

我国证券市场注册制立法变革应兼顾交易注册^{*}

万国华¹,王才伟²

(_{1,2}南开大学法学院, 天津 300350)

摘要:我国证券立法长期存在的发行与交易联动的路径依赖导致《证券法》(修订草案)未能理顺发行与交易的关系而出现诸多问题。发行与交易从联动走向分离后,发行注册的效力便不能传导至交易环节。注册制改革不应仅围绕发行而应兼顾交易,交易环节另行注册具有必要性。借鉴美国注册制的交易理念,在明确发行与交易各自特点的基础上,从“注册主体与注册对象”、“审核主体与审核标准”及“注册程序”三方面构建发行注册与交易注册并重的注册制体系,正本清源,兴利除弊,以期厘清证监会与交易所的权责边界,理顺注册制改革的法理逻辑,助益注册制改革进程。

关键词:交易注册;注册制;交易理念

JEL 分类号:G21 中图分类号:F830.91 文献标识码:A 文章编号:1006-1428(2016)08-0055-06

DOI:10.13910/j.cnki.shjr.2016.08.008

我国证券发行核准中长期存在立法机关“定品质”,监管机关“定价格”与“定速度”的现实问题,滋生了权力寻租,抑制了市场功能的发挥。稳妥推进注册制改革成为证券发行体制市场化的必然趋势。十八届三中全会通过的《关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出应“推进股票发行注册制改革”。2015年4月的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),其中第二章第二节勾划了股票发行注册制的规则框架,开启了注册制改革的证券立法进程。

一、《证券法》(修订草案)未能妥适处理证券发行与交易的关系

证券的发行环节与交易环节体现不同的法律关系,是两个独立又相辅相成的阶段,不能混淆。证券发行属于一级市场;证券交易属于证券二级市场。“一级

市场解决证券的原始创设和证券增量的供给问题;二级市场则解决证券的继受流转和证券存量的配置问题”。《证券法》(修订草案)因未能妥适处理发行与交易的关系而带来诸多法律问题。

(一)可能带来的问题

首先,导致了发行环节审核的不统一。《证券法》(修订草案)第十九条规定“公开发行股票并拟在证券交易所上市交易的,应当依照本节规定注册。公开发行股票且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依照本节的原则另行规定。”这虽然体现了立法者考虑到了“公开发行但不上市”的可能,不再“强制上市”,但却将发行与交易联动,最终导致虽同为公开发行但却因是否上市不同而适用不同的注册程序及条件,即依据在后发生的证券交易决定在先发生的证券发行注册的程序及

* 基金项目:2014年度教育部人文社会科学重点研究基地重大项目(14JJD630006);天津哲学社会科学规划项目“非上市公司治理视角下我国场外交易市场监管法律制度研究”(TJFX13-005)。

收稿日期:2016-04-27

作者简介:万国华,南开大学中国公司治理研究院、南开大学法学院(300071)教授、博士生导师;

王才伟,南开大学法学院2013级民商法博士研究生。

条件,由此便导致了发行环节审核的不统一。同时因交易发生在发行之后,若发行人提交申请时“拟”定于交易所上市而注册生效后却未申请上市而转向其他交易市场,那么交易所的审核又是否适当?

其次,证券交易所可能以不同标准同时审核证券发行与证券上市交易。《证券法》(修订草案)第二十二条规定“公开发行股票,由证券交易所负责审核注册文件”。第六十三条规定“申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依照其上市规则审核同意,并由双方签订上市协议。这意味着,证券交易所同时承担证券发行与证券上市交易的审核权限,但依据不同的标准。审核证券公开发行的材料时需按照发行人是否满足公开发行的标准进行审核;审核上市交易的材料时需按照发行人是否满足自身上市规则进行审核。证券交易所的本职职能在于组织与监督证券交易,承担审核上市交易的义务当算归位尽责。然而由其承担审核公开发行注册的义务是否强人所难?如此安排进一步模糊了交易所在发行与交易环节的定位以及发行与交易环节的监管重心,同时也会带来发行审核的主体不统一以及审核标准的不统一。

再次,存量股份发行可能更加模糊了一级市场与二级市场的边界。《证券法》(修订草案)第五十条规定“未经公开发行注册的股票,自发行人股票在证券交易所上市交易之日起十二个月内不得转让。”第五十二条规定“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。”两条规定之间存在矛盾,未经公开发行注册的股票经过锁定期十二个月便可“转让”,而若经过锁定期欲公开交易却要经过公开“发行”注册,已经发行的存量股再进行发行注册存在法理冲突。股东于公开发行前持有的股份是公司(即发行人)已向其发行的股份,股东将此部分股份出售给他人体现的是股份的转让而非再发行,如此规定加重了一级市场与二级市场边界的模糊。

最后,导致场外交易市场制度安排的混乱。全国中小企业股份转让系统(以下简称“股转系统”)是全国性场外交易市场,是我国多层次资本市场的重要组成部分。根据《非上市公众公司监督管理办法》第三十四条与第三十六条的规定,股东人数超过200人的公司申请其股票公开转让须经证监会核准,200人以下便可豁免核准而由股转系统(俗称“新三板”)进行审查,也就是说在交易环节仍实行核准制以及有条件的豁免核准。然而,在发行环节实行注册制而交易环节未作安排的情况下,便出现发行人公开发行环节采用注册制而交易环节则采用核准制的情况。

56

(二)可能的原因

我国《证券法》(修订草案)之所以会出现上述问题,根本原因有以下几点。

第一,我国证券立法长期奉行证券发行与上市联动的路径依赖。在我国长期的证券实践中,证券公开发行与上市联动,发行后上市成为理所当然的固定范式。在公开发行的核准中,证监会将公开发行与上市交易同时审核,发行审核与交易审核合一化,发行审核的效力及于后续交易。发行与上市联动的长期实践致使立法者在观念上未摆脱公开发行并上市的路径依赖,发行注册依旧以“公开发行并拟在交易所上市交易”为主进行了规定。公开发行并上市的思维定式与重发行轻交易的保守观念导致“修订草案”习惯性将发行与上市联动,未能充分重视交易环节的监管需求与特点。

第二,对发行审核的过分倚重。发行审核与交易审核合一化的长期实践强化了我国证券监管对发行审核的过分倚重,而忽视交易环节的市场力量与市场逻辑。交易环节的问题却通过发行审核来解决,致使交易环节的市场调节与市场运行的功能无法充分发挥,进一步模糊了一级市场与二级市场的边界。过分倚重发行审核也引发了发行环节实行注册而不再核准后证券品质无保障或欺诈盛行的担忧,注定了迈向注册制的道路必然颠簸难行。

第三,“交易所审核”与“交易审核”的混淆。我国现行法律并未定义“上市”,但在规定上市公司时,《股票发行与交易管理暂行条例》采用的是“证券交易场所”而《公司法》采用的是“交易所”。《证券法》也采用“交易所”与“上市”相配。当依法设立的交易场所仅包括上海与深圳两个交易所时,“依法设立的证券交易场所”与“交易所”的范围是相同的,但当“全国中小企业股份转让系统”设立后,依法设立的证券交易场所的概念便大于交易所的概念。随着多层次资本市场的逐步发展,证券交易场所的范围会继续扩大,由此带来了“上市”概念的不确定性。

有学者认为,证券上市是指依法发行的证券通过一定的程序进入证券交易所挂牌交易的过程以及表明发行人已经成为上市公司或证券已经具备了上市证券的资格。有学者认为,证券上市是指把证券在证券交易所挂牌交易的行为,实质是把证券纳入证券交易所集中交易的客体,方便证券公司和证券投资者买卖上市股份,从而加速上市证券的流转和流通。还有学者认为,证券上市是指已经依法公开发行的证券经核准在证券交易所公开挂牌交易的法律行为,有广义

与侠义之分。侠义的证券上市仅指在证券交易所挂牌交易；广义上的证券上市是指证券在场外交易市场取得交易资格的过程。

笔者认为，上市宜仅针对交易所市场。从法律规定来看，《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》指出，“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。”可见，全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）有意区分了场内与场外的区别，新三板对于证券交易使用的是“挂牌”而交易所使用的是“上市”。《证券法》（修订草案）第五十九条“依法公开发行的股票、债券及其他证券，可以在依法设立的证券交易所公开上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所公开交易。”此处仍将上市仅对应交易所，故而交易所市场仅为交易市场的一部分，交易所审核（即上市审核）仅为交易审核的一部分。也就是说，只有当证券交易市场为交易所市场时，作为交易市场组织者所进行的上市审核才是连接证券发行与证券交易的纽带。若证券进入其他交易场所交易则仍需要进行其他交易审核。因而，交易所上市审核仅为交易审核的一部分，而非全部，交易所审核不能替代交易审核，不进入交易所市场而于其他交易市场交易的证券仍需进行相应交易审核。

归根结底，上述原因的根源便在于我国证券立法对于发行审核的过分倚重以及“公开发行并上市”的路径依赖，证券立法未能区分发行与交易各自的特点及理顺两个环节各自的法律逻辑，因而在注册制改革时仅就发行环节进行了注册制改革，而未就交易环节作出应有的制度安排。

二、证券交易环节应当另行注册

证券市场实践表明，证券发行与交易从最初的联动已逐步走向分离。发行与交易之间联系的逐步弱化也使得发行注册的效力无法传导至交易环节，交易环节另行注册制度设计实有其必要性。

（一）证券交易环节应当另行注册

一方面，证券公开发行与上市交易联动的制度安排确有其弊端。

首先，企业缺少选择权，多元化融资需求无法得到满足。是否需要上市流通本应属于企业自主权范围内的内容，然而，发行与上市联动后，采用公开发行就必须上市交易，剥夺了企业自主选择上市与否的权利。

其次，交易所自律组织的功能无法充分发挥。虽然《证券法》规定了上市交易的审核权在交易所，但因

公开发行的证券必须上市交易，交易所并没有可拒绝的空间，导致公开发行后未上市的公司仅有通海高科一例。只要获得公开发行的核准便相当于获得了上市交易的许可。发行审核与交易审核由证券监管机关独揽，交易所作为自律组织的能力范围大大减小。

再次，证券监管机关肩负重担，力难从心。由于公开发行的证券必须上市交易，因而在审核公开发行时也要求发行人同时满足上市交易的标准，证券监管机关对于公开发行的审核便不可避免地染指交易所上市交易的审核，由此招致繁重的审核负担。不利于证券监管机关行政职能转变也有悖于简政放权的政策号召。

最后，发行市场的投机狂热，不利于证券市场长期发展。发行与上市联动带来了发行与上市时间间隔较短，加之一级市场与二级市场的巨大差价，刺激机构投资者申购新股以获取短期投机利润而不重视企业持续盈利能力。发行市场的短期投机必然带来交易市场的抛售离场，不利于发行人的持续发展。获得公开发行核准便如跃过龙门，新股申购的狂热也诱使发行人使劲浑身解数包装粉饰以获取公开发行的核准而未将精力集中于企业长期发展。

另一方面，发行与交易的分离符合多层次资本市场发展规律。

在建设证券市场初期为防范金融风险，公开发行的证券仅允许到交易所上市交易而不允许进行场外交易，即强制上市。后为排除设立其他证券交易市场的法律障碍，不再强制交易所上市，同时增加了“国务院批准的其他交易场所”的选择。但是，公开发行并上市的固定模式已深植于证券市场实践并形成路径依赖，所以形成了证券公开发行与上市交易联动的长期实践局面。

然而，多层次资本市场发展推动证券发行与交易的分离。投融资主体对于投融资金融服务的多样化需求、资本市场层出不穷的金融创新以及经济与科技迅速的发展都使得资本市场体系层次化发展成为必然趋势。多层次资本市场一方面为融资主体提供更多元的融资选择及退出路径；另一方面为投资主体提供更具针对性的服务与保护。发行与上市联动的情况下，发行人进行公开发行后必须交易且仅能到交易所上市交易，发行人没有选择的政策空间，多元化的融资需求无法得到满足。因而，《证券法》（修订草案）通过提供多元化的发行方式以及多层次的交易市场选择对多层次资本市场进行了系统性规范。第五十九条规定“依法公开发行的股票、债券及其他证券，可以在依

法设立的证券交易所公开上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所公开交易。”由原本的“应当”修改为“可以”，进一步打破一级市场与二级市场的联动，弱化发行环节与交易环节的联系，发行与交易从联动走向了分离。

(二)发行注册的效力不能传导至交易

发行与交易由联动走向分离后，仅就发行进行注册而未就交易作出制度安排，其结果是发行注册效力不能传导到交易环节。

其一，发行注册并非交易的必经环节。

一方面，未经发行注册亦可交易。“修正案”第五十三条及第五十七条规定了符合条件的上市公司关联人或非关联人持有的未经注册的股票可以不经注册通过公开交易卖出。这意味着注册与交易之间并非绑定，未经发行注册的证券同样可公开交易。另一方面，豁免发行注册也可交易。“修正案”第五十九条规定“依法公开发行的股票、债券及其他证券，可以在依法设立的证券交易所公开上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所公开交易。”依法公开发行包括：公开发行进行注册以及公开发行豁免注册两种。对于小额发行、众筹发行、员工持股计划以及合格投资者公开发行这四种豁免类型而言，得不经注册便进行交易。因而，注册并非证券交易的必经环节。

其二，发行审核不能替代交易审核。

不论是审核标准还是审核重心都各不相同，发行审核并不能代替交易审核。发行审核一方面要防止发行人于提交注册申请前进行不当劝诱或证券的发售，另一方面要确保发行人向与其具有直接联系的投资者披露经过监管机关审阅的符合标准范式的招股书。监管机关对于信息披露文件的审阅起到“过滤”的功能，同时通过禁止其他不良劝诱的方式为上述经过过滤的信息提供一个“垄断”，确保相对人用以作出投资决策的信息是经过监管机关审阅过滤的信息，而非发行人天花乱坠的广告宣传，从而达到保护投资者的目的。

交易审核则意在审核发行人所欲流转的证券的相关信息符合各自交易场所上市交易的标准，达到发现该批证券更为适宜的交易场所与交易价格的目的，以此保护投资者。在实行注册制改革后，发行注册是针对注册文件的齐备性、一致性及可理解性进行审核，而非对股票投资价值的判断。发行注册生效后能否进行上市交易仍需要由发行人向交易所申请，交易所按照各自上市规则进行交易审核。因而，注册制下会出现公开发行注册生效但因不满足上市条件而无

法上市的情况。

(三)证券交易注册势在必行之法理逻辑

在发行与交易各自独立的前提下，发行注册的效力并不能传导至交易，交易另行注册便十分必要。

交易注册可提供交易市场理应得到的监管重视。发行市场仅包括一次性的发售行为，而交易市场则涵盖持续不断的交易行为。同时，因非公开发行的证券亦可在交易市场公开交易，例如新三板，使得未经过发行注册而进行公开交易的情况大量存在。交易市场无论从参与主体数量还是市场体量方面都远远超过了发行市场，理应得到更多的监管重视。

交易注册可厘清发行与交易边界理顺注册制改革的法理逻辑。证券的发行与交易从本质上讲都属于证券的流转(transaction)，仅就发行进行注册制改革而未就交易环节作出安排，必然会带来法理上的冲突，导致发行环节注册而交易环节依旧核准的尴尬，阻碍证券的正常流转。注册制改革不应仅围绕发行环节而应兼顾交易，交易环节亦行注册方能理顺注册制改革的法理逻辑。

交易注册可明确发行审核与交易审核的边界，进而明确证监会与交易所的职责分工。交易环节另行注册后，发行审核便与发行注册对应，交易审核便与交易注册对应。交易审核涵盖整个交易市场并由不同层级交易市场的组织者承担。就交易场所为交易所市场的情况而言，交易所作为交易市场的组织者便不应当越至发行环节进行发行审核，而亦可推出，交易所承担交易审核义务的安排具备合理性。

三、证券交易注册的制度构建

交易环节另行注册不仅是必要的，同时在《证券法》(修订草案)下亦是可行的。借鉴美国1933年《证券法》与1934年《证券交易法》构建的浸润交易注册理念(transaction registration)的注册制体系，重新调整注册制的审核主体与注册程序，理顺发行注册与交易注册的法理逻辑，以期助益我国注册制改革进程。

(一)美国交易注册理念的借鉴

交易理念将证券的流通视为交易，既包括发行阶段从发行人到相对人的发行交易，也包括发行后相对人向其他市场主体转售证券的交易。交易注册理念(transaction registration)即指，若欲为证券一级或二级交易应当注册方得为之。美国1933年《证券法》调整一级市场的发行交易注册，1934年《证券交易法》¹⁴调整二级市场的转售交易注册，由此构成发行注册与交易注册并行的注册制安排。也就是说，根据1933年《证券法》进行公开发行注册后的证券若欲上市交易

仍需依据1934年《证券交易法》另行注册。

交易注册理念在调整发行在国内、上市在境外等跨境发行与交易行为时,具有先天优势。由于各国对于发行人主体的标准与规则并不统一,因而,跨国证券多采用交易型披露制度,而非公司型披露。证券市场的一体化及证券法律的统一是个相当漫长的过程,现实的多样化的市场环境使得建构公司注册披露制度缺乏应有的理性。交易注册理念契合了跨国证券活动发行与交易环节分别监管的实践操作,更有助于实现跨国证券监管的有效性。

我国《证券法》将证券发行与证券交易各自成章的立法习惯同样体现了交易理念,即将发行与交易视为证券于一级市场与二级市场的流通。因而,在实行注册制改革时亦当兼顾交易注册,构建发行注册与交易注册并行的注册制体系。

(二)注册主体与注册对象

证监会应为统一的注册主体,不论发行注册抑或交易注册,注册权的行使只能由证券监管机关来统一行使,由此理顺注册制的行政许可的法理逻辑并明确注册的法律性质。注册权必须由证监会统一行使,然而发行审核与交易审核的具体工作则可由其他主体完成。

发行注册的对象为证券的公开发行,非公开发行及豁免注册的公开发行便可不用进行注册;交易注册的对象为证券的公开交易,在依法设立的证券交易场所进行的非公开交易便亦可不用进行注册。《证券法》(修订草案)首次并反复使用了“公开交易”一词,但却未明确其内涵,使得交易注册的对象范围存在不确定性,需待进一步明确。

(三)审核主体与审核标准

关于发行审核主体与交易审核主体。在明确区分发行与交易环节的各自特点以及发行审核与交易审核的各自重心后便可得出:交易所审核不应当染指或替代发行审核。发行审核应由证监会负责,而证券的交易审核则宜由交易所与证监会合作完成。对于审核主体的范围,笔者认为,目前仅由交易所担任审核主体较为适宜,随着注册制稳步运行及新三板市场逐步规范完善亦可将新三板的股转系统纳入交易审核主体范围。

关于发行审核标准与交易审核标准。发行审核与交易审核采用不同的标准。发行审核的标准为注册文件的一致性、齐备性与可理解性,即仅就注册文件进行形式审查确保发行人如实进行披露,而非对发行证券的品质及未来盈利作出判断。也就是说,只要发行

人按照审核人员的反馈意见进行解释、调整或修改达到上述三性的标准,注册便生效。即使在公开发行时发行人尚未实现盈利,只要其如实披露相关信息且信息披露符合三性的审核标准,发行注册便生效。

与发行审核标准的统一适用性不同,交易审核的标准并不统一,应根据发行人所选择的交易市场而定。不同层次的交易市场意味着不同的交易审核标准,例如交易所根据证券品种、公司规模及行业特点等设立的不同市场层次的上市标准。交易审核便应侧重申请人是否满足其申请拟前往交易的市场层次的上市标准。见下图:

发行注册: 证监会	交易注册: 证监会
发行审核: 证监会组织工作人员或外聘的会计师、律师等专家就发行注册文件的一致性、齐备性及可理解性进行形式审查	交易审核: 交易所就申请人是否符合本所不同市场层次的交易条件进行审核,审核标准并不统一。

(四)注册程序

发行注册的程序相对简单,发行人可将公开发行注册文件提交至证监会,证监会组织发行审核并将意见反馈与发行人反馈沟通。发行人答复审核人员问题或按照审核人员意见修改注册文件并达到三性标准后,注册便生效。

交易注册的程序与《证券法》(修订草案)中规定的公开发行并上市中的审核流程及美国1934年《证券交易法》的注册流程[18]相似。申请人向交易审核主体(即交易所)提交交易注册文件,交易所审核同意后便将文件提交证监会,证监会自收到同意审核文件之日起十日内未提出异议的,交易注册便生效。见下图:

发行注册程序: 申请人↔证监会
交易注册程序: 申请人→交易审核主体(审核同意后)→证监会(20日内未提异议,注册生效)

(五)制度安排的预期目标

通过对注册主体与注册对象、审核主体与审核标准以及注册程序的重新安排,可发挥以下效果:

明确发行审核与交易审核各自的重心,厘清证监会与交易所审核的权限边界,避免出现审核缺位或越位。发行环节的审核由证监会统一进行也可避免不同审核主体对审核标准掌握地不同而导致同种情况不同对待的情况出现。同时,对于未经过公开发行但筹划公开交易的发行人而言,可经过交易审核程序赋予其证券进入二级交易市场的权利,由此便可解决新三板的尴尬。如此一来,不仅理顺了发行与交易环节的关系,也理顺了发行审核与交易审核的法理逻辑。交易市场组织者参与审核可减轻证监会交易审核的负担,缓解监管机构资源不足问题,有利于实现政府职

能转变、强化监督制衡及合理分配监管资源。

交易市场组织者参与交易审核利于发挥其自律组织功能,提高审核效率与审核质量。以交易所为例,交易所职责包括为证券集中交易提供服务,组织和监督证券交易,对上市公司、会员及其他参与人进行自律管理,维护证券交易高效公平的进行。作为交易所市场组织者,交易所显然于交易环节发挥更重要的作用。因而,交易所更适宜承担交易所市场的交易审核工作。

充分尊重发行人的选择。证券发行与交易皆为商主体融资活动,应充分体现商主体自主意思选择。发行人可依据各交易场所的交易审核规则以及信息披露成本等综合考量后选择最为适宜的交易场所,而非传统的公开发行便只能交易所上市的单一模式。

为豁免证券或非公开发行证券的二级市场交易提供更明确的制度支持,增加了交易环节的灵活性与弹性。《证券法》(修订草案)确立了众筹发行豁免、小额发行豁免、员工持股豁免及合格投资者发行豁免四种豁免类型,却未就豁免证券的二级交易进行明确规定。同时,仅规定了非公开发行的证券可非公开交易却未明确其公开交易应如何操作。因循上述交易审核主体与程序的安排,上述豁免证券及非公开发行的证券便可单独进行交易审核,为各自提供符合各自情况的交易市场。例如,针对合格投资者公开发行的豁免因合格投资者具备投资经验及风险识别和风险承受能力,对其发行可给予豁免。但上述豁免注册的证券在进行流通时则应只限制于合格投资者之间而不应允许普通投资者介入,因而应在仅允许合格投资者交易的交易场所进行交易。交易审核便旨在将证券与其所适合的市场相匹配,上述证券可向仅允许合格投资者参与的公开交易市场的组织者提出交易申请,经过审核及证监会规定期限内未提出异议后便可进入与之相匹配的市场进行交易。在赋予了交易市场更多的灵活性与弹性的同时也为投资者提供了充分保护。

(六)重复信息披露的解决

交易注册后,对于未经发行注册而直接申请交易注册的情况不会存在信息披露的重复,但对于经过公开发行并上市交易的情况便会出现信息披露中不必要的重复。发行人在发行时需进行发行注册并披露发行相关信息,在证券交易时进行交易注册并披露基本相同的信息,由此增加了发行人的成本。

美国1933年《证券法》与1934年《证券交易法》因对发行与交易环节分别进行注册也同样面临重复披露的问题。在整合信息披露体系时,SEC提出了“参见引注”规则(incorporation by reference)允许发行人

可在依据1934年法案进行交易注册时参见引注发行人依据1933年法案发行注册时披露的未过时的信息,以缓解重复披露的问题。参见引注规则促进了信息披露体系的整合,解决了交易环节注册带来的重复披露问题。

四、结语

《证券法》(修订草案)在证券的概念中引入投资性合同,在证券发行环节进行注册制改革,在交易环节推进多层次资本市场建设,将使我国证券市场呈现更进一步的开放与多元,也将为我国证券监管体系带来更大的挑战。向注册制的迈进,时机已至而条件未就。若未能从基础理念及制度机制方面作出调整回应,则注册制依旧只能停留于口号,多层次资本市场的建设也沦为空谈。立法者应当理顺发行与交易的法理逻辑,站在全局高度改变重发行轻交易的观念,统筹发行审核与交易审核的主体与程序,正本清源,兴利除弊,构建符合我国国情与时代需求的自治相容的制度体系以妥适保护投资者与市场秩序,积极应对挑战。正如习主席所指“改革之路从无坦途。惟其艰难,才更显勇毅;惟其笃行,才弥足珍贵”。

参考文献:

- [1]叶林.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,法律适用,2015(8).11-16.
- [2]刘俊海.现代证券法.法律出版社,2011:146.
- [3]股票发行与交易管理暂行条例.第八十一条规定“上市公司”是指其股票获准在证券交易场所交易的股份有限公司.
- [4]公司法.第一百二十条本法所称上市公司,是指其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司.
- [5]证券法.第三十九条规定“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让.
- [6]周友苏.新证券法论.法律出版社,2007:189.
- [7]刘俊海.现代证券法.法律出版社,2011:152.
- [8]陈洁.证券法.社会科学文献出版社,2006:82.
- [9]1998年《证券法》第三十二条:经依法核准的上市交易的股票、公司债券及其他证券,应当在证券交易所挂牌交易.
- [10]证券法.第三十九条:依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让.

(下转第67页)

Disclosure Policy and Analyst Behavior", *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, PP 467–492.

[11] Myers S. C., Majluf N. S., 1984, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have", *Journal of financial economics*, Vol. 13, No. 2, PP 187–221.

[12] 何贤杰,肖土盛,陈信元.上市公司社会责任信息披露与公司融资约束[J].*财经研究*, 2012(8):60–71.

[13] 孔东民,刘莎莎,应千伟.公司行为中的媒体角色:激浊扬清还是推波助澜?[J].*管理世界*, 2013(7): 145–162.

[14] 李姝,赵颖,童婧.社会责任报告降低了上市公司权益资本成本吗?——来自中国资本市场的经验证据[J].*会计研究*, 2013(9):64–70.

[15] 王斌,梁欣欣.公司治理、财务状况与信息披露质量——来自深交所的经验证据[J].*会计研究*,2008(2):31–38.

[16] 汪炜,蒋高峰.信息披露、透明度与资本成本

[J]. *经济研究*, 2004(7):107–114.

[17] 吴文锋,吴冲锋,芮萌.提高信息披露质量真的能降低股权资本成本吗? [J].*经济学(季刊)*,2007(4): 1201–1216.

[18] 伊志宏,姜付秀,秦义虎.产品市场竞争、公司治理与信息披露质量[J].*管理世界*, 2010(1):133–141.

[19] 于忠泊,田高良,齐保垒,张皓.媒体关注的公司治理机制——基于盈余管理视角的考察[J].*管理世界*,2011(9):127–140.

[20] 张纯,吕伟.信息环境、融资约束与现金股利[J].*金融研究*, 2009(7):81–94.

[21] 张纯,吕伟.信息披露、市场关注与融资约束[J].*会计研究*, 2007(11):32–38.

[22] 朱凯,陈信元.金融发展、审计意见与上市公司融资约束[J].*金融研究*, 2009(7):66–80.

[23] 曾颖,陆正飞.信息披露质量与股权融资成本[J].*经济研究*, 2006(2):69–91.

(责任编辑:昝剑飞)

(上接第 60 页)

[11] 《证券法》(修订草案)第五十三条 符合下列条件的, 上市公司关联人持有的未经注册的股票, 可以不经注册通过公开交易卖出:(一)上市公司依法履行了持续信息披露义务;(二)该关联人持股满三年;(三)该关联人三个月内依照本条卖出的股票,未超过上市公司已发行同类股票总数的千分之一;(四)国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

[12] 证券法.(修订草案)第五十七条 符合下列条件的, 上市公司非关联人持有的未经注册的股票, 可以不经注册通过公开交易卖出:(一)该非关联人持股满三年;(二)该非关联人三个月内依照本条卖出的股票, 未超过上市公司已发行同类股票总数的百分之一;(三)国务院证券监督管理机构规定的其他条件。

[13] 此处“交易”不仅包括二级市场的交易同时包括一级市场的发行.

[14] Securities Exchange Act of 1934 (2012): Section12. (a) It shall be unlawful for any member, broker, or dealer to effect any transaction in any security (other than an exempted security) on a national securities exchange unless a registration is effective as to such security for such exchange in accordance with the provisions of this title and the rules and regulations thereunder.

The provisions of this subsection shall not apply in respect of a security futures product traded on a national securities exchange.

[15]【美】路易斯·罗思,乔尔·赛里格曼.美国证券监管法基础[M].法律出版社,2008:340.

[16] 贺小松.从交易型披露制到公司登记型披露制——论跨国证券信息披露制度的变革[J].*湖北社会科学*,2006(11):99.

[17]《证券法》(修订草案)第四十条、第五十三条、第五十四条、第五十七条、第五十九条、第六十一条、第六十六条、第一百三十二条、第一百四十条、第一百四十一条、第一百四十二条、第一百四十三条、第一百七十九条、第二百零四条、第二百一十一条及第二百九十二条.

[18]See Securities Exchange Act of 1934 (2012), Section12 (d): If the exchange authorities certify to the Commission that the security has been approved by the exchange for listing and registration, the registration shall become effective thirty days after the receipt of such certification by the Commission or within such shorter period of time as the Commission may determine.

(责任编辑:昝剑飞)