

# 关于股票发行注册制的思考

## ——依循“证券法修订草案”路线图展开

叶林\*

**摘要** 引入股票发行注册制,是立法机关亟待落实的政治任务,也是适应证券市场发展需求的明智选择。然而,顺利过渡到股票发行注册制,必须解除证券监管机关“定品质”、“定价格”、“定速度”的权力,并且提出落实股票发行注册制的路线图。证券法及修订草案仍将关注点聚焦在“公开发行并上市”上,对其他复杂情形缺少足够关注,注册制的路线图不够明确。在理想的注册制中,发行人应向证券监管机关提出注册申请,再由证券监管机关授权其他机构承担具体审核职责,最终完成在证券监管机构的注册或豁免注册。公开发行并上市的,发行人同时向证券监管机关和证券交易所提出注册申请。证券监管机关接受注册申请,不是回归到核准制,而是为了保证法律实施的统一性。

**关键词** 注册制 证券法 修订草案 核准制 立法建议

我国在建立股票市场初期,采用了股票发行审批制,全国人大常委会于1998年颁布《证券法》时,转而采用股票发行核准制。此后不久,学术界开始了应否引入股票发行注册制的讨论,并引起了实务界的高度关注。在各方力量的积极推动下,国务院于2014年5月8日发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》,并且提出“积极稳妥推进股票发行注册制改革”的意见。十八届三中全会于2014年11月12日通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,明确提出要“推进股票发行注册制改革”。可见,推行股票发行注册制,既是我国证券市场法制建设的发展方向,也是立法者承担的政治任务。2015年4月22日,十二届全国人大常委会第十四次会议审议了《证券法》修订草案(以下简称“修订草案”),<sup>[1]</sup>初步勾画了股票发行注册制的规则框架,引发了各界对股票发行注册制的高度期待。

股票发行注册制是我国证券市场法制建设中的一项全新制度安排。在从股票发行核准制向注册制过渡中,需要具体明确的操作规则,需要注册制实施的适当环境。那么,修订草案设计的股票发行注册制,与境外注册制之间有无分别?与现行核准制有何分别?与我国现有制度环境能否匹配?修订草案关于注册主体、对象、程序和后果的规则,是否符合我国证券市场法制建设的客观需求?修订草案是否存在应予完善和改进的地方?本文从修订草案提出的路线图出发,结合有关注册制和核准制的学术讨论,就修订草案之路线图提出改进意见。

### 一、股票发行注册制的路线图

现行股票发行审核体制,建立在“公开发行”、“核准”和“上市交易”三个基本范畴的基础上。凡属于公开发行的,必须事先获得证券监管机关核准,否则,构成违法发行;申请公开发行的,均有明确的上市计划,凡经证券监管机关核准公开发行的股票,在证券交易所进行形式审查后,即可在证券交易所上市交易。这种三位一体的审核体制,所规范的仅仅是公开发行且上市的股票,未涉及公开发行但不上市的股票,未涉及公司现有股东持有的股票,也未涉及上市公司定向(或私募)发行并上市的股票。相应地,发行人公开发行股票但不上市的,无法予以核准,甚至可能被归入非法集资之列;公司现有股东持有股票的上市交易,在《证券法》上缺少明确的法律依据;上市公司采用不公开方式发行股票并上市交易的,容易受到“暗箱操作”或“利益输送”的指责。<sup>[2]</sup>

就此而言,现行股票发行核准制遗漏了众多需要规范的情形,遗漏了众多需要规范的股票发行活动,在制度设计上是不严密的。修订草案废弃了“核准”,采用了“注册”的术语,提出“发行注册豁免”、“股票转售”等全新术语,重构了股票发行审核体制的框架,形成了股票发行审核体制的五种实现路径。

#### (一)公开发行并上市交易

这是《证券法》和修订草案均作出规定的最主要情形。根据修订草案规定,发行人公开发行并上市其股票的,审核路径是:发行人应当向证券交易所提出注册申

\*叶林,中国人民大学民商事法律科学研究中心研究员,中国人民大学法学院教授、博士生导师。

[1]中国金融服务法治网发布《证券法修订草案》的审议版。必须指出,立法机关尚未正式发布该审议稿,但学术界通常以该民间流传的《修订草案》为研究蓝本。本文所列法条,也以该民间版本为准。参见<http://www.financialserviceclaw.com.cn/article/default.asp?id=4777>。

[2]黄建中:“破解定向增发暗箱”,载《证券》2006年第6期。



请;证券交易所在审核通过后,将审核意见及发行人的注册文件报送证监会;证监会在办理注册时,有权开展调查和核查,并根据审核情况作出中止或终止的决定。审核通过的,给予注册。

## (二)公开发行但不上市

这是《证券法》未予规定,修订草案作出规定的情形。根据修订草案规定,发行人公开发行且不在证券交易所上市交易的股票,授权证监会参照上述原则另定注册条件和程序。现行《证券法》同时规定了公开发行和上市交易,因而,至少在逻辑上存在公开发行但不上市的情形。然而,《证券法》未对此作出明文规定,证监会也未曾受理或核准过公开发行但不上市的申请。上市公司从主板退市并进入三板,其性质类似于公开发行但非上市,但该种“非上市”不是发行人申请或证券监管机关核准的结果,而是因为公司不符合上市条件而出现的客观状况。总体而言,公司公开发行但不上市的情形,未纳入现行《证券法》的规范之列,而是修订草案规定的新的类型。

## (三)公开发行豁免注册但上市

修订草案首次规定了股票公开发行之注册豁免规则,在立法机关审议通过公开发行注册豁免规则后,发行人可以采用适当方式公开发行股票,而免去证券监管机关的审核或注册。既然是公开发行之豁免注册,该发行在性质上即应属于公开发行,只是由于符合法律规定的豁免注册事由,发行人无需在公开发行时向证券监管机关办理注册申请。然而,作为依照公开发行豁免注册程序而发行的股票,是否可以上市交易,修订草案未做出明确规定。但是,修订草案在豁免注册规则中,均提及要“符合国务院证券监督管理机构规定”,相当于授权证券监管机关另行制定注册豁免规则。有理由相信,证券监管机关在制定注册豁免规则时,必然要对豁免申请程序作出单独规定。至于发行人豁免公开发行注册的股票,若符合证券交易所规定的上市条件,可否申请在证券交易所上市交易,也要由证券监管机关制定的规则中加以明确。

## (四)上市公司非公开发行股票的上市

上市公司发行股票,在实务上称为“再融资”,既包括公开发行新股,也包括非公开发行新股。上市公司申请再融资的,应当适用证监会颁布的《上市公司证券发行管理办法》规定的条件和程序。根据该管理办法第45-46条的规定,上市公司申请公开发行证券或者非公开发行新股,应当由保荐人保荐,并向证监会申报。保荐人应当按照证监会的有关规定编制和报送发行申请文件,证监会在受理申请后,经发行审核委员会审核后,作出核准或者不予核准的决定。据此规定,现有的再融资路线图是:上市公司决定再融资,保荐人向证监会申报,证监会作出核准决

定。必须指出,上市公司再融资是一项重大制度,随着修订草案引入注册制后,再融资程序也应比照新股发行的注册制。对此,修订草案作出特别规定,即上市公司股东持有的未经注册的股票,可以由上市公司申请公开发行注册。上市公司申请股票公开发行注册的,由证券监管机关另行制定具体办法。由此可见,上市公司非公开发行股票之上市路线图,尚需证券监管机关予以明确。

## (五)公司上市前股票的注册和上市

在股权分置改革完成后,公司股票均为流通股。但公司在上市前发行的股票在上市后如何上市交易,《证券法》未予明确规定,而主要应当适用证监会于2013年12月2日制定、2014年3月21日修订的《首次公开发行股票时公司股东公开发售股份暂行规定》。该暂行规定所称公司股东公开发售股份,是指发行人首次公开发行股票时,公司股东将其持有的股份以公开发行方式一并向投资者发售的行为(即老股转让)。对于该等老股发售,修订草案专节规定了“股票转售限制”,即按照修订草案规定的股票注册之一般程序,办理老股转让,并应符合老股转让的限制规则。因此,老股转让的路线图,也要先向证券交易所申报,并经证券交易所审核后,向证监会办理注册。

综上所述,股票发行注册的路线图基于发行人采用的股票发行方式不同而有不同。在前述第1、4、5种情形下,股票注册采用“发行人—证券交易所—证券监管机关”的路线图;在第2种情形下,由于公开发行的股票不在证券交易所上市,难以由证券交易所进行发行审核;在第3种情形下,证券交易所只能就豁免注册之股票的上市申请作出审核,却无权就豁免注册作出判断。换言之,在前述第2、3种情形下,股票发行不发生证券交易所审核的问题,而应由证券监管机关另行规定,从而,必将采用不同于一般注册程序的特别注册程序。

## 二、股票发行核准制的评价

笔者认为,构建股票发行注册制的前提,是努力发现股票发行现有审核中存在的真问题,归纳总结现有股票发行审核的经验教训,而不是简单地改变名称。否则,即使是转而采用了注册制的称谓,在实质内容上仍将是核准制。对于证券发行审核,现行法律和行政法规主要采用了“审批”和“核准”两个词语,有时也采用“批准”的词语。在证券市场建立初期,我国明文规定股票发行采用审批制。全国人大常委会于1998年颁布《证券法》后,股票发行审核改为核准制,公司债券发行采用审批制。相应地,证监会在随后颁布的部门规章中,开始采用股票发行“核准”的术语,以及公司债券发行“审批”的术语。直到全国人大常委会于2004年修改《证券法》时,才将发行“核准”统一适用于股票和公司债券。

对于企业债券,国务院早在1987年就颁布了《企业债券管理暂行条例》,形成了“企业债券”独立于证券监管机关之外的局面。国务院后于1993年颁布《企业债券管理条例》,废弃了《企业债券管理暂行条例》,但仍保持“企业债券”的独立存在。及至全国人大常委会于1998年颁布《证券法》,也未能将企业债券纳入《证券法》之中。根据《企业债券管理条例》规定,企业债券发行采用审批制,即由国家计划委员会会同中国人民银行、财政部、国务院证券委员会拟订全国企业债券发行的年度规模和规模内的各项指标,报国务院批准后,下达各省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府和国务院有关部门执行。由于企业债券与证券在历史上形成的分裂局面,国务院授权的其他部门则有时使用“审批”,有时采用“批准”或“核准”等术语。

基于上述特殊的历史成因和监管架构,有关股票发行核准制的核心特征,学术界尚未对核准制作出准确归纳。笔者认为,我国在实行股票发行核准制中,长期存在立法机关“定品质”,监管机关“定价格”和“定速度”三个现实问题,进而构成了解读现行股票发行核准制的三个核心要素。

#### (一)立法机关规定“股票发行的品质”

《证券法》直接规定或授权监管机关规定股票发行的实质条件,即“定品质”。《证券法》第13条第1款明确规定,公司公开发行新股,应当“具有持续盈利能力,财务状况良好”,并具有证监会“规定的其他条件”;第2款规定,上市公司非公开发行新股,应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件。正是因为《证券法》规定了“持续盈利能力”等发行条件并授权证监会规定再融资的条件,夯实了证券监管机关的监管职权。证券监管机关不仅制定了IPO和再融资的财务标准,甚至还在核准中要斟酌企业的行业属性。

根据这些法定或授权制定的融资标准,不仅传统企业难以发行股票,为数众多的互联网企业也难以进行股票融资,急需资金但尚无盈利或盈利较少的公司就无法通过进行股票融资。简言之,法定条件已成为采用股票发行注册制的最大障碍。既然《证券法》规定了股票发行的实质条件,证券监管机关在核准股票发行申请时,也必须审核发行人是否具备相应的实质条件,不得不仔细甄别发行人提交的招股文件之真伪,以保持与法律规定之间的协调一致。

《证券法》规定股票发行的实质条件,与“上市公司质量是证券市场的基石”的思想一脉相承,目的在于剔除劣

质证券,以使得投资者获得更好的现实利益保障。然而,这种带有父爱主义情结的思想,不仅阻碍了股票融资的发展,也弱化了股票市场的价值发现功能,加剧了投资者的依赖性。笔者认为,随着投资者认知水平和发行人信用水平的提高,要想完成从核准制向注册制的转变,必须首先删除《证券法》关于证券发行品质的规定,证券监管机关必须废止已有的股票发行条件的诸多限制。

#### (二)证券监管机关引导“股票发行的价格”

比较一致的看法是,证券监管机关采取了特别措施,直接或间接地影响股票发行价格,即“定价格”。根据证监会2012年5月30日发布的《关于新股发行定价相关问题的通知》,经发行人董事会确定的发行市盈率高于同行业上市公司平均市盈率25%的,应当补报有关文件;在出现某些规定的情形时,证监会还会重新启动发审会的审核程序。这种政策不是直接给股票发行定价,但发行人为了避免不必要的麻烦,还是尽力遵守这种带有指引性的定价规则。

政府或证券监管机关应否介入以及如何介入“股票定价”,向来是我国证券市场上最有争议的问题。一方面,凡在强调市场化的环境下,政府介入定价总是缺乏足够理由的。换言之,政府定价无论采用直接抑或间接方式,都与市场化思想相互冲突。另一方面,就传统行业来说,公司盈利水平是相对稳定的,无论是按照既往数年税后利润计算市盈率,还是按照未来一两年预测的税后利润计算市盈率,在经济上或许是可能的。但是,股票投资系投资于公司的未来,而不是投资于公司的现在,其不确定性很强,股票价格是几乎无法预测的。多数股票在上市后价格暴涨而诱发的“打新股”热情,恰恰说明了政府介入定价的不合理性。

#### (三)证券监管机关“控制股票发行速度”

证券监管机关直接或者间接调控股票发行的节奏和速度,即“定速度”。例如,证监会自2012年11月3日起开展IPO自查与核查工作,新股发行均告停止。直到证监会于2013年11月30日发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》,我国才重新启动股票IPO,其间停顿1年有余。证监会提供的官方数据表明,在《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》发布前,排队申请发行的企业累计已达到760多家,预计完成760多家企业的审核工作,需要1年左右的时间,并提出未来“发行节奏更加市场化。新股发行的多少、快慢将更大程度由市场决定,新股需求旺盛则多发,需求冷清则少发或者不发”。<sup>[3]</sup>

[3]“中国证监会有关部门负责人就《关于进一步推进新股发行制度改革的意见》答记者问”,载中国证监会网站:[http://www.csrc.gov.cn/pub/website/zjhxwfb/xwdd/201311/t20131130\\_239078.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/website/zjhxwfb/xwdd/201311/t20131130_239078.html)。



笔者认为,核准制和注册制的主要区别于何人对股票做出“投资价值判断”。在注册制下,立法者不规定股票发行条件,证券监管机关借助信息披露机制,展现拟发行股票的真实品质,投资者自行决定投资并承担相应的投资风险。在核准制下,立法者大多设置了股票发行的条件,监管机关既要求发行人履行信息披露义务,还要依照法定条件审查发行人的股票发行申请,以确保发行人的真实状况不劣于法律规定的条件。不仅如此,我国监管机关除要审核发行人是否符合股票发行条件、强制发行人履行信息披露义务以外,还在事实上承担了对股票品质或投资价值的鉴别责任,<sup>[4]</sup>甚至需要斟酌股票发行造成的市场影响。

证券监管机关介入股票的投资价值判断,乃至考量股票发行的市场影响,显然与“市场化”原则背道而驰,应当成为股票发行审核体制改革的核心,应该成为修订草案刻意解决的主要问题。为了推进股票市场的市场化程度,应当在废除股票发行之法定条件的同时,最大限度地约束证券监管机关的权力,投资者应当承担股票价值的真正判断者,也应当成为股票投资风险的承担者。

### 三、股票发行注册制的评价

我国股票发行审核应从核准制变为注册制,是多数学者的共识。然而,究竟什么才是注册制?注册制是否有统一的形态?我国采用何种样态的注册制?对于这些基础问题,学者存在分歧,进而在注册制模式上产生分歧。笔者认为,股票发行注册制存在多种样态,通过借鉴国外股票发行注册制的理念,我国应选择乃至创设一种适合于国情的注册制形式,而非照搬境外某种特定的注册制模式。

#### (一)境外注册制无统一模式

我国在引入股票发行注册制的术语时,主要参考了境外IPO注册制的经验和做法,其中,最为重视美国和中国香港地区的经验。然而,境外注册制的真实运行状况如何?有的学者提出,要“了解美国IPO注册制的全貌至少需要了解三个面向:其一,多元化审核主体和分离的审核程序;其二,嵌入实质审核的信息披露监管;其三,一系列与注册制相配套的制度系统”。<sup>[5]</sup>现有研究表明,美国是采用股票发行注册制的典型国家,采用了股票发行注册和上

市核准相结合的模式。发行人申请在美国办理股票发行注册,要受到来自联邦政府和州政府的双重监管。但在有些州,股票发行也实行核准制,股票发行要受到实质管理。除此以外,还要由证券交易所审核,并作出是否接受股票上市的决定。

除此以外,日本同样实行注册制,但其审核机构是财政省,而非证券交易所。德国实行核准制和注册制相结合的制度,在证券交易所上市的证券实施核准制,不在证券交易所上市的证券实施注册制。法国、英国均实行核准制。各个发达市场实行的股票发行制度,都是股票市场一般规律和具体国情相结合的产物,没有一个完全一样的模板。<sup>[6]</sup>

根据现有资料,相关国家和地区已形成多种审核体制并存的局面。有些国家采用核准制,有些国家采用注册制;即使是在采用注册制的国家和地区,各国或地区的具体方案有所差异。由此可见,境外注册制的理念虽然值得研究借鉴,但是,过度迷信某种样态的注册制,是难以接受的。

#### (二)我国应采用何种形式

我国在建立股票发行注册制时,既要考虑境外注册制的理念,又要特别考虑股票发行监管的历史成因和阶段性特征;既要考虑学者在注册制上的主张,也要考虑投资者的接受程度;既要考虑注册制的技术规范,又要考虑与注册制配套的规则状况,唯有如此,才能让注册制解决中国自己面临的问题。

关于注册制理念,学者的归纳不尽一致。彭冰教授认为,“注册制和核准制的最大差异在证券在出售证券的品质挑选上扮演什么样的角色。注册制是通过信息披露的要求,对出售证券的品质有着隐含的要求,更多通过市场和中介机构来挑选出售证券的品质……其实政府并不适合担任这个角色”,<sup>[7]</sup>从而基本上排斥了政府的介入。郭雳教授则认为,注册制的制度内涵可归纳为“重信息披露、轻实质审核;多市场参与,少价值判断;强责任约束,弱数量控制”,<sup>[8]</sup>即政府介入只有程度之别,而无应否介入之分。

首先,各国股票发行监管的历史存在差异。在多数境外市场中,政府监管机关是在证券市场活动已相当活跃

[4]这种判断虽然与现行《证券法》第27条关于“股票依法发行后,发行人经营与收益的变化,由发行人自行负责;由此变化引致的投资风险,由投资者自行负责”的宣誓内容相左,但与股票发行的实际审核相比,并非毫无依据。

[5]李燕、杨淦:“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。

[6]董少鹏:“‘中国式’股票发行注册制是怎么样的”,载《证券日报》2014年3月7日A01版。

[7]彭冰:“信息披露是注册制的核心”,载《证券法苑》2014年12月第12卷,第270页。

[8]郭雳:“注册制改革应把握重点、有序推进”,载《证券法苑》2014年12月第12卷,第277页。

的背景下介入其中的,往往秉持了遵守市场历史和传统、尊重市场规律和习惯等原则,除非出现重大变故,通常不主动干预股票市场的活动。我国股票市场在产生之初,就是政府推动下逐渐形成的市场,是政府“放权”的产物,市场化程度较低,政府监管向来是证券市场运行的主导力量,几乎难以复制“自由+监管”的历史脉络。我国在推进股票注册制中,当然需要证券监管机关主动推进注册制改革,逐步减少干预。但是,一次性放弃加入,或许会造成市场的更大动荡。

其次,各国(地区)股票发行监管体制存在差异。我国自颁布《证券法》之初,就坚持集中统一的证券市场监管体制,竭力排斥地方政府在股票发行中的作用,甚至努力排斥其他监管机关介入股票发行审核,从而形成了证监会主导的单一监管体制。就此而言,我国不存在类似于美国州政府层面上的审核,无法照搬美国式的股票发行审核制。同样,我国香港地区只有一个政府监管机构和一家证券交易所,而内地则有沪深两家证券交易所,三板市场也逐渐壮大,形成了一个政府监管机关+多个交易场所的结构。由于证券交易所之间存在竞争关系,无法复制香港经验,而只能变通参考香港的经验。

最后,各国股票发行注册制的环境存在差异。美国股票发行注册制“是在百年博弈和反复试错的过程中形成的适应于其政治、经济、文化需要的独特运行机制”,<sup>[9]</sup>归位尽责的中介机构、规范成熟的机构投资者、畅通便利的退市机制、一究到底的诉讼机制和行政执法,已成为一整套自治相容的制度体系。我国证券市场属于新兴加转轨的市场,缺少美国实行股票注册制的社会背景,尤其缺少与注册制配套的制度环境,即使照搬美国股票发行注册制的做法,也难以达到与美国注册制相似的效果。当然,我国在推行股票发行注册制的同时,也需要加强信息披露制度的建设,强化中介机构的责任意识,而不是简单地回避美国经验。

#### 四、修订草案存在的主要问题

修订草案第2章(“证券发行”)第1节规定了“一般规定”,此后两节分节规定了“股票发行注册”和“债券及其他证券发行核准”,形成了证券发行中“注册制”和“核准制”并存的局面,从而限制了股票发行注册制的适用范围。需要探讨的是,采用注册制和核准制并存的双轨制模式,是否恰当和合理?以及修订草案关于股票注册制的规定,应当如何加以改进?

##### (一)发行注册制的实际适用范围

修订草案引入了股票发行注册制,却严格限制了它

的适用,并在客观上限制证券法的适用范围,因而,需要慎重做出评价。

首先,修订草案规定的股票发行注册制,仅适用于股票,不适用于股票以外的其他证券。股票以外的其他股票,包括债券类证券、存托凭证类证券、收益凭证类证券、权证类证券以及国务院认定的其他证券。对于该等证券,修订草案明确规定采用核准制,而非注册制。由此,修订草案采用了股票发行注册制以及其他证券发行核准制的双轨制模式。之所以采用新的双轨制,或许在于立法机关急于落实股票发行注册制,而不欲动摇现有的金融分业监管模式。依照现有监管体制,金融债券和企业债券的发行,分别由银行业监管机关和发改委负责审批,只有当金融债券和企业债券在证券交易所上市交易的,才落入证监会的监管范围。修订草案扩大了证券的范围,并将股票以外的证券之发行审批制改为核准制,却未触及现有的金融监管体制。

其次,修订草案拟定的股票发行注册制系建立在“股票”和“股票发行”之内涵的基础上,必然在实质上限制了发行人的范围,在客观上限制了股票发行注册制的适用范围。修订草案延续了《证券法》的基础术语,在发行主体上采用了发行人的术语,偶尔提及上市公司。然而,股票只是股份有限公司的融资工具,股票发行人仅指股份有限公司,相应地,修订草案所称股票的发行人也仅限于股份有限公司。由此而来,有关豁免事项、条件和程序规则,也仅仅适用于股票的发行,而不牵涉其他证券。换言之,股份有限公司发行债券,有限责任公司或其他企业进行股权或债券融资,均无法适用注册制,而要采用核准制。

最后,修订草案拟定的股票发行注册制,主要是首次公开发行并上市的股票,无法完全适用于本文在“第一部分”中所述的其他四种情况。例如,无论对于公开发行但不上市而言,还是对于公开发行豁免但上市而言,均不牵涉证券交易所,也就谈不上申请人向证券交易所报送资料以及证券交易所审核的问题。对于上市公司不公开发行股票而言,是否应当照搬一般发行注册规则,以及对于老股转售而言,本不涉及发行问题,当如何办理老股转售的注册,均不无问题。

上述分析若为正确,必然带来这样的疑惑:相较于股票而言,债券具有还本付息的特征,除了债务人违约而导致债券本金和利息遭受损失以外,债券的偿付风险较低。从有利于投资者之角度来看,若是采用注册制,就更应该将债券等其他证券纳入注册制的适用范围。然而,修订草

[9]同注[5]。



案将注册制局限于股票发行,未将注册制适用于债券等其他证券。这或许表明,立法者在是否选择注册制时,首要的考虑因素并非保护投资者利益,而是尊重现有的金融分业监管模式。

在我国现实环境中,行政权力无疑是金融业的主导力量,立法者未必能有效地突破金融分业监管的模式。然而,既然注册制还是一项约束行政权力的制度安排,在强调证券市场之“市场化”和“法制化”的大背景下,应当努力在更大范围内适用注册制,而不是直接反映现有的金融分业监管模式,更不应过分受制于现有的金融分业监管模式。

## (二) 证券监管机关与证券交易所之间的关系

按照修订草案,发行人公开发行股票并拟在证券交易所上市交易的,应当向证券交易所报送注册文件,发行人报送注册文件后,应当按照国务院证券监督管理机构的规定披露有关注册文件。至于在公开发行豁免注册的情况下,发行人应当采用启动何种豁免申请程序,修订草案未予明确规定。

首要问题是,发行人按照证券监管机关的规定披露注册文件,在性质上是否属于同时向证券监管机关提交注册文件,以及发行人向证券交易所报送注册文件与按照规定披露注册文件的相互关系。修订草案未要求发行人同时向证券交易所和证券监管机关报送注册资料,从而有别于我国香港地区采用的双重存档模式。那么,证券交易所在审查合格后将审核意见和注册文件报送证券监管机关,其性质就不很明确。证券交易所究竟是受证券监管机关委托而为审核,抑或是自行审核并申请证券监管机关予以注册,就难以得出确定的答案。若修订草案拟定的规则无法回答这一重大问题,在证券监管机关拒绝注册,或证券交易所不予审核通过时,发行人将无法启动适当的司法救济程序。果真如此,看似宽松的注册制,必将减损发行人的正当权利,甚至背离股票发行注册制旨在限制公权力的立法意图。

与此同时,修订草案引入了公开发行之注册豁免规则,规定了四种豁免注册的情况,即符合证券监管机关规定的众筹、小额发行、员工持股以及向合格投资者的发行。然而,豁免注册并非自动发生效力,而需经由发行人提出申请并经证券监管机关同意后,才能产生豁免注册的效果。在上述四种情况下,自然不涉及证券交易所的自律监管或审核。证券交易所不进行豁免申请的审核,而必须由其他机构审核豁免申请。笔者认为,在法无明文规定的情况下,发行人只能直接或间接向证券监管机关的注册豁免申请,这在客观上又将偏离既有的发行注册制的核心。

笔者认为,证券交易所系上市交易场所的组织者,与上市公司之间形成契约关系,当然应当负责审核发行人的上市申请。如果发行人在发行时带有上市目的,证券交易所介入发行审核也未尝不可。然而,股票发行毕竟是独立的融资活动,而不是股票交易活动。证券交易所审核上市申请,不等于其有权审核股票发行申请。如果证券交易所办理股票发行注册之审核,必须获得证券监督机关的合法授权,并妥善协调其与证券监督机关的关系。就此而言,合理的股票发行注册制,应当是证券监管机关授权证券交易所办理注册事务的注册制。只有在这个意义上,证券监管机构才有权否决证券交易所的审核意见,才应当承受证券交易所的审核结果,才能对注册审核中发现的虚假陈述做出行政处罚。

## 五、初步结论

基于上述,本人建议调整修订草案拟定的路线图,具体如下。

(一) 扩大注册制的适用范围。至少存在三种可能的技术方案:一是,采用修订草案的现有方案,即将注册制的适用范围局限于股票发行,而不涉及其他证券。二是,全面推行证券发行注册制,其中,所称证券应当与修订草案所称证券保持一致。三是,有限制的证券发行注册制,至少将注册制适用于股份有限公司或上市公司发行股票或者债券等融资工具。只有通过扩张注册制的适用范围,才能最大限度发挥注册制的功效,有效约束行政权力,适应证券市场之“市场化”发展趋势。

(二) 重新解释注册制的含义。修订草案未明确注册主体究竟是证券监管机关抑或是证券交易所。为了确保证券监管机关统一行使职权,避免造成证券监管机关与证券交易所之间关系的混乱,确定证券监管机关在股票发行中的统一监管地位,应当将注册主体确定为证券监管机关,并规定发行人公开发行股票并拟上市的,应当同时向证券监管机关和证券交易所报送注册文件。

(三) 梳理证券监管机关与证券交易所和证券经营机构的关系。为了适应股票发行多样化的实际情况,证券监管机构可以根据需要,将公开发行拟上市证券的审核交由证券交易所承担,并将公开发行豁免注册的审查事项,交给证券交易所之外的适当机构(如证券经营机构或其他认可的机构)承担,但其自行承担豁免注册的审核,或许难以应对审核案件数量大增的局面。

(四) 明确证券监管机构的行政执法权。既然证券交易所及其他承担审核职责的机构是受证券监管机关委托或授权而实施审核,对于在审核中发现的证券违法行为,无论是受托机关实施的,抑或是发行人或中介机构实施的,证券监管机关均有权依法作出行政处罚。