

注册制下发行审核权与 上市审核权分配建议办法

王 楚

(威廉玛丽学院 法学院, 弗吉尼亚州 威廉斯堡 23185 美国)

摘 要: 股票发行注册制改革是一个非常重要的研究课题, 改革的成功与否直接关系到我国资本市场的发展与未来。然而实行注册制并不是简单地将审核改为注册, 从而降低公开发行股票的门限。特别是在“熔断”机制叫停以后, 改革者需要认真地去思考如何将原有核准制下的权力与义务进行分配, 从而使新的体系能更好的符合本国国情, 避免重蹈“熔断”机制的覆辙。就改革中关于发行审核权与上市审核权的问题进行讨论, 并提出建议。

关键词: 核准制; 注册制; 股票公开发行; 发行审核; 上市审核

中图分类号: DF438.7 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-3933(2016)07-0163-06

Suggestions to Allocate Public Offering Review and Listing Review under the Registration System

WANG Chu

(Law School, William and Mary, Virginia, Williamsburg, 23185 the United States)

Abstract: Today, the reform of registration system has become an important subject, which is a key factor in the future development of Chinese capital market. However, it should be noticed that adopting registration system is not a simple change of reviewing method, which reduces the threshold of public offering. The termination of the “trading curb” should give the reformer enough notice that it is essential to consider how to allocate different powers in the original system, which should meet the basic situation in China. This article will focus on the issue of reviewing powers in public offering and listing and give some suggestion on how to allocate these powers.

收稿日期 2016-05-18 该文已由“中国知网”(www.cnki.net)2016年4月 日数字出版, 全球发行

作者简介: 王 楚(1990-), 男, 河北邯郸人, 美国威廉玛丽学院法学院2016级 Juris Doctor。

一、中国股票公开发行审核与上市审核制度

自 1993 年以来,我国股票公开发行审核制度已经经历一系列的变化,从最早的审批制到现在实行的核准制,我国的证券交易市场也取得了非常显著的进步。然而,随着市场的进一步发展,核准制的低效率,高门槛等问题也逐渐暴露出来,并越来越严重。为了解决这个问题,注册制改革已经被提上日程。所谓注册制,是指发行人在申请股票发行时,仅需要按照法律的要求,向审核机关提供真实、准确、及时、完整的投资者在进行投资决策时所需要的材料,并进行公开披露。审核部门不做实质性的审查,不对发行人自身的价值进行判断。审核的重点也仅仅是所披露信息的真实性、完整性、及时性和准确性。在注册制下,审核周期缩短,效率提高,市场优胜劣汰的调节作用也能得到更好的发挥。

核准制与注册制的根本区别在于企业在申请公开发行股票时,有关部门所采取的审核模式不同。与股票公开发行审核息息相关的另一种审核便是上市审核。上市审核是指希望上市的发行人按照法律的规定,向具有审核资格的部门提交自己公司属实、准确的业务状况、财务信息等材料。通过上市审核的股票发行人方可在相关的股票交易场所挂牌交易。

目前《公司法》和《证券法》是管理关于公开发行审核和上市审核的主要法律。《公司法》第 93 条规定:以募集方式设立股份有限公司公开发行股票的,还应当向公司登记机关报送国务院证券监督管理机构的核准文件。《公司法》第 135 条规定:公司经国务院证券监督管理机构核准公开发行新股时,必须公告新股招股说明书和财务会计报告,并制作认股书。

《证券法》第 10 条规定:公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;未经依法核准,任何单位和个人不得公开发行证券。《证券法》第 48 条规定:申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意,并由双方签订上市协议。

单单从法律表述来看,证监会的发行审核委员会具有发行审核权,证券交易所本身具有上市审核权。然而由于我国证券市场发展时间短,法律体制不够完善等原因,在实践中,证监会往往以发行审核的方式越俎代庖的行使了上市审核权,而本应该属于各个股票交易所的上市审核权因为并没有实际法律规章的支持而成了一纸空文。只要通过了发行审核委员会方面的发行审核,证券交易所会将发行审核的结果作为自己上市审核的结果,并无一例外的无条件接受。换句话说,目前对于想要公开发行并且上市的公司来说,需要通过的审核只有在证监会发行审核委员会这一个层次的审核,而证券交易所完全不设定任何新的审核措施。证券交易所应该起到的股票市场“看门人”的作用形同虚设。与此同时,在我国法律框架和实践操作中,证券交易所并没有独立自主的权力对上市条件做出规定。譬如,《证券法》第 50 条规定,股份有限公司申请股票上市,应当符合下列条件:(一)股票经国务院证券监督管理机构核准已公开发行;(二)公司股本总额不少于人民币三千万元;(三)公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上;公司股本总额超过人民币四亿元的,公开发行股份的比例为 10% 以上;(四)公司最近三年无重大违法行为,财务会计报告无虚假记载。证券交易所只可以对前款规定做出更高的条件规定,而且需要报国务院证券监督管理机构的批准。实践上来说,证券交易所上市的规则,交易规则等制定和修改都是由证监会统一掌控,具体实施也是完全听从证监会的安排。证券交易所完全没有独立行使上市审核权的空间。

发行审核与上市审核一体化的问题严重阻碍了我国资本市场健康有序的发展。在一个成熟市场化的证券市场,证券监管部门和证券交易场所都应该对自己所管辖范围内的问题进行认真严格的审核。但由于二者的结构、功能、目的、动机等都有所不同,二者需要对彼此的权力做出确认和肯定,正所谓术业有专攻。也只有这样才能更好地推进市场的长期稳定发展。以上市审核权为例,上市条件应该是由证券交易所,上市公司和投资者三个不同的市场主体相互博弈而产生的结果。具体来讲,上市公司需要考虑上市的难度和上市环境。投资者需要考虑利润回报。而证券交易所需要考虑上市公司的流通性。证监会作为政府部门,没有能力也没有必要对上市公司的审核权做出过多干涉。

从另一个角度来讲,这种发行上市审核一体化的现象严重阻碍了中国建立起多层次的证券市场。世界上任何一个成熟的资本市场都是多层次的,不同类型的企业和投资者都可以根据自身情况进行选择。然而发行审核与上市审核一体化的现状很大程度上阻止了中国除上市市场以外市场的建立。我国《公司法》第139条明确规定了公司可以在除证券交易所以外的场合进行股票交易。目前的制度从这个角度看是违背法律精神的做法。这种做法显然并没有尊重企业和投资者的选择权力,也阻碍了中国股票与国际接轨的进程。

二、注册制下公开发行审核权与上市审核权分配建议

为了解决上述问题,本文先后研究了包括美国,日本,德国,香港特别行政区和我国台湾地区等资本市场成熟国家和地区关于发行审核权与上市审核权的制度,综合其可取之处并将其与中国国情相符合的部分纳为己用,提出以下建议。

(一)发行审核与上市审核分离

在谈及审核权配置问题之前,一个必需要解决的问题就是在中国实现真正实质上的股票公开发行审核权与上市审核权分离制度,彻底改变我国目前证监会的越俎代庖而导致的发行上市一体化的情况。虽然我国《证券法》第48条规定:“申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意,并由双方签订上市协议”。但是不管从整个立法框架来看,还是从实践操作的角度来看,股票的公开发行审核和上市审核并没有分开,而是实际上由证监会完全掌握。纵观全世界的发达证券市场,无不实行多层次的股票交易结构。本文认为,这种实质上的一体化审核既不利于发挥证券交易所本身对于上市审核的优势,也严重的阻碍了中国多层次的资本市场体系的建成,甚至从某种意义来讲,是属于违背法律的意愿与精神的现象。因此,本文认为,应当利用本次改革的机会,将股票的公开发行审核权与上市审核权彻底分离开来,并交由不同的部门进行审核。这种分离必须是真正意义上的分离,因为这是一个国家多层次证券市场成立的基础,也是被世界各个国际广为接受的办法。只有完全分离开来两者,本次注册制的改革才有意义,否则也只是形式上的改革,而没有发生根本变化。这种做法也是对公开发行公司本身选择权的尊重。在过去的体系下,公开发行股票的公司,在公开发行后往往只有上市一条路可以选择,这当中很大一部分原因是因为我国二级市场并不够完善,实现了股票公开发行与上市审核的分离,不仅有助于我国建立起一个多层次的二级交易市场,也体现了我国法律对发行主体选择权的充分尊重。

(二)证监会保留股票公开发行的审核权

有部分学者简单的认为,一旦实行了注册制,证监会就应该下放自己的权力,仅仅实行自己的负责注册的职能。这种做法是欠缺考虑的。本文认为,在实行注册制的条件下,股票公开发行的审核权必须留在证监会,而不能下放到证券交易所。原因如下:

第一,毋庸置疑的是注册权本身是行政权力而非民事权力,是法律授予给政府部门行使

的权力,这种权力不能被放弃也不能转移。而且注册权是一个非常重要的问题,因为任何一个国家的法律都不可能允许只发行股票而不注册的情况发生。否则会导致市场上的发行股票无法管理,政府部门没有办法进行事后监督,伤害到社会投资者的权利。在这种背景下,审核权应当是注册权的一个组成部分。将股票公开发行审核权与注册权分离没有道理可言。审核与注册本就是一个不可分割的程序。如果将二者拆分,分别交由两个机构进行审核,不仅会增加行政成本,也会导致各种不确定性。

第二,股票市场牵扯到广大人民群众合法权利,风险性很高,我国的股票市场作为一个新兴市场,政府必须要能在一定程度上控制市场,才能更好的保护投资人。因此政府的监管尤为重要。

第三,由政府部门掌控股票的公开发行审核权是符合国际惯例的做法。在各个成熟的资本市场中,所有国家和地区都采取由政府部门掌握公开发行审核权。又如英国在1986年和2000年分别设立证券投资管理局和金融服务管理局来专门强化政府部门对股票公开发行的审核。

第四,股票公开发行属于一级市场范畴,而股票的上市交易属于二级市场。将一级市场的审核权交给一个二级市场的平台来行使明显不符合逻辑。如前文所述,在新的注册制建立的前提下,我国未来的股票公开发行与上市必须分割开来,发行股票的公司有权力选择上市或者不上市。将发行审核权与上市审核权捆绑在一起交由证券交易所来行使,实际上只是过去制度的翻版。注册制本身的功能也无法发挥应有的作用。因此,证券交易所不应该超越自己的活动范围而去干涉一级市场的交易。一级市场的审核权也只能交给证监会来行使。

第五,如果将股票公开发行的审核权也交给证券交易所来行使,证券交易所将会在股票发行和上市两个环节都拥有相当大的权力。此种做法可能会导致各个证券交易所之间的无序竞争。证券交易所为了吸引更多的公司来到本交易所进行上市,可能会暗自降低公开发行审核的标准,给个别不满足要求的企业“开后门”。这样往往受到伤害的是广大公共投资者。再者,如果股票交易所拥有过大的权力,之前在核准制中所担心的贪污腐败和权力寻租的情况则并不会断绝,只是主体发生了改变,由证监会变成了证券交易所。而这种现象显然违背了本次改革的初衷。

第六,在注册制下,证监会行使的审核权也是形式审核,即对申请发行股票公司所提交的材料,依据法律法规的要求,检查其真实性、完整性和及时性。这种形式的审查时间短暂,审查人员的权力也只局限于法律所设定的标准内。证监会作为政府部门,在行使此种权力更具有权威性。

第七,证券交易所本身由非常繁重的任务工作要完成。在有限的格局内,过多的任务负担可能会导致证券交易所的工作效率。随着注册制的实行,申请公开发行股票的公司势必会越来越多,而申请上市的公司也会越来越多。因此没有必要给证券交易所增添更多的负担。

综上所述,无论是从理论角度还是从实践角度出发,证券交易所都不应当对本就超越自己活动范围的股票公开发行进行审核。本次改革中,中国也应该顺从国际趋势,将股票公开发行的审核权放在证监会,也只有这样才能更好地保护广大公共投资者的合法利益。

(三)上市审核权须交给证券交易所

通过调查,本文发现成熟证券市场都将股票上市的审核权交给证券交易所来行使。中国在本次注册制的改革中,遵循趋势,赋予证券交易所这项权利。各个证券交易所拥有上市审核权后,会为了自身的发展不断的改变、创新更有效率、有价值的审核办法,进而招引更多

的企业选择自己作为上市平台。这种不断的竞争会显著的提高审核效率,从而节约时间与成本。在提高效率的同时,又同样是因为这种竞争关系促使证券交易所在审核的过程中不故意弄虚作假,因为每个证券交易所都要尽可能提高在本平台上市的企业质量。与此同时,在未来的发展中,证券交易所为了促进自身平台的发展,可能会创建不同级别的交易市场和不同层次的审核规则,公司和投资者都可以根据自身对于风险等因素的接受程度不同做出进一步的选择。

(四)采用上市实质审核

需要注意的是,即使实行注册制,在上市审核这一方面,国际上仍然有实质性的上市审核和形式上的上市审核两种途径。采用实质性的上市审核的国家(地区)包括日本,德国和我国台湾地区。采用形式性上市审核的国家(地区)有美国,香港地区的等。本文认为,在注册制改革的初期,我国应当采用实质性上市审核。

首先,形式审查完全依赖企业的自主公开,这种完全公开是建立在公共投资者有能力分析发行人的信息披露材料的前提之下的。我国的股票交易市场还做不到如美国等地区那样成熟,从投资者的角度来说,大部分的中国“股民”没有接受过专业的金融领域的训练,因此在面对复杂的信息披露内容时不知如何下手,有些企业在披露文件时故意留下隐患,导致投资人再次吃亏。本文认为,在证券市场非常成熟,机构投资人所占的比重大,普通投资者具有一定的金融,理财知识的国家(地区),形式性的上市审核制度是可行的,例如美国或是香港等地区。对于证券市场没有十分发达,投资者缺乏基本的金融股知识的国家(地区),上市审核一般都采用实质审核的方式,例如我国台湾地区。需要注意的是,即使在采用形式审核的国家(地区),审核的内容往往也十分谨慎。

彻底的形式审核另外一个要求是所在国家必须有健全的事后法律追责系统,该国家地区的法律必须能够在出现问题的情况下,及时严格的惩罚违法者,进而保护投资者的利益,同时对其他参与者起到警示作用。对于还没有建立起如此发达法律系统的国家,上市形式审核制度与国家国情相脱节,一旦问题发生,法律不能很好的保护各参与主体的切实利益,因此需要有关部门在上市的时候进行严格的形式审核。另外,通过对比不难发现,普通法国家都采用了上市审核形式审核的办法,而成文法国家都是实质审核。本文认为,相比于英美法国家的法律系统,大陆法系国家的法律具有滞后性。在资本市场日新月异的今天,滞后的成文法典很多时候不能解决新出现的问题或是规避法律的现象。这就要求证券交易所在上市之前做好审核工作,从而最大可能性的降低问题出现的可能性。

证券交易所对拟上市的公司进行上市实质审核并不会导致过去核准制下实质审核的问题。首先,在发行审核与上市审核分离的前提下,发行公司有更多的选择。上市资格不再是稀有资源。如前文所述,各个证券交易所会不断改进审核办法,审核的效率会得到提升。因此不会出现核准之下的过多申请堆积现象。同时,因为发行公司可以选择上市与不上市,审核人员并没有核准制下的那么大的权力。因此贪污腐败和权力寻租现象的成本都很高。如果实行上市实质审核,证监会可以将原本发审委负责进行审核的人员通过调职,推荐的方式,将这些富有丰富审核经验的人员在证券交易所继续发挥作用,以此来进行过渡,防止青黄不接的现象出现。

在采用上市实质性审核的同时,本文认为,我国应学习香港的模式,赋予证监会对已通过上市审核的申请否决的权力。在改革后,我国的证券市场处在注册制的初期阶段,各种制度法律很可能还没有完全落实。而证券交易所又刚刚被赋予了很大的权力。为了防止证券

交易所谋取私利,吸引更多的公司在自己平台进行上市,法律应当授予证监会否决某个不符合法律的上市申请的权力,这是对股票交易所上市审核权的一种制衡。

(五)其他配套的改革措施

注册制的改革并不是一个单独方面的内容,这其中涉及到市场方方面面的变化。本文认为,在本次改革中,除了明确股票公开发行审核权和上市审核权相分离的制度,并分别交由证监会和证券交易所管理,一些其他重大事项的改革也应该同时进行。

这其中非常重要的一点就是信息披露制度的建立与完善。信息披露制度是整个注册制的核心。如果不能建立起完善的信息披露制度,那么本文之前讨论的审核权配置问题也成了无源之水,只是泛泛而谈。因此,本文建议,要建立起完善的信息披露制度,应做到以下几点:

首先要提高信息披露内容的标准。一般来说,信息披露的基本要求是“真实、准确、完整和及时”。本文非常同意李曙光教授的观点,即将被投资者理解的难易程度作为一个新的指标^[1]。例如,美国法律中,信息披露的重点是企业的招股说明书。观察美国企业的招股说明书不难发现,其披露的内容往往都与投资者的决策信息相关。这是因为繁复冗长的信息披露实际上是违反信息披露的精神。在注册制的环境下,证监会不再对发行公司做出价值判断,这需要投资者来自行完成。只有精简便于理解的披露信息才能对广大投资者的价值判断起到帮助,特别是在投资者自身的金融、法律素养并不优秀的条件下,投资者唯一的价值判断资源便是企业的披露信息,这些信息必须做到真实、准确、完整、及时的同时,也要让投资者能更好的理解并做出判断。其次是,要建立完善的违背信息披露行为的责任体系,采用过错推定原则,对发行公司的高官人员进行追责等等。此外,信息披露制度中一个特别需要注意的地方,是对于发行公司实际控制人的披露。法律应该明确实际控制人并不包括中间控制人。最后,法律应该赋予证券交易所更多的权利。在过去的核准之下,虽然证券交易所名义上拥有上市审核权,但因为这种审核权并没有实质内容,因此证券交易所在信息披露方面也并没有过多的权力。随着注册制改革的进行,证券交易所被赋予了实质的上市审核权之后,证券交易所必须有配套的关于信息披露方面的权力,来保证其上市审核可以顺利进行。

除了信息披露制度的健全以外,其他还需要进行的改革包括完善发行定价机制,采用分行业审核制度等等。涉及到的方面还有许多,本文列举了一些较为重要的方面,其他不再逐一论述。

总之,在企业股票公开发行注册制改革迫在眉睫的今天,我国应当坚定的落实公开发行审核权与上市审核权相分离的制度,并将公开发行审核权与注册审核权分别交由证监会和证券交易所来管理。证监会对申请公开发行的股票进行形式上的审核及注册,而证券交易所对拟上市的股票进行实质性的审核。为了制衡证券交易所的权力,保障投资者的利益,证监会应当对上市审核进行适当监管,最好的做法就是对上市审核拥有否决权。除了各个审核权的配置问题之外,我国相应的还应该推动信息披露制度,法律体系环境,监管者监管观念等多方面的改革。这些改革应该是一个循序渐进的过程,改革领导者切不可为了完成任务急于求成。改革不但关系到股票市场发展的根本,也对我国经济产生着不可估量的作用和影响。

参考文献:

[1] 李曙光. 新股发行注册制改革的若干重大问题探讨 [J]. 政法论坛, 2015, (3).

(全文共 9,071 字)