

注册制下发行审核监管的分权重整

冷静*

内容摘要:本文以《证券法》修订草案的一读文本为讨论基础,评述注册制背景下证监会与交易所之间重新分配新股发行审核权限的制度设计,并分析交易所发行审核的性质及其约束监督机制。本文认为:修订草案中新的发行监管分权架构体现出比较激进的“市场化”导向,核准制下的“权力型”证监会实现了相当程度的“回缩”与“隐退”。而修订草案中没有设置精细的监督机制来有效约束交易所作为发行审核一线机关可能面临的利益冲突,需要进一步完善相关制度和机制建设。

关键词:注册制 证监会 交易所 发行审核 IPO

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2016.01.021

一、问题的提出:“市场派”vs.“谨慎派”

迄今为止,关于注册制改革的方向,学界和舆论界的主要意见可以概括为“市场派”和“谨慎派”两类观点。“市场派”主张发行监管去行政管制,削弱或者取消证监会前端实质审核的权力而强化其事中事后监管(即“权力型”证监会的“隐退”),发挥市场主体及中介机构在发行人资质评价与信息披露质量保障方面的作用,加强交易所作为自律管理组织的前端审查与中后端执行权能。^①应该说,这一派观点代表了当前的主流意见,并且已经折射到了2015年4月发布的《证券法》修订草案的一读文本(下称“修订草案”)当中。“谨慎派”则主张循序渐进地推进注册制改革,不照搬发达资本市场尤其是美国市场的制度,在保留核准制下成功经验的同时,有选择、分步骤地借鉴和吸收境外先进资本市场的注册制经验,题中的应有之义就是对“去管制”(deregulation)、“美国化”或者是“市场化”的改革呼声保持警惕。^②

“谨慎派”观点的代表作之一,为蒋大兴教授发表于《法学评论》2014年第2期的《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》一文(下称“蒋文”)。蒋文对我国注册制改革中各方主体(包括证监会、地方政府、证券交易所及中介机构)在股票发行上市过程中如何分配和行使监管权进行了展望和设计,在以下四个层面提出了分权重整的建议:第一,证监会不仅不应该从前端的实质审查中“隐退”,未来反而需要一个“更强大的证监会”,由其继续行使对IPO投资价值的部分商业判断权。为此应进一步提升证监会的权力范围和地位,改善证监会的人力与资源投入,从“重发审”转向“发审与执法并重”。第二,将部分实质审核权回归到地方政府手中,因为地方政府最为了解当地企业的质量好坏,能够部分解决信息不对称问题。第三,另一部分实质审核权可下放到交易所,实行“发行审核”与“上市审核”的相对分离,由交易所负责上市审核。同时,出于防止利益冲突的考量还应强化对交易所审核的监管,以免减损其上市审核的公正性。第四,

* 华东政法大学国际金融法律学院教授,上海市“东方学者”特聘教授。

① 代表观点可参见陆媛:《朱从玖:新股发行注册制是个好建议》,载《第一财经日报》2010年3月8日, <http://finance.sina.com.cn/stock/newstock/zxdt/20100308/01257517122.shtml>, 访问时间:2015年9月30日;周荣祥:《中国证券法学会研究会会长郭锋:适时重构新股发行审核制度》,载《证券时报》2011年11月28日,第A02版;吕蓁:《摩根士丹利华鑫:IPO转向注册制意义深远》,载《中国证券报》2013年12月4日, http://www.cs.com.cn/xwzx/zq/201312/t20131204_4233642.html, 访问时间:2015年9月30日。

② 代表观点可参见沈朝晖:《流行的误解:“注册制”与“核准制”辨析》,载《证券市场导报》2011年第9期,第14页;王啸:《我们需要什么样的注册制》,载《上海证券报》2013年11月20日,第A05版;蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,载《法学评论》2014年第2期;卢雄鹰:《我国注册制改革之路该怎么走》,载《上海证券报》2015年8月20日,第012版。

部分实质审核权应回归到证券中介及其他服务组织。^③

蒋文提出的注册制下证监会权限之重构设想,尤其是关于保留并加强证监会前端实质审查权力的建议(即“权力型”证监会的强化和优化),集中代表了“谨慎派”阵营对“市场派”观点的批判性回应。例如,蒋文指出,关于“市场派”提出的中国资本市场改革应借鉴美国经验“去管制”、“市场化”、实现证监会“回缩”的药方,是建立在对美国证券市场以及美国证监会(SEC)发展史的误解之上。原因在于,SEC的注册审核虽然以信息披露审查为中心,不对投资价值作出判断,甚至亏损企业也可以获准注册,但与“市场派”的普遍理解相反,SEC的审核过程充满了实质审查,包括一般认为属于形式审查的合规性审查也包含了实质监管的内容。^④

事实上,虽然近年有“去管制”的改革呼声及实际举措,但恰恰与我国当前的证监模式相类似,美国的证券监管模式一直被业界公认为属于“政府主导型”,与“市场自律型”(英国)、“中间型”(德国)监管模式相区别。“政府主导型”监管模式下,政府通过设立专门的全国性证券监管机构,制定和实施专门的证券市场管理法规来实现对全国证券市场的统一管理;政府在证券市场管理中居于主导地位,而证券交易所和证券商协会等自律组织只起辅助作用。^⑤

在呼吁建设一个“更强大的证监会”、由其在更加有效的基础上继续行使部分前端实质审核权(或称“商业判断权”)的同时,蒋文提出了由证监会向交易所下放部分实质审核权的建议。由此出发,蒋文抛砖引玉,提出:“交易所作为商事组织,其寻租的严重程度不会亚于证监会。总体上而言,在中国社会,虽然存在各种针对公共权力机构的批评,但在社会信用上,公共权力机构原则上比商人机构更可靠。因此,在注册制下,将部分实质审核的权力以上市审核的形式下放到交易所不是问题的终结,而是新问题的开始。这种实质判断权如何安全落地,是需要理论界认真研讨的课题。”^⑥

本文即是对上述倡议的一个响应。笔者尝试在本文中蒋文的追问继续下去,从修订草案的文本出发,评述注册制下在证监会与交易所之间重新分配新股发行审核权限的制度设计,重点关注交易所发行审核的性质及其约束和监督机制。

二、注册制下发行监管分权的框架设计

修订草案由全国人大财经委组织多部门人士参与的起草小组负责撰写,已于2015年4月20日提请全国人大常委会一审。虽然由于2015年夏季“股灾”的冲击,《证券法》的修订进程因股市波动而推迟,但注册制改革的大方向预计不会变化。^⑦按照起草小组的说法,推进股票发行注册制改革,其本质是以信息披露为中心,由市场参与各方对发行人的资产质量、投资价值做出判断,发挥市场在资源配置中的决定性作用。故此,修订草案以公开发行业在证券交易所上市交易的股票为主线,确立了股票发行注册的法律制度,在明确注册程序、修改发行条件、细化参与各方的责任、建立公开发行豁免注册制度以及建立股票转售限制制度这五个方面作出了规定。^⑧下文将围绕注册制下证监会与交易所之间发行监管分权重整的框架设计,对修订草案的重要条款进行述评。

(一)发审权下放至交易所,注册权保留于证监会

修订草案中写入了股票发行废除核准制和发审委、实行注册制的相关条款,并对股票发行上市的监管权

③ 参见前注②,蒋大兴文。

④ 同上注。

⑤ 参见李响玲:《论新趋势下的证券交易所自律监管》,中国法制出版社2014年版,第17—22页。

⑥ 参见前注②,蒋大兴文。

⑦ 2015年9月24日,在“2015南湖互联网金融峰会论坛”上,全国人大财经委副主任委员吴晓灵在会议间隙对媒体公开表示:“《证券法》(修订草案)的二审最快也要12月,后面的三审以及出台只能等明年看了。”吴晓灵还表示,按原计划,全国人大常委会对修订草案的二审是在今年8月进行,但股市波动使得有关方面要更多研究经验教训,所以整个的进程向后推迟。参见陈湔:《吴晓灵称证券法修订因股市波动推迟》,载《21世纪经济报道》数字报,2015年9月25日,资料来源:http://epaper.21so.com/html/2015-09/25/content_139642.htm?div=-1,访问时间:2015年11月30日。

⑧ 全国人大财政经济委员会:《关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉的说明》,2015年4月20日。修订草案对于注册制的适用范围有特别的限定。起草小组考虑到股票发行注册制改革是当前证券市场改革的重点和难点,为确保注册制改革的顺利推出,减少争议,将现阶段注册制改革的范围限定于股票发行,而债券及其他证券的发行则继续适用核准制。

限进行了结构性重整。修订草案没有采纳目前在学界和实务界较为得到推崇的一种分权方案：比照美国注册制模式，由证监会进行发行审核，由交易所实施上市审核——这也是蒋文倡议的改革方向，^⑨采取由交易所集发行审核权与上市审核权为一身，而证监会在交易所注册审核决定的基础上行使注册权和否决权的制度安排。此种安排大体上接近于香港核准制下发行监管的权力架构。^⑩但重要区别在于，发放IPO批文的机关不同——修订草案中是中国证监会，而在香港是交易所。^⑪

修订草案所设定的分权重整措施中，核心是将股票发行的审核权由证监会下放至交易所，而交易所的审核则以注册文件的信息披露质量为基础，审视其齐备性、一致性和可理解性，并且采纳了舆论界的主流意见，在发行条件中废除了财务状况和持续盈利能力等要求，目的在于放宽资本市场的准入管制。^⑫至于证监会，则将在股票发行的前端审核中实现部分的“隐退”（而这恰恰是蒋文所反对的）：证监会不负责注册文件的一线审核，交易所注册审核后出具同意意见的，应当向证监会报送审核意见和注册文件，证监会十日内不表示异议则注册生效。^⑬由此，证监会承担了对交易所的发行审核结果进行最终把关的角色，并掌握着是否确认注册生效（发放IPO批文）的决定权。同时修订草案还指出，注册生效不表明证监会对股票的投资价值或者投资收益作出实质性判断或者保证，也不表明其对注册文件的真实性、准确性、完整性作出保证。^⑭由此，证监会在核准制下基于对IPO申请的实质审核功能所承担的对证券质量之隐形担保或“背书”（endorsement），为修订草案所明文否定。这一点与美国注册制下发行审核性质的基本要义完全一致。

至于“对于交易所报送的同意决定及注册文件，证监会在十日之内有权表示异议”的制度设计，则类似于香港证监会对交易所的IPO审核决定出具“No Comment Letter”（无异议函）的安排。^⑮据笔者理解，这至少表明证监会对于注册申请仍然会进行某种意义上的后台“审查”，而不仅仅是配合和接受交易所决定的存档报备——不审则如何发现问题并提出异议？但修订草案对证监会此种“审查”的内容（是审查交易所作出决定所据的程序与标准是否合规，还是审查注册文件本身是否符合信息披露要求？）、性质、程序及标准却无任何规定。并且，以十日为异议期限的理据何在，也很难参详。

此外，修订草案只规定了交易所需将同意决定报送证监会，没有规定交易所注册审核未予通过的后续程序与救济手段——如果拟发行人不服交易所的不同意决定（当然也就不会出现交易所向证监会报送注册文件的结果），是否享有向交易所投诉或申请复核、或者向证监会申诉或提起复议请求、或者向法院提起行政诉

^⑨ 美国的注册制是联邦政府及州政府的“双重审核”与美国证监会及交易所的“双重注册”（既有发行注册，又有上市注册）相叠加的准入制度。关于美国注册制下发行监管权力分配与行使的详细介绍，参见王啸：《证券发行制度改革的几个思维误区》，载《上海证券报》2013年11月8日，第A05版；刘君：《美国证券公开发行如何做到“注册制”》，载《中国证券报》2013年11月18日，第A17版；唐应茂：《我国离注册制还有多远——兼论推进我国股票发行注册制改革的措施》，载《上海金融》2014年第7期。

^⑩ 香港证监当局将其首发上市制度定性为“高度市场化的核准制度”。参见香港交易所：《香港上市制度概览与注册制讨论》，中国证监会讲座PPT，2014年2月10日，第6页。

^⑪ 香港核准制下的发行监管分工被称为“双重存档（dual filing）制度”，即企业申请IPO时需要准备一式两份的申请材料递交给交易所，由交易所转交一套给香港证监会，两组审核人员同时审查，最关键的一步是由交易所的上市委员会召开聆讯会议，讨论并决定是否对IPO申请予以批准。“双重存档制”下的上市审核吸收了发行审核——公开发行的新股需在发行后随即在联交所上市，这使得股票IPO与股票在联交所上市这两个步骤统一了起来，核准权由香港联交所享有。参见中银国际控股有限公司：《香港股票发行制度相关情况》（向上海证券交易所提交的内参报告），2013年11月22日，第1、4页。关于香港核准制下发行监管权力分配与行使的详细介绍，还可参见沈朝晖：《流行的误解：“注册制”与“核准制”辨析》，载《证券市场导报》，2011年第9期，第21页；上海证券交易所发行上市部：《中国内地与香港首次公开发行并在主板上市制度比较研究》，上海证券交易所内部研究报告，2012年1月，第4—11页。

^⑫ 修订草案第20条：“申请公开发行股票注册，应当符合下列条件：（一）发行人具有符合法律规定的组织机构；（二）发行人最近三年财务会计报告被出具标准无保留意见；（三）发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内没有贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的犯罪记录。”与现行《证券法》第13条中的发行条件相比，增加了对发行人及其控股股东、实际控制人无经济犯罪记录的要求，而去除了“具有持续盈利能力，财务状况良好”的要求。

^⑬ 修订草案第23条第1款。

^⑭ 修订草案第23条第2款。

^⑮ 参见沈朝晖：《流行的误解：“注册制”与“核准制”辨析》，载《证券市场导报》2011年第9期，第21页。

讼的权利?^⑩ 修订草案对此未予明确,只在第一百九十九条中提到可对交易所“不予上市、终止上市”的决定申请复核。至于是否可将此项救济适用于交易所“不予通过发行审核”的决定,留待未来的修法努力将之以明确,笔者的观点是可以适用。

综上可知,一方面如“市场派”之愿,证监会在注册制下确实将实现部分隐退和回缩(不再承担一线的发行注册审核,且不对注册生效的决定承担发行人资质的隐形担保),但另一方面又如“谨慎派”所愿,仍旧保留了前端审核程序中的许可职能(注册权、豁免注册权、撤销注册权)与监督职能(对交易所审核决定的异议权)。^⑪

此外,虽然关于交易所注册审核的程序、标准、救济途径等基准规范由谁制定和监督执行在修订草案中没有明确,但结合注册制改革讨论中的主流意见与修订草案上下文的语境,预计未来将由证监会通过颁布行政规章和其他规范性文件的方式,对注册审核的实体规范和程序规范做出规定,以划定发行人申请及交易所审核的合规底线,并就此承担监督执行的职责。^⑫

(二)保荐制度得以保留和改良

在注册制的改革呼声中,关于保荐制度的存废曾经存在着两种意见。一种意见主张将其废除,理由是如果落实了欺诈发行的民事责任追究机制,则保荐制度并无存在的必要。^⑬ 另一种意见认为,在发行体制转轨的初期,声誉和诚信机制尚难充分发挥作用的情况下,草率放弃保荐制度这一业已积累了相当经验的有效安排,并不明智,因此建议修订后的《证券法》条文保留关于保荐的基础制度架构。^⑭

从修订草案的文本看来,后一种意见得到了采纳:一方面取消了除首次公开发行股票外其他发行的保荐要求;另一方面改良和做实了股票发行的保荐制度,规定保荐人应对发行人的注册文件进行审慎核查,对发行人是否符合发行注册条件提出明确意见,保证注册文件的真实、准确、完整,并在上市后持续督导发行人规范运作。^⑮ 这使得蒋文期待的将部分实质审核权回归到中介组织的分权重整方案得以落地。

责任追究方面,修订草案对保荐人出具有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的发行保荐书,或者未履行持续督导义务施以严厉处罚,责任追究范围不仅及于保荐机构,也及于直接负责的主管人员和其他直接责任人员处罚力度也相应强化,除了最高额可达业务收入五倍甚至十倍的罚款金额,还规定了暂停或撤销保荐机构相关业务许可、撤销相关人员任职资格或者证券从业资格的重罚。^⑯ 虽然目前尚不清楚,未来注册制下内地是否将向香港经验看齐,为杜绝证券市场中的诈欺现象和减少保荐人工作缺失而加重其民事和刑事责任,但修订草案对保荐人义务和责任的细化已经体现了相比于核准制下保荐制度安排的显著进步。

三、交易所发行审核的性质

从性质上讲,证监会行使注册权、从而确认注册生效仍旧是一种行政许可,与核准制下证监会根据发审

^⑩ 参见彭冰:《中国证券法学》(第二版),高等教育出版社2005年版,第33页。

^⑪ 修订草案第12条:“公开发行证券,应当符合法律、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注册或者核准;未经依法注册或者核准,任何单位和个人不得公开发行证券。”第13条至16条则规定了向合格投资者发行、众筹发行、小额发行、实施股权激励计划或员工持股计划等由证监会豁免注册的情形。第32条又规定:“股票公开发行注册生效后,国务院证券监督管理机构发现注册不符合法定条件或者法定程序的,可以撤销注册;国务院证券监督管理机构发现注册文件存在虚假记载、误导性陈述、重大遗漏的,应当撤销注册。”第253条:“国务院证券监督管理机构在对证券市场实施监督管理中履行下列职责:(一)依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则,并依法行使审批、注册或者核准权;……”以上条款表明,由证监会行使注册权、豁免注册权、撤销注册权。

^⑫ 业内主流观点,以上海证券交易所副总经理徐明于2014年4月29日在题为《发行制度改革与注册制》的华东政法大学“经济法名家论坛”上提出的观点为代表。而修订草案则在第253条中规定,“国务院证券监督管理机构在对证券市场实施监督管理中履行下列职责:(一)依法制定有关证券市场监督管理的规章、规则,并依法行使审批、注册或者核准权;(二)依法对证券的发行、上市、交易、登记、存管、结算等行为,进行监督管理;(三)依法对证券发行人、公众公司、证券经营机构、证券服务机构、证券交易场所、证券登记结算机构的证券业务活动,进行监督管理;……”

^⑬ 参见陈思远、刘双:《公司IPO上市:操作实务与图解》,法律出版社2015年版,第134页。

^⑭ 参见郭雳:《香港保荐制度改革新规评述与镜鉴》,载《证券市场导报》2014年第2期。

^⑮ 修订草案第28条。

^⑯ 修订草案第271条。

委的审核决定下发 IPO 批文的性质并无二致。^② 鉴于注册审核的实际工作由交易所承担,证监会在不放弃注册权本身的同时,相当于将注册审核这一牵涉公共利益的权能“外包”(outsourcing)给了交易所,在效果上是两个主体对“发行审核权”与“注册权”的分割行使,恰恰与美国注册制下证监会集两种权能为一身的制度安排相异。由于此种权能下放直接由修订草案规定,是否可以将交易所的发行审核理解为“法律法规授权的具有管理公共事务职能的组织所实施的行政许可”尚有待讨论——这也关联到交易所行使自律管理权能的性质。^③

(一)发行审核属于交易所自律监管的权能范围吗?

值得注意的是,一方面修订草案多处明文确认证监会享有“注册权”,但另一方面却未在任何章节写入交易所行使“发行审核权”或者“注册审核权”的条款,而只明确规定了“公开发行股票,由证券交易所负责审核注册文件。”^④那么,对注册文件的审核是否为交易所的一项“权力”呢?如果是,那么其为来源于立法授权的“公权力”,还是基于市场参与者的同意和权利让渡(合同约定)而取得的“私权力”,或者是两者特点兼具的混合型权力?^⑤既然修订草案明文赋权交易所审核注册文件,并且交易所的此项权能无关乎发行人的权利让渡,而直接后果是触发和启动性质上为行政许可的证监会的注册权,那么其与“公权力”的性质更为贴近。更难回答的问题是:如果注册审核不是交易所的“权力”,那又是什么?

综合现行证券法、交易所章程及其业务操作规则的规定,沪深证券交易所目前的自律监管职能主要有:(1)通过上市规则和上市协议监督上市公司的信息披露;(2)通过交易所章程和会员规则监管会员;(3)通过交易规则和实时监控监管证券交易活动。^⑥现行证券法文本中并未写入一条系统概括交易所自律监管职能范围的法条,而是采取分散列举的方法,在第五章“证券交易所”中对交易所的职责予以分别说明。而修订草案在这一方面实现了立法技术上的进步:在集中规定证券交易所性质与权能的第九章“证券交易场所”中,专门写入了一条总括性列举交易所自律管理职能范围的法条。但是,其中没有出现“注册审核”、“发行审核”或“发行注册审核”字样,而只出现了“上市审核”字样。^⑦目前,未知此种行文安排背后有何法理或技术考量,尤其不清楚的是:这是否说明交易所依法对注册文件的审核权能,实际上不被修订草案视为其行使自律管理职能的一项具体内容?如若不是交易所的自律管理权能,那么注册审核的性质又是什么?例如,如前所述,该行为是否属于法律法规授权的行政许可的范畴?这一问题涉及到交易所对发行注册的审核是否受到行政许可法的约束。

(二)交易所的发行审核是行政许可吗?

对此,目前业界意见中比较有说服力的一种观点是,交易所的发行注册审核虽然涉及投资者保护之公共利益,但不宜被定性为行政许可。这是因为,行政许可法确立了行政许可的排除原则:即使相关事项涉及社会公共利益,但若公民、法人或者其他组织能够自主决定的、市场竞争机制能够有效调节的、行业组织或者中介机构能够自律管理的,以及采用事后监督方式能够解决的,可以不设行政许可。^⑧从注册制改革的制度背景来看,这一改革正是在政府职能转变、市场机制优先适用、自律监管组织和中介机构作用凸显、证监会的事中事后监管得以强化的愿景中展开的,完全符合行政许可的排除原则。

^② 《行政许可法》第2条:“本法所称行政许可,是指行政机关根据公民、法人或者其他组织的申请,经依法审查,准予其从事特定活动的行为。”

^③ 《行政许可法》第23条:“法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织,在法定授权范围内,以自己的名义实施行政许可。被授权的组织适用本法有关行政机关的规定。”

^④ 修订草案第22条第1款。

^⑤ 例如,有学者将交易所的自律管理权力阐释为公权力和私权力的混合体。见卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版,第56页。

^⑥ 参见彭冰、曹里加:《证券交易所监管功能研究——从企业组织的视角》,载《中国法学》2005年第1期。

^⑦ 修订草案第184条:“证券交易所履行下列自律管理职能:(一)提供证券交易的场所和设施;(二)制定业务规则;(三)审核、安排证券上市及终止上市;(四)组织、管理证券交易;(五)对上市公司、会员及其他市场参与者进行自律管理;(六)管理和公布市场信息;(七)法律、行政法规、国务院证券监督管理机构规定的其他职能。”

^⑧ 《行政许可法》第13条。

(三)交易所的发行审核到底有何属性?

如果交易所的发行注册审核不是行政许可,那么到底是什么?业界提出的一个回答是,这是一种“受监管的自律管理”。^③这一回答的理据为:(1)交易所作为集中交易场所,首先有权利确定上市标准、选择上市企业、签署上市协议,交易所和上市企业之间因此形成民事关系。(2)为保证自身市场上市企业的质量,交易所以上市证券的选择为基点,可以提前介入该企业的发行活动,通过注册审核的方式来审查其未来上市证券的发行文件,监督其信息披露,这一行为仍然可以被理解为交易所和上市企业之间民事关系的前端延伸与拓展。因此,修订草案规定交易所负责对注册文件进行审核,既可以理解为法律授予交易所的一种“权力”,也可以理解为对交易所既有民事“权利”的确认。(3)同时,因为交易所涉及的发行注册审核和上市证券选择不是纯粹的商业行为,而涉及到了公共利益,因此需要接受法律的约束和证监会的监督,所进行的注册审核也由此属于“法定的”、“受监管”的自律管理行为。^④行文及此,笔者对前文所述的修订草案未将发行注册审核写入交易所的自律管理事项范围就更为不解。这一疑问值得另文继续探讨,本文限于篇幅不再赘述。

四、如何对交易所的发行审核进行监督?

基于竞争上市资源的动机、以及掌握向证监会建议准入主体之权限的原因,交易所的发行注册审核可能将面临利益冲突带来的道德风险和寻租问题,导致其在审核过程中降低门槛,对不符合要求的发行人“放水”。因此,确保其审核程序的透明度和加强证监会及市场各方对其审核行为的监督极为必要。与此相关,修订草案规定:“证券交易所履行自律管理职能,应当遵守社会公共利益优先原则,维护市场的公平、有序、透明。”^⑤虽然修订草案未将发行审核明文纳入交易所自律管理职能的范围,但推定上述规定的公共政策导向也应及于这一重要权能的行使。因此,在讨论如何约束交易所的利益冲突时,要把社会公共利益优先作为基本原则。

(一)交易所的利益冲突

交易所的利益冲突是潜在的:一方面要维护市场的公平、有序、透明,确保发行人的注册文件满足三性要求;另一方面要在竞争上市资源的过程中维护自身的商业利益——通过发行审核的股票方能上市,因此让尽可能多的申请人通过发审为交易所的潜在动机。那么,制度上如何约束此种利益冲突呢?首先,修订草案要求交易所的注册审核程序“应当公开,依法接受监督”。^⑥其次,修订草案要求参与审核的人员不得与发行人有利害关系,不得直接或者间接接受发行人的馈赠,不得持有所审核的发行人的股票,不得私下与发行人进行接触——可谓明确了审核人员的“消极义务”。^⑦

业界人士曾经提出过注册制下平衡交易所的商业职能与公共职能的思路:证券交易所作为证券上市交易场所,在发行上市中存在一定的商业利益,若不加控制则有损害公共利益的动机和可能,对此可以通过发行审核的程序要求、证券交易所的内控机制、以及证监会对交易所发行审核行为的事后监管,解决其商业利益与公共利益的冲突问题。^⑧

(二)我国注册制下证监会对交易所发行审核的监督

在本文第二部分,笔者对于注册制下发行监管分权重整的基本架构已经进行了解读。在修订草案拟定的分权框架中,证监会对交易所发行审核的监督为事中监督——通过注册权及其配套权力的行使,来对交易所的审核通过决定最后把关。但是,正如前文所指出来的,证监会对发行审核的介入较晚,除了不与交易所同时开展审核之外,在收到交易所同意决定后只有短短十天的消化和决策时间。很难评价,这是否足够支撑证监会进行任何有实质意义的监督。并且,在程序机制上,修订草案也没有为证监会提供监督的启动平台,来检视交易所不予通过发行审核的决定——因为交易所没有义务向证监会报送这些决定及其相关联的注册

^③ 卢文道、谭婧:《交易所审核新股发行注册是行政许可吗?》,上海证券交易所法律部内部研究报告,2014年1月23日。

^④ 参见前注^③,卢文道、谭婧内部研究报告。

^⑤ 修订草案第186条。

^⑥ 修订草案第22条第1款。

^⑦ 修订草案第22条第4款。

^⑧ 参见前注^③,卢文道、谭婧内部研究报告。

文件。

当然,如此单薄的证监会前端介入机制,恰恰采纳的是“市场派”所呼吁的去除或者弱化资本市场准入管制中行政治理色彩的改革路径,是目前舆论界主流意见的投射。但这种既不同于香港(证监会前端介入较早,并发挥实质审查作用)、也不同于美国(证监会集发行审核权与注册权于一身)的发审制度架构,是否可能有效地约束交易所因潜在利益冲突而导致的发审违规行为,尚不得而知。据此笔者认为,“谨慎派”关于在发行审核的前端程序中保留一个“更加强大的证监会”的建议,并非无的放矢。

(三)3.交易所利益冲突规制的香港经验

在规制交易所利益冲突方面,香港的经验或可加以借鉴。首先有必要解释为什么可能借鉴香港。由于地缘、语言、政治等方面原因,香港的资本市场法制历来比美国或其他国家地区的法制对中国内地的影响更深。香港证监当局多年来也一直强调,其股市基础和特点与美英等西方国家不同,主要是散户占股市比重较大、市场历史短尚不成熟、公司多为家族控股、缺乏股东集体诉讼机制,因此不能照搬在西方国家行之有效的轻政府监管、重市场自律的政策,而应保留一定程度的实质审核。香港的股市监管迄今是相对成功的。一方面保证了上市公司质量,另一方面维系了投资者信心。香港的股市基础和特点与内地极为相似,而且香港股市同样以内地公司为主要上市主体,因此其监管经验值得内地思考和借鉴。^⑤

借鉴香港的制度基础与市场结构基础体现在三个方面。第一,香港是核准制,内地在2004年之后也是保荐人介入的核准制。第二,香港经验是我国证监制度建设历来的重要参考模板,内地发行保荐制度、包括上市后保荐人的持续督导制度都来自于香港经验的启发。第三,中港资本市场结构相似,都存在着大量散户和上市公司股权集中的现象,因此也面临着类似的证监目标与挑战。

如前所述,香港实行市场导向的核准制,由交易所将发行审核和上市审核的权限集于一身。不同于我国沪深交易所的是,香港联交所在2003年实现了公司化和公开发行上市,本身是一家上市公司,存在潜在的角色和利益冲突。香港交易所作为上市公司,其所受到的资本市场法制建制内的监管与制衡主要来自于香港证监会。为避免出现任何的利益冲突,香港交易所本身作为在联交所上市的上市公司,由证监会监管,并确保其与受交易所《上市规则》监管的其他上市公司均接受相同的监管要求,拥有平等的市场机会。证监会对交易所进行监管的法律依据为交易所《上市规则》以及2003年双方订立的《谅解备忘录》(Memorandum of Understanding),其监管内容包括五项,其中涉及到对交易所发行及上市审核进行监管的为第一项:(1)监察香港交易所作为上市事宜的一线监管机构的表现。^⑥

那么在机制设置方面,香港证监会如何实现此种监管?除了在“双重存档制”架构中与交易所共同承担IPO审核职能、并通过掌握No Comment Letter的签发享有理论上的异议权之外(迄今尚无一例交易所通过审核、而证监会表达异议的案例),香港证监会内部专设了关于香港交易所上市事宜的委员会、上诉委员会以及执行人员。其中,委员会由不少于十名成员组成,包括最少五名来自证监会的代表(“证监会代表”),以及最少五名由证监会委任的具备香港证券市场经验且不担任证监会董事或雇员的个人(“市场代表”)。证监会代表由证监会执行董事及证监会下设各部门的高级总监或总监组成,不受固定委任期限的限制;而市场代表的任期一般为一年,可在任期结束时获再度委任。该委员会实际上履行的是相当于“上市复核委员会”的角色,在必要时对交易所的上市审核决定进行复核和监督。^⑦

证监会行使对交易所监督权能的具体措施之一,即为自2005年始证监会每年就香港交易所履行上市职能的效果所作出的评估及建议。^⑧这些评估和建议建立在证监会进入交易所进行现场检查和检讨的基础之上,并重点参考了交易所上市委员会的委员(目前为20名,全部为外聘专家)、以及市场参与各方对交易所上市科下设各个业务运营部门在决策过程与运作程序方面之合规表现的调研反馈,并将这些信息汇总,发布于

^⑤ 参见卫光钦:《循序渐进推进注册制》,财新《新世纪》2014年第9期,资料来源 <http://magazine.caixin.com/2014-03-07/100648011.html? p0# page2>,访问时间:2015年3月30日。

^⑥ 参见郭莉主编:《香港证券市场全透视》,中信出版社2009年版,第49—52页。

^⑦ 参见前注^⑥,郭莉书,第51—52页。

^⑧ 参见前注^⑦,郭莉书,第47页。

证监会的年度检讨报告当中。^④ 这些业务运营部门包括首次公开招股交易部、监察部、上市规则执行部以及上市运营事务部。

证监会的现场检查与检讨方法包括以下：与各部门（包括上市科）的主管进行面谈、总体审查上市科整体的既定工作程序、以及检查抽样个案等。至于检讨的结果，据笔者查考证监会历年检讨报告（2005—2014），还未发现其曾经对香港交易所处理上市事宜作出过否定性评价。证监会每年的检讨报告几乎都包括以下语式的总体评语：“本会认为，所检讨的营运程序及决策过程均属适当，使交易所能够在检讨期内履行《证券与期货条例》第21条下的法定责任——即“须在合理地切实可行的范围内确保市场是有秩序、信息灵通和公平的（to ensure, as far as reasonably practicable, an orderly, informed and fair market）。”本会信纳交易所已采取措施回应本会于上一年度报告内的建议。“不过，无一例外，证监会每年均会对交易所如何继续改进和提升上市事宜规管质量提出一系列建议。^⑤ 这也说明，证监会的监督不是对交易所一味的背书或者“唱赞歌”，而是真正具有制度改良的技术含量的。

综上，注册制下内地证监会对交易所发行审核及上市审核的监督，以香港为镜鉴，在制度与机制建设方面大有可为。

Abstract: Based on the text of the draft revisions to the Securities Law, this paper examines the framework of power allocation arrangements between China Securities Regulatory Commission (CSRC) and stock exchanges in the IPO review process under the background of registration system. It also analyzes the nature and monitoring mechanisms of IPO review by the stock exchanges under the new system. This paper argues that the new framework of power allocation over IPO review displays a strong tendency towards a rather liberal, or even radical, market orientation. This is particularly demonstrated in the considerate degree of withdrawal and retreat from the regulatory frontline of the previously assertive CSRC. However, the draft revisions do not seem to provide delicate monitoring mechanisms to effectively check and constrain the possible conflict of interests faced by the stock exchanges as the frontline reviewer of IPO applications. This paper presents reasons for staying cautious over such arrangements.

Key Words: Registration System; CSRC; Stock Exchange; Review and Approval System; IPO

（责任编辑：冯 果）

^④ 参见香港证监会：《证券及期货事务监察委员会就交易所规管上市事宜的表现而作出的2014年度检讨报告》，2014年9月，资料来源于香港证监会官网：http://www.sfc.hk/web/files/ER/Reports/report_HKEx_%20audit_2014_TC.pdf，访问时间：2015年11月30日。

^⑤ 参见香港证监会就交易所规管上市事宜的历年检讨报告（2005—2014）：<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/web/TC/published-resources/reports/periodic-reports.html>，访问时间：2015年11月30日。