

股票发行注册制下审什么？

——《证券法（修订草案）》相关条款之商榷

What Should Be Examined under China's Public Offering Registration System: Different Opinion on Relevant Articles in the Revised Draft of Securities Act

彭运朋

PENG Yun-peng

【摘要】 《中华人民共和国证券法（修订草案）》关于股票发行注册条件即“审什么”的条款值得商榷。其一，注册制并非允许发行人只要进行信息披露就可以IPO，而是“放开发行，管住上市”，将对信息披露以外事项的实质审核从发行阶段后置到了上市阶段。其二，发行审核将审核投资价值，只不过是从信息披露是否真实、准确、完整的角度审核。对投资价值不是不审核，而是“审而不判”：从信息披露的角度审核投资价值，但不会对投资价值进行判断并据此决定是否允许公开发行。其三，发行审核机构不应仅审核信息披露的齐备性、一致性、可理解性，而应对真实性、准确性、完整性进行实质审核，但不对此承担保证责任，即“审而不保”。注册制不必在信息披露之外再另设发行条件的条款，《草案》第20条应当删除。

【关键词】 股票发行注册制 信息披露 实质审核 持续盈利能力

【中图分类号】 DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206(2016)05-0020-11

Abstract: In the area of “what to be examined”, the relevant articles in the Revised Draft of Securities Act need to be interpreted properly and amended. The government and other related agencies need to use these lessons for reference when they execute the authorization from the legislative in setting up specific rules for the public offering registration system. First, information disclosure is not going to be the only condition for IPOs under the registration system, which relocates other reviews except information disclosure from public offering to listing. Second, the registration system does not quit merits review. It is true that the government will not decide the value of issued stocks. But, it will continue reviewing the value from the perspective of information. Third, instead of only the document readiness, consistency or readability, the government need to examine but not guarantee whether the information disclosed is true, accurate and complete. The registration system should not assign another article as the condition of IPO except the information disclosure. Accordingly, the 20th article in the Revised Draft should be removed.

Key words: Stock issuance registration system Information disclosure Merits review Sustainable earning ability

【收稿日期】 2016-03-25

【作者简介】 彭运朋，男，1987年4月生，北京大学法学院博士研究生，研究方向为经济法律理论与制度。

股票发行注册制（下称“注册制”）改革是近几年里证券法学理论与实务中最受关注但也最曲折的制度改革。2013年十八届三中全会的改革决定正式宣布进行股票发行注册制改革。全国人大常委会于2015年4月首次审议全国人大财经委员会提交的《中华人民共和国证券法（修订草案）》（以下简称《草案》），其中的核心就是注册制。^[1]业内曾一度预计《草案》将在2015年底通过三审，完成修订，^[2]但由于此次《证券法》修订范围非常大，^①且A股市场在2015年下半年经历的罕见波动及相应救市风暴加剧了立法争议，因此《草案》未能提交9月份和11月份的全国人大常委会会议审议。为了在《证券法》整体修订较慢的情况下单独为注册制改革提速，2015年12月27日，第十二届全国人民代表大会常务委员第十八次会议通过了《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》，授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用《证券法》有关规定。国务院以及证监会表示将根据授权对具体事项做出相关制度安排。然而，在注册制即将要“千呼万盼始出来”之际，2016年开年伊始的新一轮股市大跌再度给注册制改革“泼下冷水”。2016年3月全国“两会”上的政府工作报告未提及“股票发行注册制”，《十三五规划纲要》则采取了“创造条件实施股票发行注册制”的表述。新任证监会主席则在“两会”的记者会上表示：“注册制是必须搞的。但是，至于怎么搞，要好好研究。”^[3]至此，注册制改革的节奏已明显放缓。

注册制改革放缓当然是令人可惜的事情。不过，注册制改革并非只是缺乏有利的市场环境和有关方面推进改革的决心，其自身的具体制度方案也还存在很大问题。注册制的核心是注册条件，或者说发行审核机构在注册制下应当“审什么”。按照前述《草案》的方案设计，公开发行股票并在证券交易所上市的，^②由交易所接收和审核注册文件（第22条第1款）；如果交易所出

具同意的审核意见，再将审核意见和注册文件报送国务院证券监管机构，如果国务院证券监管机构在十个工作日内没有提出异议，则注册生效（第23条第1款）。

那么，证券交易所、证监会在注册制下应该审核什么内容呢？对此，理论与实务界在《草案》起草前后都存在很多误解，有关条文虽然在大体方向上值得肯定，但具体制度设计存在明显的不妥当之处。注册制需要一定的社会政治与法制环境^[4]以及一系列相配套的制度作为基础条件，^[5-6]我国注册制改革已经在这些方面“先天不足”，假如连注册制自身的具体制度方案也不科学，那么即便未来实施了注册制，其效果也将大打折扣。这里并非要否定注册制改革的必要性，而是强调注册制与其他“先天条件”较好的制度变革相比，其具体制度方案更要科学和合理。

一、注册制下有无实质审核？ ——注册制整体框架解读

对注册制整体框架的准确把握是后续讨论的基础。理论与实务界有一种流行的说法认为，在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断。这种说法广为传播，影响极大，但除非严格限制语境，否则这句话就是错误的。实际上，注册制下仍然有并且应当有实质审核。已有学者指出其中一些错误，但尚不全面，这里再结合《草案》予以进一步分析。

（一）宽松的发行审核应与趋于严格的上市审核配套

《草案》在发行条件上贯彻了市场化的改革思路，旨在建立“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。^[7]具体来说，《草案》第20条删除了现行《证券法》第13条第2项对发行人财务状况与持续盈利能力的要求和第4项的兜底条款；同时把该条第1项中的“健全且运行良好的

① 例如在《草案》的338条条文中，只有31条，也即11%的条文是没有变动的。

② 本文只讨论在证券交易所上市交易的情形。公开发行股票但不在证券交易所上市交易的，其注册条件和程序由国务院证券监督管理机构另行规定。

组织机构”修改为“符合法律规定的组织机构”，把“财务会计文件无虚假记载”修改为“财务会计报告被出具标准无保留意见”，把“无其他重大违法行为”修改为“无……的犯罪记录”。这三项发行条件显然非常宽松，由于不存在对持续盈利能力的要求，几乎一切合法经营三年以上的公司都能够满足这三项条件，而这样的公司可谓是不胜枚举。不过，这并不代表满足这些条件的公司都能登陆证券交易所市场。那些类似于认为注册制下“企业上市门槛降低，不要盈利指标了”的观点^①并不准确。这是因为，发行人在通过发行审核后，还需通过趋于严格的上市审核。在此次改革前，证券交易所的上市审核一直流于形式，证监会批准发行人公开发行的股票后就交由交易所安排股票上市交易，实践中除证监会主动叫停已“过会”的上市外，从未出现IPO申请通过证监会发行审核后未能通过交易所上市审核的案例，所以人们已经习惯于“发行与上市假分离、真联动”^[8]，甚至于将发行、上市、IPO、发行并上市等作为同义词交叉使用，继而直接或间接地犯“发行并上市都实施注册制”的简单错误。

上述状况在此次改革后将极大地改变。《草案》第64条把现行《证券法》第50条第1款规定的上市条件进行了很大的调整：（1）加入了可以把股本总额、盈利、营业收入等各种指标包含在内的“财务状况”，以及从原来的发行条件那里移植过来的“公司治理”；（2）把最低公开发行比例和证券分散程度中的具体比例删除；（3）删除了“股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行的”，因为这属于对现行《证券法》第37条第2款、《草案》第59条第2款的“非依法发行的证券，不得交易”的不必要重复；（4）新增了“发行人的经营年限”。

其中前两项调整是最重要的，因为它们把股本总额、盈利、营业收入、公司治理、证券分散程度等最重要的因素交给证券交易所在上市规则

中决定，使得证券交易所的自主权骤然增加。仅从《草案》看不出未来上市标准的高与低，证券交易所未来即便把上市标准提高到比注册制改革前更高也照样合乎条文规定。正因如此，证监会明确公开指出注册制“不会一步到位，对新股发行节奏和价格不会一下子放开，不会造成新股大规模扩容”。^[9]

既然发行审核以信息披露为中心，那么对发行节奏和价格的控制更可能在上市审核环节实现。可见，我们与其说《草案》放弃了对信息披露以外的其他事项的实质审核，不如说是把实质审核从发行审核阶段后置到了上市审核阶段。我们不妨把这种做法称为在实质审核方面“放开发行、管住上市”。至于如何“管住”，则是后话。^②

“放开发行、管住上市”的制度框架是一项合理的选择。我国一直以来过度的实质审核使得很多人都极为反对实质审核，再加上信息来源不足，人们误以为美国证券市场的注册制只存在形式审核，进而主张我国也应采取只进行形式审核的发行注册制。然而事实上，当今世界没有任何一个证券市场是只要求信息披露就可以自由上市的。除了真实、准确、完整地进行信息披露外，美国股票市场的主要筛选机制还包括两个非常重要的方面。

第一，州层面的实质审核。有学者针对美国的注册制进行研究后指出，美国实行的是双重注册制：1933年至1996年间，如果一种证券准备在全国范围内发行和上市，除符合例外的豁免条件外，必须同时在联邦和50个州的证券监管机构注册，其中联邦层面的注册以信息披露为主，州层面的注册以旨在控制证券投资风险的实质审核为主。^[11]还有业内人士统计指出约有40个州在证券发行的注册过程中采取实质审核方式。^[12]这种状况一直持续到《1996年国家证券市场促进法》（National Securities Markets Improvement Act

^① 例如注册制剖析：八大疑问和五大误解，<http://finance.sina.com.cn/stock/marketresearch/20151210/090123981582.shtml>，最后访问时间2015年12月10日，此篇报道撰写于《草案》已出台数月后，且题目提示将剖析“五大误解”，仍然误以为上市不再看盈利指标，大致反映了这种误解的影响之远。

^② 如上交所曾准备在力推的战略性新兴产业板设置四套财务方面的上市标准：“市值+净利润+收入”、“市值+收入”、“市值+收入+现金流”、“市值+权益+总资产”。^[10]

of 1996)的出台。该法为了减轻市场主体由于双重监管体制受到的监管压力,^①部分地剥夺了各州对特定范围的证券的监管权,规定对于在纽交所、全美交易所、纳斯达克的“全国性市场”^②以及其他经美国证监会(SEC)认定的全国性证券交易所上市或将在交易完成后在这些交易所上市的证券,各州不得直接或间接地要求事先注册。^③双重注册制至此才在全国性证券交易所场所的层面终结。

第二,证券交易所的实质审核。在美国,股票上市审核由各个证券交易所负责。尽管SEC依据《1934年证券交易法》第19条享有对证券自律组织的规则的修正权,但这项权力也受到诸多约束,实际上很少真正行使。^④而各证券交易所的上市标准绝非只有信息披露,实际上也存在诸多实质审核。以上市标准比较低的“纳斯达克资本市场”板块为例,^⑤在该板块上市的公司必须至少满足股本标准、上市市值标准和净利润标准中的一个:股本标准要求股本在500万美元以上,上市市值标准要求市值在5000万美元以上,净利润标准要求最近年净利润在75万美元以上;同时,纳斯达克还存在对所有板块一体适用的年度与季度报告分发、独立董事、投票权分配等十二方面的公司治理要求。^[14]

可惜的是,认为注册制就是企业在“公开发行人上市交易”时只需要进行信息披露、监管机构只对信息披露进行形式审核的错误认识已经广为传播,虽几度澄清,但“流行的误解”却依旧流行。在发行并上市交易必然要有一定的实质审核但当前社会认知暂时存在较大偏差的背景下,把实质审核从发行阶段后置到上市审核中的做法可能是既能维持必要程度的实质审核,又能保持

“政治正确”的唯一选择。同时,证券交易所相对于政府监管机构而言具有一定的市场化优势,这应是起草者采纳这种制度框架的原因之一。

但是证券交易所在现行监管体制下作为证监会的“延长的臂膀”,总体而言亦难逃行政化窠臼,其能在多大程度上自主审核,其审核能在多大程度上实现市场化,尚取决于证券交易所治理结构的后续改革。同时,证券交易所相对于证监会而言也存在一些劣势,例如证监会凭借“省部级机构”地位向其他省、部、市等机构要求协助的能力、作为国家机关的权威、多年积累下来的审核经验、随时从整个证券监管系统抽调人手的统筹能力。核准制下存在的权力寻租等问题未来是否会在注册制下的证券交易所及其内设审核机构中存在,也是值得关注之处。

(二) 发行审核并不排斥对投资价值做实质审查

即便在发行注册阶段,审核机构也仍将审查发行人投资价值,只不过这种审核是“审而不判”;只关注发行人是否真实、准确、完整地披露了影响发行人投资价值的信息,不会对投资价值进行判断并以此作为是否允许公开发行的标准。证监会在注册制设计中非常强调发行审核以信息披露为中心,审核机构“不对企业的资产质量和投资价值进行实质判断,也不对发行人‘背书’”。^[15]

但是需留意的是,信息披露与对投资价值的判断并非截然分开,相反,信息披露的目的是让投资者拥有判断发行人的资产质量和投资价值所必需的信息,其内容必须紧紧围绕投资价值来展开。与投资价值无关的信息披露实际上是没有真正价值的。发行审核机构需要设身处地从投资者

^① 该法案在提案中的名称原本为《资本市场放松监管与自由化法》(Capital Markets Deregulation and Liberalization Act of 1995),后因受到强烈抵制,不得不在放松监管与自由化的道路上回撤了一些,并将名称更改为《国家证券市场促进法案》。^[12]

^② 纳斯达克于1982年实行分层制度,为存在做市商的高流动性股票建立了“全国市场”,又于2006年把这一板块拆分为“全球精选市场”和“全球市场”。

^③ H. R. 3005. ENR.

^④ 例如SEC曾经发布Rule 19C-4,要求各证券交易所修改上市规则,禁止双层股权机构的公司上市,但最终被法院认定因超越权限而无效。^[13]

^⑤ 大体而言,纳斯达克交易所的标准低于纽约交易所,且纳斯达克交易所中的“资本市场”板块的标准低于“全球精选市场”和“全球市场”。

决策的角度审核发行人的资产质量和股票投资价值,因为只有这样才有可能判断出发行人是否真实、准确、完整地披露了投资者进行投资决策所必需的信息。可见,认为发行审核机构在注册制下不再审核发行人的投资价值的看法也不准确。

发行审核时对信息披露的内容并非只进行形式审核,而是要对其真实性、准确性、完整性进行实质审核,但并不对此承担保证责任,即“审而不保”。《草案》在这一问题上进退失据,属于重大失误。鉴于重要性以及篇幅,我们在下一部分专门探讨。

二、“新三性”与“旧三性”:证监会和证券交易所审核什么?

《草案》第22条第3款规定:“证券交易所应当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。”证券法在信息披露质量方面一直以来强调的都是信息的真实性、准确性、完整性(以下简称“旧三性”),《草案》为何突然弃之不用,而特意启用新的“齐备性、一致性、可理解性”(以下简称“新三性”)?

(一)“新三性”与“旧三性”的逻辑关系辨析

在语词逻辑上,完整性与齐备性之间、真实性与一致性之间构成了包含和被包含关系,而准确性与可理解性构成交叉关系。

第一,与完整性相比较之下,齐备性的字面含义是齐全、完备,也即注册文件是完整的一整套文件,强调的是信息载体即注册申请书、保荐人意见、法律意见书、财务会计报表等各类资料是齐全和完备的。而完整性在证券信息披露的语境中强调的是一切“投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息”都已经披露,没有重大遗漏,强调的是注册文件所包含的信息是完整的。显而易见的是,注册文件不齐备则信息披露一定不是完整的;但是注册文件齐备不代表信息披露是完整的,例如遗漏了应该披露的关联交易,所以信息完整性包含但不限于注册文件齐备性。

第二,一致性指的是注册文件中相互关联的

信息保持一致,不存在自相矛盾。“一致”是一个比较的概念,强调两个以上的事物相互吻合。在《证券法》修订的背景下,一致只能用于指注册文件自身的内部一致。证监会及证券交易所的权威人士曾提及:“一致性主要是指披露的内容所反映的企业生产经营的状况是否合理。财务数据之间的关系是否符合逻辑,财务与非财务信息数据之间能否得到印证。”^[15]“(比如)‘一致性’要求发行人披露的各项信息之间应当保持逻辑一致,不能前后矛盾,而且要有充分的客观支撑。”^[16]对此,笔者认为这些表述的关键(或者说立法真意)在于“财务数据之间的关系是否符合逻辑,财务与非财务信息数据之间能否得到印证”和“保持逻辑一致,不能前后矛盾”。至于“是否合理”或是否有“充分的客观支撑”,实则属于用来判断信息是否真实的一种方法:不符合常理、没有充分客观支撑(以及自相矛盾)的内容要进一步核查,以确认是否真实。这属于真实性审核,无法为“一致性”这个表述的通常理解所包含。把一致解释成“注册文件与事实相一致”的话尽管也可以在逻辑上自圆其说,但是这很不符合“一致”的通常含义,而且,这种一致性与真实性其实就是同义词,起草者又何必大费周章,用存在歧义的新词把确定无疑的传统用词替换掉?“换马甲”还换出歧义,这显然不可取。综合各方面考虑,笔者认为起草者意图中的“一致性”指的应该是注册文件的内部内容之间的一致,例如资产负债表的资产、负债、所有者权益是平衡的,资产负债表、利润表、现金流量表等之间也能够相互印证,不存在相互冲突的情形。^①这实际上是信息真实的其中一个体现,因为只要注册文件里的信息是真实的,那么相互之间就必然是一致的。反过来则未必,信息不真实并不意味着一定会有信息不一致,信息一致并不代表信息一定真实。例如,假如发行人意图夸大销售收入,只要其根据会计准则同时操纵所有的关联科目,其账面的数字仍可以一致。所以,真实性包含但不限于一致性。

第三,准确性和可理解性都是对信息呈现方式的要求,但所强调的要求并不相同。准确性在

^① 前引证监会及证券交易所人士的表述或许反映出起草者在“真实性”与“一致性”的取舍上也存在犹豫。

与真实性、完整性并列存在时,强调的是信息披露应当以恰当的方式把信息准确地呈现在投资者面前,其反面是误导性陈述。可理解性也可称为可读性、简明性,强调的是“在信息披露中使用清晰、简单、易懂的语言,在能够使用普通语言的场合,避免使用专业的金融词汇,同时,信息披露文件的篇幅应当简短,避免冗长”^[17],“让一般的普通投资者能够看得懂”^[16]。如果发行人故意使用高深词汇、模糊词汇、冗长篇幅等,以此使投资者在阅读时对注册文件产生误解,就同时违反了准确性和可理解性;但如果高深词汇、模糊词汇、冗长篇幅等只是使得投资者不得要领、不知所云,但并不存在误解,则只是违反了可理解性而已。

(二) 立法意图分析

不论是从全国人大财经委员会在《草案》一审时向全国人大常委会所做的报告,还是从各种新闻报道中,又或者是从有关的论坛、研讨会中,都未发现起草者透露其改采“新三性”的缘由,因此笔者唯有更多地从《草案》文本去推敲。

考虑到《草案》第23条第1款规定注册生效与否还取决于证监会是否提出反对意见,且《草案》没有像列明证券交易所审核内容那般列明证监会的审核内容,也即证监会在审核范围上可以“自由发挥”,那么起草者是不是意图让证券交易所只审核齐备性、一致性、可理解性,把更实质化的真实性、准确性、完整性留待证监会在后续程序中加以审核呢?答案应该是否定的,从《草案》的文本内容看,起草者原意就是让证监会与证券交易所一样不审核注册文件的真实性、准确性、完整性。

《草案》第22条第1款规定“公开发行股票,由证券交易所负责审核注册文件”,并且第23条赋予证监会的否决权是消极的否决权,其行权方式不是出具同意意见,而是到期未出具异议意见时发行注册就自然生效。^①同时,大量报道称证监会将下放发行审核权,现行的证监会发审会将被沪深交易所各自组建的聆讯质询委员会(上市委员会)取代,而且沪深交易所原先就已开始大规模进行招聘。^[18]结合这些情况来看,《草案》起草者的意图应该是让证券交易所作为

主要的审核机构,证监会仅扮演最后把关的角色。这种制度安排糅合了美国 and 我国香港地区的两种制度,似乎是既体现了权力下放,又让证监会保留了必要把关的精心安排。

但是,证监会在进行最后把关时究竟是每一个注册申请都审核一遍还是仅仅抽查一部分而已呢?假如是抽查,则意味着证监会也将和证券交易所一样仅审核齐备性、一致性、可理解性,以保持对被抽查到的和没有被抽查到的注册文件实行的是统一的执法标准。注册文件被抽查到就审核“旧三性”和“新三性”,没被抽查到就只审核“新三性”,这种不统一的做法显属不妥。假如是逐一审核,那么当然可以用另一套标准重新审核一遍,形成证券交易所只审核齐备性、一致性、可理解性,证监会主要审核更实质化、更重要的真实性、准确性、完整性的架构,但这就与证券交易所“负责审核注册文件”的角色定位相矛盾。更重要的是,证监会审核注册文件的真实性、准确性、完整性时需要把注册文件更彻底地再次审核,和证券交易所之前的基础性工作就形成了重复,徒耗人力、物力、时间等。至此,比较而言,证监会只抽查并且在抽查时仅审核齐备性、一致性、可理解性的可能性更大。

此外,如前所述,《草案》第20条在把现行《证券法》第13条第1项中关于盈利能力的要求删除的同时,还把“健全且运行良好的组织机构”修改为“符合法律规定的组织机构”,把“财务会计文件无虚假记载”修改为“财务会计报告被出具标准无保留意见”,把“无其他重大违法行为”修改为“无……的犯罪记录”。很显然,《草案》在这里是特意在对上市条件进行形式化改造,意图在于使得审核机构不必对公司的组织机构是否健全且运行良好、财务会计文件是否无虚假记载、有无其他重大违法行为进行实质的“判断”,转而分别以前述三个非常形式化的“指标”来代替。至于形式与实质之间可能的冲突——例如审计机构出具了标准无保留意见的财务会计报告也可能实际上是有虚假记载的——则不再过问。这就进一步说明《草案》起草者的意图是让证监会和证券交易所都只审核注册文件的

^① 此处借鉴了美国《1933年证券法》第8条。

齐备性、一致性、可理解性。

起草者之所以采取上述立场,很可能是为了避免注册程序为注册文件内容的真实性、准确性、完整性背书,以及避免投资者在发现上市公司的发行注册文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏情形后要求交易所、证监会承担审核失察的责任。起草者可能担心“对注册文件的真实性、准确性、完整性进行审核,并出具审核意见”这样的表述会让一些投资者以为——或者声称以为——通过审查并生效的注册文件就应该是真实、准确、完整的。这种担心也反映在《草案》第23条第2款:“注册生效……不表明国务院证券监督管理机构对注册文件的真实性、准确性、完整性作出保证。”按理说,“审核同意不代表背书”这一点是全球证券市场不言自明的通例,但我国股票市场的投资者水平参差不齐,^①是否每一位投资者都理解“审核同意不代表背书”,恐也不是必然。此外,“买者自负、风险自担”同样是证券市场中不言自明的道理,但实践中却有少数投资者在遭受损失后归咎于监管机构,进而向法院起诉,或者到政府监管机构、证券交易所等上访,给后者造成了不小的压力。^②考虑到“买者自负、风险自担”不论是否明文写入《证券法》,在法律上无疑都是被承认的,而且从实践来看,证监会和证券交易所都未曾在这类诉讼中败诉过,因此起草者对败诉的担心比较有限,之所以改采“新三板”,更多的是防范政府监管机构、证券交易所等面临的潜在上访或其他在法律之外的责任。

(三) 逻辑商榷与修改建议

《草案》把发行审核的内容表述为“齐备性、一致性、可理解性”的做法非常不可取,政府监管机构和证券交易所应当审核注册文件的“真实性、准确性、完整性”。

第一,投资者需要的根本不是齐备、一致的注册文件,而是真实、准确、完整的信息,审核齐备性、一致性、可理解性而不审核真实性、准确性、完整性的做法显属本末倒置。注册制的根

本逻辑是,监管机构不审核证券投资价值,只要要求发行人充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息,由投资者自己进行投资决策并承担风险。这个制度逻辑得以成立的前提是,信息披露必须真实、准确、完整。发行审核从重点关注股票投资价值到“以信息披露为中心”的转换已是全社会共识,但假如在这一大旗的掩护下将政府对信息披露真实性、准确性、完整性的审查责任也一并取消,则是暗度陈仓。这种做法看似体现了从注重实质审核转变为注重形式审核的改革方向,实则是混淆了实质审核、形式审核在股票发行审核制度中的真实含义。与通常的形式与实质不同,我国证券法理论界与实务界关于“形式审核与实质审核”的二元划分是在讨论“监管机构是否应当审核股票的投资价值”的特殊语境下使用的:对股票投资价值的审核是实质审核,对信息披露的审核是形式审核。

《草案》的前述条文采取的形式化并不是在“监管机构是否应当审核股票的投资价值”的语境下进行的,不仅不是市场化改革的体现,而且违背了通常语境中强调在形式与实质不符时应当讲究实质的原理,不利于保护证券市场的中小投资者。《草案》的一个思路是学习美国,强调中介机构对信息披露的把关责任,“确保中介机构依法履职,恪尽职守……对发行人提供的信息资料进行核查验证,做出专业判断”。^[15]强化中介机构把关责任这一点无疑是正确的,但《草案》不应以此为由取消监管机构的把关职责,因为中介机构始终存在非公共利益代表、缺乏公共权力、独立性受报酬来源影响等缺陷,必须由监管机构进一步把关。试想,假如中介机构对信息披露真实性、准确性、完整性的把关职责都能够完全承担,那么它们当然能够承担相对简单的对齐备性、一致性、可理解性的把关,证券法岂非可以取消监管机构的发行审核了?另外,监管机构既不判断——也无法判断——证券的投资价值,如果又不审核信息披露的真实性、准确性、完整性,那么监管机构还能投资者做什么呢?实际

^① 例如有报道提到有的股民连A股下午三点钟收市、有涨停板等基础知识都不清楚。^[19]这种市场现实是中国证券法研究不得不考虑的约束条件。

^② 例如现任证监会主席曾针对异常交易的应对措施指出:“……证券交易所不能采取熔断或取消交易的措施,否则,投资者跟你打官司、上访,交易所就很难讲得清楚。”^[20]

上,“保护投资者利益,防止证券市场沦为柠檬市场,以及防范系统风险,就成为公权力介入证券准入市场的基本出发点”^[21]。或者说,证券发行监管机构在注册制下的根本职责——甚至可能是唯一职责——就是监管信息披露的真实性、准确性、完整性。缺少这一环节的话,注册制的投资者保护逻辑根本无法成立。

第二,《草案》第24条第1款规定:“国务院证券监督管理机构认为必要时,可以对发行人进行现场检查。”而一般来说监管机构对齐备性、一致性、可理解性的形式审核只需要书面审核即可得出结论,需要现场检查、核查、调查的应该是真实性、准确性、完整性。此外,《草案》第26条规定终止注册的其中一种情形是“注册文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”,但如果根本不审核真实性、准确性、完整性,又如何发现虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏呢?有何权力在注册文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏时终止发行注册?在规范的意义,公权力适用“法无授权不可为”的规则,如果法律授予监管机构的审核权力仅限于注册材料的齐备性、一致性、可理解性,那么其即便发现注册材料有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的重大嫌疑也没有权力去查处,更谈不上以此终止发行注册。可见,如果证监会和证券交易所只进行形式审核,则《草案》条文之间也会存在自相矛盾之处。

第三,从比较法的角度来说,美国SEC对发行文件的真实性、准确性、完整性的审核非常细致,即便在第一轮审核时为此提出七八十个问题亦属常见。国内很多著述将美国作为形式审核的代表。但是,美国证券法上实行的是信息披露(Information Disclosure)与价值监管(Merit Regulation)的二元划分,^[22]从来不存在应该采形式审核抑或实质审核的说法。是否需要审核信息的真实性、准确性、完整性这一点从来不是需要讨论的问题:当然需要。根据美国《1933年证券法》第8条,除另有规定外,注册文件在申报日后的第二十日或者委员会可能确定的较早的

日期自然生效。但是,实践中几乎没有发行注册是二十天的期限届满就自然生效的,一般都要经过四五轮的“审核、反馈、修改”,直到SEC审核满意后才发出生效命令。^①这一过程可长可短,直至审核人员认为合适的任何时候。^[24]SEC的这种细致审核绝非仅仅是在审核齐备性、一致性、可理解性而已。比如,对于公司在注册文件中引用的行业数据、研究报告,SEC经常要求公司提交所有引用的报告的相关部分,并将报告相关部分的内容和招股说明书对该内容的披露一一对应,从而向美国证监会“证明”所有披露都有根据,不是公司杜撰出来的。^[25]这看似在审核一致性——引用内容是不是与原文一致,但其实是在审核真实性、准确性、完整性——引用内容是否真实存在、是否是引文原意、有无断章取义等。这里涉及一致性与真实性、准确性、完整性的含义,可参见前文对一致性的解释,此处不再重复。

此外,虽然可理解性无法完全被准确性所包含在内,但笔者认为把它从《草案》中删除并无不可。《草案》之所以明文增加了对可理解性的审核,除了可能想与齐备性、一致性一起凑成三个要素以外,应是因为信息披露的可理解性在实践中非常突出。我国大量的招股说明书等信息披露文件都存在含糊其辞、晦涩难懂、套话多、篇幅太长、重点不突出等缺陷,信息虽然是真实和完整的,但却令普通投资者无法有效阅读和充分理解,因此加强对可理解性的审核确有必要。然而,可理解性不足的原因不是缺乏立法,也不是证监会部门规章的效力位阶不够,而是执法环节存在问题。证监会早在2006年修订发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》就已经明文要求招股说明书及其摘要简明扼要、通俗易懂,尽量采用图表或其他较为直观的方式。不过,“中国证监会需要管的事情太多,就很难把注意力集中在招股书披露质量上来”^[26],无法像美国SEC那样去“死磕”可理解性方面的细节,这才是主要弊病所在。

^① “实务中,在473规则下,发行人在首次递交注册文件时即主动选择无限期延缓文件的生效日,等到需要的时候再向SEC发出提前生效的请求来实现注册文件的生效。”^[23]

美国的 IPO 文件的可理解性高并非因为法律有明文规定可理解性,事实上,美国的《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》都并无条文对注册文件提出可理解性的要求。真正原因在于,美国 SEC 在审核实践中非常细致。例如, Twitter 在美国申请公开发行注册时,招股说明书曾提到公司的合作伙伴会运用公司提供的数据进行数据分析并赚钱,结果 SEC 要求其举例说明合作伙伴是如何“进行数据分析并赚钱”。Twitter 进而补充道:“例如,我们的一位数据合作伙伴应用自己的算法来处理 Twitter 数据并将得到的金融市场相关信息卖给自己的客户。”SEC 仍不满意,要求解释例子中的“金融市场相关信息”是什么意思。最终, Twitter 将其修改为:“例如,我们的一位数据合作伙伴应用自己的算法来处理 Twitter 数据,识别出行为趋势,得到与客户投资组合相关的信息,并将这些信息卖给客户。”^[27]此外,有投行人士在接受采访时指出,国内的 IPO 申请材料更多是从通过审核的角度撰写,因而风险因素的披露笼统而敷衍,关键问题放在台面下,私下找预审员做工作,或疏通与发审委委员的关系。^[28]这种说法虽可能有所偏颇,但恐也非毫无根据。总之,可理解性在我国主要是执法而非立法问题,在《草案》中是既可有,也可无。

对《草案》第 22 条第 3 款的修改方式有两种:一是把该款修改为“应当对注册文件的真实性、准确性、完整性……进行审核,并出具审核意见。”二是直接把这一款规定删掉,也即不直接规定审核什么,把对真实性、准确性、完整性的审核隐含在其他条款中即可。相比之下,第二种修改方式更可取。《草案》在第 26 条规定发行注册在注册文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏时终止,在第 27 条规定注册文件“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”,这两条规定已经隐含了监管机构对真实性、准确性、完整性的审核权,足以使得审核操作于法有据,至此足矣。为了避免让人误以为监管机构为

通过审核的注册文件的真实性、准确性、完整性提供保证,同时也为了避免争议,宜避免再进一步直接回答审核的是“新三性”还是“旧三性”。这也是美国《1933 年证券法》的做法。^①面对相互冲突的两个目标,法律并不总是能立场鲜明,模糊处理在有的时候是最好——或者说最“不坏”——的选择。既然要删除《草案》第 22 条第 3 款关于齐备性和一致性的表述,那么将可有可无的可理解性一并删除更妥当。

三、对《草案》第 20 条的质疑

《草案》第 20 条列出了公开发行股票的两项条件:“(一)发行人具有符合法律规定的组织机构;(二)发行人最近三年财务会计报告被出具标准无保留意见;(三)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。”这一规定存在两个方面的问题,本文也建议直接删除。

一方面,该规定与《草案》第 22 条第 3 款的规定相矛盾。既然后者规定“证券交易所应当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”,那么注册文件的齐备性、一致性、可理解性(实际上应当是真实性、准确性、完整性)在逻辑上来说应当属于公开发行股票时应当符合的“下列条件”之一,为何又不在《草案》第 20 条列出的发行条件之列呢?反过来,既然《草案》第 20 条为公开发行股票列出了三项条件,那么审核机构出具“审核意见”前的审核内容怎能不包括该次发行是否已经满足这三项法定发行条件?

第一个问题尚有一种勉强成立的解释,即《草案》第 20 条只是关于公开发行股票所需条件的不完全列举,在那之外还可以另设其他条件。但是,第二个问题就完全没有合理解释。根据《草案》第 23 条第 1 款,证券交易所出具同意的审核意见后就将审核意见及发行人的注册文件报

^① 该法在第 5 条规定除非豁免否则非经注册不得公开发行证券,继而在第 6 条到第 10 条分别规定注册申请书的签字与注册费用、注册登记表中应当包含哪些信息、注册登记表审查及其生效时间、招股说明书中要求的信息,第 11 条到第 16 条规定注册登记表与招股说明书违反真实、准确、完整的要求时的民事责任,仅此而已,并无关于 SEC 审核什么的专门规定。

送证监会,证监会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。显然,第22条和第23条中“审核意见”应指该次发行注册是否合法合规的结论性意见,而这种意见当然需要以该次发行满足所有法定发行条件为前提,因此《草案》第20条与第22条第3款在逻辑上是相互冲突的。这一低级失误应该是受路径依赖所影响。如前所述,《草案》第20条是对现行《证券法》第13条进行修订而成的。但是,现行《证券法》并没有专门规定监管机构审核的是什么,而是通过规定股票发行需符合哪些条件(第13条)、报送哪些文件(第14条)并规定文件应当真实、准确、完整(第20条)的方式,让人们推导出监管机构的审核内容。既然《证券法》并没有专门规定监管机构的审核内容,那么第13条关于发行条件的条文也便自然不存在前述逻辑矛盾。《草案》在新增的第22条第3款专门强调证券交易所出具审核意见时审核的是注册文件的齐备性、一致性、可理解性,不仅存在前述应该审核“旧三性”还是“新三性”的问题,还引发了与第20条的逻辑冲突。

另一方面,更重要的是,该规定也是没有必要的多余条款。如前所述,这条规定源自于现行《证券法》第13条第1款。其中所列各项条件中,核心条件是第二项“具有持续盈利能力,财务状况良好”。这一项一直以来是大量公司在谋求发行股票并上市时在实体条件上面临的障碍,也是核准制最为人诟病的地方之一。《草案》第20条将这一项核心要求删除以后,剩余三项条件的实际意义就小得多矣。而且,这三项条件中的“发行人具有符合法律规定的组织机构”可以纳入《草案》第64条第4项的“公司治理”,“发行人最近三年财务会计报告被出具标准无保留意见”可以纳入该条第5项的“诚信记录”。至于剩余的最后项“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”则本就不应作为发行或上市的条件。即便发行人及

其控股股东、实际控制人最近三年内曾经从事过这些犯罪行为,其罪行也应该由涉及的执法与司法机关予以处罚,至于公开发行股票,只要据实披露,仍应允许其公开发行,由投资者自行判断再犯风险和投资价值。连“持续盈利能力”都可以删除,把犯罪记录也交由信息披露解决又有何妨?“是否设置发行条件,实质上是政府和市场之间的边界划分问题”^[29],《草案》实在没有必要在政府是否代替市场判断投资价值方面留下一条“制度阑尾”。况且,这些犯罪行为中的故意犯罪同样可以纳入证券交易所的上市条件中的“诚信记录”范畴,监管机构如非要规制不可,以此方式介入亦已足矣。在信息披露之外另设一条专门的发行条件,与注册制“以信息披露为中心”的理念相悖,如无特别需要的理由,还是删除为宜。

结 语

注册制的相关研究在近十余年里可谓蔚为大观。不过,其中围绕注册制的称谓及其与核准制的真正区别、形式审核与实质审核的真实含义、国外注册制有无实质审核等各种问题都存在很多误区,模糊了注册制的真实容颜。其实正如一位证券法学者所言,“注册制没有大家想象的那么复杂”。^[30]一言以蔽之,注册制就是在公开发行股票时发行人负责真实、准确、完整地披露影响股票投资价值的信息,中介机构负责督导和把关,发行审核机构负责审核发行人是否履行了信息披露义务并据此做出是否允许注册生效的决定,证券交易所负责审核发行后的上市申请,投资者则根据信息披露自主决策并自担风险。对于注册制,我们需要的已不再是停留在理念层面的争论,而是落实到制度细节的去伪存真和精雕细琢。从《草案》存在的前述种种问题来看,立法机构在未来出台具体制度安排时还任重道远。一旦落实到文字上,各种问题就接踵而至。当前注册制改革放缓为此提供了更多时间,从这一角度来说,注册制改革放缓或许不是坏事。

参考文献

[1] 毛磊,彭波.十二届全国人大常委会第十四次会议举行[N].人民日报,2015-04-21.

- [2] 金彧, 肖钢: 今年将实施注册制改革 [EB/OL]. [2016-05-09]. <http://finance.people.com.cn/n/2015/0306/c1004-26647533.html>.
- [3] 新华网: 刘士余: 注册制不能单兵突进 [EB/OL]. [2016-03-19]. http://news.xinhuanet.com/politics/2016lh/2016-03/12/c_128794843.htm.
- [4] 李文莉: 证券发行注册制改革: 法理基础与实现路径 [J]. 法商研究, 2014 (5): 115.
- [5] 付彦, 邓子欣: 浅论深化我国新股发行体制改革的法制路径——以注册制与核准制之辨析为视角 [J]. 证券市场导报, 2012 (5): 4.
- [6] 张子学: 以强有力的事后执法维护注册制改革 [M] //黄红元, 徐明. 证券法苑: 第12卷. 北京: 法律出版社, 2014: 247.
- [7] 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/12jewh/2015-04/21/content_1933469.html.
- [8] 金幼芳, 李有星: 论证券发行注册制的理想与现实 [M] //张育军, 徐明. 证券法苑: 第11卷. 北京: 法律出版社, 2014: 248.
- [9] 中国证监会: 积极稳妥推进股票发行注册制改革 [EB/OL]. [2015-12-10]. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201512/t20151209_287889.html.
- [10] 周松林: 上交所稳步推进新兴产业板筹建 [EB/OL]. [2015-12-03]. http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201508/t20150820_4781479.html.
- [11] 沈朝晖: 流行的误解: “注册制”与“核准制”辨析 [J]. 证券市场导报, 2011 (11): 14.
- [12] 王啸: 还原真实美国“注册制”——证券法修改思考笔记(一) [R/OL]. [2016-05-09]. <http://opinion.caixin.com/2014-08-01/100711747.html>.
- [13] Stephen M. Bainbridge. The Short Life and Resurrection of SEC Rule 19c-4 [J]. Washington University Law Quarterly, 1991: 565-634.
- [14] NASDAQ. Listing Guide [EB/OL]. [2015-06-17]. <https://listingcenter.nasdaq.com/assets/initialguide.pdf>.
- [15] 中国证监会: 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 [R/OL]. [2015-12-09]. http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150626_279771.html.
- [16] 深圳证券交易所: “让更多的金融活水流向实体经济”——全国人大代表、深圳证券交易所总经理宋丽萍2015年两会媒体见面文字实录 [EB/OL]. [2015-06-17]. <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39754216.shtml>.
- [17] 武俊桥: 论证券信息披露简明性规则——以网络时代为背景 [J]. 证券市场导报, 2011 (11): 19.
- [18] 桂衍民: 注册制渐近: 发审会变身沪深聆讯质询会 [EB/OL]. [2015-06-17]. <http://www.stcn.com/2015/0327/12132690.shtml>.
- [19] 张应理: 股市巨震新股民交学费: 有的想“退货”, 有的想4点半出货 [EB/OL]. [2016-05-09]. http://finance.ifeng.com/a/20150624/13793798_0.shtml.
- [20] 中国证监会: 证券法的法理与逻辑——肖钢主席在第四届“上证法治论坛”上的演讲 [R/OL]. [2016-05-09]. http://www.gov.cn/gzdt/2013-11/28/content_2537788.htm.
- [21] 王啸: 我们需要什么样的注册制 [N]. 上海证券报, 2013-11-20. A05.
- [22] Rutheford B. Campbell, Jr. An Open Attack on the Nonsense of Blue Sky Regulation [J]. The Journal of Corporation Law, 1984-1985 (553).
- [23] 刘君: 美国证券公开发行如何做到“注册制” [R/OL]. [2015-12-04].
- [24] 编辑部: 注册制与核准制再辨——论中国新股发行制度改革的方向 [J]. 证券市场导报, 2012 (5): 1.
- [25] 唐应茂: 登陆华尔街 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2015: 224-231.
- [26] 唐应茂: 我国离注册制还有多远——兼论推进我国股票发行注册制改革的措施 [J]. 上海金融, 2014 (7): 37.
- [27] 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发审意见为例 [R]. 上海证券交易所研究报告, 2015 (25): 1.
- [28] 蒋飞, 杨璐: IPO定调注册制 [J/OL]. 财新一新世纪, 2013 (45). [2016-03-01]. <http://magazine.caixin.com/2013-11-22/100608162.html>.
- [29] 刘君: 美国证券公开发行如何做到“注册制” [R/OL]. [2015-12-04].
- [30] 彭冰: 信息披露是注册制的核心 [M] //张育军, 徐明. 证券法苑: 第11卷. 北京: 法律出版社, 2014: 270.

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)