

专家学者热议科创板试点注册制： 加快健全各项制度实施机制

上海证券交易所法律部

科创板运行近半年,为评估和研究注册制改革的制度设计和实施效果,提供了宝贵的实践基础。2019年12月20日下午,来自北京大学、中国人民大学、清华大学、华东政法大学、复旦大学、武汉大学、中央财经大学、上海财经大学、上海对外经贸大学、西南政法大学等高校,证券公司、会计师事务所、律师事务所等市场中介机构,上海金融法院、上海市司法局的专家学者40余人齐聚上海,就科创板试点注册制进行制度评估和研讨。

“以信息披露为核心,是科创板试点注册制改革的‘牛鼻子’”

2019年7月22日,科创板首批25家企业挂牌上市。截至12月20日,已经有67家公司在科创板上市,募集资金803.76亿元。开市5个月来,科创板市场整体运行平稳。

研讨会上,上海市司法局副局长、华东政法大学教授罗培新将科创板试点注册制改革形象地称

为一次资本市场的“放管服”，一场以关键制度创新赋能资本市场效能变革的实践探索。

“注册制改革是处理好政府和市场关系的这一命题在发行上市活动中的具体体现，最终目标是真正把选择企业的权力交给市场，提升资本市场的资源配置效率。以信息披露为核心，是注册制改革的‘牛鼻子’。”罗培新认为。

科创板试点注册制中，围绕以信息披露为核心，从多个维度进行了制度探索，包括精简优化发行上市条件，坚持公开透明、可预期审核，建立市场化的发行承销制度等。企业发行上市的门槛降低了，信息披露质量提高了，发行上市可预期性更强了。这是与会专家对科创板试点注册制改革的普遍评价。

有参会专家指出，核准制下企业发行上市存在大量不必要的发行条件，包括持续盈利、不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等。科创板试点注册制改革中，落实以信息披露为核心，精简优化发行条件，不再要求持续盈利、不存在未弥补亏损、无形资产占比限制，把同业竞争、关联交易等原来的发行条件，转化为严格的信息披露要求；设置多元包容的上市条件，满足科创企业多元化的需求；大幅度压缩“口袋规则”，将原来带期权上市、股东人数超过200人等隐形门槛，转化为信息披露要求。尚未盈利企业、存在双重表决权架构企业以及红筹企业，以及无利润、无销售收入、无产品、连续3年亏损的企业，现在都能登陆科创板了。

注册制强调以信息披露为核心、精简优化发行上市条件，同时针对发行上市的审核方式、关注重点也有转变。北京大学法学院教授郭雳指出，科创板试点注册制对具体审核问题的处理，也坚持落实了以信息披露为核心的要求。比如，出现利润大幅度下滑情形在核准制下可能成为企业发行上市的“拦路虎”。注册制下对这一问题的处理，落实以信息披露为核心，要求企业把利润下滑的原因和风险充分披露，是否具有投资价值则交由市场判断。目前已有类似情形的企业顺利通过注册，并获得市场认可，成功发行，登陆科创板。

推行公开透明的审核问询，将审核规则、审核进度、审核内容、审核结果及时向市场公开，审核进度可预期，市场吃下了“定心丸”。有参

会专家表示,科创板实行全面电子化的审核,可能比境外市场更公开一些,这是一种后发优势。根据科创板审核规则,交易所发行上市审核不超过3个月,发行人和中介机构的问询回复也不超过3个月。“目前科创板已经通过注册的几十家企业,从企业申请受理到报会注册平均用时不足130天,审核效率完全可以和美国、香港地区这些成熟市场比肩了。”在美国从事过IPO律师的北京大学法学院副教授唐应茂有感而发。有参会专家进一步指出,高效、可预期的审核,可以避免长时间审核可能对企业正常的商业逻辑和发展契机的影响。

在信息充分披露、风险充分揭示的前提下,本次试点注册制改革将发行定价、规模、节奏的决定权交给了市场,将对企业投资价值的判断交还给市场参与主体,建立市场化的约束机制,通过市场买卖双方充分博弈,形成理性定价的基础条件。上海市司法局副局长、华东政法大学教授罗培新认为,科创板目前整体市盈率比较合理,一级市场定价相对理性,以机构投资者为对象的询价机起到了报价约束的功能,保荐跟投在促进合理定价上发挥了积极作用。

“注册制改革以信息披露为核心重新配置了各方职责”

《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》明确要求“进一步明确市场参与各方权利义务,逐步形成市场参与各方依法履职尽责及维护自身合法权益的市场环境”,对注册制下市场各方的职责进行了重新配置。

上海证券交易所副总经理卢文道在研讨会上,用了“五个清楚”来概括注册制下坚持以信息披露为核心、调整和落实相关各方的主体责任——

发行人要“讲清楚”,承担第一位主体责任,要对信息披露的真实、准确、完整负责;中介机构要“核清楚”,要对信息披露真实、准确、完整进行核查验证,承担好把关责任;审核机构要“问清楚”,要从投资者需求出发,从信息披露充分、一致、可理解的角度,进行公开化的审核问询,督促发行人和中介机构保证信息披露的合规性,提高信息披露的有

效性；投资者要“想清楚”，在发行人充分披露与投资决策相关的信息和风险后，自行判断是否要买卖企业发行的股票、以什么价格购买，购买之后要自担风险；监管机构和司法机关要“查清楚”，对于欺诈发行、信息披露违法违规行为，要求查清事实、严格执法、依法追究法律责任。

中国人民大学法学院教授叶林认为，发行人是信息披露的第一责任人，是原始资料的控制方，要积极配合中介机构真实、准确、完整的披露信息，不能像“挤牙膏”一样意图隐瞒一些信息。

科创板试点注册制改革中，明确了保荐人作为主要中介机构的全面核查验证职责，也明确了证券服务机构应当对本专业相关的业务事项履行特别注意义务，对其他业务事项履行普通注意义务，无疑提高了对中介机构的履职标准和履职要求。叶林将注册制下中介机构责任划分为三个层次：一是“不说假话”“不做假账”，这是红线要求。二是做好本职工作，招股说明书和问询回复达到基本的质量要求。三是提高执业质量，提高招股说明书等信息披露文件的针对性、有效性，包括财务报告结论的客观性、公允性。

德勤华永会计师事务所合伙人祝小兰发言时指出，压实加大中介机构责任，归位尽责，更加需要清楚地界定会计师职责边界，责任应该清晰，应该法定，应该主次分轻，在法制化的范围内，充分市场化，发挥会计师在资本市场的作用，优胜劣汰，营造健康的会计师执业环境，促进会计师事务所不断提升执业质量。发行人一旦出现欺诈发行，需要追究会计师的责任，建议一要区分会计责任与审计责任；二要区分是故意还是过失，对于参与舞弊的会计师应该提高处罚力度；三要就关注事项属于重大事项还是一般事项事先形成指引。

据了解，科创板发行上市审核工作启动以来，上交所及时通过约见问询、谈话提醒、出具监管工作函等方式，督促发行人提高信息披露质量、中介机构提高执业质量，合计已达 50 余次。近期上交所又对前期审核过程中发现的发行人及其中介机构存在的信息披露不当行为集中了采取自律监管措施。这些措施，对发行人和中介机构形成了有效的震慑作用。

“健全有效的实施机制是注册制改革落地的关键”

注册制强调以信息披露为核心,建立了一整套的配套制度,同时要以信息披露为核心调整和落实各方主体的责任。注册制改革最终能不能落实好,还要靠一些具体的实施机制,建立改革落地的“管道”,打通最后“五公里”。这一问题,与会专家在专题研讨中高度关注。

“招股说明书质量的高低,直接决定了以信息披露为核心的注册制能不能有效落地。”中伦律师事务所高级合伙人张忠建议,参考香港等市场的做法,探索招股说明书的律师验证机制,发挥律师职业优势,提高招股说明书的制作水准。同时,适应不同类型投资者对信息披露的需求,引入“分类披露”的理念,精简冗余信息。

在华东政法大学国际金融法律学院教授郑彧看来,科创板试点注册制在“入口”打开市场化准入基础上,“出口”也要畅通,要保持市场化改革的定力,坚定执行严格退市制度,优化市场生态,提高市场资源配置效率。

IDG 资本合伙人王啸指出,以信息披露为核心推进注册制,要站在“一揽子”角度,不仅在 IPO 环节实施,也要覆盖上市后再融资、并购重组、证券交易。在这些交易环节将充分的信息披露制度落到实处,包括交易估值、关联关系、穿透后的结构和资金来源、有关承诺履行等,既需要明确和细化规则,也需要有效监管执法,将投资者判断事项转化为信息披露制度安排,实现市场资源优化配置。

上海金融法院综合审判一庭庭长单素华在研讨会上介绍,前期最高人民法院、上海市高级人民法院、上海金融法院发布了三份科创板试点注册制改革司法保障文件,目前,上海金融法院正在加紧建立健全专业化审判机制、证券群体性诉讼机制和高效的执行机制,让相关制度设计在司法审判中得到有效落实。

2019 年恰逢上交所《证券法苑》创办十周年。自 2009 年至今,《证券法苑》已出版 27 卷 32 册,刊发论文、译作近 800 篇,其中包含域外证券法、公司法前沿论文译作 36 篇,总计近 2000 万字,通过中国知网、北

大法宝、万方数据库等平台累计下载量将近 30 万次。2014 年,《证券法苑》被收入中文社会科学引文索引来源集刊目录。作为记录和传播资本市场法制建设进程的专业出版物,《证券法苑》始终坚持“研以致用”的办刊宗旨,发挥紧贴资本市场发展脉搏的优势,聚焦资本市场法制建设中的热点、重点、难点问题,形成了大量丰富的研究成果,许多观点和建议在立法、执法和司法等领域得到吸收和借鉴。

研讨会上,与会专家就进一步提高《证券法苑》出版质量进行了座谈交流,建议《证券法苑》保持“专业、务实”特色,进一步增强实证研究,力求研究“真问题”,提出“好办法”。同时,更好地搭建立足资本市场运行实践的研究和交流平台,促进理论界与实务界、境内与境外监管实践、新老学者之间的对话和交流。2020 年,伴随着注册制改革深入推进,新《证券法》实施,《公司法》列入修法日程,资本市场法治建设迎来崭新篇章。《证券法苑》将聚焦注册制改革及《证券法》的实施机制、《公司法》实施效果评估和完善建议等方面,组织专题征稿和研讨,推进各界深入研究。