

# 股票发行注册制下的行政权再定位

## The Proper Role of Administrative Power in the Registration System for Securities Issuance

缪因知

MIAO Yin-zhi

**【摘要】** 注册制改革的本质是行政机构向市场的放权，体现了本届政府一以贯之的市场化改革思路。这主要指监管者放弃代替市场判断拟发行证券的投资价值和相应的否决权。在行政机构放权后，应通过具有竞争性的、自身具有多层次的证券交易场所体系来实现市场对证券价值的判断，并予以挑选上市，交易所挑选的上市公司的质量与交易所的竞争优势息息相关，从而避免陷入单纯的信息披露监管所带来的不足。行政机构不应对应证券发行全面弃权。对于不涉及“好不好”的主观事项，但涉及“对不对”的客观的合规性事项，仍应由具有强制力的行政机构予以监管。判断发行申请材料是否已经达到齐备性、一致性、可理解性，“挑刺但不否决”仍然应当是中国证监会的责任。这样既能实现监管标准的统一性和刚性，也能在发现发行欺诈的线索时采取必要的执法行动。

**【关键词】** 证券发行 注册制 中国证监会 证券交易所

**【中图分类号】** DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206(2016)06-0014-05

**Abstract:** The essence of the proposed registration reform for the regulation of public offering of securities lies in the delegation to the market by the administrative power, reflecting the market oriented approach of this administration. This means the market would judge the investment value of the offered securities and exert the veto power. As the regulator gives up its power, competing multi-layered exchanges should be empowered to determine the substantive value the securities and screen them for the eligibility of being listed. The relation between the quality of listed companies accepted and the competitive edges of the exchanges would diminish the defects brought by a simple disclosure-based regulation system. The regulator should by no means withdraw from the regulation of public offering completely. When it comes to objective compliance issues involving “right or not” rather than “good or not” subjective issues, the administrative organ, which possesses enforcement power, should be responsible. The CSRC should check and make sure the completeness, consistency and comprehensibility of application files for offerings, it should be censorious but without a veto power. Hence the consistency and seriousness of the reviewing could be guaranteed. When the regulator detects some clues, it would be easier to initiate a needed enforcement action.

**Key words:** Securities offering Registration system CSRC Securities exchange

**【收稿日期】** 2016-09-14

**【作者简介】** 缪因知，男，1981年10月生，中央财经大学法学院副教授，研究方向为证券法。

**【基金项目】** 北京社科基金（项目编号：14FXC035）。

2015年4月首次全国人民代表大会财经委员会提交的《证券法修订草案》(以下简称《草案》)根据市场化的改革思路,提出建立“以信息披露为中心,由市场参与各方对发行人的资产质量、投资价值作出判断,发挥市场在资源配置中的决定性作用”的股票发行注册制。<sup>[1]</sup>但这不等于说我们就应该实行单纯的信息披露监管,过分排斥实质监管同样会有弊害。<sup>[2]</sup>①政府和证券交易所在发行监管中的角色需要我们深入反思。

## 一、注册制改革的本质是行政管理体制改革

注册制改革在证券法学界并非一个新设想,而之所以在2013年起获得了正式而广泛的讨论,并非由于证券市场和证券法律的“基本面”发生了变化,而是由于制度“供求”发生了变化。2013年以来,发行注册制改革是伴随着自由贸易区试验、公司注册资本制改革、大众创业万众创新乃至营业税改增值税等一系列简政放权措施而来的。这些措施虽然以拥抱市场化、推动企业与市场的自发调整为精神要旨,但客观上是从上而下的改革举动,是在李克强一届政府的纲领规划之列。注册制是本届政府经济治理观的鲜明体现,是行政部门强力实现新制度供给的结果,也极可能在本届政府任期届满(2018年春)之前实质展开。

故而,对注册制的观察角度应更多地放在主体层面,而非客体层面。未来注册制与当前审核制的区别在于“市场制”与“行政制”,其宗旨在于行政部门向市场部门的放权,这也是改革三十年中心宗旨的再续和重谈。故而,注册制改革的本质不是证券市场治理的技术性调整,而是一场行政管理体制改革,是行政权在证券发行这一至为关键的资金融通入口处的再定位。由于涉及极为要害的行政公权与市场私权的分配消长,并可能对资本市场未来的金融资源配置格局产生持久性的影响,这甚至能视为证券市场这一国民经

济具体领域内的政治体制改革尝试。在此前提下,美国式还是香港式的政府性证券发行审查的区别反而成了较为技术化的细节。

## 二、“对不对”与“好不好”:证监会与交易所的分工

那这场行政管理体制改革究竟以何为导向,从而实现中国证监会这一行政机构的正确再定位呢?在引入具体问题之前,我们可以思考一下什么应当是行政部门做的,什么应当是市场部门做的。

行政部门优于市场部门的两个地方在于:(1)理论上,行政部门是公正的、利益无私的。即便政治因素、监管俘获等会造成偏差,但在总体上或大部分情形下,行政部门是中立的。(2)行政部门更具权威和强制执行力。

因此,行政部门较适合承担执法工作,即根据一个较为客观的标准来衡量市场中发生的行为,通过事前控制、事后惩罚来减少违法行为的出现。这是“对不对”的问题。

故而,在证券发行上市判断的问题上,证监会还是应当承担合规性的审查工作,用2015年《证券法修订草案》的话说,就是判断发行申请材料是否已经达到齐备性、一致性、可理解性。按照证监会高官的解释,“齐备性主要是指注册文件披露内容的项目、范围和程度等是否符合信息披露规则的要求,是否达到投资者进行投资决策所要求的充分和必要水平。一致性主要是指披露内容所反映的企业自身生产经营状况是否合理,财务数据之间的勾稽关系是否符合逻辑,财务与非财务数据之间是否能够得到印证等。可理解性主要是指信息披露文件的语言表述,要立足于投资者阅读和使用的需要,充分考虑一般投资者的认知水平与专业能力,尽量做到浅显易懂,尽可能避免使用难懂、冗长、技术性的术语。”<sup>[3]</sup>这些审查也是目前证监会发行审核部一处、二处的工作内容。

这样的好处一是能统一最低合规性标准,防

① 宋晓燕:《证券发行监管制度之辨》,《金融服务法评论》第四卷,2013年(认为由于市场的非完全有效等因素,实质监管也有优点,市场发达后,不一定要过渡到注册制)。

止交易所之间的逐底竞争，特别是对蓝筹公司的逐底竞争。<sup>①</sup>我国2015年《证券法修订草案》规定“对于交易所报送的同意决定及注册文件，证监会在十日之内有权表示异议”，实际上对交易所的道德风险是有所警惕的。在香港，近年来妖股、仙股、壳股过多，导致数百家上市公司半年内市值波动逾100%，2016年6月香港证监会、香港交易所联合发布咨询文件，拟通过在港交所设立证监会主导的上市政策委员会和上市监管委员会来提高上市否决率。历史上，2002年的仙股暴跌风波中，香港特区政府专家小组还曾建议将上市审批权交付证监会。<sup>[5]</sup>

二是能减少公司向不同交易所分别提交申请时的文牍成本。

三是可以发挥证监会更高的权威，分流交易所拒绝公司上市申请时的压力。美国《证券法》第8(d)节规定证交会在任何时候发现注册文件中存在对重大事实的任何不实陈述或遗漏时，可以在听证会后发出暂停注册效力(suspend the effectiveness)的停止令(stop order)。<sup>②</sup>我国2015年《证券法修订草案》第23条规定的证券交易所出具同意的审核意见后再提交证监会更为全程、高效。

四是在发现财务造假线索时，能直接立案查处。这也是发达法域的常见做法。香港证券发行上市实行联交所和证监会双重存档制度的一个重要目的就是为了让证监会对提交虚假或误导性资料的人行使执法权，上市中的财务造假行为不再只是导致上市失败，而是导致法律责任。而且具有讽刺意味的是，历史远不如港交所悠久的香港证监会在股市主导性不断增强，正是由于2000年以后赴港上市的内地企业越来越多，导致市场鱼龙混杂，<sup>[5]</sup>故而内地市场更没有理由放松监管部门在证券发行审查中的地位。

所以，证监部门对发行申请的审查过程可以是艰难的、漫长的，而不见得是“走形式”、“走过场”。美国证交会对发行申请文件的审查往往

很费时，存在不小的行政裁量权，以至于被一些研究者认为“嵌入”了实质审查。<sup>[6]</sup>但这仍然只是基于信息披露的形式审查。我国海峡两岸的学界共识是，不涉及投资价值判断就不属于实质性判断。<sup>[7-8]</sup>

作为我国发行制改革的模板，美国证交会的特色是“只挑刺、不否决”，根据媒体公开报道而非自身实地调查，<sup>[8](P15,注59)</sup>通过意见信(comment letters)不断质疑，申请人只要愿意继续努力，就有不断改进自身工作以最后实现达标的空间。除了《萨班斯法》等确立的公司治理标准外，美国证交会只就信息披露的内容与质量与发行人不断“对话”，即便对发行人的盈利模式和能力之类表示怀疑，也无从拒绝。注册过程是就信息披露进行对话的过程，“任何发行人，不管何种风险、风险多高，只要充分披露，就可以发行证券，让市场去自行判断其投资价值”<sup>[9]③</sup>。

而至少到2015年6月底，中国证监会对注册制也是如此立场，证监会主席助理黄炜在公开场合表示：“注册审核不应限制企业股权融资的天然经济权利”，“注册审核不应以否决发行申请为目的。通过注册审核是要让符合信息披露要求的企业发行上市。对于违反国家利益和公共利益的企业，注册审核中当然应当依法提出否定意见，但否决发行申请不应成为注册审核工作的目标，审核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。发行人向投资者披露的内容达到了信息披露制度和规则的标准，就可以发行上市”。<sup>[3]</sup>

改革应去除的对象则是政府机构对“好不好”的判断，即对投资价值的实质判断。目前，所有提交给发行审核委员会的都是已经在合规性上基本没有可见瑕疵的公司，而发审会做的事情其实只是颇为主观地“优中选优”、“劣中选优”或“劣中选劣”。这可以从其决策机制

① 李有星教授也认为美国的发行审核制度（他认为美国的发行注册制度不排斥实质审查）能避免交易所出于商业竞争目的突破上市审核标准的底线。<sup>[4]</sup>

② 实例列表见 <https://www.sec.gov/litigation/stoporders.shtml>。2015年发出的停止令多达十余个。停止令的发出理由包括执法对象未在注册时披露其真实控制人，如较新的2016年6月的33-10088号。

③ 该文还列举了诸多正反案例。

是投票表决制上看起来。对错问题是不能靠投票解决的,能投票解决的只能是不可证实或证伪的价值判断问题,所以对发审会的决定,当事公司即便不服,也没有申请复议或上诉的权利。

这实际上给股票发行申请者造成了极大的困扰,因为这意味着他们无法通过自身努力来提高成功发行股票的概率;当他们被否决时,他们也未必能了解如何继续努力。更重要的是,这一否决是来自于行政部门的“替天行道”,而当事公司却不能质疑其合理性,法理逻辑上出现了不通之处。

相比之下,如果把“好不好”的判断权交给交易所,在逻辑上就更为通畅,也更能令当事公司服气。上市在形式上是通过公司和交易所缔结民事上市合同来完成的,<sup>①</sup>因此公司被拒绝上市,就像特定商品被超市这一交易平台拒绝接受一样,本无所谓对错。交易所对上市公司设定严格的利润、收入、股本等财务指标,也将同样无可厚非。<sup>②</sup>

在此值得提及的是,关于美国政府监管机构是否对证券发行实行关于价值判断的实质审核,我国学界存在认识上的反复。早期的主流观点是美国这样的注册制不做实质审核。<sup>[11]</sup>2011年沈朝晖提出美国州和联邦都存在着实质审核,联邦监管者对何为实质信息做出一些实质判断。<sup>[12]</sup>而较新的研究如汤欣等指出:联邦层面仍然是信息披露模式,并未嵌入或充满实质审核,<sup>③</sup>州层面则是信息披露模式和实质审核模式并行,但1996年《全国资本市场改善法》(NSMIA)等改革后,预定在全国性交易所上市的证券的公开发行

以联邦层面的注册审核为主。<sup>[8](P5,10)④</sup>

### 三、注册制改革与竞争性交易所体系的互相支持

故而,注册制改革需要重新划分证监会和证券交易所的权力/权利。2014年5月全国人民代表大会财政经济委员会《证券法修订草案(征求意见稿)》曾经提出了两套并行的发行注册制方案,即证监会负责注册和交易所负责注册。但2015年4月提交全国人大常委会的《证券法修订草案》只保留了交易所负责绝大部分工作的方案,笔者认为这是不合适的。

当然,这可能是由于在现行体制下,交易所更像是证监会半行政化的分支,沪深交易所分别负责主板和中小企业板创业板,不存在实质竞争,所以由谁审核区别不大。

的确,若要令交易所作为市场主体对“好不好”起到负责任的判断,除了令其像香港联合交易所那样增加审核标准的透明性外,<sup>⑤</sup>就要令此类判断能实际影响到其在市场竞争中的沉浮。故真正的注册制改革应当与交易所的全方面竞争相关联。即使不设置新的交易所,也应当令沪深交易所能各自拥有全面的板块,能全方位地进行竞争。<sup>[13-14]</sup>交易所具有实质性的上市权和交易所具有竞争性应当互相支持。

2016年3月,上交所战略新兴产业板被叫停,引发市场人士抱怨,这充分说明了在一线人士眼中,深交所创业板和上交所战新板之间的区别是真实存在的,<sup>[15]</sup>也再次说明了行政部门不适

① 当然交易所也兼具一些行政监管的色彩。<sup>[10]</sup>

② 主张“放开发行,管住上市”,将对信息披露以外事项的实质审核权归于交易所的观点,也可见彭运朋:《证券发行注册制下审什么?》,《财经法学》2016年第5期。不过其主张发行审核标准应超越申请材料的齐备性、一致性、可理解性,笔者对之不予赞同。

③ 类似观点见潘妙丽,徐洋:《注册制下审什么?——以美国SEC和中国证监会发行审核反馈意见为例》,上海证券交易所研究报告,2015,NO.25。参见上海证券交易所官网:[http://www.sse.com.cn/researchpublications/research/c/c\\_20150127\\_3876426.pdf](http://www.sse.com.cn/researchpublications/research/c/c_20150127_3876426.pdf)(指出SEC不做价值判断)。

④ 不过汤欣教授的观点是不学习美式审核,而仿效香港“高度市场化的审核模式”。

⑤ 香港联交所在其官网公开了有关上市事宜的各项规则、指南、常见问题、上市委员会(创业板上市审批小组)做出的以往的上市决策、联交所上市科致发行人的诠释函(interpretive letters)、指南函、程序、清单和表格等,旨在协助发行人理解和遵守《上市规则》,尤其是《上市规则》未明确的、需做进一步阐释之处。<http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/rulesandguidelines.htm>。

合对“多设个板块好不好”之类的价值判断问题做出决定。

#### 四、证监会负责发行注册和交易所负责上市注册的关系厘定

本文主张这样的证券发行上市注册制<sup>①</sup>：证监会继续负责对公开发行申请的合规性审查，标准是申请材料的齐备性、一致性、可理解性，而非真实性、准确性、完整性。主观上认为前三性已经得到满足，是证监会的发行审查工作终结的充分条件。

中国证监会可以像美国证交会那样不厌其烦地对材料的齐备性、一致性、可理解性的诸细节充分敲定落实，但证监会在此阶段可以提出的任何质疑应当都是就事论事的，不能有“说你不行你就不行”的主观判断空间，以减少过往发审体

制中的腐败空间。鉴于主管发行的证监会前副主席姚刚等人腐败落马的教训，应当适度降低证监会主导的公开发行人门槛，同时抬高交易所主导的上市门槛。

公开发行获准后，公司证券若要上市，还必须符合交易所确定的条件，该条件可以是包括财务指标在内的任何实质条件。“发行条件应当主要是关于发行人组织结构、财务报告和合规状况等客观要求。上市条件则是由交易所设置的包括财务指标、市场指标、公司治理等不同要求的差异化条件。”<sup>[3]</sup>从而形成证监会和交易所共同决定、共同担责的政府与市场综合治理体制。

为保护公众投资者的流通利益，本文不赞同公开发行但不上市的可能性，若上市申请失败，公开发行应归于无效。但不公开发行直接上市是可行的，在这一种情形下，公司无需与证监会交涉，而可直接向交易所申请。

#### 参考文献

- [1] 陈丽平. 证券法修订草案首次被提请审议：确立股票发行注册法律制度 [EB/OL]. [2015-06-17]. [http://www.npc.gov.cn/npc/cwhhy/12jcw/2015-04/21/content\\_1933469.htm](http://www.npc.gov.cn/npc/cwhhy/12jcw/2015-04/21/content_1933469.htm).
- [2] Robin Hui Huang. The Regulation of Securities Offerings in China: Reconsidering the Merit Review Element in Light of the Global Financial Crisis [J]. 41 Hong Kong L. J., 2011: 261.
- [3] 股票发行注册制的改革理念、责任配置与制度建构——黄炜主席助理在“2015陆家嘴论坛”上的讲话 [EB/OL]. [2016-10-04]. [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxfwb/xwdd/201506/t20150626\\_279771.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxfwb/xwdd/201506/t20150626_279771.html).
- [4] 李有星, 李延哲. 论假设股票注册制度的不足与完善 [J]. 证券法苑, 2015, 15: 103.
- [5] 杨砚文. 港股监管战：发展与改革孰轻孰重 [N]. 财新周刊, 2016-08-15.
- [6] 李燕, 杨滢. 美国法上的 IPO 注册制 [J]. 比较法研究, 2014 (6).
- [7] 余雪明. 证券交易法 [M]. 第4版. 台北：证券暨期货市场发展基金会 2003: 193.
- [8] 汤欣, 魏俊. 股票公开发行注册审核模式：比较与借鉴 [J]. 证券市场导报, 2016 (1): 13.
- [9] 刘君. 美国证券公开发行如何做到“注册制” [N]. 中国证券报, 2013-11-18.
- [10] 缪因知. 我国证交所监管职能的涉讼前景与非讼机制之建立 [J]. 金融法苑, 2005, 67.
- [11] 范健, 王建文. 证券法学 [M]. 第2版. 北京：法律出版社, 2010: 100-101.
- [12] 沈朝晖. 流行的误解：注册制和核准制辨析 [J]. 证券市场导报, 2011 (9).
- [13] 缪因知. 多层次证券市场体系的完善及《证券法》修改建议 [M] // 证券法苑：第9卷. 北京：法律出版社, 2013.
- [14] 缪因知. 论证券交易所竞争与监管的关系及其定位 [J]. 时代法学, 2008 (6).
- [15] 缪因知. 中国证券法律实施机制研究 [M]. 北京：北京大学出版社, 2016: 第五章第二节.
- [16] 王啸. 理性期许注册制落地 [J]. 证券市场导报, 2016 (1): 1.

(责任编辑：邢会强 赵建蕊)

<sup>①</sup> 深圳证券交易所《证券市场导报》的“编首语”也提出“交易所负责实质性的上市审核，监管层履行发行注册程序”。<sup>[16]</sup>