

首席经济学家：任泽平

研究员：曹志楠

✉ caozhinan@evergrande.com

联系人：黄斯佳

✉ huangsijia@evergrande.com

#### 相关研究：

1. 振兴资本市场：五大建议  
2019-01-29
2. A股如何从暴涨暴跌到慢牛长牛？——中美股市对比  
2019-03-08
3. 注册制：一场触及灵魂深处的改革——中美股市监管比较视角  
2019-03-21
4. 大国金融体系升级  
2019-06-04

## 注册制审什么、如何审？

### ——美国和中国香港资本市场成败启示录

宏观研究

专题报告

2019/7/3

#### 导读：

目前有人将注册制视为如洪水猛兽，美国和中国香港经验表明，注册制改革并非全盘否定实质审核，涉及发行权、上市权、定价权的重新划分，本质上是监管者、自律机构和市场的归位尽责。

#### 摘要：

注册制与核准制之争体现在法理、重心及程序上。法理上是股票发行的权力归属之争。核准制认为证券发行是特许权，涉及公共利益，需要经行政机关授权方可发行；注册制认为证券发行是企业自由权利，只要真实准确地披露信息，即可发行。审核重心上，注册制和核准制都有实质审核的内容，区别在于实质审核的渠道和方式有不同安排。核准制下，实质性信息的审核判断权多集中于证券监管部门；而注册制下，负责实质性审核的主体多元化，政府监管机构、交易所、会所、律所、券商等事实上都承担了部分实质审核的任务。审核程序上，核准制依赖监管环境，注册制依赖市场环境。核准制下，证券监管机构掌握发行权，甚至涉及定价、融资额、发行时点等，自律组织和市场机构力量较弱。注册制下，股票发行由市场机制决定，能否发行成功取决于发行公司、承销商、投资者之间的博弈。

横向比较各大经济体股票发行制度，可分为注册制（美、日）、混合制（德、港）和核准制（中）三种。其特点在于，一是审核重心上，各发行制度均强调信息披露，但实质审核依次加强，即使是美式注册制也保留部分实质监管因素。二是审核程序上，各发行制度呈现出市场化水平逐级下降、政府监管加深的特点。注册制下发行权、上市权、定价权相分离，分别归属监管机构、交易所和市场机构，混合制下发行权与上市权一体化，并集中在交易所，定价权在市场机构；核准制发行权、上市权、定价权集中在监管机构。

注册制以美国“双重注册制”为代表。审核内容方面，美国形成多样化且层次分明的上市标准，为差异化的上市需求提供支持。审核程序方面，州和联邦分权：联邦侧重信息披露审查，州强调实质性审查；发行和上市审核权分离：SEC决定是否发行，交易所决定是否符合上市标准。配套制度方面，美国采取市场化的“累积投标询价-自主配售”的制度，发行是否成功由投资者决定，上市首日破发率在2012年后逐步稳定至26%左右；退市规则清晰，1980-2018年年均退市率高达19%；对待证券欺诈严刑峻法，并设置多样化的赔偿机制。

混合制以中国香港“双重存档制”为代表。审核内容方面，强调信息披露原则和市场化定价，但保留实质审核权，不要求必须盈利。审核程序

方面，发行与上市一体化，香港审核周期较短，交易所扮演前线主导角色，香港证监会位居后端。**配套制度方面**，但由于退市不畅、再融资宽松，壳股、仙股难以出清，损害投资者权益。

**核准制以科创板试点以前的 A 股为代表。审核内容上**，证监会掌握实质审核权，发行和上市未实质性分离，交易所权力被弱化；上市标准一元化，对企业盈利和经营规模的要求高，导致近年来代表中国新经济的整整一代互联网公司大多未能在 A 股主板上市。**审核程序上**，我国证监会的发审委成员以政府机构人员、会计师、律师等为主，缺乏相应的行业人士，因而发行审核中，发审委花了较多时间关注发行人的财务问题，而少在商业模式、企业自身风险分析等内容着笔。**配套机制方面**，我国发行定价和配股限制多，并非真正意义上的“询价-自主配售”制度，本质上还是属于混合定价机制，导致我国新股发行溢价程度高；退市制度未能发挥优胜劣汰的作用，僵尸企业、壳公司横行。

**注册制改革**，表面上是发行权、上市权、定价权的重新划分，本质上是要促进监管归位，强化自律力量，激发市场活力。基于对境外成熟资本市场发行制度的研究分析，建议：1) 从增量到存量，渐进式推动资本市场各方力量归位尽责，发行制度市场化不能一蹴而就，需要配合监管稳步推进；2) 强化自律监管，敦促中介机构专业尽职；3) 提高证券监管机构的独立性，适当放权于交易所；4) 完善配套机制，使退市常态化，加大证券违法处罚力度。

**风险提示：**资本市场改革不及预期

## 目录

1 追本溯源“注册制” .....	5
1.1 何为“注册制”？ .....	5
1.2 注册制与核准制不是非此即彼的关系 .....	5
2 横向比较 .....	6
2.1 审核内容：对“实质性审核”的监管分权 .....	6
2.2 审核程序：核准制重心在监管，注册制重心在市场 .....	7
2.3 配套制度：定价和配售方式的配合 .....	8
2.4 小结 .....	9
3 美国：双重注册制，监管与自律界限分明 .....	11
3.1 制度变迁：美国双重注册制重在联邦和州之间的协调 .....	11
3.2 审什么：上市标准多样化、层次分明 .....	12
3.3 怎么审：美国注册制下的监管分权 .....	15
3.3.1 联邦和州的分权：联邦侧重信息披露审查，州强调实质性审查 .....	15
3.3.1 政府监管机构与交易所的分权：发行和上市分离 .....	16
3.4 配套机制：发行定价和配售方式高度市场化、退市率高、违法惩戒严格 .....	16
3.5 小结 .....	18
4 中国香港：市场化与实质审核混合体 .....	18
4.1 制度变迁：香港双重存档制是监管权博弈产物 .....	18
4.2 审什么：保留实质审核权力，并呈现加强之势 .....	20
4.3 怎么审：发行上市一体化，交易所掌握审核权 .....	22
4.4 配套机制：市场化程度高，但退市不畅通，壳股仙股众多 .....	23
4.5 小结 .....	24
5 中国：现存问题及政策建议 .....	24
5.1 制度变迁：中国 A 股发行制度经历了从审批制向核准制的转变 .....	25
5.2 审什么：偏重财务审核，过分强调盈利和规模 .....	25
5.3 怎么审：审核机构行政目标过多，独立性较差，发审委缺少行业人员，发行审核效率低 .....	27
5.4 配套制度：发行定价限制多，市场化不足，退市制度未发挥作用 .....	28
5.5 政策建议 .....	29

## 图表目录

图表 1: 2018 年底各代表性经济体主要交易所的基本情况对比.....	6
图表 2: 各经济体实质审核权力归属 .....	7
图表 3: 全球交易所组织形式 .....	8
图表 4: 国际上常用的四种 IPO 定价机制比较 .....	9
图表 5: 各国发行制度基础设施的设置情况 .....	10
图表 6: 中国大陆的发行制度更偏政府导向 .....	10
图表 7: 美国注册制变迁脉络 .....	11
图表 8: 美国多层次资本市场的情况 .....	13
图表 9: 美国资本市场有多样化的上市标准 .....	14
图表 10: 美国“双重注册制”的流程 .....	15
图表 11: 美国各州《蓝天法》证券发行注册方式分为三类 .....	16
图表 12: 美股破发率较高 .....	17
图表 13: 1980-2018 年美股退市数量近 2 万家 .....	18
图表 14: 美股退市数量保持高位 .....	18
图表 15: 香港股市制度变迁脉络 .....	19
图表 16: 香港上市条件 .....	21
图表 17: 被拒绝的上市申请有所提高 .....	22
图表 18: 香港交易所实质审核成分加大 .....	22
图表 19: 香港上市流程 .....	22
图表 20: 港股首发破发情形平均占 30% .....	23
图表 21: 2014-2017 年港股再融资远超 IPO .....	23
图表 22: 香港退市率约为 9% .....	24
图表 23: 香港个人投资者占比 24% .....	24
图表 24: 中国 A 股发行制度变迁脉络 .....	25
图表 25: 我国当前市场以及科创板上市条件 .....	26
图表 26: 我国 2018 年未过会企业以财务问题最为集中 .....	26
图表 27: 中国证监会发审委以政府背景居多 .....	27
图表 28: 我国新股发行抑价程度最高 .....	28
图表 29: 1990-2018 年 A 股仅退市 115 家 .....	28
图表 30: A 股退市数量少 .....	28
图表 31: 美股市场机构投资者市值占比更大 .....	29
图表 32: 我国专业机构投资者持股市值占比较低 .....	29

# 1 追本溯源“注册制”

## 1.1 何为“注册制”？

“注册制”源自对“registration”一词的直译，是指“发行人在准备发行证券时，必须将依法公开的各种资料完整、真实、准确地向证券主管机关呈报并申请注册，至于发行人营业性质、财力、素质及发展前景，发行数量与价格等实质条件均不作为发行审核要件，不作出价值判断。申报文件提交后，经过法定期间，主管机关若无异议，申请即自动生效。”<sup>1</sup>与之相对，核准制下，审核机关要求发行人不仅全面披露企业的真实状况，还需要对发行人是否符合发行条件进行实质审核。注册制以美国和日本模式最为典型，而中国大陆则是核准制的代表之一。

## 1.2 注册制与核准制不是非此即彼的关系

目前社会对注册制存在误解，认为注册制和核准制是非此即彼的关系。事实上，由于资本市场并非完美的有效市场，注册制与核准制并没有绝对清晰的界限，更多是两者共存相互搭配的。即使资本市场强大的美国，也需要 SEC 严格审核，存在实质审核的成分，中国香港则是实质审核与信息披露的混合体，中国 A 股长期实行核准制，但也强调信息披露的重要性。因此，注册制与核准制在审核主体、披露要求、中介责任等的监管总量方面并无重大实质性差别，区别只在于监管分权不同。

注册制与核准制之争体现在法理之争、审核重心、以及审核程序划分上。

法理本质上，是股票发行的权力属性之争。围绕公司是否有发行股票的权利，核准制认为证券发行是特许权，涉及公共利益，需要经行政机关授权方可发行；注册制认为证券发行是企业自由权利，应当受到尊重和保护，只要真实准确地披露信息，即可发行。

审核内容上，注册制和核准制都有实质审核的内容，区别在于实质审核的渠道和方式有不同安排。核准制下，对于信息披露完整性、真实性、合规性甚至证券投资价值等实质性信息的审核判断权多集中于证券监管部门；而注册制下，负责实质性审核的主体多元化，政府监管机构、交易所、会所、律所、券商等事实上都承担了部分实质审核的任务。

审核程序上，核准制重心在监管，注册制重心在市场。核准制下，证券监管机构掌握发行权，甚至涉及定价、融资额、发行时点等，自律组织和市场机构力量较弱，容易发生权力寻租。注册制下，股票发行由市场机制决定，能否发行成功取决于发行公司、承销商、投资者之间的博弈。

资本市场改革不仅仅是换个名字，不是从核准制到注册制的“跃迁”，而是要结合中国特色，有所侧重地选择两种制度恰当的搭配比例，塑造适合中国国情的发行和配套制度。

<sup>1</sup>：周正庆主编：《证券知识读本》（修订本），中国金融出版社 2006 年版，第 154 页；叶林：《证券法》（第 3 版），中国人民大学出版社 2008 年版，第 142-143 页



## 2 横向比较

当前国际上存在的发行制度主要是注册制、混合制和核准制三种，三种发行制度的市场化水平逐级下降，政府导向的程度逐渐加深。我们选取了六个代表性经济体，从审核内容、审核程序以及配套制度三方面入手进行横向对比分析：注册制以美国、日本和中国台湾为代表；混合制以中国香港和德国为代表，中国大陆目前是核准制的代表。

图表1：2018 年底各代表性经济体主要交易所的基本情况对比

发行制度导向	代表经济体	主要交易所	市值 (万亿美元)	上市公司总市值/GDP	上市企业家数	年交易量 (万亿美元)
注册制	美国	NYSE	20.68	164.85%	2285	19.34
		NASDAQ	9.76		3058	16.79
	日本	日本交易所集团	5.30	127.72%	3657	6.30
	中国台湾	台湾股票交易所	0.96	637%	945	0.97
混合制	中国香港	香港联交所	3.82	1052.08%	2315	2.34
	德国	德国证券交易所	1.76	61.25%	514	1.82
核准制	中国大陆	上交所	3.92	71.18%	1450	6.12
		深交所	2.41		2134	7.56

资料来源：Wind，恒大研究院

### 2.1 审核内容：对“实质性审核”的监管分权

无论哪种发行制度均强调信息披露，实质审核责任由监管、自律和市场承担。对比发达经济体资本市场，注册制不是仅进行发行资料的备案或“形式审核”，而是将实质性审核的主体多元化，政府监管机构、交易所、会所、律所、券商等事实上都承担了部分实质审核的任务。美日注册制中，监管机构奉行“披露原则”，真实全面披露即可发行，交易所设立多元化硬性上市标准，投资价值的判断则交由市场机构。财务信息审核交给专业的会所，律所负责申请材料的合规性，券商对投资价值进行判断；中国香港、德国的混合注册制，交易所往往掌握上市主导权，不仅设立硬性上市标准，还设置主观标准，如发展前景、是否具有融资需求进行实质审核。

图表2：各经济体实质审核权力归属

代表经济体	实质审核权力归属				
	披露内容的完整性 (发行审查)	申请材料内容 真实性	申请材料内 容合规性	投资价值判断 (上市审查)	证券定价 和配售
美国	SEC	会计师事务所	律师事务所	交易所	承销商
日本	金融厅 (要求比美国简单)	会计师事务所	律师事务所	交易所(交易所市场)、日本证券业协会(柜台市场)	承销商
中国台湾	交易所	会计师事务所	律师事务所	交易所	承销商、 证监会制定配售上限
中国香港	交易所	会计师事务所	律师事务所	交易所	承销商
德国	交易所, 联邦证券交易 监管局(未在交易所上市 的股票)	会计师事务所	律师事务所	交易所	承销商
中国	证监会	会计师事务所	律师事务所, 证监会	证监会	承销商、 证监会

资料来源：恒大研究院

## 2.2 审核程序：核准制重心在监管，注册制重心在市场

从监管和自律分权来看，注册制下发行权、上市权、定价权相分离，分别归属监管机构、交易所和市场机构，混合制下发行权与上市权一体化，并集中在交易所，定价权在市场机构；核准制发行权、上市权、定价权集中在监管机构。例如美国、日本、中国台湾、中国大陆等经济体监管力量处于主导地位，发行审核权归监管机构，上市审核多属于交易所自律监管。而德国、中国香港等则是以自律监管为主导，发行和上市审核权没有进行实质性分离。

从证券交易所的组织形式上，可以体现该经济体发行制度偏“市场”还是偏“政府”。全球主要交易所主要有会员制、公司制和其他等三种组织形式，其中以公司制为主流，2012年WFE的会员中69%是公司制交易所，仅12%为会员制协会。会员制交易所多以非营利组织的形式存在，不受股东营利需求掣肘，更能发挥公益管理职能，但可能存在受制于行政干预，决策效率低，反应速度慢等问题；公司制交易所尽可能减少了行政干预，决策程序更加市场化，运行效率更高，另外，作为上市公司，还需要按要求披露公司重大信息，使运营更加稳健和透明化，但需要妥善处理商业利益和公众利益的冲突。

图表3：全球交易所组织形式

交易所类别		交易所
会员制	协会或会员互助制	上交所、深交所、布宜诺斯艾利斯交易所、台湾证券柜台买卖中心
公司制	私人有限公司	爱尔兰证券交易所、维也纳证券交易所等
	未上市股份制公司	韩国交易所、台湾股票交易所等
	上市公司	纽交所、纳斯达克交易所、日本交易所集团、德国交易所、香港联交所、伦敦证券交易所集团等
其他	政府或政府所有的	泰国交易所、莫斯科交易所

资料来源：WFE,《全球主要交易所治理结构研究》，上海证券交易所，恒大研究院

## 2.3 配套制度：定价和配售方式的配合

当前国际上常用的证券发行定价机制包括五类：固定价格定价机制、竞价机制、累计投标询价机制、拍卖机制以及混合定价机制。

累计投标询价机制是目前在成熟资本市场上采纳最广泛的发行定价方式，优点表现在三个方面，一是在发行人和投资者之间建立了充分沟通的机制，降低了发行人和投资者之间的信息不对称程度，有助于挖掘市场对发行股票的真实需求；二是询价过程中机构投资者的定价更趋理性，能够在一定程度上降低承销商包销的风险；三是在一级市场和二级市场之间建立起联动机制，缩短了一级市场与二级市场的价差，避免发生新股上市后暴涨或暴跌的情形。**自主配售与累计投标询价机制搭配，是询价制不同与其他 IPO 定价配售制度的重要特征**，有助于承销商培育一群长期投资者，提高 IPO 发行的成功率，但由此衍生了承销商在配售新股过程中产生利益输送问题。

固定价格定价机制是在证券公开发行前，发行人和承销商或政府等确定固定价格发售股票，优点一是定价过程简单，费用和时间成本都较低，二是询价制仅限于机构投资者和高净值投资者参与，加上自主配售产生的利益输送使中小投资者利益受损，而固定价格定价机制按申购比例或抽签的方式进行配售，一定程度上保证了配售资格的公平性。但固定价格定价缺少承销商与投资者的互动博弈，导致发行价格市场化程度较低。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_11472](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11472)

