

股票公开发行注册审核模式：比较与借鉴¹

汤欣¹ 魏俊²

(1.清华大学法学院, 北京 100084; 2.上海期货交易所, 上海 200122)

摘要: 数据统计显示当前国内的首次公开发行审核采取实质性审核的模式, 英文文献、案例与业界访谈则表明美国的证券发行审核主要采取“信息披露模式”, 中文文献对此常有误读。本文主张, 美国式完全信息披露的审核模式并不适合当下的国内资本市场, 相较而言, 香港特别行政区所谓“高度市场化的审核模式”则应当引起足够重视, 并为中国大陆的注册制改革所借鉴。

关键词: 注册制; 公开发行审核; 实质性审核; 信息披露模式

Abstract: Equity public offering in china is typified by merit-based review, by comparison U.S securities public offering is disclosure-based regulation as illustrated by cases and bibliography as well as interview with insiders. This article shows disclosure-based regulation is not applicable to China given country specific situation. Furthermore HongKong paradigm featured by market-driven review process and procedure is more applicable for reference to mainland reforms.

Key words: registration system, public offering review, merit-based regulation, disclosure-based regulation

作者简介: 汤欣, 法学博士, 清华大学法学院教授, 研究方向: 比较公司治理、证券法。魏俊, 任职于上海期货交易所, 研究方向: 公司法、证券法。

中图分类号: DF438 **文献标识码:** A

问题的提出

近几年来, 中国大陆证券市场上有关股票公开发行审核的注册制改革为各方广泛关注。²市场、媒体、学术界、监管层围绕注册制的方方面面发表言论、组织讨论乃至展开辩论。³十年始大修的证券法也将对注册制进行顶层设计, 推动股票发行体制改革作为重要任务。⁴而随着国务院提请全国人大常委会授权在实施股票发行注册制改革中调整适用《证券法》有关规定的立法程序启动⁵, 关于改革模式、配套措施的研讨再次成为学术、实务关注的焦点。

有关股票发行注册制的论述可谓卷帙浩繁。概而言之, 特征有二: 其一, 多从定性角度对中国大陆当前审核制度进行介绍。论及注册制, 各家所言多有重复, 且通常侧重于静态制度的描述与介绍, 虽然有所触及但往

往较少深究注册制的核心问题, 即注册审核的具体模式应当如何取舍。其二, 现有财经媒体报道、研究成果大多以美国的监管模式作为分析对象, 讨论是否需要、如何借鉴美国证券公开发行注册制。与之相比, 有关美国之外的全球其他发达市场的介绍、分析则非常有限。可见, 现有研究仍有不足之处。有学者甚至认为, 市场有关注册制的讨论充斥着“概念的误读误用, 观点的似是而非, 诠释的以讹传讹, 表态的道听途说”。⁶因此, 仍有必要既研读文献资料, 又详察市场运行, 以检讨现有研究之不足, 还原域外制度、实践原貌, 避免我国未来股票发行注册制的设计、运作偏离制度本源与改革精神。

所谓“股票发行注册制改革”, 系针对现阶段的核准制而言。⁷理论、实务均认为核准制要求实质性审核, 却对如何认识美国证券发行注册制下的审核方式多有分歧。通常认为, 实质性审核意味着审核机构对所发行证

券的投资价值作出判断，并基于此而行使自由裁量权乃至否决权。⁸一方面，作为公认的注册制典型，美国注册制下的公开发行审核究竟如何进行？鉴于国内证券市场及其监管在相当程度上存在向美国学习的“路径依赖”，对这一问题的理解影响到“中国式注册制”的具体设计、配套制度选择乃至改革成效⁹，理应成为研究的逻辑起点与核心命题之一。另一方面，探求美国注册审核真相并不当然意味着必然照搬美国经验¹⁰，理论上虽可将证券发行审核模式粗略分为“信息披露型”与“实质性审核型”，但纵观全球证券发行审核实践，各市场之间差异明显。考虑到中美证券市场监管在政治、经济、历史、文化上的诸多差异，是否当然需要借鉴美国的注册审核模式殊值商榷。

我们认为，数据统计显示当前中国大陆的首次公开发行(IPO)审核采取实质性审核的模式。文献、案例与访谈结果则表明美国联邦层面证券发行审核采取“信息披露模式(Disclosure-based Approach)”，既没有“嵌入”，更不是“充满”实质性审核；在各州层面，虽然“信息披露模式”与“实质性审核模式(Merit-based Approach)”并行，但预定将在全国性证券交易所上市证券的公开发行仍以联邦层面的注册审核为主，国内现有的文献对此常有误读。但本文写作的重点并不在于为理解美国现行的发行注册制正本清源，文章更为重要的论断是，美国式完全信息披露的审核模式并不适合当下的中国资本市场，相较而言，香港特别行政区所谓“高度市场化的审核模式”应当引起足够重视，并为中国大陆的注册制改革所借鉴。

现有文献的观点

传统教科书以有无实质性审核为标准，将证券发行制度区分为核准制与注册制。¹¹近年来，这一观点遭到了各方质疑，大量研究认为美国注册制下“充满”或“嵌入”了实质性审核。取其观点要义，概述如下：

一篇广为引用的论文指出，国内对注册制与核准制的二分法解说中，存在对注册制的误解。美国“双重注册制(Dual Registration)”下“充满了”实质审核。一方面，州层面有实质性审核的传统；另一方面，联邦层面在对何为实质信息的判断中部分开展实质性审核。

“中国公司赴美上市，属于在美国的国际板上市，豁免

州的注册与实质审查，只需在联邦注册。若只从外在视角单向度观察美国的IPO监管制度，将限制人们认识美国本土公司首发上市监管制度的全貌。”¹²所谓“流行的误解”之说在国内迅速流传，被许多全景式论述注册制的文章直接引用，几成“流行的正解”。基于上述结论，有论文进而讨论中国的注册制改革，认为“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”；论者认为，持续盈利能力并非纯粹商业判断事项，还同时包含了合规判断；此外，在中国的语境下，市场也不能独立完成持续盈利能力的商业判断。¹³

有学者梳理了美国法上所谓IPO“注册制”的起源、构造与论争，发现奉行完全披露主义的美国证监会(Securities and Exchange Commission, SEC)对于注册申请书的审核并非所谓的申请备案，或者纯粹的书面审查，而是在披露的基础上“嵌入了”一定的实质性审核，体现为监管者在大量专业性、综合性的判断中充分运用自由裁量权，以使每一份注册申请书经过反复补正后达到真实、准确、完整的披露标准。但该文同时指出，对信息披露的深度和广度进行实质性审核并非等同于代替市场作出投资价值判断。¹⁴

还有观点认为，“信息披露原则与实质审查貌似理论上泾渭分明，却在实践中交叉融合。”¹⁵“脚踏实地地推行股票发行注册制，宜淡化‘信息披露原则’因过度宣传而被涂抹上的教条主义和民粹主义色彩。信息披露与价值判断(或实质审查)不是非黑即白的对立关系，在世界各地资本市场发行体制的谱系中，存在大量的过渡和融合区间。”¹⁶该论点指出发行人规范运作、公司治理的问题等非实质性问题与持续盈利能力等典型投资价值问题往往难以割裂，“例如对税收优惠或某项财政补贴的严重依赖，重要商标、专利、专有技术、特许经营权存在重大纠纷或瑕疵，收入和利润对关联方或者有重大不确定性的客户存在重大依赖等问题，不但是持续盈利能力的重大风险，也属于持续经营、合法合规、独立性及关联交易等问题的范畴。”¹⁷

前文列举了近年在注册制审核方式这一问题上的主流观点。但一些财经人士也表示出了对注册制在中国变样乃至重回核准制的担心。¹⁸且另有一些重要观点与主流意见相比具有重要差别，臚列如下：

《中国证券报》的一篇文章认为，除了《萨班斯法案》公司治理标准外，美国法不对证券公开发行设置条件，也不对证券是否具备投资价值进行判断，发行成败由市场决定。SEC在发行端关注的是信息披露的内容与质量，注册过程是就信息披露进行对话的过程。¹⁹如此，则“任何发行人，不管何种风险、风险多高，只要充分披露，就可以发行证券，让市场去自行判断其投资价值”。²⁰作者对美国证券公开发行的介绍，言简意赅，凡以案例说明，往往正、反并举，颇具说服力。

上海证券交易所的一篇研究报告以中国证监会和美国SEC发行审核反馈意见为例，分析了注册制下的审核内容。该报告指出，美国的注册制并不是不审核盈利能力和投资价值。相反，SEC审核的逻辑起点正在于此，只是SEC仅审核信息披露，而不作价值判断。²¹报告着眼微观视角，总结美国注册制的审核特点，以此反思中国的注册制改革。

此外，中国证监会主席助理黄炜近期在“2015陆家嘴论坛”上发表演讲，较为全面地解读了股票发行注册制改革。演讲特别强调：注册审核应当以信息披露为中心，督促企业向投资者披露充分和必要的投资决策信息，而非“选秀”、“选优”；注册审核不以否决发行申请为目的。²²

实质性审核的界定

Sargent教授指出，实质性审核是一种“授权监管制度，除非证券发行人以及关联交易的具体条件可(1)确保发起人与公众投资者有一个公平关系；并且(2)向公众投资者提供一个与承担的风险成合理比例的收益，否则监管机构可不予核准。”²³国内有学者亦持类似观点，认为实质性审核同时具有两层含义：一种是指行政机关对披露内容的真实性进行核查与判断；另一种是指行政机关对披露内容的投资价值作出判断。²⁴结合文献阐释与改革焦点，所谓实质性审核可理解为：在追求信息披露真实准确的基础上，特定的证券发行审核机构对证券投资价值、风险大小等进行判断，并对其认为投资价值不高或风险较大的证券发行申请进行否决。

实质性审核的本质特征是由审核机构代替市场、投资者判断公司价值，并基于此而否决其认为的无价值

公司的发行申请。其目的是在公开发行的前端施加控制，从源头上阻止被其断定无价值的公司进入公开发行市场，以期维持证券市场秩序，防范证券市场风险。相反，信息披露审核强调注册机构不进行实质性审核，亦即既不对公司投资价值等发表结论性意见，也不行使基于价值判断的否决权。只要公司依法充分披露信息，那么即便其实际上商业发展前景渺茫，公司发行申请也可依法生效。如果公司发行成功，则通过事后救济确保证券市场的公平与效率。²⁵

不难理解，二者的核心区别在于对待可能影响证券投资价值、风险大小的“实质性信息”的态度。²⁶实质性审核判断相关信息所反映的证券投资价值高低，并可以因此而否决发行申请；而信息披露审核只关注该等信息是否已经真实、准确、完整、及时地披露，并不对证券的价值进行实质性判断。

中国大陆IPO审核的分析与统计

实质性信息的种类、具体构成等难以全面界定或者罗列，但“持续盈利能力”作为影响证券投资价值的核心实质性信息，理论、实务均无争议。²⁷申言之，若否决系基于“发行人独立性”、“发行人所处行业”、“募集资金投向”等因素作出，那么这是否意味着实质性审核可能难以一概而论；但如果审核机构判断某发行人“持续盈利能力”不强，并基于此而否定发行人的证券发行申请，那么该种审核方式就是实质性审核无疑。因此，“持续盈利能力”可谓界定实质性审核的“试金石”。通过观察、统计其作为否决理由的出现频率，可以就中国大陆IPO的实质性审核模式进行实证检验。我们以“持续盈利能力”为观察视角，统计分析了中国大陆有关IPO申请的实质性审核情况。

一、IPO审核制度及其变革

现行证券法第13条规定公司公开发行新股，必须“具有持续盈利能力，财务状况良好”。²⁸法律的规定语意含糊，必须通过具体规则予以解释。2006年5月17日，证监会发布《首次公开发行股票并上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第32号，以下简称“《主板首发办法》”)。《主板首发办法》第37条列举了对发行人持续盈利能力构成重大不利影响的五种情形，并设置

了兜底条款。²⁹

2009年3月31日，证监会发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(中国证券监督管理委员会令第61号，以下简称“《创业板首发暂行办法》”)。

《创业板首发暂行办法》第14条同样列举了与《主板首发办法》第37条类似的，对发行人持续盈利能力构成重大不利影响的五种情形，并同样设置了兜底条款。³⁰

2014年5月14日，证监会对《创业板首发暂行办法》进行修订，公布了《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第99号，以下简称“《创业板首发办法》”)。新版《创业板首发办法》未将“持续盈利能力”作为一项发行条件予以规定，而是将其作为发行人必须披露的信息以及保荐人必须发表核查意见的事项。³¹

《创业板首发办法》关于持续盈利能力规定的变化，很可能是对既定的股票公开发行注册制改革方向的呼应。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了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称“《决定》”)。《决定》明确规定要“推进股票发行注册制改革”。³²2013年11月30日，证监会发布了《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(证监会公告[2013]42号，以下简称“《首发改革意见》”)，特别强调此“为贯彻落实党的十八届三中全会精神”而制定。《首发改革意见》明确规定“中国证监会发行监管部门和股票发行审核委员会依法对发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核，不对发行人的盈利能力和投资价值作出判断。”³³但如后文统计分析所示，“不对盈利能力进行判断”的政策宣示并未完全落到实处。³⁴

“为推进股票发行注册制改革，落实以信息披露为中心的审核理念”，证监会于2015年11月6日公布最新修订的《主板首发办法(征求意见稿)》、《创业板首发办法(征求意见稿)》，并公开征求意见。《主板首发办法(征求意见稿)》取消了原《主板首发办法》第二章第二、五节分别规定的“独立性”、“募集资金运用”的发行条件，将其调整为信息披露要求。《创业板首发办法(征求意见稿)》也进行了相同的修改。³⁵然而，《主板首发办法(征求意见稿)》第30条依然保留了“持续盈利能力”的

发行条件，明确将“影响持续盈利能力的情形”与“故意遗漏重要信息”、“滥用会计政策”、“操纵会计记录”并列，作为证监会不予核准发行申请的关键性原因之一。³⁶本次修订一方面充分说明证监会的确在推进股票发行注册制改革，淡化实质性审核，加速落实以信息披露为中心的审核理念；但另一方面，并没有如2014年修订《创业板首发暂行办法》时一样调整“持续盈利能力”在IPO中的“角色”，也反映了监管层在处理主板首发发行人的“持续盈利能力”问题上的谨慎态度。³⁷

二、统计分析

从2010年起，证监会在其官网通过引用《主板首发办法》、《创业板首发暂行办法》、《创业板首发办法》具体条文的形式，公布否决IPO申请的原因，以此代替之前做法，即简单说明股票发行审核委员会(以下简称“发审委”)表决的“同意”票数没有达到审核通过标准。此举虽未在2006年与现行《证券法》确定的核准制同步实施，且亦未将全部企业被否决之原因悉数公布³⁸，但近六年的时间跨度依然足够保证我们所需要的样本数量，从而为我们以“持续盈利能力”为视角，进行统计研究提供可能。

我们使用wind数据库提取了2010~2014年间的IPO未通过企业数据；参考《主板首发办法》第二章“发行条件”中的具体分类，选取“持续盈利能力”、“独立性”、“募集资金运用”、“内部控制(内控)”、“会计规范”和“其他”等5个因素作为观察和比较的视角，观察发审委否决的理由。例如，若否决系基于企业不符合《主板首发办法》第37条、《创业板首发暂行办法》第14条规定的理由，则该种情形被作为因“持续盈利能力”而否决的一例；若否决基于企业不符合《创业板首发办法》第19条规定的理由，则该种情形被作为因“内部控制(内控)”而否决的一例。

表1 2010~2014年IPO企业被否原因及占比³⁹

| 理由 年份 | 持续盈利 能力 | | 独立性 | | 募集资金 运用 | | 内部控制 | | 会计规范 | | 其他 | | 否决 理由 数目 | 否决 企业 数目 | 占比 之和 |
|----------|------------|-----|-----|-----|------------|-----|------|-----|------|-----|----|-----|----------------|----------------|----------|
| | 次数 | 占比 | 次数 | 占比 | 次数 | 占比 | 次数 | 占比 | 次数 | 占比 | 次数 | 占比 | | | |
| 2010 | 29 | 62% | 11 | 23% | 5 | 11% | 3 | 6% | 3 | 6% | 6 | 13% | 57 | 47 | 121% |
| 2011 | 40 | 57% | 14 | 20% | 14 | 20% | 8 | 11% | 2 | 3% | 6 | 19% | 84 | 70 | 120% |
| 2012 | 10 | 29% | 10 | 29% | 0 | 0% | 6 | 17% | 5 | 14% | 5 | 14% | 36 | 35 | 103% |
| 2014 | 1 | 17% | 0 | 0% | 1 | 17% | 3 | 50% | 1 | 17% | 1 | 17% | 7 | 6 | 117% |

数据来源：wind资讯

如此，我们得到了表1的数据。

上表清晰地显示：“持续盈利能力”是证监会历年否决企业IPO申请的最重要的原因之一(其中有3年为第一大原因，有1年为第二大原因)。如果考虑到基于“募集资金运用”、“独立性”而否决企业IPO申请也存在实质性判断的相当可能性，证监会对IPO申请实施实质性审核的真实比例可能更高。值得注意的是，2014年因“持续盈利能力”而被否决IPO申请的企业数量、比例较之前三年大幅下降。如果不考虑2014年样本的数量偏少，我们可以认为：一方面，即便数量、比例大幅下降，“持续盈利能力”在否决企业IPO申请时的角色仍然十分重要；另一方面，这也说明证监会确实可能正按照《首发改革意见》的精神，在IPO审核中淡化“持续盈利能力”。但无论如何，迄今为止中国大陆的IPO审核为典型的实质性审核。在2013年的新股发行体制改革开始前后，“持续盈利能力”都是该项实质性审核中的重要指标。

美国公开发行注册制的审核模式

美国注册制下是否也如诸多文献所称，“充满”或“嵌入”了类似中国大陆核准制下的实质性审核呢？前文已列明观点差异，此处详探美国注册制的审核方式真相。为致讨论精确，须说明在先者有二：

其一，文献阅读表明，美国语境中没有“注册制”这一在中国通用的表达，所谓“注册制”其实是对美国1933年联邦证券法第8条所使用的“Registration”一词的直译。⁴⁰与之相仿，美国法几乎不使用“合规审核”、“形式审核”等中国学者常用的表述与“实质性审核”相对，而是以“信息披露模式”(Disclosure-based Approach)作为“实质性审核模式(Merit-based Approach)”的对应术语。

其二，1933年以前，美国尚无联邦层面的证券法，证券市场监管规则由州法(又称“蓝天法，Blue Sky Law”)设定。关于证券公开发行，现有资料几乎公认州法采取实质审核模式，而对联邦层面的证券公开发行有无“充满”或者“嵌入”实质性审核，则颇有争议。

其三，美国的IPO发行审核与上市审核既在理论上相互分离，又在实践中相互联动。且美国IPO审核以SEC为主，一般而言，交易所的审核结果不会与SEC的审核结果相左。实践中，当SEC的发行审核进入尾声之际，

交易所的上市审核也将收官。且SEC对注册文件质量基本满意之后，只有在收到交易所出具的关于同意接受该证券上市的确认函的前提下，才会宣布注册生效。⁴¹因此，下文的讨论不涉及交易所的上市审核。

一、美国立法与监管体制的演进

1. 发行注册法律变迁及联邦监管权限的扩张

早期的美国证券市场监管格局由州法主导，1933年3月，罗斯福总统提议“对跨州贸易中投资证券交易进行联邦立法监管”⁴²；同年5月，联邦证券法，即“证券真相(Truth in Securities)”法案诞生。联邦证券法大量借鉴州法内容，但就是没有如州法一样“建立起实质审核的模式”。⁴³立法历史已经清晰显示：联邦证券法采取信息披露模式，而非实质性审核模式。⁴⁴

从法律传统和历史渊源看，联邦证券法最初确实是以州法补充的角色登上历史舞台的。⁴⁵在这样的法律体系格局下，大量证券发行在联邦层面得以注册后，仍必须按照各州法接受州的审核，形成了为诸多文献强调的双重注册制(Dual Registration)。1996年，美国国会通过了著名的《全国资本市场改善法》(National Securities Markets Improvement Act of 1996, NSMIA)，以提高金融市场效率并促进资本积聚。NSMIA定义了四类排除州法管辖权的“联邦覆盖证券(Covered Securities)”⁴⁶，使得州“蓝天法(Blue Sky Law)”的“势力范围”大大削弱。⁴⁷NSMIA对美国证券发行监管体系的影响巨大，颠覆了63年来州与联邦协同监管的传统。⁴⁸大量证券发行得以豁免州法实质性审核，联邦层面的信息披露模式成为证券发行审核模式的主导。⁴⁹

至于有学者批评的所谓信息披露的“教条主义”与“民粹主义”⁵⁰，则大体值得商榷。不同的行业、产品的性质不同，因而需要不同的监管方式。股票等有价证券是特殊的复杂投资工具，既没有实体商品形态，也不能被生产或消费，自身性质决定其发行和交易极易受到欺诈、操纵等行为的影响⁵¹，因而需由法律通过信息披露的特殊方式监管。相较于证券，药物、车辆、暴力、色情影视节目各自性质不同，对社会的影响方式、程度不同，当然不应通过信息披露的模式监管。⁵²

2. 各州的发行注册模式

鉴于双重注册制伴随的效率低下等诸多问题，尤其

是州法的各行其是带来的不确定性，美国国内一直在推动州法立法和监管的协调。美国法律协会(American Law Institute, ALI)、统一州法委员会(National Conference of Commissioners on Uniform State Laws, ULC)、北美证券监管者协会(North American Securities Administrators Association, NASAA)等机构各自作出了重要努力。⁵³而 Louis Loss 和 Edward Cowett等学者早前主导起草的《统一证券法》(Uniform Securities Act)影响最为深远。⁵⁴

《统一证券法》(Uniform Securities Act)为各州提供了可供选择的三种注册模式，分别是通知型注册(Registration by Notification)、协同型注册(Registration by Coordination)以及质控型注册(Registration by Qualification)。通知型注册只要求向州注册机构提交一份通知，其仅适用于某些成熟的高质量发行人；协同型注册意味着只要发行申请在联邦层面经SEC注册生效，州注册机构就予以同步生效，适用于全部联邦覆盖证券；质控型注册要求州注册机构对证券发行申请进行实质性审核，适用于未在联邦层面经SEC注册的证券发行。⁵⁵截至1997年，已有41个州采纳了《统一证券法》相关规定的实质性内容，而凡是在纽交所、美国证券交易所或者中西部证券交易所上市或获准上市的证券交易，均属于在各州豁免注册之列。⁵⁶

二、SEC审核实践的考察

1. 注册审核实务特征

与中国证监会类似，SEC以反馈意见信(Comment Letter)的形式主导整个注册审核工作流程。⁵⁷在具体审核工作中，SEC对招股说明书中披露的信息不断提出“合理怀疑”⁵⁸，但从不判断证券投资价值高低。⁵⁹当然，理论上SEC也有权依据联邦证券法第8(d)条⁶⁰，以“停止令(Stop Order)”的形式中止注册文件的生效，但这种情况在SEC近几十年的历史中并不常见。⁶¹正如SEC公司融资部国际事务办公室主任保罗·杜德克(Paul Dudek)所说，“SEC的角色并不像是一个无所不知的睿智长者，而是一个不断提问的唠叨大妈。”⁶²

无论SEC提出何种问题，只要发行人提供有针对性、有说服力、能够自洽的回复并在注册文件中进行相应披露，SEC除非可以进一步提出合理的问题，否则不能简单以“盈利模式或未来盈利能力存疑”而拒绝宣告注册

文件(Registration Statement)生效。即使由于回复SEC的意见而出现财务报表或其他披露需要重大修订的情形，只要发行人对修订进行如实和充分的披露，SEC同样不能拒绝宣告注册文件生效。可见，发行人只要对SEC提出的意见提供了恰当(至少在表面的论证过程中有说服力的)的回复，并进行相关的补充披露，就都能够通过SEC的审阅。⁶³这其中既包括大量上市后业绩表现平平的公司，也包括后来被证明为存在造假、被卖空机构成功狙击的一系列曾通过SEC的IPO审核的公司。⁶⁴

2. 不实施实质性审核的例证

已有文献以SEC对中国网络公司协议控制结构(VIE)的态度、“人人网”亏损上市以及神州租车发行失败等案例解释SEC的审核方式，其结论是：在美国，只要满足了信息披露要求，任何企业皆可公开发行证券。发行成功与否，不取决于政府，而取决于市场。⁶⁵此处以最近成功登陆美国纳斯达克全球市场的“窝窝(www.55.com, WOWO)”为例⁶⁶，再次例证SEC不进行实质性审核，而只是关注信息披露。

窝窝(WOWO)成立于2010年3月，于2015年4月8日登陆纳斯达克全球交易市场，股票代码“WOWO”，是中国第一家在美上市的O2O企业，被外界称为“中国O2O第一股”。⁶⁷窝窝(WOWO)的上市历程可谓一波三折，甚至一度被瑞士信贷等多家中介机构拒绝代理发行上市业务，可见市场对其投资价值的质疑。最新招股书显示，窝窝(WOWO)2014年前9个月净营业收入为2060万美元，2013年同期为2760万美元；净亏损为3240万美元，2013年同期净亏损为2110万美元。窝窝(WOWO)2014年前9个月营收成本为550万美元，2013年同期为470万美元；毛利润为1510万美元，2013年同期为2290万美元。⁶⁸

净营业收入下降、净亏损增加、营收成本增加、毛利润减少等足以充分说明窝窝(WOWO)的投资价值存在重大疑问，类似案例在实行核准制、对包含持续盈利能力在内的指标进行实质性审核的中国大陆几无上市可能。实际上，即便成功实现了在美上市，市场对窝窝(WOWO)的发展前景依然存有大量质疑。⁶⁹甚至有观点认为窝窝(WOWO)的上市只是为了圆其CEO的一个上市梦而已。⁷⁰即便投资价值如此“糟糕”，在依法披露信息后，窝窝(WOWO)仍然可以登陆美国纳斯达克全球市

场，足见SEC不实施实质性审核。

3. 有关注册审核的误解

不少文献以SEC反馈意见信(Comment Letter)中经常关注某些实质性信息为由，主张SEC也实施实质性审核。⁷¹尤其认为对实质性信息的判断与信息披露审核难以绝对割裂，审核信息披露本身必然包含实质性审核。⁷²其逻辑大体可概括为：只要注册审核机构的反馈意见涉及到、关注了“持续盈利能力”等实质性信息，即是实施实质性审核。

实质性审核与实质性信息是两个截然不同的概念。一方面，实质性信息是影响投资者作出投资决策的最重要事项。证券估值理论及投资活动实践均表明：人们买进一种证券(如股票)是因为对其投资价值，即其未来回报持乐观态度。⁷³因此，无论是信息披露模式还是实质性审核模式，均将对实质性信息的审阅作为审核工作的核心。⁷⁴但另一方面，二者之间的关键性区别在于：注册制下审核实质信息绝非对于证券的投资价值本身作出判断，更不会基于注册审核机构的负面判断行使否决权，而是围绕实质性信息以及其他诸多因素，督促企业以一种负责的方式，及时披露一切有关投资决策的真实、准确、完整的信息。⁷⁵这既是信息披露的核心要义，也是注册制区别于核准制、审批制的本质所在。

此外，有观点认为：“中国公司赴美上市，属于在美国的国际板上市，豁免州的注册与实质审查，只需要在联邦注册。”⁷⁶实际上，无论是否美国本土企业IPO，如果注册发行在“全国性”交易所挂牌交易的证券或者其他的“联邦覆盖证券”，根据NSMIA第18条规定，都享有经SEC审阅后即豁免州注册的权利，并不存在外国公司由于在“国际板”上市而独享上述权利的情况。美国的全国性交易所也没有所谓的“国际板”。无论是否美国公司，如果在纽交所或纳斯达克上市，都需要满足相同的上市标准(外国公司也可以选择满足纽交所对于外国公司设立的更高上市标准)。外国公司和美国公司在“全国性”交易所上市的区别，基本上只存在于某些有限的公司治理安排上，即外国公司可以豁免适用于美国公司的规定，而遵守其成立所在地的相关规则。⁷⁷

总之，文献剖析与实务考察均显示美国联邦层面的证券发行审核采取信息披露模式。SEC的注册审核只关

注信息披露，不判断证券价值；在州法层面，美国证券发行注册审核虽然存在三种不同的模式，但对于在主要的全国性证券交易所上市的证券，通常豁免州一级层面的审核。所谓美国双重注册制中“充满了”实质性审核的观点值得商榷。

香港地区的IPO审核实践

美国高度发达的证券市场历来为世所称道，而中国大陆的证券立法，从来有借鉴世界发达市场，尤其是美国经验的传统。⁷⁸前文阐述表明，美国证券公开发行审核采取信息披露模式，似乎正是中国大陆广为诟病的实质性审核模式应有的革新方向。但注册制改革，特别是注册审核，理所当然要选择美国模式吗？

全球注册制图谱多种多样。在遵循共通的精神核心与法理逻辑的前提下，各市场注册制的具体设计，包括审核模式选择，呈现出不同的特征。⁷⁹不同市场的不同特征决定了证券发行体制的确定⁸⁰，同时决定了审核模式的选择。较之于美国，中国大陆与香港市场的联系更为密切，二者在投资者结构、若干重要市场制度(如都没有美国式集团诉讼制度、IPO都采取保荐制度)、文化传统等方面相对更为接近。⁸¹一审后在各大网站广为流传的新证券法草案，也没有采取美国的做法，而是借鉴香港模式，规定交易所为注册审核主体。⁸²因此，香港的证券发行审核制度，尤其是其证券发行审核模式，实值探讨。

一、香港股票发行审核的制度设计

1. IPO双重存档制

在香港，股票发行和上市是一体的，亦即在香港发行股票必然在香港交易及结算所有限公司(以下简称“联交所”)上市。根据《证券及期货条例(2012)》及其配套规则的规定，所谓“双重存档制”，是指发行人须在向联交所提交申请书的一个营业日内，将副本经由联交所送交香港证监会(Securities and Futures Commission, SFC)。⁸³假如SFC认为有关的上市资料内所作的披露载有虚假或误导性的信息，则可以否决有关的上市申请。⁸⁴

2003年1月28日，联交所与SFC签订《关于上市事项的谅解备忘录(Memorandum of Understanding Governing Listing Matters)》，对双方在双重存档制下的角色分工作出安排。⁸⁵联交所在审核上市申请上担当主导角色，SFC

的法定责任之一是监督及监察联交所履行其与上市事宜有关的职能。从法律上看，双重存档制意味着所有发行上市申请均由证监会批准。然而，实务中SFC尚无否决联交所已批准上市申请的案例，唯一有争议的是俄国铝业上市案。⁸⁶SFC最终并未否决俄国铝业的上市申请，只是由联交所提高了对俄国铝业的投资者准入要求，以保护投资者尤其是散户投资者的利益。⁸⁷显而易见，在双重存档制下，联交所居于香港发行上市具体审核的关键地位。实践中，较之于联交所，SFC针对上市申请材料的反馈意见非常有限，且不直接面对发行人，发行人甚至都不知道有一份反馈意见来自于SFC。

2. 联交所审核流程

以主板为例，发行人须至少在提交申请前两个月委任保荐人，并在委任后五个营业日内书面通知联交所。发行人根据《主板上市规则》提交大致完备(Substantially Complete)的申请表格、招股说明书(Application Proof)以及其他相关文件后，联交所上市科受理并开始详细审阅。通过上市科审阅后即提交上市委员会聆讯，以决定是否批准IPO申请。如遭否决，发行人可寻求启动联交所救济程序。⁸⁸

网传证券法修订草案采取了类似联交所的审核流程，一定程度上反映了中国大陆注册制改革思路。⁸⁹为兹对照清晰，作者自制简图如图1。

二、高度市场化的审核方式

实际上，有关香港证券发行体制的讨论，学术、市场尚存争议。有观点认为香港模式是典型的核准制⁹¹，也有观点认为其实际上是注册制。⁹²对此，联交所认为香港现行采用“高度市场化的‘核准’制度”。⁹³联交所总裁李小加认为“‘核准制’、‘注册制’……的称

呼其实不具备严格法律内涵或制度定义……香港的‘核准制’也同样以市场行为为主导。”⁹⁴该种判断，殊值赞同。高度市场化正是联交所证券发行审核的主要特点。

1. 信息披露为主，实质判断为辅

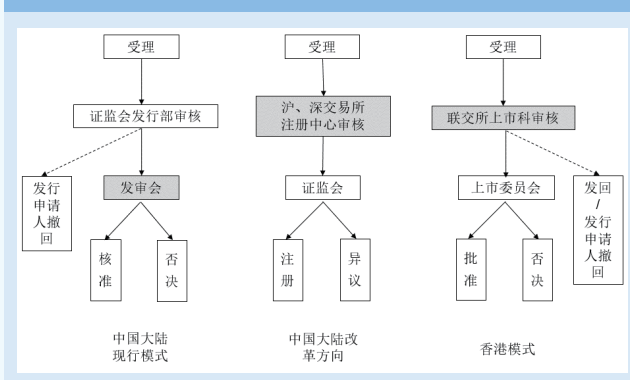
早在2000年，联交所的一篇研究报告即观察到从实质性审核模式向信息披露模式转变的全球趋势，以及其牵涉到的监管者根本性改变。⁹⁵联交所1998~2001年度的战略规划设定了一个目标，即力促发行监管体制向更加(彻底的)信息披露模式演变。1999年11月设立的创业板致力培育发行人和保荐人主动履行职责，而非依赖联交所的文化。⁹⁶在联交所官网“常见问题”栏目下，联交所同样表态：联交所根据(联交所)《上市规则》执行对上市发行人的监管，而“不论对首次公开招股(IPO)或上市后的信息披露，《上市规则》均采用以披露为本的监管方式”。⁹⁷

在以信息披露为本的基础上，也应当看到联交所实施较轻程度的实质性审核。一方面，类似于全球主流交易所，联交所主板与创业板均设置了较为客观、静态的财务条件⁹⁸；另一方面，虽然《证券及期货条例(2012)》并未设置具体的公开发行条件，但联交所《主板上市规则》与《创业板上市规则》均要求“申请人适合上市”⁹⁹，实践中此一相对主观的、有弹性的动态条件由上市委员会负责审查。而正如后文所述，在极端情况下，上市委员会也有可能基于公司的财务表现以及其他因素而否决上市申请。

2. 公开透明、可预期的上市程序

联交所通过多种方式，力求确保上市流程公开透明和可预期。一方面，联所在其官网公开有关上市事宜的各项规则与指引，包括“常问问题”、“上市决策”、“诠释函件”、“指引信”等多种形式，并且及时更新。“常问问题”旨在协助发行人理解和遵守《上市规则》，尤其在《上市规则》未明确说明某些情况，或者某些规则需作进一步阐释之时；“上市决策”系上市委员会(创业板上市审批小组)的个案决策，虽不必然作为未来个案的先例，却大大提高了决策的透明度；“诠释函件”选载了一些联交所上市科致发行人的函件，内容为就具体上市事宜提供有关《上市规则》的适用参考；“指引信”则提供了有关《上市规则》及其他上市事宜的指引。¹⁰⁰较之于中国证监会通过“保(荐)代(表)人

图1 中国大陆、香港地区的IPO审核模式⁹⁰



培训”的方式传递监管政策信息的实践做法，联交所的措施显然更加公开透明。

另一方面，实践中联交所将相关职员的联系方式包括IPO之前的咨询联系人、IPO之中的联系人以不同方式告知发行人及其保荐人¹⁰¹，同时公开上市部内负责上市公司(主板及创业板)的组别及联系人¹⁰²，鼓励发行人及其保荐人就疑难事项尽早提出咨询。联交所的审核周期平均在4个月左右，且从未出现类似中国大陆市场的“IPO暂停”情形。¹⁰³事实上，大量中国大陆公司赴港上市的主要原因之一即是无法预期IPO审核“排队”周期¹⁰⁴，或难以预见的“IPO暂停”事件。

3. 谨慎使用否决权

从规则层面看，联交所上市委员会、SFC均有否决IPO申请的权利。¹⁰⁵一如前述，SFC尚无否决联交所已批准上市申请的案例，易言之，SFC的否决权事实上“备而不用”。与之相仿，联交所上市委员会也以十分谨慎的态度使用否决权。¹⁰⁶上市委员会2014年年报显示：2014年，上市委员会没有否决上市申请；2013年，共有106个企业申请在主板上市，而上市委员会仅仅否决了其中的3例。¹⁰⁷每一例否决案例，均清晰列明否决原因，并且(该否决案例)可能作为日后上市指引依据。¹⁰⁸上市委员会的出席人员名单也会告知申请人。联交所同时设置了快速、详尽的复核机制，以充分保障申请人权利，制约否决权行使。¹⁰⁹

一言以蔽之：联交所上市委员会很少否决企业上市申请，在处理是否具备“上市适当性”的疑难问题时，也力图督促企业通过补充信息披露的方式解决，即信息披露原则优先，否决则是最后的选择。¹¹⁰

4. 极端情形下的否决案例

在极少数情况下，联交所也可能直接否决上市申请。如主板上市申请人甲公司是一家零售商，拥有三家主要零售店(甲、乙及丙店)，全部为租赁物业。联交所注意到甲公司所属甲店的违规事项及不确定因素、甲公司财务表现倒退以及其他重要事宜，并最终认为：甲公司的未来表现，将受到多种不确定因素的累积效应影响，且其无法通过在招股说明书中的披露充分解决。因此，甲公司被视为暂不适合上市。¹¹¹

本案清晰显示了上市委员会在否决发行人上市申请时的谨慎态度：一方面，影响发行人上市“适当性”的

因素必须足够重大，尤其在多重因素叠加，以致构成对上市“适当性”显而易见、充分合理的削弱之时；另一方面，发行人上市“适当性”的种种缺陷，只有在加强信息披露依然难以充分解决，从而与联交所提供“公平、有序和有效率的市场”以及“提振投资者信心”的目标明显冲突的情形下¹¹²，上市委员会才有可能动用否决权。相反，只要问题能够通过信息披露的方式加以解决，上市委员会便不会“阻碍”上市申请。正如上市委员会关于本案所强调的那样，“在非类似极端案例中，若申请人在上市前财务表现暂时转差，则提供盈利预测的方式，或可被联交所接受。”¹¹³

总之，香港市场的IPO审核高度市场化，充满活力。只要发行人的种种问题能够通过信息披露的途径解决，就不会阻碍发行人上市申请。只有在极端情形下，发行人的问题无法通过信息披露解决，上市委员会才会行使否决权。¹¹⁴考虑到中国大陆与香港在投资者结构、若干重要市场制度、文化传统等方面相对更为接近，且已有文献发现香港的IPO审核在效率和投资者保护方面亦不逊于美国¹¹⁵，因此，至少在短期内，中国大陆股票发行注册制改革更应借鉴香港作法¹¹⁶，力求股票发行审核的市场化，而非全盘吸收美国经验。

结语

关于美国证券发行注册制的审核方式，各方一直存有争议。文献考察与专家访谈结果均显示：美国联邦证券法采取“信息披露模式”，SEC只关注信息披露质量，不判断证券价值；州法并非一律要求实质性审核，往往提供多种审核模式，而拟在全国性证券交易所上市的证券作为“联邦覆盖证券”，其发行由联邦独立进行排他性审核。

推进中国大陆股票发行注册制改革，应当抓住历史机遇，及时开始注册制的改革尝试¹¹⁷，但在国情、市场差异巨大的情形下¹¹⁸，目前似不适宜全盘照搬美国经验。相较而言，中国大陆与香港在文化传统、投资者结构、市场机制(集团诉讼、保荐制)等方面更为接近。考察香港市场IPO审核规则与实践，其以几近“备而不用”的否决权、公开透明、可预期性强为特征的，高度市场化的审核方式至少在短期内更值得中国大陆改革借鉴。 ■

注释

1. 本文仅代表个人学术观点,与任何单位无关。为准确了解美国、香港特别行政区以及中国大陆证券发行审核的实践状况,本文在写作过程中进行了多次访谈,作者感谢张锦玮律师、芦贵平律师(Latham & Watkins, 瑞生)、吕梦宇律师(Sidley, 盛德)、蔡庆虹律师、陆文慧律师(Minter Ellison, 铭德)、余润南律师(Minter Ellison, 铭德),以及刘君博士、何以博士、肖乃茹注册会计师提供的帮助。当然,文责自负。

2. 本文讨论的股票发行注册制,仅针对首次公开发行股票(IPO)并在沪深证券交易所上市而言,非上市公司股票在全国中小企业股份转让系统(俗称“新三板”)挂牌已经采取注册制审核模式。

3. 例如,上海证券交易所主办的《证券法苑》杂志第12卷(2014年12月)设“股票发行注册制”专栏,收录了4篇文章。以“注册制”为关键词,在中国知网(CNKI)的“中国学术期刊网络出版总库”中搜索,“民商法”与“经济法”学科下自2013年以来共收录学术论文111篇;以“注册制”为关键词,在巨灵财经数据库“报刊”栏目下搜索,自2013年以来共有报道10159条。

4. “……本次修改最重头的内容之一是取消现行股票发行审核委员会制度,设立股票发行注册制……”。参见全国人大常委会官网, http://www.npc.gov.cn/npc/xinwen/lfgz/2015-04/21/content_1933536.htm, 最后访问日期2015年5月15日。

5. 在全国人大常委会审议通过授权决定后,国务院将根据授权,对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行,调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定,对具体事项作出相关制度安排。参见中国证监会官方网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201512/t20151209_287889.html, 最后访问日期2015年12月10日。中国证监会新闻发言人张晓军已于11月27日在例行发布会上表示,推进股票发行注册制改革的各项准备工作有序开展,证监会和证券交易所正在组织研究与注册制相关的配套规章和规则。参见中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwfbh/201511/t20151127_287275.html, 最后访问日期2015年12月5日。

6. 参见王啸. 我们需要什么样的注册制[N]. 上海证券报, 2013-11-20。

7. 1990年,沪深证券交易所相继成立。1993年,证券市场建立了全国统一的股票发行审核制度,并先后经历了审批制、核准制两个阶段。具体而言,审批制包括“额度管理(1993~1995年)”和“指标管理(1996~2000年)”两个阶段,而核准制包括“通道制(2001~2004年)”和“保荐制(2004年至今)”两个阶段。参见证监会官网(我国股票发行审核制度的演进历程), http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/xgftzgg/xgfbjcl/201307/t20130703_230251.html, 最后访问日期2015年8月23日。

8. 参见余雪明. 证券交易法(第四版)[M]. 证券暨期货市场发展基金会, 2003: 193。

9. 正如中国证券监督管理委员会(本文简称为证监会)强调的那样,股票发行注册制的推进“牵一发而动全身”,“会带动和促进很多方面的改革”,参见证监会官网(证监会主席肖钢2013年在《财经》年会上的演讲), http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhj/ldbz/xiaogang/xgjyhd/201411/t20141125_264074.html, 最后访问日期2015年9月1日。

10. 参见陈浩. 转型时期我国证券法学研究的特点及趋势[J]. 证券法苑, 2013, 05(8): 74-75。

11. 其中典型可参见范健, 王建文. 证券法学(第二版)[M]. 法律出版社, 2010: 100-101。

12. 参见沈朝晖. 流行的误解: “注册制”与“核准制”辨析[J]. 证券市场导报, 2011, (09)。

13. 参见蒋大兴. 隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与

证券监管权之重整[J]. 法学评论, 2014, (02)。

14. 参见李燕, 杨淦. 美国法上的IPO“注册制”: 起源、构造与论争——兼论我国注册制改革的移植与论争[J]. 比较法研究, 2014, (06)。然而,按照通常关于实质性审核的界定,不判断投资价值就不属于实质性审核,参见前引8。

15. 参见王啸. 美国“注册制”的四大难题与中国资本市场改革的思考[J]. 证券市场导报, 2015, (01)。

16. 同上引。

17. 同上引。实际上,王啸博士近年来针对我国注册制改革连续发表了诸多观点,对注册制的各个方面都有或详细或简要的讨论。在美国法下的审核模式这一问题上,其总体上认为“二元(核准制与注册制)对立”的传统思维模式并不可取,SEC也进行实质性审核。但不可否认的是,其也观察到SEC审而不否的特点。参见王啸. 证券发行制度改革的几个思维误区[N]. 上海证券报, 2013-11-08; 王啸. 我们需要什么样的注册制[N]. 上海证券报, 2013-11-20(前引6); 王啸. 市场化改革的难题与原则——由奥赛康事件说开去[N]. 上海证券报, 2014-01-12; 王啸. 中国式注册制的修法重心[N]. 上海证券报, 2014-10-15; 王啸. 真正注册制无IPO泛滥之忧[N]. 上海证券报, 2015-01-15。

18. 参见黄湘源. 注册制不可以成变相审核制[N]. 金融投资报, 2013-12-04; 苏培科. 防止以‘注册制’之名行审批之实[N]. 中国经营报, 2014-11-24。

19. 参见刘君. 美国证券公开发行如何做到‘注册制’[N]. 中国证券报, 2013-11-18。

20. 同上引。

21. 参见潘妙丽, 徐洋. 注册制下审什么?——以美国SEC和中国证监会发行审核反馈意见为例[R]. 上海证券交易所研究报告, 2015, NO.25. 参见上海证券交易所官网: http://www.sse.com.cn/researchpublications/research/c/c_20150127_3876426.pdf, 最后访问日期2015年9月15日。

22. 参见证监会官网(股票发行注册制的改革理念、责任配置与制度建构——黄炜主席助理在“2015陆家嘴论坛”上的讲话), http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201506/t20150626_279771.html, 最后访问日期2015年9月15日。

23. See, Mark A Sargent, Report on State Merit Regulation of Securities Offerings, 41 Business Lawyer 785 (1986)。

24. 参见彭冰. 中国证券法学(第二版)[M]. 高等教育出版社, 2007: 85(脚注1)。

25. 参见前引19。

26. 参见前引21。

27. 参见王啸. “持续盈利能力”去留之辩[J]. 清华金融评论, 2014, (11)。

28. 参见《中华人民共和国证券法(2006)》第13条: 公司公开发行新股,应当符合下列条件:……(二)具有持续盈利能力,财务状况良好……。

29. 参见《首次公开发行股票并上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第32号)第37条: 发行人不得有下列影响持续盈利能力的情形:

(一)发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或者将发生重大变化,并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响;

(二)发行人的行业地位或发行人所处行业的经营环境已经或者将发生重大变化,并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响;

(三)发行人最近1个会计年度的营业收入或净利润对关联方或者存在重大不确定性的客户存在重大依赖;

(四)发行人最近1个会计年度的净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益;

(五)发行人在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重

要资产或技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险；

(六)其他可能对发行人持续盈利能力构成重大不利影响的情形。

30. 参见《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(中国证券监督管理委员会令第61号)第14条。

31. 参见《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第99号)第35条:发行人应当在招股说明书中分析并完整披露对其持续盈利能力产生重大不利影响的所有因素,充分揭示相关风险,并披露保荐人对发行人是否具备持续盈利能力的核查结论意见。

32. 参见新华网(中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定), http://news.xinhuanet.com/politics/2013-11/15/c_118164235.htm, 最后访问日期2015年10月2日。

33. 参见证监会官网(中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见)(证监会公告[2013]42号), http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201311/t20131130_239080.htm, 最后访问日期2015年10月2日。

34. 事实上,在现行《证券法》第13条第1款第(2)项对于“持续盈利能力”的现行规定进行修改之前,《首发改革意见》中提出的“不作判断”也只能是改革的未来愿景。

35. 参见证监会官网(中国证监会有关负责人就进一步完善新股发行制度答记者问), http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201511/t20151106_286123.html, 最后访问日期2015年11月7日。

36. 参见证监会官网(关于《首次公开发行股票并上市管理办法(征求意见稿)》公开征求意见的通知), http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201511/t20151106_286135.htm, 最后访问日期2015年11月7日。

37. “持续盈利能力”等关系企业价值的重要指标在成熟市场往往由中介机构(如投资银行)甄别(参见卫光钦.循序渐进推进注册制[J].(财新)新世纪,2014,(09)).不保留现行证券法第13条规定的“持续盈利能力”条件,是中国大陆注册制改革的重要内容(参见前引22,黄炜演讲)。然而,注册制改革在借鉴成熟市场做法(实际上这也是注册制的题中之义)的同时,应当特别注意中国的国情。申言之,中介机构出于行业声誉、商业利益动机,在选择优秀企业IPO上有天然激励,因而对潜在发行人进行包括“持续盈利能力”在内的实质性判断,进行“选优”、“选秀”是其天然职责。中介机构(市场)自有一套经过长期商业实践检验的筛选模式和标准,相较于政府(监管层)也更有能力发掘优秀企业。如果政府(监管层)仍然提供所谓的“窗口指导”(参见王赫,李欣.IPO窗口指导将成历史.证券市场周刊[J].2013,(21)),则政府(监管层)关于“持续盈利能力”的鉴别标准存在为中介机构(市场)被动乃至“无奈”接受的可能,而这非常可能使得注册制改革的效果大打折扣。实际上,除了此一关键性问题之外,对注册制改革的另外一个高度重要的问题,即“发行价格与节奏”的市场化问题,也有行业人士表示了关注[参见凤凰财经(华泰证券:注册制是A股的成人礼), http://finance.ifeng.com/a/20150725/13863168_0.shtml, 最后访问日期2015年11月10日]。交易所有关人士曾表示:“我国的根本制度是有管理的市场经济,注册制改革需要服从基本的制度。从这个角度说,只要社会需要金融宏观调控,股票发行节奏的适度管理就是必不可少的。”(参见卢雄鹰.我国注册制改革之路该怎么走[N].上海证券报,2015-08-20)。

38. 2010年未通过发审委IPO审核企业共58家,其中提供了未通过理由的47家。同类数据,2011年分别为72家和70家;2012年分别为37家和35家;2013年IPO暂停;2014年分别为10家和6家。数据来源:wind资讯。

39. 需要说明的是:其一,2013年中国大陆IPO暂停,故没有相关数据;其二,由于部分企业被否决的理由多于1条,故否决理由数目多于被否决企业数目。同时,占比的计算以当年某种否决理由的出现次数为分子,当年被否决企业总数为分母,故其占比之和大于100%。

40. 参见前引14。

41. 参见唐应茂.登陆华尔街(增订本)[M].中国法制出版社,2015:188-189。

42. Address to Congress by Franklin D. Roosevelt (March 1933), printed in H. R. Rep. No.85, 73rd Cong., 1st Sess. 1933.

43. “The federal legislation, which has been characterized as the first true consumer protection law, contained many of the features of state blue sky laws, except that it did not (and, as amended, still does not) establish a system of merit regulation.” See Thomas Lee Hazen, Treatise on the Law of Securities Regulation (Westlaw database updated July 2015), § 1.2[3], Westlaw Database.

44. 有关制定美国1933年联邦证券法时的哲学理念之争,参见Louis Loss, Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation (6th edition, 2011), Wolters Kluwer Law & Business, at 42-57; 有关联邦证券法的详细立法过程则可参见, Elisabeth Keller and Gregory A. Gehlmann, Introductory Comment: A Historical Introduction to the Securities Act of 1933 and the Securities Exchange Act of 1934, 49 Ohio St.L.J.329 (1988); Cynthia A. Williams, The Securities and Exchange Commission and Corporate Social Transparency, 112 Harv. L. Rev. 1197, 1227-8 (1999); 乔尔·塞利格曼(徐雅萍等译).华尔街的变迁:证券交易委员会及现代公司融资制度演进(第三版)[M].中国财政经济出版社,2009,(02):78-98。联邦证券法的立法过程的波折也恰恰折射出决策者对信息披露理念的坚持。

45. See Hazen, supra note 42, at § 1.2[1].

46. See Section 18 of NSMIA. 中文可参见前引15,王啸文尾注10。

47. See Hazen, supra note 42, at § 1.2[2].

48. Ibid.

49. “The preemptive effect of the 1996 amendments can be summarized as follows. Most publicly offered securities which are registered federally cannot be regulated by the states beyond notice and/or coordinated filings. Many federally exempt transactions and securities are also preempted.” See Hazen, supra note 42, at § 8.1[3]. 近年来,联邦层面的信息披露模式受到了一定程度的挑战,有学者呼吁联邦证券法吸取金融危机的教训,走上“(之前)未曾选取的道路”(the road not taken),即州法的实质监管模式, See Daniel J. Morrissey, The Road Not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review, 44 U.Rich.L.Rev.647 (2010)。也有学者主张采取中间道路,以“适当性规则(Suitability Rules)”兼顾信息披露模式与实质审核模式的优点, See Ronald J. Colombo, Merit Regulation Via The Suitability Rules, 12 J.Int'l Bus. & L. 1 (2013)。此类反思恰恰从侧面证明联邦层面目前采纳信息披露模式无疑。

50. 王啸博士认为:原教主义将“信息披露原则”推演到极致,会得出“无论好苹果烂苹果,只要履行充分信息披露义务,就有权利公开发行证券并上市”,“任何药物都不应被禁止,只要说明书充分披露了毒副作用;任何过期食品都不需下柜,只要标注了过期日;任何有质量问题的车辆销售都不必召回,只要消费者已知晓危险;包含任何血腥、色情内容的影视节目也不应被叫停,只要标明了其类型和尺度,等等与现实不符的结论。”民粹主义意味着迎合大众,注重短期政绩。即便明知发行法定门槛不等于事前审查,质量检查与“父爱监管”、“隐性担保”、“政府背书”并无直接联系,也故作糊涂。参见前引15,王啸文。这样的观点显然与刘君博士的相关论述大有不同。参见前引19,刘君文。

51. 参见前引41,唐英茂文。

52. 当然,信息披露模式本身也存在诸多缺陷,参见前引49, Ronald J. Colombo文。联邦证券法之所以选择信息披露模式,乃是在其与实质性审核模式之间取舍权衡的结果。丘吉尔评价民主时说:民主不是一个好东西,但目前还没有找到一个比它更好的东西。信息披露模式在某种意义上与民主有同工之处。

53. See Report on the Uniformity of State Regulatory Requirements for Offerings of Securities That Are Not “Covered Securities”, October 11, 1997, available at <https://www.sec.gov/news/studies/uniformy.htm#secii>, lastly visited at 10th Oct., 2015. 相关具体内容, 中文文献可参见郭雳. 比坚持更重要的是坚持什么——美国证券监管的二元实践与理念分歧[J]. 金融法苑, 2003, (05).

54. 该模范法典(Model Statute)于1956年问世(the Uniform Securities Act of 1956), 此后先后在1985年和2002年修改(the Uniform Securities Act of 1985, the Uniform Securities Act of 2002)。目前美国大多数州都采纳了其最早版本或者此后的修改版本。See Hazen, supra note 42, at § 8.1[1][A].

55. See James D.Cox, Robert W.Hillman, Donald C.Langevoort, Securities Regulation: Cases and Materials (7th ed. 2013), Aspen Publishers, at 234-235; also see supra note 52, SEC报告。

56. 参见前引53, SEC报告。另可参见Rick A. Fleming, Helping the Small Business Raise Capital in Kansas, Journal of the Kansas Bar Association (2012), 81-FEB J. Kan. B.A. 22, at 23-24. 该文作者是堪萨斯州证券委员会的前任首席律师(former general counsel for the Office of the Kansas Securities Commissioner), 而堪萨斯是全美第一个设置蓝天法的州, 也是“蓝天法”名称的开创者, see Rick A. Fleming, 100 Years of Securities Law: Examining a Foundation Laid in the Kansas Blue Sky, 50 Washburn L.J. 583, 584-586 (2011).

57. 参见曹凤岐. 推进我国股票发行注册制改革[J]. 南开学报(哲学社会科学版), 2014, (02).

58. 将刑事诉讼法关于合理怀疑的概念借鉴到证券发行审核中似并无不妥。信息披露审核模式下, 审核人员若存在某种怀疑, 使其难以坚信, 或存在很大可能发行人没有真实、准确、完整、及时披露信息, 则会不断提问直至满意为止。实际上, 审核人员的自由裁量空间较大是注册制下信息披露审核模式的特点之一。参见前引21, 潘妙丽、徐洋报告。

59. 从形式上看, SEC不会直接否定发行人的业务模式或未来盈利能力; 在很多情形下, SEC会根据媒体公开报道线索, 而非基于其他形式、通过自身或任何第三方进行的实地调查提出问题。SEC同样不会要求承销商或其他中介方报告其对发行人进行过何种尽职调查, 更不要说对尽职调查过程提出质疑了。

60. Section 8(d), Securities Act of 1933, reads that If it appears to the Commission at any time that the registration statement includes any untrue statement of a material fact or omits to state any material fact required to be stated therein or necessary to make the statements therein not misleading, the Commission may, after notice by personal service or the sending of confirmed telegraphic notice, and after opportunity for hearing (at a time fixed by the Commission) within fifteen days after such notice by personal service or the sending of such telegraphic notice, issue a stop order suspending the effectiveness of the registration statement. When such statement has been amended in accordance with such stop order the Commission shall so declare and thereupon the stop order shall cease to be effective.

61. 从1995~2015年的20年中间, SEC仅在29个案例中对于发行人发出了停止令。See official website of SEC: <https://www.sec.gov/litigation/stoporders.shtml>, lastly visited at 10th Oct., 2015.

62. 参见保罗·杜德克(Paul Dudek)2014年5月13日在证监会所做题为《首次公开发行在美国》的讲座。根据讲座录音和演示稿翻译的文本由证监会编入《股票发行注册制漫谈》一书。

63. “The Securities Act of 1933 explicitly states that it is not the role of the SEC to pass upon the worthiness of registered securities.” See Brett Lockwood, The Fraud-on-The-Market Theory: A Contrarian View, 38 Emory L.J. 1269, 1298 (1989).

64. See e.g., 634 F.Supp.2d 419, United States District Court,S.D.

New York.In re FUWEI FILMS SECURITIES LITIGATION.No. 07 Civ. 9416 (RJS). July 10, 2009. 该案虽以和解结束, 但主审法院明确支持原告关于被告之注册文件(招股说明书)存在重大遗漏、误导性陈述的主张。

65. 参见前引19, 刘君文。

66. 纳斯达克交易所共有三个上市条件不同的市场层次, 分别是全球精选市场、全球市场以及全球资本市场。See official website of Nasdaq: Initial Listing Guide, [http://business.nasdaq.com/Docs//Nasdaq Initial Listing Guide_tcm5044-13919.pdf](http://business.nasdaq.com/Docs//Nasdaq%20Initial%20Listing%20Guide_tcm5044-13919.pdf), lastly visited at 10th Oct., 2015.

67. 参见窝窝官网, <http://help.55tuan.com/about/guanyuwomen.html>, 最后访问日期2015年10月5日。

68. 窝窝于2015年1月9日提交给美国SEC的F1注册登记表格式(Form F-1 Registration Statement under the Securities Act of 1933)。另参见人民网, <http://it.people.com.cn/n/2015/04/03/c1009-26793936.html>, 最后访问日期2015年10月5日。

69. 上市首日, 窝窝(WOWO)盘中破发, 一度跌破发行价10美元。参见凤凰科技, http://tech.ifeng.com/a/20150408/41044617_0.shtml, 最后访问日期2015年10月5日。更有行业人士表示其发展前景堪忧, 参见东方财富网, http://stock.eastmoney.com/news/1436,20150408494727696_0.html, 最后访问日期2015年10月5日。

70. 参见网易科技, <http://tech.163.com/15/04/09/10/AMOJVL4H000915BF.html>, 最后访问日期2015年10月5日。

71. 参见前引12, 沈朝晖文; 前引15, 王啸文。

72. 参见前引13, 蒋大兴文; 前引15, 王啸文。

73. 参见前引27, 王啸文。

74. 参见徐洋. 美国“注册制”管窥[R]. 上海证券交易所研究报告, 2015, NO.14. 参见上海证券交易所官网, http://www.sse.com.cn/researchpublications/research/c/c_20141013_3847263.pdf, 最后访问日期2015年10月5日。

75. 参见前引21, 潘妙丽、徐洋文。

76. 参见前引12, 沈朝晖文; 前引13, 蒋大兴文。

77. 参见纽约-泛欧证券交易所官方网站(NYSE Listed Company Manual, “103.00 Foreign Private Issuers” in Section 1), http://nysemanual.nyse.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_2_3_1&manual=/lcm/sections/lcm-sections/, 最后访问日期2015年10月5日。有关美国境外企业进入美国资本市场的概况可参见SEC报告: Accessing the U.S. Capital Markets — A Brief Overview for Foreign Private Issuers, <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/international/foreign-private-issuers-overview.shtml#IIA2a>, 最后访问日期2015年10月10日。

78. 参见李巧宁, 孙晓霞. 周正庆表示修订《证券法》要借鉴海外经验[N]. 证券时报, 2004-04-17; 叶林. 关于股票发行注册制的思考——依循“证券法修订草案”路线图展开[J]. 法律适用, 2015, (08).

79. 参见北京证券期货研究院研究报告: 《全球主要国家和地区股票发行上市制度和流程简介》, <http://www.bisf.cn/zbscyjw/jrscz/201401/d884ceec54314445942cdfb3159f9126.shtml>, 最后访问日期2015年10月10日。

80. 马婧好. 核准制VS注册制: 股市市场特征决定发行体制[N]. 上海证券报, 2010-05-17.

81. 参见前引62, 证监会书, 第2-3页, 李小加题为《香港的股票发行上市监管制度》的演讲。

82. 证券法修订草案4月一一审后, 立法机关暂未将其置于官方网站, 公开征求社会意见。因此, 我们只能以各大网站广泛流传的文本, 例如中国金融服务法治网<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=4777>(最后访问日期2015年10月10日), 作为讨论对象。实际上, 关于注册审核机构的选择, 证监会主席助理黄炜已有阐述, 参见前引22, 黄炜演讲。

83. 参见《证券及期货(在证券市场上市)规则(2003)》第5条。亦可参见阮金阳:《我国股票发行注册制研究》,中国人民大学博士学位论文,论文提交日期:2015年6月3日。

84. 参见《证券及期货(在证券市场上市)规则(2003)》第6条。亦可参见李怡芳,李丹:《沪港两地发行制度比较》,上海证券交易所研究报告2015 NO.09;上海证券交易所官网, http://www.sse.com.cn/researchpublications/research/c/c_20150127_3876410.pdf,最后访问日期2015年10月17日。

85. 《关于上市事项的谅解备忘录(Memorandum of Understanding Governing Listing Matters)》可参见香港证监会官网, http://www.sfc.hk/web/doc/TC/aboutsfc/arrangements/local-org/hkex_sfc_mou.pdf,最后访问日期2015年11月17日。

86. 俄国铝业公司申请上市时,存在一笔即将到期的巨额债务,且拟上市融资的所有资金亦不够偿还,风险很大。联交所希望俄国铝业在联交所上市,以期带动一大批俄罗斯的公司到联交所上市,给联交所带来新一轮的IPO高潮,而香港证监会对此则存有异议。参见前引12,沈朝晖文。

87. 参见新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/20091218/23207125871.shtml>,最后访问日期2015年10月17日。

88. 参见联交所官网, http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/listpro/flowchart_main.htm,最后访问日期2015年10月17日。

89. 参见前引82,网传证券法。

90. 参见前引22,黄炜演讲;前引87,新浪财经报道。图中灰色底纹文本框表示注册审核流程的核心步骤。创业板审核流程与之类似。

91. 参见陈岱松.论证券发行审核制度[J].河北法学,2004,(12).

92. 参见李文莉.证券发行注册制改革:法理基础与实现路径[J].法商研究,2014,(05).

93. 参见联交所官网, http://www.hkex.com.hk/chi/listing/listhk/Documents/Listing_Sim_Chi_19_Aug.pdf,最后访问日期2015年11月2日。

94. 参见李小加. A股为什么需要注册制[J].新世纪,2014,(08).

95. 参见联交所官网, <http://www.hkex.com.hk/eng/stat/research/rpaper/Documents/DBR.pdf>,最后访问日期2015年11月10日。

96. 同上引:“The Stock Exchange’s 1998–2001 Strategic Plan sets the goal of seeking to evolve the issuer regulatory regime towards a more disclosure-based model. The new Growth Enterprise Market (GEM) launched by the exchange in November 1999 seeks to foster a culture of self-initiative on the part of issuers and sponsors to fulfil their responsibilities without relying on the exchange.”

97. 参见联交所官网, <https://www.hkex.com.hk/eng/global/faq/regulation.htm>,最后访问日期2015年11月10日: The Listing Rules adopts a disclosure-based regulatory approach for both initial public offerings, or IPOs, and listed securities.

98. 参见联交所官网, http://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/chi/listing/listreq_pro/listreq/equities_c.htm,最后访问日期2015年11月2日。

99. 参见联交所《主板上市规则》第2.03条,《创业板上市规则》第2.06条。

100. 参见联交所官网, <http://www.hkex.com.hk/eng/rulesreg/listrules/rulesandguidelines.htm>,最后访问日期2015年11月2日。

101. 参见联交所官网, http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/ipo_listcontact/advisoripo.htm,最后访问日期2015年11月10日。

102. 参见联交所官网, http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listreq_pro/listcontact/new_advisor.htm,最后访问日期2015年11月10日。

103. 历史上, A股共经历8次“IPO暂停”。参见新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20150704/195622592273.shtml>,最后访问日期2015年11月10日。实际上,受今年6月底7月初股市异常波动影响, A股IPO正处于第九次暂停之中。参见新浪财经, <http://finance.sina.com.cn/stock/y/20150704/194022592256.shtml>,最后访

问日期2015年11月10日。截至2015年11月6日, A股第9次IPO暂停结束,参见前引35,证监会官网报道。

104. 参见联交所官网德基科技(D&G Technology Holding Company Limited)案例, <http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2015/0514/LTN20150514005.pdf>,最后访问日期2015年11月10日。

105. 此处的“否决(rejection)”与联交所上市科的“发回(return)”不同。后者基本上处于联交所开展详细审阅之前,且其缘由系违反《上市规则》第9.03(3)条规定的上市申请资料应当“大致完备(Substantially Complete)”的形式要求。

106. 创业板上市决定由创业板上市审批小组作出。与上市委员会相仿,该小组同样同样慎用否决权。有关数据可从联交所历年年报中分析获取。参见联交所历年年报, <http://www.hkex.com.hk/eng/exchange/invest/finance/2015finstat.htm>,最后访问日期2015年11月10日。

107. 参见上市委员会2014年年报, http://www.hkex.com.hk/eng/listing/listcomrpt/Documents/AnnualRpt_2014dec.pdf,最后访问日期2015年11月10日。

108. 需要指明的是,此处所谓“上市指引依据”不具有“判例法”意义上的效力。联交所明确强调,审核决定基于各发行人各自具体情况作出,个案(否决或通过)不能作为未来审核之前例(“Each decision was based on its specific circumstances and is not a precedent for future cases”)。参见联交所官网, http://en-rules.hkex.com.hk/en/display/display_main.html?rbid=4476&element_id=3843,lastly visited at 10th Oct., 2015.

109. 参见前引88,联交所官网报道。

110. 参见前引80,马婧好文。

111. HKEx Listing Decision, HKEx-LD73-2013 (published in May 2013),参见联交所官网, http://en-rules.hkex.com.hk/en/display/display_main.html?rbid=4476&element_id=3859,最后访问日期2015年11月10日。

112. 参见联交所《主板上市规则》第2.01, 2.03条。

113. “The Exchange considered that the inclusion of a profit forecast in Company A’s prospectus could not sufficiently address the doubt on sustainability, while the Exchange may consider this method acceptable in less extreme cases by providing meaningful information about an applicant’s future performance in light of a temporary deterioration of financial performance before listing.”参见前引111,联交所官网报道,第22段。

114. 同上引。

115. See Joseph F. Daniels, Comparing U.S. and Hong Kong Public Offering Regulation: How Cost-Effective Is China’s Primary Capital Market?, 69 S. Cal. L. Rev. 1821(1996); King Fung Tsang, Listing Destination of Chinese Companies: New York Or Hong Kong?, 23 Colum. J. Asian L. 357(2010).

116. 有学者基于中国大陆证券市场尚未成熟,尤其是投资者不成熟,以及证券分析师群体数量、质量均不足的角度考虑,得出了类似的结论。See Robin Hui Huang: The Regulation of Securities Offerings in China: Reconsidering the Merit Review Element in Light of the Global Financial Crisis, 41 Hong Kong L. J. 261(2011).

117. 参见汤欣.注册制的若干基础性配套机制[J].证券法苑,2014,(12): 258-261.

118. 最重要的差别之一是:美国有集团诉讼制度,而建立和完善中国大陆投资者民事赔偿制度任重道远,参见汤欣,谢日曦.从洪良国际案到证券民事诉讼[J].证券法苑,2014,(12): 56-88。亦有学者提出推进注册制改革要强化信息披露民事责任、行政责任和刑事责任,参见朱从.证券发行注册制:制度机理、实践与建议[J].证券法苑,2015,5(14): 223-244。