

# 注册制改革实质内涵分析

杨惠栋

华东政法大学国际金融法律学院, 上海

收稿日期: 2024年1月23日; 录用日期: 2024年3月7日; 发布日期: 2024年3月13日

## 摘要

通说认为证券发行注册制排斥实质审核, 转而只进行形式审核, 以此使市场在资源配置中起决定性作用, 属于对注册制内涵理解有误。实际上美国、中国香港资本市场推行的注册制处处充满了实质审核内容, 我国推行的注册制改革, 最为核心的举措是将证券发行实审权限由证监会转移至交易所, 对上市公司仍然有财务、市值等实质方面的要求, 并无不当。本文认为, 注册制改革的全面推行是资本市场市场化改革的关键一步, 但要真正实现注册制, 相应的配套措施仍应跟进, 关键在于交易所能否以市场的逻辑运营, 其独立于政府的地位能否被逐步明确。我国交易所作为计划经济转轨市场经济的产物, 资本市场改革需明确自律管理组织的独立地位。

## 关键词

注册制, 证券交易所, 资本市场改革

# Analysis of the Substantive Implications of the Registration System Reform

Huidong Yang

International School of Finance and Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Jan. 23<sup>rd</sup>, 2024; accepted: Mar. 7<sup>th</sup>, 2024; published: Mar. 13<sup>th</sup>, 2024

## Abstract

The prevailing opinion suggests that the registration system for securities issuance is seen as excluding substantive examination and instead only conducting formal reviews, thereby allowing the market to play a decisive role in resource allocation. This is considered a misunderstanding of the essence of the registration system. In reality, both the U.S. and Hong Kong capital markets, including those in China, have implemented registration systems that are replete with substantive examination. The core measure of the registration system reform in China is the transfer of the

authority for substantive examination of securities issuance from the China Securities Regulatory Commission (CSRC) to the stock exchanges. There are still substantial requirements for listed companies in terms of finance, market value, and other substantive aspects, making it a legitimate process. This article asserts that the comprehensive implementation of the registration system reform is a crucial step in the market-oriented reform of the capital market. However, for the registration system to be truly realized, corresponding supporting measures should be pursued. The key lies in whether the exchanges can operate logically according to market principles and whether their independent status, separate from the government, can be gradually clarified. As a product of the transition from a planned economy to a market economy, Chinese exchanges need to define the independent status of self-regulatory organizations in capital market reform.

## Keywords

Registration System, Securities Exchanges, Capital Market Reform

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

我国分别于 2019、2020 年在科创板、创业板落实了注册制改革，这被认为是强化市场在资源配置中起决定性因素的重要举措。然而实践中有观点认为注册制排斥实质审查，但目前推行的注册制仍对公司上市展开实质审查，证券发行上市仍是难题，注册制改革不彻底，本文认为这是受到通说误导所产生的观点。通过分析美国、香港的资本市场制度，同时抓住市场化为目的的注册制改革线索，结合竞优、竞次理论，界定注册制改革的实质内涵，指出交易所层面下改革的不充分之处并提出建议。

## 2. 通说理解与注册制改革内容的矛盾

### 2.1. 注册制内涵的通说理解

关于注册制的内涵理解，教科书和学界的通说采取了二分法的方式，将证券发行上市监管制度分为核准制与注册制，并将前者与实质审核挂钩，后者则与形式审核挂钩[1]。根据核准制，核准制是指拟上市的公司 IPO 上市前，除了披露监管机关要求发行人提供的信息，也要接受符合法律条件的实质性审查，因此也称核准制为“实质审查制”。在核准制下，发行上市不仅要求充分公开企业真实情况，还对其价值、素质等实质因素设定必要条件展开判断。核准制立足于保护投资者利益的出发点，对证券的发行更加重视事前监管，发行人必须通过展示自己公司的股票价值、管理能力、发行证券的目的以及未来发展蓝图等实质性条件以供监管机构进行价值判断，从而确定申请上市的企业是否具备相应的资格。注册制是指基于自由主义经济思想，证券监管机构抛弃核准制对拟上市公司股票价值、发展前景等条件的实质审查阶段，只需保证证券发行者提供真实准确的申请信息即可通过审核的一种事后监管制度，所以也称为“登记制”。在注册制下，只进行形式审核，即确保依法公开资料的完整、真实和准确性，对发行人营业性质、财力、素质及发展前景不做价值判断，同时，注册制施行后可能造成的欺诈发行、内幕交易违法行为的增多，要求提高对义务人的信息披露标准，并增加发行人等的违法成本。因此可以发现，按照通说的理解方式，注册制的核心就是实质审核全面退位，通过只进行形式审核，将选择判断的权利交还投资者，由其自担风险，从而达到市场化。

## 2.2. 我国注册制改革具体内容

我国的注册制改革具体有以下几个方面内容：(1) 上市审核吸收发行审核，统称为注册审核，均由交易所进行。这样的注册制改革方案主要借鉴了香港的做法，即由交易所主导，进行发行、上市二合一的审核方式，将审核权限由证监会下放至交易所。交易所认为达标后，再报送证监会申请注册，证监会只行使注册权。(2) 以招股书作为审核文件的主体，以问询与回复的对话方式进行注册审核，全程电子化并同步网上公示。即发行人将招股说明书在系统内提交后，交易所上市委员会进行审核，并就关注的信息披露要点对发行人进行网上问询，发行人就相关问题提交文件回复。(3) 注册审核不以持续盈利能力为标准，亏损的企业也是可以申请发行上市的，主要以信息披露的质量为标准。(4) 交易所新设注册审核中心，对发行人注册上市申请进行审核。同时增设了主要由外部人士组成的股票上市委员会(上委会)，科技创新咨询委员会和公开发行自律委员会。其中最关键的角色为上委会，上委会有专门的行业知识，可承担对交易所注册审核中心初审报告进行上会复审的职责，但其审核意见只是重要依据，是否发行上市的决定权由交易所掌握。(5) 无论证监会还是交易所，均不对获准注册的申请文件的真实性、准确性、完整性作出保证，也不表明其对该股票的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证。发行人、保荐人、证券服务机构及其相关个人就信息披露违规所承担的责任则大大加重。体现“归位尽责”的改革精神，由投资者“买者尽责、责任自负[2]”。

## 2.3. 现行注册制留下的疑问

结合上述我国注册制改革的主要内容，可以发现本次注册制改革部分遵循了通说之理解，如使责任归位，由买者自担风险，亏损企业亦可上市。然而却有不少声音指出，我国推行的注册制改革仍然保留了诸多实质审核的内容，并不彻底。实践中科创板、创业板施行的注册制仍然会对公司进行实质审核，就公司进行实际的价值判断，甚至科创板和创业板的上市规则也明文规定了对上市企业市值、财务及股本等实质条件的要求，亏损的企业目前根本不可能上市成功<sup>1</sup>。

同时科创板、创业板从受理到上市的时间，均为一年左右，也并未如人们所期待的相比主板上市时间大大缩短<sup>2</sup>。以上观点的产生很大程度上是受到了通说二分法的误解，认为注册制就应该全面排斥实质审查。实际上我国的注册制改革借鉴了美国、香港资本市场的证券发行上市制度，而于美股、港股上市发行并非只进行形式审核，其实处处充满了实质审核的因素。

## 3. 其他资本市场发行上市制度概述

### 3.1. 美国——“双重注册制”

美国 IPO 发行审核实行“双重注册制”，证券公开发行一般需要在州与联邦两个层面同时注册。证券交易委员会 SEC (security exchange commission) 在联邦层面对证券公开发行进行形式上的审核，审核程序为：发行人提交 IPO 注册文件——SEC 提出多轮书面审核意见——发行人依次书面回复——SEC 出具新股发行注册函——发行人路演定价配售并向 SEC 提交含有发行价格区间的注册文件——SEC 出具注册文件生效函<sup>3</sup>。而美国州层面监管当局进行实质审核，关注对投资者的保护，要求对投资者“公平公正与平等”的发行。在监管内容上，对发行人的质量进行审查，包括对承销费与发行费用的实质监管(如公司

<sup>1</sup> 参见《上海证券交易所科创板股票上市规则》2.1.1~2.1.4、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》2.1.1~2.1.4，两个板块上市对企业股本总额、净利润、市值等实质条件均有所要求。

<sup>2</sup> 注册制后，IPO 企业从受理到上市要多久？——2021 年 IPO 上市企业排队时长分析[EB/OL]. [https://www.sohu.com/a/530092628\\_121238946](https://www.sohu.com/a/530092628_121238946), 2023-12-20.

<sup>3</sup> 2019 年 1 月上海证券交易所资本市场研究所研究报告[EB/OL]. <http://www.sse.com.cn/aboutus/research/report/c/4727808.pdf>, 2023-12-22.

资质不足,承销商往往收取更多承销费用)、利益冲突的审核、便宜的股票、期权与权证的比例合理、发行价格合理、股东投票权是否完整、历史上利息与股利的发放情况如何、发起人的股权投资情况等等。如果发行人提议的发行价格被州证券监管机关认为过高,如发行人的盈利历史并不能支撑它提议的发行价格。或者发行给公众的投票权不平等,或者承销费不合理地高,这些都有可能导导致证券发行被州证券监管机关否决。当然,联邦层面与州层面导致了监管标准不一、监管资源浪费的问题,由此美国 1996 年颁布了《全国证券市场促进法》,根据规定,公司如在美国证券交易所、纳斯达克全球精选市场上市,或者在 SEC 认为上市标准达到了前述交易所标准的其他全国性的证券交易所上市的证券,将豁免州层面的注册义务<sup>4</sup>。

除发行审核外,美国各大交易所进行的上市审核也充满了实质方面的要求,如纽约证券交易所,上市审核意见主要集中于是否满足上市标准中的数值要求及公司治理等合规性要求。主板和中小板设置了不同的上市标准,涉及股权结构和盈利标准、市值标准和营业收入标准等。而纳斯达克的三个板块——全球精选市场、全球市场和资本市场分别有多套上市标准,这些标准在权益规模、营业收入等实质条件方面做出了要求。

### 3.2. 香港——“双重存档制”

而香港的公司上市监管制度叫双重存档制,在香港,企业申请 IPO 时需要准备一式两份的申请材料递交给交易所,并由交易所转交一套给香港证监会,两组审核人员同时审查。香港证监会与联交所审查公司 IPO 申请的审核法律依据不同,香港证监会按照《证券期货条例》审查,香港联交所按照《上市规则》进行审查。香港的证监会没有上市批准权,但有否决权。香港证监会若同意公司的上市申请,则出具无异议信(No comment Letter),若不同意,则拒绝公司的首发上市申请。实务中一般不会出现香港交易所批准上市,但证监会拒绝的情形。

可以发现“双重存档制”下,上市审核吸收了发行审核,能否上市成功的核心环节,在于香港交易所上市委员会讨论并决定是否对 IPO 申请予以批准。而香港联交所《主板上市规则》第八章规定的上市条件中,明确对股东盈利、市值、现金流量等实质财务条件作出了规定。发行人必须符合“盈利测试”、“市值/收益/现金流量测试”或“市值/收益测试”中的一种<sup>5</sup>。可见与理解中的不同,香港的交易所也是进行实质审核的,其实香港证监会当局将其 IPO 制度定性为“高度市场化的核准制度”。

## 4. 竞争理论下注册制改革实质内涵的界定

### 4.1. 交易所的竞争理论

既然实行注册制的美国、香港资本市场,其注册制并不排除实质审核,那么注册制改革的核心因素为何,分析国外交易所发展进程中衍生的竞争理论,有助于理解该问题。

交易所之间的竞争是一个复杂的问题,主要有有竞次理论和竞优理论。竞次理论(the Race to the bottom)开始是出现在公司法领域,于 1961~1964 年担任 SEC 主席的 Cary 教授认为美国各州为了吸引更多的公司来本州注册以增加财政收入,纷纷制定了更宽松的公司法,减少了对投资者的保护,其指出截止 1964 年,美国全境只有 22 个司法管辖区规定了公司报告义务,而且为数不多规定该义务的州在某些情况下允许公司章程加入相反规定免除该义务。Cary 教授认为,“文明的法治是应该不断提升标准的”,因此应制定联邦统一法适用于达到特定规模的公司,减少各州上述竞次乱象的产生[3]。

然而美国上诉法院 Winter 法官反驳了 Cary 教授,提出了竞优理论(the Race to the top)。Cary 教授观

<sup>4</sup>2014 年 4 月上海证券交易所资本市场研究所研究报告[EB/OL].

<http://www.sse.com.cn/aboutus/research/research/c/3996085.pdf>, 2023-12-25.

<sup>5</sup>参见《香港联合交易所有限公司证券上市规则》8.05 规定。



察到特拉华州的法律倾向于利好公司管理层而伤害投资者，公司管理层获利从而吸引更多的公司前来特拉华州注册，其他州因此纷纷效仿，Winter 法官认为此观点实属谬误。若投资者利益无法得到保护，那么其自然会减持特拉华州注册公司的股票，特拉华州注册公司的股价将会降低，又怎会吸引更多公司前来该州注册？事实上，特拉华州的股票比其他许多州更有利可图。其他州是效仿特拉华州更高效率的公司法治，实为一种竞优的结果[4]。

之后 Paul G. Mahoney 通过研究美国交易所的历史发展，否定了交易所之间竞争的竞次效果。20 世纪 30 年代经济大萧条背景下经常有决策者抨击交易所自律监管失效的声音，最终促使 1933 年《证券法》出台。Paul 指出没有研究能证明 1929 年美国股市崩盘与经济大萧条之间的联系，且其研究发现，当时批评交易所信息披露不足、交易所成员操纵价格、促使短期投机交易和价格短期波动、交易所恶意卖空的立法理由并没有证据支持，交易所间的竞争和自律管理并不会达到竞次的后果。同时，即便交易所的自律管理在某些方面无法达到最优结果，政府的全面监管也并不会较之更优[5]。

## 4.2. 注册制改革以市场化改革为目的

上述两理论关注交易所间何种竞争为善，是否以及多大程度上应由政府介入制定统一监管政策的问题。竞优理论排斥政府之手管制，竞次理论为政府在个别情况下的统一监管留下了空间。通过以上阐述可知，两种理论都是以市场竞争为基本前提，竞次理论只是关注到交易所间可能存在的非良性竞争，并未否认交易所拥有修订自身自律管理规则以选择竞争策略的权利，该理论只是为寻求交易所竞争与政府监管之间的平衡。两理论都是建立在承认交易所之独立地位的基础上进行的后续阐述。因此政府的介入应秉持审慎及谦抑原则，不可随意越俎代庖，以“有形之手”对交易所自律管理进行压制。

通说对注册制的阐述与美国、香港资本市场施行的注册制真实情况大相径庭，从而引发了诸多误解。我们对于注册制应有这样的认识：真正的注册制并不排斥实质审核，注册制与市场化挂钩的原因，不在于实审或是形审。那么既然核准制和注册制都进行实质审核，为何后者的推行被誉为迈向市场化的关键一步？根本区别正在于证监会作为政府部门，只行使形式上的注册权，不对证券进行实质审核，发行上市的实质审核权限从证监会移交到了市场和竞争属性更强的交易所。因此现有注册制的全面推行并不意味着实现了市场化，其只是排除了证监会层面的实质审核，部分排除政府机关介入，使上市公司、证券更能体现市场中投资者的选择。注册制改革的下一步，是逐渐明确证券交易所在我国独立于证监会的地位，促使其以市场中竞争的逻辑运营，真正成为市场中竞争的交易所，真正成为反映资本市场供需的媒介。而我国证券交易所需排除自身的行政和计划属性，真正能够以市场竞争的逻辑运营，才代表着市场化改革的初步完成。

## 5. 注册制改革的进一步展望

### 5.1. 目前我国主要证券交易所仍缺乏竞争性

我国证券交易所不同于传统的证券商自发设立的会员制交易所，其是在我国计划经济向市场经济转轨过程中，在政府主导下的资本市场发展格局中建立和发展起来的，带有比较浓厚的中国特色和新兴加转轨的市场特征[6]。虽然我国的交易所也有普遍意义上的交易所的基本特点，可实施自律管理，但其独立的地位始终难以确立。且主要交易所之间竞争性不足，场外市场尚且孱弱，上下贯通的多层次资本市场并未到位。

上世纪 80 年代，纽约证券交易所仍然坚持“一股一票”原则，面临一些上市公司不得不退市，而转向如纳斯达克等规则不那么严格的交易所，因此其最终制定修改了规则。有学者认为，正是来自美国证券交易所和纳斯达克的竞争，导致了纽交所修改其上市规则[7]。

我国的交易所并不如纽交所、纳斯达克一般面临着外部竞争压力，我国的交易所是一个典型的政府控制的交易所体制，具有“官民两重性”的品格，交易所修改上市规则提高效率的动力不足[8]。以市场竞争为基本前提的竞优理论或是竞次理论，在我国交易所身上难以得到体现。事实上在我国政府性监管较为紧绷，压制交易所无法推出更多的个性化监管套餐。我国科创板、创业板的创立计划属性较强。证券交易所作为证券市场自律组织，其监管有着独到的、政府监管不可替代的作用，但目前证券交易所、证券业协会这些自律组织的功能发挥仍显不足。证监会下属的深圳证券交易所的研究部门也曾发布报告称“监管机构对市场的干预超出行政力量应该调控的范围、层次和力度，没有弥补市场机制缺陷，一定程度上妨碍了市场机制作用的正常发挥[9]”。

## 5.2. 构建确保交易所自律监管的独立性的体制

从纽交所等早期交易所发展路径可以看出，自律监管完全是证券交易商自发的行为，即使如我国一样通过行政手段设置证券交易所，也并不能否认证券自律监管是作为市场调控形式的存在。证券交易所的自律监管应当与行政监管处于“合作”地位，而非是后置位的补充，其主体地位应该被明确。

但从我国证券交易所和证券业协会制定的自律规则的内容来看，其更多的是对中国证监会已经制定的规章和规范性文件的细化或执行性规定，极少有创设性规则。例如证券交易所制定的《上市公司规范运作指引》中的大部分规定都是对中国证监会前期制定的《上市公司治理准则》和《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》等诸多规范性文件的重申或者必要补充[10]。由于行政权力配置过于强势和集中中国证监会，被寄托具有自律监管职能的机构也没有发挥应有的作用，导致证券交易所自律监管体系的不健全。例如，中国证券交易所设置的上市委员会并不能对证券公司上市产生实质影响。沪深交易所设置的会员大会、理事会、总经理三层治理结构基本上也都成为象征性或者程序性的机构，其结果就是自律监管机制的功能受到相当程度的削弱。

同时由于新《证券法》对证监会和交易所的职能定位和权力范围不明晰，上市审核权在实际运用中大有模糊之处。首先，注册制下证监会将权力下放交易所，证监会不应当也不宜再过多干预交易所的独立审核权。其次，基于权责一致的基本原则，必须明确责任归属，且对于审核权进行精准定位，确定其责任归属，进而确保权责更为清晰，从而方可真正有助于注册制的推行。

## 参考文献

- [1] 沈朝晖. 流行的误解：“注册制”与“核准制”辨析[J]. 证券市场导报, 2011(9): 14-23.
- [2] 冷静. 科创板注册制下交易所发行上市审核权能的变革[J]. 财经法学, 2019(4): 95-112.
- [3] Cary, W.L. (1974) Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware. *The Yale Law Journal*, **83**, 663-705. <https://doi.org/10.2307/795524>
- [4] Winter, R. (1982) Private Goals and Competition among State Legal Systems. *Harvard Journal of Law and Public Policy*, **6**, 127-133.
- [5] Mahoney, P.G. (1997) The Exchange as Regulator. *Virginia Law Review*, **83**, 1453-1500. <https://doi.org/10.2307/1073764>
- [6] 卢文道. 证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析[J]. 证券法苑, 2019(3): 865-902.
- [7] 蒋小敏. 美国双层股权结构: 发展与争论[J]. 证券市场导报, 2015(9): 70-78.
- [8] 李响玲. 论新趋势下的证券交易所自律管理[M]. 北京: 中国法制出版, 2014.
- [9] 缪因知. 中国证券法律实施机制研究北京[M]. 北京: 北京大学出版社, 2017.
- [10] 柯湘. 中国证券市场监管权配置——基于不同监管模式的比较[J]. 中南财经政法大学学报, 2014(4): 73-79.