

证券发行注册制:制度机理、 实践与建议

朱 林*

摘要:注册制改革是当前资本市场改革的重中之重。本文从注册制的制度机理、制度实践和改革建议三方面入手,探寻注册制作为一项公法制度的应有之义。注册制旨在平衡行政监管权力与证券发行权利之间的关系,减少发行环节的行政干预、对市场应有的权利予以尊重和保障。美国、我国香港地区以及境内银行间市场的实践,为改革提供了参考依据。要推进注册制改革,必须重构现行的证券发行权利体系,强化信息披露民事责任、行政责任和刑事责任。

关键词:注册制 证券发行权利 信息披露为中心

自2013年中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》首提“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资”以来,注册制改革就成为推进资本市场法治化过程中的“牛鼻子”工程。在刚刚结束的第十二届全国

* 武汉大学法学院2013级博士研究生。

人民代表大会第三次会议上,李克强总理又在《2015年国务院政府工作报告》提出2015年年内要“实施股票发行注册制改革”。从推进到实施,注册制到来的预期越来越强烈。但注册制到底是什么,这一制度的价值何在,是否有成熟先例可循,以及在现阶段我国资本市场改革迈入深水区的背景下又应如何稳步推进?这一系列问题,既需要国务院证券监管部门的顶层制度设计,也需要理论界的研究和探索。本文拟从制度机理、制度实践和改革建议三方面入手,正本清源,探寻注册制的应有之义。

一、注册制的制度机理

关于何为注册制,学界众说纷纭,有学者将主要观点划分为“教科书派”和“流行误解派”两大类。^[1]“教科书派”的代表观点是:“注册制也称登记制或申报制,是指发行人遵循完全公开原则向证券监管机构申报并依法公开公司财务、业务等信息,证券监管机构对其申报公开的材料作形式审查而非实质审查,申报后经一段时间,即得发行证券的审核制度。”^[2]“注册制,又称申报制、登记制、公开主义或形式主义,是指发行人在发行证券时,应当并且只需依法全面、准确地把投资人作出投资决策所需的重要信息资料予以充分完全的披露,向证券主管机关申报;证券主管机关对证券发行人发行证券并不作实质性审查,而仅对发行条件作形式要件的审查,审查的内容为发行人资料的真实性、准确性和完整性;发行人公开和申报有关信息材料后,若未受到证券主管机关的阻止,即可发行证券。”^[3]“流行误解派”则认为:“美国‘注册制’的真实面目,包括由内而外的三个层面:第一层面是美国证监会的发行审核,核心是‘审’,但不‘否’(不因质量优劣而否决申请);第二层面是交易所的实质审核,核心是‘双否’,即对首次上市和维持上市

[1] 参见金幼芳、李有星:“论证券发行注册制的理想与现实”,载《证券法苑》(第十一卷),法律出版社2014年版。

[2] 陈岱松:“论证券发行审核制度”,载《河北法学》2004年第12期。

[3] 施天涛:《商法学》(第4版),法律出版社2010年版,第284页。

地位(反面即退市)运用实质判断和行使否决权;第三层面是作为证券准入市场整体的‘注册制’,包括占市场主导地位的理性投资者队伍,无处不在的集团诉讼、无处不在的做空机构、有效到位的民事救济等。〔4〕注册制不等于完全否决实质监管,只是实质监管的渠道和方式可能有不同的安排。”〔5〕

两类观点的主要分歧在于:前一种认为注册制下监管机构不应对应证券发行进行实质判断,遵循的是私法自治;后一种坚持注册之下监管机构仍要参与实质审核,强调的是社会利益优先。不论是“教科书派”还是“流行误解派”,关注点都在于注册制制度如何设计,但对注册制制度本身的价值属性,则罕有触及。探寻注册制的制度属性,必须先从其概念入手。通常说的“证券发行注册制”,实际上包含了“证券发行”〔6〕与“注册制”两层语义。“证券发行”是发行人出售证券的融资交易。〔7〕通过发行证券募集资金的办法主要有两种:一种是借钱,那就是发行债券;另一种是出卖公司的部分所有权,那就是发行股票。〔8〕发行人刊登招股说明书,向广大潜在的投资者发出要约邀请;投资者在阅读招股说明书后,以参与投标、摇号申购的方式向公司发出认购证券要约。一旦发行人承诺接受投资者要约,就达成了证券发行认购契约。投资者缴付认购款,公司将新发行的证券交付投资者,契约履行完毕。由此可见,证券发行是一种建立在投融资双方自愿平等基础上的合意行为,与一般契约行为并无两样。那“注册”又是什么呢?从发行人角度看,注册是在发行证券之前向监管机构履行的一种申报程序,不经注册,契约不得生效;从监管机构看,注册是对证券发行事务实施公共管理的一种手段和方式。法是社会关系的调节器,注册制作为一种法律制度,就是调整监管机构运用公权力对证券发行管理所形成的各种社

〔4〕 参见王啸:“我们需要什么样的注册制”,载《上海证券报》2013年11月20日。

〔5〕 参见蒋大兴:“隐退中的‘权力型’证监会——注册制改革与证券监管权之重整”,载《法学评论》(双月刊)2014年第2期。

〔6〕 考虑股票与债券属性不同,且十八届三中全会决议提出的是“推进股票发行注册制改革”,本文后续讨论的证券范围限定为股票。

〔7〕 北京大学课题组:“证券发行法律制度完善研究”,载《证券法苑》(第十卷),法律出版社2014年版。

〔8〕 朱锦清:《证券法》(第3版),北京大学出版社2011年版,第40页。

会关系。注册制本质是一种公法上的制度,是对证券发行监管行政权力运行加以约束、控制、引导的法律规范。要全面理解注册制的制度价值,必须解决三个问题:一是行政权力为什么要介入证券发行;二是行政权力应该怎样介入证券发行;三是如何防范权力异化。

(一)行政权力为何要介入证券发行

传统公共利益理论主张,市场失灵是无处不在的。行政干预是从公共利益观点出发,纠正在市场失灵下发生的资源配置无效和分配不公,是以维护社会秩序和社会稳定为目的。^[9] 该理论一定程度上阐释了行政权力介入证券发行的必要性,但在解释市场失灵导致的行政干预为何又引发了行政失灵时,陷入了悖论。“不仅主张公共利益的法律家,而且学术批评者、立法者、法官甚至某些行政官员都普遍认为,受管制利益或受保护利益在行政决定过程中得到了相对过分的代表,从而导致了一种持续的有利于这种利益的政策偏向”。^[10] 因此,必须跳出市场失灵的视角,从证券发行认购契约行为本身入手,寻找新的解释途径。

笔者认为,行政权力介入证券发行旨在促进契约自由与公平的统一。传统契约理论是建立在商品结构较为简单,买卖双方对商品质量、用途的了解基本对等的基础之上。它强调的是维护交易秩序稳定,提升交易自由和效率,以“买者自负、风险自担”为基本原则。但随着科技进步和经济发展,交易的商品越来越复杂,双方在交易标的信息占有、甄别和处理方面都存在较大差异,严重影响了交易双方的实质性合意——“意思一致而非表示一致”。过往只追求交易效率、自由的理念已不能满足社会中出现的各类纷繁芜杂的交易关系,确保交易双方的实质而不仅是形式公平,被提到一个前所未有的重要程度。交易的基本原则也从强调“买者自负”转为“卖者有责”。证券市场就是这样一个交易商品结构复杂、交易双方信息不对称的场所。它的价值发现不是一次性的精准定位,也没有一套固定的理论模式,而是建立在市场参

[9] 陈富良:《放松规制与强化规制》,三联书店2001年版,第14~15页。

[10] [美]理查德·B.斯图尔特:《美国行政法的重构》,沈岗译,商务译书馆2002年版,第65页。

与者对大量市场信息的解决基础之上,通过大量市场参与者在“讨价还价”的博弈过程中形成的。正是由于“证券交易不同于一般商品交易,在公众化集中交易的条件下,交易双方信息不对称,一对多,多对多,因此证券市场在强调买者自负的同时,必须强调卖者有责”。^[11]

从“买者自负”到“卖者有责”,从以契约自由为中心转向自由与公平并重,是对资本市场契约精神内涵的重新认识。“资本市场崇尚契约精神。所谓契约精神包括契约自由、契约平等、契约信守和契约救济,核心是诚信无欺、契约正义”。^[12]一方面,实现契约正义,必须建立起一套促使信息优势方向信息劣势方公开信息的强制法律规定,如果没有这种强制规定,发行人也就没有义务向投资者披露影响投资决策判断的潜在信息,尤其是可能对证券发行价格造成不利影响的风险信息。另一方面,要确保维护契约正义的法律规定得以实施,还必须要有相应的国家强制力作后盾。强制的方式有两种:一种是利益受损的投资者通过司法获得事后救济;另一种是监管机构事前介入,对可能发生的危害投资者利益的行为予以打击。在解决司法优先还是行政优先的问题上,经济学的“不完备法律理论”指出:在法律不完备的情况下,行政监管机构在确保法律实施方面比法庭更有效。法律通常是不完备的,包括语义不确定、不能涵盖所有现实情形等问题,因此立法者必须将剩余立法权分给法庭和行政监管机构,让它们在实践中完善立法的空白模糊地带。与行政相比,司法是被动的,司法程序只有在损失发生后才能启动,而行政监管机构只要发现有足够高的预期损害程度,就可以主动出击。在高度不完备的法律下,如果损害行为会产生大量的外部性,

[11] 中国证监会:“把维护中小投资者合法权益贯穿监管工作始终——肖钢主席在证监会加强中小投资者保护工作会议上的讲话”,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201401/t20140106_240966.html,2015年3月27日访问。

[12] 中国证监会:“把维护中小投资者合法权益贯穿监管工作始终——肖钢主席在证监会加强中小投资者保护工作会议上的讲话”,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201401/t20140106_240966.html,2015年3月27日访问。

行政监管优于法庭。^[13] 其实,法学界早就意识到法律不完备性的存在,哈特指出,“人类立法者不可能预知未来可能发生之所有情况的组合”,^[14]“有些时候,人们从一开始就会认识到某个需以法律加以控制的领域,在其中个案所具有的特征,在具有社会重要性但却无法预测的许多面向上的变化是如此之大,以至于立法机构无力预先架构出可以有效地在各种个案上一体适用的规则,而不需进一步的官方指示”。^[15]

为消除信息不对称造成的交易双方真实意思不一致,立法者从促进自由与公平统一的角度出发,引入了强制信息公开的法律制度;同时,由于法律内生的不完备性,使行政权力在保障信息公开法律实施的过程中具有比较优势。这既是行政权力介入证券发行过程的价值所在,也是注册制得以存在的理论前提。

(二)行政权力应怎样介入证券发行

我国的证券发行监管经历了审批制、核准制两个阶段。其中,审批制可划分为“额度管理(1993~1995年)”和“指标管理(1996~2000年)”,核准制也可分为“通道管理(2001年3月至2004年2月)”和“保荐管理(2004年2月至今)”,监管手段从注重计划到注重市场,整体是朝着减少行政干预的方向不断改进。那么,注册制下的监管机构又应有所为、何所不为?

为者,以信息披露为监管中心。信息披露又称信息公开,旨在确保人们在寻求、获取证券发行信息方面的自由和平等,其秉承的基本理念是“每个投资者应自己做出决定,这样市场才能自由地发挥其功能,从而有效地分配社会资金。为了使投资者做出决定,相关信息必须提供给他或她”。^[16] 证券市场的价值包括投资价值和投机价值。投资价值的发现实现了市场资源的优化配置,投机价值的发现则提高了市场的活跃程度。价值发现是市场参与者在大量市场信息解读过程中实现的,要实现公平交易和资源高效配置,就必须让所有影响定价的信息公

[13] 参见[俄]卡塔琳娜·皮斯托、许成钢:“不完备法律——一种概念性分析框架及其在金融监管发展过程中的应用”,载吴敬琏主编:《比较》(第3辑),中信出版社2002年版。

[14] [英]哈特:《法律的概念》,许家馨、李冠宜译,法律出版社2011年版,第129页。

[15] [英]哈特:《法律的概念》,许家馨、李冠宜译,法律出版社2011年版,第131页。

[16] 转引自崔明霞:“证券发行制度研究”,载《河北法学》2000年第6期。

布于众,以确保市场参与者能据此做出理性反应。强制信息披露制度发端于英国,成熟于美国。18世纪英国股市投机盛行,制造虚假信息诱骗投资者认购股票的事件时有发生,引发了公众对股市的信任危机。为重振投资者信心,英国国会于1720年通过了《泡沫法案》,“禁止以公共利益为幌子,征求公众认股,使无戒心之人认购而筹得巨款的行为”^[17]。1844年,又在《公司法》中要求公司募股必须“经由公开说明书注册,否则视为发出此公开说明之发起人、董事及公司职员对认股人之欺诈,除非后者已知悉此契约”^[18]。美国承袭英国法的理念,于20世纪30年代大萧条时期推出了以强制信息披露为核心的《1933年证券法》。该法案的起草者 Sam Rayburn 概述道:本法案的宗旨是要在尽可能的范围内将证券的所有人与公司的管理层面置于平等对称的地位;就可获取的信息而言,将买卖双方置于同一层面。也就是说,国会没有剥夺公民不可剥夺的自我愚弄的权利,国会仅是试图阻止人们愚弄他人。^[19]信息披露使每一个投资者都有公平的机会来选择投资标的。它不能确保每个投资者都能获利,但它至少使每个投资者在做出决策时是处在公平公正的起点上。而证券监管机构的职责则是确保信息传播途径畅通,完善信息披露规则,加重对信息披露违法行为的事中事后监管,防范和纠正市场信息传播过程中的误导和失真。

不为者,减少对证券发行主体的实质判断。实质判断存在以下四点弊端:一是容易诱发权力寻租,美国经济学家 William Jack Baumol 提出,如果政府对经济活动的干预是以质量标准或是市场准入的形式出现,经济主体就会有积极性来贿赂掌握权力的官员,并进行非法市场交易,把资源配置于非生产性领域。二是扭曲了资本市场的供需关系,发行节奏、发行价格这些本应由“看不见的市场之手”决定的问题,由于受到“看得见的行政之手”干预,扭曲市场的供需平衡,干扰了市场的自我调节能力。例如,2012年上市的洛阳钼业和浙江世宝,在市场需求旺盛的情况下仍被迫调低市场价格,造成发行价格和融资规模大幅

[17] 参见余雪明:《证券管理》,台湾国立编译馆1983年版,第105~106页。

[18] 参见余雪明:《证券管理》,台湾国立编译馆1983年版,第106页。

[19] 转引自郝素珍、高建宁:“证券发行核准制与注册制的比较分析”,载《华东经济管理》2007年第12期。

下调,并导致洛阳钼业和浙江世宝上市首日分别暴涨 221% 和 626%。三是容易激发投资者与监管部门的矛盾,监管部门的实质审查构成了对发行股票企业质量的隐形担保,既不利于培养投资者客观、理性的投资理念和投资技能,也造成了投资者对监管部门审查的依赖心理。一旦出现企业欺诈发行,投资者利益受损,社会舆论往往把矛头焦点直指监管部门。四是无法防范胆大妄为的造假企业。各家企业的行业背景不同,商业模式、经营情况千差万别,期望监管部门的工作人员在短时间内通过阅读书面材料来发行问题本来就很难,更何况是企业 and 中介机构故意隐瞒的重大缺陷。而“注册制的精神就在于监管机构不再对股票发行本身的质量做出评价,而仅仅考核其是否符合法律规定,并保证发行人真实有效的信息披露。至于股票有无投资价值、某家企业价值几何等,都需要投资者自行评判。注册制改革,核心就是让市场来实现优胜劣汰”。^[20] 证券监管机构必须改变以往对企业质量、投资价值进行事前判断和行政“背书”的做法,充分发挥市场多空力量在证券发行价格形成过程中的博弈机制,摒弃父爱主义情节,将行政权力的重心从事前材料审核转到事中风险防范和事后处罚,从之前的“选好人”变为“抓坏人”上来,不断致力于增加信息披露制度供给,督促发行人依照真实、准确、完整、及时的标准公开披露信息。

(三) 如何防范证券发行环节的权力异化

有权不可任性。“但是,权力在社会关系中代表着能动而易变的原则,在权力未受到控制时,可以将它比作自由流动、高涨的能量,而其结果往往具有破坏性”。^[21] “行政主导下的额度制、审批制、核准制,可能初衷是好的,是想选择优质的上市公司,防止劣质公司上市圈钱,是想让资本市场健康发展。但实际情况与父爱主义的初衷背道而驰,行政主导下的权力发审不但没有选出优质的公司,反而成了权力寻租的温床,各种带有财务欺诈的公司通过形形色色的公关,纷纷高价上市圈钱,拿了好处的监管部门睁一只眼闭一只眼,而这些公司却成了打不

[20] 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。

[21] [美]E. 博登海默:《法理学:法律哲学与法律方法》,邓正来译,中国政法大学出版社2004年版,第373页。

得、骂不得的保护对象”。^[22]因此,要落实注册制的精髓要义,就必须管住监管机构“闲不住的手”,形成对行政权力的有效制约。

在制约权力的诸多方式中,权利制约是最有效的方式。权利制约权力的实质在于,通过把人的某种资格利益宣布为在道德或法律上不可侵犯,来形成权利主体与政治权力之间或弱或强的对峙。^[23]另外,明确证券发行的权利属性,也有助于更深刻理解证券发行监管权力的来源。这种监管权力是市场在靠自身机制无法维持秩序或纠正错误时,各市场主体向政府做出的权利让渡。监管权力源于市场主体权利的授予,反之也必须服务于市场主体。这就要求监管机构不能擅自僭越职责边界、干扰市场交易自由。

有观点认为:证券发行是发行人的一项固有权利,无须经过政府批准或进行特别授权。证券发行是一项普遍的权利,法律保障履行法定义务的发行人都有接受市场选择的机会。^[24]也有观点认为,从域外各国或地区证券发行监管的历史发展看,证券发行是由皇家特许权逐步发展为一项涉及社会公众利益的商事权利,在英美法系国家证券监管史上,直到法定披露理论确立之后,证券发行权才被视为一种商事权利,但又由于此权利的行使涉及公共利益即投资者的利益,故必须受到法律的约束,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。^[25]笔者认为,注册制下的证券发行具备权利的一般属性。权利理论指出,任何一种权利都包括利益、主张、资格、权能、自由五方面因素。^[26]证券发行作为一项权利,也不例外。首先,证券发行体现为一种低成本的融资方式。相较于银行贷款等间接融资,证券发行融资具有筹资成本低、筹资规模大等直接融资的优点,而且企业进入证券市场成为上市公司后,本身也会提升信用评级、获得更加优惠的资金成本。

[22] 苏培科:“防止以‘注册制’之名行审批之实”,载《中国经营报》2014年11月24日。

[23] 参见夏勇主编:《法理讲义关于法律的道理与学问》,北京大学出版社2010年版,第89页。

[24] 参见郭明新:“证券发行与上市制度国际比较研究”,吉林大学博士学位论文。

[25] 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。

[26] 参见夏勇:《人权概念起源——权利的历史哲学》,中国政法大学出版社2001年版,第46~47页。

其次,证券发行是企业做大做强、提升自身资质声誉的内生主张。发行股票意味着增加资本,现代经济社会中,“公司是一种资本的集合,其所确定的资本既是公司从事经营活动的物质基础,同时又是公司信誉和责任的担保”。再次,企业发行证券是一项法定资格。《公司法》第133条规定了股东大会可以自行议定发行新股的种类、数额、价格等,涉及公开发行的只要再符合《证券法》第13条具备健全且运行良好的组织机构、具有持续盈利能力、财务会计文件无虚假记载等条件,就拥有了(公开)发行证券的法定资格。复次,证券发行是企业自治能力的体现。企业可依其独立意志决定是否与投资者之间缔结证券发行契约,国家对双方的契约行为加以确认、界以拘束力,但不妄加干涉。最后,注册制给予企业发行证券的充分自由,能不能发行、何时发行、以什么价格发行,均由企业和市场自主决定。

由此可见,注册制下的证券发行代表了企业的一种正当主张。这种主张由法律赋予资格,非经法定程序不可抑制或剥夺。注册制要求证券监管机构实行有限权力,让市场正常的供需关系决定市场博弈与利益分配,是对证券发行权利属性的理性回归和权力运行体系的重新规范。“它是让市场正常的供需关系决定市场的博弈与利益分配,是监管者通过对自己的权力约束带来市场的重生与活力喷发”。^[27]

二、注册制的制度实践

(一) 美国

美国是注册制的实施典范,具体包括联邦和州两个层面的注册。在证券发行过程中,发行人必须向美国证监会(SEC)和计划进行销售活动所涉及的州证券监管机构提出申请,只有经过SEC和这些州证券监管机构的同意后,才能在各州发行证券。对于在美国境内进行首次公开发行的本土企业而言,如果既不符合1996年《资本市场促进法》

[27] 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。

的联邦优先管辖范围,又不符合相关州的注册豁免规定,那么通过 SEC 注册审查仅仅是完成了“洗礼的一半”,而另一半的洗礼则是继续接受各州证券监管机构的审查。^[28]

联邦层面的注册制源于《1933 年证券法》,强调发行人全面充分披露信息;州层面的注册制则源于各州的“蓝天法”(Blue Sky Laws),除了强调披露信息,还对拟在本州发行的证券进行实质性审查。以堪萨斯州(Kansas)2011 年 7 月生效的《证券法案》及相关规章看,除了大量关于发行证券所需要披露的信息外,还包括关于证券发行价格过低的审核、利益冲突的审核、股东的投票权是否有保障的审核、历史上股利发放情况的审核、发行人股权情况的审核以及承销费和发行费用方面的审核。^[29]

1. 联邦层面的注册。发行人需要向 SEC 提交注册文件,具体包括招股说明书和附件两部分。其中,招股说明书的内容涉及发行人业务、风险因素、财务报表和相关财务信息、管理层讨论、分销计划;附件涉及重要合同、章程文件、法律意见书、税务意见书、承销协议等。在招股说明书中,发行人业务部分是重点章节,披露的信息点包括企业主业是什么,产品和服务是什么,客户和供应商是谁,生产设施在哪里,有多少雇员等。这些问题一般都是开放性的,企业可根据实际情况回答。风险因素部分是必备章节,风险因素必须是发行人所特有的风险,而且必须以简明、逻辑清晰的方式披露。财务报告必须依据公认会计准则编报^[30]并经在公众公司会计监管委员会备案的注册会计师事务所审计,内容包括三年期的合并损益表、现金流量表和股东权益变动表,两年期的合并资产负债表。管理层讨论部分则主要从管理层视角向投资者解释企业为什么会赚钱,利润从何而来,以及如何满足日常生产经营的流动性需求等。分销计划部分披露承销商的名称和向承销商支付的

[28] 参见李燕、杨滢:“美国法上的 IPO‘注册制’:起源、构造与论证——兼论我国注册制改革的移植与创生”,载《比较法研究》2014 年第 6 期。

[29] 转引自张蓉、孟小迪:“中国证券发行注册制改革的思考”,载《生产力研究》2014 年第 2 期。

[30] 外国企业可以根据国际财务报告准则,或与美国公认会计准则协调的其他会计准则编制财务报告。

费用,募集资金的用途以及证券销售方式。整套注册文件通过 EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval System) 系统提交备案,并在 SEC 网站上供投资者免费查询。

发行人提交上述文件后,SEC 的工作人员将对信息披露文件内容进行审查。审查人员的职责包括阅读信息披露文件,提出问题以及用书面形式就披露文件的内容与发行人和中介机构交换意见,旨在协助发行人全面充分披露信息。在审查过程中,SEC 从独立、客观、公正的角度对信息披露情况进行评判,并要求发行人充分披露风险。如果 SEC 认为信息披露文件中的问题都已经得到妥善解决,则可以应发行人要求宣布注册文件生效;否则根据《1933 年证券法》第 8 节,SEC 有权对注册申请发出“拒绝令”(Stop Order),阻止注册生效。

2. 州层面的注册。州层面的注册分为通知注册(notification)、协调注册(coordination)与质量注册(qualification)三种方式。(1)通知注册。通知注册只要求发行人向州证券监管机构履行告知义务,发行人通常会在发行前提交一份简要表格,州证券监管机构不作事前审查,以纽约州(State of New York)和新泽西州(New Jersey)为代表。(2)协调注册。协调注册强调联邦和州之间的监管平衡,发行人需要向州证券监管机构提交经 SEC 注册生效的披露文件以及州额外要求的信息披露资料,州证券监管机构通常在进行形式审查后批准发行人在州内发行证券,以马里兰州(Maryland)为代表。(3)质量注册。实施质量注册方式的州,遵循信息披露和实质监管并重的理念。发行人需要向州证券监管机构提交详细资料如财务状况、股本结构,州证券监管机构对发行人是否符合州内立法规定的实质性条件进行审查,以肯塔基州(Kentucky)、新墨西哥州(New Mexico)为代表。

(二)我国香港地区

香港证券发行上市审查实行合一监管。监管架构分三层:第一层是香港政府,包括财政司和财经事务及库务局,负责制定整体发展方向和政策,推动并协调各项旨在提高整体市场素质的措施,确保香港的监管制度符合现代商业运作的需要,但不参与具体监管;第二层是香港证监会,作为法定监管机构,负责执行证券及期货市场条例,促进与鼓励证券期货市场的发展,监督及监察香港联交所履行其与上市事宜有关

的职能及职责；第三层是香港联交所，作为前线监管者，是发行上市申请人的主要联络平台，负责审批上市申请文件，确保香港市场公平、有序、透明。

香港证监会是证券发行上市审查权力的源头，香港联交所的权力来自证监会的转授。香港证监会通过监督香港联交所是否依法行使审查权，间接地履行对证券发行上市的监管职能，同时其拥有法定的调查及执法权，并保留最终否决权。香港证监会将审查权力转交给香港联交所，主要是为避免其身兼指控者和裁判者的双重角色可能形成的利益冲突，保证行政处理决定的公正性和独立性。

对申请人提交的材料，香港目前采用的是“双重存档制度”。所谓“双重存档制度”，是指股票发行上市“申请人须在向某认可交易所呈交申请书的日期后一个营业日内，将该申请书副本送交证监会存档”。^[31]通俗地讲，就是由香港证监会和香港联交所同时对申请人提交的材料进行审查，但各自关注内容有所不同。（1）香港证监会关注申请人是否符合《证券及期货条例》规定的信息披露要求。该条例规定：申请人已发行或将会发行的上市申请，须载有在顾及该申请人及该等证券的特质下属需要的详情及资料，以使投资者能够就该申请人在申请时的业务、资产、负债及财务状况，以及就该申请人的利润与损失和依附于该等证券的权利，做出有根据的评估。^[32]大多数情形下，香港证监会履行的是形式审查，并向香港联交所出具审查意见。香港证监会如果认为申请人在信息披露方面存在虚假陈述或误导，或者有欺诈或非法关联交易等行为，将会出具反对意见函。（2）香港联交所关注申请人是否符合《上市规则》和《公司条例》规定的上市条件。联交所内设上市科和上市委员会，上市科负责预审，重点关注申请人是否符合客观的上市条件如是否满足“盈利、市值、收入、现金流量”量化指标、“管理层及控股权的连续性”、“公众持股比例”。上市委员会负责聆讯和作出决定，重点关注申请人是否符合一些主观性较强的上市条件如“业务、盈利的可持续性”、“是否过分依赖主要客户”、“董事及其

[31] 参见我国香港地区《证券及期货条例》第V章第5条。

[32] 参见我国香港地区《证券及期货条例》第V章第3条。

股东是否胜任”、“是否过分依赖于母公司集团”、“是否与母公司的业务有严重重叠”。对这些主观性较强的上市条件,上市委员会尽量避免实质判断,而是坚持披露优先的理念,让申请人在文件中不断补充说明相关信息。

整个审查工作以香港联交所为主,香港证监会为辅。发行上市申请必须取得香港联交所上市委员会的批准以及香港证监会发出的“不反对有关上市申请”的通知,方为通过。申请被拒绝的,申请人可向联交所提请复核。根据拒绝时所处的审查阶段不同,又可分为:(1)上市科拒绝的申请,向上市委员会提请复核。(2)上市委员会拒绝的申请,由上市委员会组织其他委员进行二次复核。一般情况下,二次复核结果是最终决定。但对单纯因不符合主观性较强的上市条件而被拒绝的,申请人还可继续向上市上诉委员会提请复核。上市上诉委员会由香港联交所主席、香港联交所董事以及主席委任的第三名成员组成,其复核决定有终局效力。

(三) 境内银行间市场

注册制其实并非完全舶来品,境内早有实践。2008年4月,中国人民银行就颁布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》,授权银行间交易商协会对本质上属于公司债券的“中期票据”等债务融资工具进行“注册”发行和自律管理。开启了央行转变政府管理职能,由交易商协会行使中期票据的注册、发行、交易、信息披露和金融中介管理等职能,实现自律管理,央行担纲市场监管者的改革序幕。^[33]

经过七年的发展,目前适用注册制的债务融资工具除了中期票据外,还包括短期融资券、超短期融资券、中小企业集合票据、资产支持票据和非公开定向债务融资工具。根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册工作规程》等相关规定,债务融资工具的注册程序包括“双向选择、尽职调查、报送注册文件、注册文件初评、提交注册会议审查”五个主要环节。1. 有发行债务融资工具的企业(非金融类)根据

[33] 参见洪艳蓉:“公司债券制度的实然与应然——兼谈《证券法》的修改”,载《证券法苑》(第五卷),法律出版社2011年版。

自身情况聘请主承销商、律师事务所、会计师事务所和信用评级机构；各中介机构对企业情况进行评估，决定是否接受企业委托。2. 主承销商通过查阅、访谈、列席会议、实地调查、信息分析、印证和讨论等方法开展尽职调查，并撰写尽职调查报告。律师事务所在充分尽职调查的基础上，出具包括对发行主体、发行程序、发行文件的合法性以及重大法律事项和潜在法律风险等内容的法律意见书。会计师事务所依据相关规定对企业进行审计，并出具审计报告。信用评级机构在充分尽职调查的基础上，独立确定企业和债务融资工具的信用级别，出具评级报告，并对其进行跟踪评级。3. 企业和中介机构填报相应的注册文件，并送达银行间市场交易商协会秘书处注册办公室。4. 注册文件初评，实行初评人和复核人双人负责制，对注册文件的信息披露情况进行评价。5. 注册会议每周召开一次。参会人员为来自投资者、律师、会计师和其他市场机构的专家代表。每次开会从专家库^[34]中随机抽取5名专家，这些专家以个人身份参会并表决。表决意见分“接受注册”、“有条件接受注册”、“推迟接受注册”三类，如5名注册专家均发表“接受注册”意见，注册立即生效；如2名（含）以上发表“推迟接受注册”意见，则退回注册文件；其他情况的，属于有条件接受注册。

银行间市场实施注册制以来，债务融资工具的发展规模逐渐扩大，在整个债券市场（含银行间市场和交易所市场）所占的比重日益上升。统计数据显示，2008年债务融资工具的发行规模仅为0.59万亿元，占当年债券市场发行总规模的比重为8.3%^[35]，2014年债务融资工具的发行规模则增长至4.12万亿元，占当年债券市场发行总规模的比重为34.7%^[36]。

从上述对境内外注册制的实践考察可以发现，不论是美国联邦与

[34] 银行间交易商协会公布的注册专家库名单中共有122名专家。参见中国银行间市场交易商协会：“银行间债券市场非金融企业债务融资工具注册专家名单”，载中国银行间市场交易商协会网站，http://www.nafmii.org.cn/zlgz/201202/t20120226_1648.html，2015年3月27日访问。

[35] 中央国债登记结算公司信息部：“2008年债券市场年度分析报告”，载中国债券信息网，<http://www.chinabond.com.cn/Channel/63390>，2015年3月27日访问。

[36] 中央结算公司债券信息网：“2014年债券市场统计分析报告”，载中国债券信息网，<http://www.chinabond.com.cn/Channel/63390>，2015年3月27日访问。

州之间发行注册的双重监管,还是香港发行上市审查中的双重存档,抑或是境内央行与自律协会对债务融资工具注册监管的职权划分,都以政府有限权力、信息披露为中心、尊重市场权利为核心要义。由此可见,要建立行之有效的注册制体系,必须解决好行政权力的规范运行与市场主体正当融资权利之间的关系。能否以保障权利为导向来制约和引导行政权力,也就成为衡量“真假”注册制改革的一把标尺。

三、注册制的改革建议

(一) 重构证券发行权力体系

注册制改革不是简单降低或取消发行条件,而是一个证券发行权力再次接受市场权利让渡的过程,必须对权力的实施主体、实施范围、实施程序等重新加以规范。具体而言:

1. 证券发行前端审查职能移交证券交易所。注册制与核准制相比,核心在于证券发行权力的配置和运行方式发生了根本变化。注册制下,证监会弱化前端行政干预,由更贴近市场一线的证券交易所承担对发行人信息披露文件的具体审查工作。但是,这种审查不是核准制下严格实质性审查的翻版,发行人的投资价值也不应简单反映为财务指标与合规指标的糅合,而是用严格完善的信息披露制度代替原先的行政“背书”,让充分公开披露的信息成为投资决策的核心依据。注册制下减少行政干预并不意味着“权力型”证监会的隐退。相反,为了维持一个更加健康有效的证券市场,我们需要一个更强大的证监会,只是,配合注册制的推行,证监会在具体权力构造上,应当进行适当调整——应进一步凸显证监会的“司法性”权力,修正其仅作为行政许可机关的——“行政权力型”机构的陈旧形象。^[37] 证监会应加快推进监管转型,将工作重心转移到证券发行事中风险防范和事后监管处罚上来,并赋予证监会更强大、更独立的调查权、执法权和处罚权,整个发行

[37] 参见蒋大兴:“隐退中的‘权力型’证监会——注册制改革与证券监管权之重整”,载《法学评论》(双月刊)2014年第2期。

监管权力架构从“严进、宽管、轻罚”调整为“宽进、严管、重罚”。

2. 审查重心从解释“为什么”变为讲清“是什么”。核准制下,监管机构将发行人是否合规作为关注重点,追求发行条件整齐划一。但不同行业、类型的发行人,经营状况、盈利模式千差万别,希望通过几条僵化的发行条件就挑选出“好企业”,既不科学也不现实。在合规监管的导向下,发行人必须讲清“为什么”并承担举证责任,否则就被推定为不符合发行条件,甚至是有造假嫌疑。个别企业为满足合规要求,不惜“动大手术”如拆除海外红筹架构、合并注销同一实际控制人控制的有关联关系或同业竞争关系的企业。注册制下,监管机构不能再继续对企业该做什么、怎么做提具体要求,而是给市场留下更多的自主判断空间。发行人不需要向监管机构证明自己“为什么是好孩子”,而只需向市场讲清楚自己的业务和经营模式“是什么”,减少自由裁量空间,给更多的优秀企业提供一个在市场中公平竞争和接受检验的机会。

3. 取消发行市场价格管制。价格是市场资源配置的信号,让市场在资源配置中起决定性作用,从某种意义上讲就是让价格起决定性作用。在发行价格改革方面,2005年起推行的市场化询价制度,至2011年已经初见成效。统计数据显示,2007年新股上市首日平均涨幅为193.07%,2008年平均为114.87%,2009年平均为74.51%,2010年已经下降到41.9%,2011年则仅为21.08%,甚至出现了八菱科技、朗玛信息发行失败的案例,理性定价态势初现端倪。但2012年开始的一系列改革,又加强了对发行价格的行政干预如市盈率不得高于同行业上市公司平均市盈率25%,优先配售给公募基金、社保基金等机构投资者。行政干预催生了一系列市场“怪相”如众信旅游首发询价期间剔除了96%最高报价,中标原则是“价低者得”,中科曙光上市后连续22个涨停,兰石重装上市后连续24个涨停,市场进入了“博傻阶段”。^[38]注册制下,必须改变行政干预价格形成机制的做法,将监管的重心转移到关注价格形成过程是否公开透明、定价的行为是否有违公平上面来,让交易双方在市场多空博弈的过程中回归理性。

[38] 参见吴黎华:“兰石重重复牌迎24涨停嘲讽新股发行体制次新股炒作沦为博傻游戏”,载《经济参考报》2014年11月13日。

4. 严守法定审查期限和审查程序。(1)《证券法》第24条规定,证券监管机构应当自受理证券发行申请文件之日起三个月内,对申请作出核准或者不予核准的决定。实践中这一规定并未严格执行,暂停新股发行的情况时有发生。2005年6月~2006年6月,2008年12月~2009年6月,2012年10月~2013年12月,2014年2月~2014年6月,监管机构就四次暂停了新股发行,严重影响了发行人的融资计划安排。(2)《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》第17条规定,审查部门的反馈意见必须以书面形式告知行政申请人,原则上必须一次告知,确有需要的,以二次书面反馈为限。^[39]但实践中,发行人经常接到审查部门工作人员的口头反馈,这种反馈不采用法定形式,反馈的次数也远超过二次。但令人欣慰的是,证监会自2015年2月1日起开始在网站上公开对发行人的反馈意见和反馈意见答复,^[40]接受社会公众对审查过程的监督,一定程度上保障了发行人在审查过程中的合法权益不受侵犯。(3)简化审查环节。目前首次公开发行股票审核工作流程包括受理和预先披露、反馈会、见面会、预先披露更新、初审会、发审会、封卷、会后事项、核准发行九个环节。^[41]可以考虑删减见面会和初审会环节。就见面会而言,其初衷在于建立发行人与监管部门之间的初步沟通机制,但实践中多流于形式,而且在以信息披露为中心的审查导向下,所有与审查相关的信息都应在申报书面材料中反映,也不需要通过见面会这一渠道向审查部门传递更多信息。就初审会而言,其初衷是帮助发审委进行事前把关,但这在一定程度上弱化了发审委的独立判断,也不利于形成对初审工作的监督。不论注册制实施后是否还保留发审委或类似于发审委的机构,都建议取消初审会环节,强化发审委(如有)独立判断、独立担责的意识,增强审查部门内部的监督制约。

[39] 第17条第3款还考虑了极端例外的情形,但要求此种极端情形下的书面反馈必须经证监会负责人批准。

[40] 中国证监会:“发行监管问答——关于反馈意见和发审会询问问题等公开的相关要求”,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/gzdt/201501/t20150123_267102.html,2015年3月27日访问。

[41] 中国证监会:“中国证监会发行监管部首次公开发行股票审核工作流程”,载http://www.csrc.gov.cn/pub/zjpublic/G00306202/201503/t20150327_274259.htm,2015年3月27日访问。

（二）强化信息披露责任

注册制的目标就是建立以信息披露为基础的证券发行市场，让市场之手在调节供需关系中起决定作用。要实现这一目标，必须强化信息披露责任，构建民事、行政、刑事三位一体的追责体系。

1. 夯实民事责任的补偿作用。民事责任主要在于对权利损害和财产损失进行救济，以补偿和恢复原状为目标。证券发行本属一项民事主体之间的契约行为，违反信息披露义务的发行人违背了诚信原则，理应首先承担民事责任。（1）证券发行民事责任集中体现在《证券法》第69条，从归责原则看，发行人承担的是无过错责任，而发行人的控股股东、实际控制人承担的是过错责任。但实践中，往往是控股股东、实际控制人对公司的意思形成起到关键甚至决定性作用，也是侵占中小股东利益的直接获益者，建议修法时将控股股东、实际控制人承担民事责任的归责原则改为无过错责任。（2）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》（法释〔2003〕2号）第6条规定，投资者提起虚假陈述证券民事赔偿诉讼时需要提交行政处罚决定书。这一做法变相提高了诉讼门槛，不利于投资者通过司法途径维护合法权益。一方面，追究民事责任与行政责任，本身就不存在时序或逻辑上的先后关系；另一方面，法庭中的举证、辩论，也有利于促使监管机构在执法过程中了解更多的事实证据，形成司法与行政互相协助、互相促进的局面。（3）推动建立先行赔付制度。所谓“先行赔付”是指在发生虚假陈述案件时，在对发行人的行政处罚、司法裁判还未做出时，由虚假陈述民事赔偿责任的连带责任人之一先行垫资向投资者承担赔偿责任，然后再向未参与先行赔付的发行人及其他连带责任人进行追偿的一种措施。在万福生科案件中，先行赔付制度收到了很好的实践效果。^{〔42〕} 建议结合注册制改革，将先行赔付作为一种可供发行

〔42〕 证监会查处万福生科案过程中，平安证券作为万福生科首次公开发行并上市的保荐机构及主承销商，推出了对受损投资者的先行补偿方案，并以自有资金3亿元设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，委托中国证券投资者保护基金有限责任公司担任基金管理人。专项补偿基金采取“先偿后追”模式，即平安证券先以基金财产偿付符合条件的投资者，然后通过法律途径向万福生科虚假陈述的主要责任方及连带责任方追偿。

人、中介机构和投资者自行选择适用的制度在法律中予以明确。

2. 强化刑事责任的威慑制裁作用。刑事责任以威慑为目的,强调对严重危害社会秩序的犯罪行为予以制裁。证券发行,尤其是公开发行涉及的范围较广,欺诈发行不仅是侵害了投资者的经济利益,更是动摇了整个社会的信用基础,危害了证券市场的正常运行,必须对此类犯罪行为严厉打击。(1)明确《刑法》第160条“欺诈发行股票、债券罪”和第161条“违规披露、不披露重要信息罪”的构成要件。“欺诈发行股票、债券罪”的要件之一是“发行股票”,那么对未成功发行的,是界定为“未遂”还是“无罪”。“违规披露、不披露重要信息罪”的要件之一是“依法负有信息披露义务的公司、企业向社会公众提供虚假的财务会计报告”,这里的“依法”具体是什么法,是否包括监管机构的规章和证券交易所的信息披露规则;“负有信息披露义务”的责任期限又如何界定,是从证券发行文件申报时起,还是首次预披露起,抑或是注册生效后刊登招股说明书时起。(2)加大证券发行的刑事追责力度。经济分析法学的研究表明,当从犯罪中得到的效用值小于犯罪成本时,犯罪人将不采取犯罪行为。用公式表达就是 $U < P \times S$,其中U代表犯罪的效用,P代表被发现和定罪的可能性,S代表刑罚力度。当犯罪被发现的可能性越小,或者刑罚力度越小,犯罪人就越倾向于犯罪。以“违规披露、不披露重要信息罪”为例,此罪名适用的刑罚仅为三年以下有期徒刑、拘役、二万元以上二十万元以下罚金,与犯罪成功攫取的亿万募集资金相比,制裁力度明显过轻。考虑到本罪侵犯的是证券市场稳定运行的秩序以及广大投资者的财产权利,建议在刑罚设置上向“集资诈骗罪”看齐,对主要责任人员的自由刑设置五年以下、五年以上十年以下、十年以上有期徒刑三个幅度,数额特别巨大、情节特别恶劣的处无期徒刑或者死刑。另外,近年来在证券发行中从事欺诈、违规披露信息行为的主体不在少数,可被追究刑事责任的也只有绿大地、万福生科及其相关的主要责任人员。^[43]如不能发

[43] 绿大地案,昆明市官渡区人民法院一审判处绿大地公司罚金400万元,法定代表人何学葵有期徒刑3年,缓刑4年;昆明市检察院提起抗诉,认为量刑偏轻、审级违法;昆明中院最终判处绿大地公司罚金1040万元,董事长何学葵有期徒刑10年。万福生科案,长沙市中院判处万福生科公司罚金850万元;董事长龚永福因欺诈发行股票罪被判有期徒刑3年,因违规披露重要信息罪被判有期徒刑1年,并处罚金10万元。

挥刑事制裁的强大威慑力,对欺诈发行、违规披露信息者加以褫夺、苦痛与权利限制,建立以信息披露为中心的市场秩序就只能是停留在纸面上的一句空话。

3. 发挥行政责任的高效打击作用。行政责任是介于民、刑两者之间的法律制裁方式,兼具有矫正与惩戒功能。由于其适用程序简单高效,在精准打击欺诈发行和违规信息披露行为,遏制风险蔓延和防范危害后果扩散等方面具有民事、刑事责任不可替代的作用。注册制下,伴随监管机构的工作重心向制定监管规则、监督审查过程、处理违法违规行为方向转变,更应注重将行政处罚作为监管工作的抓手和着力点,对失信违法者给予沉重甚至致命一击,让市场主体真正敬畏法律。监管转型后,市场主体准入后的持续监管工作量大幅提升,发现和查处违法违规行为的数量与难度显著增加,需要持续规范的经费预算和科技设备装备投入,这些都将大幅提高监管执法的财务成本。^[44] 笔者认为,在短期内无法有效增加行政资源供给的情况下,可考虑采取区分违法违规情形,酌情降低行政处罚证明标准的做法。关于证明标准,刑事责任的要求最高,采取的是排除一切合理怀疑的标准;民事责任的要求最低,采取的是优势证明标准;行政责任则居中,采取的是明晰可信标准。目前《证券法》第 189 条、193 条规定的欺诈发行、违规信息披露行政处罚,适用的就是明晰可信的证明标准。执法时建议结合不同的情形、情节做进一步细分:(1)已经发行的,由于处罚对行政相对人的财产权益较大(财产罚为募集资金的百分之一至百分之五),仍执行既有的行政责任证明标准;(2)没有发行的,由于处罚对行政相对人的实际利益影响较小(财产罚上限仅为 60 万元,申诫罚为警告),建议适用低于一般行政责任证明标准的“排除滥用职权标准”即监管机构只要能够证明自己在行政执法过程中对案件事实的认定没有滥用职权即可,否则不仅对行政执法的成本提出了难题,也不符合行政效率优先原则。^[45]

[44] 中国证监会:“聚焦监管转型 提高监管效能——肖钢同志在 2015 年全国证券期货监管工作会议上的讲话”,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266708.html,2015 年 3 月 27 日访问。

[45] 参见欧阳振远:“行政处罚证明标准研究”,载《证券法苑》(第九卷),法律出版社 2013 年版。

四、结语

从核准制到注册制,是监管机构通过对自身权力的革命,换取证券市场新一轮的活力释放。但注册制只是一种阶段符号,并不代表证券市场发展的终极目标。它只是在当前市场纵深发展背景下,为更好发挥证券市场服务国民实体经济建设的一种务实选择。推进注册制改革,不应局限于细枝末节的制度比较和争论,而必须对其公法属性予以明确,从平衡政府与市场二者之间的关系入手,以保障证券发行权利为主旨重新架构。在实施路径上,应结合监管转型、强化信息披露责任、激发中介机构职能、培育理性成熟投资者等一系列举措,全方位、多层次完善现有法律法规体系,为促进资本市场长期健康发展奠定坚实基础。