

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。

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。

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的资格，“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。

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,并进而对股价有所体现。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失。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。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》,年第,期,第—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》,年第,期,第—页。

审核规则》(简称“《上

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

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担。我国自2005年《证券法》修订以来就始终强调投资者风险自担,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,因为风险自担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2005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12条和第13条即规定:发行人应当以投资者需求为导向,基于业务定位,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,但在证券市场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,

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。