努力,平台就爬不上去,这对这些公司和社会都是一个损失,而且可能是重大的损失。我们现行的融资制度就不利于新兴公司的发展,所以从宏观上来看,我们要转轨,首先融资上面就要转轨,要改变我们的融资模式,才能够改变我们的经济模式。

核准制的基本特点就是“计划生育”,它以前是把公司可以上市的指标分到各个省(直辖市、自治区),每个省有几个名额,体现了严格的计划经济特点,后来就变成了一个变相的公关活动。在某些个案中,企业找到好的证券公司,找到好的会计师事务所,找到好的律师事务所,把自己包装得漂漂亮亮,以至于我们的证监会发审委挑不出什么毛病,接下来它就能够上市,一旦上市就意味着天上掉馅饼,有时候几百亿的馅饼就掉下来了,跟这个公司对社会的责任完全不相匹配,跟其对社会的贡献也完全不相匹配,反正这是计划经济带来的馅饼,别人吃不着只能是干羡慕,所以说股票发行核准制是一种很不公平的融资模式。

转变经济发展模式,如果还搞以资源过度消耗、房地产过度发展为特点的粗放经济,就会极大地挤占其他行业的融资资源,就不可能转变经济模式,而要转变经济发展模式就要转变融资模式,原来不公平的资源配置方式必须要改革,必须要让公司到市场上自由融资,而不是靠公关来进行资源配置。笔者理解中央对注册制的改革,就是要彻底地自由融资,而不是再附加条件。注册制还要附条件的話,那我们的经济发展模式还是改不了,附条件又是回到计划经济控制的老框框里面来。

三、注册制发行股票的道德风险

我们要发展多层次的资本市场,建设高效和公平的资本市场,从目前的条件看,还不具备由注册制发行股票完全替代核准制发行股票,而只能是在核准制系统旁边再建一套不太显眼的注册制系统,遮人耳目悄悄发展,两个股票发行市场并行不悖,在运行过程中积累经验、培育合格的投资者和中介服务者,待市场诚信机制适应注册制需要时再取消股票发行的核准制,实行单一的注册制,这是因为现行的核准制造成壳资源稀缺、壳价格畸高的缘故,因为核准制能够为一连串的中介机构 and 持壳者带来大量的利益,在短期内是不可能用注册制取代核准制的,所以,悄悄地进行注册制发行股票就是不得不权宜而为的过渡做法。

(一) 核准制与道德风险

注册制发行股票就是单凭发起人的个人承诺在市场上发行股票,监管部门不再具体审核发行公司资产的有无及真伪,监管部门将发行人承诺发行股票与公司的真实资产状况不一致,而可能产生的风险完全寄托于发起人的良心上,这在宗教对世俗有极其强大的约束力的情况下也许可以做到,因为宗教具有法律之外强大的自律功能。考虑到我国宗教对世俗约束力微小的国情和现实,没有宗教约束力,如果不靠法律的约束力,单靠良心的约束力是不可能避免发行股票中利益引诱的风险的,在巨大利益的诱惑下,发起人完全有可能舍弃底线,做出损害投资者利益的坏事,靠事后的追责是难以弥补投资者的损失的,必须要拿出具体可靠的措施防止或者减少发起人舍弃底线的情形发生。

国外的注册制股票发行只看发起人的承诺和

发行文件的记载，犹如我国北洋时期公司自由发行股票一般，监管部门只想着发起人不敢作假，他要是作假的话就狠命惩罚，罚到他倾家荡产。可这种想法和做法却忽略了怎么对投资者进行保护的问题，即使把违法的发起人罚到倾家荡产，但他还是拿不出钱赔偿投资者的损失，政府财政会代替作奸犯科者赔偿投资者的损失吗？财政对此说法是嗤之以鼻的。所以，证券市场的稳定不能依赖财政补偿投资失败（被发起人欺诈也算投资失败），因此发行股票一定要讲条件。发行不附条件怎么办呢？不附条件就带来一系列风险，这些风险中主要是道德风险。互联网年代是骗子兴高采烈的时代，包括能为股票发行提供服务的互联网极易成为骗子行骗的平台，以前骗子都是一对一行骗，费尽心机来骗才骗到几百块、几千块钱，现在是互联网一对多、一对万、一对十万地骗，骗子很容易能骗到钱，这两年市场上动不动有骗了上百亿的骗子逃跑的，可见在科技作用的影响下骗子的行骗能力是很强的，如果我们搞股票发行注册制首先要防范的就是不能被骗子利用，这是我们要防范的主要风险，这个风险不是技术风险，也不是市场风险，而是道德风险。

我国《公司法》规定了公司以其资产为限承担责任，如果公司的资产寥寥无几，事实上公司就无法承担责任，或者无法承担主要责任。在这种情况下人们寄希望于发行股票的公司都是好公司这怎么可能呢？什么是好公司呢？通过会计师事务所审计的、通过律师事务所出具合规法律意见的、有权威机构出具资产评估报告表示资产可靠和优良的都是好公司，但这些好公司只是文件上的好公司，与事实上的好公司可能差别巨大，如果发起人起了歹心，投资者的利益会受到损害，一旦进入破产程序后，股东的利益就丧失殆尽。

如何防范利用股票发行注册制欺诈是推行注册制的核心问题，但实践中人们还是觉得金融欺诈是个小问题，是大的市场发行股票制度中的一个小的内容。我国市场经济发展的实际情况有三个巨大的弱点：第一个是法律的威严尚没有得到多数人的敬畏，特别是没有得到金融市场行为者普遍认可的敬畏；第二个是不诚信的行为没有被认为是可耻的，如果不诚信的行为不能获得回报就被人们嘲笑，如果能够获取比较高的回报就被别人羡慕，反而被认为是理所当然的；第三个是

欺诈行为所受到的处罚与欺诈获利不成正比，受罚很少、很轻，就诱使尚有守法意识的人放弃底线转而违法。所以，我们现在还不宜一下推出全盘股票发行注册制，而要逐步开展，主发行渠道还应当保留核准制，少数新兴公司选择注册制发行股票，由市场选择是否购买该公司股票。为什么相信某一公司的股票，有两个标准：第一，是相信该公司发行股份的文件是真实的；第二是相信该公司发起人是诚实的，如果他有欺诈就要承担赔偿责任。

如果发起人是法人的话，他要欺诈发行，那么该公司的资产从一开始就不是真实的，很可能是个空壳公司，或者该公司开始的时候具有真实的财产，但在承担民事责任之前就转移一空了，等漫长的诉讼确定其承担赔偿责任时发起人早就人去楼空，债权人和投资者的利益也就等于水泼沙滩再难收回了。

（二）自然人与法人的资信能力的比较

第一，自然人与法人承担民事责任能力的耐久力是不一样的：出于对财产的爱惜以及生活的需要，自然人的不动产和股权是不容易减少的，或者说减少的速度是较慢的，并且减少后变现的货币仍然在自然人的名下；而法人出于生产经营的需要，其资产是随时因发生交易而减少的，这个减少可能因经营的负利润而彻底减少，也可能是转移到了关联公司。由此可见，我们看到自然人与公司法人承担民事责任的持续能力是不一样的。

第二，自然人的社会荣誉感和社会责任感不一样，自然人生活在村庄、社区，他的生活和工作在一定程度上都要依赖他人的帮助、协助，他的精神生活层面更需要他人的认可和评介。如果大家都不认可，他的为人就失去了动力和乐趣，就成为俗语所说的“行尸走肉”了。顾虑于斯，人们都很在乎自己的社会荣誉感。社会荣誉感是人的自尊心的表象，由此再发展成社会责任感，他个人做事就会比较认真负责。而法人不需要他人的认可依然能够生存和发展，所以他的自尊心与自然人比是相差巨大的，没有自尊心就没有社会责任感。这也是我们许多公司肆无忌惮地不诚信的根源所在。

第三，情怀、情愫、恻隐心是人性的基本成分，自然人都有，而对于法人则极为稀罕。例如，法人不能偿还债务时是毫无表情的，当他无法偿还债务时甚至会显得理直气壮。该法人的实

际控制人会带着无辜表情说这是公司欠你们的债,不关我事哉。而自然人就会羞愧难当,自尊心促使自然人竭尽全力偿还债务,其赖账的几率比法人要低得多。

第四,自然人的债务是以其全部财产为限偿还的,这个全部财产包括日后所获得的财产以及他的亲友关系所能借贷得到的财产;而法人偿还债务的能力却不包括从亲友那里借贷得到的财产,况且公司的平均寿命只有3~5年,中小企业只有2.5年^①,公司动辄破产,甚至连产都懒得破,自己就在市场上消失了。虽然我们有《公司法》、《合同法》、《民事诉讼法》等,可以对消失公司的股东追究责任,但追究的成本太高且困难重重,绝大多数债权人不得不放弃,这是有限责任对社会的主要负面影响。考虑到有限责任这个负面作用,股票发行注册制是不宜由有限公司担任发起人的,而必须是自然人。

(三) 自然人担任公司发起人是目前避免道德风险的唯一选择

自然人与法人在承担责任方面的差异,特别是承担社会责任方面的差异,决定了我们在股票发行注册制中对欺诈发行最根本的措施就要使责任落实到自然人的身上,即需要自然人对发行欺诈承担连带责任。因为自然人除了个人责任外,还有家庭责任,他还要对自己的父母、配偶、子女负责任,除此之外,个人的责任还对他的社会关系有直接的影响,社会关系对人们的不诚信行为会有负面的评介,而这些负面评介对个人来说有时候是致命的,国人好面子,经常是不怕违法而怕失面子,所以从这方面来说个人的责任效果比公司的责任效果要好得多。公司是法人,除了对公司债务承担责任外,它不需要对其他的事情负责任,即使从情理的角度看公司需要承担责任,也有公司法的规定予以免责(脱逃责任),

因此人们评介法人“虽有人格但是没有良心”的说法是有些道理的。

目前发行人的发起人多数是法人,除了家族企业外,很少有自然人担任发起人的。如果发行人的发起人都是法人的话,一旦被判决认定属于欺诈发行,让发行人的发起人承担连带责任,事实上大多时候作为发起人的法人的资产早已被转移掉,虽有判决书仍不能挽回投资者的损失。发生这些情况并不在于当事人的好坏,而是整个社会文明的水准尚难以适应市场经济的需要,我们现在的国情,人们对不诚信的否定远远未达到老鼠过街人人喊打的地步,即使在审核制股票发行方式中出现的欺诈发行也没有遭到社会应有的谴责。在市场经济初级阶段的资本市场上人们笑贫不笑娼、认为欺诈者有本事,能够在市场上圈到钱,善恶不分美丑不分的情形依然存在。这种情形并不是个别的,如果在股票发行中实行注册制,那会更刺激那些不诚信的公司和个人高举公司的有限责任盾牌,进行欺诈发行,这是目前的法治能力尚难以根本抑制的,所以,股票发行注册制目前只宜由自然人担任发起人的公司,而其他有限责任机构担任发起人的公司不宜采用注册制发行股票。

由此我们可以得出结论:第一,自律作用有限,目前的国情似乎并不太适合完全依赖当事人的自律,如果做坏事的获利超过惩罚,就会诱使人们违法,所以不能把希望寄托于人们自律和公司自律;第二,自然人充任发起人,在注册制条件下的股票发行必须要由家底殷实的自然人做发起人,一旦股票发行发生欺诈并且证实是发起人蓄意造成的,就由其承担连带责任,这个连带责任是由《公司法》第94条规定的^②,第三,法人作为发起人的股票发行还是应当保留在核准制框架内,这比较适合当前国情。

(责任编辑:缪因知 赵建蕊)

^① <http://zhidao.baidu.com/question/223715698.html>:“据美国《财富》杂志报道,美国中小企业平均寿命不到7年,大企业平均寿命不足40年。而中国,中小企业的平均寿命仅2.5年,集团企业的平均寿命仅7~8年。美国每年倒闭的企业约10万家,而中国有100万家,是美国的10倍。不仅企业的生命周期短,能做强做大的企业更是寥寥无几。”

^② 《中华人民共和国公司法》第94条“股份有限公司的发起人应当承担下列责任:(一)公司不能成立时,对设立行为所产生的债务和费用负连带责任;(二)公司不能成立时,对认股人已缴纳的股款,负返还股款并加算银行同期存款利息的连带责任;(三)在公司设立过程中,由于发起人的过失致使公司利益受到损害的,应当对公司承担赔偿责任。”