

我国注册制改革的具体路径探析

Discussions on the Specific Path toward China's Stock
Offering Regulations Reform

杜晶

DU Jing

【摘要】 注册制改革的三种具体方案各有其优劣。但发行注册制要求注册机关负担监督信息披露之责，这种责任蕴含公共利益保护和公共政策考量，证券交易所作为市场主体因其盈利性而难以负担。“向证监会注册”最有理论优势，因为证券行政监管机关最为中立，是监督强制信息披露制度实施的“最佳人选”。行政监管机关作为注册机关还有利于一级市场的统一管控。因此，在立法上应明确证券监管机关为注册机关。注册行为的法律性质应为准行政行为，虽然原则上不适用行政诉讼，但并不完全排斥行政可诉性。出于行政减负的需要，可由监管机关自主决定将文件的阅读和审查工作以委托的方式交由证券交易所来具体执行。

【关键词】 注册制改革 证监会注册 准行政行为 行政行为可诉性

【中图分类号】 DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206(2017)03-0055-08

Abstract: There are three specific designs for the registration reform, but all of them have advantages as well as disadvantages. The registration authority should bear the responsibility of supervising the duty of mandatory disclosure of the issuers, which is rooted in the protection of public interests and public policy rationale; as a market itself with profit-seeking, it is hard for the securities exchange to bear the responsibility. Among the three designs, “Submission of Securities Registration Statement to CSRC” is the most sound and persuasive one. Being a non-interested party, the securities administrative and supervision authority is “the best person” to supervise issuers’ mandatory disclosure, and regulate the primary market as a whole. Therefore, the legislation should make it clear, that the securities administrative and supervision authority should be the registration authority, and the review of the registration authority should be quasi-administrative action which has very limit possibilities of judicial review. In consideration of reducing its burden, the securities administrative and supervision authority could have the right to decide for itself whether to entrust the specific job of documents reading and statements reviewing to the security exchange.

Key words: Registration reform Submission of securities registration statement to CSRC Quasi-administrative actions Possibility of administrative litigation

[收稿日期] 2016-09-17

[作者简介] 杜晶，女，1981年8月生，中央财经大学法学院副教授，法学博士，研究方向为民商法学、金融法学。

一、改革路径的三种备选方案

我国《证券法》修改在即，股票发行注册制改革进入攻坚阶段。然而，改革之路仍然充满困惑和争议。目前，关于注册制改革的具体路径，主要有三种方案：

方案一：“向证监会注册”。即发行人将公开发行注册文件递交给证券监督管理机构（中国证监会），由证监会进行“消极”的、形式意义的审查，其审查目的在于督促发行人履行信息披露义务，而非证券投资价值判断。

该方案强调的是强制信息披露制度内生的公共利益考虑和公共政策性。这种公共利益考虑和公共政策性决定了超脱于一般市场参与者、立场最为中立的证券监管部门是监督强制信息披露制度实施的“最佳人选”。

方案二：“向交易所注册”。即由发行人自主选择公开发行并上市的证券交易所，并将公开发行注册文件与上市申请文件同时递交给证券交易所进行审查。

该方案的最大特点在于考虑到了我国目前首次公开发行与上市一体化联动的现实，即能支持股票公开发行功能的场所仅为证券交易所。既然只能通过证券交易所的平台进行公开发行，势必就要成为上市公司，而成为上市公司就必须通过证券交易所上市条件的审查，因此“向交易所注册”有其现实合理性。而且，通过在上市阶段设置一定的准入门槛^[1]，并进行上市持续交易“适格”与否的“实质审查”（例如持续盈利性的审查）^[2]，正是发达国家或地区证券交易所的经典惯例式做法。从这个意义来看，“向交易所注册”方案还带有某种表面先进性，甚至是“与国际接轨”的色彩。舆论普遍担忧的“实质审查缺位”问题此时也不存在，因为“实质审查”只是从前端行政管控环节挪至后端上市过程当中而已。

该方案的另一显著优势在于行政减负，即消除了证券监管部门原本为了审查发行注册文件而必须配备的人力、物力、财力等负担。

然而，优点有时亦是缺点。该方案的最大弊端在于忽视甚至抑制了非证券交易所的其他合法证券交易场所（例如，全国中小企业股份转让系统，以下简称“全国股转系统”）支持公开发行功能的可能性。另外，发行注册文件与上市申请文件是两种目的不同的文件，前者旨在保护公众利益、让公众投资者尽可能多地掌握发行人的相关信息以做投资判断，后者则主要是向证券交易所表明其欲上市持续交易的意愿和请求。此时，证券交易所一方面要保持中立，另一方面作为市场主体又要让自身商业利益最大化，矛盾在所难免。

方案三：“由交易所审核、向证监会注册”。即法定的发行注册机关仍然是证券监督管理机关，但对发行注册文件进行形式审核的具体工作则由证券交易所来承担。

该方案力图吸收前两个方案各自的优点，并弥补其缺点，其实是方案一的“变种”。然而此方案的最大风险在于：如果不能明确作为注册机关的证券监督管理机关与作为市

[1] 例如，如果想在日本东京证券交易所（TSE）的主板首次公开发行并上市，拟上市公司首先必须符合“上市要求”（formal requirements），包括设立和营业年限、股东人数、可上市交易的股份数、股本总额、盈利情况、最近三年无财务会计报告虚假记载或虚假审计意见等。

[2] 对于符合了“上市要求”的拟上市公司，TSE 接受其上市申请并进行“适格”（eligibility）与否的“资质检查”（examination），例如，检查公司的持续性和盈利性、公司管理的合理性、公司治理和内部控制的有效性、公司信息披露的适当性以及 TSE 认为鉴于公共利益和投资者保护而有必要进行检查的其他事项。在对公司持续性和盈利性的检查中，首当其冲的是要检查申请上市公司财务会计报告中的利润、损失、收入和费用。

场主体的证券交易所各自的法律责任，那么二者将仍然处于各自不独立的状态，证券交易所可能事实上仍被视为是证券监督管理机构的“下属机关”或“附庸”。上市适格性实质审查与发行注册文件的形式审核相互牵扯，改革的最终结果可能只是将原来设置在证券监督管理机关的发行审核人员挪至证券交易所而已。

二、理论最优：“向证监会注册”

可见，以上三种备选方案其实各有优劣。但本文认为，从理论分析来看，方案一“向证监会注册”是最具逻辑说服力的一种选择。

首先，证券行政监管机关是监督强制信息披露制度实施的“最佳人选”，证券交易所作为市场主体不应也难以过多担负公共利益平衡之责。

“任何制度的产生和确立，都是历史的选择，具有一定价值和存在理由。法律制度在反映社会生活的同时，还必须按照一定的理想模式来塑造社会生活，反映立法者、执法者及守法者期望追求的价值目标。”^[3]纵观资本主义市场经济发展史，可以发现监督发行人履行信息披露义务、监督发行注册文件的信息披露质量几乎“一致”被认为应属证券行政监管机关的分内之责，这可从不同法域现实趋同的安排上得到印证。^[4]不再一味严格限制公开发行，而是通过强制信息披露来平衡企业公开融资权和投资者利益保护，这本身就是一种现代行政权进行公共政策选择的结果。

如果让证券交易所承担监督发行信息披露质量的职责，就要考虑证券交易所的立场是否中立。证券交易所既是市场参与者更是市场本身，自身利益牵涉其中，如果既监督发行人信息披露义务的履行，又审查发行人的上市适格性，就有一定的利益冲突性。这种利益冲突可能突出表现为证券交易所因追求短期盈利的动机而放宽或降低其上市标准，导致上市标准的“逐底竞争”。我国的证券交易所目前虽然仍以会员制为组织形式，但其现实具备“企业”的特征，^[5]有着像企业一样的独立利益追求和考虑，而且如果是“非互助化”（公司化）的证券交易所^[6]，其“以营利为目的”的营业性将会导致这

[3] 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24页。

[4] 参见杜晶：“注册制审查的域外实践和理论内涵解析”，载郭锋、冯果主编：《证券法律评论》（2014年卷），中国法制出版社2015年版，第27~43页。

[5] 以上海证券交易所为例，在2003年之前，其在上海市工商局的登记一直为国有企业法人。“此后虽转为事业单位登记方式，但至今一直缴纳企业所得税。同时，上交所承担的带有商业属性的市场服务职能，大部分以类似于企业的方式实现。”卢文道：“证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析”，载张育军、徐明主编：《证券法苑》（第五卷），法律出版社2011年11月版，第1010页。

[6] 公司制的组织形式作为证券法学界多年反复探讨的命题可能成功被写入修改后的《证券法》条文中。不过，证券交易所的公司制改革“言易行难”，考虑到如下因素，相关条款极有可能在多年内都是一纸空文：①我国证券交易所最初的建设和发展就源于政府扶持。②我国行政监管一向强势。③证券交易所的公司制改革将触及监管机关的部门利益。证券交易所公司制改革的核心是股权结构的明晰配置。交易所的国有产权显然将由国有资产管理部门持有，证监会的角色即由目前事实上的“上级主管机关”转为真正意义上的行业及市场“监管机关”，这就意味着证监会须放弃部分既得权力和利益。④交易所自己本身可能不愿意进行改制。国有资产管理部门作为国有产权持有人，主管部门是国家财政部。而证监会多年行使监管权，与交易所在人事等各方面事实上都非常“亲近”，交易所本身也未必愿意更换“上级主管机关”。参见杜晶：“证券交易所的‘公司化’改革和自律管理职责履行方式的调整”，载郭锋主编：《金融服务法评论》（第六卷），法律出版社2014年版，第147~166页。

种利益冲突更为明显。^[7]不过，上市标准“逐底竞争”倒也非绝对会出现。如有学者所言：“证券交易所作为一个独立的组织，和企业一样有着自己的利益追求和考虑；证券交易所即使行使市场监管权，内生动力在于增加自己的市场竞争力。”^[8]在交易所竞争日趋激烈的现状下，严格的上市标准越来越成为优质证券交易所的身份象征，证券交易所出于积攒长期竞争优势的考虑，不但不会降低或放松上市标准，反而可能更为严格地审查拟上市证券的资质，出现上市标准的“逐高竞争”现象。

不过，即使不会出现上市标准的“逐底竞争”也不意味着证券交易所适宜担任“注册机关”。“向交易所注册”的直接后果其实是发行程序与上市程序的同质化，以及对传统证券发行理论和上市理论的某种颠覆。对于申请首次公开发行并上市的股票而言，交易所不得不关注该股票的投资价值，只有那些符合上市适格性的股票发行人能获得“上市公司”的身份。因此，当证券交易所对发行人的发行注册文件和上市申请文件同时进行审查时，必然更加关注后者。从审查结果上来看，只有通过了上市适格性审查的公司才能借助证券交易所这个平台进行股票公开发行；否则，无论发行注册文件在形式上多么完备、易理解、前后一致，也无法在证券交易所公开发行。极端一点说，在没有通过上市申请审查程序之前，交易所都没有必要去对申请首次公开发行并上市的发行注册文件予以形式审核。即使法律规定了发行注册生效时日，被交易所否定了上市申请的拟发行人也无法在交易所进行公开发行。此时，发行注册文件与上市申请文件被同质化，有上市才有发行；一级市场的首次公开发行注册程序，被二级市场的上市审查程序“吞并”，而后者又为交易所的盈利性或营利性主导，这就使得法律预设的通过公开发行注册程序平衡企业融资权利和投资者保护的目的落空。从这个角度来看，证券交易所实难担任“注册机关”。也许正因为如此，即使是在交易所同时行使形式审核和上市适格性实质审查权的香港地区，也要求“双重存档”——基于公众利益保护和监督信息披露实施的需要，法律为证券行政监管机构保留了对发行上市申请的“一票否决权”。^[9]

其次，“向证监会注册”意味着由证券监管机关对一级市场进行整体管控，这为其他证券公开交易场所支持公开发行功能预留了制度空间，同时也符合转板制度和公众公司监管制度的理论基础。

以上方案二“向交易所注册”未考虑到全国股转系统支持公开发行功能的可能性。根据我国目前的多层次资本市场架构，不同类型企业的融资场所界限是较为分明的：非

[7] 在自律管理体制中始终是存在利益冲突的，而交易所的“非互助化”被普遍认为加剧了利益冲突，因为公司制证券交易所既以“营利为目的”，必然有为自身和股东利益最大化的原始动力。参见前注〔6〕，杜晶文，第162～163页。

[8] 彭冰、曹里加：“证券交易所监管功能研究——从企业组织的视角”，《中国法学》2005年第1期，第83页脚注①。

[9] 香港联交所审查发行上市申请材料主要看两个方面：一是看是否符合《证券上市规则》和香港地区《公司条例》中关于招股书的规定；二是对发行上市申请予以“质量评估”，进行商业价值判断，主要看其是否“适宜上市”、业务是否可持续等，例如是否符合交易所规定的财务要求（符合盈利测试标准或市值/收入测试标准或市值/收入/现金流量测试其中之一）、会计准则、营业记录及管理层、最低市值、公众持股量、股东分布状况、发行方式、发行价格等上市要求。所以，实际上是既进行文件的形式审核，又进行股票“质量”的价值判断。而根据“双重存档”的要求，香港证监会应审查招股书的整体信息披露质量以及该证券的上市是否符合公众利益。参见前注〔4〕，杜晶文。

上市公司可以在全国股转系统进行非公开发行和定向发行；（拟）在证券交易所上市的企业可以进行（首次）公开发行。按照对《证券法》第10条的文义理解，非上市公众公司的定向发行就是“公开发行”，但目前证监会对非上市公众公司定向发行的核准程序相对于在首次公开发行并上市的核准程序而言却非常简便，实质审查的色彩相对少，证监会“在20个工作日内做出核准、中止审核、终止审核、不予核准的决定”，且发行人可以“一次核准、分期发行”。^[10]这其实已经带有鲜明的“注册制”色彩。这种定向发行“注册制”的制度支撑是合格投资者制度，即只有符合法律预设条件的投资者才能够进入到一级市场购买定向发行的股票，投资者根据非上市公众公司提供的信息自行进行投资决策，风险自负。其实，“注册制”所推崇的“市场”，本来就应该包括两层含义，一是证券交易场所，二是投资者。证券交易场所自主决定发行人是否可以通过其平台进行公开发行，投资者则自主判断是否要购买发行人所发行的股票，两者都是市场机制的体现。因此，通过强制信息披露制度和合理的合格投资者制度，除了定向发行以外，全国股转系统完全可以像美国的“场外柜台交易系统”（OTCBB）和我国台湾地区的兴柜市场一样，具备真正的支持股份有限公司（首次）公开发行的功能，实现“多层次资本市场”原本所期望的拓宽企业融资渠道的目的。

证券监管机关作为统一的“注册机关”也是有利于企业融资的。在证券交易所充分竞争的情况下，各自的上市条件和标准、服务水平应有所差异。例如，首次公开发行并上市的发行人将发行注册文件提交给证券监管机关，发行注册文件经过监管机关的形式审核并经法定时日后生效，发行人开始享有公开发行的法定权利。此时，发行人自主选择证券交易所作为其发行并上市的场所；当一证券交易所拒绝了其上市申请之后，理论上发行人还可以选择其他的证券交易所再次申请上市；如果全国股转系统亦能支持（首次）公开发行，此时甚至可以退而转求在全国股转系统进行发行并挂牌。换言之，发行人能够在什么样的场所进行公开发行后的持续上市或挂牌交易，的确取决于发行人本身的情况如何，但这并不妨碍其找到适合自己的场所进行公开融资。这也是注册制改革和建设多层次资本市场本应有的效果。

现有转板制度的设置逻辑也是以证券监管机关对一级市场的统一管控权为基础的。《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》（国发〔2013〕49号）规定，“在全国股份转让系统挂牌的公司，达到股票上市条件的，可以直接向证券交易所申请上市交易。”据此，在全国股转系统挂牌交易的公司如其达到证券交易所的股票上市条件，可以直接向交易所申请上市交易，成为上市公司。由于注册制强调的是强制信息披露，而非上市公众公司已持续履行信息披露义务，因此仅需由证券交易所进行上市标准的审查即可。将这种逻辑延伸下去，就会看到允许发行人在不同的证券交易所之间“转换上市”并不存在理论障碍，因为发行人已经注册，履行了强制信息披露义务，其所做的不过是将其股票换个平台换个场所进行持续公开交易而已。

另外，中国证监会基于现行《证券法》第10条对“公开发行”的规定界定了“非上市公众公司”并主要通过信息披露制度对其进行规制，行政监管机关保留其对一级市场的整体管控权，与其统一监管公众公司的法理也是一脉相承的。

[10] 参见《非上市公众公司监督管理办法》（中国证券监督管理委员会令第96号）第43、44条。

三、现实改革的风险和考虑

当然，“向证监会注册”方案最明显的风险在于：当证券监管部门仍然保有对股票公开发行的监管权限时，因为“路径依赖”或其他因素，极有可能仍然进行带有实质审查或投资价值判断色彩的审核，导致公开发行审核制度没有实质变化，换汤不换药。另外，该方案不具显著的行政减负效应，行政监管机关还是要配置一定数量的审查人员对发行注册文件进行阅读和审查，尽管这种阅读和审查仅仅是监督式或督促式的。从这个角度来看，采纳方案三，即“由交易所审核、向证监会注册”倒也未尝不可，即将具体的书面阅读和形式核查工作交由证券交易所来做。但是，由于发行强制信息披露制度带有强烈的公共利益保护色彩和公共政策性，在进行具体法律规定时应明确注册机关为证券行政监管机关，并着重注意以下几点。

第一，发行注册行为的法律性质应为“准行政行为”。“准行政行为”表明行政机关行政权力的行使效力在发行注册过程中的抑制。

在行政法学界，关于行政行为的界定一直学说纷纭。简单来看，行政法学界基本认可一项行政行为具备四个方面的要素：主体要素、权力要素、意思要素、法律效果要素。^[11] 其中，意思要素是指行政机关在行为时以意思表示的方式做出；法律效果要素是指这种意思表示能直接产生法律后果，即对相对人权利义务的直接设定、变更、消灭等。对企业公开发行的权利施以注册制的规制，是一种体现了现代行政权、出于公共利益保护考虑的公共政策手段。因此，从主体要素来看，注册机关应为证券行政监管机关；从权力要素来看则体现的是现代行政权。^[12] 那么，发行注册行为是否反映了行政机关的意思要素和法效要素呢？

从注册制的理论来看，发行人的公开融资权属于商事权利，而非政府授予的权利。^[13] 除非有法律规定的情形，作为注册机关的行政监管机关并不会否定或拒绝发行人的公开融资权。换言之，在发行注册行为中，即使有行政机关的意思表示，但其法律效果的产生并不源于行政机关的意思，而是源于法律的规定。于此来看，发行注册更像是“准行政行为”。“准行政行为”的概念来自于日本行政法学界：法律行为性质的行政行为，是指按照日本行政厅的意思表示产生行政厅所期待的法律效力的行政行为；准法

[11] 参见李大勇：“行政行为分类的逻辑考量”，《法律科学》2013年第5期，第54～61页。

[12] 研究资本主义发展史，可以发现用强制信息披露制度来规制企业的公开融资权始于英国，又以英国内阁近现代行政权的确立为必要条件。从1720年至19世纪中期，英国由于尚未形成近现代责任型政府，除了笼统严格限制之外，几乎也没有其他的有效手段（例如专门的行政监管机构、为资本主义市场经济发展服务的商事法律规范）来监管或控制股份公司及其发行不被用于欺诈。1832年英国议会改革前后，现代责任型政府的最终形成才让用强制信息披露制度规制股份公司公开发行成为可能，而不再一味限制或禁止。所以，发行强制信息披露制度其实是具备了现代行政权的政府调控资本主义市场经济的手段。美国颁布1933年《证券法》确定强制信息披露制度，也是源于在经济大萧条的背景下政府的现代行政权对市民经济领域的干预。

[13] “若是法律授予的商事权利，除非可能损害公众利益，否则政府不得加以限制，因证券发行涉及公众利益，证券发行权是一种特殊商事权利，政府仅需从投资者保护角度对信息披露把关，而不实质否决发行权，构成以信息披露为核心的注册制基础”。李文莉：“证券发行注册制改革：法理基础与实现路径”，《法商研究》2014年第5期，第116页。

律行为性质的行政行为，则是指其行为内容以行政厅的判断（认识）为要素，按照法律规定被赋予一定的效力，其行为的法效内容与行政厅的意思无关，也就是说，行政厅并不做出期待某种法律效果的意思表示，而仅仅对行政厅的某种判断或认识，法律赋予一定法律效果。^[14] 所以，准行政行为做出后，要以法律为中介，然后才对相对人产生法律效果，而行政行为无需借助于法律的规定，可凭借其行为内容直接导致当事人权利义务的得失变更。^[15] 对比理想状态下的注册制和现行的核准制，不难发现：在后者，发行人的公开发行权其实就是来源于监管机关的授予；而前者并没有实质性为申请人设定公开发行权，公开发行权原本就为申请人所享有，只是程序上有所受限。如果说发行注册类似于“准行政行为”的话，那核准制中的“核准”显然应属于行政行为。发行注册“准行政行为”的界定，强调了行政权力在对发行注册文件审核过程中的抑制和退让。

第二，明确发行注册行为的行政可诉性。

对发行注册行为予以“准行政行为”的定性，并不意味着对行政可诉性的完全排斥，尽管行政法学界一般认为准行政行为原则上不具有行政可诉性，因其“并不对相对方的权利义务的产生、变更和消灭发生直接的法律效果，也就是说不直接对权利义务产生实质性影响，……”^[16] 在理论上，准行政行为并不具备可诉标准的所有要求，原则上不可诉。^[17]

然而，准行政行为可能在如下两个方面具备行政可诉性：其一，如果其事实上对权利义务产生直接的、实质性影响，这时它就具有行政可诉性。^[18] 其二，即使其未对相对人权利、义务产生实质性的变更或影响，如果违反了行政程序法的原则，也具有行政可诉性。发行注册行为内含行政权力要素，行为过程应遵循行政程序法的相关原则，包括：公开行政，例如，审查人员与企业之间关于发行注册文件信息披露完善的互动都向公众予以公开；^[19] 有完备的听证程序制度，例如，当注册机关撤销或中止发行人的注册时，应有听证程序；^[20] 在注册机关否定发行申请人的发行申请时，应书面说明理由、予以告知等。当然，这些程序的完备还有赖于行政程序立法的完备。简言之，注册行为仅在违反行政程序法的原则或对发行人的公开发行权有实质性变更的情况下（例如，非出于信息披露质量的原因，而是出于对该企业投资价值的判断而否定其发行申请的），才具有行政可诉性，注册机关才承担相应法律责任。这也解释了为什么各域外证券、金融法制中都没有单独规定针对注册机关注册行为的行政复议或行政诉讼制度，但一般都有以书面形式告知、听证程序等基本行政程序救济手段。这种“有限问责”与注册机关

[14] 参见吴东镐、徐炳煊：《日本行政法》，中国政法大学出版社2011年版，第103页。

[15] 参见孔繁华：“准行政行为”，《郧阳师范高等专科学校学报》2000年第2期，第45~49页，人大报刊复印资料《宪法学、行政法学》2000年第4期。

[16] 马怀德：“准行政行为及其可诉性研究”，载 <http://www.china-review.com/sao.asp?id=3719>，最后访问时间：2016年8月1日。

[17] 参见皮宗泰、王彦：“准行政行为研究”，《行政法学研究》2004年第1期，第29~36页。

[18] 参见前注[16]，马怀德文。

[19] 例如，在纽约证券交易所首次公开发行并上市时，申请人的发行注册文件一旦上传至SEC的EDGAR电子系统就可即时被公众查阅；SEC审查人员与企业之间关于发行注册文件信息披露完善的互动也一般在企业成功IPO之后45天左右，在EDGAR电子系统中可被公众查阅。

[20] 例如，日本《金融商品与交易法》第11条“含有虚假陈述的证券注册文件提交一年内其注册效力的中止”中就规定，当证券注册文件或储架（发行）注册文件提交一年内，总理发现其文件中含有虚假陈述，或出于公共利益保护的需要，应中止其注册效力的，应按照《行政程序法》的规定提供听证程序。

在发行注册过程中的“有限权力”是相匹配的。

探讨发行注册行为的行政可诉性，并不意味着针对注册机关行政诉讼的勃发或激增。发行融资对企业而言是一种带有时效性和迫切性的需求，行政诉讼带来的时间成本和其他成本未必是发行人愿意承担的。以美国为例，“被控的行政行为只有对相对人发生了实际不利影响并适于法院审查时才能接受司法审查。……即‘司法审查时机成熟’原则，其含义是指被控的行政行为只有对相对人发生了实际不利影响并适于法院审查时才能接受司法审查”^[21]。因为联邦层面实行注册制，美国证监会（SEC）并不会因投资价值判断而拒绝或否定发行人的公开发行权利，因此其注册审查行为一般不符合司法审查“成熟原则”。而在州的层面，州“蓝天法”实行发行申请的实质审查，州证券行政监管者关于某项发行申请的决定是否“公平、公正和合理”，理论上是受制于司法审查的。但是，有美国学者提出，这种司法审查的配置其实是“无用功”（nullity）。向州高等法院起诉州证券行政监管者太浪费时间，而发行人一般无法承受因这种诉讼而导致的发行延迟。“在过去的六十年里，能够找到的因监管者否定发行注册申请而引发的行政诉讼案件只有两起（分别发生在1989年的明尼苏达州和1936年的威斯康星州）。因此，对于跨州发行的发行人来说，如果无法满足某些州的实质审查要求，他们一般就会直接‘越过’这些州去其他的州发行。”^[22]换言之，在核准制情境下，要求对行政监管者实质审查“公平、公正和合理”与否进行司法审查，对发行人来说未必经济和理性；而在注册制情境下，注册行为更是仅在有限情形下才具有可诉性。监管者没有必要“畏惧”或回避发行注册行为的行政可诉性。

第三，不宜在法律中直接将证券交易所规定为发行注册文件的法定审阅机构。

如果在法律中直接将证券交易所规定为发行注册文件的法定审阅机构，将易造成行政责任主体的混淆和混乱。例如，当证券交易所将不同意发行申请的审核意见（这种否定极有可能是因为对上市申请文件进行审查后的一体式否定）报呈给证监会时，证券交易所此时是否属于“法律、法规、规章授权的组织”，从而可与证券监管机关一起被认定为行政诉讼的被告？

因此，在明确注册机关和行政责任主体明确的前提下，法律可授权证券监管机关灵活处理发行注册文件的具体阅读和审查工作。行政监管机关可通过自行委托的方式将文件的阅读和审查工作交由证券交易所来进行，实现“证券交易所审阅、证监会注册”的行政减负。此时，证券交易所属于被“行政机关委托的组织”，其对注册申请文件的审阅与注册机关可能招致的行政责任无关，仅对委托机关承担未履行被委托职责的相关责任。同时，就其上市申请审查自行承担相应法律责任。

总而言之，本文认为，“向证监会注册”是最具有理论说服力的改革方案，注册机关（和行政责任主体）应明确为行政监管机关。但是，出于行政减负的实际考虑，监管机关可自行决定将文件的阅读和审查工作以委托的方式交由证券交易所来具体执行。

参考文献

[1] 彭冰，曹里加. 证券交易所监督功能研究——从企业组织的视角 [J]. 中国法学，2005 (1).

(责任编辑：邢会强 赵建蕊)

[21] 王名扬：《美国行政法》，中国法制出版社1995年版，第646～647页。

[22] Joseph C. Long, *Blue Sky Law*, West Group, 2000, 1: 43. Merit Regulation.