

隐退中的“权力型”证监会

——注册制改革与证券监管权之重整

蒋大兴*

内容提要: 股票发行注册制的改革已成必然趋势,但注册制并不等于不进行实质审核。合规审核本身包含有实质审核的内容,而且,证监会不能对持续盈利能力等商业判断事项作出判断是一种误解。中国实行注册制后,证监会的权力会发生结构性重整。注册制并不意味着“权力型”证监会的完全隐退,相反在某种意义上意味着我们需要一个更强大的证监会。

关键词: 证监会 证券 发行 IPO 注册制 审核

DOI: 10.13415/j.cnki.fxpl.2014.02.005

十八届三中全会继续高举市场化的旗帜,强化市场在资源配置中的决定性功能,^①为此,金融与资本市场也将进一步推动市场化改革,在金融业对内对外开放、政策性金融机构改革、多层次资本市场建设、股票(权)与债券融资改革、保险经济补偿与巨灾保险机制、金融产品创新等方面都有突破性安排,^②改革设想的力度、深度和广度,都远超出民众甚至学界想象,体现出国家智囊超乎往常的卓远见识。

在有关证券市场的改革措施中,最为重要也曾经最有争议的一环是“推进股票发行注册制改革”。这一方面,是对证监会随意暂停IPO审核、形成IPO排队困境的回应;另一方面,也是对业界长期渴望的效率性融资需求的回应。接踵而至的是,这是否意味着证监会不再对IPO进行实质性审核?或者,“权力型”的证监会是否将在资本市场中隐退?如何贯彻、理解十八大报告中的相关内容,进而展开学术性解释,成为极为重要的问题。本文试图坚持学术化的立场,解释注册制与证监会权力重整的关系,以厘清我们对注册制的一些误解。

一、注册制是否完全排斥实质审核

中国有关IPO之审核机制,经历过从审批制、审核(核准)制再到注册制的演变过程。十八届三中全会报告发布前,在中国证券法学术界和实务界一直存在着从审核制向美国式的注册制转换的强劲呼声。^③其中,最为主要的原因是认为,核准制赋予了中国证监会过于强大的行政权力,而严格的审核流程并未起到“净化证券发行(市场)”的效果。上市公司IPO过程中包装造假盛行,投资者欺诈现象没有得到根本遏制,

* 北京大学法学院教授,博士研究生导师。

① 例如,主张“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用深化经济体制改革,坚持和完善基本经济制度,加快完善现代市场体系、宏观调控体系、开放型经济体系,加快转变经济发展方式,加快建设创新型国家,推动经济更有效率、更加公平、更可持续发展。”参见《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(2013年11月12日中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议通过)。

② 诸如:进一步完善金融市场体系。扩大金融业对内对外开放,在加强监管前提下,允许具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构。推进政策性金融机构改革。健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重。完善保险经济补偿机制,建立巨灾保险制度。发展普惠金融。鼓励金融创新,丰富金融市场层次和产品。参见《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(2013年11月12日中国共产党第十八届中央委员会第三次全体会议通过)。

③ 参见陆媛《朱从玖:新股发行注册制是个好建议》2010年03月08日02:02 第一财经日报;资料来源: <http://finance.qq.com/a/20100308/000278.htm>;访问时间:2014年1月1日星期三。

反而形成了审核周期漫长、发行融资困难、权力寻租严重等非市场化弊病,极大地增加了公司发行成本。^④因此,主张采取美国式的注册制,削减证监会的实质审核权,或者将实质审核权下放到交易所,成为业界和学术界极力推行的主张。^⑤并最终为中央决策集团所采纳,形成十八届三中全会政策报告中的重要内容。

然而,需进一步澄清的是,注册制是否意味着实质审核的完全缺位?注册制是否仅仅等同于对合规与否的形式审核?或者说,注册制是否就意味着不进行任何方面的实质审核?从有关注册制与审核制的讨论来看,“对实质审核的排拒”似已成为界定“何为注册制”的通说。^⑥例如,一般认为:

“注册制是指证券发行人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开,制成法律文件,送交主管机构审查,主管机构只负责审查发行人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度。其最重要的特征是:在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查,不进行实质判断。如果公开方式适当,证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件不公平,或发行人提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝注册。注册制主张事后控制。注册制的核心是只要证券发行人提供的材料不存在虚假、误导或者遗漏,即使该证券没有任何投资价值,证券主管机关也无权干涉,因为自愿上当被认为是投资者不可剥夺的权利。核准制即所谓的实质管理原则,以欧洲各国的公司法为代表。依照证券发行核准制的要求,证券的发行不仅要真实状况的充分公开为条件,而且必须符合证券管理机构制定的若干适于发行的实质条件。符合条件的发行公司,经证券管理机关批准后方可取得发行资格,在证券市场上发行证券。这一制度的目的在于禁止质量差的证券公开发行。”^⑦

若真如此,则证监会将异化为“发行文件的备案机构”,《证券法》也将删除有关证券发行的实质要件,而且,我们在IPO过程中是否还需要证监会及发审委,将成为问题——或者,若发行注册果真异化为仅具“统计学意义”的行为,则证监会的发审权真的可以完全由交易所,或者其他任何机构取代。

以上对注册制的理解,多少有些不合事实。实际上,肇始于美国的注册制与形式审核并不具有等同的效果(意义)。在美国,证券发行注册制是一种复合(双重)注册(Dual Registration)的结构,^⑧因其联邦与州政府独特的宪政分权机制,美国本土公司在其境内IPO,除小额发行等豁免注册的情形外,需在联邦与州(发行或销售所涉的州)两个层面同时进行注册——其中,联邦注册以信息披露为主,联邦证券监管权受到严格限定,而各州的证券发行监管一百多年来普遍实行实质审核,旨在控制证券投资风险。^⑨联邦路径背后的内驱力源自路易斯·布兰代斯,其著名言论是“阳光是最好的消毒剂(the best of disinfectants),灯光是最有效的警察”(the most efficient policeman)。^⑩换言之,通过增强信息披露(enhanced disclosure)使令人生厌的行为更难隐藏和逃脱,将形成更好的证券行业。^⑪对于证券监管,美国国会也试图克服困难,设计出一种兼具保

^④ 参见蒋大兴《公司组织形态与证券(融资)权利——槟弃有限公司“改制上市”的法律习规》,载《现代法学》2013年第1期。

^⑤ 比较典型的如郭锋教授认为,在条件成熟的时候,应该重构我国现行的发行审核制度。一个总的原则就是建立券商推荐、券商和中介机构把关、交易所审核、证监会备案的发行监管制度。如果按照这个原则重构,最主要的就是要把现在的首次公开募股(IPO)发行审核监管权,从证监会下移到交易所。参见周荣祥《郭锋:适时重构新股发行审核制度》,2011-11-28 03:19:00 证券时报,资料来源:<http://finance.stockstar.com/MS2011112800000304.shtml>;访问时间:2014年1月1日。

^⑥ 参见《IPO转向注册制意义深远》,证券日报·中国资本证券网,更新时间:2013-12-04 21:57;资料来源:<http://www.ccstock.cn/ipo/xingupinglun/2013-12-04/A1394976.html>;访问时间:2014年1月1日。

^⑦ 轶名《IPO注册制和核准制概念与区别》,2012年02月22日16:00,来源:和讯网;<http://stock.hexun.com/2012-02-22/138536706.html>;访问时间:2013年12月31日星期二。

^⑧ See Manning Gilbert Warren III, Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case Against Preemption, B. C. L. REV. Vol. 25 (1984); Manning Gilbert Warren III, Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case for Reallocation of Regulatory Responsibilities, 78 Wash. U. L. Q. 497 (2000). Available at: <http://digitalcommons.law.wustl.edu/lawreview/vol78/iss2/6>.

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

^⑩ See Louis Loss, Joel Seligman, & Troy Paredes, Fundamentals Of Securities Regulation, 5th ed. P. 46 (2011).; Quoted from Ronald J. Colombo, Merit Regulation Via The Suitability Rules, J. Int'l Bus. & L. Vol. 12, (2013).

^⑪ See Susanna Kim Ripken, The Dangers and Drawbacks of the Disclosure Antidote: Toward a More Substantive Approach to Securities Regulation, 58 BAYLOR L. REV. 151 (Winter 2006).

护投资者又不妨碍公司进入资本市场的监管体制,他们发现基于信息披露的路径是最适合实现两者之间实现微妙的平衡的——国会担心联邦实质监管可能产生毁损市场自由的信号效应。^⑫

基于此,我国国内教科书以是否存在实质审核为标准,将证券发行制度区分为“注册制”与“核准制”,认为美国的注册制让公司 IPO 不必经受实质审核,并以之为中国本土 IPO 监管改革的方向——形成了证券界的普遍误解。事实上,美国的双重注册制审核中充满了实质审核。^⑬美国所谓“注册制”,源自 1933 年证券法对公开发行的注册或豁免要求,而各州证券法下的监管,在此之前及其后仍独立存在、自行其是,有的实行核准制,有的实行注册制。^⑭学者认为,“实质监管”一般认为属于联邦证券法颁布时州证券监管的特征。事实上,直到今天实质监管仍是州证券监管(联邦立法未“占领”的领域)的特征。^⑮该路径需要“州证券行政官员进行审查,以决定特定证券的质量是否足以在该州发行”。^⑯这与基于信息披露的监管所称不同之处在于:信息披露的监管路径允许投资者和市场来决定特定发行是否公平或是否存在过度风险,而在实质监管中,这些决定是由政府官员做出。^⑰而且,尽管全国性公开证券发行适用于联邦证券法的注册制,但发行后的上市申请,须由美国各大证券交易所进行实质审核。^⑱至于中国公司赴美上市,因属在美国国际板上市,豁免了各州的注册与实质审查,只需在联邦注册。从而进一步引发了我们对注册制的误解,若只从局部的外在表现单向度地观察美国的 IPO 监管,将限制人们认识美国本土公司 IPO 监管的全貌。^⑲此外,在注册制下实行的合规性审核,本身也包含了实质监管的内容——审核机构若需判断某次发行是否合规,不进行实质性审核是无法完成相应任务的。例如,若欲判断某一公司之治理结构是否合规,不具体审查其治理结构的实质构成,是无法做出准确裁断的。因此,要改变将合规性审核等同于形式审核的误解,合规性审核不是纯粹的形式审核,不是简单的书面审,更不是简单的法律文件的备案。并且,公司治理的合规与否本身,也涉及或者暗含了关于公司未来前景的判断。形式审核与实质审核的距离不像我们想象那么遥远。

物体化的世界无比复杂,事物的存在总是趋向于多元的表达方式。在美国,实质审核的主体也是多元化的,除了州政府的实质审核权之外,还存在另一种实质审核的机制。即,其发达的中介机构和相对良好的中介信用机制,发挥了事实上的实质审核(*de facto merit regulation*)功能,从而使联邦注册得以解放实质审核的大部分任务。也即,联邦政府之所以能放松对本土企业 IPO 的实质审核,一方面,是因为已通过州政府的经济分权,将部分实质审核权下放给了州政府;另一方面,由于相对发达的中介市场起到了有效的“看门人”(Gate-keeper)作用,有力的“市场型实质监管”可以弥补“中央政治权力型实质监管”之不足。而且,美国有相对良好的企业征信监管系统,借助诚信的公司自治行为也可约束或减少部分欺诈发行,使联邦政府能节制

^⑫ See Charles H. B. Braisted, *State Registration of Securities: An Anachronism No Longer Viable*, WASH. U. L. Q. Vol. 78 (2000).

^⑬ 参见前注^⑨沈朝晖文。

^⑭ 在 1933 年之前,类似于现在的公司法,证券监管在美国主要是各州的事务,即州的“蓝天法”。州的证券监管主要采取基于实质的路径(*merit-based approach*),但并非所有州都采取实质监管方式,有的州采取其他方式。按照实质监管的方式,在一个州被建议销售的证券必须提交行政机构审查其“实质的”(merit)或“内在的价值”(intrinsic worth)。尽管实质监管已有了经验,但联邦证券监管却采取了一种完全不同的路径——基于信息披露(*disclosure-based regime*)而非实质判断。See Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, *Origin of the Blue Sky Laws*, 70 TEX. L. REV. 347, 348 (1991); See Louis Loss, Joel Seligman, & Troy Paredes, *1 Fundamentals Of Securities Regulation* 45-46, 5th ed. (2011); Ronald J. Colombo, *Merit Regulation Via The Suitability Rules*, 12 J. Int'l Bus. & L. 2, (2013).

^⑮ See Richard A. Booth, *Financing The Corporation* § 9.13 (2012); Roberta S. Karmel, *Blue-Sky Merit Regulation: Benefit to Investors of Burden on Commerce?* Brook. L. Rev. Vol. 53, (1987).

^⑯ 正如行政官员所言“实质监管是为了促进公平,监管投资风险,阻止欺诈,以及增加投资者信心。”See 前注^⑮Richard A 书, § 9.2 (2012); Quoted from Ronald J. Colombo, *Merit Regulation Via The Suitability Rules*, J. Int'l Bus. & L. Vol. 12, (2013).

^⑰ 参见前注^⑯Ronald J. Colombo 文。

^⑱ 参见王啸《证券发行制度改革几个思维误区》2013-11-08 01:58:04,上海证券报;资料来源:<http://money.163.com/13/1108/01/9D4FPUBQ00253B0H.html>;访问时间:2014年1月2日星期四。

^⑲ 参见前注^⑨沈朝晖文。

其监管之手。此外,在美国,即使公司发布了注册声明,将注册声明归档(filing of a registration statement),也未必意味着该公司一定会进行IPO(does not mean that the IPO will occur)。因为,该注册声明在其有效之前,可能会修改一次或多次。甚至,在注册声明生效后,公司仍可能会改变想法,不再进行IPO。²⁰

即便如此,在美国,对联邦注册排除实质监管(merit regulation)也并非毫无异议,实质监管一直以一种侵略性的姿态试图进入联邦证券监管范畴。首先,SEC对IPO企业的提问,包含了大量实质监管的内容。如前所述,合规审查不仅仅是一种形式审查,还包括是否合规的实质审查,将合规审查仅仅理解为法律文件齐备的形式审查,不合实际;其次,随着美国经济情势的变化,主张强化实质监管的呼声也越来越高。尤其是,因2008年金融危机及其导致的经济衰退,一些人已开始质疑原有的信息披露监管哲学是否可取,²¹并建议在美国证券法中强化实质监管,即政府不仅要求确定的发行人信息披露,也要阻止被视为存在过高风险的证券发行。²²他们反复提及的是威廉姆·道格拉斯在30年代提出的观点:信息披露相对于现代金融的复杂世界过于简单化,控制的需求将合并产业规制和政府监管,他确信最后必将对资本市场的入口施加某种控制。²³学者认为,尽管这种思想并非革命性,²⁴但也是转变性的发展(Transformative development)。²⁵

详言之,对美国基于信息披露的证券监管制度的批评可分为两类:一是基于投资者保护立场(The standpoint of investor protection),一是基于系统性风险立场(The standpoint of systemic risk)。²⁶对投资者保护而言,信息披露路径的批评者不相信“投资者的审慎性”(Prudence of investors)。²⁷他们怀疑投资者对信息的处理能力——即使其知晓所有必要和相关信息,投资者能否理解并做出稳健且合理的投资决定(Investment decisions that are sound and reasonable),²⁸尤其是金融工具变得越来越复杂,²⁹经常超出披露范围的情形。这些批评者试图保护投资者免受其自身的损害,这种观点无疑是家长式的(paternalistic),但也源于历史经验,³⁰支持这种观点的有力证据就是2008年的金融危机。³¹另一条进攻路线是系统性风险。简言之,资本市场被视为太重要、太复杂以致不应交由私人控制。³²如同道格拉斯(Douglas)所言,“需要一种更彻底、更综合的控制”(a more thoroughgoing and comprehensive control)。³³资本市场不仅要交给新的能够自律的商业集团(new self-disciplined business groups),也应交给能够连接公共利益与营利驱动政府机构。³⁴该主张关注的不是保护投资者免受其自身损害,而是保护所有人免受那些做出鲁莽投资决定之人的损害。这种判断是建立在个人不当的投资决定会对其他人产生负外部性的观念之上。2008年的金融危机也是重要的证据。³⁵

²⁰ 参见美国证监会官方网站;资料来源: http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm#P402_38498;访问时间:2013年12月31日。

²¹ See Joan MacLeod Heminway, *The Best of Times, the Worst of Times: Securities Regulation Scholarship and Teaching in the Global Financial Crisis*, *J. Bus. & Tech. L.* Vol. 5 (2010).

²² 参见前注²¹, Joan MacLeod Heminway 文。

²³ 参见前注¹⁰, Louis Loss 文。

²⁴ 美国多个州和包括中国的不少国家都在其证券法中规定了实质监管,相对于形式监管来说,这被视为一种革命性的监管思想。

²⁵ 参见前注¹⁶, Ronald J. Colombo 文。

²⁶ 参见前注¹⁶, Ronald J. Colombo 文。

²⁷ See Daniel J. Morrissey, *The Road Not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, *U. Rich. L. Rev.* Vol. 44 (January 2010).

²⁸ 参见前注²⁷, Daniel J. Morrissey 文。

²⁹ See Steven L. Schwarcz, *Rethinking the Disclosure Paradigm in a World of Complexity*, 2004 *U. Ill. L. Rev.* Vol. 1 (2004).

³⁰ 参见前注²⁷, Daniel J. Morrissey 文。

³¹ 参见前注²⁷, Daniel J. Morrissey 文。

³² See Daniel J. Morrissey, *The Road Not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review*, 44 *U. RICH. L. REV.* 681 (January 2010).

³³ 参见前注²⁷, Daniel J. Morrissey 文。

³⁴ 参见前注²⁷, Daniel J. Morrissey 文。

³⁵ 参见前注¹⁶, Ronald J. Colombo 文。

当然,在联邦与各州之间的IPO注册权争夺权并未停止。例如,1996年,在几乎未进行争论和未获得广泛公众支持的情况下,国会委婉地命名通过了《国家证券市场改进法案》(the National Securities Markets Improvement Act of 1996 (NSMIA))。在该法案中,国会单方面收回了此前州拥有的要求发行人进行预售注册披露(pre-sale registration disclosures)的权力,包括进行预售披露审核(conduct pre-sale disclosure review)、实质审核权(merit review)或任何一种与在各州管辖区内进行的大部分公开发行或非公开发行证券相关的公平审核权(fairness review)。^{③④}

因此,认为注册制在历史上以及未来都是毫无争议地不包含实质监管,也不可能会亲近实质监管,从而一旦中国进行注册制转型后,目前盛行于发行审核过程中的实质审核就应当退居幕后、完全交由市场完成,无论如何都是一种比较不合事实及时宜的见解——注册制不等于完全否决实质监管,只是实质监管的渠道和方式可能有不同的安排。而且,按照十八届三中全会报告,是“推进股票发行注册制改革”,“推进”——本身是一个“逐步进行”的过程,并不意味着完全否定实质监管。这在周小川先生对十八届三中全会报告的解读中,也得到了证明,他认为,注册制的改革也不是完全放弃实质监管,只是减少实质性监管——是“以充分信息披露为核心,在股票发行过程中,减少证券监管部门对发行人资质的实质性审核和价值判断,弱化行政审批,增强发行制度的弹性和灵活性,降低股票发行成本,提高融资效率。加强事中、事后监管力度,完善各种民事与刑事责任追究制度,有效抑制欺诈上市等行为。”^{③⑤}可见,注册制在中国官方领导人的解释中也不等同于完全放弃实质监管。

而且,如果我们将视角转移至美国之外,就会发现即使成熟市场也存在其他形态各异的审核模式,例如在英国,证券发行由上市监管局进行形式审核,证券上市则由上市监管局和伦敦证券交易所分别进行实质审核;在我国香港地区,证监会、联交所对发行、上市都要进行形式审核和实质审核。世界各地监管模式色彩斑斓的谱系背后的逻辑,是在不同的政治法律、历史文化甚至地理环境中市场和机构长期反复博弈和优胜劣汰的漫长演化过程。因此,在比较研究中,除非鸟瞰一个制度的全貌及其发展而来的历史,任何碎片化的“抓拍”和片段式的“截图”,只能是陷入只见树木不见森林的误区,产生盲人摸象般的结论。^{③⑥}

二、证监会在注册制下可以审什么

(一) 证监会的传统功能: 合规性审核 Vs. 商业性判断

在美国,实质监管并不意味着筛选出最高质量的投资选择,恰恰相反,其努力追求的仅仅是“保证所有证券达到最低质量要求”(assure that all securities will be of at least minimum quality)。^{③⑦}也就是说,证券必须被发现是适合出售(和购买),尽管这些证券可能仍存在很多不足之处。决定证券适当性所使用的标准一般是证券发行的条款应当“公平、公正、平等”。^{④⑧}尽管各州考虑的因素有所不同,共同的重要因素是评估和比较发行人与承销商的收益比。其他因素包括:与发行相关的期权和权证、便宜股票、发行人资本化的程度、发起人的投资、稀释、发行价格、投票权、向发起人的贷款以及一般的发行费用,等。^{④⑨}简言之,实质监管者被授予“作为一名为投资者争取更好交易的谈判者”(act as a negotiator in getting a better deal for investors)。^{④⑩}实质监管拥有“直接干预和要求改造证券发行人内部结构、内外关系以及发行条款”的权力,^{④⑪}在批准发行前,

^{③④} Manning Gilbert Warren III, Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case for Reallocation of Regulatory Responsibilities, Wash. U. L. Q. Vol. 78 (2000). Available at: <http://digitalcommons.law.wustl.edu/lawreview/vol78/iss2/6>.

^{③⑤} 周小川《全面深化金融业改革开放 加快完善金融市场体系》,载《<中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定>辅导读本》,人民出版社2013年版,第93页。

^{③⑥} 参见前注^{③⑤},王啸文。

^{③⑦} 参见前注^{③⑤},Richard A. Booth文。

^{④⑧} 参见前注^{③⑤},Richard A. Booth文。

^{④⑨} 参见前注^{③⑤},Richard A. Booth文。

^{④⑩} See Roberta S. Karmel, Blue-Sky Merit Regulation: Benefit to Investors or Burden on Commerce? Brook. L. Rev. Vol. 53, (1987).

^{④⑪} 参见前注^{④⑩},Roberta S. Karmel文。

有广泛的要求公司或其发行进行改变的权威。^④ 大部分实质监管对证券经纪商实行牌照要求,且禁止有高管违法的发行人发行证券,^⑤以保护投资者免受不道德的、不公平或者过度风险的发行的损害。

在中国,按照《证券法》第十三、十四条的有关规定,在审核制下,证监会可以审核的事项主要包括两方面:其一,看申请发行之上市公司是否符合《证券法》规定的公开发行条件;其二,看申请发行之上市公司所提交的有关文件是否符合法律规定(参见表1)。具体审核事项主要涉及申请发行公司的法律及财务内容,这也是证监会发行监管部内设审核一处、审核二处的分工界限所在。从审核的具体标的及功能目的而言,上述两方面还可概括为“合规性审核”与“商业性判断”。其中,“商业性判断”主要是对财务事项中的所谓“持续盈利能力”(Sustained profitability)的判断。为保证此种持续能力的判断,证监会还要求保荐机构应对发行人存在的主要风险及其发展前景(Development prospect)作出判断。^⑥此外,证监会还可根据需要对公开发行的条件做“临时安排”(Makeshift arrangement)。

表1:首次公开发行股票审核事项表

审核事项	具体内容	判断重点
公开发行条件	具备健全且运行良好的组织机构 最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为	合规判断
	具有持续盈利能力,财务状况良好	商业判断
	国务院证券监督管理机构规定的其他条件	复合判断
公开发行文件	公司章程;股东大会决议;财务会计报告	合规判断
	公司营业执照;招股说明书;承销机构名称及有关的协议; 代收股款银行的名称及地址	商业判断
	依法聘请保荐人的,还应报送发行保荐书	复合判断

在实务中,有关持续盈利能力的审核及证监会不断增加、欠缺可预期性的“临时安排”,是业界诟病较多之处^⑦——因市场的不确定性,保荐人的商业判断将面临极大风险,保荐人也对此种盈利能力判断要求存在异议。主流观点认为,持续盈利能力应属市场/商业判断而非证监会权力判断的范围。^⑧因此,新股发行注

^④ 参见前注^⑩, Ronald J. Colombo 文。

^⑤ See James E. Ballowe, JR. & Penlope Y. F. Tham, State Blue Sky Regulation, 816 PLI/CoRp 440-442 (1993); Quoted from Ronald J. Colombo, Merit Regulation Via The Suitability Rules, J. Int'l Bus. & L. Vol. 12, (2013).

^⑥ 例如,按照《证券发行上市保荐业务管理办法》(2009年5月13日证监会令第63号)第31条规定“保荐机构推荐发行人发行证券,应当向中国证监会提交发行保荐书、保荐代表人专项授权书以及中国证监会要求的其他与保荐业务有关的文件。发行保荐书应当包括下列内容:(一)逐项说明本次发行是否符合《公司法》、《证券法》规定的发行条件和程序;(二)逐项说明本次发行是否符合中国证监会的有关规定,并载明得出每项结论的查证过程及事实依据;(三)发行人存在的主要风险;(四)对发行人发展前景的评价;(五)保荐机构内部审核程序简介及内核意见;(六)保荐机构与发行人的关联关系;(七)相关承诺事项;(八)中国证监会要求的其他事项。”

^⑦ 例如,证监会披露了2010年部分拟上市公司被否的具体原因,其中,企业的持续盈利能力成为头号“杀手”。据统计,2010年主板被否企业2家,中小板被否37家,4家中小板企业被取消审核或暂缓表决。截至目前,证监会已给20家被否的拟在主板与中小板上市的公司出具否定原因。20家被否公司中,淮安嘉诚净利润最低,为1797.30万元;海南橡胶(601118)最高,为28574.52万元;20家公司平均净利润7300.85万元。结果显示,有13家企业因持续盈利问题被否;4家企业因关联交易问题被否;独立性问题导致3家闯关失败;还有2家企业分别因会计政策与信息披露出现问题落马。而创业板的26位不幸者中,有25家被否决,1家被暂缓表决。参见安邦咨询《证监会审核上市最关注公司持续盈利能力》,2011年01月25日,中国经营网;资料来源: <http://www.fabao365.com/news/680520.html>; 访问时间:2014年1月1日。

^⑧ 参见证讯《姚刚:IPO重启新老划断持续盈利能力不做判断》,西安晚报,资料来源: http://blog.sina.com.cn/s/blog_4829e59b0101jo88.html; 访问时间:2014年1月1日。

册制改革的焦点毫无疑问将围绕能否废弃持续盈利能力的审核展开——即,能否再对持续盈利能力进行实质审核?从目前来看,废除持续盈利能力的审核已成大势所趋,也必将体现于正在进行的《证券法》修法之中。

然而,仍需进一步追问的问题是,为何持续盈利能力不属或者不能归属于证监会的监管审核范畴?这是否属于不言自明的“让市场归市场、让权力归权力”的问题?

(二) 为何证监会不可审核持续盈利能力

证监会能否对发行人的持续盈利能力进行审核,首先需要弄清楚持续盈利能力的审核到底涉及何种问题——持续盈利能力的审核是仅为纯粹的商业判断问题,还是同时包含了合规判断的问题?若为后者,则肩负“保障合规”职能的证监会,^④自然应当享有部分实质审核的权力;若为前者,则证监会能否介入,还需分析市场能否完成独立的商业判断,以及能否消化因错误的商业判断而衍生的后果——若答案是否定的,则证监会也应以国家干预之手,进行预防性或者补充性的实质审核,以弥补市场判断之不足。

1. 持续盈利能力是否属于纯粹的商业判断范畴

按照目前的规范体系,持续盈利能力的审查主要属于“财务审查”(finance examine)范畴——包括对发行人有关收入、成本、期间费用、净利润等四项指标的合理性进行披露。^⑤但就其具体审核内容和信息披露要求来看,不仅包括商业判断所涉“合理性审核”的要求,还关联“合规性审核”所涉及的“真实性”、“准确性”判断(参见表2),而后者在一定程度上应属证监会“保障合规”的职能范畴。

表2: 盈利能力信息披露事项及审核主体、审核范围表

审核范围	发行人的盈利能力信息披露义务	保荐机构和会计师事务所的审核义务
收入	应在招股说明书中披露对其收入有重大影响的信息	应核查发行人收入的真实性和准确性
成本	应在招股说明书中披露对其成本有重大影响的信息	应核查发行人成本的准确性和完整性
期间费用	应在招股说明书中披露对其期间费用有重大影响的信息	应核查发行人期间费用的准确性和完整性
净利润	应在招股说明书中披露对其净利润有重大影响的信息	应核查影响发行人净利润的项目

例如,对收入的审核,要求保荐机构和会计师事务所核查发行人收入的真实性和准确性,对“发行人是否利用与关联方或其他利益相关方的交易实现报告期收入的增长,报告期关联销售金额及占比大幅下降的原因及合理性,是否存在隐匿关联交易或关联交易非关联化的情形”^⑥进行审核——这无疑涉及关联交易的合规性判断,旨在保障发行人盈利能力披露行为合规。

再如,对发行人期间费用的披露,要求保荐机构和会计师事务所核查“发行人报告期是否足额计提各项贷款利息支出,是否根据贷款实际使用情况恰当进行利息资本化,发行人占用相关方资金或资金被相关方占用是否支付或收取资金占用费,费用是否合理”^⑦,所谓资金占用的审核,明显也涉及合规判断的问题。

还有,保荐机构和会计师事务所对发行人净利润的审核,应审查“发行人政府补助项目的会计处理合规性。其中按应收金额确认的政府补助,是否满足确认标准,以及确认标准的一致性;与资产相关和与收益相关政府补助的划分标准是否恰当,政府补助相关递延收益分配期限确定方式是否合理等。尤其是,发行人是

^④ 按照证监会官网的介绍,中国证监会为国务院直属正部级事业单位,依照法律、法规和国务院授权,统一监督管理全国证券期货市场,维护证券期货市场秩序,保障其合法运行。因此,其职能的核心是“保障合规”。参见《证监会简介》,资料来源: <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhjs/>; 访问时间: 2013年12月31日。

^⑤ 参见《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书中与盈利能力相关的信息披露指引》(证监会)。

^⑥ 《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书中与盈利能力相关的信息披露指引》(证监会)。

^⑦ 参见《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书中与盈利能力相关的信息披露指引》(证监会)。

否符合所享受的税收优惠的条件 相关会计处理的合规性 ,如果存在补缴或退回的可能 ,是否已充分提示相关风险” ,这显然诸多内容也属于合规性审核。

虽然 ,上述所谓合规性审核的义务直接分配给了保荐机构和会计师事务所 ,但因证监会对 IPO 过程中涉及持续盈利能力的信息披露义务有监管职责 ,同时 ,IPO 发行属证监会直接审核监管的范畴 ,因此 ,证监会对持续盈利能力审核中的合规性判断有当然职权。可见 ,持续盈利能力审核并非纯粹的商业判断领域 ,还是对发行人是否遵守有关法律法规及会计准则进行合规性判断的范畴 ,将持续盈利能力完全等同于纯粹的商业判断 ,进而将其视为市场判断的范畴 ,从而试图完全排除证监会的合规审查权 ,是不符合持续盈利能力审查实际情况的。而且 ,即使除去商业判断事项 ,合规判断也不等同于形式审查 ,其中也包含有实质审核的一面。例如 ,对发行人股权结构的审核 ,要求去除代持、信托持股等 ,无不是需要经过实质审核才能发现并完成任务。

2. 市场能否独立完成持续盈利能力的商业判断

如果修正关于持续盈利能力的审查范围 ,去除其中所谓合规性审查的内容 ,则持续盈利能力主要属于商业判断事项。即便如此 ,仍需回答——证监会是否还可以或者需要对市场判断事项进行实质性干预? 该问题的回答 ,主要关涉两个方面: 其一 ,市场自治是能否独立、顺利完成对上市公司持续盈利能力的商业判断? 其二 ,市场自治能否消化对上市公司持续盈利能力判断失误所衍生的后果? 如若上述两个答案是肯定的 ,则证监会退出持续盈利能力的判断有正当性基础。否则 ,若市场自治存在明显缺陷 ,则证监会应启动对市场判断事项——持续盈利能力的干预 ,以弥补市场自我调整之不足。在中国的场景下 ,我们认为答案是肯定的。

首先 ,中国资本市场中的参与主体存在明显的市场判断能力不足的问题。在美国 ,一些人认为 ,实质监管的父爱主义哲学已经发生变化。⁵³ 在个人主义时代 ,即便实质监管的父爱主义曾经是正当的 ,但也不适用于今天。因为 ,实质监管是在个人投资盛行的时代产生 ,但今天已是机构和专业投资者的时代 (institutional and professional investor) ——今天的投资者甚至可能要远比监管者成熟、富有经验,⁵⁴ 因此 ,不再需要监管者实质审核的帮助以弥补其理性不足。而中国的情况正好相反 ,中国证券市场发展时间较短 ,投资者中散户多、风险意识差、风险识别能力弱 ,机构投资者不发达 ,市场投机性强。在这样的市场中 ,一些普通投资者对证券产品的信息处理能力、市场判断能力、风险化解与承担能力等都存在极大缺陷。投资者可依靠的投资中介信用不高 ,发行人诈欺盛行 ,整个市场诚信度差。在投资理性缺位的状况下 ,所谓理性投资者自担风险——买者谨慎原则实施起来有较大的困难 ,因此 ,让投资者自行对投资产品的持续盈利能力进行判断 ,事实上变得不可能。换言之 ,将持续盈利能力交由市场进行判断的前提基础并不存在。

其次 ,中国资本市场中的参与主体难以自我消化持续盈利能力判断失误的后果。一些普通投资者将全部或者大部分积蓄投入到资本市场中 ,其消化风险的能力很差 ,若不进行事前的持续盈利能力判断 ,将使更多的“骗子公司”或者“欺诈发行”混于其中 ,一旦爆发发行欺诈案件 ,则因证券市场的涉众性、投资者的弱小性 ,很容易演变为群体性事件。正因如此 ,所以 ,监管部门一直严厉打击非法证券发行行为 ,甚至不惜使用刑法手段。可见 ,中国证券市场的参与主体欠缺消化投资风险的财产能力 ,使得证监会对持续盈利能力的干预有了另一方面的正当理由。

事实上 ,在中国 ,由政府机构进行商业判断是一种常态。例如 ,各级政府组织策划的项目招商、项目谈判; 再如 ,发改委对商业项目的审核; 以及 ,仍然保留的各种形式的商事领域中的审批 ,无一例外都属于宏观或者微观层面的商业判断。政府是否应当具有、以及应当具有何种商事功能 ,是与政府所处区域的商事主体 (民众、企业组织) 的“市场成熟度”有关。市场成熟度与风险控制能力成正比、与政府干预强度成反比 ,市场成熟度越高的地方 ,市场主体的商事判断能力越高 ,政府退居幕后的可能性就越大。很多研究表明 ,“小政府”是和“大社会”相对应的 ,反之 ,“小社会”则需要“大政府”——因此 ,尽管十八届三中全会要求 ,应当让市场在资源配置中发挥主导性、决定性功能 ,但其并未完全否定政府在资源配置中的全部作用 ,尤其是在那些“涉众性”的资源配置中 ,政府仍应/会继续维持其作为“公共守夜人”的角色。

⁵³ 参见前注⁴⁵ James E. Ballowe 文。

⁵⁴ 参见前注¹⁶ Ronald J. Colombo 文。

三、注册制下如何进行监管分权

今天,越来越多的论调将中国资本市场的问题归结为“证监会的管制”。很多人认为,“过度/度管制”是中国资本市场效率低下、创新不足,以及种种问题得以产生、存在和延续的“元凶”。尤其是,近年来的IPO排队困境,似乎从另一个角度诠释了“发行管制”的失败。内幕交易、虚假陈述、操纵股市、基金黑幕、老鼠仓、债市黑幕等等层出不穷的问题,无不从不同角度挑战着“强权主义”证监会的正当性——强大的证监会似乎并未创造公正、有效的证券市场。因此,当然的逻辑是,中国的资本市场应当进一步走向“市场化”,坚持“去管制”的道路。例如,将证监会的一些管制或者监管权力,转移给交易所、地方政府/机构,或者中介机构。可以说,扩大交易所的发行审核权,以及建立多层次、地方化的资本市场等,都是这一理性判断的直接后果。仿佛,“强权主义证监会”的历史已经完全终结。

如果这样的判断是正确的,那么,中国资本市场的改革或者监管将变得容易和简单得多——我们只需直接复制美国的市场化道路,让自律机构发挥“看门人”的作用,让证监会变得更加消极,让公共权力收回其“有形之手”,一句话,让市场发挥更多的监管作用。仿佛,只要证监会“回缩”了,资本市场的改革就往前迈进了一步。可这样的判断明显是错误的——这是对美国证券市场以及SEC全部发展史的误解。“权力本身没有过错,我们需要权力,是因为可以用权力实现有价值的目的”。^⑤自由的资本市场并不意味着一定要削弱证监会权力。恰恰相反,美国证监会在资本市场的管制上,表现出了极大的“控制力”,这集中表现在SEC的构成和权力安排上。可以说,美国资本市场的声誉,在很大程度上也得益于SEC的独立地位和严苛的监管政策。

SEC的发展史告诉我们,严苛监管正是其赢得声誉和地位的重要原因。在国会和最高法院眼中,有效的证券监管有助于,而不是有害于经济增长。所以,1979年,美国联邦最高法院声称“保护投资者虽然并非证券法的唯一目标……但……规范证券市场有助于经济的复苏。”^⑥从20世纪80年代开始,在芝加哥“自由放任”学派的影响下,为片面追求“做大”市场、提升全球竞争力,SEC开始迎合一些“反监管”的思潮,逐渐放弃“积极监管者”的角色,解除了诸多意在保护投资者和强化市场诚信的措施。一些似是而非的言论也开始流行,诸如,监管市场不仅没有必要而且有害,最好的方法是自律;或者,强制性的信息披露是不必要的,以及对操纵市场行为进行监管是徒劳的,等等。这样的立场,从SEC主席克里斯托弗·考克斯奉行“无为而治”的监管政策,推崇美联储主席艾伦·格林斯潘关于“保护投资者的最好方法,是蒸蒸日上的经济和股票市场”^⑦的言论中,可见一斑。这种“走向监管反面”的立场,最终使美国遭受了金融危机的重创,并通过2010年的《多德-弗兰克法案》等一系列“复苏监管”的政策而重新回到严苛监管的轨道上。可见,一百多年来,美国证券监管史不断在重复着这样一个道理:严苛的监管可以造就市场的信任和有效的信息传递,进而形成有效的市场。对于那些习惯总是“言必称美国”的学者来说,这不能不引发我们的深思。

越来越明显的判断表明,注册制并不意味着“权力型”证监会的隐退。相反,为了维持一个更加健康有效的证券市场,我们需要一个更强大的证监会,^⑧只是,配合注册制的推行,证监会在具体权力构造上,应当进行适当调整——应进一步凸显证监会的“司法性”权力,修正其仅作为行政许可机关的——“行政权力型”机构的陈旧形象。而且,在中国这样的信用环境下,注册制不是一个只与证监会相关的制度结构,注册制涉及“证券发行审核权力体系”的全面重整,不仅仅是证监会需要局部调整其内部的权力安排——从“重发审”转向“发审与执法并重”,而且,地方政府、交易所、中介与服务组织,乃至证券发行的方式及民事责任,都要做整体性调整,才能有效完成注册制的顺利转轨。

^⑤ [美]詹姆斯·菲舍尔《权力没有过错——用权力实现有价值的目的》张云峰、周红梅译,京华出版社2006年版,封面。

^⑥ Michael Lwwis & David Einhorn, The End of the Financial Word As We Know It, New York Times, 2009年1月4日;转引自罗培新《法律与道德风险的赛跑——〈法律与金融译丛〉总序》,载[美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等著《公司法剖析:比较与功能的视角》(第2版),罗培新译,法律出版社2012年版,第11页。

^⑦ 转引自罗培新《法律与道德风险的赛跑——〈法律与金融译丛〉总序》,载[美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等著《公司法剖析:比较与功能的视角》(第2版),罗培新译,法律出版社2012年版,第12页。

^⑧ 参见蒋大兴《金融“过度监管”是个伪命题》,载《人民日报》2013年6月5日。

(一) 证监会权力的结构性重整

如前所述,在注册制下,证监会仍应保留部分实质性审核的权力——因此,发审委不应/会取消。只是,证监会发审重心可能需从片面关注发行人所发证券的市场前景的“商业判断”,转向发行行为本身的“合规判断”——同时,证监会将进一步扩展其事后审查的权力,逐渐发展成准司法机构,证券行政执法与准司法将成为证监会的主要工作,这是由证券市场本身的特性所决定的。如同证监会肖钢主席在第四届上证论坛所说的那样“在公众化交易的条件下,对证券市场的规范和规制,有很特殊的要求。这也是为什么各国的证券监管机构不同于其他行政部门的原因所在。正因为监管公众化交易的特点,证券监管机构不仅不同于银行监管机构,不同于保险监管机构,更不同于一般的行政执法机关。从境外经验看,各国证券监管部门都是集必要的立法、行政和司法职权于一体的法定特设机构。”^⑤具体而言,证监会权力的结构性调整表现在以下几方面:

1. 提升证监会的权力范围和地位

美国 SEC 是一个独立机构(independent agency) 既独立于政府,也独立于立法、司法机构,被称为“第四部门”。在美国,联邦独立机构一般由国会专门制定法律授权其行使准司法权和准立法权,是由国会立法创立的非政府职能部门,其设立目的旨在摆脱行政控制,超然地履行法定职责。按照美国的逻辑,强劲的资本市场,需要更强大的证监会。那么,中国证监会在资本市场上的权力不是太大了,而是太小了——事实上,证监会在资本市场上的权力弱势,可以从很多方面体现出来:

首先,证监会无法监管全部的证券市场。在美国,通过极为宽泛的证券概念,将一切与证券相关的投资商品/合同都纳入 SEC 的监管范畴,从而有效地实现资本市场的联动、统合监管。虽然,按照我国《证券法》规定,证监会负责证券市场的统一监管。但事实上,因为《银行法》的特别安排,银行间债券市场证监会却难以介入其中。目前,债券市场主要区分为银行间市场和交易所市场两大板块,银行间市场的参与主体主要是银行、保险机构、财务公司、券商以及基金公司,该市场以询价方式进行点对点交易,实际上是不公开的、小范围内的机构间市场。而交易所债券市场则与股票市场一样,采取自动报价系统进行实时交易,公开性和透明度都更高。由于银行间市场对主体进行限制、采取点对点交易方式、流动性弱,具有极大的隐蔽性,很难遏制利益输送等违法现象发生。近来,中信证券固定收益部执行总经理杨辉、万家基金固定收益部总经理邹昱、齐鲁银行金融事业部徐大祝等接连被查,非常清晰地暴露了此种“市场分割”所导致的“腐败行为”。因此,扩张证监会的权力,首先需要落实证监会的法定权力,消除法律之间的冲突条款。^⑥

其次,证监会难以监管“高级别”的上市公司。在美国,SEC 由 5 名委员组成,其委员由总统提名并报参议院同意,任命过程即体现出显明的超然性。美国资本市场的发展与 SEC 地位超然、监管严苛有密切关系。中国是一个处处都讲行政级别的地方,行政级别决定了地位的高低、权力的范围。可是,在行政级别上,证监会的主席没有什么特殊性,只是正部级。而一些国企改革而来的上市公司,其董事长也是部级,并且,资历甚至可能比证监会主席还要显赫,有些还能直接通到“更上面”。让证监会工作人员去监管这样的上市公司,无疑像是“拿着苍蝇拍子打老虎”。因此,应当改变证监会的这种“媳妇监督婆婆”的不利处境,大力提升证监会主席的行政级别,让其比一般部级领导更高(例如,副总理级),无疑更有助于证监会对一些家底厚、渊源老的上市公司进行监管。在中国此种权力型社会,提升证监会主要官员的行政级别对强化监管措施,有十分重要的现实意义。

当然,在提升证监会权力范围和地位的同时,按照十八届三中全会的精神,证监会的发审权也要进行局部调整。对此,可以有许多可供选择的方案,例如,要适当区分 IPO 发审和继续融资发审,简化继续融资的发行审核中的实质审核比重;再如,还可适当区分“发行监管/审核”和“上市监管/审核”,证监会主要承担发行审核监管职能,并且,其发行监管的重点是进行合规性判断。同时,也保留一部分与合规性判断密切相关的实质性商业判断权。而证监会原来保留的一部分实质审核权将转移到交易所的“上市审核”中,另一部分实

^⑤ 肖钢《证券法的法理与逻辑——肖钢主席在第四届“上证法治论坛”上的演讲》,资料来源:中国证监会 www. csrc. gov. cn 时间:2013 年 11 月 28 日;访问时间:2013 年 12 月 31 日。

^⑥ 参见唐玮、付刚《债市四月风暴:暴露交易体系制度缺陷》,载《华夏时报》2013 年 4 月 20 日。

质审核权将转移到中介机构和证券服务机构中。在发审领域中的此种权力结构的调整,即考虑到了注册制的需求,又考虑了在中国此种特殊环境下,通过维持实质审核权力,改进投资者保护的特别需求。

2. 强化证监会特定的市场行为处置权

证券市场上的监管执法权与一般行政执法不同,具有极大的特殊性,为此,应从两方面改进证监会的行政执法权:

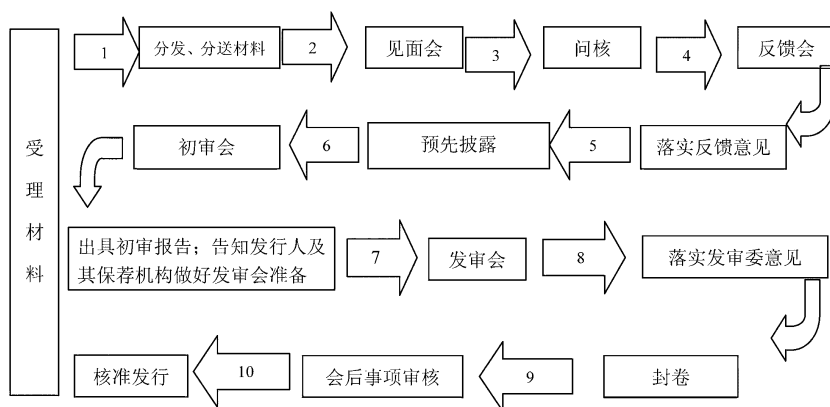
其一,应赋予证监会更强大的市场异常行为控制权。例如,最近的“光大证券乌龙指”事件,暴露出证监会应对突发证券交易行为的法律手段非常欠缺。例如,在中国《证券法》上,并未如国外一样建立所谓熔断机制,当证券交易出现特别异常情形时,证监会难以进行积极应对。无法决定暂停交易若干分钟,并可取消某些异常交易行为的权力,从而排除非正常事件对证券市场的意外影响。^①

其二,应赋予证监会对特定违法行为的准司法权。例如,证监会在查处有关违法案件过程中,可以像法院/警察机关一样采取查封账户、冻结资金、甚至监听措施,有权直接向法院提起诉讼,等等。如此,则使证监会成为一个特殊机构,成为兼有立法、司法、行政等若干职权的国家机关综合体。^②

3. 改善证监会的资源投入

在美国,可能在联邦层面对实质监管最有利的批判是其不可行性。很难想象 SEC 或者任何其他联邦机构可以对每一个证券发行申请提供有效的实质审查。在人员和资源方面巨大的增加是必需的,即使这样,也难以保证是否具有准确且足够快速分析发行申请的足够专业知识。^③ 学者认为,没有理由相信,最好的且最耀眼的金融专家必然会被吸引到华盛顿。事实上,考虑到赚钱的、私人部分薪酬的重要吸引,难以看到上述结果。因此,最多也是希望政府监管者在专业知识和能力方面与其监管的对象是同等水平的。^④ 对中国而言,作为兼具复合型职权的证监会,必须有足够的资源投入,才能确保其任务的完成。然而,无论是在发审工作,还是在行政执法监管工作方面,证监会都处于投入明显不足的状态,这直接影响到其审核工作的质量和行政执法监管工作的质量。

图 1: 证监会 IPO 基本审核流程图



首先,证监会在发审程序设计与运行方面资源投入不足,目前的发审机制及发审投入无法应对海量 IPO 审核需求。若证监会继续承担持续盈利能力审核等商业判断任务,则必须改善其在发审方面的程序设计和资源投入。如前所述,基于中国目前的投资者构成状况,需要赋予证监会对持续盈利能力的商业判断权,但在实践中,该等权力的运用却受到诸多诟病。是证监会本身就不应该享有该种权力,还是该种权力本身的运行设计不太理想? 答案应属后者——证监会的商业判断职能之所以运用不够理想,其中很重要的原因是与其 IPO 发审程序及发审委的构成有关(参见图 1)。目前的发审程序过于繁琐,前期的见面、问核、反馈会等初步审核极为“行政化”——相关工作主要由证监会内部机构(审核一处、审核二处审核人员及负责人等)完

① 参见前注⑤,肖钢文。

② 参见前注⑤,肖钢文。

③ 参见前注⑩,Ronald J. Colombo 文。

④ 参见前注⑩,Ronald J. Colombo 文。

成,该等工作机构审核通过后方可进入发审委的审核程序,发审委委员只在初审会和发审会过程中参与,这导致后续的发审委审核程序时间紧迫、流于形式化,自然会影响到IPO审核质量,业界对证监会发审委是否有能力行使商业判断权的抨击也就顺理成章了。

因此,我们需要仔细分析证监会发审委的构成,若因发审委的构成不能适应履行商业判断等发审职能需要,则应调整发审委成员的构成与规模,使其真正具备商业判断能力。例如,若系发审委成员构成不够专业,则应大量引进来自业界的专业人员进行发审判断;若系发审委人员数量不够,则应组建规模更大、人数更多的发审委。按照《证券法》和证监会的设计,发审委制度是发行审核中的专家决策机制。目前发审委委员共25人,分三个组,发审委处按工作量安排各组发审委委员参加初审会和发审会,并建立了相应的回避制度、承诺制度。发审委通过召开发审会进行审核工作。发审会以投票方式对首发申请进行表决,提出审核意见。每次会议由7名委员参会,独立进行表决,同意票数达到5票为通过。发审委委员投票表决采用记名投票方式,会前有工作底稿,会上有录音。发审会召开5天前证监会发布会议公告,公布发审会审核的发行人名单、会议时间、参会发审委委员名单等。发审会先由委员发表审核意见,发行人聆询时间为45分钟,聆询结束后由委员投票表决。发审会认为发行人有需要进一步落实的问题的,将形成书面审核意见,履行内部程序后发给保荐机构。^⑤很显然,目前的发审委存在人数不够、履职审核周期短、工作量过大、审核形式化等问题。因此,若要维持证监会就部分发审事项的实质审查权,就必须改革发审委的规模,确保其构成人员的专业性,实现真正的实质审核。

其次,证监会在执法监管方面资源投入明显不足,证监会所掌控的资源无法应对海量监管任务的需要。尽管最近平安证券的处罚事件,让证监会在违法监管方面重新树立了权威,但这种个案的成功并不能掩盖证监会资源匮乏方面的窘境。我们来看一组数字,截止2011年底,中国证监会工作人员2745人,其中会机关745人,派出机构2000人。^⑥而同样,截止2011年底,中国有上市公司2342家,债券品种640只;仅2011年有近600家发行股票或者债券。券商境内机构109家,境外机构135家,期货公司161家,证券咨询服务机构88家。^⑦这些公司和机构加起来差不多3000家;董事、监事和高管人数,如果一家按照10个人算,至少也有3万人。另外,还有保荐代表人2000多人,所有这些主体都是证监会的监管对象。大家可想而知,证监会2000多工作人员,要监管至少3万多自然人,3000多家机构,如果再算上关联自然人、关联机构,会数倍于这个数字。以证监会现有的资源结构,根本不可能实行最有效的“人盯人”监督战术,即使加上交易所的一线监管,也无法进行“人盯人”。所以,证监会只能抓大放小,“选择性执法”——一些一线监管发现的违法线索,很难得到迅速处理。由此,我们也就不难理解,为何证监会每年发出的行政处罚决定书数量基本上都是持平的,大约每年50件左右,不是因为违法现象每年都是均衡的,或者每年只有这么多,其中很重要的原因是因为证监会行政处罚委受人员、办案经费所限,每年只能写出这么多判决书,办结这么多案件。所以,要严格执法,必须大规模增加证监会的人力资源和办公经费,扩充行政执法力量。否则,假装监管和躲猫猫的游戏,将永远没有尽头。

如果我们再将眼光投放大洋彼岸,我们不难发现,美国证监会的发展史,从某种意义上来说,也是证监会的资源扩张史——SEC历任主席都在不断为证监会争取更多财政投入,以便其能雇佣更多员工,与市场上的失范行为进行坚决的斗争。可见,证监会必须有更多投入,必须大规模地扩充其财政和执法力量。

(二) 部分实质审核权回归到地方政府

在注册制推行过程中,需要引起重视的另一个权力主体是地方政府。在中国证券市场发展早期,地方政府曾起到非常重要的“公司筛选”作用——事实上充当了发行审核的主体。

1996年以前,由国家下达发行规模,并将发行指标分配给地方政府以及中央企业的主管部门,地方政府

^⑤ 参见《中国证监会发行监管部首次公开发行股票审核工作流程》,资料来源: http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306202/201312/t20131227_240496.htm; 访问时间:2013年12月31日。

^⑥ 参见《中国证券监督管理委员会年报(2011年)》,资料来源: http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhjs/zjhb/201205/t20120516_210088.htm; 访问时间:2014年1月1日。

^⑦ 同注^⑥。

或中央主管部门在自己的辖区或者行业内,对申请上市的企业进行筛选,经过实质审查合格后,报证监会批准。在执行中,地方政府或者中央主管部门尽量将有限的股票发行规模,分配给更多的企业,造成了发行公司规模小、公司质量差的情况。于是,1996年以后,开始实行“总量控制,集中掌握,限报数家”的办法——即,地方政府或中央主管部门根据证监会事先下达的发行指标,审定申请上市的企业,向证监会推荐。证监会审核上报企业的预选资料,合格后,由地方政府或中央主管部门根据分配的发行指标,下达发行额度。审查不合格的,不能下达发行额度。企业得到发行额度后,将正式材料上报证监会,由证监会最后审定是否批准发行,此即证券发行中的“计划经济”。^⑧

这种计划经济的审核模式虽然存在一些缺陷,诸如,易于形成地方政府寻租;筛选审核缺乏透明度;容易导致不同地方行政权力之间的恶性竞争,不利于形成上市融资的市场竞争机制,等等。但此种行政筛查方式也并非毫无是处,仍然存在其合理性的一面。尤其是,在中国目前盛行“强行政主导”的市场经济体制下,地方政府是经济的直接组织者——地方政府也最了解本地企业的好坏,将“好企业”及“好项目”的识别权下放给地方政府,可能比交给证监会更为有效。尽管证监会也已采取“机构下移”的方式,试图将监管权的触角延伸到基层,但无论是在信息系统、工作经验,还是资源配置能力等方面,证监会派出机构对当地企业的“陌生度”都比政府部门高,地方证监局不可能像地方政府那样对本地企业的方方面面了如指掌——地方政府透过财政/税收收入的敛集、特定投资项目的审批等方式,无疑可以更了解拟发行上市的主体的内在构成。所以,就持续盈利能力等此类商事判断事项而言,地方政府可能也是重要的监管/判断主体。

可见,尽管对政府参与证券发行的实质监管存在很多批评,但至少有一个重要因素给予政府监管者以特别优势——即,强有力的获取信息的途径(access to information)。质量信息是现代社会最宝贵的商品之一,尤其是在金融服务行业和资本市场,政府具有十分有竞争力的信息获取途径。以美国为例,在《多德法案》所赋予的新的权力和工具的“武装”下,今天的监管者无疑要比在私人行业的对手拥有更多获取重要信息的途径。尽管顶尖私人分析师拥有获取大量公开信息的途径,但政府监管者既能获取所有这些公开信息,也能通过传讯和其他方式获取更多的非公开信息。^⑨因此,完全否决政府监管部门对市场的实质控制权,是一种自由主义式的过度幻想。

在实行注册制以后,如何通过实质审查主体的设计,将部分实质审查权回归到地方政府手中,合理运用地方政府顺手拈来的信息资源,是一个需要认真反思的问题——今天,如果重提地方政府的监管权,往往会被认为是一种“改革的倒退”。的确,以改革之名很容易让我们轻易放弃一些成功的经验,而被我们抛弃的那些合理的经验往往会以其他方式重现。事实上,证监会在IPO审核过程中,从来没有忽略过地方政府及有关部委的实质判断权。例如,即使是现在,证监会在发审过程中仍将征求发行人注册地省级人民政府是否同意其发行股票的意见,并就发行人募集资金投资项目是否符合国家产业政策和投资管理规定征求国家发改委的意见。特殊行业的企业还会根据具体情况征求相关主管部门的意见。在国家发改委和相关主管部门未回复意见前,不会安排相关发行人的预先披露和初审会。^⑩这实质上是承认了地方政府在实质审核方面所具有的优越地位,与美国各州政府对本土公司IPO的实质审核权具有异曲同工的效果。

(三) 部分实质审核权下放到交易所

虽然按照《证券法》的规定,交易所决定是否安排上市的审核权,但在实践中,由于发行申请包含了上市安排,因此,证监会核准发行,相当于也核准了在何地上市,发行与上市捆绑申请导致交易所的上市审核流于形式化,交易所只是在执行证监会的审核结果。若实施注册制,则在很大程度上可将发行申请与上市申请彻底分离,证监会负责发行审核,交易所负责上市审核,发行条件由《证券法》统一规定,上市条件则由各交易所自行规定。2011年,郑彧在讨论注册制下证券监管方式变革时,也提出了“发行监管”与“上市监管”分

^⑧ 前注⑦ 轶名文。

^⑨ 参见前注⑩, Ronald J. Colombo 文。

^⑩ 同注⑥。

离及其制度设计的问题。^①由此,可以在交易所之间形成差异化竞争格局——不同交易所将设置不同的上市条件,根据不同的市场定位,优化其各自的竞争力优化。

一旦将部分实质审核权以“上市审核”的形式下放到交易所,则交易所将建立各自的上市审核委员会,对已核准发行的证券是否适合上市融资和上市交易进行审核。如果交易所公司化改制完成,则交易所将变身为纯粹的商人,基于商业利益的追求,由交易所进行上市审核将面临比较严重的商人寻租问题——原来在证监会广泛存在的寻租现象将转换其发生场所,法律必须对交易所上市审核寻租问题设置预防措施——增强其实质审核程序的透明度,以解决类似于证监会发审委寻租的问题。个人认为,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。

(四) 部分实质审核权分离到中介及服务组织

配合注册制的推行,如果证监会未来的工作重心转向合规审查,则还需相应调整中介及证券服务组织的监管权。具体体现在四方面:

其一,律师事务所等中介机构的合规监管职能应当前移。若IPO以合规审查为重心,则意味着应当改变目前招股说明书由券商撰写的现状,应按照国际证券市场惯例,由律师事务所撰写招股说明书,使其得以更前端地参与IPO的发行事务,以确保从准备上市发行伊始,就进行发行合规建设,律师事务所不是“发行程序末端的名义签字人”。

其二,券商在IPO过程中的角色演变为承销。将合规职责转移到律师事务所等中介机构后,券商的主要功能是“回归承销”——如何利用市场机制,设法为发行人成功销售证券将成为券商的主要任务。如此,承销商将真正成为承销商。

其三,建立更广泛的统一的“适当性”规则(The Suitability Rules),^②约束中介机构和证券服务机构的行——要求其正确地识别其客户。在美国,为应对金融危机对实质监管的需求,学者提出了更严格的适当性监管规则,主张将交易所适用的“适当性规则”发展成联邦规则,从而起到类似实质监管的功能(The Federalization of Suitability to Achieve Merit Regulation)。根据现行规定,适当性规则为经纪商赋予了大量的自由裁量权。但是,并不需要如此。SEC可以出台指南和指令,以帮助经纪商界定特定的投资对于根据监管划分的特定类别的投资者是否适当。换句话说,SEC可以将适当性的概念联邦化。在这个过程中,SEC不用为每项证券发行申请进行监管批准。相反,SEC只需要颁布广泛的指南,而经纪商需要将这些指南融入其适当性分析中。适当性指标可以从纯数量标准,例如收益-价格比,到更为定性上的标准,例如发行人所从事的行业。基于这些标准,证券可以被分为SEC所定义的特定“风险承担”类别。^③中国已建立初步的“投资者适当性规则”,中国证监会在推行注册制之后,还可进一步参考借鉴上述美国学者的建议,以达到另一种“实质监管

^① 参见郑璇《论证券发行监管的改革路径——兼论“注册制”的争论、困境及制度设计》载张育军、徐明主编《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第148-163页。

^② “适当性规则”要求在向客户推荐证券交易时,经纪商应当基于合理相信该交易对客户是“适当的”。该要求并非是联邦证券法施加的,而是证券交易所。对于纽约证券交易所,相关规则是FINRA Rule 2111。尽管并非完全相同,其他证券交易所采用的适当性规则基本遵守FINRA Rule 2111。Rule 2111,如下:(a)成员或者相关人必须在一个合理基础上相信,基于其对客户投资属性的合理调查所获得的信息,涉及一项或多项证券的交易或者投资策略推荐对客户是适当的。客户的投资属性包括,但不限于,客户的年龄、其他投资、财务状况与需求、纳税状况、投资目标、投资经验、投资时间、流动性需求、风险承受、以及客户可能向成员或者相关人披露的与该项推荐相关的信息。(b)成员或者相关人满足,Rule 4512(c)所定义的,对于机构账户的具体客户的适当性义务,如果(1)该成员或者相关人在合理的基础上相信,机构客户有能力在一般意义上和就涉及某一项或多项证券的特定交易和投资策略独立评估投资风险;以及(2)机构客户确定表明,其在评估该成员或者相关人的推荐时运用了独立判断。当机构客户将决定权授予代理人,例如投资顾问或银行信托部门,这些因素应当适用于代理人。See FINRA Rule 2111 (available at <http://fmra.complinet.com/en/display/display.html?rbid=2403&recordid=13390&elementid=-9859&highlight=-2111#r13390>)。

^③ 参见前注^②,Ronald J. Colombo文。

的效果”。

其四 强化发行阶段相关主体的连带责任机制。如果弱化证监会对发行审核的实质审查,而地方政府以及中介机构的实质审查权不能积极跟上,则在实现证券发行效率的同时,可能更容易产生对投资人的致害行为,因此,应当改变目前例外情形下才实行承销团机制的规定,原则上、大量使用承销团、保荐团机制,让承销团、保荐团的成员能共同对承销行为、保荐行为向外承担连带责任,以分散注册制带来的责任风险。

当然,由于中国目前证券中介及服务机构信用较弱,还应大量发行相关的责任保险,运用商业化的保险救助机制确保证券发行安全,使救济补偿能先行赔付或者得到更大程度的保障。

四、结论:更强大的证监会

十八届三中全会以后,股票发行注册制的改革已成必然趋势。然而,注册制并不等同于不进行实质审核。证监会的合规审核本身包含有实质审核的内容,而且,证监会不能对持续盈利能力等商业判断事项作出判断是一种误解。美国的注册制并不拒绝实质审核,只是其实质审核的主体有多元化的特点,无论是州政府、交易所,还是证券发行中介、服务机构,都事实上承担了部分实质审核的任务。

中国在实行注册制之后,证监会的权力会发生结构性重整,但这并不意味着改革消灭了证监会的全部实质审核权——只是减少了证监会的实质审核权,证监会仍会部分行使IPO的商业判断权,这是由中国目前投资者集体理性不佳、上市公司欺诈盛行的现状所决定的——证监会承担部分事前的实质性商业判断可以节省社会交易成本。很显然,此前实质审核成效不佳,主要原因是证监会投入不足,应进一步提升证监会的权力范围和地位,改善证监会及其发审委(如果不撤销的话)的投入。

注册制还意味着实质审核权可以向地方政府及有关部门适当转移,中国的地方政府最为了解当地企业的好坏,因此,部分实质审核权可以回归地方政府——这不是改革的倒退,而是一种效率性改进。另一部分实质审核权还可下放到交易所,实行“发行审核”与“上市审核”的相对分离。诚然,于此同时,还应强化对交易所审核的监管。毕竟,交易所面临的利益冲突和引诱,可能在短期内会减损其上市审核的公正性。

最后,注册制也意味着部分实质审核权会回归到证券中介及服务组织、律所、保荐机构和券商在IPO过程中的业务中心和角色会发生根本性改变。在中国目前的信用环境下,强化“投资者适当性”制度,推行承销团、保荐团的集体(联合)承销、集体(联合)保荐形式,用连带责任的方式建立一种私人监控机制,可以最大程度地减少注册制给投资者和社会公众带来的不安。

(责任编辑:冯 果)