

## 论我国股票发行注册制改革: 理念·制度·环境

郭富青\*

**摘要:**从核准制到注册制应转变股票发行权、价值取向、资源配置和监管的理念。证券法修订草案以信息披露为中心,要求监管机构超然于价值判断之外,只对发行上市进行形式审查,将实质审查下移给中介机构。规定了股票发行、上市各自独立注册与发行与上市一体化注册并存的折中模式,兼顾了不同需要,提高了效率。我国须划清政府与市场的边界,重塑中介机构的角色,引导理性投资,培育合理的投资结构,健全投资者保护的惩罚和救济机制,才能营造注册制运作的良好环境。

**关键词:**股票 发行 注册制 形式审查 信息披露

从2012起在党中央、国务院和证监会出台的

---

\* 西北政法大学经济法学院教授、博士生导师,法学博士,中国商法学研究会常务理事。

一系列政策<sup>[1]</sup>的倡导和推动下,股票发行注册制改革的步伐在不断地加快,2015年4月20日,十二届全国人大常委会第十四次会议审议了《中华人民共和国证券法(修订草案)》(以下简称《证券法(修订草案)》)的议案。《证券法(修订草案)》第二章,“证券发行”,第二节规定了“股票发行注册”。至此,股票发行注册制似乎呼之欲出,指日可待。然而,6月股市异常波动,阻碍了证券法修订和出台的进程。尽管如此,股票注册制改革箭在弦上,不得不发。2015年12月27日,第十二届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议审议通过了《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》的议案,授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行,调整适用证券法关于股票公开发行核准制度的有关规定,实行注册制度,自2016年3月1日起施行,为期两年。这标志着推进股票发行注册制改革具有了明确的法律依据,也表明推行股票注册制需要一个过渡期,通过循序渐进的方式依次推进。先由国务院、证监会出台和制定股票公开发行注册的文件、规章,为在沪深交易所采用注册制上市的股票提供依据,在试行中不断总结经验,完善证券法修订草案,两年后正式出台修订后的证券法。

股票发行注册制的实现是一项系统工程。它不仅是制度的确立而且还包括观念转变和实行环境的营造。我们必须对其进行三位一体系统化的深入研究,才能确保制度设计的科学性和运作的实效性。

---

[1] 2012年4月,证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,正式拉开了我国新一轮新股发行体制改革的序幕。2013年11月12日,中共十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出了“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革”,当月30日,中国证监会颁布了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,迈出股票上市审核制度由核准制转向注册制的步伐。2014年5月9日,国务院颁布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,再次提出要“积极稳妥推进股票发行注册制改革。建立和完善以信息披露为中心的发行制度,逐步探索符合我国实际的股票发行条件、上市标准和审核方式”。

## 一、我国股票发行理念的转变

我国股票公开发行由核准制改为注册制,表面上看废除或者说改变了股票公开发行的行政许可,推行股票发行的市场化,由注册制取代了核准制。然而,其背后则隐含着对股票市场主体的地位、相互关系,股票发行市场运行模式、机制等理性认识和观念的转变。

### (一) 股票发行权利观念的转变

在股票公开发行实行批准制、核准制与实施注册制的监管体制下,对发行人发行股票的权源有着截然不同的观念。批准制和核准制认为公司发行股票并非天然的固有权利,而是以证券主管机关的行政许可为前提。公司发行股票的权利来源于行政主管机关法定形式的授权。然而,注册制的股票发行权利观,则主张“公司发行股票的权利无须征得政府和监管机构的特别授权”。〔2〕“证券发行是发行人的自治权。”〔3〕公司股权融资是公司天然的经济权利。比较而言,“核准制下的证券发行权就是特许权,而注册制下的证券发行权是商事权。”〔4〕在英美法系国家证券发展史上,随着股份有限公司的诞生便随之产生了股票,股票的发行在相当长的历史时期属于公司自治的范畴。16世纪中叶股份有限公司产生并发行股票,但是,直到1719年英国才通过《泡沫法案》规定成立公司发行股票必须经议会或国王授权。其他国家对股票发行实行许可制度均晚于英国。也就是说,在《泡沫法案》实行之前的一百多年历史过程中,股票的发行始终是公司固有的自治权。

由于对公司是否有权发行股票的权利观截然不同,核准制与注册制要求也全然不同。核准制要求公司公开发行股票必须经过主管部门

---

〔2〕 帅晓林:“我国推行股票发行注册制的路径选择与制度建设探析”,载《当代经济管理》2015年第6期。

〔3〕 参见李光磊:“股票发行注册制要秉持四项基本理念和要求”,载《金融时报》2015年6月27日版。

〔4〕 李文莉:“证券发行注册制改革:法理基础与实现路径”,载《法商研究》2014年第5期。

的许可授权,未经许可擅自发行股票属于非法发行,不但发行行为无效而且应当承担法律责任。证券监管部门在许可公司公开发行的股票之前必须对其申请文件进行严格的实质审查,以确保发行公司资质优良,发行的股票具有投资价值。注册制相对而言,旨在营造公平、有序和高效的资本市场环境,以促进融资和投资的健康发展,强调无论是发行公司还是投资者为实现自身利益最大化均享有自治权利。当然,资本市场天然地存在信息不对称,股票的公开发行上市又涉及公众投资者的利益,因而公司行使公开发行的股票的权利时,为了促进其正当地行使权利应当受到一定程度的法律约束。即,发行主体行使证券发行权前必须向证券监管机构登记注册,证券监管机构对其信息披露进行监督,保护股票发行市场的公开、公平和公正性。

我国进行股票发行体制改革,推行股票发行注册制必须转变以往在核准制实行中股票发行的权利观念。首先,在注册制之下发行人享有股票发行权,无须证券监管部门的许可授权,监管部门应当培养尊重发行公司股票发行自治权的意识和观念;其次,证券监管部门对发行人申请股票发行没有审批权,只有审查权和否决权。证券监管机构不行使否决权即视为依法注册并生效的制度安排,意味着进入资本市场的大门始终敞开着,没有门槛阻碍。只要守门人不阻拦,就可以顺利进入。最后,监管部门的审查是为了督促其依法正确地行使权利,而不是阻止或剥夺其行使发行权。因此,监管部门对否决权往往十分谨慎地掌握,不轻易行使,只要发行人全面、真实、准确地披露信息,通常不会因发行人的财务状况不良、股票不具有投资价值,缺乏盈利前景等因素而行使否决权。

## (二) 法律价值观念的转变

股票公开发行上市由核准制改为注册制隐含着股票发行体制价值观念的深刻变化,即从单纯地“注重交易安全”向“注重效率,确保交易安全”转变。

核准制注重交易安全,不惜牺牲效率。核准制下,为了确保股票发行上市公司的资质和股票具有投资价值,不仅对申请发行上市公司的申报材料进行实质审查,而且设计了复杂烦琐的审查程序。以首次公开发行股票为例,其审核工作流程大致分为两个阶段:第一阶段初审,

包括受理、见面会、问核、反馈会、预先披露和初审会一系列程序,初审的主要方式是见面会、书面沟通、对外联系、专项复核和举报核查等;第二个阶段是发行审核委员会审核与核准发行,分别包括发审会审查、封卷、会后事项、核准发行等环节。因审查程序烦琐,实质审查耗时费力,而且监管部门资源有限。其结果是,从保荐人提交申请文件到证监会同意发行至少需要95天的时间,有些公司从申请到上市甚至需要两三年的时间。我国核准制的推行大大降低了新股发行的效率,出现众多公司排队等待发行的奇观,增大了发行新股的风险,以致大量优质企业流失。这种现象还使股票公开发行上市成为稀缺资源,极易导致权利寻租,滋生腐败。

实行股票发行注册制改革则必须放弃单纯追求交易安全的价值理念,及时转为以效率为导向,同时确保交易安全的价值追求。在注册制下,证券法通常对证券的发行上市不设条件或不设构成门槛的硬性条件,监管机构对发行人的申报文件只作形式审查而不进行实质性审查,不对证券自身的价值做出任何判断;发行人公开申报材料及有关信息后,证券监管机构未提出补充或修订意见或未阻止注册生效者,即视为已依法注册,发行人即可发行证券。注册制极大地拓宽了股票公开发行进入市场的入口,以形式审查取代实质审查,极大地简化了程序,缩短了审查时间,显著地提高了股票发行上市的效率,有利于促进证券业的健康发展。注册制不仅承认公司公开发行股票的权利,而且使公司行使股票公开发行权变得简便易行。它会使因核准制下众多公司排队等待、拥挤不堪所形成的“堰塞湖”,顿时缺口大开,大量新股进入市场的河道被疏通。股票发行效率的提高必将最大程度地压缩权利寻租的空间,有利于具有发展潜力的企业通过证券市场募得资金。

此外,注册制并非单纯地追求股票公开发行上市的效率而不顾交易安全和投资者利益的保护。注册制在强调效率的同时也注重投资者利益的保护。只不过,在方式、方法上与核准制有所不同。它不像核准制那样,证券监管机构通过实质性审核,将质量不好的公司排除在证券发行市场之外,以免投资者遭受损失。注册制是以信息披露为中心,通过提高信息披露的质量,保障投资者充分地行使知情权,成为自己利益的最佳判断者的方式来保护投资者利益的实现。除此而外,监管部门

还将证券发行的事中与事后监管有机地结合起来,尤其是加大事后执法的力度,并以强大而有效的司法救济威慑力,迫使发行及其相关参与主体履行义务,从而减少或避免股票发行造假和欺诈行为。

### (三) 证券资源配置理念的转变

核准制通过行政许可控制股票发行的规模和节奏,是一种典型的以行政手段配置证券资源的管理体制。由于股票发行上市与否受行政因素严重影响,破坏了资本市场的供需关系,上市公司人为地成为稀缺资源,致使股票估价受到自身现金回报与上市公司壳价值的双重影响,造成国内证券市场定价机制严重扭曲。股票发行市场普遍存在脱离公司真实价值的“三高”现象,即市盈率过高、股票定价过高、超募金额过高。例如,2013年12月重新启动的新股发行改革中,按照奥赛康73元的发行价格计算,其在上市前的总市值已经达到153亿元,但2011年该公司整体估值仅2.9亿元,两年时间增长了53倍。然而,2011年以后该公司单一品种的销售收入及利润,在公司的收入结构中一直保持50%以上的状况,并未获得实质性改善,持续盈利存在较大的潜在风险。又如,金轮股份主营业务是传统的纺织机械部件,招股书已明确提示纺织行业整体下滑、公司现有产能利用率不高等实质性经营风险。无数中小散户无视这些基本面,连续十几个涨停板,将其二级市场市盈率一路拉高到100倍,而同期国内证券市场中的传统制造业股票基本都在10倍市盈率左右。再如,2014年尽管证监会修正了新股发行制度,严格限制了新股发行价格,但仍然出现了兰石重装连续24个涨停板,该公司二级市场市盈率曾高达200倍。但是,该公司所属传统制造业的基本面根本无法支撑如此高的市盈率。市场大肆炒作该股票的理由之一,就是其1.68元的超低发行价,以及上市公司的壳价值。更加极端的例子是,ST昌九在没有任何业绩支撑的情况下,仅凭朦胧的稀土重组题材就可以将股价炒到每股40多元,即使在重组希望彻底破灭的情况下,该公司的股票总市值仍然长期维持在30亿元左右。甚至,造假上市的万福生科在遭受证监会处罚之后不跌反涨,还连拉十几个涨停板。由此可见,股票发行上市的定价机制已经扭曲到无以复加的程度。

以行政手段配置证券资源,不但效率低下而且造成公开发行上市

股票的稀缺。在这种市场环境中,股票公开发行上市能够带来巨大利益,一些公司利用造假、粉饰财务报表等手段,包装上市圈钱。例如,2002年9月发行上市的科大创新,其上市前的2001年和上市的2002年采用账外报销费用、虚增收入来虚增利润。另外,经过证监会核准同意公开发行上市的公司都是经过实质审查,严格筛选出来的公司。因此,犹如政府对公司发行的股票做出了背书担保,从而容易使投资者产生过分依赖心理,对上市公司的投资价值盲目认同。

股票发行注册制是推进股票发行市场化,促进市场在证券资源配置中发挥决定性作用的重大举措。注册制秉承经济自由的价值观念,按照这一理念,遵循市场调节,凡借助证券的融资、投资行为都必须经过市场的选择,要求投资者自担风险。“这种模式能够确保政府对市场的最少干预,还给投资者一片写满信息的自由天空,以便他们对证券投资风险和收益进行合理衡量并作出最佳决策。”〔5〕股票发行注册制处处昭示着路易斯·布兰代斯的那句名言:“阳光是最好的防腐剂,灯光是最好的警察。”其体现可以概括为:发行人负有全面提供真实信息的义务,使之成为诚信发行证券和公众对市场建立信心的动力;政府对新发行证券的信誉是否良好,价值是否稳定,或者资产是否能够盈利,既不予以确认,也不提供任何担保或承诺。政府唯一的任务就是监督新发行的证券必须完全公开信息,并且不允许在公开前遗漏任何与发行相关的重要信息;投资者在证券发行上市高度透明的前提下,按照“交易者自慎”规则自主地对证券的投资价值和收益进行判断。这样,股票发行或上市的价格就会回归到真正由市场机制决定。即取决于公司财务状况,盈利能力,发展前景,市场供求关系,以及发行公司、承销商、投资者之间的博弈。尤其是,负责承销发行新股票的券商为了自己的利益追求,会对股票的质量进行详尽的分析研究,从而对承销的收益和风险做出评估,并据此决定发行价格和承销方式。券商一般会倾向于承销品质好,定价合理,且有利润空间的股票;避免或拒绝承销品质差,定价高,没有投资价值的股票。

---

〔5〕 参见李燕、杨淦:“美国法上的IPO‘注册制’:起源、构造与论争”,载《比较法研究》2014年第6期。

从1990年起,我国股票发行采用审批制,经2001年推行通道制,到2004年引入保荐人辅导、推荐机制,股票发行由审批制转变为核准制,未来股票发行改革的方向是实行注册。综观我国股票发行体制的变化,呈现出逐渐沿着减弱行政干预,不断扩大市场配置证券资源的运动轨迹发展。然而,长期采用行政手段配置和管理证券资源的惯性和路径依赖,如果没有彻底的转变观念,短时间内不可能戛然而止,势必影响实施注册的效果。因此,树立市场机制是配置证券资源最佳方式的信仰是推行注册制的关键。

#### (四) 证券监管理念的转变

我国在核准制下,对公司公开发行上市实行严格准入管制,排斥了市场对证券供求的调节功能,不仅扭曲了股票的定价机制,而且引发了前赴后继的腐败、欺诈和侵害投资者利益的现象。对公司公开发行上市实行严格准入管制,意味着通往资本市场的大门一直是关着的,证监会核准同意一个公司发行股票,才开门放进一个公司进入市场。烦琐的审查程序和实质审查方式不仅占用了证监会大量的人力资源,而且由于审查效率低下造成千军万马过独木桥,拥挤不堪,窒碍难行的局面。同时,证监会也难以抽出更多人力、物力专注于事后监管,致使对发行上市中欺诈和虚假陈述行为的事后追究,以及退市制度的执行明显不力。

股票发行上市由核准制改为注册制“事实上就是行政审批权的退出,监管层回归监管本质”,〔6〕蕴含着深层次监管理念的转变。核准制以限制股票发行上市为出发点,以实现防患于未然的效果;而注册制则以促进公司股票融资和发展为出发点,相信发行人和投资者的自治、自律能力,并辅之以事后矫正机制,以彰显“放开准入,促进发展,寓监管于发展之中”的理念。证监会在观念上必须实现从“重审批,轻监管”向“放松管制、加强监管”转变。鼓励创业创新,强化对中小投资者合法权益的保护,推动证券行业发展。监管机构只是在发行人、发行中介机构 and 投资者等市场主体之间充当裁判员的角色。不能既当“教练

---

〔6〕 帅晓林:“我国推行股票发行注册制的路径选择与制度建设探析”,载《当代经济管理》2015年第6期。

员”又当“质检员”。证监会在转变监管理念和行为方式的前提下,应将工作重心从前端的审批把关向事中、事后监管转移,不断增强监管的权威性、专业性、独立性和公正性。

## 二、对《证券法(修订草案)》股票发行注册制的评析

注册制与核准制相比,在审核主体、披露要求、中介责任等方面并无重大实质性差别。<sup>〔7〕</sup>二者的区别除了执行程序与程度有所不同外,主要体现在审查主体、审查重心的定位不同,以及对审查形式以及审查责任的分配存在差异。

### (一) 股票公开发行注册的条件

美国除了《萨班斯—奥克斯利法案》对公司治理有一定要求之外,法律对股票公开发行注册不设任何条件,不要求 SEC 对证券的投资价值进行判断。即使发行人经营历史短于 3 年,历史上有重大违法、违规记录;存在重大纠纷面临巨额负债,或处于风险高的新行业,长期未能盈利等情形,只要进行了充分披露,就可以发行证券。其理由是政府不应该也没有能力对证券的价值进行判断,因而不宜对发行设置条件。任何发行人只要通过披露信息向公众投资者充分揭示了风险,无论潜藏何种风险,风险多高,有无投资价值,均属于投资者自行判断的范畴,无须政府介入干预。

我国《证券法(修订草案)》第 20 条规定,申请公开发行股票注册,应当符合下列条件:

1. 发行人具有符合法律规定的组织机构;
2. 发行人最近三年财务会计报告被出具标准无保留意见;
3. 发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内没有贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的犯罪记录。

以上规定与我国现行《证券法》第 13 条关于公司公开发行新股的

---

〔7〕 参见李文莉:“证券发行注册制改革:法理基础与实现路径”,载《法商研究》2014 年第 5 期。

条件〔8〕相比明显宽松,表现为废除了原第13条第2项要求拟发行公司“具有持续盈利能力”的规定;删除了要求监管部门对上市公司资质及股票作出价值判断的“良好”的字眼,以及涉及需要实质审查才能确定的事项,即第3项“最近三年财务会计文件无虚假记载”的规定,代之以“发行人最近三年财务会计报告被出具标准无保留意见”;其中发行人“无其他重大违法行为”则被第20条第3项修改为无法定的经济犯罪记录;另外,第20条第3项新增规定,将审查监管延伸到“发行人的控股股东、实际控制人”,要求其“最近三年内没有贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的犯罪记录”。

由此可见,根据《证券法(修订草案)》第20条对公开发行股票注册的条件规定,仍然要求证券监管部门在拟发行股票的公司之间进行“择优选择”,将不符合要求的公司及其股票发行排除在外。这一规定仍然蕴含着“父爱式立法”的路径依赖,证券监管部门仍然无法避免对公司公开发行股票的价值判断。根据股票发行是公司自治权的注册制观念,《证券法(修订草案)》第20条所涉及的事项只要发行人进行了充分的信息披露,本不应该构成阻止其发行股票的理由。发行人资质的好坏,其股票是否具有投资价值,能否成功发行,完全取决于投资的自主判断。《证券法(修订草案)》第20条的规定,同时也说明股票发行体制的理念转变需要较长的时间。我国推出的注册制将是一个融合某些核准制要素的折中制度,作为一种过渡性制度安排先实施一段时间,积累经验总结教训,并最终转换为真正意义的注册制。

## (二) 股票发行注册的适用对象及范围

美国注册制严格区分证券的私募和公募,只有公开发行的证券才作为注册的对象,非公开发行的证券则免于注册。这种类型化监管措施,能够使SEC将有限的资源放在最需要政府监管的公募证券的发行

---

〔8〕《证券法》第13条规定:“公司公开发行新股,应当符合下列条件:(一)具备健全且运行良好的组织机构;(二)具有持续盈利能力,财务状况良好;(三)最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为;(四)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。上市公司非公开发行新股,应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件,并报国务院证券监督管理机构核准。”

和交易上,优化、合理调配资源,将需要管的事管好,而大量的私募交易则由市场自行调节。

《证券法(修订草案)》首先将注册的适用对象锁定在公开发行的股票。第12条规定,公开发行股票,应当符合法定条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册,未经依法注册,任何单位和个人不得公开发行股票。第19条进一步规定,股票发行注册适用公开发行并拟在证券交易所上市交易的股票和公开发行且不在证券交易所上市交易的股票。由此可见,非公开发行股票不属于注册的对象。

其次,《证券法(修订草案)》规定了公司虽公开发行股票但是可以豁免注册的情形及范围是:(1)发行人和投资者符合规定的条件,并通过证券经营机构或监管机构认可的其他机构以互联网等众筹方式公开发行股票。(2)募集资金限额、发行人和投资者符合规定的条件,并通过证券经营机构公开发行的股票。(3)企业实施股权激励或者员工持股计划,符合监管机构规定,向职工发行股票累计超过200人的。<sup>[9]</sup>第16条还规定向下列合格投资者公开发行股票,可以豁免注册的范围是:(1)国务院及其金融行政管理部门批准设立的金融机构或者认可的境外机构;(2)前项规定的金融机构管理的证券投资基金以及其他投资性计划;(3)实缴资本不低于3000万元、所持有或者管理的金融资产净值不低于1000万元的投资公司或者其他投资管理机构;(4)实缴资本或者实际出资额不低于500万元、净资产不低于500万元的除金融机构以及投资管理机构以外的其他企业;(5)年收入不低于50万元、金融资产不少于300万元、具有2年以上证券、期货投资经验的个人。

众筹是一种利用网络平台向众多小额投资者募集股权资金的新型融资方式。2012年,美国颁布了《乔布斯法案》,对认定的新兴成长企业在私募、小额、众筹等证券发行给予注册豁免待遇。对此,为了解决中小微企业融资问题,促进大众创新、创业,《证券法(修订草案)》予以吸收和借鉴。对募集资金限额符合规定,向特定主体公开发行股票,如

---

[9] 参见《证券法(修订草案)》第13~16条。

企业为实施股权激励或者员工持股计划而发行的股票,由于筹集数额不大,不会妨碍社会公共利益,予以豁免注册有助于公司自治和自主经营。合格投资者不但具有证券交易的专业知识和经验,而且财力较雄厚。其对发行公司的资质、信用及其股票的投资价值具有客观、合理的判断能力,能够理性地控制或降低投资风险,即便是出现判断误差,也拥有较强的风险承受能力。因此,豁免向合格投资者公开发行股票注册,不仅能够合理配置证券监管资源,而且有利于提高监管效率。非公开发行股票由于投资者人数有限,不涉及公共利益,也不会引发系统性风险,对其豁免注册,不但便于公司融资,也符合分类监管,优化资源和提高监管效率的要求。

### (三) 股票发行与股票上市关系的处理

如何处理证券发行与上市的关系,合理地进行证券监管机构及证交所的分工,是注册制设计的核心要素。对此,全球发达经济体的股市基本有三种模式:

#### 1. 发行与上市分离模式

这种模式将证券的发行上市作为两个独立的阶段,分别由证监会和证券交易所负责审核决定证券的发行和上市,即证监会拥有证券发行审核权,负责审阅发行注册登记材料,并决定证券发行登记是否生效;而证券交所拥有证券上市审核权,对申请上市的公司实行资格审查,然后决定是否准予其上市。这是美国、日本等国家采用的模式。

#### 2. 发行与上市一体化模式

这种模式要求公开发行的证券必须同时在交易所上市,证交所同时拥有证券发行与上市的审核权。在英国实行股票发行、上市核准制,伦敦证券交易所是英国发行上市审批的唯一日常机构。伦敦证券交易所对公司发行上市文件的审查除了形式审查之外,更强调实质审查,作为监管机构,它兼有行政管理和自律管理的双重性。香港证监会与香港联交所签署的《上市事宜谅解备忘录》(2003年4月1日起生效),规定了双重存档(或双重存盘)制度,所有上市申请人及上市公司均须通过香港联交所向香港证监会提交上市申请及信息披露材料以作存档,由香港联交所和香港证监会同时审查一家公司的上市申请材料。联交所是上市申请人的主要联络平台,实质审核上市文件,审核的重点在于

申请材料是否符合《上市规则》和《公司条例》的规定;香港证监会则从事原则性的形式审核,审查重点在于上市申请材料是否符合《证券及期货条例》及相关附属条例的规定,关注招股书的整体披露质量及该证券的上市是否符合公众利益。只有当上市申请取得了联交所批准以及香港证监会发出“不反对有关上市申请”的通知后,该证券才可上市。香港证监会通过监督联交所是否依法行使审核权间接地履行证券发行上市的监管职能,同时还拥有法定的调查及执法权,以及核准决定的最终否决权。

### 3. 折中模式

这种模式是由我国《证券法(修订草案)》创设的,表现为证券发行、上市的一体化与分离并存,但是,以一体化为主要模式。这从我国现行《证券法》与《证券法(修订草案)》的结构安排的对比中,便能一目了然。现行《证券法》将“证券发行”与“证券交易”分别规定在第二章、第三章,其中第三章“证券交易”之下第二节为“证券上市”。《证券法(修订草案)》第二章仍为“证券发行”,之下第二节设定为“股票发行注册”,其中融入了股票上市的内容。同时,在第三章“证券交易”中取消了第二节“证券上市”的设置。

发行与上市一体化适用于公开发行股票并拟在证券交易所上市交易的情形,股票公开发行与上市由证券交易所一并审核,并向证监会备案审查;发行与上市分离则适用于公开发行股票且不在证券交易所上市交易的情形,股票的公开发行由证监会审核。若以后根据发展需要,公司申请股票上市的,则由证券交易所审核其上市。在股票发行与上市一体化模式之下,注册由证券交易所负责对发行上市申请依法进行审核,证监会以证券交易所出具同意的审核意见为前提给予注册。<sup>[10]</sup>《证券法(修订草案)》第23条规定:“证券交易所出具同意的审核意见的,应当将审核意见及发行人的注册文件报送国务院证券监督管理机构。国务院证券监督管理机构自收到审核意见及注册文件之日起十日内未提出异议的,注册生效。”

比较分析以上三种模式,三者各有利弊。第一种模式将证券的发

---

[10] 参见《证券法(修订草案)》第19~32条。

行与上市作为两个独立阶段或环节进行制度安排,不仅反映了证券流转通常是先公开发行后上市交易的一般规律,证券发行与上市之间的边界及逻辑关系清晰可见,而且证监会与证券交易所的性质和职能分工明确。但是,它比证券发行与上市一体化审核耗费时日,成本较高,效率较低。第二种模式能够节省证券从发行到上市的时间,有利于降低成本,但是它模糊了证券发行与上市在条件、程序和审核主体及其职权方面原有的界限,往往是以上市标准掩盖了发行标准,以证券交易所的上市审核取代或覆盖了证监会的发行审查。第三种模式既有股票发行与股票上市各自独立的注册,又有发行与上市一体化的注册,形成了双轨制格局。这兼顾了不同公司的实际需要和选择,同时也提高了一些公司股票发行、上市的速度与效率。但是,有学者认为它混淆了证券发行审核权的归属,并对我国《证券法(修订草案)》直接将证券发行审核权配置给证券交易所持有异议。主张《证券法》应明确证监会是注册制的执行主体,是发行审核权的实际拥有者。在此基础上,证监会可与交易所签署《谅解备忘录》,将股票发行审核权转授给交易所对发行申请人的注册材料进行具体审核,最后的注册决定由证监会来行使。<sup>[11]</sup>笔者认为其主张未免过于学究气,在操作层面通过《谅解备忘录》未免画蛇添足。不如法律直接授予证券交易所股票发行审查权,更加具有制度的稳定性,更加经济实用。用历史眼光看待这一问题,别忘了早在证券监督机构产生的一百多年之前就一直在进行着股票的公开发行,历史告诉我们:发行审核权不是证监会的天赋权力!

#### (四) 以信息披露为中心的监管体制

股票发行注册制不再以发行人的资质和发行条件为规制的基础,而是以发行人的信息披露为中心进行制度设计。注册制不仅要求信息公开的范围广、时效性强,而且要求发行审核程序公开。发行从申请到上市如同全程“直播”一样,哪一天发行人交了什么文件,哪一天证监会做了什么回复、提了什么问题发行人什么时候修改了招股说明书、如何修改的都一目了然。

---

[11] 参见熊锦秋:“应进一步明确监管机构在注册制中的职责”,载《证券时报》2015年7月3日版。

### 1. 明确发行人的法定披露义务和责任

其一,以投资者的需要和理解为标准规制发行人的信息披露义务。全面披露对证券投资价值、投资决策有实质性影响的信息是发行人的首要法定义务。发行人违背信息披露义务必须承担相应的责任。首先,发行人申请发行股票时,应依法向证券监管机构申报注册文件,<sup>[12]</sup>由证券监管机构对其信息披露的全面性、准确性、真实性、完整性和及时性进行形式审查。<sup>[13]</sup>审查过程是一个提出问题、回答问题,相应地不断丰富和完善信息披露内容的互动过程。信息披露规则必须从投资者的角度出发,以是否有利于投资者获得和理解为标准。最大限度地减少信息不对称现象是实施股票发行上市注册制的前提。其二,以招股说明书的信息披露为中心,禁止在招股书之前的“抢跑”,严格监管在招股说明书之外散布信息,对投资者产生不当的影响。发行人旨在推介股票的任何对外沟通包括路演材料公开的信息必须与招股说明书保持一致,不得超越招投说明书的范围。投资者只有在充分了解股票发行上市相关信息的基础上,才能作出独立、客观和理性的判断,才能实现发行人与投资者之间的公正交易。

### 2. 围绕信息披露配置审查主体、审查方式及其责任

《证券法(修订草案)》第22条、第23条规定,公开发行股票,由证券交易所负责审核注册文件。证券交易所出具同意的审核意见的,应当将审核意见及发行人的注册文件报送证监会。证监会自收到审核意见及注册文件之日起10日内未提出异议的,注册生效。这实际上确立了,我国股票发行注册由证券交易所审核,证监会备案监督的审监分立的监管模式。

---

[12] 《证券法(修订草案)》第21条规定:“发行人申请公开发行股票注册,应当向证券交易所报送下列注册文件:(一)公司章程;(二)股东大会决议;(三)招股说明书;(四)财务会计报告;(五)证券经营机构、证券服务机构就本次发行出具的文件;(六)国务院证券监督管理机构规定的其他文件。依照本法规定聘请保荐人的,还应当报送保荐人出具的发行保荐书。发行人报送注册文件后,应当按照国务院证券监督管理机构的规定披露有关注册文件。”

[13] 《证券法(修订草案)》第27条规定:“发行人向国务院证券监督管理机构、证券交易所报送的注册文件,应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息,并且其内容应当真实、准确、完整。”

证券交易所可以要求发行人、保荐人、证券服务机构对注册文件作出解释说明,或者补充、修改注册文件。解释说明或者补充修改的情况应当公开。证券交易所对注册文件的齐备性、一致性、可理解性进行审核,并出具审核意见。证监会认为必要时,可以对发行人进行现场检查,或者委托证券服务机构进行核查并出具意见。当发现存在法定事由时,有权决定中止注册审核或终止注册。<sup>[14]</sup>可见,无论是证券交易所还是证监会均不再对注册申请文件进行实质审查,证券交易所和证监会没有义务查证注册文件所提供信息的真假和判断发行公司及其股票是否具有投资价值,并且对此不提供任何担保。当出现虚假信息披露,欺诈投资者的情形,或者因无投资前景的股票发行上市,造成投资者经济损失时,证券交易所和证监会亦不负任何责任。

然而,实行注册制对申请发行上市材料的审查并非将实质审查完全排斥在外。以美国为例,本国公司证券在美国境内发行上市,除有豁免注册的情况外,一般必须在联邦与有所涉及的州同时进行双重注册,联邦层面主管的证券发行,证监会只进行形式审查,而州领域主管的证券发行,一些州的证券监管机构仍普遍实行实质审核。1980年,苹果公司在马萨诸塞州发行股票的申请就曾经被以“风险过高不适合投资者购买的理由”拒绝。另外,美国不但对发行与上市的审核加以区分,而且各有侧重。发行审核表现为“形式重于实质”,而上市审核则相反“实质重于形式”。原因是,投资者在购买证券之前需获得充分而公允的信息,因此,发行审核对信息披露的格式、内容及程度须有所侧重;而证券上市是投资者之间关于“证券交易价格”的博弈,要求上市交易的证券必须具有一定的增值空间,所以,证券交易所要通过审查发行人的资质、财务数据、发行规模和盈利前景等要素来判断证券的交易价值。<sup>[15]</sup>

由此可见,认为实行注册制是以形式审查完全取代实质审查,存在认识和理解上的偏差。在注册制下,只是法律不再赋予证监会对注册

---

[14] 参见《证券法(修订草案)》第24~25条。

[15] 参见李燕、杨滢:“美国法上的IPO‘注册制’:起源、构造与论争”,载《比较法研究》2014年第6期。

申请文件进行实质审查,并将实质审查作为义务重新分配或留给其他机构承担。此外,需要明确的是,对信息披露的深度和广度进行实质性审核并非等同于替代市场作出投资价值判断。无论发行监管采取的是核准制还是注册制,对涉及证券投资价值、与投资者决策相关的“实质性”信息披露进行专业性和综合性的判断都是监管机关的固有职责。<sup>[16]</sup>

当然,注册制也不是没有任何的实质性审核,只是证监会不做实质性审核,证监会只负责监督之职,实质性审核交由中介机构负责。<sup>[17]</sup>发行人与参与发行的证券经营和服务机构对披露信息的真实负有审慎履行核查和验证义务。当发行人全面披露体现持续盈利能力的收入、成本、期间费用和净利润等财务会计指标时,证券经营和服务机构须以此对公司及其股票作出投资价值判断,并负担保法律责任。一旦,注册文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏,或者发行人存在其他欺诈情形,导致注册终止或者撤销注册的,应依法限制发行人在法定期间再次公开发行股票的权利;证券经营、服务机构有重大过错的,限制其在法定期间从事相关的证券业务。<sup>[18]</sup> 发行人披露或者提供的信息有虚假记载、误导性陈述、重大遗漏,给投资者造成损失的,应当承担赔偿责任。对此,发行人的董事、监事和高级管理人员、控股股东、实际控制人、保荐人以及与发行有关的证券经营机构应当承担连带责任,但是能够证明自己没有过错的除外。律师事务所、会计师事务所、资产评估机构、资信评级机构等证券服务机构及其人员,应当就其所出具的文件承担连带责任,但是能够证明自己没有过错的除外。<sup>[19]</sup>

### 3. 以信息披露的范围和程度决定是否同意注册

只要发行人提供的申请文件符合形式要件,公开方式适当,不存在虚假、误导或者遗漏的信息就符合注册的要求。注册审核的目标是通过审核使符合信息披露要求的公司股票发行上市,而不是否决发行申

---

[16] 同前注[15]。

[17] 参见苏培科:“A股注册制不能再搞形式主义”,载《中国经营报》2015年3月23日版。

[18] 参见《证券法(修订草案)》第33条。

[19] 参见《证券法(修订草案)》第27~31条。

请。除非公司股票发行上市违反国家利益和公共利益,证券监管机关应当依法提出否定意见外,证券主管机关无权以该股票无投资价值而拒绝其注册。证券主管机关没有义务担保股票发行人的资质和其发行的股票必须具有投资价值。对于明显不符合持续盈利能力条件的发行申请,证券监管机关只督促发行人和保荐人对此部分信息进行全面、真实披露,并不依此否决发行。<sup>[20]</sup> 发行人的资质及其所发行股票的价值应当由保荐人、承销商和投资者依据公开披露的相关信息作出独立判断。

#### 4. 以信息披露为主线进行事中和事后监督

首先,以发行人的信息披露为主线,证券交易所负责信息披露是否合规的审查,证监会则对于注册文件和证券交易所的同意意见行使复核监督权。事中监督的重点是信息披露是否全面、完整和充分,是否符合标准化的程式要求。其次,证监会不再对股票是否可以公开发行上市进行批准,使其从核准股票是否准入的繁琐事务中解放出来,超然局外,对涉及信息披露的发行人、证券交易所、证券经营和服务机构,以及发行人的董事、监事和高级管理人员、控股股东和实际控制人等主体予以监督。有利于强化监督,提高监督的效率。正如美国《1933年证券法》提案所强调那样,政府的“任务只有一个,那就是坚持每种在州际新发售的证券必须完全公开信息,并且不允许在公开前遗漏任何与发行相关的重要信息”。最后,事后监督的重点则是加大执法力度查处信息披露的违法行为,对采取欺诈手段严重损害投资者利益的发行人及其相关主体严惩不贷,保持行政处罚的威慑力。

### 三、股票发行注册制运行环境的营造

#### (一) 划清政府与市场职能的边界,优化证券资源配置机制

政府过度干预和控制股票的公开发行会扭曲股票的定价机制,滋生权力寻租和腐败,造成证券资源配置低效;完全放任由市场调节股票

---

[20] 同前注[15]。

的公开发行则会产生市场秩序混乱,欺诈发行上市,严重侵害投资者利益的现象。因此,合理地区分政府与市场的职能,正确处理二者的关系,充分发挥两种调节手段的作用,是优化证券资源配置的前提。政府的职能应当定位于监督和确保股票发行人正当行使发行权,而不是股票发行的授权许可;其职责是确保股票市场的透明度,最大化地消除信息不对称,创造和维护公平、有序和有效的市场环境。为此,政府具体要做的就是监督发行人全面、充分地履行信息披露义务;监督证券交易所、证券经营和服务机构对发行人提供信息的真实性和合规性,勤勉尽责地履行审慎核查和验证义务。而对股票发行的时机、价格、数量和供求关系,应当完全由市场机制决定;发行公司的持续盈利能力、股票投资价值则应当交由投资者独立的判断。

## (二)我国中介机构保护投资者角色的重塑

会计师事务所、律师事务所、资产评估、资信评级机构、保荐人和承销商是以自己的声誉向投资者担保发行人所披露信息的质量或盈利预测,并承担声誉风险的中介机构。它们都是利用所处领域的专业知识和经验为减少信息不对称和投资者认知能力的局限性,提供专家智能服务的看门人。围绕发行人提交的注册文件,会计师针对财务报告中采用会计标准的合理性,财务数据的准确性、完整性进行核查和判断,律师专司真实性、合法性审查,资产评估、资信评级机构对资产和证券的投资价值作出判断;而保荐人则须进行全面的核查,并对发行人是否适宜股票发行注册作出判断,保证注册文件的真实、准确、完整,持续督导发行人规范运作。承销商对招股说明书正文承担责任,包括对所涉及的财务信息进行尽职调查,当发现有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,应当拒绝进行股票承销。这些中介机构经常面临的选择是,一方面是重大或致命的声誉资本损失;另一方面是勉强同意发行人的欺诈而可能侥幸获得额外收益。如果这些看门人的声誉资本价值超过他们从作为客户的发行公司处获得的可期待利益,他们就会忠于职守,拒绝与客户串通作假。通常情况下,投资者也是据此相信看门人担保的发行公司的信息和证券质量。有时,看门人的成本收益对比可能截然相反,他们的理性选择就会是为了一时的收益而对声誉资本置之不顾,

玩忽职守甚至有意隐瞒事实参与造假。<sup>[21]</sup> 这种看门人机制失灵现象,最终必然酿成资本市场的灾难。

我国看门人机制失灵的现象时而发生,中介机构由发行公司委托付费的模式,致使其更看重与其客户的商业利益,从而作为投资者看门人的角色往往被忽视,其对投资者的诚信义务难以落实到位。由于监管惩罚机制不严常常导致上市公司与中介机构合谋造假。另外,我国上市公司股权结构高度集中,有超过60%的上市公司被大股东控制,同时控制着聘请中介机构的权利。而那些股权较分散的公司选择中介机构的权力则控制在公司管理层手中。致使中介机构事实上成了大股东或经营者的代理人,而不是中小股东的代理人。此外,承销商同时担任保荐人,律师作为客户利益的“辩护人”或“交易工程师”与其作为投资利益的看门人的角色,均存在错位和利益冲突,势必影响其维护投资者利益职责的践行。

证券中介机构应当作为服务于投资者的看门人,其“主要作用是减少信息不对称,进而提高市场的透明度和降低资本成本”。<sup>[22]</sup> 这些作用的有效发挥是构成股票发行注册制所依存环境的重要因素。然而,在现实中,我国中介机构对自身的定位往往偏离这种功能,将其工作重心放在为客户服务上。这里所指的客户既不是抽象的公司也不是公众投资者,而是雇佣他们的大股东或经营管理层。这种现状与股票发行注册制中对中介机构功能的设计难以契合。注册制将对发行公司披露信息的真实性、持续盈能力、证券品质等实质审查和投资价值判断的重任,托付给中介机构。如果中介机构不能按照法律的预期发挥看门人角色的作用,必将导致我国股票发行注册改革的失败。因此,对我国中介机构角色必须进行重塑。首先,矫正被扭曲的代理关系。让投资者而不是大股东或管理层任命中介机构,使中介机构真正成为公众投资者的代理人并对其承担责任。在这方面,科菲教授曾建议:“如果控股股东能够潜在地主导审计师或者其他由股东选出的看门人的选举

---

[21] 参见[美]约翰·C·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第6~7页。

[22] 同上注,第425页。

过程,则审计师不应当由所有股东,只应当由少数股东——真正依赖审计的股东——来选举。实际上审计师可以转变为少数股东的代表。”<sup>[23]</sup>他还提出了由“证券交易所指定分析师”的方案,即为了确保每家上市公司都至少有最低标准的研究,由证券交易所作为委托人与被指定的分析师签订合同,约定分析师承担对上市公司的研究,并将其研究结果和投资建议提供给公众投资者参考;交易所向分析师支付费用,但该项费用在上市公司和证券公司上交给证券交易所的年费中列支。<sup>[24]</sup>笔者认为以上建议在重塑我国中介机构角色的过程中,值得我们参考。其次,强化中介机构的独立性。中介机构的看门人角色应当与其他角色,尤其是其他商业角色相分离,避免利益冲突。再次,落实中介机构履行对投资者的忠实和勤勉义务,加大对违法、违规中介机构追究其法律责任惩戒的威慑力。如美国那样,仅仅一次大的诉讼,如果一直进行到判决阶段,就可能让任何一家“四大”会计师事务所破产。<sup>[25]</sup>2002年世界第一大会计师事务所安达信因为安然公司财务会计报表造假而轰然倒塌,就是最好的例证。

### (三) 引导投资者理性投资,培育合理的投资结构

我国股票市场的投资结构依然具有新兴市场的特点,散户持有的股票高达85%,机构投资者持有投票过低。2013年年底,基金持有的股票占全部股票的2.30%,券商占0.06%,合格的境外机构投资者占0.19%,保险公司占1.20%,社保基金占0.29%,企业年金占0.002%、信托公司占0.15%、财务公司占0.04%,上述八类机构投资者持有股票仅占全部股票的4.23%,远低于日本、美国、德国证券市场中机构投资者40%~60%的持股比重。我国目前股票市场的投资结构不合理,难以与实行股票发行注册制相适应。众多的散户投资者由于专业知识、经验和风险承担能力不足,往往出于投机的心态,盲目投资,造成股市不稳定。

在实施股票发行上市注册制的条件下,需要培育成熟的投资者和合理的投资结构。我国股市发展的当务之急,一是教育公众投资者不能过

[23] 同前注[22],第113页。

[24] 同上注,第397页。

[25] 同上注,第382页。

度依赖政府,而是应当根据披露的信息自主判断投资价值,审慎投资,自担投资风险。因为股票公开发行申请注册生效并不表明证券监管机构对股票的投资价值或者投资收益作出实质性判断或者保证,也不表明证券监管机构对注册文件的真实性、准确性、完整性作出保证。二是大力培育和发展机构投资者,提高机构投资者在证券市场投资中所占的比重,建立合理的投资结构。机构投资者在新股发行之前的询价环节中会促使发行人向市场释放更深层次的信息,并以其良好的投资理念有效参与上市公司治理,促进股市平稳发展。股市投资结构合理,投资者理性投资,股市运行平稳,是我国顺利推行股票发行注册制的基础,并且有利于中小投资者利益的保护。

#### (四)健全投资者保护的惩罚和救济机制

在我国推行注册制,股市将无限制地扩容,不可避免地会使一些劣质公司进入股市,加大市场风险。甚至,会出现个别公司通过财务造假进行欺诈发行,侵害广大投资的利益。为此,应建立和完善投资者保障机制,对发行人和中介机构违法、违规损害投资者利益的行为,施以严厉的制裁,并赋予投资者有效的救济手段,作为配套制度。通过让实施不法行为的特定发行人承担远远超过其收益的违法成本,起到一般预防的作用。

首先,证券发行市场化应体现市场优胜劣汰的调节功能,加大退市制度执行力度和威慑力。

2014年11月开始生效的最新退市制度虽然退市覆盖范围有明显的扩大,但由于“法不溯既往”原则被严重滥用,导致新退市规则的市场威慑力明显不够。我国证券市场截至2014年年底,在沪深两市上市交易的A股公司为2564家,已有78家上市公司的股票退出市场交易,退市率累积仅3%,年退市率仅约0.1%,与美国股市约7%的年退市率相差70倍。致使一些曾经有重大造假行为的公司,已经丧失盈利能力的公司依然具有壳资源价值,死而不僵,甚至出现了在老三板交易的40多家已退市公司的股价连续涨停的奇怪现象,令人难以置信!劣质公司数量的增多会导致股票市场投资质量的下降,出现劣币驱逐良币的现象,因此,严格执行退市制度,强令不适宜继续上市的公司退市是股票发行上市实现市场化的必然要求。

其次,强化对信息造假,欺诈发行股票行为人的法律制裁。注册制

在一定程度上是依靠事后的救济、惩戒,来弥补和取代事前审核与事中检查的缺位。<sup>[26]</sup> 在美国,集体诉讼是保护小股东权益的有效司法途径。在1989年至1994年,六大会计事务所用于解决35起证券诉讼的花费是3.958亿美元,而整个行业解决50起证券集团诉讼的花费4.82亿美元。<sup>[27]</sup> 其中仅1992年六大会计事务所用于解决证券集团诉讼的费用支出就高达7.83亿美元,比六大所当年的审计收入还高出14%。由于集体诉讼原告众多、索偿巨大,很可能会令被告破产,所以对企图造假者具有强大的威慑力,使其不得不有所忌惮。而我国目前无论是行政处罚还是刑事制裁,均未达到足以震慑发行人放弃造假和欺诈公众投资者的程度。尤其是,因欺诈发行和交易遭受经济损失的投资者,民事救济手段的不足。当前,我国投资者因发行人及其相关主体提供虚假、误导性陈述或者有重大遗漏的信息,遭受投资损失时,要提起民事赔偿诉讼须受公权力的限制。只有对虚假陈述行为作出行政处罚决定或者刑事裁判之后,投资人才能向人民法院提出损害赔偿之诉,否则,不予立案。<sup>[28]</sup> 证券诉讼法制不健全,很多投资者在遭受投资损失时缺乏诉讼途径,无法维护自己的权益。因此,与美国相比,我国上市公司和相关中介机构造假成本太低,导致造假事件有增无减。因此,笔者主张,为了保障股票发行注册改革的成功,对发布虚假信息、欺诈发行上市的行为人必须施以严刑峻法;废除公权力对投资者行使民事救济权的限制,公权力只有在促进私权实现,保护投资者的经济损失获得充分、及时补偿的范围行使,才具有正当性。总而言之,只有确立发行人及相关主体的违法成本大于其违法收益的机制,使其得不偿失,才能为股票发行注册制的良性运行营造健康的环境。

---

[26] 参见李曙光:“新股发行注册制:行政让位市场”,载《经济参考报》2015年2月11日版。

[27] 参见 Steven P. Marino & Rence D. Marino, *An Empirical Study of Securities Class Action Settlements Involving Accountants, Attorneys, or Underwriters*, 22 see. L. J. 115, 148 (table) (1994); 转引自[美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京大学出版社2011年版,第192页。

[28] 参见《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2002年12月26日最高人民法院审判委员会第1261次会议通过,2003年2月1日起施行)第5~6条。