



CF40 研究部：建言全面注册制改革



意见领袖 | 中国金融四十人论坛



全面实行注册制改革

对资本市场建设具有里程碑意义

2月1日，中国证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）等主要制度规则草案公开征求意见。这标志着，经过4年的试点后，股票发行注册制将正式在全市场推开。

与会专家全面肯定了注册制改革的划时代意义。全面注册制后，主板板块定位更为明确，且主板发行上市的财务标准和企业资质要求仍较高。随着退市制度不断完善，资本市场的优胜劣汰功能将逐渐凸显，A股上市公司质量有望持续提升。长期来看，全面注册制改革有助于增强主板市场定价能力与效率，整体提升A股上市公司的质量和吸引力，重塑资本市场

生态，对资本市场带来积极长远影响。

对全面实行注册制改革制度设计的建议

（一）对于中介机构：建立公平、合理的中介机构责任认定机制

中介机构诚实守信、勤勉尽责是注册制成功的基本条件，而公平、合理地认定责任是促使注册制下中介机构勤勉尽责的基本保障。与会专家对中介机构责任认定提出建议：

首先，区分分别责任与分担责任。如按现在的制度设计，注册制下的保荐人在相当程度上扮演“总承包商”的角色。为此，保荐人仅有的责任应明确只由其自身来承担。保荐人在律师事务所、会计师事务所等履职基础上的责任，应视保荐人是否尽了应尽之责而定。

其次，区分约束责任与法定责任。受到成本、时间等限制，即便是规模较大、经验较为丰富、发行质量较高的中介机构也难免出错。监管者应出于长远发展和更加包容的心态，准确追究中介机构的责任，避免“一棍子打死”。在执业资质上，更应强调个人责任；在民事赔偿上，更应强调机构责任，并与其所得相匹配。对于恶意造假等违法犯罪事件，不应仅将责任归结于股票发行机构，也要追究其他参与造假主体的法律责任。

再次，区分经营不当与恶意造假。从国际市场经验来看，实行注册制后，更应该强调退市常态化、市场化，促进形成“有进有出、优胜劣汰”的资本市场生态。由于宏观经济形势和政策变化，以及发行方正常经营决

策不当导致财务指标恶化甚至公司倒闭，不应追究中介机构责任。要将这种情况与财务造假最终引发的“暴雷”区分开。

（二）对于监管机构：建立清晰、透明、稳定的规则和预期

首先，严把关和不背书。注册制改革是一个将权利交还给市场的过程。股票发行注册制既解决了发行人和投资者信息不对称的问题，还规范了监管机构的边界问题。监管机构一方面要严格审核、严格把关，另一方面要还权于市场、不背书。在证监会注册成功的企业若出现违法违规等问题，发行人、中介机构和监管机构都应在明确的权责范围内承担各自责任，避免监管机构责任泛化。

其次，控节奏和稳市场。注册制不是随意发行、随意上市，IPO发行节奏和数量应保持在一个较为合理、健康的水平。与此同时，作为注册制的重要配套措施，退市常态化十分关键。畅通的退市制度可以缓解注册制下的市场扩容压力，加速市场优胜劣汰，优化市场结构，促进股市新陈代谢和长期高质量发展，有利于把控申报数量和发行节奏。

再次，稳预期和强法治。稳预期要以法律为基础，强调公开透明、依法办事。对于法律和规章制度中没有规定的要求，在实践中不应增设隐性障碍。

（三）对于中小投资者：完善投资者保护制度

要在市场化前提下不断完善投资者保护。资本市场应遵循“买者自负”

原则，提升中小投资者风险意识。中小投资人保护更多体现在加强中小投资人维权手段方面，特别是代表人诉讼制度、举证责任倒置等等。各方参与者都需要对改革内容保持足够的定力，为改革过程创造更为包容的投资者舆情环境，以市场化的方式解决市场运行过程中出现的问题。

发行定价制度更加向机构投资者倾斜，降低个人投资者参与风险。全面实施注册制之后，新股破发率或将有所提升，对投资者的新股投资定价和风险管理能力提出更高要求，研究能力有限、风险承受能力较低的个人投资者参与申购的活跃度将逐渐下降。目前主板 IPO 市场沿用个人投资者作为询价对象的规则，建议在发行定价制度上更多考虑发挥专业投资机构的作用，降低个人投资者参与风险。

对股票发行注册制

主要制度规则草案的建议

(一) 明确法律责任，做好与《刑法》的衔接

为了实现更好的法律衔接，方便最高检和最高法出具司法解释，《征求

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52522

