

# 股票发行注册制改革的内涵、本质和措施

## The Purpose, Key Features and Implementation of the Share Registration Reform in China

唐应茂

TANG Ying-mao

**【摘要】** 注册制改革已经超越了可行性论证阶段，正进入具体制度设计和实施阶段。在这个阶段，进一步理解注册制的内涵，明晰注册制的本质，并提出具体措施和风险防范手段非常重要。本文认为，注册制具备以下三个特点：第一，股票发行效率高、业内对发行流程有稳定预期；第二，股票发行有责任约束、股票发行诚信度高；第三，政府、市场主体各司其职，角色不错位。注册制的本质在于调整政府和市场的关系，一方面减少行政审批、提高制度的效率和可预期性，另一方面落实法律责任、发挥市场主体的积极性。推进和实施注册制需要重点做好三个方面的工作：第一，不纠结概念，落实注册制的实质；第二，研究和推动法律责任落实问题；第三，提高监管机构招股书审核能力。

**【关键词】** 注册制 股票发行 法律责任

**【中图分类号】** DF438.7 **【文献标识码】** A **【文章编号】** 2095-9206 (2016) 05-0012-08

**Abstract:** The share offering registration reform has passed the feasibility study phase, and has entered into the implementation stage. During the implementation stage, it is critical to review the purpose of the reform, understand its key features and propose concrete implementation measures and risk control measures. This article shows that the share offering registration system has three key features. The first feature is the high efficiency of the share offering review process that also allows participants to form a stable expectation of the process. The second feature is the enforcement of a civil liability regime that helps reduce fraudulent activities of issuers. The third feature is the proper roles of the government and market participants in the process. This article also points out that the purpose of the share offering registration reform is to reform the relationship between government and market. Specifically, the reform is intended to reduce government intervention into, to improve the efficiency of and to enhance the predictability of, the share offering review process. Three major measures are necessary for the implementation of the reform, namely focusing on the purpose of the reform and not its name, conducting thorough research on the civil liability issue and exploring the enforcement of civil liabilities as well as enhancing the reviewers' ability to review and comment on prospectuses.

**Key words:** Share registration reform Share offering Legal liabilities

**【收稿日期】** 2016-07-03

**【作者简介】** 唐应茂，男，1974 年 3 月生，北京大学法学院副教授，耶鲁大学法律科学博士（JSD），研究方向为国际经济法、国际金融法和国际投资法。

2013年10月,党的十八届三中全会提出,在完善金融市场体系方面,我国要推进股票发行注册制改革。2015年12月,全国人大常委会做出决定,授权国务院调整适用现行《证券法》关于股票核准制的规定,对注册制改革的具体制度做出专门安排。注册制改革已经超越了可行性论证阶段,正进入具体制度设计和实施的阶段。在这个阶段,进一步理解注册制的内涵,明晰注册制的本质,并提出具体措施和风险防范手段非常重要。

## 一、注册制的内涵

有关注册制的技术问题,最近几年讨论得已经比较充分了。比如,注册的对象是什么?注册的是文件(招股说明书)、证券还是股票发行行为?<sup>①</sup>谁负责审阅注册文件,中国证监会审阅,还是上海和深圳两个交易所审阅?<sup>②</sup>这些问题都非常重要,其中的细节,亦有进一步讨论的必要。但是,超越这些技术问题的讨论,在制度实施的关键环节,我们仍然需要追问,注册制究竟是什么?它的核心内涵是什么?如果注册制未来得到有效实施,我们希望它达到的效果是什么?在这个问题上,不同学者会有不同看法。笔者曾经作为美国律师参与中国企业的美国上市项目,现在作为高校学者也持续关注美国和中国资本市场的动态。在笔者心目中,注册制具备以下几个特点。

(一)股票发行效率高,业内对发行流程有稳定预期

在我国,股票发行审核效率不高。比如,从

我国两个交易所建立的1990年起算,到上一轮首发上市审核暂停的2012年,在约20年的时间里,美国证监会同期年平均审核250个首发上市项目,而我国证监会年平均审核约100个项目。实行注册制的美国,审核效率是我国的2.5倍。<sup>③</sup>

从企业角度来看,在美国上市,整个审核流程也非常有效率。并且,它的可预期性很高。不管是大企业还是小企业,通常预期6个月到1年就能够走完所有流程,实现交易所挂牌。比如,2014年5月6日,阿里巴巴第一次向美国证监会提交注册文件;2014年9月21日,阿里巴巴在纽约证券交易所挂牌交易。美国证监会提了六轮审核意见,前后只用不到5个月时间,就完成了世界上迄今为止融资金额最大的首发上市。<sup>[1]</sup>不光是大企业,小企业在美国上市,也很有效率,有很强的可预期性。

最近几年,在我国完成一个首发项目,花两三年的时间是一个常态。同时,由于我国证监会历史上曾经多次暂停首发审核,每次暂停时间不定,多长时间能够完成一个首发项目,市场无法形成稳定预期。因此,实行股票发行注册制,在笔者看来,就是要提高股票发行审核的整体效率,同时,给市场主体提供稳定预期,便于市场主体自我调控。

(二)股票发行有责任约束,股票发行诚信度高

在我国,招股说明书中出现虚假陈述、重大遗漏的不在少数,发行人诚信度经常受到质疑。但是,我国对虚假发行、欺诈发行的法律责任约

① 根据美国1933年《证券法》第5条的规定,在向美国证监会“登记注册文件之前”(filing of registration statement),禁止任何股票销售行为。这里的注册文件,核心内容是招股说明书。美国被认为是实行注册制的典型国家。这里的“注册”(registration)和“登记”(filing),在作者看来,意义被等同了。同时,“注册”或“登记”的对象是文件,其主体是申请人或潜在发行人,因此,美国证监会最后宣布生效的是注册文件(registration statement)。注册文件被宣布生效的法律后果是,申请人可以使用注册文件(招股说明书)来销售股票。在我国,由于“注册”被赋予了与核准相对应的含义,而核准的主体是监管机构(而不是申请人),核准的对象是证券发行的行为。所以,国内才有关于注册的对象是什么的争论。

② 从目前的《证券法》(草案)来看,交易所负责审阅注册文件,提出审核意见,证券监管机构收到交易所审核意见和注册文件十天之内没有提出异议的,注册生效。

③ 从1990年到2012年,在这23年时间里,经过美国证监会审核并上市的首发项目有5661个,美国证监会平均每年完成审核246个。2013年,我国新股发行暂停一年,没有首发上市的公司。2012年底,我国共有上市公司2494家。鉴于我国退市的公司很少,从1990年上海证券交易所建立起算,从1990年到2012年,在这23年时间里,大致可以说,经过中国证监会审核并在两个交易所上市的首发项目约2494个,中国证监会平均每年完成审核约108个。

束力度较弱。对此,相当多的学者和业内人士都呼吁,要强化股票发行的法律责任,甚至应该引进美国民事集团诉讼制度,对发行人、券商、审计师实行更强的法律约束。<sup>[2-3]</sup>

在美国,股票发行的行政责任、民事责任的执行力度都很大,对发行人的约束很强、很直接。比如,2014年,阿里巴巴在上市的招股书中披露,上市以后可能面临重大诉讼,这是投资者需要面对的风险因素。2015年1月底,国家工商总局在其网站披露了一份白皮书,该白皮书提到,在阿里巴巴美国上市前的7月份,国家工商总局曾经和阿里巴巴召开会议,指出阿里巴巴在假货等方面存在的问题。这份白皮书披露之后,阿里巴巴股价大跌,不到一周内,就有多家美国律所在美国提起民事集团诉讼,指称阿里巴巴没有披露与国家工商总局的会议,属于违反证券法律的行为。虽然最后阿里巴巴赢得了该诉讼,但是,在民事集团诉讼制度下,律师和股民对阿里巴巴监督的力度、反应速度都是惊人的。<sup>①</sup>

此外,美国证监会也会通过行政调查程序、行政处罚来强化对发行人、上市公司的监督。比如,每年“双十一”节是阿里巴巴的重头戏。从阿里巴巴上市以来披露的运营数据来看,美国零售业最繁忙的11月底感恩节四五天的全国总交易量,也比不上“双十一”节淘宝一天的交易量。2016年初,美国证监会来函询问,要求阿里巴巴提供“双十一”节运营数据的相关文件。对此,阿里巴巴在其2015财年的最新年报中也做了披露。<sup>②</sup>因此,美国证监会的行政调查程序也是很及时的,对阿里巴巴的监督力度也是不小的。

我国实行股票注册制,在提高审核效率、便利发行人和中介的同时,要形成责任约束,强化信息披露的准确性、完整性,提高发行人和中介

的诚信度。为此,既要强化行政执法的力度,也应该考虑民事诉讼的约束机制。在直接采用美式民事集团诉讼可能超前的情况下,可以像德国、我国台湾一样,探索其他形式的民事责任实现机制,最终形成一个有法律责任约束的股票发行制度。<sup>[6]</sup>

(三) 政府、市场主体各司其职,角色不错位

在我国,监管机构对股票发行价格进行监管,比如新股价格不超过发行人市盈率多少倍,对发行数量也进行间接调控,防止股票供应量过大、过急,对市场造成冲击。<sup>[7]</sup>发现价格、准确定价,这本来是券商的本职工作。在监管机构对价格进行实际管控的情况下,新股总体通常都是供不应求的,打新股也通常总是赚钱的,因此,券商没有销售股票的压力,同时也没有发现价格的动力。在这种情况下,券商的大量工作放在撰写招股说明书、与证监会沟通(俗称“跑会”)上,而不是放在市场销售、准确定价上。而在券商撰写招股说明书、“跑会”的情况下,通常应该撰写招股说明书的律师“无事可干”,只好花大量精力写作律师意见书、律师工作报告。律师工作报告动辄几百页,可能比招股说明书还长。法律专业文件术语多,对投资者不友好,法律文件篇幅长,增加了投资者吸收信息的难度。因此,政府管价格、券商写文件、律师无事可干,政府和市场主体的角色出现严重错位。

在美国,美国证监会只负责招股说明书的审批,管信息披露,不管价格,价格由券商通过路演、询价等手段去发现,而律师则负责撰写招股说明书,准备对美国证监会审核意见的回复,并负责与美国证监会沟通。政府和市场主体各司其职,角色基本不错位。比如,工商总局白皮书披露后,阿里巴巴股票大跌,但是,在很长一段时间里,不管怎么跌,一直没有跌破68美元的首

① 2016年6月23日,美国纽约联邦法院判定,阿里巴巴不存在信息披露不到位问题。<sup>[4]</sup>

② 2016年5月底,阿里巴巴向美国证监会提交了其2015财年的年报。在其年报188页,阿里巴巴披露,“earlier this year, the SEC informed us that it was initiating an investigation into whether there have been any violations of the federal securities laws. The SEC has requested that we voluntarily provide it with documents and information relating to, among other things; our consolidation policies and practices (including our accounting for Cainiao Network as an equity method investee), our policies and practices applicable to related party transactions in general, and our reporting of operating data from Singles Day. We are voluntarily disclosing this SEC request for information and cooperating with the SEC and, through our legal counsel, have been providing the SEC with requested documents and information.”<sup>[5]</sup>

发的发行价。因此,在上面提到的阿里巴巴集团诉讼中,美国投资者没有将券商作为被告起诉。原因在于,在集团诉讼期间,股票没有跌破发行价意味着购买首发股票的投资者没有损失,也就无法起诉券商。从这个角度来看,它间接说明,首发项目中券商的定价能力在一定程度上经受了考验。同时,阿里巴巴在其招股书中披露,它支付的律师费高达1500万美元。<sup>[8]</sup>在美国上市项目中,一两百万美元的律师费,这是正常的行情,而1500万美元几乎是美国首发项目中律师费的天价了。同样,在驳回集团诉讼的文件中,美国联邦法院法官在裁决书中认为,阿里巴巴在招股书的披露是不存在不到位的。<sup>[4]</sup>因此,虽然律师费很贵,但是从结果来看,雇用最顶尖的律所撰写招股说明书,减少法律风险,这个昂贵的律师费是物有所值的。

因此,在我国实行股票发行注册制,在笔者看来,就是要改变政府和市场主体角色错位的局面,形成政府管披露,券商管定价,律师管文件这样各司其职、角色正位的股票发行体制。

## 二、注册制的本质

笔者认为,注册制的本质,就是重新调整政府与市场的关系,并以此重构股票发行制度。因此,一方面是要减少政府对市场的干预,提高效率和制度的可预期性,也就是说,政府要大踏步往后退,让市场在资源配置中起决定性作用。另一方面,政府也要大踏步前进,在落实责任上加大力度,而在强化和提高政府作用的同时,仍然需要考虑依靠市场的力量。

(一)减少行政审批,提高制度的效率和可预期性

从2012年新股暂停开始,我国逐渐出现了新股发行排队、“堰塞湖”的现象。2016年5月底,有将近700家企业正排队接受证监会的审核。<sup>①</sup>按照历史上每年平均审核100家的速度,

需要七八年才能完成审核排队企业的申请。即便审核效率提到两三倍,也需要两三年的时间才能解决“堰塞湖”问题。这种排队情况,在世界资本市场历史上恐怕也是绝无仅有的。

2014年,阿里巴巴选择去美国上市,没有在中国香港上市,引发了香港证券业关于香港竞争力的大讨论,也引发了内地对流失优质上市资源的大讨论。为此,阿里巴巴在招股书中专门披露,它不排除未来到中国内地上市的可能性,这算是对我国政府和内地股民的一个安慰。<sup>②</sup>即便监管机构希望推出国际板,进一步开放资本市场,吸引外国公司到中国上市,包括吸引像阿里巴巴这样的开曼公司到中国上市,但是,几百家企业排队的现象,预计到中国上市至少需要两三年,还要应对监管机构的各项专项检查,这些状况恐怕会把这些外国公司统统吓跑。

因此,提高新股发行审核的效率,这是未来A股市场的一个重要工作。要提高审核效率,办法很多,加大资源投入、加大威慑力度都是办法。但是,从根本上来讲,仍然需要大幅减少行政审批、行政干预。降低乃至大幅减少发行条件,比如盈利性条件等等,这是提高审核效率的办法。将审核权下放到两个交易所,不仅是加大资源投入的措施,也是减少行政审批的方式。

减少行政审批,也是吸引更多投资者进入市场,从而提高资金量、流动性的一个重要措施。2016年6月,国际指数公司宣布,它拒绝将A股指数纳入“摩根斯坦利资本国际”指数(Morgan Stanley Capital International,或缩写为“MSCI”指数)。该公司解释,之所以做出拒绝决定,有诸多原因。该公司认为,“中国交易所对涉及A股的金融产品预先审批的限制未解决”,是其中一个原因。<sup>[10]</sup>虽然这里提到的对涉及A股的金融产品预先审批的限制不一定是直接针对新股发行审核的,但是,减少行政审批、提高投资人的自主决策能力,无疑是它的出发

① 截至2016年5月底,有首发排队企业788家,其中116家过会,未过会672家。<sup>[9]</sup>

② 阿里巴巴在2014年美国上市的招股书64页披露,它有可能在中国上市(“if and when permitted by law, we may conduct a public offering and listing of our shares in China, which may result in increased regulatory scrutiny and compliance costs as well as increased fluctuations in the prices of our ordinary shares and ADSs listed in overseas markets”)。<sup>[8]</sup>



点。从吸引投资人进入股市角度,减少行政审批是重要的考虑因素;吸引阿里巴巴、蚂蚁金服这样优质的发行人进入股市,减少行政审批也是关键因素。

如果不减少行政审批,恐怕A股永远会出现“逆向选择”的现象:好的发行人进不来,于是选择去境外,或者留在境外,而诚信度不高、业绩不好的发行人永远有动力包装业绩、造假上市,从而出现“坏人”越打击越多的现象。因此,注册制的本质,在笔者看来,就是要减少政府干预,减少政府审批,让好企业、好投资者进入市场,让市场在资金市场的资源配置中发挥决定性作用。

#### (二) 落实责任,发挥市场主体的积极性

但是,注册制并不意味着仅仅是“市场进、政府退”,强化发行责任,实际需要强化政府的作用。在这方面,政府不仅不能退,还要进,而且要进得到位。比如,强化行政执法力度、强化行政责任,实际上意味着监管机构需要增加稽查大队、行政处罚委和其他部门的行政执法资源,甚至要减少发行审核的人员,重新配置内部行政资源。强化民事责任,实际上意味着整个法院系统需要增加、调整资源,以应对潜在的民事诉讼。证券民事诉讼属于复杂案件,因此,全国法院系统是否应该重点配置某些地区(如上海、深圳)、某些层级(如中级以上)金融审判力量,这是法院系统内部的资源重构措施。不管最后的制度安排如何,强化责任,意味着政府作用的提高。

但是,提高政府作用、加大执法和司法力度、强化政府责任的同时,仍然需要发挥市场主体的积极性,考虑市场主体在落实责任方面的作用。比如,行政调查、行政执法程序中,如何发挥律师的作用,这是落实证券行政责任的重要考虑因素;证券民事诉讼的引入,实际上就是提高股民、律师和其他相关主体的积极性,由他们来帮助政府监督发行人、帮助政府执法和落实法律责任。

更进一步讲,注册制的配套措施,哪怕看起来和落实证券法律责任没有直接关系,也是和减少政府负担、发挥市场主体积极性相关的。比如,在股票审核的公开性、透明度这一问题上,

美国证监会要求发行人公开披露招股说明书,公开披露非常多的附件,包括承销协议范本、重大合同等文件,但是,美国证监会只负责审核招股说明书,对于这些附件基本不做审核,不审核并不意味着放任不管。要求发行人公开披露这些附件,实际上对信息公开的及时性提出了要求,也把监督信息公开的及时性、信息公开的范围是否合法交给了股民去判断,交给了市场去判断。哪怕美国证监会不审,希望发现发行人问题的投资者、律师也会盯着这些文件看,为民事诉讼和采取其他方式(如浑水公司发布研究报告的方式)创造条件。

因此,强化、提高政府角色,一方面政府自己要有作为,另一方面也要为市场主体的行动提供条件,发挥他们的积极性,与政府一起来执法、来监督。这些措施与减少行政审批的措施一起实施,才能真正提高股票市场的效率,提高股票市场的公正性。实施注册制,需要理解注册制的本质,既减少行政干预,又发挥市场的作用,这两方面有对应的一面,政府退、市场进,也有合作的一面,政府进、市场也要进。

### 三、注册制的实施措施和风控手段

实施注册制,需要的配套措施很多,需要关注的潜在风险也不少。在笔者看来,最急迫的是下面三个方面的措施,相关风险控制手段也应该围绕着这三个方面来考虑。

#### (一) 不纠结概念,落实注册制的实质

最近几年,有关注册制的讨论汗牛充栋。从严肃的学术期刊,到大众化的网络媒体、微博微信,几乎全民都在讨论注册制。这对于新制度的实行当然有好处,但是,这些讨论也存在概念化、标签化的倾向。比如,把注册制简单等同于政府不管,把注册制简单等同于股市扩容。因此,有关注册制的法律尚未出台,具体措施尚未定论,就出现了不同版本的注册制解读,引起市场的波动。

从目前看到的注册制讨论来看,和美国的注册制相比,我国监管机构计划推行的注册制其实存在很大不同。比如,中国证监会准备将审核权下放,由两个交易所负责审核申请材料,这和美

国证监会负责审核披露文件、交易所负责审核上市条件的制度安排完全不同。因此,什么是“纯正”的注册制,我国注册制是不是“真正”的注册制,实施“真正”的注册制还需要哪些条件,这些问题在学理上仍然有继续讨论的必要,但是,这些问题都不是关键。同时,由此质疑注册制是否具备中国的土壤,怀疑注册制的可行性,笔者认为,这就是毫无道理了。

在中国证监会管理的领域内,新三板是实行注册制的一块试验田。从2013年下半年新三板开始扩容,到2016年5月,不到三年的时间里,新三板几乎从零开始,发展成为有近7000家挂牌公司的市场,平均每年完成超过2000家公司挂牌。<sup>[11]</sup>这种审核效率,即便美国注册制下,恐怕也不一定能够做到。在中国证监会管理之外的领域,银行间市场协会对企业债券、金融债券的发行、挂牌实行注册制。不到十年的时间,银行间协会市场就发展成为全球数一数二的债券市场。2015年一年,在银行间市场注册发行的债券金额超过了20万亿元人民币。<sup>[12]</sup>

不管是新三板,还是银行间市场,在效率问题上,实行注册制都获得了巨大的成功,不存在注册制是否可行的争论,也没有条件是否成熟的质疑。虽然新三板、银行间市场和新股发行没有直接的可比性,但是,前两个市场实行的是注册制,它们设置的审批条件大大减少,它们的审批流程大大简化,这都是毫无疑问的。比如,在股票首发市场,中国证监会颁布了法律意见书和律师工作报告的指引(即12号准则),洋洋洒洒几十条,这造成了这些文件动辄几百页的问题。而在美国注册制下,完全看不到这样的现象。在新三板市场,新三板公司针对法律意见书只做了几条要求,因此,新三板的这些法律文件大大“瘦身”。<sup>①</sup>

因此,在笔者看来,推进注册制,最重要的一点是不要纠结概念,而是要看注册制的实质特点。注册制的实质特点,如上所述,就是在审核

领域减少行政审批,发挥市场更大作用,提高审核效率、提高制度的可预期性。不管是减少股票发行的实质条件,还是下放审核权到交易所,只要是符合前述注册制的实质特点,不管它是不是“原汁原味”的美国注册制,笔者认为都是可以尝试的,也是应该推进的。

## (二) 研究和推动法律责任落实问题

既然注册制需要落实法律责任,那么,加强证监会的行政执法力度,加强法院系统民事诉讼的威慑力,这是实行注册制的应有之义。中国证监会的行政执法制度,最近几年也得到很大发展。比如,万福生科造假案之后,中国证监会推出的投资者赔偿机制,就得到了不少学者和业内人士的认可。<sup>[13]</sup>近几年,中国证监会对虚假陈述、内幕交易等打击力度的强化,也得到了业内的高度关注。<sup>②</sup>因此,下一步的重点和难点,实际上在于虚假陈述的民事诉讼问题。

在这个问题上,法院的态度虽然有了很大的改变,但是,是否能够采用民事诉讼机制、民事赔偿机制,通过对发行人、中介机构提起民事诉讼来强化虚假发行的法律责任,从目前来看,似乎我国有关部门还没有一个明确态度,也没有一个清晰的路径。从法院角度来看,引入民事诉讼,涉及民事诉讼法的修改,甚至也可能涉及法院组织法的调整,这都需要时间,考虑到民事诉讼法刚修改不久,这也需要等待合适的时机。

从监管机构和司法机构的关系来看,两个机构出发点不同,出现意见不一致,甚至相互“扯皮”的情况,这是非常常见的。2002年6月,最高人民法院出台司法解释,要求证监会行政处罚作为民事诉讼的前置程序,这反映了法院系统的态度:虚假陈述理应由证券监管机构处理,法院不希望接手“烫手山芋”。在美国,类似情况在20世纪90年代也出现过。那时候,美国证监会希望加大内幕交易的民事责任,而美国最高法院则持相反观点,认为内幕交易中的民事责任缺

① 2013年12月,全国股转系统发布的《全国中小企业股份转让系统股票发行业务指引第4号——法律意见书的内容与格式(试行)》(股转系统公告[2013]53号)对法律意见书的内容与格式做了要求。该指引连同总则、附件一共就十条,其中规定法律意见书必备内容一共就六条。

② 见翁小川、张雨婷、黄永升,《内幕交易行政处罚案例研究——原则、绩效与修正初探》,该文章为北京大学金融、投资与法律论坛讲座文章,存于作者处。

乏法理基础。比如,原告股民很难证明内幕交易和其损失之间存在因果关系,法院不希望接手内幕交易引发的民事诉讼。最后的妥协是,美国通过修改法律取消了“因果关系”这一构成要件,代之以“推定存在因果关系”,减轻原告的证明责任,但是,在赔偿责任上,则对赔偿金额做了大大的限制,以减少由此引发的滥诉行为。<sup>[14]</sup>

因此,在民事诉讼问题上,处理监管机构和法院的关系,这是强化法律责任的实质。在这个问题上,不同机构从不同立场出发,提出不同观点,甚至出现相互推诿、不作为的现象是必然的,需要引起足够的关注和警觉。因此,一方面需要有跨部门的研究、协调机制,由类似于深化改革小组这样的机构牵头,超越部门利益,加强顶层设计,对注册制涉及的跨部门措施进行研究和落实。另一方面,学者和智库也要持续研究,对民事集团诉讼的不同版本,如德国的证券示范诉讼、我国台湾的证券团体诉讼进行深入研究,在无法直接借鉴美式民事集团诉讼的情况下,尝试采用其他的类似民事诉讼机制,为决策部门提供知识资源,强化民事责任对虚假发行的威慑作用。<sup>①</sup>

### (三) 提高监管机构招股书审核能力

注册制强调信息披露,因此,监管机构审核的重点在于招股说明书的披露是否清楚,是否充分。同时,监管机构的审核,在遵守法定时限的情况下,可以多次反馈意见,直到对信息披露文字满意为止。比如,2014年阿里巴巴美国上市中,美国证监会一共提出了六轮审核意见,同我国证监会惯常的两轮意见相比,多出了好几轮。部分审核意见还比较尖锐。但是,每轮都遵守了20天内提出审核意见的要求。在美国注册制之下,发行人提交了注册文件(招股说明书),美国证监会如果不在20天内提出审核意见,发行人就可以公开发行。因此,20天是对政府行为

的约束,但是,法律没有限制政府可以多次提出审核意见。

我国推行注册制,审核人员必须有很强的时间观念,遵守反馈时限要求,但同时也需要具备很强的专业性,能够问出有针对性的问题,能够督促发行人提高信息披露的质量。<sup>②</sup>由于我国监管机构的审核人员,多数没有实务经历,没有做过律师、会计师、投行人士的经验,因此,从市场主体人士中直接招聘审核员,继续提高监管机构的专业性极为紧迫。同时,加强对审核人员的培训,进一步学习包括美国在内的其他国家是如何审阅招股书、如何提出审核意见的,这也非常重要。

比如,据笔者了解,2013年深圳交易所完成了一个课题。该课题对美国证监会审核的首发项目进行研究,总结了审核流程的特点,比如一共提出几轮反馈意见、各轮反馈意见的间隔时间如何,也对审核意见中的问题进行了梳理,分析美国预审员提出的常规问题有哪些,针对行业的问题有哪些,针对发行人的问题有哪些,类似这样的研究,都需要持续地进行,以提高审核员的审核质量,完成向以信息披露为中心的审核重点的转变。

同时,光是学习仍然不够,不同市场情况不一样,审核关注的重点也就不同。比如,在美国,关联交易和同业竞争通常不是审核重点,因此,美国证监会对这些问题的披露要求也相对较低。而在我国内地和香港,这两个问题,尤其是关联交易问题,一直是审核的重点。那么,光学习美国注册制,无法直接解决我国面临的问题。在这个方面,需要监管机构从实践中总结,加强同业内人士的沟通,看看这样的问题,究竟是实质问题,还是披露问题。如果是实质问题,如何和以信息披露为中心的审核工作理念相协调,如果是披露问题,应该披露到什么细节,才能满足我国投资者的预期。

### 参考文献

- [1] 阿里巴巴在美国证监会的信息披露文件 [EB/OL]. [2016-06-28]. <https://www.sec.gov/cgi-bin/browse-edgar?action=getcompany&CIK=0001577552&owner=exclude&count=40&hidefilings=0>.

① 德国、我国台湾的民事诉讼制度,参见参考文献[6],第178-188页。

② 有学者提出,注册制需要对政府审核行为进行严格的时间约束。<sup>[15]</sup>

- [2] 付彦, 邓子欣. 浅论深化我国新股发行体制改革的法制路径——以注册制与核准制之辨析为视角 [J]. 证券市场导报, 2012 (5): 8.
- [3] 郭雳. 证券欺诈法律责任的边界——新近美国最高法院虚假陈述判例研究 [J]. 中外法学, 2010 (4): 639.
- [4] 新浪科技. 阿里巴巴赢得在美诉讼 美法官称不存在信息披露不到位 [EB/OL]. [2016-06-28]. <http://tech.sina.com.cn/i/2016-06-23/doc-ifxtmwei9107446.shtml>.
- [5] 阿里巴巴 2015 财年年报 [EB/OL]. [2016-06-28]. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000104746916013400/a2228766z20-f.htm#aa5>.
- [6] 汤欣. 论证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察 [J]. 证券法苑, 2011, 4: 200.
- [7] 汪沂. 强化我国 IPO 定价主体独立性的应对之策 [J]. 上海金融, 2012 (3): 36.
- [8] 阿里巴巴 2014 年美国上市招股说明书 [EB/OL]. [2016-06-28]. [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514347620/d709111d424b4.htm#toc709111\\_\\_27](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1577552/000119312514347620/d709111d424b4.htm#toc709111__27).
- [9] 新浪财经. 首发企业排队 788 家 118 家已过会 [EB/OL]. [2016-06-28]. <http://finance.sina.com.cn/roll/2016-05-30/doc-ifxsqxxu4632431.shtml>.
- [10] 网易财经. 打通纳入 MSCI 指数阻碍需做好顶层设计 [EB/OL]. [2016-06-28]. <http://money.163.com/16/0621/00/BQ1T8KP600253B0H.html>.
- [11] 新华网. 新三板挂牌公司总数达 6 945 家 总市值超 3 万亿元 [EB/OL]. [2016-06-28]. [http://news.xinhuanet.com/info/2016-05/03/c\\_135330277.htm](http://news.xinhuanet.com/info/2016-05/03/c_135330277.htm).
- [12] 和讯新闻. 2015 年我国银行间债券市场运行情况特点 [EB/OL]. [2016-06-28]. <http://news.hexun.com/2016-03-31/183067558.html>.
- [13] 网易财经. 平安证券 3 亿元赔偿万福生科股民 [EB/OL]. [2016-06-28]. <http://money.163.com/13/0511/01/8UICHCE700253B0H.html>.
- [14] 耿利航. 证券内幕交易民事责任功能质疑 [J]. 法学研究, 2010 (6): 84-88.
- [15] 王啸. 试析注册制改革: 基于问题导向的思辨与探索 [J]. 证券市场导报, 2013 (12): 10.

(责任编辑: 邢会强 赵建蕊)

(上接第 11 页)

#### 参考文献

- [1] 徐洋. 美国“注册制”管窥 [J]. 上海证券交易所研究报告, 2014 (14).
- [2] 李文莉. 证券发行注册制改革: 法理基础与实现路径 [J]. 法商研究, 2014 (5): 122.
- [3] Cf. Thomas Gilovich, Robert Vallone, Amos Tversky. The Hot Hand in Basketball: On the Misperception of Random Sequences [J]. 17 Cognitive Psychol, 1985: 295.
- [4] [美] 弗兰西斯·福山. 政治秩序与政治衰败: 从工业革命到民主全球化 [M]. 毛俊杰, 译. 南宁: 广西师范大学出版社, 2015: 423.
- [5] 刘瑜. 如何到达丹麦? [M] // [美] 弗兰西斯·福山. 政治秩序与政治衰败: 从工业革命到民主全球化. 毛俊杰, 译. 桂林: 广西师范大学出版社, 2015: 2.
- [6] 柴瑞娟. 法国金融市场监管体制的历史流变及现状研究 [M] // 郭锋. 金融服务法评论: 第 1 卷. 北京: 法律出版社, 2010: 211-212.
- [7] 卢小珠. 任期制的经济学分析——兼议我国干部任期制的改革 [J]. 改革与战略, 2003 (10): 21.
- [8] 邢会强. 走向规则的经济法原理 [M]. 北京: 法律出版社, 2015: 161.
- [9] 银监会证监会保监会负责人答记者问 [EB/OL]. [2016-06-20]. <http://www.xinhuanet.com/politics/2016lh/zhibo/20160312d/>.
- [10] 新三板首家倒闭公司: 新董事长 67 岁退休阿姨主持大局 [EB/OL]. [2016-07-17]. <http://stock.jrj.com.cn/2016/02/28084920619004.shtml>.
- [11] 邢会强. 新三板市场建设法律问题研究 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2015: 187-188.
- [12] 邢会强. 我国多层次资本条件下转板机制的构建 [J]. 南都学坛, 2013 (6): 75.

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)