

全面实行注册制是我国资本市场发展的里程碑

叶林* 钱程**

摘要：全面实行注册制是在吸收多年改革经验、考量我国现实国情、借鉴域外先进做法基础上的重要举措，对我国资本市场发展具有重大意义。在法律层面上，注册制改革契合了公开融资的私权本质，建立了有效的市场监管格局，完善了以信息披露为主的投资者保护体系，对发行人、监管机构和投资人均产生显著影响。尽管其中还存在一些尚未明确的问题和挑战，但注册制改革必将引导证券法制持续发展、推动资本市场稳步提升。

关键词：全面注册制 私权属性 监管格局 信息披露 投资者保护

一、引言

2023年2月17日，中国证券监督管理委员会（简称证监会）发布并施行全面实行股票发行注册制的相关规则，这一里程碑事件标志着我国证券市场全面注册制的真正落地。在我国，注册制从提出到正式实行经历了一个较为漫长的过程：2013年，中共十八届三中全会即明确提出要实行股份发行注册制；多年以来，我国不断加深对资本市场的认识，深化资本市场改革，积累改革经验，并于2019年率先在上海证券交易所科创板实行注册制试点，2020年继续在深圳证券交易所创业板试点。可以说，注册制是在吸收了多年发展经验、充分考量我国具体国情的基础上推出的，有效回应了资本市场的现实需求，大力推动了资本市场的发展，促进“金融—实体”循环，是资本市场建设的一大突破，具有里程碑式的意义。从正式实施的规则来看，本次注册制改

* 中国人民大学法学院教授，博士生导师。

** 中国人民大学民商事法律科学研究中心研究人员、博士研究生。

改革对发行人、监管机构、投资者、市场中介及其他主体都有重大影响,在股票发行制度环境、监管权力分配与监管内容方面产生明显变化,对未来资本市场的运行具有显著意义。本文从发行人、监管机构和投资者三个角度出发,讨论本次注册制改革的意义和影响。

二、契合公开融资的私权本质

注册制改革中,发行人是首要受益者。相较于核准制,注册制所带来最为直观的感受莫过于便利证券发行活动,为发行人提供更为通畅的直接融资渠道,提高发行人融资效率。在上市条件方面,注册制改革前,发行人在主板上市通常需要同时满足“净利润+现金流/收入”的财务标准;而改革后,企业不再需要满足单一的财务标准,而是可以在多种财务标准之间进行选择,增加了市场包容性,扩大了企业的选择空间。这一举措直接提高了企业符合上市标准的可能,促进企业上市融资。科创板和创业板此前的试点结果已表明这一结论:2022年,在A股IPO的428家企业中,创业板与科创板的IPO企业数量总占比超过六成,分别达150家和124家;虽然较2021年上市企业家数同比减少,但募资规模较2021年同比增长约8%,IPO企业融资能力明显提升。

注册制改革对于发行人而言并不仅限于经济上的意义,其更有深厚的法理内涵。公司具有融资的权利,该项权利是天然享有、自主行使的,不应受到不当干涉。《公司法》确认了这一权利,只要法定公司机关作出合法有效的决议,公司便有权行使融资权利。公司通过公开发行股票融资本质上也是融资权的体现,但在原先审批制、核准制的背景下,融资权的应有内涵被淹没在繁复的行政审批和核准之下,以至于理论上更侧重于关注行政端,将行政机关的审批及核准行为定性为行政许可,上市融资则是在获得许可以后才被解禁的行为。但我国资本市场数十年的发展经验表明,这种行政本位的理解已不适合于经济发展的客观需求,市场自治、由市场主导资源配置才是应然的发展方向。注册制的核心即在于改变行政本位的观念,回归市场本位的逻辑。

在这一理念的影响之下,审核注册的行政许可色彩逐渐淡化,证监会在发行环节与发行人的直接法律关系极大减缩,而审核权更多地由交易所这一自律监管机构所行使。另外,注册制改革也在权利行使方面更好地保障融资权复归私权本质。改革前,证监会的部分文件增加了新股发行定价的程序要求,实际上限制了发行人的

定价范围。^① 改革后,沪深交易所发布《首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》,允许发行人以直接定价或询价定价的方式确定新股发行价格,前者存在定价上限而后者不设限制,这一模式将引导新股定价主要通过市场化询价方式决定。发行人在这一过程中需要充分考虑各类专业投资者、普通投资者的意见,机构投资者也得以充分发挥其专业投研定价能力,确定合理的新股发行价格。总体来说,注册制赋予发行人在新股定价方面更大的自由,也更符合市场定价规律。新股发行的期限也呈现出类似情况。《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》《上海证券交易所股票发行上市审核规则》等对股票发行上市的各项环节和时限作出了清晰的规定,这有助于发行人进行资金安排,提高企业的经营效率,实现金融对实体产业的有效推动。相较于改革前,注册制下的审核注册环节时限缩短,发行速度大幅提高,进一步满足企业快速融资的商业需求。以上举措均是在保障发行人行使其融资权,减弱行政权力对发行活动的干预,避免行政机关对这一过程的过度介入。

当然,公开融资权利的私权本质并不意味着其行使不存在边界,若认为该权利行使时不应受任何限制,这也是一种偏颇的理解,英国历史上的“南海泡沫”事件正是最好的例证。英国曾经一度迷信公开融资的私权属性,对股票公开发行不加任何干预,投资者则在公司路演的推销下变得狂热,最终酿成史上经济损失最为惨重的事件之一。其后,英国推出《泡沫法案》,要求获得政府许可后方能发行证券,治理公司乱象的同时却也阻碍了证券市场的发展。最终,英国在反复摇摆后寻找到了平衡点,形成了目前以信息披露为核心的公开发行制度。^② 域外经验表明,公开融资的私权属性需要尊重,但其也应当以保护投资者为边界。一国证券发行制度需要在发行人和投资者这对市场两极之间寻求平衡,而注册制改革正是我国经过多年探索所得到的答案。

重拾公开融资的私权本质有利于提高企业直接融资的便利度,也有助于清理中国证券市场多年的乱象。企业上市意味着获得公开发行股票的资格,上市企业可以通过直接融资的方式募集资金;非上市企业大多需要通过间接方式取得融资,例如银行贷款,但间接融资难度较大。核准制背景下,上市资源紧缺,大量企业存在融资需求,由此便催生出了“壳”业务,即使上市公司的经营状况再惨淡,股东也可以通过出

^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》,载《法律适用》2015年第8期,第13页。

^② 参见林海:《公开发行是否为公司的自然权利?——以英美证券发展史为例》,载《清华金融评论》2015年第6期。

售“壳”资源实现套利,加之不完善的退市机制,这对上市公司的经营实际上具有一定的负向激励作用。除此之外,围绕着“壳”资源,市场上还存在着诸多内幕交易、权力寻租等现象。而注册制改革降低了企业的上市门槛,更多企业能够获得公开发行股票资格,“壳”资源价值逐渐趋向于零,此前围绕着“壳”资源交易而引发的乱象得以消弭。对于整个股票市场而言,更多的上市公司也能够形成更有效的市场竞争,从而更好地发挥市场的价格发现功能,使得股票市场回归价值投资,而非投机套利。

本次注册制改革在多方面尊重融资权的私权本质,这一逻辑又反过来要求注册制改革回答一些制度规则并未提及的问题。例如,证监会、交易所出台的文件中均未提及法定时限之内交易所和证监会未完成审核注册的后果。基于尊重保障私权的立场,超时未办结者应当视为允许注册发行,防止损害企业的合理预期。再如,现行规则也并未明确全面暂停新股发行的程序与条件。我国资本市场的发展历史中曾多次采用全面暂停IPO的举措,以此遏制证券市场的剧烈波动。但暂停期间短则数月,长则一年,这对于发行人的利益安排无疑是巨大打击,也影响到整个证券市场的稳定预期。且这一手段的合法性与合理性存在较大争议,不少观点认为这一强力救市手段属于非市场化,违背了注册制精神。现行规则并未明示证监会是否仍有权全面暂停IPO,我国若欲保障市场合理预期、彰显注册制精神,未来应当就证监会是否有权、如何行权等问题作出回应。

三、建立有效的市场监管格局

基于投资者保护的重要性、证券发行活动的特殊性和证券市场的高风险性,公开发行股票也要受到有效监管。然而,何为有效监管、如何建立相应的市场监管格局,注册制与核准制所给出的答案并不相同。

(一) 形式审查与实质审查的平衡

注册制与核准制的主要差异在于何人对股票作出“投资价值判断”:核准制下的有效监管趋向于实质审查,由政府首先根据其制定的发行条件筛选淘汰部分拟上市企业,从而事先代替投资者进行价值判断;而注册制则侧重于形式审查,政府及自律组织督促发行人进行完善的信息披露,为投资者提供全面的投资决策基础,最终由投资者自行价值判断。但注册制与核准制的差异不等于形式审查与实质审查的区别,毋宁是形式审查与实质审查平衡点的不同。实行注册制并不等于抛弃实质审查,而

是在形式审查与实质审查之间寻求新的平衡。有观点曾经呼吁我国证券市场借鉴美国等具有成熟资本市场法域的经验,在发审环节中只审查申请材料是否符合法定形式和格式,不对内容的真实性等方面作出评价,而由市场对其进行具体评价。这种观点存在诸多不合理之处。

第一,单纯的形式审查和信息披露不足以应对现代金融世界的复杂性。形式审查的理论基础主要为“有效市场假设”,有关公司经营、治理等表现的信息会在市场上畅通无阻地传递,并进而在股价上有所体现。但信息传递具有滞后性,投资者在获悉相关信息并作出判断时,损害结果可能已经发生,事后救济手段有时难以有效填补投资者所遭受的损害。此外,市场上充斥着各类信息,过多的信息使得注意力成为稀缺资源。2008年金融危机的经验表明,即使专业投资者都可能损失惨重,普通投资者更加难以通过信息披露而获得足够保护,“市场有效假说”的前提即存在缺陷。

第二,由专业人员实施一定的事前监管具有效率,同时也契合投资者保护的证券法价值。如前所述,由市场消化大量信息需要时间,其结果也并不一定理想;而由专业且富有经验的监管人员进行实质审查,可以将部分风险暴露在事前环节,缓解市场上的风险堆积。美国等具有较为成熟资本市场的法域基本上都采纳了形式审查与实质审查相结合的方式,其在发行申报环节的问询列表甚至会远远长于我国。^①

第三,基于我国国情,证券发行仍然需要形式审查与实质审查相结合。从市场方面看,我国投资者仍以散户为主,长期奉行的父爱主义监管使得投资者尚未建立起足够的市场判断能力,贸然改变监管方式可能会引起强烈的市场震荡。从社会环境看,我国目前社会整体信用不足,发行人及其控股股东、实控人等主体欺诈、损害中小股东利益的现象仍然时有发生,我国仍然需要政府介入以制衡发行人与投资者的地位差距。从监管权力看,“政府监管向来是证券市场运行的主导力量”^②,直接取消其审核权必然要付出巨大的变革成本,同时也会对我国金融监管体制造成强烈冲击。

那么,注册制改革究竟如何调整形式审查与实质审查的平衡?首先,相较于核准制,注册制无疑提高了形式审查的比例,部分审核事项转变为披露要求,发行人需要在申请发行时提供大量的信息披露资料。《首次公开发行股票注册管理办法》(简称“《首发办法》”)以专章形式对信息披露进行规定,沪深交易所各自的《股票发行上市

^① 沈朝晖:《流行的误解:“注册制”与“核准制”辨析》,载《证券市场导刊》2011年第9期,第16—17页。

^② 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》,载《法律适用》2015年第8期,第15页。

审核规则》(简称“《上市审核规则》”)更是具体展开对信息披露的要求及审核工作,突显了信息披露的重要地位。其次,证监会的职能由此前的无所不包、无所不审,到目前以监督管理、合规保障为核心,实质审查的范围大大缩水。由此可以看出,我国自资本市场发展以来形成的“强政府弱市场”观念正在逐步扭转,实质审查地位降低的同时形式审查的重要性提高。当然,我国注册制改革并没有发展得如同美国模式。美国证券交易委员会(SEC)在证券市场中主要承担行政权和准司法权的职能,而我国证监会或多或少仍然保留了干预证券发行活动的权力,这也是基于我国国情所作出的考量。需要指出,证监会的权力虽然缩水,但并不意味着原本由证监会审核的事项都转变为信息披露事项。是否具备持续经营能力、是否具有商业发展前景等问题依然需要通过交易所审核问询的方式进行实质审查。总体来说,本次注册制改革仍然保留了大量实质审查的内容,但相比于核准制,注册制的发行上市条件已经有了大幅放松,监管方式也变得更加灵活。因此,正如证监会主席易会满所指出,本次注册制改革“坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征三个原则,突出把选择权交给市场”^①,形成了符合逻辑、符合潮流、符合现实的良好制度。

(二) 政府监管与自律监管的分工

注册制改革中,证监会与交易所的职能分工发生显著变化。《首发办法》第四条将证监会的职能定位于“对发行上市审核注册工作的统筹指导监督管理”,并在同办法第 51 条至 54 条明确证监会的指导和监督事项。在股票发行过程中,证监会行使权力的相对人主要为交易所,其一般只在注册和涉及“两符合”“四重大”等事项的场合才与发行人产生直接的法律关系。而原本由证监会行使的审核权则赋予交易所,由其负责股票发行条件和企业上市条件的具体审核工作。注册制改革后,我国股票发行的监管格局可以概括为:发行审核权由证监会与交易所共享,其中交易所负责微观审核,证监会负责宏观判断,同时交易所受到证监会的全程监管。

之所以采取这一监管格局,其原因是多方面的。第一,发行条件和上市条件中包含着诸多需要商业性判断的标准,例如“具有持续经营能力”,这些标准在不同行业不同市场往往具有差异化的要求,由更为贴近市场的交易所进行审核通常更有效率;而证监会作为行政机关,行使的是代表公共利益的国家公权力,将审核范围限于涉及公

^① 《易会满主席在 2022 金融街论坛年会上的主题演讲》,载中国证监会网站: <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c106311/c6609543/content.shtml>。

共利益、国家战略的宏观问题更加贴近其定位,这也符合宏观监管和微观规制相结合的现代金融监管理念。第二,尽管我国在注册制改革前,证监会始终都参与发行条件的实质审查,但这种做法不仅缺乏效率,并且存在权力寻租的风险。按照2019年《证券法》修订前的规定,股票发行条件和上市条件分别由证监会和交易所审核,但由于发行申请同时包含上市安排,因而证监会往往会审核两项条件,交易所其后再审核是否符合交易条件无异于重复累赘,降低效率。同时,证监会实质上享有发行和上市的最终审核权和监督权,缺少其他力量对证监会的行为加以监督,这就导致其间巨大的权力寻租空间、权力交易现象无法得到有效约束。改革后,证监会逐渐退居幕后监管角色,与交易所之间形成良好的权力监督关系,更能保障证券市场的有序运行。

证券发行监管格局的改变于我国而言属于创新之举,但其中也有可能包含诸多未曾虑及的问题。例如,交易所在我国证券市场的定位始终并不清晰。在提供交易场所和设施的层面上,多个交易所之间相互竞争,由此形成可供选择的服务市场,其与拟上市公司的关系更接近于平等主体。《证券法》第99条则规定交易所承担自律管理职能,兼具公益与私益的性质。在其与行政机关的关系方面,核准制下,交易所的上市审核权通常由证监会行使,交易所被动地接受证监会指示^①,实质上更类似于证监会的下属机构;而在注册制下,证监会审核权下放至交易所,证监会承担监督管理职能,这一结构使得交易所类似于“法律法规授权的组织”或准行政机关,代行属于行政机关的公共权力。若交易所的自律管理行为或其制定的规则受到挑战,以上纷繁的性质可能引发诉讼选择的问题。目前法院倾向于以民事诉讼为案由进行审理,并体现出“司法有限介入”“善意监管免责”等理念^②;但在注册制实施后,司法态度是否转向,仍是需要进一步考察的问题。

四、完善信息披露为主的投资者保护体系

(一) 投资者保护理念的嬗变

投资者保护一直是《证券法》重要的立法原则和制度基点,但不同制度下投资者保护理念的体现也有所不同。核准制下,我国政府秉持着父爱主义的监管哲学,以严

^① 蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,载《法学评论》2014年第2期,第51页。

^② 张红:《证券交易所自律管理行为的司法审查标准——评叶伟钢诉新加坡证券交易所案》,载《财经法学》2020年第2期,第28页。

格的审核代替投资者作出价值判断,投资者只需要在经过筛选的“优质证券”中作出投资决策即可。然而,投资者毕竟不是毫无判断能力的主体,市场最清楚何种证券值得投资、如何投资,因而注册制将选择权交给市场,政府不再直接代替投资者作出价值判断。政府退出价值判断并不意味着外部监管力量的缺位。注册制下,投资者保护体系的重心转移到信息披露,政府、交易所、中介机构等主体对信息披露的真实、准确、完整进行监督,为投资者决策提供信息基础。投资者根据披露的信息作出投资决策后,其需要负担相应的投资风险,不得再简单地要求发行人乃至政府承担责任。这一投资者保护逻辑的嬗变可以概括为:从政府代管投资者利益转变为投资者风险自负。我国自2019年《证券法》修订以来就始终强调投资者风险自负,打破刚性兑付、建立投资者适当性制度也充分地反映了这一点,因为风险自负是资本市场运行的基本逻辑,是商业交易展开的必要前提。由此,建立健全信息披露体系,符合投资者保护的逻辑,也是开展投资者保护工作的起点。

(二) 信息披露对投资者保护功能的实现

《证券法》已经在信息披露体系上着墨甚多,通过专章形式规定了发行人及其他法定主体的信息披露义务和责任,体现了信息披露在证券法上的重要地位。注册制改革则在承继《证券法》规定的前提下,从多个主体、不同层面强化信息披露体系,进一步落实信息披露中的权力、义务和责任。

第一,发行人及其他法定主体需要履行严格、全面的信息披露义务。自1999年《证券法》实行以来,信息披露义务人始终有义务真实、准确、完整地披露信息。但法律层面缺少对信息披露范围的规定,实践中则是逐渐摸索、逐步扩大信息披露的范围,到目前形成了相对明确的披露标准。2019年《证券法》修订,包括本次注册制改革都明确反映了该核心标准,即向投资者提供价值判断和投资决策所必需的信息。并且,由于证监会及交易所制定的规则不可能列举每个行业、每种情形的重要信息,发行人的信息披露范围不限于规则明确列举的事项,而应按照上述标准履行披露义务。《首发办法》第39条和第40条即规定:发行人应当以投资者需求为导向,基于板块定位,结合所属行业及发展趋势,充分披露业务模式、公司治理、发展战略、经营政策、会计政策、财务状况分析等相关信息,精准清晰充分地披露可能对公司经营业绩、核心竞争力、业务稳定性以及未来发展产生重大不利影响的各种风险因素。当然,这种广泛的信息披露范围也会不可避免地带来信息量的爆炸,真正关键的信息可能被隐藏于海量文本中,导致投资者遗漏重点,因而发行人在真实、准确、完整地披露

信息以外,还有义务以简明清晰、通俗易懂的语言表述。在发行人以外,《首发办法》第36条更是要求发行人的控股股东、实际控制人以及董监高承担信息披露责任,保证招股说明书记载的信息真实、准确、完整。以上主体通常被视为公司内部人员,或对公司经营管理情况知悉,要求其勤勉尽责、对发行人信息披露站好第一班岗,具有合理性。

第二,中介机构应当充分履行信息核查要求。中介机构大多由发行人委托,但其在证券市场上的特殊地位决定了其不能只服务于委托人利益,更需要维护广大投资者利益。注册制改革后,审核权呈现多元化态势,中介机构实际上也承担部分审核职能,这就要求中介机构在自律监督方面占据更关键的地位,充分发挥证券市场“看门人”的功能,审慎核查发行人的申请文件和信息披露资料,并对其出具文件的真实性、准确性和完整性负责。中介机构勤勉尽责,既是在善尽自身职责,也是在维护委托人利益,更是在保障投资者利益。我们可以看到,自2019年《证券法》修订以来,我国不断强化中介机构的责任,要求中介机构切实履行其信息核查义务。证监会处罚中介机构的情况逐渐增加,投资者起诉中介机构未能勤勉尽责的案例也屡见不鲜。因此,人们也产生了诸多疑问,特别是专门的证券服务机构(如律师、会计师)勤勉尽责、信息核查的边界何在。必须承认,这些问题的产生标志着我国资本市场建设发展到了一个新阶段;但我国理论和实务界在这些问题上尚未能够取得共识,这也关系到中介行业能否良好发展和有效运行。因而,在强调中介机构信息核查义务的同时,法律也应当明确中介机构义务的边界,避免中介机构承担过于严苛的责任。

第三,审核机构以投资者需求为导向行使信息披露的审核权和裁量权。根据《首发办法》和《上市审核规则》的规定,发行人是否履行信息披露要求由交易所审核,交易所所有权要求发行人补充信息披露,甚至可以作出终止发行上市的决定。该权力原本由证监会行使,具有公权属性,承载着保护投资者利益和维护证券市场秩序的公共价值。即便该权力下沉至交易所层面,也不改变其公益属性,这实际上要求交易所以投资者需求为导向行使权力。这一论断具有两个层次:其一,交易所应站在投资者的立场上,要求发行人提供信息披露资料、解释合理性。发行人需要以各种信息“说服”交易所自己具备发行上市的资格,这是交易所审核的逻辑所在。其二,也正是基于投资者立场,发行人所提供的信息披露资料并非越多越好,而是贵在真实、准确及完整。部分事项,如是否建立良好的公司治理模式和组织架构,往往不是投资者关注的重心,其对于投资决策影响较小,交易所只需要审核其是否符合形式、是否前后矛

盾;而持续经营能力、商业前景等事项则是投资者更为关心的领域,交易所即需要重点关注,对其进行实质审查,并辅以行业人士进行判断。

第四,执法和司法机关行使权力以信息披露为核心。信息披露体系要想行之有效,除了明确的规则指引和披露标准外,还需要健全的责任体系予以保障。注册制改革放松了发行前的审核条件,而将监管方式转变为事中事后的调查、执法和司法,这与《证券法》所规定的民事责任加行政责任体系相适应。另外,执法机关和司法机关在追究责任时也主要依赖于信息披露。信息披露瑕疵是发行人、上市公司违法违规行为的高发原因。目前证券市场上主要的行政处罚和民事诉讼都源于信息披露的瑕疵,包括应披露而未披露、披露内容造假等。因而,注册制改革在构建更完善全面的信息披露体系之时,也促进了信息披露规则与内幕交易、操纵市场等具体违法行为和相应责任之间的衔接,帮助执法机关和司法机关更好地发现、认定证券违法行为,消除证券市场上的违规乱象。

五、余 论

总的来看,本次注册制改革是成功的:对于发行人而言,注册制改革明确了发行人公开融资的私权属性,赋予股票发行更强的灵活性和自由度,顺应市场客观需求;对于监管机构而言,注册制改革使得监管格局更为高效合理,充分发挥交易所等自律组织的功能,也消除了核准制时期存在的诸多非市场化因素;对于投资者而言,注册制改革摒弃了父爱主义的投资者保护理念,积极推动投资者风险自负的保护逻辑,完善了以信息披露为主的投资者保护体系。但在改革之余,我们需要清醒地认识到,注册制改革只是资本市场发展的一个阶段,注册制也仍是一个存在发展空间的未竟命题。资本市场发展不可能毕其功于一役,我们应当继续观察,在实行全面注册制之后,资本市场又会抛出哪些需要解决的新问题,要以不断改革的姿态推进社会主义市场经济的建设。