

论拟设股票注册制度的不足与完善

——基于《证券法(修订草案)》的思考*

李有星** 李延哲***

摘要:全国人大常委会一审的《证券法(修订草案)》规定了股票发行注册制度。注册制改革的动力在于现行核准制滞后于不断成熟的证券市场发展,有必要解读并借鉴美国IPO注册制的核心理念。修订草案的证券发行注册制度体现了简政放权不彻底,证券发行双轨制不合理,交易所发行注册文件审核与上市审核衔接不畅,互联网技术在注册发行应用制度不足,部分程序设计不完善,反欺诈注册发行的配套制度欠缺等。为此,建议修订草案保留证监会有限的注册权力及证券发行全面注册制,实现股票发行注册审核与上市审核分离,完善注册文件审核程序及互联网技术审核应用制度,

* 本文为国家社科基金重点项目“互联网融资的法律制度创新建构研究”(15AFX020)、浙江省社科规划优势学科重大课题“民间金融市场治理的法律制度构建及完善”(14YSXK01ZD)、温州大学金融综合改革协同创新中心资助项目“民间金融监管协调机制的模式创新研究”,中国证券法学研究会“互联网融资安全港制度研究”部分成果。

** 浙江大学光华法学院教授、博士生导师,浙江大学互联网金融研究院副院长。

*** 浙江大学法律硕士研究生。

股票发行保荐人与承销商分离制度,确立配套的注册发行的反欺诈制度,保障证券发行注册制的实施。

关键词:《证券法(修订草案)》 核准制 注册制 上市审核 保荐制度 反欺诈

2015年4月20日,全国人大常委会审议《证券法(修订草案)》(以下简称修订草案)。^[1] 修订草案回应十八届三中全会落实股票发行注册制改革,取消股票发行审核委员会,明确注册程序,由证券交易所(以下简称交易所)负责审核注册文件的齐备性、一致性、可理解性,交易所向证券监督管理机构报送注册文件和审核意见,证券监督管理机构10日内未提出异议的,注册生效。注册制改革是简政放权的重要突破,投资价值判断由监管机构回归市场参与主体。从修订草案的条文看,拟设的股票发行注册制度存在逻辑和制度可操作性的不足,有必要调整或完善。核准制转向注册制的改革,不乏对美国IPO注册制的学习借鉴,在新《证券法》出台前,有必要深刻理解其制度精髓,反思此次制度设计的不足之处,推动更完善彻底的注册制改革。

一、股票发行注册制度改革的契机

(一) 现行股票发行核准制的滞后性

证券发行核准制是指发行人在遵守信息披露义务时,必须符合法定发行条件,应当接受监管机构的实质监管,监管机构审查发行人的资格,决定是否准许发行证券。^[2] 核准制的实质是准则主义的监管理念,行政监管权主导证券市场的准入。我国证券发行核准制具有鲜明的行政主义特征,证券发行权利是通过监管机构批准获得的,是一种权利的解禁;发行人既要符合信息披露要求,还须满足监管机构设置核查

[1] 目前的《证券法》修订草案新增122条,修改185条,删除22条。现在《证券法(修订草案)》在网上已经有了,但是网上搜到的是非官方版本。

[2] 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第143页。

的实质条件,形式审查与实质审查并存;具体监管也是事前与事后并举。证券发行审核制度经历了从审批制到通道制,再到保荐人制度的演变历程,现行的核准制已贯穿证券市场10年,并以发审委制度和保荐人制度为核心。

然而,我国核准制的监管效果难以符合制度预期,其弊端可以概括为以下方面:第一,股票市场定价混乱。核准制控制股票发行规模,供不应求导致新股“三高”盛行,即价格高、市盈率高、募集资金高,非理性的“炒新股”难以遏制,中小投资者投资损失严重。第二,发行人质量难以保证。核准制的实质审查旨在以政府的价值判断筛选最优质的发行人,但价值判断没有确切的标准,面对大量的申请需求,发审委难以进行充分地尽职调查;另外,监管部门的垄断性管制引发权力寻租,^[3]在证券发行利益的驱动下,权力寻租腐蚀监管权力。第三,欺诈发行屡禁不止。在新股发行财务核查、询价配售核查、立案调查、审核与执法人员扩增的环境下,发行人过度包装与发行欺诈现象并未缓解。第四,责任机制难以落实。核准制下,发行人依靠权力寻租与过度包装而非自身经营状况通过审核,中介机构的信用担保功能也难以发挥,当欺诈发生或投资者利益受到损害时,政府审核机关反而成为谴责对象。第五,审核乱象难以消解。新股发行的暂停与重启反复循环,大量IPO和再融资的申请项目形成了“融资堰塞湖”,大量限售股东所持非公开发行股票形成了“减持堰塞湖”。^[4]

(二) 美国 IPO 注册制度的重新解读

证券发行注册制以公开主义为监管理念,发行人必须公开与发行证券有关的一切信息和资料,不得出现虚假陈述、重大遗漏或信息误导,政府监管机构有权审查证券发行申请人的信息披露状况,但无权对拟发行证券做价值判断。^[5]注册制强调市场的调节作用,发行证券的

[3] Kruger(1974)还指出:“在多数市场导向的经济中,政府对经济活动的管制导致各种形式的租金,人们经常为这些租金展开竞争。在某些场合,这些竞争是合法的。在另一些场合,寻租采取其他的形式,如贿赂、腐败。”

[4] 参见吴国航、袁康:“构建我国股票发行注册制的法理逻辑”,载《证券法苑》2014年第10卷。

[5] 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第143页。

权利是自然取得的,无须政府特别授权;其核心是信息披露,证券监管机关只对注册文件进行形式审查,证券市场主体根据所披露的信息自行判断风险与价值;事后控制是主要监管路径。学者和监管层长期将美国 IPO 注册制作为改革目标,在《证券法》修订即将落实注册制之际,有必要重新审视美国注册制的本质所在,以免注册制改革浮于表面。

1. 形式审核与实质审核并存

美国证券发行注册制并非完全排斥实质审查,而是联邦披露监管与州实质审核并进的“双重注册制”,已有多位学者澄清注册制是“披露即合规”的误解。美国的 IPO 审核制度可以概括为嵌入实质审核的披露监管,^[6]联邦层面 SEC 仅对发行申请人的招股说明书进行初步审查,督促申请人完善招股书信息,中介机构负责审查申请人的合法性、财务会计信息的真实性等。SEC 的形式审查以信息披露监管为主要任务,一般只审不否,自注册申请书提交后 20 日内如果 SEC 没有做出审查决定,注册自动生效。

各州层面的证券发行注册包括三种类型:通知注册,发行人在证券发行前向州监管机关提交报告书或通知书即可发行证券;协调注册,发行人向州监管机关提交已经在联邦注册的招股说明书和州额外要求的信息,即获批准在本州内发行证券;审查注册,发行人向州监管机关提交书面申请,审查发行人已全面披露信息且不存在非法或不公平、不公正情形。^[7]前两种注册方式核心仍然是信息披露,发行人仅须将提交 SEC 的注册文件在州监管机关备案或补充其他注册文件,但审查注册方式则是部分州对证券发行进行实质审查。在实质审核指导下,州证券监管机关有权以未达到“公平、公正与平等”为理由,阻止该项不合

[6] 参见李燕、杨淦:“美国法上的 IPO‘注册制’:起源、构造与争论”,载《比较法研究》2014 年第 6 期。

[7] See Roberta S. Karmel, *Blue - Sky Merit Regulation: Benefit to Investors of Burden on Commerce?* 53 Brook. L. Rev. 105, 116 - 118(1987); Jay H. Knight, Esq. and Garrett P. Baker, *Kentucky Blue Sky Law: A practitioner's Guide to Kentucky's Registrations and Exemption*, 34 N. Ky. L. Rev. 485, 507 - 508(2007).

格的发行在本州进行或者涉及本州居民。^{〔8〕}

2. 发行审核与上市审核分离

美国证券发行注册制的设计贯穿了监管分权的理念,横向上注册制实现了联邦与州监管分权,纵向上实行发行审核与上市审核分离。美国 IPO 注册制下,发行与上市审核分离的核心是审核过程彼此独立,SEC 与交易所各自独立操作,不会就审核中的问题交换意见或进行协调。交易所认为符合上市条件的证券,SEC 并不必然要批准注册登记,另外,交易所也有对已通过发行审核的证券申请上市的否决权。^{〔9〕} 证券交易所对证券上市的实质审核,上市审核的实施早于发行审核,而发行注册制的确立又进一步完善了发行审核制度,避免多个交易所之间出于商业竞争的目的突破上市审核标准的底线。美国证券发行审核与上市审核保持分离并协调,不仅实现监管分权,同时达成政府监管与市场自律的平衡。

综上,证券发行注册制的应然构建绝非只是对发行文件的形式审查,而应当是形式审查结合必要实质审查,提高审核效率,尊重市场主体的价值判断;同时,应当包含发行审核与上市审核两套监管制度的分离与配合,审核主体对证券发行申请文件进行形式审查并予以注册,上市审核主体则对已通过注册而申请上市的证券进行实质审查并决定是否准予上市。从某种意义和实际操作效果看,证券发行注册成立之前,隐含着已经被交易所审核认可该发行股票公司的可上市性,一旦注册成功并股票发行成功,该公司股票就容易通过上市审核而成为在证券交易所上市交易的公众公司。

3. 配套规定反证券发行欺诈的制度规则

众所周知,证券(股票)发行与交易是两个不同的环节,理论上,在股票发行环节,发行人最容易实施欺诈行为,诱使投资者购买缺乏投资价值的股票,发行人达到出售股票获取资本的目的。发行文件中常见的是存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏,或者发行人存在其他欺诈

〔8〕 参见沈朝晖:“流行的误解:‘注册制’与‘核准制’辨析”,载《证券市场导报》2011年第9期。

〔9〕 参见陈路:“政府监管与市场自律的平衡——美国证券市场发行审核与上市审核分离体制简析”,载《深交所》2006年第2期。

情形,某种意义上讲,在股票发行环节不存在内幕交易、操纵市场的行为。^[10] 股票发行审批制的目的是试图通过严格的实质审核,防止发行人的欺诈,发现虚假财务、虚假的公司治理、虚假的信息披露历史、虚假的业务和盈利能力、虚假的公司独立性、关联交易等。但由于设定了标准化的发行条件,必然导致发行人虚假包装以满足股票发行的条件,所以严格的审核制仍然无法防止发行人欺诈行为的发生,欺诈发行股票成为事实。在注册制的环境下,所谓发行欺诈责任一律由股票发行相关人承担,如发行人、中介机构等,但是,这仍然无法当然地防止发行人有欺诈发行的动机,相反这种制度下,只要发行人和中介机构联手作案,进行证券(股票)欺诈发行更加容易。法治的重点在于如何建立一套制度规则让发行人不愿意欺诈发行、不敢欺诈发行。这“两不”包含着有不欺诈的正向激励制度、发行者与投资者权利义务对等制度、欺诈的发现监督制度、欺诈的惩罚制度、民事赔偿的便捷救济制度等。正向激励制度是法定的企业融资权平等,凡依法存在的公司企业均有公开或私募发行证券融资的权利,因此,只要不欺诈造假的企业均有发行的机会,反之,欺诈造假者必定没有机会。发行者与投资者权利义务对等制度是指基于美国证券市场价格发现功能较完备,发行人权利与义务基本对称,发行人上市难以获得额外便宜,不会因为发行而一本万利;欺诈的发现监督制度是指有科学的较完善的市场做空机制,激发空方积极挖掘发行人、大股东等造假、欺诈嫌疑,也有足够多的证券市场中上市公司的“扒粪者”^[11]揭露其欺诈造假。欺诈的惩罚制度是指发行人欺诈造假坐实后将遭到监管部门严格的事后惩罚,股票退市、公司破产倒闭等。民事赔偿的便捷救济制度就是保护投资者随时可能发起的集体诉讼等,投资者有便利的诉讼救济程序路径,是否启动和行使完全取决于投资者。

[10] 如果认为股票发行价格高,特别是部分人串通抬高股票发行价格现象能否归类操纵市场尚有争议,这种串通抬高股票发行价格,使得发行人获得更多的资金,而保荐人和承销商、中介服务机构可以得到更多额外费用的情况,也很难归类操纵证券行为。

[11] “扒粪者”出自曾任美国总统的西奥多·罗斯福之口,他把那些专门揭丑的记者称之为“扒粪者”。指那些有正义感的新闻记者,他们盯着种种不公与腐败现象、上市公司,凭借高度的职业责任感将丑恶的公司欺诈、造假等事实真相拖到公众视野一一曝光,如美国安然公司就是新闻记者的“扒粪”而揭露其财务造假的,安然公司破产。

二、反思拟设股票注册制度的不足之处

(一) 简政放权不彻底

1. 审核权下放有所保留

修订草案注册制的重要突破在于审核主体由证监会转向证交所,^[12]但部分规定又为彻底下放审核权设置了障碍。草案第 24 条规定:“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,或者委托证券服务机构进行核查并出具意见。”该项规定究竟是证监会对证交所审核权的监督,还是由于不信任所做的审核权保留?然而不论基于前述何种目的,该规定在解释上均存在疑惑。第一,若以监督证交所审核权为目的,意味着在“必要时”证监会可以对发行人进行二次审核,但草案并未明确何为“必要时”,即证监会的监督权行使条件不明。第二,若以审核权保留为目的,证交所的审核权在获得之初便戴有“枷锁”。“现场检查”是指监管人员直接深入金融企业进行制度、业务检查和风险价值判断分析,通过核实和查清非现场监管中的问题和疑点,达到全面深入了解和判断金融企业经营和风险情况的一种实地检查方式,是金融监管的重要手段。可见,“现场检查”是对金融企业的实质审查方式,草案第 24 条引入这一术语,意味着证监会仍有权对发行人进行实质审查,这种实质审查权的保留有悖于注册制的初衷;另外,在主体范围上存在偏颇,“现场检查”的适用对象是金融企业。

2. 双轨制欠缺合理性

修订草案第 35 条规定:“公开发行债券,由国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准;发行其他证券,由国务院证券监督管理机构核准。”证券公开发行审核将实行股票发行注册制和债券发行核准制并存的双轨制。一般而言,企业发行债券的风险小于发行股票,而

[12] 修订草案第 22 条规定了“公开发行股票,由证券交易所负责审核注册文件”,第 23 条规定了“证券交易所出具同意的审核意见的,应当将审核意见及发行人的注册文件报送国务院证券监督管理机构。国务院证券监督管理机构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”。

核准制的审核要求远高于注册制,核准制的保留并不符合证券市场规律。从我国企业重股轻债的实际情况看,股票发行都采用注册制了,债券发行完全可以采用注册制。因此,应当统一证券发行审核制度,将发行注册制适用于所有证券品种。

(二)交易所发行注册审核与上市审核衔接不畅

不论是核准制或注册制,股票发行审核与上市审核是分离的,但事实是证券监管机构不审核上市,但交易所的审核分为股票发行阶段的附带可上市性审核和上市阶段的上市审核。也就是说,通过交易所上报的股票发行公司是经过了交易所的可上市性的审核,注册登记的股票发行公司具备可上市的初步审核。而完全不具备上市条件的公司也就不可能取得交易所的注册同意函,更不可能获得证监会的注册登记。修订草案在交易所具有股票发行的审核权、同时具有公司股票上市交易的审核权。两个权力行使的目标、条件、程序、冲突隔离、重点、联系区别等,缺乏清晰的规定。修订草案还要回答交易所审核出具同意审核意见并注册的股票发行,同上市之间的关系。也就是人们关心的“交易所审核同意发行的,是否就是全部可以上市的;或理解虽然交易所对注册文件审核同意股票发行,但因为不符合上市条件而不能上市,如果是这样,该公司的股票在何处交易、如何对接”。^[13]注册制让公众普遍认为公司容易注册并容易上市,上市公司数量急剧放大的原因,是没有在法律上清晰界定交易所审核同意注册文件审核标准,以及与上市交易之间的关系。事实上,在交易所的注册文件审核必须考虑可上市性审核,审核同意的,应该符合上市条件而可在交易所上市。

(三)互联网审核发行注册制度未设置

在互联网技术十分发达的今天,修改证券法应当增加互联网技术的应用和思维元素:互联网证券思维。注册文件审核、股票发行、交易、

[13] 中国证券法学研究会受全国人大专门委员会委托分别在2015年3月30日、7月21日两次召开《证券法(修订草案)》专题讨论,笔者参加讨论。最高人民法院郭锋教授、中央财大曾筱清教授、邢会强教授、北大甘培忠教授、蒋大兴教授、彭冰教授、清华大学施天涛教授、华东政法罗培新教授、浙江大学李有星教授等从不同角度提到了这个问题。

登记结算、证券监管等,都应该考虑到互联网信息技术带来的实质影响。但事实上,立法、规则和监管层面都未及时跟上,对其可能的优势和影响没有足够的应对。修改草案在证券交易环节规定了一些涉及互联网技术的规定,^[14]但在注册发行环节,条文中缺少这样的规定。就对注册文件审核而言,在证券立法上应有适应互联网技术应用的授权条款,以交易所设定网上注册文件审核平台,关键是网上选定行业专家或相对规模的专家网上评审,做出评判,以多数专家的意见确定出具审核结论。

(四) 配套反欺诈制度尚不足

修订草案对证券发行注册制下的反欺诈发行配套制度,缺乏系统性专门规定。如修订草案缺乏对股票发行注册环节禁止性行为的规定,将证券注册发行环节的信息披露要求和责任,与上市公司持续信息披露的要求、标准、处理相混同。^[15]注册发行环节的欺诈发行很难说就一定给投资者造成损失,难道欺诈发行没有造成投资者损失就认可吗?更何况这种投资者的损失也不应归类到交易损失,要同证券交易损害赔偿环节科学分开。另外,第173条将“欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为”进行分类,其给投资者造成损失的情形则不同。而第176条的证券民事赔偿诉讼制度,也仅提及“投资者提起虚假陈述、内幕交易、操纵市场等证券民事赔偿诉讼时,当事人一方人数众多的,可以依法推选代表人进行诉讼”,而没有明确证券欺诈发行问题。

[14] 例如第74条规定,通过计算机程序自动批量下达交易指令或者快速下达交易指令以及其他方式进行程序化交易的,应当向证券交易所报告。提供程序化交易服务或者进行程序化交易,扰乱证券交易秩序,给其他投资者造成损失的,证券经营机构和进行程序化交易的投资者应当依法承担赔偿责任。

[15] 修订草案第150条规定:信息披露义务人公告的证券发行文件、定期报告、临时报告及其他信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,致使投资者在证券交易中遭受损失的,信息披露义务人应当承担赔偿责任;发行人的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券经营机构及其直接责任人员,应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。发行人的控股股东、实际控制人应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。为发行人提供服务的证券服务机构及其直接责任人员应当就其负有责任的部分承担赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外。

在法律责任方面,依据第 270 条规定,^[16]发行人在招股说明书或者其他证券募集说明书中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容,给予一定数额的罚款。第 32 条规定,^[17]国务院证券监督管理机构发现注册文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的,应当撤销注册。注册撤销后,尚未发行股票的,停止发行。已经发行尚未上市的,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人。撤销注册给投资者造成损失的,发行人应当依法承担赔偿责任。第 33 条规定,^[18]注册文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏,或者发行人存在其他欺诈情形,导致注册终止或者撤销注册的,5 年内不受理发行人的公开发行股票注册申请,证券经营机构、证券服务机构有重大过错的,可以 3 个月至 3 年内不接受其出具的文件。

总体来看,欺诈注册发行的成本较低。尤其是对保荐人与发行人联手作案,骗取注册发行的成本更低。从实践情况看,发行人一般不懂证券发行注册程序和实践操作,通常是保荐人、专业人士共谋串通实施利益共享式证券欺诈注册发行。因此,如何强化对保荐人的惩罚制度,使其真正中立进行保荐最为重要。

[16] 第 270 条规定,发行人在招股说明书或者其他证券募集说明书中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容,尚未发行证券的,处以 100 万元以上 1000 万元以下的罚款;已经发行证券的,处以非法所募资金金额 2% 以上 10% 以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以 50 万元以上 500 万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人从事或者组织、指使从事前款违法行为的,依照前款的规定处罚。

[17] 第 32 条规定,股票公开发行注册生效后,国务院证券监督管理机构发现注册不符合法定条件或者法定程序的,可以撤销注册;国务院证券监督管理机构发现注册文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的,应当撤销注册。注册撤销后,尚未发行股票的,停止发行。已经发行尚未上市的,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人。撤销注册给投资者造成损失的,发行人应当依法承担赔偿责任。发行人的董事、监事和高级管理人员、控股股东、实际控制人、保荐人以及与本次发行有关的证券经营机构应当承担连带责任,但是能够证明自己没有过错的除外。证券服务机构应当就其所出具的文件承担连带责任,但是能够证明自己没有过错的除外。

[18] 第 33 条规定,注册文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏,或者发行人存在其他欺诈情形,导致注册终止或者撤销注册的,5 年内不受理发行人的公开发行股票注册申请;证券经营机构、证券服务机构有重大过错的,可以 3 个月至 3 年内不接受其出具的文件。

(五) 注册程序不完善

第一,证券交易所的审核时限未予明确。根据现行《证券法》第24条的规定,核准制下证券监督管理机构的审核期限是3个月,但修订草案除了规定证券监督管理机构10天的异议期,并未明确证交所的注册审核期限,有违证券市场的效率要求。

第二,上海证券交易所与深圳交易所的分工未予协调。根据草案设计的注册制,证监会将股票发行审核权下放至证交所,但忽视了上交所与深交所的权限分配。同一发行人能否同时向两个证交所提交发行申请,或者在申请被否决后能否向另一证交所再次申请?

第三,注册制下证交所申请公开发行股票审核未予规定。注册审核权由证监会移交至证交所,但并未考虑上交所或深交所申请公开发行股票或者上市的审核问题。同样的问题可以参考香港的制度设计,香港证券发行与上市实行双重审核制,香港交易及结算有限公司(港交所)作为审核主体,但香港证监会拥有最终决定权。在此前提下,《上市规则与指引》第38章对港交所上市进行专门规定,由证监会审核港交所的上市申请。^[19]

三、拟设股票发行注册制度的完善空间

(一) 证监会保留有限的注册权力及证券发行注册

上文论及股票发行注册制放权不彻底,就是指按照现在的规定,证监会保留着无限的权力,以至于申请发行注册公司以及交易所均对发行注册的结果无法预期。因为不知道在什么情况下认为“有必要性”而开展现场检查、实质审核注册文件。因此,原则上证监会仅仅拥有对

[19] 《上市规则与指引》第38.03(1)条规定:“在香港交易及结算有限公司申请上市方面,本交易所不得行使权力或履行职能,除非涉及的任何行动或决定,是经证监会书面表示其确信如本交易所采取或作出该项行动或决定不会产生利益冲突者,则作别论。”《上市规则与指引》第38.11条规定:“取代本交易所行事的证监会在关于香港交易及结算有限公司的事宜上,拥有本交易所就任何其他申请人或上市发行人所拥有的一切权利与义务。”

注册文件的否决权(不予注册权),而不必拥有修订草案第24条的“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,或者委托证券服务机构进行核查并出具意见”的权力。如果需要核查,完全可以责令交易所完成,证监会需要有一个对交易所的绝对信任。否则,证监会还要保留一支不大不小的现场检查队伍,而不是注册队伍。修订草案第26条应当终止注册的内容也要修改,将一些终止注册与不予注册的内容混同一起十分不科学,应直接规定“不予注册”的情形。终止注册与不予注册情况不同,终止注册是程序问题,但不要注册是注册机构的否决权行使。更何况第26条中规定的如“注册文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”的情形,本该否决注册。另外,法律还要规定证监会可以将注册权授权交易所行使的条款。

本次证券法修改不仅仅考虑股票发行注册制度,而应当将债券等证券的发行明确为注册制,需要在交易所上市的债券,由交易所出具审核同意函,报主管机构注册。不需要在交易所上市的,其债券发行注册程序等另行规定。在证券法中应将这一制度确定下来。

(二) 实现发行审与上市审的分离

证券发行与上市审核分离的必要性在于两者代表的利益价值、监管诉求不同。证券发行是发行人与投资者在“资金换证券”过程中进行的价值博弈,发行审核旨在解决交易主体信息不对称产生的博弈失衡问题,侧重于审查信息披露的格式、内容及程度,从而体现“形式重于实质”的审核特点;证券上市是投资者与投资者之间在“证券流通”过程中进行的交易价格博弈,上市审核的本质是保障证券未来交易价值与交易效率,监管者须对证券本身是否具备交易价值及能否给证券市场带来增值效应的价值判断,因此侧重审查发行人的资质、财务数据、发行规模和盈利前景等要素,从而体现“实质重于形式”的审核特点。^[20]

现行核准制下,证券发行与上市审核主体分离、实质联动。根据《证券法》第10条、48条,证监会负责发行审核,证交所负责上市审核,

[20] 参见郑或:“论证券发行监管的改革路径——兼论‘注册制’的争论、困境及制度设计”,载《证券法苑》2011年第5卷。

在立法层面实现了证券发行与上市审核的分离。但目前由证券交易所对证券上市申请的审核还只是一种依从于证监会“发行审核”的衍生程序,除了证监会主动叫停已“过会”的发行外,市场上并未出现发行人因为未通过交易所的审核而未能上市的案例,相反,只要获得证监会的发行批文,发行人就相当于获得了上市之路的“保险”。^[21] 证券发行与上市审核混同具有违反法律规定的“违法性”,并导致证券市场“打新股”严重。

注册制下,证券发行与上市审核的关系有待厘清。建议修订草案明确证交所两种审核权的行使条件,或者可以选择不同的时间标准,如要求公开发行的证券的发行人经过6个月或1年的市场检验期再申请上市。也许许多包装作假的企业就无法达到上市的标准,这样操作可以解决企业融资发行市场与上市交易市场的分离。^[22] 另外,在有交易所竞争的情况下,不同交易所之间的审核标准,拟发行股票的公司交易所之间的选择权利、在不同交易所申请的发行上市的对接通道、限制制度均应有所规定。

当然从实际情况看,按照修订草案第19条“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”。意思很明显,交易所对注册文件审核同意的,注册后应该是在该交易所发行,并审核上市交易,也就是原则上就是对发行注册文件审核同意多少,将会有多少公司上市交易(除非被撤销注册发行)。这其实就是先审核上市基本条件,再决定发行注册是否审核同意。如果这种观点成立,那么发行人发行注册文件的审核包含着预上市审核,即对提交注册文件的发行人股票发行后可上市性的审核,只有可上市性的公司才有可能得到交易所注册文件的审核同意函。因此,建议在《修订草案》第22条第2款“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

[21] 同注20。

[22] 参见金幼芳、李有星:“论证券发行注册制的理想与现实”,载《证券法苑》2014年第11卷。

见”,修改为“证券交易所应当对注册文件的齐备性、一致性、可理解性以及发行公司的可上市性进行审核,并出具审核意见”。

(三)完善注册程序和互联网注册技术制度

我们目前谈注册制,有人说学香港、新加坡,但众所周知,这些地方没有大陆情况复杂,法治程度不同,就是交易所的结构也不同。如香港就一个证券交易所,大陆至少有两个,注册制下交易所的职权扩大了,特别是注册文件审核同意函出具后,负责注册的证监会就10天的注册期限,原则上完成注册与不予注册的流程都很紧张,原则上也就是不否定即注册生效。两个交易所的情况下,就交易所的注册文件受理分工、协调;两个交易所实行公司制后发行注册上市的问题、交易所对注册文件的审核程序、审核时间期限等都是大众关心的重大问题,应该在证券法中有明确规定。

另外,证券法中要规定利用互联网开展注册文件审核的专家评判制度,随机在数据库中遴选15名以上专家,对交易所初步审核的结论进行评判,最后结合专家意见,确定是否出具审核同意函。强化交易所注册文件审核的网络操作公开性和网络监督制度。

(四)厘清保荐人与承销商的关系

我国证券发行采用保荐机构为“单一主承销商”或是“联合主承销商”的模式,但实践中联合承销商模式很少采用,主承销商就是承销商,即保荐人担任承销商。实践中保荐人制度的运行完全脱离制度预期,信用担保功能难以发挥,主要体现在以下方面:第一,保荐人与承销商身份混同,互相监督审查功能流于形式;第二,保荐人与承销商串通共谋,操纵发行价格,损害投资者利益;第三,保荐人制度具有很强的私人性,客观上促成了普遍存在的保荐人重“发行与上市保荐”,轻“持续督导”的现象;第四,保荐人、保荐代表人与发行人形成“利益墙”,影响保荐人的独立性;^[23]第五,受到核准制下证券监管部门实质审查权的限制,发行人最终能否顺利上市并不取决于保荐人对其所进行的推荐,

[23] 参见蒋大兴、沈晖:“从私人选择走向公共选择——摧毁‘保荐合谋’的利益墙”,载《证券法苑》2011年第5卷。

保荐制度的功能没有发挥出来。^[24]

证券保荐是为了保证所发行证券的品质,证券承销主要是为了取得最佳的发行效果。^[25] 证券发行实行注册制,保荐人制度应当从以下角度予以改进和配合:

一是协调保荐人与承销商的关系。(1)保荐人与承销商主体分离。保荐人与承销商以单一身份履行职责,证券公司在同一公司 IPO 中要么担任保荐人,要么担任承销商,两者只能充当其一,履行发行环节不同职能。^[26] (2)保荐人与承销商功能分离。注册制的审核侧重于信息披露的真实和准确性,因此,保荐人最重要的职责是完成尽职调查、协助信息披露,确保发行人信息披露完整、真实、有效。^[27] 而承销商负责证券销售工作。

二是完善保荐责任机制。(1)取消保荐代表人个人责任。现行保荐制度“双保制”下,保荐代表人承担与保荐机构相同甚至更大的责任,这与保荐代表人的功能并不匹配。注册制下应当还原保荐代表人的独立性、客观性,回归机构责任。(2)建立保荐人民事赔偿责任。修订草案对保荐人与发行人或中介机构故意串通的欺诈行为仍保留罚款、暂停或取消资格等行政处罚和刑事处罚,实践证明,对证券公司的处罚力度难以达到威慑作用,还应建立民事赔偿责任。不仅能加强防范保荐人欺诈,还能相应赔偿投资者损失利益。^[28]

(五) 确立注册制配套的反欺诈制度

在确立注册制的思维下,要设立欺诈注册发行的约束制度,也就是反欺诈注册发行制度。反欺诈发行制度包括正向激励制度、发行者与投资者权利义务对等制度、欺诈的发现监督制度、欺诈的惩罚制度、民

[24] 参见北京大学课题组:“证券发行法律制度完善研究”,载《证券法苑》2014年第10卷。

[25] 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第180页。

[26] 参见李有星:“股票首发中承销商与保荐人分离的制度探讨”,载《证券法苑》2011年第5卷。

[27] 参见苏盼:“注册制背景下的保荐人制度改革——香港对大陆的启示”,载《证券法苑》2013年第9卷。

[28] 参见白玉琴:“中美证券发行审核制度的比较及启示”,载《河南大学学报》2008年第4期。

事赔偿的便捷救济制度等。在证券立法中要始终贯彻欺诈注册发行的约束考虑。为此,提几个方面建议:(1)宣示反欺诈注册发行,禁止发行人、保荐人和服务中介的欺诈注册发行行为。(2)统一欺诈发行的用语,将隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容的发行欺诈行为,与交易环节上市公司常见的虚假陈述、内幕交易、操纵市场等术语区别使用,涉及第32条、33条、150条、173条、176条、270条、271条术语、逻辑关系和适用情形,避免混乱。(3)强化证券发行环节的信息披露及责任承担。注册制下发行环节的信息披露要加强,其责任内容与上市公司持续信息披露责任应当区别,因此,第150条的规定,应当分拆,明确欺诈注册发行时的责任主体和责任。(4)设置鼓励反欺诈证券注册发行制度,包括重要举报奖励制度。(5)加大发行人和保荐人的行政处罚力度。《修订草案》的第32条、33条、173条、176条不足以阻止欺诈注册发行的成本和威慑性。例如,欺诈发行退回给认购者本金和同期银行存款利息的规定,对投资者不公平,起码也要同期银行的委托理财收益。(6)设置便利、通畅的证券发行认购投资者的无限制集体诉讼制度,有利于约束发行人欺诈注册发行。这个诉讼制度可以同证券交易环节产生的内幕交易、虚假陈述、操作证券等情形的诉讼制度分离。总之,围绕注册发行端可能发生的欺诈注册发行情形,与交易环节制度有所分离,完善建立反证券欺诈注册发行的制度,使注册制实施有法律保障。