

证券流通性支持之证券发行上市制度 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

[https://www.100test.com/kao\\_ti2020/485/2021\\_2022\\_\\_E8\\_AF\\_81\\_E5\\_88\\_B8\\_E6\\_B5\\_81\\_E9\\_c122\\_485119.htm](https://www.100test.com/kao_ti2020/485/2021_2022__E8_AF_81_E5_88_B8_E6_B5_81_E9_c122_485119.htm) 证券发行，是指针对特定或者不特定对象所进行的证券募集与销售的行为。证券上市，是指已发行证券依照法定条件和程序在公开市场交易的行为。证券的发行上市制度就是指证券发行与证券上市之间的制度性联系，该制度的存在主要是为了解决所发行证券的流通性问题。

一、发行上市存在的必要性 应当说，证券发行与证券上市是两个相互区别的概念。从时间上来说，证券发行在先证券上市在后；从逻辑上来看，证券上市并非证券发行的唯一目的，因为有很多证券特别是私募证券并不上市交易；更本质的区别则在于两者的法律性质不同：证券发行作为发行人筹集资金的一种方式，属于发行人的自治权利，本应由发行人自行决定，国家不应给予过多干预。但是基于公共利益等考虑，国家权力以发行审核的方式介入到证券发行中来[1]此特别是在实行实质审核的国家证券发行的法律性质具有行政法律关系的属性；证券上市则涉及到发行人与证券交易所之间的法律关系。由于一般国家立法均规定证券交易所属于法定的自律管理组织从而与政府机构相区别，证券交易所作为证券市场的组织者，其依据法定上市条件和交易所上市规则对证券上市申请进行审核，属于自律管理，经审核同意上市的，证券交易所应当与上市申请人签订上市协议，通过上市协议规范双方的权利义务，证券交易所所拥有的“一线监管权”也是来源于与上市公司之间的上市合同。因此证券上市的法律性质也应当界定为发行人与证券交易所之

间的民事法律关系，国家权力对证券上市不应给予除司法审判之外的过多干预。尽管有如许多的区别，但是“证券发行市场与证券流通市场就如车之两轮，有其连动性，不可偏废”。[2]存在活跃的证券流通市场，海量证券的公开发行才可能顺利完成。而证券上市则是联系发行市场与流通市场的桥梁。但1999年“证券法”为了防范金融风险并不允许场外交易的存在，随着形势的发展，十六届三中全会《关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》和《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》都提出了建立多层次的资本市场体系。因此为了满足不同层次的资金需求，拓展中小企业融资渠道，完善股权转让制度，2005年“证券法”增加了“在国务院批准的其他证券交易场所转让”的内容，为建立多层次资本市场体系留下立法空间。尽管证券的流通理论上可以通过“承兑、贴现、交易与赎回等方式来实现”[3]是由于我国现行《证券法》明确规定了依法公开发行的证券应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让（《证券法》第39条），同时由于现阶段国务院尚没有批准除上海证券交易所、深圳证券交易所之外的证券交易场所进行证券转让[4]此目前证券在公开发行之后只能通过证券交易所挂牌交易即上市交易的方式得以流通。

二、发行上市比较研究 发行与上市之间的制度性联系，世界上主要的国家都有各自的做法，我们可以做一个简单的观察（参看下图）：

市场	发行/上市	审核机构	审核标准
美国	发行	联邦证券交易委员会（SEC）	形式审核
美国	上市	纽约证券交易所等	实质审核
英国	发行	伦敦证券交易所（2000年之前）	实质审核
英国	上市	金融服务局FSA（2000年之后）	实质审核

证券交易所（2000年之前） 金融服务局FSA（2000年之后）  
实质审核 德国[7] 发行 法兰克福证券交易所等[8] 实质审核  
上市 法兰克福证券交易所等 实质审核 澳大利亚 发行 澳大利  
亚证券及投资委员会（ASIC）形式审核 上市 澳大利亚证券  
交易所 实质审核 日本 发行 金融厅 形式审核 上市 东京证券交  
易所等[9] 实质审核 韩国 发行 金融监督委员会 形式审核 上市  
韩国证券交易所 实质审核 香港 发行 证监会 形式审核 上市 香  
港交易所 实质审核 台湾 发行 金融监督管理委员会 形式审核  
上市 台湾证券交易所 实质审核（该图表系作者根据胡继之《  
海外主要证券市场发行制度》，中国金融出版社2001年版；  
吴国基《证券发行审核法律制度研究》，对外经济贸易大学  
博士学位论文；吴林祥《我国股票发行上市审核制度：问题  
与完善》，深圳证券交易所综合研究所内部研究报告等资料  
加以综合整理。）总结这些国家的不同制度实践，我们按照  
发行与上市是否由同一机构按照同一标准来审查的标准，基  
本上可以将这些主要国家划分为两种不同的发行上市制度??  
发行上市联动体制[10]上市分离体制。在发行上市联动体制  
中，证券发行与上市均是同一个机构按照同一个标准进行审  
查，以英国、德国等欧陆国家为典型；而在发行上市分离体  
制下，证券发行与上市是由不同的机构按照不同的标准进行  
审查的，一般是由证券监管部门审查发行资格，证券交易所  
审查上市资格，如美国、日本、韩国、香港、台湾和澳大利  
亚等国均实行该制度。有学者认为发行与上市之间的制度性  
联系应当按照发行后是否紧接着上市的标准进行区分，在发  
行上市联动机制（发行上市一体化）下证券在公开发行后一  
般会紧跟着实现上市；而在发行上市分离机制（发行上市相

分离)下证券公开发行后则不一定进行上市交易[11]这种观点是值得商榷的。因为无论在何种体制下,发行与上市都是密不可分的。即使在美国等典型分离机制的国家,发行人为了提高证券的流通性、实现证券的顺利发行,很多时候都会按照证券交易所的上市标准来设计发行方案,甚至在证券发行之前就已经取得了证券交易所的承诺,一待发行成功即实现上市。

三、发行上市现有制度安排对证券流通性的支持

改革开放后随着经济体制改革的深入,股份制度和证券市场在我国逐步兴起并得到迅猛发展。我国证券发行的制度实践肇始于1981年上海代理发行国库券,而最早的股票发行则是1984年经上海人民银行批准中国工商银行静安信托分部向社会公开发行的“飞乐音响”。但是在整个80年代由于国库券不能自由转让以至于其发行只能依赖于行政摊派的方式[12]票最早的制度性流通则是以1986年中国工商银行上海市信托投资公司静安营业部证设立股票交易柜台挂牌交易“飞乐”和“延中”两支股票为标志(私下转让一直在进行,甚至产生了成都红庙子市场等全国闻名的地下黑市)。随后各地纷纷设立地方性的证券交易中心,全国性的流通市场则除上海证券交易所和深圳证券交易所之外还有“全国证券交易自动报价系统”(STAQ)和“全国电子交易系统”(NET)两个法人股交易系统。由于各地在证券发行与上市方面的审核机构和标准上各行其是,这个时期的发行上市制度比较混乱。随着“证券法”1998年的出台,国务院对于各地的证券交易市场进行了集中清理整顿,法定的证券流通市场仅剩上海证券交易所、深圳证券交易所、全国银行间债券市场以及各银行、证券公司的柜台市场。考察1999“证券法”,其明

确规定了“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或者审批”（第10条），“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”（第43条），“公司申请其发行的公司债券上市交易，必须报经国务院证券监督管理机构核准”（第50条）等，因此可以认为当时我国所实行的是发行上市联动体制。我国的制度实践也可以证明这一点，如截止2005年初我国公开发行的股票除“通海高科”一家外[13]行完毕后不久即实现上市。令人遗憾的是，我国所实行的发行上市联动体制并没有像英国和德国那样区分上市发行与非上市发行，而是将证券发行与上市交易捆绑起来采用同一套审批规则。这种做法无疑有其内在的理论缺陷：集中交易场所受其自身交易技术和能力的限制并不能大范围的满足企业的融资需求。以证券交易所为例[14]国际性的证券交易所容纳企业大概在2000-3000家左右，如美国纳斯达克市场为3000多家，日本东京证券交易所为2300多家，英国伦敦证券交易所为2900多家，德国法兰克福证券交易所为1000家，成立于2000年的欧洲证券交易所为1500多家，我国深沪两地证券交易所合计1400多家；但我国目前年营业额大于1亿的企业数量为2万家，年营业额大于5000万的企业数量超过5万家，中小企业的数量超过1000万家。显然，我国目前的证券交易场所远远不能满足实践中企业的融资需求。同时我国对于证券发行一直采取数量限制的政策，从而导致了实践中的种种弊端：不仅使得股份公司的数量大为稀少，减少了可供场外交易的商品资源；也促使现有股份公司“千方百计争上市”，给证券交易所市场带来过

大的压力。因此，发行上市联动体制的设计当时本以为能够很好的帮助解决公开发行证券的流通性问题[15]。实际上我国公开发行证券的流通性问题一直没有很好的解决。随着资本市场改革的日渐深入，证券流通性问题已经成为阻碍证券发行市场继续发展的一大痼疾。为了应对这一难题，《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出“大力发展资本和其他要素市场，积极推进资本市场的改革开放和稳定发展，扩大直接融资，建立多层次资本市场体系，完善资本市场结构，丰富资本市场产品”。而2004年2月《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》则进一步明确提出，要“建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场，要围绕这一目标，建立有利于各类企业筹集资金、满足多种投资需求和富有效率的资本市场体系”。建设“多层次资本市场”已经正式成为国家的政策性战略。正是在这个背景下，《证券法》2005年的修订在立法层面实现了证券发行与上市的分离??中国证监会负责核准证券的公开发行申请，上海证券交易所和深圳证券交易所负责核准证券的上市交易申请（2005“证券法”第10、48条）。

### 三、问题与完善

在我国旧有证券发行上市联动体制下证券公开发行制度已经成为调控市场需求与股票价格的重要手段，并无法按照市场规律运作；同时证券发行上市联动体制也导致了“重发行审核、轻上市审核”的制度弊端[16]。新法实现证券发行与上市的分离更加符合市场规律，但遗憾的是这在我们目前的制度格局下却可能削弱证券整体上的流通性。旧有的证券发行上市联动体制下证券公开发行之后即在集中交易市场进行流通，证券有着最强的流通性；

但现有发行上市分离体制下证券公开发行之后可能并不符合交易所的上市规则而无法在集中交易市场流通或者发行人不愿接受交易所的持续监管而不在集中交易市场流通，对于这部分在实践中所区分出来的非上市发行证券其流通性无疑弱于上市发行证券，尤其是在缺乏多层次资本市场支持的情况下。如果我们现有的制度安排仍旧是如同既往一般对证券公开发行的市场准入加以严格限制，那么马上就会产生以下问题：对于证券交易所来说上市证券资源如同以前一样稀缺而且很有可能更加稀缺，因为市场准入照旧严格而已发行证券有不上市的可能性，交易所为了争夺有限的上市证券资源竞争必然更加激烈，更有违规的冲动，上市审核更有可能流于形式，在这种状况下上市审核的独立性是否需要就殊值疑问了。短期来看这个问题更为明显，以股票为例：“根据既往的经验，如果通过发审会的股票在上市环节被阻，会造成许多复杂的遗留问题，尤其在我国两大交易所下并没有合法合理的其他层次交易市场的情况下，这一问题造成的影响显得尤为严重。”[17] 据此，有论者认为发行注册制才是完善我国发行上市制度的核心，改革下一步的重点是逐步引入发行审核注册制，实现“发行注册化”。因为“发行注册化”有助于形成市场定价机制，有助于中介机构充分发挥作用，有助于建设多层次市场体系，是提高发行审核效率的最终解决方案。[18] 点在我看来是不完整的，因为随着发行与上市相分离，在实践中必然将区分出上市发行与非上市发行。上市发行部分由于涉及到集中交易市场广大投资人的保护，对其实行实质性审核是必需的，特别是在我国投资人不成熟的现实状况下。非上市发行部分则可以考虑实现发行注册化。这

也是世界各国的普遍制度实践。如果这种分析可以成立的话，那么在我看来发行上市制度问题的解决还是要回到发行审核制度上来。我国长期所实行的发行审核制度最大的特点就是“数量限制”（之所以如此是为了控制供给提高证券价格，从而更好的完成帮助国有企业解困和实现资本市场繁荣的目的），以股票为例对我国发行审核制度的历史发展做一个简单的回顾我们就可以清楚的发现这一点。

1.地方审核阶段。我国证券制度最早的发展起源于股份制改革，中央政府对于证券制度的发展基本上只是出政策，甚至只是“默许”，并没有介入证券市场的直接管理[19]，在这个阶段并没有一个统一的发行审核制度。

2.行政审批阶段。这个时期证券市场深入发展，在中央政府的直接管理下一个统一的发行审核制度也随之建立。1993年《股票发行与交易管理暂行条例》确立了“额度管理、二级审批”制度，具体内容包括国务院证券管理部门根据国民经济发展需求及资本市场实际情况，先确定总额度，然后根据各个省级行政区域和行业在国民经济发展中的地位 and 需要进一步分配总额度，再由省级政府或行业主管部门来选择和确定可以发行股票的企业。实践中1993年确定了50亿股，1995年确定了55亿股。同时监管部门对发行的审核分为初审和复审两个阶段。初审由地方政府对地方企业、中央企业主管部门对中央企业（在与企业所在地政府协商后）进行审批，之后再由证监会进行复审。该制度一直实施到1996年转变为“总量控制、限报家数”制度。该制度是根据国务院《关于1996年全国证券期货工作安排意见》和证券委《关于股票发行工作若干规定的通知》所确立的，具体包括国家计委、证券委共同制定股票发行总规模，证

监会在确定的总规模内，根据市场情况向各地区、各部门下达发行企业个数，并对企业进行审核。实践中1996年确定了150亿股，1997年确定了300亿股。可见，这个阶段体现了强烈的行政干预色彩，尤其是在证券发行数量上给予了直接的限制。

3.行政核准阶段。1999年证券法的颁布实施，标志着我国股票发行制度改为了核准制，取消了对发行数量的直接限制，但“数量限制”的实质没有变。2000年根据《股票发行核准程序》和《关于证券公司证券发行申请有关工作方案的通知》开始实行“通道制”。所谓通道制，是指监管部门向各综合类证券公司下达可推荐拟公开发行股票的企业家数，只要具有主承销商资格就可以获得2到8个通道，具体的通道数以2000年主承销商所承销的项目数为基准，新设综合类证券公司将有2个通道数。但由于综合类证券公司的数量有限同时通道数也是受限的（每家证券公司所拥有的通道都是在2到8条之间不等），因此投资人在公开发行市场上可供选择的范围也自然受到限制。2004年根据《证券发行上市保荐制度暂行办法》开始实行“保荐制”。所谓保荐制，是指由保荐机构负责发行人的上市推荐和辅导，核实公司发行文件中所载资料的真实、准确和完整，协助发行人建立严格的信息披露制度，不仅承担上市后持续监督的责任，还将责任落实到保荐代表人个人。由于监管部门对于综合类证券公司和保荐代表人资格授予的严格控制，证券发行数量受限的实质仍旧没有改变，只是限制的方式变得更为间接。事实上，正是由于我国对证券发行采取数量限制的政策，致使我国证券发行市场中投资人可供选择的范围过于狭小，市场机制的作用也由于缺乏足够的竞争而无法充分发挥。从这个角度来看

，我国学界目前所谓的“核准制”和“注册制”之争并没有切中问题之肯綮。在我看来，无论是采行公开披露哲学还是实质管理原则都只是对发行审核标准的书生议论，对于我国证券发行市场问题现状的改变并没有直接的帮助。这是因为“核准制”对于公司质量的注重必然导致对发行人的选择，从而限制投资人的选择范围；而“注册制”尽管意味着更少的政府干预和更多的市场化，发行成本也更为低廉，但如果不改变“数量限制”的制度现状，我们也很难相信“注册制”会有一个好的实施效果。因此，我们目前所需要改变的应当是增加证券发行市场的供给，使市场机制充分发挥作用。在我国现有发行上市相分离体制下，要真正解决证券的流通性问题，我们应当区分上市发行与非上市发行：对于上市发行来说，集中交易市场使得证券的流通性可以完全满足投资者的需要，但由于涉及到投资者的保护使得实质审核成为必须，也有可能导致发行上市事实上的一体化（发行人按照上市的资格要求进行发行）；对于非上市发行来说，首要的就是增大证券发行市场的供给，不管是形式审核还是实质审核（只是审核标准不同），我们可以将审核机构的许可权改成否决权，即由原先的需要审核机构为核准发行决定改成审核机构可为一定时限内的禁止发行决定，超过这个时限发行人即获得发行资格。其次，应当加快多层次市场建设，这是解决非上市发行证券流通性的根本途径。

#### 四、结语

本文对于证券发行法律制度的理论思考可以简单的概括成“一个证券、两种属性、三大支柱”：所谓“一个证券”即是指证券发行法律制度的核心——?? 有价值证券；“两种属性”即是指证券的安全性与流通性；“三大支柱”即是指发行公开、发行审核、

发行上市三大制度。可以说，正是围绕证券的安全性及流通性展开形成发行公开、发行审核、发行上市三大支柱性体制从而构成证券发行法律制度。（本文是作者硕士学位论文《证券公开发行法律制度的理论思考》第四部分的主要内容，有删改。作者系浙江大学经济法硕士，现在杭州市中级人民法院民二庭工作。任书记员）

注释：[1]证券交易市场的国家干预相比应该还是相对比较弱的。也正是基于这一点的考虑，有许多国家的证券发行法律制度是规定在公司法中而不是规定在证券法中的。 [2]国全：《证券交易法研究》，中国政法大学出版社2002年版，第3页。 [3]四奇：《对我国资产证券化法律障碍的分析与建议》，《云南大学学报法学版》2005年第5期，第66页。 [4]国历史上曾经存在众多地方性的证券交易中心，全国性的流通市场除了上海证券交易所和深圳证券交易所之外也还有中国证券市场研究设计中心设计并运作的“全国证券交易自动报价系统（STAQ）和中国证券交易系统有限公司设计并运作的全国电子交易系统（NET）两个法人股交易系统。但是这些交易市场都在1998年国务院的清理整顿活动中被关闭，自此我国国务院批准的证券交易场所只有上海证券交易所与深圳证券交易所。对这个现象的分析可参见毛国权：《证券法律制度变迁：中央地方的竞争与合作（1980?2000）》，《中外法学》2004年第1期，第83-99页。 [5]国的证券交易市场体系复杂：既有纽约证券交易所、美国证券交易所等8个全国性证券交易所，也有太平洋证券交易所、波士顿证券交易所等区域性证券交易所，还有SEC依法豁免注册的小型地方证券交易所。 [6]有学者认为英国发行上市制度是“表面上的一体化模式与骨子里的分离模式”，参见

吴林祥：《我国股票发行上市审核制度：问题与完善》，深圳证券交易所综合研究所内部研究报告附录D。这种观点是不严谨的。实际上英国的证券发行根据发行后是否上市可以区分为非上市发行和上市发行，非上市发行仅需要到英国贸易部（Department of Trade and Industry）下属的公司注册署（Companies House）注册即可，并不需要任何机构的事先审查；上市发行则需要提交伦敦证券交易所（2000年之前）或金融服务局（2000年之后）进行审查，也就是实行所谓的发行上市联动机制。[7]情况与英国相类似，非上市证券的发行由联邦证券交易监管局根据《证券交易法》进行形式审核，上市证券的发行则由证券交易所根据《交易所法》进行审核。[8]克福、柏林、不来梅、汉堡、慕尼黑、汉诺威、斯图加特和杜塞尔多夫等证券交易所，其中以法兰克福证券交易所规模最大，其证券市值总和与交易量一直占全国的80%左右。[9]、大阪、名古屋、广岛、福冈、京都、新泻、札幌等证券交易所。[10]市联动机制比较早的讨论请参阅石巧荣：《股票发行与上市的联动机制亟待改变》，载《金融理论与实践》1998年第3期，第41-42页。[11]国有商业银行改制上市法律问题研究》，北京大学出版社2005年版，第1页。[12]《我国国债发行的历史回顾及现状分析》，《上海统计》2001年第1期，第8页。[13]科”之所以实现了发行与上市的分离是因为其完成发行后即被证监会发现违规，并在其上市前撤消了股票公开发行的核准决定。对该案的介绍及相关评论请参阅朱谦：《股票公开发行核准决定撤消中的法律问题研究——以吉林通海高科案为例分析》，载《法律科学》2003年第5期，第122-128页。[14]《中国需要多层次资本市场》，《中国

改革》2005年第6期，第22页。涉及证券流通性问题的还有证券市场股权分置的现状。但由于这个问题过于宏大，本文篇幅难以承载，并且与该处主旨不合，因此且容作者日后另文探讨。[15]股票发行决定权??中国股票发行制度演进考察》，《福建论坛（人文社会科学版）》2004年第3期，第39-40页。[16]证券法发行上市条款的重大修订解读》，《法学》2006年第2期，第44页。[17]：《我国股票发行上市审核制度：问题与完善》，深圳证券交易所综合研究所内部研究报告，第19-24页。[18]《证券法律制度变迁：中央地方的竞争与合作（1980?2000）》，《中外法学》2004年第1期，第84页。

100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 [www.100test.com](http://www.100test.com)