

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

郑 彧*

摘要:虽然长期以来以“注册制”替代“核准制”的发行监管制度改革呼声一直存在,但理论界与监管层对我国证券发行制度改革中的“注册制”的理解并不一致,而且在对“注册制”的研究过程中,无论是理论界与实务界都缺少对“注册制”本身所应有的具体内容的研究。对此,本文从我国学界与监管层对“注册制”的不同主张出发,通过对现有证券发行监管制度的体制分析,在“发行监管”与“上市监管”监管分离的基础上对如何推动以“注册制”为方向的发行监管制度改革进行具体的监管内容研究与监管制度设计。

关键词:发行监管 上市监管 注册制 制度设计

我国《证券法》第 10 条以“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

* 华东政法大学国际金融法律学院,法学博士。

券”的形式规定了证券发行监管的“核准制”。《证券法》规定的“核准制”虽在名义上改变了原先由政府分配上市名额的“额度制”和“审批制”的监管方式,但在监管实践中,“核准制”下的发行人不仅要向证券主管机关递交符合证券发行的实质性条件的材料,证券主管机关还有权依据《公司法》、《证券法》及其他法律法规、行政规章对发行人的申请材料及内容进行实质性审查,发行人只有取得证券监管机关审查通过后才可发行证券。^①在这种“形式核准、实质审查”下,“核准制”解决不了企业最终能否公开发行股票由证券监管部门而不是由市场说了算的局面,其制度设计的理论基础只是基于“政府比市场更有经验判断企业好坏”的命题上。因此所谓的核准制只是监管者眼中的“核准制”,却是市场参与者眼中实实在在的“审批制”。针对“核准制”下政府对证券发行从事实质管控的弊端,以“注册制”为改革目标的讨论从来都是学者与监管层所热衷讨论的议题,但围绕着“注册制”改革却存在看似殊途同归却大相径庭的不同观点。

一、背景:学界与管理层的不同声音

(一) 学界的主张

第一,既然 2005 年修订的《证券法》已经将“证券上市”从原来的“股份有限公司申请其股票上市交易,必须报经国务院证券监督管理机构核准”修改为“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”,因此从法源上讲,发行审核与上市审核在法律层面已分属截然不同的监管阶段。但目前由证券交易所行使对证券上市申请的审核还只是一种依从于证券监督管理机构“发行审核”的衍生程序,除了证监会主动叫停已“过会”

^① 参见张全超:“对我国股票发行向注册制过渡的思考”,载《金融经济》2008 年第 22 期。

的发行外,^②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通向上市之路的“保险”。而真正意义上的“注册制”必须体现为发行注册与上市审核的截然分离,发行注册只是上市审核的必要而非充分条件。发行人注册后的上市与否、上市地选择、上市时间都应由发行人及市场所决定,证券监管机关不能越俎代庖地代替市场主体进行决定。^③ 据此,学界普遍认为现行以“核准”为特征的发行监管方式存在监管实践违反法律规定的“违法性”问题,必须通过以形式审查为特征的发行监管“注册制”予以纠正。

第二,投资什么样的企业、选择什么样的交易对象从根本上说应属于私人主体的自主选择范畴,政府要做的只是通过注册的方式尽可能地保证发行人将其掌握的信息向公众公开,以便投资者能够根据对公开信息的判断作出自主的投资决定。因此我国学者所主张的“注册制”的基本内容是:发行人在申请发行证券时,只要依法将须公开的信息依照法定形式完整、准确地向证券监管机构申报,证券监管机构只对申报文件进行形式合规审查,而将实质审查留待市场检验。这样,以强调信息披露的准确性与明确相关方责任为特征的“注册制”比强调政府对发行人资质进行审核的“核准制”更能厘清证券监管机构与市场之间的关系,更加有利于证券发行市场化定价机制的建立,有助于证券服务中介机构职责的发挥,有益多层次市场体系的建立和提高证券发行与交易的效率,也更加有利于投资者利益的制度保护。

第三,注册制只是针对披露文件在证券监管机关的注册,而证券上

^② 如2002年中国证监会因吉林通海高科技股份有限公司(通海高科)涉嫌欺诈上市而叫停已过会的通海高科的公开发行,通海高科由此成为中国证券市场有史以来第一家也是截至目前唯一一家已过会却没能上市的企业(但后来为维护“公众股股东”利益,通海高科的资产在地方政府的主导下与另一地方所属企业换股并作为历史问题遗留股后成功登陆深圳证券交易所)。

^③ 现行的体制是所有经过中国证监会审核通过的证券发行都必须在证券交易所上市挂牌交易。而且在上市地选择上,中国证监会依据其对上海证券交易所与深圳证券交易所的分工思路要求:对外发行股数在1亿股以上的“大盘股”在上海证券交易所上市;发行股数在1亿股以下的“中小盘股”(金融类公司除外)在深圳证券交易所中小板上市(深圳证券交易所主板已连续10年未接纳新公司上市)。

市本身仍应由证券交易所依据法定或上市规则进行批准,应尽可能避免证券监管机关替代证券交易所进行上市批准的现象。如果证券交易所无权自主决定证券发行人的上市申请,这实际上剥夺了证券交易所原本作为市场组织者的固有权利与应有之义。合理的发行与上市监管体制必须改变证券交易所在现行监管体制下“默默无闻”的局面,必须赋予证券交易所更多的自律监管权利,充分利用证券交易所的地位,由证券交易所在其职能范围内承担起一线监管的职责。^④

(二) 监管者的态度

虽然我国证券监管机关认为我国发行监管体制改革已经呈现出“总体布局,为推进核准制向注册制演进打基础”^⑤的特征,甚至也曾作出“随着证券市场的不断发展和市场供求关系的基本平衡,发行制度最终将从现行的核准制转变为注册制”^⑥的表态,但事实上,从目前可见的具体监管政策和监管层公开表态而言,政府对发行监管制度改革的思路仍局限于新股发行价格制度的改革,其只意在试图解决中小投资者怨声载道已久的“新股不败”^⑦与“利益输送”问题,并未实质触及现行发行监管“供应管制”与“价格管制”的本质。在是否推进“注册制”的问题上,中国证监会认为“注册制的前提是应该有很强的市场化约束机制:在市场低迷的时候,很少有公司进行IPO,一是融资成本太

^④ 上述内容可参见吴林祥:“我国股票发行上市审核制度:问题与完善”,载深圳证券交易所综合研究所研究报告, <http://www.szse.cn/UpFiles/Attach/1088/2005/10/28/1443346342.pdf>;张全超:“对我国股票发行向注册制过渡的思考”,载《金融经济》(理论版)2008年第11期;白玉琴:“评我国证券发行的审核制度—基于法律视角的审视”,载《深圳大学学报》(人文社会科学版)2003年第4期;崔明霞:“证券发行制度研究”,载《河北法学》2000年第6期;中国人民大学民商事法律科学研究所:“证券市场诚信、自律和法治原则研究”,载《上证研究法制专辑(2005)》,复旦大学出版社2005年版。

^⑤ 周舛:“尚福林阐述证券发行监管体制改革路径”,载《上海证券报》2008年5月5日第A1版。

^⑥ 参见周舛、马婧好:“‘签字机器’将被撤销保荐代表人资格”,载《上海证券报》2008年9月13日第3版;中国证监会新闻稿:“充实完善保荐制度,深化发行体制改革”,载 <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n575667/n818795/10874831.html>。

^⑦ 所谓“新股不败”,是指新股发行时一级发行市场与上市后的二级交易市场价格相差过大,使得在按资金抽签分配新股比例的配售机制下,“打新股”成为无风险的套利行为;而所谓“利益输送”是指在现行新股网下配售过程中,发行人或承销商利用关联机构虚报价格误导价格或将股票向利益机构倾斜的不当行为。

高,二是中介机构没信心把股票发行出去。中国目前的证券市场不太考虑供求问题,市场再低迷,也有企业排着队想要 IPO”,^⑧其言下之义乃为中国仍不具备推进“注册制”的市场基础。在此认识下,中国证监会明确表态未来新股发行制度改革的重点在于“解决长期以来由新股询价形成的发行价与交易所上市交易之前集合竞价形成的交易基础价背离太大的问题”,^⑨这也是为什么自 1991 年证券市场初创以来的 20 年间,A 股市场进行的各项新股发行制度改革虽累计达 7 次之多,^⑩但每次改革大多涉及新股发行数量的配比与价格问题而较少触及发行审核制度的根本原因。就监管层而言,监管层眼中有关证券发行监管“注册制”的改革仍然仅局限于发行定价的改革问题,其要实施的改革目标只是“弱化新股发行窗口指导作用;强化买方的约束力;在风险明晰的情况下要兼顾各方面的利益”^⑪。

二、问题:现有发行监管体制改革的路径困境

虽然“注册制”已经俨然成为理论界与监管者共同的目标,但如上文所见,除有关新股发行定价制度改革外,以中国证监会为代表的监管部门尚不会改变以实质审核为特征的发行监管“核准”制度,以“减弱行政性力量对价格的影响”的渐进式改革仍是监管者考虑的重点,以学者眼中的“注册制”替代目前“核准制”的改革前景与路径选择并不明朗。以发行监管与上市监管分离的“注册制”替代实质审查的“核准制”仍面临诸多困难:

^⑧ 桂敏杰:“发行制度改革重点考虑减弱行政力量的影响”,载《证券时报》2009 年 3 月 9 日第 A1 版。

^⑨ 范福春:“发行体制改革核心是定价”,载《中国证券报》2009 年 3 月 7 日第 A02 版。

^⑩ 参见郑世凤:“18 年 7 次改革,新股发行制度‘而今迈步从头越’”,载《21 世纪经济报道》2009 年 3 月 16 日第 11 版。

^⑪ 于扬:“朱从玖详解发行体制改革三大思路”,载《证券时报》2009 年 3 月 10 日第 A5 版。

(一) 以“注册制”为目标的改革需要监管者对自身权力的自我改革

按照管制经济学的观点,任何管制都会基于特定行业的要求并且满足这些行业的利益需要,即特殊利益集团在自我利益的要求下会最终“俘获”管制者,并最终从管制中获得收益。^⑫如果以管制的角度看待我国发行的监管制度,不客气地讲,同我国其他监管制度改革一样,我们的证券发行监管体制改革也面临着突破“利益集团”对监管改革的阻力问题。目前就自上而下的改革目标而言,突破发行制度改革的障碍实际上也意味着需突破现有监管体制下的权力分配和考核机制:就中国证监会而言,中国证监会虽是“事业单位”,但仍隶属于我国行政管理机关序列,其官员的政绩考核仍依赖于现有的政绩考评机制。在这样的行政管理体制下,监管机构对证券发行的监管目标可能并不完全是“保护投资者利益是监管工作中重中之重”,监管很可能更需要屈从于维稳需要体现“维稳性监管”。因此基于这样的监管逻辑,可能通过维持现行简单而“有效”(体现在行政程序有效而非市场有效)的发行管控措施,监管机关不仅可以通通过人为控制市场节奏而满足市场“维稳”的需要,而且通过这种对市场资源配置方向的“实权”控制,监管机关还可以强化其在中央政府经济管理体系中的作用与地位,而就其他政府机关而言(如国资委、财政部),在现有的发行体制下,这些行政机关可以在诸如国企改革、国有资产保值增值等的“全民利益需要”的名义下,通过行政或党政的上下级命令或协调机制,使得证券监管机关服从于这些机关特定的政治需要或调控目标,并使得这些机关所控制的实体获得其他市场主体所不可能享受到的优先利益。^⑬因此,在存在监管机构监管的“部门利益化”和资源配置的“利益部门化”的现实背景

^⑫ See George J. Stigler, *The Theory of Economic Regulation*, *Bell Journal of Economics and Management Science*, Vol. 2, No. 1 (Spring 1971), pp. 3-21.

^⑬ 例如,国务院或其他部委机关可以通过上级交办或要求证监会协助的方式使得大型国企或金融企业获得发行审核上的优先,而这种优先不仅仅是发行程序与发行时间上的优先,甚至连发行条件与发行准则标准这样实质性的要求都可以通过部际的行政协调程序而被忽略或有意回避。典型的就如中国联通、中国铁建、中国远洋等大型国企的发行与上市都因“上级领导”的指示而受到了“优先核准”、“无条件放行”的监管照顾。

下,我们很难发现监管机关与其他政府部门存在主动推动发行机制市场化改革的动力与诱因,这就使得任何围绕“注册制”为方向的发行监管改革主张必须面临如何突破现有监管利益格局的首要障碍。

(二) 以“注册制”为目标的改革需要面对改变“价格管制”与“供应管制”的传统监管思维

无论是“审核制”还是“核准制”仍在事实上蕴含着政府对证券发行进行“供应管制”与“价格管制”的行政管理思路。在核准制下,监管者仍然会基于出自核准发行及上市进度对证券指数走势影响的主观顾虑而以行政手段有意控制发行节奏或发行价格,这种带有主动干预调控色彩的“供应管制”与“价格管制”是不容否认的事实。为此,我们不难理解在所谓的“核准制”下,我国证券主管机关为什么可以从发行规模和发行节奏来控制发行人的发行进度和发行结果,甚至出现过企业被人为地“引而不发”的局面。^⑭除人为调节证券市场原本应自我调节的供求关系外,我国证券监管机关还在证券发行价格形成方面对市场进行管制。比如,虽然原先在新股发行中对市盈率的上限限制(如不超过20倍市盈率)已被向合格的市场投资者询价制度取而代之,但无论是新股发行还是增发(定向或公开募集)都需要遵守证券监管机关规定的价格形成公式,发行人要么必须遵守强制性规则下的“询价程序”(如新股发行),要么必须按照监管部门限定的公式计算股票发行价格(如增发定价的指导公式),这些行政性的定价方式在保护“二级市场投资者”名义的同时,往往限制了市场主体之间自由、正常的价格博弈,无论是一级市场的投资者还是二级市场的投资者都无法充分运用“用脚投票”的机制进行优胜劣汰的市场筛选,市场机制并没有因此得到真正的运行。价格管制的唯一后果就是改变了财产权力的应有结构,并且复杂化了那些市场参与主体所不能预见到的经济后果。原本在一个自由的市场,在价格控制被制度化之前,价格可以使得稀缺性资源依据支付的意愿和能力在充满竞争的个体中进行配置,获得资

^⑭ 比如,中国证券市场在2001年、2004年和2005年、2006年分别出现2个月、2个月、7个月和5个月的发行真空期,而2008年10月至2009年6月的近8个月内,新股首发融资也处于停顿状态。

源的方式只是取决于个体的购买意向与购买力。然而以控制价格进行稀缺资源的配给方式往往与市场主体当事人的自利或意识形态发生冲突,市场主体当事人可能寻求限制甚至废除由政府管制的价格机制。^⑮现行定价管制过程同样证明了这个结论:基于行政法令强制性规则要求下所形成的价格会导致当事人为简单逃避规则的恶意规避与串谋,证券发行人与承销商在表面服从于监管规则所要求的价格形成机制下,通过各种各样的协谋定价或关系定价而人为影响发行价格已成为行业内的公开秘密。^⑯因此,作为发行监管的重要组成部分,“核准制”下所内含的“价格管制”并不见得能如监管者所愿的那样起到充分保护投资者平等、公平从事证券交易的初衷,反倒使得价格管制政策被不良的市场参与者所利用,不断出现诸如“协谋压价”、“高报低不买”、“低报高也买”等不正常的价格博弈现象。

(三) 以“注册制”为目标的改革需要舍弃监管目的多元化的价值目标

在证券市场服务于国家经济管理与政治目标的现实环境下,无论

^⑮ See Lee J. Alston, Þráinn Eggertsson, Douglass Cecil North, *Price Controls, property rights, and institutional change*, *Empirical Studies in Institutional Change*, New York: Cambridge University Press (1996), p. 219.

^⑯ 比如在2004年年底证监会在新股发行中强制要求采取初步询价与累计投标询价的分阶段定价方式后,所谓的机构投资者并不重视询价的环节,报价随意。有的询价机构为故意压低发行价格而在初步询价时出价很低,却在累计投资时以高价参与申购;也有询价机构为配合发行人故意将发行价格抬升而采取在初步询价时报出高价,但在累计询价阶段却放弃申购,从而抬升发行价格。为此,中国证监会发行监管部还不得不三令五申“基金公司及其工作人员在参与询价工作时应努力防范道德风险,杜绝商业贿赂行为。不得恶意打压或抬升定价水平;不得相互串通操纵询价过程;不得与保荐人、发行人及其他机构合谋操纵市场价格、进行利益输送;不得通过任何形式出租、出借询价工作指定证券账户和资金账户;不得借机向保荐人、发行人等机构索取财物及其他利益;不得从事其他损害基金持有人利益、危害市场秩序的不正当行为”,但收效甚微。为安抚散户投资者不断扩大的对监管的指责,中国证监会在2009年十一届人大二次会议召开前通过中国证券业协会对在2008年首次公开发行股票询价工作中存在违规行为的36家询价对象采取了自律处理。其中,中原证券曾因报价高于发行价格却未申购的行为于2007年7月受到监管部门的发函警告,但在2008年实施网下发行电子化后仍多次出现同类情况;景顺长城基金公司自实施网下发行电子化后共7次参与首次公开发行股票的初步询价工作,报价均高于发行价格却全部未申购;其余34家询价对象在2008年IPO询价工作中均出现报价高于发行价格却未申购的情况。

是作为证券市场监管者的监管机构,还是作为全国经济宏观调控的国务院或其他行政机关,在执行“核准制”时从来都不是以单一的证券市场有效监管为目标。至少“核准制”下的发行监管制度承载着多元化的价值目标:一方面监管者存在通过证券监管活动保护证券市场有序运行和投资者利益的监管目标,但值得注意的是,这种监管目标不仅仅是为了保护证券市场的规范发展,因为在监管机关无法独立从事监管活动的限制下,此种监管目标或多或少带有通过对证券市场的规范而使监管层获得政绩上认同的“潜在目标”;另一方面,除监管层以外的其他既得利益主体也会希望继续以名义上的“核准制”来延续其在行使国家经济管理职能过程中已习以为常的对资源配置的行政干预与行政调控。所以说,现有的“核准制”既要满足资本市场多、快、好、稳的监管需要,又要满足国家对资本市场能够享有足够强大的管控权力,以实现为社会主义市场经济的转型提供“有效”的调控手段与调控工具。与此同时,证券发行监管制度的实施还要服从于满足政治稳定、市场稳定和社会稳定的需要。所以我们不难解释为什么通常在市场行情下跌时,在面对市场投资者和民众“救市”的呼声时,我国证券监管机关往往以“发行节奏控制”、“发行规模控制”、“发行资金限制”等手段控制证券产品在发行与上市方面的供给。在这种习惯于多元化监管目标的监管惯性下,要想达到“注册制”那种纯粹的“形式审查”与“事后惩处”的监管特点就需要监管者对监管定位的重新认识与监管目的的重新矫正。

三、方向:还原真实的“注册制”

在本质上,“注册制”应是一种包含发行监管与上市监管两套监管程序的监管制度,即证券监管机关行使对发行注册文件的形式审查权并决定对发行文件是否予以“注册”,而证券交易所则对通过注册而申请上市的证券的流通价值进行“价值审查”以决定是否同意证券的上市。光有证券监管机关对发行申请文件的“注册”,没有证券交易所对上市申请中的“审查”并不是现代证券监管体系中“注册制”的本意与

主旨。

(一) 发行监管与上市监管程序分离与制约的理论依据

1. 取决于证券发行与证券上市流程特点的不同

从正常的交易流程而言,证券发行与证券上市原本分属于两个不同的环节,证券发行解决的是发行人如何将证券出售给投资者的问题,涉及的是增量证券的流动问题,是发行人与投资者间的零和博弈过程。而证券上市(listing)解决的是购买这些证券的初始投资者如何进一步通过有效的渠道(比如通过证券交易所挂牌竞价交易)进行二次交易的问题,它涉及的是存量证券的流通问题,是投资者与投资者围绕证券价值估值的博弈过程。需要澄清的一点是,虽然证券上市(挂牌交易)是发行人在证券发行后的通常选择,但证券发行本身并不等同于证券上市,因为证券上市本身并不是证券发行的原始目的,也不是证券发行后的必然选择(证券的发行未必会导致证券的上市,当然能够具备上市资格和上市地位却是发行人吸引投资者购买证券的重要“卖点”),证券上市只是在证券发行后为投资者的证券流通提供重要的流通媒介。从制度经验上看,证券上市是为降低证券持有人进行证券交易成本而进行的制度创新,这种制度创新的平台就是作为交易中介的证券交易所。证券交易所的出现减少了“一对一”谈判所需的谈判成本与寻找交易对手的成本,它使得买卖双方的交易意愿可被充分聚集在同一场所,而且集中的撮合服务在最大程度上提高了证券持有人进行证券交易的成功率,从而围绕既有的存量证券实现了资金在不同时间、不同地区、不同行业 and 不同主体之间进行转移。从这个意义上看,以证券交易所为平台的证券上市(挂牌交易)并不是为了帮助发行人筹集资金,而是增加证券的流动性,帮助证券持有人在股份分散化的状况下实现低成本的集中报价与集中交易服务。

2. 取决于证券发行与证券上市所涵盖的利益价值不同

证券发行与证券上市是两个截然不同的交易进程,各自代表着不同市场主体在不同阶段的利益诉求:证券发行是发行人与证券认购人的博弈过程,是社会闲置资本向产业资本聚集的过程,对发行人而言是在对外发行证券越少的情况下获得越多的资金收入,而对投资者而言则是在投入资金越少的情况下获得越多的证券。因此,证券发行其实

是发行人与投资者之间就证券所能代表的资产价值进行的价值博弈,它体现的是“资金换证券”的过程,资金是在资本与产业之间实现转换,实现的是资源优化配置的功能;而证券上市则是投资者与投资者之间就证券交易所产生的博弈过程,是投资者基于“证券价值”所形成的交易价格博弈。证券上市后的交易价格是在证券价值基础上随市场供求关系而上下波动,投资者在本质上是以“资金互换”的形式完成证券的换手交易,交易资金并不流入实体经济,资金只是在资本与资本之间流动,是资本的优化配置过程。在此认识基础上,就各自的监管需求而言,发行监管重在解决自由博弈过程中因交易主体信息不对称所带来的博弈失衡问题,其所要确保的是发行人及相关中介机构所披露的信息是真实、准确和完整的,防范发行人利用虚假信息获得超额博弈收益;而证券上市监管则是为了使可上市交易的证券符合大规模交易的特征与优势,化解作为上市交易平台的证券交易所因组织上市交易而需要承担的组织成本和交易成本,它包含了监管者对证券本身是否具备交易价值及是否能给有组织的证券市场带来增值效应的价值判断,是一种以市场准入条件为参照的主观性审查,上市监管的本质是解决如何保障未来交易价值与交易效率的问题。

3. 取决于证券发行与证券上市的监管诉求不同

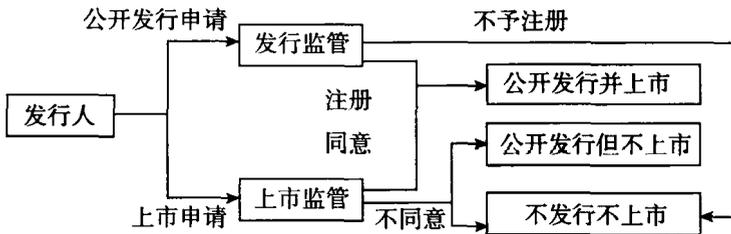
就发行监管而言,监管机关的主要职责只在于对注册文件的审查而不在于注册文件所透露信息的价值判断,与此相适应的监管方式只是对注册文件的“形式性审查”。而在形式审核的模式下,证券监管机关只需侧重于发现和设计证券发行过程中需要对投资者进行信息披露的内容、格式和披露程度要求,规范信息披露的范围、方式和形式,使得发行人向公众投资者进行披露的信息具有“规范性”、“易读性”和“易得性”的特点。只要发行人符合法定的披露格式与内容要求,并且有关信息披露文件的范围与程度在形式上可被证券监管机关认可,则信息披露材料应被无条件地予以注册。换句话说,在发行与上市分离的监管程序中,发行监管只是通过“形式重于实质”的注册登记制体现出来,监管机关不对发行人所发行证券的质量、价值承担担保责任;而就上市监管而言,上市监管的目的在于挑选符合具备通过交易所进行大规模证券交易的产品,因此上市监管的过程其实就是对拟申请上市证

券的“价值审查”过程。这种价值审查可以体现在发行人的资质、发行条件、发行规模、发行人财务数据真实性、发行人盈利前景及证券上市对市场的影响等诸方面,因此,上市监管的核心是以“实质重于形式”的方式对申请上市交易的证券是否符合既定的上市条件进行审查,是一种体现主观能动的价值判断过程。上市监管的存在可以使得发行人既要满足发行监管机关在信息披露上的形式要求,而且还要满足上市监管机构对其信息内容的实质审查。

(二)“注册制”监管制度的基本框架

1. 发行监管与上市监管的流程再造

依据《公司法》“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”(第135条)和《证券法》“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”(第48条)的规定,从法理上讲,立法者已经通过约束公司行为与证券行为的《公司法》和《证券法》在证券发行方面体现出“注册核准”与“上市审核”程序分离的立法意图。因此,在以“注册制”为目标的发行监管改革中,我们应该尽早落实“发行监管”与“上市监管”的程序分离,将由证监会事实行使的上市审核权交还由证券交易所行使,证监会只行使涉及新股公开发行的注册核准,充分还原证券监管机关只负责行使监督博弈公平的外部监管的角色定位,任何有关证券本身及其交易价值的评判均交还由市场决定,真正做到发行注册与上市审核在监管程序与监管机关上的分离(如下图所示)。



发行监管重构下的发行注册与上市审批示意图

2. 发行监管程序的优化设计

在注册制下,监管机关只应关注于公开发行人信息披露的规范化。为此,证监会的行政监管工作应侧重于制定信息披露的指引性文件,规范发行人信息披露的范围、格式和披露程度,负责对发行文件所含信息披露的合规审核,审阅发行文件是否符合信息披露的规范化要求,核查信息披露是否存在前后披露不一致、披露矛盾或披露不清楚的情形。在注册监管过程中,对于符合法定规范要求的发行文件予以注册,对于经审阅存在修改需要的发行文件要求发行人补充完整后予以注册,对于存在重大违反信息披露规范的发行文件不予注册登记。在注册登记过程中注意在确保信息披露规范化的前提下将注册方式格式化与简单化,减少发行人在发行过程中因履行监管注册程序而错失最佳的发行“窗口时间”。^⑩

3. 证券交易所上市审查权的授予

在发行监管与上市监管程序分离的条件下,证券监管机关应该向作为证券交易组织者的证券交易所归还上市监管的权力,应由证券交易所自主行使对上市申请的审查与决定,充分实现交易所的一线监管职能。作为直接决定上市申请“生杀大权”的监管者,证券交易所可以对上市申请文件所有的信息披露内容进行实质性审查,交易所在上市申请审查中可以主动查证或要求发行人充分证明申请文件所含内容的合法性与法律风险,并且可根据自我验证、过往审核经验以及对发行人业务模式的主观判断决定是否接受发行人的上市申请。证券交易所可以对那些业务模式、盈利水平、发展前景、披露文件真实性、高管能力存在疑点的上市申请采取合理怀疑原则而不同意其上市申请,证券交易

^⑩ 依据美国1933年《证券法》Section 8 a 条的规定,SEC对发行文件进行注册的法定工作时效为受理申请文件之后的20个工作日。其立法本意为发行人在递交注册文件后的20天可自动获得发行文件的注册。但依据SEC历年监管经验所形成的惯例,SEC会通过要求发行人补正或更改发行文件的方式中断该法定注册期限,以便SEC完成对注册文件的合规审核。而且一般情况下,发行文件从递表—修订—完成注册的时间都不会太长,不会因股市走势的波动而受影响。

所对于上市申请的决定应是建立一种基于“商业判断原则”^⑭上的实质审查。

4. 发行监管与上市监管之间的制度约束

虽然发行监管与上市监管应在程序、主体、内容和形式上分离,但为防止证券交易所因自身利益^⑮而被被监管者“俘获”的可能,预防因交易所放松上市监管审查而破坏证券市场原本正常博弈结构^⑯的平衡性及内部、外部监管机制的有效性,我们必须在制度层面设计一些既能确保发行监管与上市监管相互独立也能实现互相制约的流程。比如,我们应该在程序上规定即使发行人已经获得证券交易所对其证券上市交易的批准函件,但在相关发行文件未获得证监会的注册登记之前,证券交易所的上市批准函件不具备法律效力,其效力处于待定状态,即发行监管中的注册登记成为上市监管审核批准的附生效条件的法律行为,使得发行监管不仅存在“未登记,无发行”的本源监管,而且具备“无登记,不上市”的制约监督特征。此外,基于“分权制衡”监管理念的考虑,对于已经通过交易所上市批准且获得注册但未实际上市的证券,证券监管机构仍有权依据举报或调查结果暂停或撤销证券交易所的上市同意函件,即证券监管机构对证券交易所的同意上市决定享有最终的否决权。^⑰

^⑭ 比如纽约证券交易所(NYSE)在接受一家公司证券的上市申请前都会有一个“适合性”(eligibility)审查,这种适合性审查就是针对拟上市公司的证券种类是否适合于在NYSE上市交易,对NYSE交易流动性的提升帮助有多大而进行的商业判断。只有通过前置的适合性审查,申请人才有机会被NYSE接受正式的上市申请材料,接受上市审核。

^⑮ 特别是在以“非互助化”为特征的公司制证券交易所中,存在交易所为吸引上市资源或为盈利而放松上市监管的情形。

^⑯ 证券市场的博弈结构通常由含发行人与证券认购人、发行人与证券交易所、证券交易者与证券交易者、证券交易者与证券交易所的对立组成,这四组主体的整体平衡才构成整个证券市场的平衡。

^⑰ 证券监管机构对证券交易所上市同意函的否决权也不意味着证券监管机构可以任意行使否决权力。否决权仍需慎重行使,主要是针对当发行注册文件或上市申请真的存在重大误导、虚假披露的事实或嫌疑,如果不对上市进行制止而有可能加强投资者的损失时才可动用这项权力。比如监管机关在接到举报、投诉并在调查的基础上发现本次发行及上市存在问题或被证明发行或上市存在欺诈事实时才能作出暂缓或否决上市的决定。同时,这种基于行政权基础之上的否决权应是可被诉的决定,可以通过行政诉讼的审查程序保护利害关系人的权益不因行政机关的滥权而受到损害。

四、代结论

我们虽不主张对“市场万能论”和“市场自由论”的盲目崇拜,但证券市场博弈的自由却是证券市场得以健康存在的前提条件。证券监管机关应坚守保障博弈过程公正的程序监管底线,无论是政府还是证券交易所都不应该以任何直接或间接的方式干预、影响发行价格的形成或形成机制,也不应该控制或影响发行人在发行结束后决定上市时间的权力,任何涉及价格与时间的博弈都只应取决于市场主体之间自然的博弈结果,适用“优胜劣汰”原则。如果先前我们那些对市场博弈有效性所存在的质疑是基于对市场自我形成机制过程中“定价合谋”或“价格操纵”的担心,那么可以说基于这种担心而产生的价格管制措施却是建立在“市场无能”的伪命题上。历次发行价格管制改革与政策出台后所出现的“认购证抢购”、“暴炒新股”或者“合谋定价”等问题并不是原本正常的博弈规则自身存在问题,而恰恰相反是因为管制政策的存在而扭曲了博弈条件所引发的管制弊端。我国证券市场之所以会一而再,再而三地出现发行价格定价不准或发行不公,究其本质在于原本应由市场利益主体围绕证券价值所进行的博弈已经异化成价格管制政策下发行人与监管机关围绕制度与政策的执行所形成的监管博弈。在价格或定价形成方式受到管制的政策背景下,发行人谋求应对的是政策管制下的政策要求,而不是充分考虑平衡市场需求和自我融资的需要,因此原本市场主体之间通过价格博弈形成的定价机制其实转变成市场主体为突破监管政策的束缚而寻求单方利益的最大化,一旦行政监管没有充分体现某个方面市场主体的利益,挑战监管或政策底线的事情就自然会发生,市场主体必然存在通过价格合谋获取最大利益的动机,这是市场主体趋利性的必然结果。就此,在未来发行监管与上市监管分离的前提下,监管机关对发行定价与上市时间的管制也应全部放开,有关发行定价方式、价格范围、询价对象范围则应交由市场本身自行解决。作为证券监管机关而言,其要做的事只是监督发行定价的过程信息是否透明、公开,防止“劣币驱逐良币”。我们应该相

信在完成股权分置改革的背景条件下,基于证券市场零和博弈^②的前提,发行人、发行人既有股东、潜在投资者等不同主体因其不同利益需求的博弈需要,一定会通过市场机制所形成体现各方均会接受的纳什均衡,^③我们完全没有必要再以行政手段控制定价或价格的形成方式,也不应再以“家长式”的身份人为地调节市场供求关系而以行政手段控制上市时间和上市需求,是否发行、如何发行、可否上市以及何时上市都应交还给市场主体由其根据自身利益的需要作出决定,还市场博弈的自由与选择权,充分行使保障市场游戏规则得到遵守的外部监管权才是我国发行监管制度的应有之道!

^② 有关证券市场“零和博弈”的论述可参见郑戎:“论证券监管的边界”,载《中国社会科学内部文稿》2009年第4期。

^③ 在股权分置改革基本完成的大前提下,未来所有的发行都会考验发行人、发行人的存量股东、发行对象(认购人)之间的利益平衡。在“用脚投票”的机制下,虚高的价格与过低的发行价格都会因为损害投资者或发行人的利益而受到抵制,进而存在发行失败的可能。同时,如果发行定价与首日上市定价的差值过高或违背通常行情,则负责定价与承销的投行也会因此失去市场口碑与市场信誉而影响未来的业务。所以在各方利益主体参与博弈的情况下,博弈平衡下的价格才是各方最能接受的价格,并不会说放松价格管制就一定会导致定价的不公平或倾斜从而损害投资者的利益。