

构建我国股票发行注册制的 法理逻辑

吴国舫* 袁康**

摘要:目前我国存在股票发行监管“五严”并举和股票发行市场“五怪”难消的困境。推进股票发行注册制改革,本质上就是要重新厘定政府与市场的边界,重新设定政府履行职能的方式。推进股票发行注册制改革的根本在于宗旨意识的增强、法治理念的养成以及执法能力的提升。在具体的改革路径上,首先要求证监会按照市场化、法治化的价值取向,遵循注册制的理念全面修订现行规章和规范性文件,其次要在《证券法》修订中确立注册制,重构我国的股票发行监管制度。

关键词:股票发行 注册制 法理逻辑

党的十八届三中全会将“推进股票发行注册制改革”确立为我国完善金融市场体系改革的任务之一。我国的股票发行为何要实行注册制改革,股票发行注册制与核准制的区别何在,注册制改革的指导思想、目标任务、基本原则、主要措施、推进路径

* 武汉大学法学院博士研究生。

** 武汉大学法学院博士研究生。

和实施步骤是什么?这一系列理论和实践问题需要改革的设计者和执行者首先作出回应。本文试图以法理逻辑为主轴,探索我国股票发行注册制的构建之路。

一、股票发行制度改革的缘起:股票发行监管的困境与怪相

“改革是由问题倒逼而产生的”。^[1]我国资本市场恢复20多年以来,取得了快速发展,成绩斐然,市值规模和成交金额等各项指标已经位居全球三甲之列。但是,我们仍然处于新兴加转轨的时期,社会主义初级阶段的转型特征以及行政执法及司法方面的很多问题,都在股票发行监管领域集中体现。实现党的十八大确立的“显著提高直接融资比重”的战略目标,亟须改革股票发行监管体制,彻底消除发行审核中的“肠梗阻”、“堰塞湖”等十分紧迫的问题,扫清股权融资的体制性障碍。当前,股票发行监管工作面临一些困境,整个发行市场出现了令人困惑的怪现象,集中表现为股票发行领域监管执法“五严”并举,以及股票发行市场“五怪”难消。

(一) 股票发行监管“五严”并举

资本市场恢复以来,监管机构始终坚持法制先行,高度重视执法工作。尤其是2005年《证券法》和《公司法》修订之后,证监会全面重构了股票发行上市监管制度体系,严格加强各项执法工作,可谓“五严”并举。

一是严格准入。针对股票发行的市场准入,健全股票发行审核监管制度体系,重构首次公开发行新股上市和上市公司发行证券的规则,完善新股发行条件和信息披露规则。充分发挥中介机构的“看门人”^[2]功能,创造性地建立了股票发行保荐制度,完善了会计师事务所证券市场准入制度,建立了律师事务所从事证券法律业务的基本执业

[1] “习近平:改革是由问题倒逼而产生”,载《新京报》, http://epaper.bjnews.com.cn/html/2013-11/14/content_477915.htm?div=-1,2014年3月5日访问。

[2] [美]约翰·C.科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉等译,北京大学出版社2011年版,第21页。

规则体系。细化了首次公开发行新股(以下简称首发)预披露制度和发行失败制度,加强社会监督和市场约束。实行首发与上市公司再融资、创业板与主板(中小板)、上市公司发行股票与债券分别审核的专业化工作机制,改革完善了股票发行审核委员会制度,建立简易程序,从而提高审核质量和效率。通过上述制度体系的不断建立健全,市场主体的职责边界、业务规范和法律责任渐趋明晰。中介机构的执业操守和业务水平明显提升,市场约束机制进一步加强。立法的完善、规则的透明,增强了市场信心,大量的新股发行申请涌向了证监会,巨额的新股申购资金涌向了市场。但是,琐细的发行条件和周详的中介机构执业规范,导致申报材料越来越多,证监会发行审核部门的监管范围越来越广,审核力量远远赶不上审核工作量的增长速度,审核环节成了新股发行市场的“肠梗阻”。IPO“堰塞湖”和新股发行上市中的“独木桥”现象,造就了“一夜暴富”的神话,进一步激发了闯关的冲动,甚至一部分企业铤而走险欺诈发行。资本市场配置资源的效率远远满足不了经济社会发展的需要,并且错配严重。严格的准入管制降低了市场效率和活力,超常规的审核工作强度也无助于树立监管的权威和公信力。

二是严防“炒新”。过高的新股定价不利于资本市场的持续健康发展,非理性的新股炒作造成了大量中小投资者的投资损失。为此,证监会建立了严格的防范新股炒作的制度体系。在取消首发新股定价的“窗口”指导后,先后建立了新股发行询价制度、超过行业平均市盈率的风险论证与揭示制度、再融资新股定价制度等,在创业板市场还建立了投资者适当性制度。另外,证券交易所也建立了一整套新股上市首日提示风险、遏制炒新的机制,中小板和创业板则采取了比主板更为严格的控制措施。然而,这些举措并没有完全阻遏巨额资金参与新股申购、炒作,成为资本市场的“过江之鲫”,导致银行体系资金大搬家,影响了银行的流动性,投机之风仍然存在;新股市盈率大大高于已经上市的同行业公司,创业板公司持续普遍高价发行,市盈率明显高于主板和中小板,平均超额融资近2倍;此外,上市公司再融资中新股发行价格与二级市场价格严重“倒挂”,一些明显高于二级市场价格却仍然有投资者巨额认购。行政指导、行政管制和风险提示、自律管理,都没能实

现防控新股盲目炒作的目标,“圈钱市”和“投机市”困局一直未能破解,严防“炒新”的长效机制仍未建立。

三是严格限售。为了防止原股东借上市套现,《公司法》设定了1年的限售期。为了进一步防范“突击入股”、“PE腐败”等问题,证监会和交易所在法律规定之外又提出了更加严格的强制性要求。对新上市公司未公开发行的股票,在法定1年限售期的基础之上,进一步要求控股股东及其关联方在上市后3年内不得上市交易;对上市公司非公开发行的股票,询价发行的一律锁定1年,控股股东及其关联方认购或者定向定价发行的一律锁定3年。为了鼓励长期投资,抑制短线炒作,证监会还协调财政部、国家税务总局制定了根据持股期限征收资本利得税的制度。严格的限售制度造成了股权分置改革之后的新型“大小非堰塞湖”,虽然延缓了减持期限,但是仍然阻挡不住套现的潮流。很多上市公司临近限售到期,利好频出,股价抬升,解禁日至,减持潮涌,甚至连控股股东和实际控制人也竞相退出;有些董事、监事、高级管理人员为了规避限售規制,不惜以辞职为代价,减持为快,套现至上。上市公司非公开发行的股票,往往出现认购方在解禁期后不久通过大宗交易全盘清仓的现象。如何拿捏资本市场资本退出的“度”,监管机构还在探索更为行之有效的办法。

四是严控风险。证监会采取了各种措施严格防控个股发行风险和系统性风险:在微观层面,反复揭示新股发行定价过高、炒作幅度过大的风险;在中观层面,反复提示板块估值过高、普遍出现破发、中小盘股与大盘蓝筹股定价扭曲的风险,建立创业板投资者适当性制度,再融资中控制参与认购的投资者数量上限;在宏观层面,反复斟酌新股发行批文发放的时机,对新股发行的节奏和供给数量予以调控,甚至暂停新股发行,维护二级市场走势。同时,鼓励和支持机构投资者发展,积极推动社保基金、企业年金和保险资金入市,在二级市场行情低迷时,通过加快新公募基金审批速度、不断增加QFII或者小QFII额度等方式,引入新的资金,鼓励上市公司回购、控股股东增持股份,以增强市场信心。另外,倡导上市公司修改分红政策,积极回馈投资者,直至与再融资挂钩间接强制、公开发文直接强制,希冀扭转“圈钱市”,加大投资者回报力度,维护股东权利。监管层的悉心呵护让新股发行陷入了“暂停一

重启”的循环圈,却仍然未能阻止“牛短熊长”的疲弱市,反而陷入了“政策市”的困局。

五是严厉打击。证监会明确宣示,对违法犯罪行为“零容忍”,严厉打击新股发行中的违法犯罪行为,在资本市场发展史上首次组织开展了 IPO 在审项目的大规模现场财务核查和询价配售现场核查。建立了审核与稽查协作配合、快速移交的内部衔接机制,与司法机关建立了及时移送、提前介入、行政证据的刑事转换等外部监管协作机制。近年来,彻底扭转了欺诈发行案由政府埋单、不追究个人责任的监管执法模式(例如通海高科案),先后查处了绿大地、新大地、万福生科、天能科技、贤城矿业等欺诈发行案件,创造了我国资本市场发展史上监管执法的诸多第一:第一次将欺诈发行责任人送进监狱,第一次协调检察机关行使抗诉权,第一次对欺诈发行的受害人实行全额赔偿,第一次对撤回申请的责任人进行行政处罚,第一次适用法定最高标准实行行政处罚“顶格罚”,第一次对中介机构执业责任人员普遍适用终身禁入措施,第一次因欺诈发行股票吊销证券服务机构证券从业资格,第一次暂停被立案调查中介机构的全部在审申请项目,第一次将再融资欺诈发行移送公安机关进行刑事调查,等等。

(二) 股票发行市场“五怪”难消

“五严”并举表明政府对股票发行监管执法不可谓不严格,但是新股发行上市领域仍然怪相频现,可谓“五怪”难消。一是新股发行的暂停与重启,形成了反复循环的“怪圈”,短则停发半年,长则一年多,20年来总共发生了8次之多,难以突破。二是大量 IPO 和再融资的申请项目形成“融资堰塞湖”,大量限售股东所持非公开发行股票形成“减持堰塞湖”,审核环节前后各一个“怪湖”,难以消解。三是新股发行中, IPO“三高”盛行,新股上市炒翻天,上市公司再融资价格一、二级市场倒挂严重,大多数仍然能够成交,“怪价”频出,难以理解。四是证监会前端发行审核工作扩编增人,后端稽查执法机构和人员多次扩增,新股发行财务核查、询价配售核查、立案调查强度不减,欺诈发行却前赴后继,“怪案”不断,难以消弭。五是欺诈发行股票被查处的个别发行人、中介机构及其股东、合伙人,以及投资机构、发行人所在地的政府,对证监会严格执法多有不服或者不满,存在“怪气”,难以释怀。

积极监管、严格执法,却仍存在不尽如人意之处,出现上述怪相。造成这种矛盾现象的根本原因何在,如何改进执法,实现监管突围,彻底消弭各种怪相的出路又在何方。质言之,我们需要重新厘定政府与市场的边界,重新设定政府履职的方式,解决监管的越位、错位、缺位和本位的问题。一方面,在市场约束不力、诚信惩戒未立、社会治理方始的社会主义初级阶段,股票发行监管不可能一马当先,脱离国情、市情和民情,走向完全的市场化模式;另一方面,在权利观念发育、法治意识萌芽、经济民主初行的新兴加转轨市场,股票发行监管不能再延续“全能家长”模式,应当进一步放松管制、加强监管,发挥市场在资源配置中的基础性作用。对此,十八届三中全会指明了前进的方向,即“推进股票发行注册制改革”。

二、股票发行注册制的抉择:股票发行核准制与注册制之辩

美国是实行证券发行注册监管的鼻祖。“言必称美国”,是我国资本市场恢复和发展历程中长期存在的一种惯性和定势,既是基于实用主义,也是一种客观选择。一方面,美国资本市场雄冠全球,主导世界资源配置,引领经济创新发展,其功能与作用毋庸置疑;另一方面,美国是大国经济,其治理模式和发展路径最适合我国借鉴。对证券发行实行注册制,是美国政治文化传统的必然选择,也是美国资本市场最典型的特征。通过梳理美国与我国股票发行监管的法理逻辑,厘清两种模式的主要差异,可为我国股票发行制度改革提供借鉴。

(一) 两国监管的法理逻辑比较

在美国证券法律体系下,公司发行新股增加资本是其天然的权利,但应当遵守证券法律的规制。从某种程度上讲,股票发行注册制也可以被视作是法律赋予发行人发行股票的权利。^[3]美国证监会对公开发行新股采取限期注册的方式进行监管,对私募行为予以豁免,但是私

[3] 参见陈淮、顾连书:“我国股票发行注册制的制度条件及其政策研究”,载《上海财经大学学报》2012年第2期。

募的股票拟上市交易的,仍然需要报经证监会注册。证监会只对申请人的招股说明书进行审核,从为投资者投资决策提供充分、有效信息的需求出发,督促申请人不断修改完善,确保招股书信息的完整、准确,避免误导。招股书有关申请人的合法性、财务会计信息的真实性等信息,分别由律师事务所和会计师事务所等专业中介机构负责审核,证监会不为其审核把关。美国建立了相对完善的投资者适当性制度,投资者能够理性做出投资决策,自担风险。发行人欺诈发行股票的,投资者可以通过集团诉讼制度获得救济,证监会执法部有强大的执法力量和手段,司法部门刑事打击力度强有力。由此可见,美国采取注册方式监管的基础是市场自治有效,背景是有限政府,前提是投资者成熟,保障是法治发达。

循着上述理路,再梳理我国证券法的法理逻辑。在我国证券法律制度体系下,公司首发新股和上市公司增发新股是一项特许权,证监会采取行政许可的方式进行监管,符合发行条件的予以许可,不符合发行条件的不予许可。因此,我国的股票发行核准制,既不同于美国的注册制,也不同于欧洲大陆国家传统的实质管理制度,本质上是一种行政审批。^[4] 证监会对招股书及其附件、保荐报告、法律意见书和审计报告等申请文件进行审核,各中介机构分别对其出具的申请文件承担法律责任,保荐人对其他中介机构的文件负有复核职责并承担相应的法律责任。经证监会许可公开发行的新股可以申请上市交易,未经公开发行的股份(包括上市之前股东持有的老股和上市之后非公开发行的新股)锁定一定期限后也可以上市交易,无须报经证监会审核。对证监会的行政许可决定,申请人及投资者等相关当事人可以提起行政诉讼。对欺诈发行股票行为,证监会可以追究发行人及各中介机构的行政责任,涉嫌犯罪的移送司法机关追究刑事责任,投资者可以通过民事诉讼得到救济。

(二)核准制和注册制两种监管方式比较

我国资本市场是舶来品,《证券法》的起草和修订,都是在重点借

[4] 参见郭锋:“建立股票发行注册制势在必行”,载《法制日报》2013年12月11日第012版。

鉴美国和香港制度与经验的基础上,设计、嫁接、改良形成了我国现行的发行审核制度。通过上述对证券法律制度法理逻辑的梳理对比,进而可以发现两种发行监管制度的差异泾渭分明。^[5]

首先,在监管理念上,美国保护投融资契约自由,证监会遵循促进资本形成和保护投资者利益的平衡原则,兼顾自由与秩序、公平与效率。注册制是对“交易者自慎”规则的补充,反映了市场经济的自由性、市场主体的自主性以及政府干预的规范性和效率性。^[6]我国则是基于维护投资者合法权益和市场秩序出发,证监会对发行新股的申请做出实质性判断,只赋予优质公司公开发行新股的特许权,要求以保荐人为首的中介机构履行“看门人”职责,侧重秩序和公平。

其次,在监管制度上,主要有五个方面的差异。一是在审核政策导向上,美国采取注册与豁免相结合的方式,对投融资活动进行最少的管制,发挥市场的决定性作用,便于资本的形成,但是对资本从二级市场退出实行严格的限制,即实行“宽进严出”的平衡模式;我国采取行政许可的方式对公司发行新股融资进行管制,用行政的方式控制资源配置,对资本从二级市场退出实行超长时间锁定“蓄洪”与不约束减持“泄洪”这种前后大反转的监管方式,即实行“严进宽出”的逆反模式,由此形成“IPO 堰塞湖”和“大小非堰塞湖”,进而造成二级市场周而复始的“牛短熊长”,股权分置改革后的大小非减持加剧了这一恶性循环。二是在审核范围上,美国严格区分公募与私募、发行人的资质,对私募设定豁免条件,实行严格的合格投资者制度,对公募实行严格的注册审核,对优质发行人实行快速注册;我国对一般企业的私募行为未纳入证券法的调整范围,证监会只监管公开发行新股和上市公司非公开发行新股,对两种发行方式的监管基本上采取同样的监管手段,未经公开发行的股票在锁定期满后可以直接在二级市场流通。三是在审核对象上,美国集中审核招股书,对其附件及中介机构的专业意见不进行审核;我国对招股书及中介机构的意见、工作报告等都进行审核。四是在

[5] 参见沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。

[6] 参见黄运成、葛蓉蓉:“股票发行制度的国际比较及我国的改革实践”,载《国际金融研究》2005年第2期。

审核机制上,美国不设最长审核时限,只设每轮审核的20天限定,不限轮次;我国设定最长3个月时限,控制反馈意见的轮次,对每轮反馈时限不作限定。五是在审核透明度上,美国在注册文件生效20个工作日后,将审核反馈与回复的文件一并披露;我国不披露审核过程中反馈与回复的相关文件。

最后,在监管实践上,也有五个方面的差异。一是公权与私权的关系不同,美国证监会与发行人及中介机构之间界限明确;我国证监会要对发行人的合规性、财务会计资料的真实性、持续盈利能力等,以及对中介机构已经核查并明确发表过的专业意见进行审核并做出判断。二是中介机构的职责分工不一样,美国中介机构的职责分工与协调配合形成了稳定的商业惯例,政府不干预,律师审核发行人合规性、起草招股书,会计师审核财务会计资料,证券公司负责股票承销,招股书的合同特征明显,质量较高;我国保荐人负责起草招股书并担任中介机构的牵头人,证监会要求保荐人对其他中介机构的专业意见进行复核并承担特定责任,中介机构之间的职责边界不清,招股书的广告特征突出,质量不高。三是审核标准的公开程度不一样,美国证监会通过制定信息披露规则、解释法律、提供咨询、公布电话咨询答复等方式,审核标准公开透明;我国证监会除制定部分信息披露规则、少量法律解释外,相关审核口径内部掌握不对外公布,审核标准透明度不高。四是服务的友好程度不一样,美国在审核前可以方便地咨询,审核中可以便利地同证监会进行沟通、协商,服务意识强,审核效率较高;我国证监会不提供普遍的审核前咨询服务,审核中严格控制审核人员与发行人或者中介机构代表见面,发审会上采取纠问式审核,服务意识较弱,审核效率不高。五是可预期性不一样,美国审核进程透明,有明确的预期;我国审核进程透明度不高,审核进度无确定的预期。

综上所述,美国证监会的注册监管建立于市场主体自治自律的基础之上,注册制的理论依据是证券发行只受信息公开制度的约束,证监会职责是审查信息资料的全面性、真实性、准确性和及时性,政府并不对证券自身价值作任何判断,投资者根据公开信息作出决策,风险自负。我国实行核准制的理论依据在于证券发行涉及公共利益和社会安

全,监管机构应作出是否符合发行实质条件的价值判断。^[7]换言之,注册制下评判股票价值的工作交由市场完成,监管机构只要求发行人做充分的信息披露,中小投资者能否理解和消化信息并不重要,股票交易市场本身的有效性足以使公开信息迅速反映在股价中。^[8]但是,两种监管模式的根本目标是一致的,即提高信息披露的质量,促进资本的形成,保护投资者权益。两相比较,核准制无疑降低了市场效率,提高了企业融资成本。一般而言,核准制给企业融资带来的成本包括:(1)准备和提交申请文件以及信息披露的成本;(2)支付承销商等中介机构的费用;(3)核准程序耽误的时间成本;(4)维护政府核准机构的成本;(5)不确定性的成本。^[9]

三、股票发行注册制的构建:指导思想、基本原则与目标任务

构建我国新股发行注册制是一项系统工程,既包括法律制度的修订、体制机制的改进,又包括法治意识的增强、执法能力的提升,是一个持续渐进的过程。立足我国市场所处的发展阶段,借鉴境外的成功经验,推进注册制构筑,需要确立全新的指导思想、明确的改革目标和基本原则。

在指导思想上,应以十八大和十八届三中全会精神为指导,“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”这一根本指针,积极稳妥推进股票发行注册制改革,遵循市场经济规律和法治政府理念,将新股发行监管中传统的“替民作主”、准入管制,向依法行政、公共服务的现代行政转变。

在基本原则,应处理好三个对立统一的关系。一是促进资本形成与维护投资者合法权益的关系,既要为发行人融资提供便利,促进社

[7] 参见范健主编:《商法》(第3版),高等教育出版社2007年版,第259页。

[8] See James D. Cox, *Premises for Reforming the Regulation of Securities Offerings: An Essay, Law & Contemporary Problems*, Vol. 63, No. 11, 2000, pp. 13-14.

[9] See C. Steven Bradford, *Transaction Exemptions in the Securities Act of 1933: An Economic Analysis*, *Emory Law Journal*, Vol. 45, No. 591, 1996, pp. 602-609.

会资金向资本的转化,积聚更多的生产要素,又要充分保障投资者的知情权,消除信息不对称,切实维护投资者的合法权益;二是公权与私权的关系,既要使市场在资源配置中起决定性作用,维护企业自主经营权和投资者自由选择权,加强自治自律,增强市场约束,又要健全股票发行交易商事规则,激发市场活力,降低交易成本,提高运行效率,保障交易安全,严厉打击违法犯罪行为,切实维护市场秩序;三是质量与效率的关系,既要以投资者的需求为导向,改进审核工作提高发行信息披露的质量,增强信息的针对性、有效性和充分性,又要为申请人着想,落实行政许可的高效、便民和公开原则,切实提升融资效率。

在目标任务上,应确立注册制改革的四大目标和七项任务。针对我国核准监管与美国注册管理的差距,推进注册制改革要着重围绕“质量、效率、服务、透明”这四大目标展开,即进一步提高发行信息披露质量、提高审核效率、提高行政服务水平、提高审核透明度。具体又可以分解为七项任务:一是露露“家底子”,监管工作以信息披露为中心,以投资者需求为导向,健全完善股票发行信息披露规则体系,指导督促申请人以浅白的语言充分披露真实的信息,提高信息披露质量;二是揭开“黑匣子”,进一步公开审核标准,公开审核过程中反馈与回复的文件,以及在审项目基本信息和每个项目审核进展情况,提高透明度和可预期性;三是晒晒“脸面子”,建立业务咨询答复制度,及时回复申请股票发行中的各种业务问题,提供事前、事中和事后的行政指导和服务,及时将业务问询答复内容对外公开,切实改进工作作风;四是打通“肠梗阻”,健全审核程序,改进内外部监管协作机制,提高运行效率,实行流程电子化,加强绩效考核,提高政府效能,提升资源配置效率,彻底疏通审核堵塞这一痼疾;五是疏导“堰塞湖”,坚持便利资本形成与保护投资者权益的平衡原则,降低融资门槛,放松政府管制,同时,对资本从二级市场退出进行严格规制,保持适度的流量和流速,消除审核前的“融资堰塞湖”和审核后的“减持堰塞湖”,实行“宽进严出”,遏制“圈钱市”、“投机市”;六是刺破“怪三高”,放开股票发行价格管制,由发行人自主定价、承销商自主配售,健全高价发行的风险揭示机制,引导市场依质论价,回归理性;七是告别“循环圈”,全面放开对股票发行数量和节奏的管制,退出对市场运行的干预,避免“政策市”,激发市场

的活力,回归本位,提升执法能力,加大执法力度。

四、股票发行注册制的实现:改革的路径与步骤

推进股票发行注册制改革,与其说是监管体制机制的改革、监管模式的转变,不如说是监管理念、职能和方式的转变。在监管理念上,克服政府本位主义,由消极坐等“挑毛病”,向积极为投融资双方提供优质服务转变,实行换位思考,实现监管转型;在监管职能上,回归公权力的本位,严格厘定政府与市场的边界,纠正缺位、越位、错位的问题,切实履行法定职责;在监管方式上,由纠问式审查,向立足于消除发行人与投资者间的信息不对称问题转变,友好协商,行政指导,增强监管的柔性,提高审核的透明度。

(一)注册制改革的基本思路

近些年,每年向证监会申请融资的IPO、再融资和并购重组项目多达上千件,加之新股停发一年有余,让市场停下融资等候监管改革,是一个不现实的选择。因此,改革推进的路径选择和步骤安排,对于改革的成败而言,不亚于改革制度设计本身。

资本市场的改革依然要一如既往,坚持法制先行的原则。推进全面、彻底的注册制改革,需要重新审视《证券法》的立法理念和制度设计。基于改革与修法的关系,有三种路径供选择:一是等待《证券法》修订,继续沿用核准制,待注册制法定化后再依法实施;二是立即实施注册制,不再进行核准,为《证券法》修订积累经验;三是在核准中注入注册的精神和理念,融入注册监管的机制和方法,一边改革一边修订《证券法》。第一种是被动等待,稳妥但不积极;第二种是先法而行,积极但不稳妥;第三种是齐头并进,积极且稳妥。显然,第三种路径是我们当前的最佳选择。

如上所述,我国的核准制是主要借鉴美国注册制度,在20世纪90年代初我国政治、经济、文化和社会发展阶段的土壤上“嫁接”出来的一套制度体系,在制度设计的机理上、监管运行的模式上,都深深地打上了美国式的烙印。因此,推进注册制改革并不是“推倒重来”,而是

全面审视现行股票发行监管制度与运行实践,针对不适应市场持续健康发展的问題,进行理念的更新、制度的重构、流程的再造,推进升级版的“嫁接”。

(二) 按照推进市场化、法治化的价值取向,全面修订现行规章和规范性文件

在这一步改革中,只要是《证券法》没有做强制性、禁止性规定的,都可以按照注册制的基本精神和基本原则全面推进,将改革措施一步到位。制度未变,思想先行,监管机构应当率先转换思路,转变监管方式,引导各市场主体归位尽责。可以说,法律本身并不是改革的障碍,最根本的还在于各市场主体思想认识和理念观点的转变。因此,除核准制作为行政许可的性质及其运行的基本流程不能改革外,凡是不违反《证券法》规定的都可以改革、调整,而事实上这些都是监管部门现在就能够做到,甚至许多方面是监管部门本该做到的。

在发行门槛方面主要做“减法”,重新阐释《证券法》设定的基本条件,大幅度删除额外附加、衍生、拔高的要求,降低融资门槛,增强制度的弹性,拓宽市场的包容度,为发展多层次资本市场拓展空间,多渠道推动股权融资。推出非公开发行公司债券和可转换公司债券的融资新品种,推出小额快速、储架发行的融资新方式,便利资本的形成,提高直接融资比重。

在信息披露方面主要做“加法”,股票发行审核要以信息披露为中心,证监会要以投资者需求为导向,对发行人信息披露的准确性、全面性进行审核,但不对公司的投资价值和持续盈利能力做出判断,而交由市场、投资者自主判断,真正还权于市场,还权于投资者。^[10]具体而言,要改革完善发行信息披露规则体系,分行业制定披露规则,对发行新股信息披露与发行人持续信息披露的规则进行统筹衔接,增强信息的针对性、有效性、充分性和可读性,着重加强发行人风险因素的揭示,明确披露文件与披露行为的法律性质和法律责任,加大责任追究力度。

[10] 参见蔡宗琦:“首钢:股票发行注册制改革需循序渐进”,载《中国证券报》2013年11月20日。

在中介机构执业方面主要做“除法”，明确划分各执业中介机构的职责边界，彻底消除重叠区和盲区，健全业务规则体系，使责权利统一。证监会不再将中介机构的专业意见、工作报告、工作底稿等文件纳入审核范围，由行业协会进行审查，发现涉嫌违法的，给予自律处分，移送证监会给予行政处罚。证监会对中介机构执业行为的监管由事前转向事中、事后。

在审核运行机制方面主要做“乘法”，重构审核机制，由分板块、分首发、再融资和并购重组（发行新股）审核调整为分行业审核，提高审核的专业化水平；再造审核流程，将外部串联审核调整为并联审核，取消不必要的前置程序，将内部协作统一到诚信档案平台上，精简流转环节，提高运行效率；建立咨询服务制度，为申请人提供事前、事中和事后的行政指导服务，将业务咨询答复及时对外公开；全面公开审核信息，提高透明度；改革发审委制度，突出专业论证功能，弱化行政决定的权力性质；实行审核电子化，建立审核绩效考核制度。

（三）在《证券法》中确立证券发行注册制，证监会重构法规体系予以实施

实行注册制仍然要进行审核，审不审不是改革的问题，由谁审、审什么、如何审，则是核准制向注册制改革要解决的三个基本问题。

注册的性质决定了审核主体的性质与职能。在《行政许可法》下，无论是核准，还是注册，都属于具体行政行为，应当由行政机关或者法律授权的组织实施。如果拟确立的注册制是行政许可的一种，那么注册是一种具体行政行为，仍然应当遵守《行政许可法》的规制。如果拟确立的注册制不是行政许可，那么需要《证券法》作为特别法做出规定，股票发行注册不适用《行政许可法》。证监会作为国务院直属事业单位，按照国务院关于事业单位改革的总体规划，如果履行行政管理职责，应当划归行政机关。可见，注册作为行政许可，仍然由证监会实施最合适。有人建议，实行审监分离，由证券交易所履行注册职责，证监会对其注册行为进行监督。交易所目前注册为企业或者事业单位，从全球发展趋势来看，主要交易所都实行了公司制改革，大多成为了上市公司。美国为了避免交易所作为商业机构与自律组织法定职责的冲突，将交易所的自律职责交由新成立的金融监督管理局。如果注册定

性为行政许可,由交易所实施,显然不合法理。如果新修订的《证券法》将注册确定为不属于行政许可,则将其赋予证监会或者交易所,都不存在法理障碍。也有人提出,借鉴美国经验,将证监会确定为独立于中央政府的法定特设机构。倘若如此,建议一并制定《中国证券监督管理委员会组织法》或者《中国证券监督管理委员会组织条例》,对证监会的性质地位、职责职权等予以明确界定。

审什么、如何审的核心问题是构建注册制是否还要设发行条件,即现行《证券法》第13条规定的发行条件是否保留。美国的股票发行注册不设发行条件,主要审核招募文件。我国拟建立的注册制是完全学习美国不设发行条件,还是在现阶段对拟首发上市的公司继续保留必要的发行门槛。其实,现在的发行条件就是在反复比较、借鉴包括美国发行上市条件的基础上总结、概括出来的,与各国发行上市审核实践中关注的核心问题——无论是核准还是注册——基本上都是一致的。所以,即便取消发行条件,按照我国成文法立法例,也应当将其转化成招募文件信息披露的核心内容。如此一来,两者在本质上并无二致。再者,如果注册不属于行政许可,那么审核中就无须对审核事项做出实质性判断,不需要承担行政许可的法律责任。进而,发审委制度也可以相应地取消。

五、结语

随着市场化改革的不断推进,市场在资源配置中的决定性作用将得到更重要的体现,新股发行注册制改革也势在必行。从其他国家的经验来看,核准制向注册制的转变,在客观上需要资本市场发展满足一定的基本条件,如本国的市场经济环境比较完善,股票市场发育比较成熟,具有较为健全的法规制度作为保障,监管机构市场化的监管手段比较完善等。^[11]在我国目前资本市场发展和资本市场法治尚不够成熟

[11] 参见钱康宁、蒋健蓉:“借鉴国际经验推进股票发行制度改革”,载《中国金融》2011年第24期。

和完善的背景下,推进股票发行注册制改革仍然任重道远。而当务之急,就是将市场化、法治化的理念融入到新股发行注册制改革之中,加快《证券法》修改和相应法规、规章的完善,为新股发行注册制改革提供有力的法律保障。