

科创板发行上市审核制度变革的法律逻辑

李有星 潘政*

内容提要：科创板发行上市审核制度变革，是我国注册制改革的重要内容。制度变革背后的法律逻辑，并非是从实质审核转向形式审核，而是制度目标的转变：从“审出一家好公司”转向“审出一家真公司”。“审出一家真公司”是科创板发行上市审核制度的价值追求和预期目标，其背后是“所有公司都可能造假”“客观事实难以发现”两大逻辑预设的支撑。问询制度是实现科创板发行上市审核制度目标的路径，在实施主体、问询内容等方面多有变革，而“排除合理怀疑”则是问询适当的证明标准。但是，科创板发行上市审核制度仍存在许多不足，亟待进一步研究和解决。

关键词：科创板 发行上市 注册制 审核制度

一、引言

证券发行和上市是两个不同的法律概念。在我国，证券发行是由证监会和国务院授权的部门审核，属于行政许可的范畴，而证券上市则是由交易所审核，是一种自律组织的审核，属于民事法律关系范畴。^[1]但是，根据全国人大的授权和《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称《管理办法》）的规定，上海证券交易所履行“发行上市审核”的职能，既审发行，又审上市，并将审核意见报送证监会，由证监会履行发行注册程序，实际上是参考了我国香港地区的制度设计。^[2]因而，在我国科创板注册制试点的语境下，发行与上市实为同一审核环

* 李有星，浙江大学光华法学院教授；潘政，浙江大学光华法学院博士研究生。

本文为中央高校基本科研专项资金资助项目“智能金融安全法律问题研究”（ZDJCXK2018）、人工智能与法学专项资助课题“智能化网络借贷安全问题法律研究”（18ZDFX008）、中国人民银行金融科技委员会2019年金融科技研究课题“金融科技监管规则研究”的阶段性成果。

[1] 参见叶林：《证券法》，中国人民大学出版社2013年版，第159页。

[2] 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。

节的两个方面，共同构成科创板注册制下的必要环节，因而有“发行上市”一说，产生了科创板“发行上市审核制度”，这也是本文的讨论对象。

在“发行上市”的前提下，讨论我国科创板注册制与现行核准制的差异，便不再是学界长期争执的形式审核与实质审核的区别。美国式注册制下，发行和上市分离，在发行环节，除却各州“蓝天法”对证券发行保留有实质条件外，联邦层面的法律并未设置实质条件，故联邦证券交易委员会履行发行注册程序时，得以采“形式审核”方式，仅对信息披露进行合规性审核。但在美国的证券上市环节，证券交易所依据各自的市场定位，制定了多样的上市规则，其中不乏上市的实质条件，由此使交易所事实上构成了“实质审核”的主体。因此，如果将证券发行与上市做整体考虑，则美国式注册制在运作过程中也充满了实质审核。^{〔3〕}回到我国科创板，仅从上海证券交易所科创板首轮问询和回复的实际情况来看，我国科创板注册制也充满了实质审核。首批3家公司（睿创微纳、晶晨股份、微芯生物）的问询答复于4月23日公开，上交所针对这三家公司问询了152个问题，涉及科创板定位、财务和业务真实性、股权结构、核心技术先进程度、业务盈利模式等方面。^{〔4〕}显然，许多问题的提出，包括“公司是否符合科创板定位”这样的根本性问题，本身就需要对公司进行细致入微的了解和审查，仅靠形式审核是无法做到的。因此，我国科创板发行上市审核制度的核心问题，不在于形式审核抑或实质审核。实际上，科创板注册制背景下，发行上市审核制度变革背后的法律逻辑是审核目标的转变，从“审出一个好公司”转向“审出一个真公司”。这是科创板注册制改革的价值追求和预期目标，是制度变革的“自变量”，信息披露的内容、质量和程序皆是“因变量”。故下文围绕科创板发行上市审核制度的目标、背后的逻辑预设，以及实现目标的路径展开分析，探究科创板发行上市审核制度变革背后深刻的法律逻辑。

二、科创板发行上市审核制度目标的转变

资本市场是为投资者投资服务的，股票的内在价值由投资者自己判断、自我决策、自我负责。政府不对股价的涨跌负责，不对股票的内在投资价值作出判断，是我国资本市场改革的新逻辑。^{〔5〕}让投资者自己判断、决策、负责的前提，是发行人切实履行信息披露义务，真实、准确、完整地向投资者展露公司的真实状况。因此，尽管学界对注册制与核准制的界限始终存在认识上的分歧，但基本共识是，注册制和核准制的本质差异是由谁来判断证券的品质，或者说，“政府在出售证券的品质挑选上扮演什么样的角色”。^{〔6〕}在科创板注册制试点中，应该改变过去核准制下既审信息披露合规性，还对投资价值做出判断的做法。中国证监会副主席方星海在国新办新闻发布会上也公开表示，科创板注册制就是“要审出一家真公司”。^{〔7〕}可以说，从学界主流和监管

〔3〕 参见沈朝晖：《证券法的权力分配》，北京大学出版社2016年版，第75-104页。

〔4〕 参见《上海证券交易所科创板股票发行上市审核》，载<http://kcb.sse.com.cn/disclosure/#>，最后访问时间：2019年4月24日。

〔5〕 参见邢会强：《我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应》，载《河北法学》2019年第5期。

〔6〕 彭冰：《信息披露是注册制的核心》，载《证券法苑》第12卷，法律出版社2014年版，第270页。

〔7〕 方星海：《加强科创板审核 审出“真公司”》，载《证券时报》2019年3月8日，第A01版。

层角度看，科创板发行上市审核制度的目标已经发生了重大变化：从“审出一个好公司”转变为“审出一个真公司”。然而，这一转变的含义却并不明晰，大而化之的表述中存在着诸多矛盾，应当正确理解科创板发行上市审核制度目标转变的真实含义。

（一）“真公司”与“好公司”的定义

“审出一个真公司”还是“审出一个好公司”，是一个制度选择。在舆论对“审出一个真公司”热烈追捧的同时，“审出一个好公司”的制度目标也并非无人问津，有的学者就认为针对投资价值的判断，不仅为纯粹商业判断问题，还同时涉及了合规判断，在我国证券市场尚无法独立完成对投资价值做出理性商业判断的情形下，应当以国家干预之手，对公司价值进行预防性或补充性的审核，以弥补市场之不足。^{〔8〕}实际上，“审出一个真公司”与“审出一个好公司”，二者皆有优劣，都并不能全盘否定。科创板发行上市审核制度目标的转变，本质上是主观价值和目的论意义上的变化，是立法者政治决断的结果。

在美国注册制下，发行审核和上市审核分离，各自的目标是较为明确的，即发行审核追求审出一个“真公司”，而上市审核则更倾向于挑选“好公司”上市。政府没有能力也无权限确保证券的质量，因而对于联邦管辖范围内的证券发行，法律并未设置实质性条件，只要公司的信息披露材料与公司真实状况相符合，即可认为是一家“真公司”；证券交易所根据自身定位，制定不同的上市规则，其中不乏实质性条件，直抵公司的投资价值和证券质量。在美国各大交易所竞争的情势下，交易所上市审核总体上是期望审出符合市场要求、有竞争力的“好公司”。但由于交易所上市审核并不属于行政许可行为，是纯粹的民事法律行为，也就不属于法律制度目标应当考虑的范围。因此，在美国式注册制下，对于“政府在出售证券的品质挑选上扮演什么样的角色”的问题，答案是明显的：证券监管者履行行政许可程序，审核制度的目标仅止于发现“真公司”，只就披露材料进行合规性审核，做到信息披露材料与公司实际相符合。因此，结合美国注册制的实际，可以对“真公司”与“好公司”做一个大致的定义：“真公司”是指信息披露材料与公司实际情况相一致的公司，无涉公司的经营状况与投资价值，只要信息披露材料真实、准确、完整即可。与此相对应，“好公司”则是相对证券质量而言的，“好公司”不仅必须是真实的，同时还必须具备一定的投资价值，涉及公司的市值、盈利能力、业务模式等多方面的因素。

（二）科创板发行上市审核制度目标转变中的逻辑矛盾

科创板注册制试点，不是核准制，证券监管机构不能代替投资者做价值判断。^{〔9〕}但科创板也非美国式的典型注册制，科创板发行与上市程序合并，交易所虽无最后的注册决定权，但却被赋予了审核权限，必须通盘考虑发行和上市条件，既审发行又审上市，形成富有特色的“发行上市审核制度”，不可能像美国那样，走“发行审‘真公司’，上市审‘好公司’”的路子。在发行上市审核制度的目标层面，科创板语境下的“真公司”与“好公司”是与美国不同的。在科创板语境下，如果说发行上市审核制度追求的是“审出一个真公司”的目标，那么仅要求公司信息披

〔8〕 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》，载《法学评论》2014年第2期。

〔9〕 参见李曙光：《新股发行注册制改革的若干重大问题探讨》，载《政法论坛》2015年第3期。

露材料真实、准确、完整，信息披露材料与公司真实状况相一致，显然是不够的。发行上市审核制度本质上还是行政许可，交易所在法律的授权下，与证监会共同承担科创板发行上市审核的公共职能，也必须遵守法律规定的许可条件。因此，“真公司”不仅仅是公司实际情况与申请材料相吻合这么简单，“真公司”的判断也总是相对于审核标准而言的，必须同时符合发行条件和上市条件。法定条件、信息披露和公司实际，三者表里相依，不可割裂。在美国注册制下，发行注册虽然没有规定实质性发行条件，但也并非是毫无注册条件的，比如信息披露的条件，故在美国注册制语境下的“真公司”，也至少一定是“符合法定信息披露条件”的“真公司”。简言之，符合科创板发行上市标准，信息披露材料真实、准确、完整，没有作假的公司，才可以称为“真公司”。这样就容易陷入一个逻辑矛盾：若是将投资价值作为审核标准之一，符合审核标准，信息披露材料真实、准确、完整的公司，既是“真公司”，也是“好公司”。“真公司”与“好公司”的区分将毫无意义。

这一逻辑矛盾，在科创板中较为明显。《管理办法》对科创板发行条件的规定，总结起来主要是：依法设立且持续经营满3年；会计基础规范、内部控制健全；业务完整，具有直接面对市场独立持续经营的能力；生产经营合法合规、符合国家产业政策。这确实在相当程度上降低了发行条件。但是，在发行上市审核制度中，交易所除了需要审核发行条件外，还需要审核上市条件。科创板的上市条件，除了需要符合发行条件外，还要满足股本总额、发行比例、市值及财务指标等条件。市值及财务指标虽然有五套，给公司提供了多种选择，但五套标准无不是关涉公司盈利能力的。在发行和上市条件之外，发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市，首先必须“符合科创板定位”的根本性要求，而科创板“面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求”“拥有关键核心技术”“科技创新能力突出”“市场认可度高”“较强成长性”等要求，很难说与公司的投资价值毫无干系。

因此，无论是“科创板定位”还是“上市条件”，在传统意义上，均属于对公司价值的一种判断，无不是指向一个“好公司”的标准。同时，科创板对于我国全面深化改革、提升国际竞争力的重要意义，也使审核者面临着“只许成功，不许失败”的无形政治压力，对于科创板上市公司的要求自然也会隐性提高。如果科创板将“好公司”的标准作为审核标准之一，符合审核标准，信息披露材料真实、准确、完整的公司，既是“真公司”，也是“好公司”。那么关于科创板发行上市审核制度目标转变的讨论，似乎便失去了意义。

（三）对科创板发行上市审核制度目标转变的恰当理解

科创板发行上市审核制度目标的转变，确实可能存在上述的逻辑矛盾。因此，对科创板发行上市审核制度目标转变的恰当理解，首先应该明晰，这种转变总体上仍然是从“审出一个好公司”转向“审出一个真公司”，相较于核准制下的代替市场做价值判断的做法，“审出一个真公司”无疑是一种巨大的进步。但“审出一个真公司”大目标下包含着一定程度的“符合科创板定位”的审核要求，上市条件中的实质性条件也由此而来。但总体上看，“审出一个真公司”仍为主流，“符合科创板定位”为支流，二者的结合并非单纯文字游戏，而是有其实际意义。

首先，不存在只审核信息披露合规性而不对公司投资价值做出任何判断的审核制度，亦即作为发行上市审核制度目标核心要素的“真公司”与“好公司”并非决然对立。美国注册制的优势

在于不设发行实质条件，没有规定一种证券必须在质量上达到何种标准方可发行，只要求发行人对证券的质量进行充分披露，美国证交会的职责只是确保发行人的信息披露符合法律规定的内容和格式。但这并不意味着美国证交会只是消极地检查材料，相反，美国证交会积极介入首发审核，采取完全披露的监管标准，要求涉及证券投资价值与投资者投资决策判断的所有实质性信息必须披露。^{〔10〕}因此，即便可以说美国注册制发行审核是追求“真公司”，那么它的“真”，也是包含着一定投资价值的“真”，正如美国学者所言，证券注册和审核的过程仍然包含着“证券达到最低质量”的要求。^{〔11〕}科创板注册制的制度安排与我国香港地区的发行、上市制度相近。在我国香港地区，公司发行上市的审核规则分为“发行时的披露”与“质量规范”，前者就是信息披露要求，而后者则包括排除不合格的参与者与不合格的证券，无疑对证券的质量和投资价值进行了判断。^{〔12〕}在坚持“真公司”为主要审核重点，以信息披露合规为主要要求的前提下，对证券质量和投资价值设置一定门槛，是较为普遍的做法。涉及公司投资价值的“符合科创板定位”也可以与“审出一个真公司”有机结合。

其次，“符合科创板定位”以及相关的上市条件，旨在突出“科创板”的特殊市场定位，用以区别其他板块。“科创板”是多层次资本市场的有机组成部分，只不过目前仅在科创板实行了注册制，将来随着注册制试点的推广，会出现越来越多“符合某某板块定位”的审核标准。这些标准将依据不同的市场定位，对申请公司提出差异化的要求，其中自然会涉及公司投资价值等门槛条件，这是不可避免的，甚至是应当的。对不同公司价值的预先判断（至少是大致上的判断），是不同层次资本市场满足不同层次投资者需求的必然要求，也是一个交易所或板块得以持续、健康运营，进而赢得市场声誉的重要过程。“符合科创板定位”这一制度目标，要求科创板发行上市公司具有一定的投资价值，满足一定的实质条件，尤其是核心技术竞争力的要求，单独看来是违背了注册制“审出一个真公司”的要求，代替了市场做选择，但从多层次资本市场建设和科创板自身定位来看，却并无不妥，仅仅是上述美国学者口中符合科创板定位的“最低质量要求”。

最后，“审出一个真公司”是制度目标变革的主流，“符合科创板定位”则是支流。在发行上市审核的整体制度目标中，“审出一个真公司”是主流，决定着制度发展的方向，作为支流的“符合科创板定位”是制度发展中次要的、非根本的趋势和方向，甚至是一种历史现象。从发展的眼光看，“符合科创板定位”只是“真公司”的定语，且只是注册制试点阶段的暂时要求，随着注册制的推广，“符合某某板块定位”的审核标准将会不断变化，且越来越多样化，但作为核心要素的“真公司”却是长期的、一贯的追求。因此，“审出一个真公司”的目标始终应该处于首位。这就决定了在科创板发行审核制度的实际运行中，应该始终强调以公开为核心的信息披露，加强信息披露的程序控制，并坚持相关配套法律制度的建设。^{〔13〕}审核机构一方面要遵守“符合科创板定位”的法定条件和标准，另一方面也应在制度发展中逐渐筛查和减少不必

〔10〕 参见前引〔3〕，沈朝晖书，第92页。

〔11〕 See Karmel, R. S., Blue-sky Merit Regulation: Benefit to Investors or Burden on Commerce, 53 (1) *Brooklyn Law Review*, 105-128 (1987).

〔12〕 参见何美欢：《公众公司及其股权证券》（上册），北京大学出版社1999年版，第174页。

〔13〕 参见李文莉：《证券发行注册制改革：法理基础与实现路径》，载《法商研究》2014年第5期。

要、不合理的实质条件，逐渐将监管资源重点放在提高信息披露质量、持续监管和违法行为的惩处之上。^[14]

三、科创板发行上市审核制度的逻辑预设

科创板发行上市审核制度目标的转变，背后必然伴随着全新逻辑预设的形成。就一个制度而言，制度的逻辑预设并非事实判断（是怎么样），也非价值判断（应该如何），而是预设的逻辑起点。事实上，科创板发行上市审核制度的逻辑预设，如同经济学中常见的“经济人”或者是“理性经济人”预设一样，并非事实判断，说人性“事实上”皆自私自利，亦非价值判断，扬言人性“应该”自私自利。科创板发行上市审核制度的逻辑预设，乃是一个制度构建的逻辑起点，亦即一个能够正常、合理运行的制度，必须建基于此。从逻辑预设出发，并以其作为基本的约束条件，构建科创板发行上市审核制度的运行机制和规则。科创板发行上市审核制度的逻辑预设有两个，即“所有公司都可能造假”与“客观事实难以发现”。

（一）所有公司都可能造假

美国法学家庞德认为，法律就是“一种关系的调整和行为的安排，它能使生活物资和满足人类对享有某些东西和做某些事情的各种要求的手段，能在最少阻碍和浪费的条件下尽可能地给以满足”。^[15] 这意在说明法律只能在资源约束下实现人类福祉最大化。因此，无论是证监会还是交易所，作为科创板发行上市审核制度的审核主体，在开展审核工作试图“审出一个真公司”时，应当追求成本的最小化，以尽可能少的资源投入来产出最大的审核效率。波斯纳在《法律的经济分析》中为我们介绍了法律制度的成本分析方法。^[16] 在科创板发行上市审核制度中，也可以运用这种方法对制度成本进行分析。就发行上市审核制度而言，所谓的成本最小化，主要指两类成本之和的最小化，第一类成本是错误的审核结果导致的成本，第二类成本是审核制度的运行成本。其中，审核制度的运行成本属于直接成本，在政府预算约束之下，是相对固定的。

“所有公司都可能造假”的逻辑预设，旨在通过降低第一类成本，在整体上降低科创板发行上市审核制度的两类成本之和。就第一类成本而言，错误的审核结果导致的成本源于审核机构的错误审核。审核机构期望能够“审出一个真公司”，但往往会犯两类错误，第一类错误是“将造假的公司当作真公司”，第二类错误是“将真公司当作造假的公司”。现实中，这两类错误总是在所难免，而且均会产生一定的社会成本，因此便产生发行上市审核成本的问题。两类错误都会使原来消耗的审核制度运行成本成为单纯的资源浪费。同时，犯第一类错误，将造假的公司当作真公司，会产生更大的社会成本——不仅损害了科创板发行上市审核制度的公信力，降低了科创板的社会评价，还会对资本市场造成冲击，损害广大投资者的合法权益。以万福生科欺诈发行案为例，审核机关即犯了第一类错误，将造假的公司当作真公司予以审核通过，不仅造成了证监会执

[14] 参见唐应茂：《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。

[15] 〔美〕罗斯科·庞德：《通过法律的社会控制》，沈宗灵译，商务印书馆2010年版，第39页。

[16] 参见〔美〕理查德·波斯纳：《法律的经济分析》，蒋兆康译，法律出版社2012年版，第881-883页。

法威慑力的下降，证监会发审工作公信力的下降，而且万福生科募集的42 500万元资金可以说成了“违法所得”，使得市场对资源配置的结果大大扭曲。平安证券设立3亿元先行赔付基金，也从侧面反映了投资者在此次事件中的损失。而相较于犯第一类错误，犯第二类错误“将真公司当作造假的公司”，其结果虽然使得真实的、可能也是优质的公司无法在资本市场融资，使投资者无法获得源于优质公司的投资回报，也有损审核工作的公信力，但对于资本市场整体而言，并无现实损失。

因此，第一类错误所产生的成本平均比第二类错误所产生的成本更高，将一个虚假公司当作真公司推向市场所产生的成本，远远高于“将真公司当作造假的公司”的社会成本，故在科创板发行上市审核制度中，第一类错误远比第二类错误严重。在此情形下，在逻辑上预设“所有公司都可能造假”，并以此为起点完善审核制度，提高申请公司在信息披露上的举证责任，同时向审核者施加更高的注意义务，使其不断通过问询的方式，提出疑问，聆听解答，直至排除合理怀疑的程度，就是旨在降低犯第一类错误的几率。

（二）客观事实难以发现

科创板发行上市审核制度的核心目标是“审出一个真公司”，此处的“真”指的是一种“事实”。“事实”包含着两种解释，一种是客观事实，一种是法律事实。客观事实属于哲学范畴，指原来已经发生的、不以人的主观意志为转移的现实。^[17]法律事实，是指法律规范所规定的、能够引起法律关系产生、变更和消灭的客观情况或现象。^[18]在科创板发行上市审核制度的语境下，客观事实意味着审核结果与公司真实状况完全一致，而法律事实则意味着，审核者只须遵循法定程序，对于达至法定证明标准的事实，即应当作为审核认定的基础事实。在法律意义上，“法律事实”不同于“客观事实”，法律对“事实”的追求与科学对“真相”的追求应作不同理解。“由于信息通常是昂贵和不完美的，法律对事实上‘真相’的追求注定有其限度；当追求事实真相与威慑有害行为、保护和促进有益行为等实质性社会福利目标出现分歧甚至冲突时，法律决策者应寻求最大化社会总体福利，而非全力逼近乃至‘还原’真相。”^[19]科创板发行上市审核制度以“客观事实难以发现”作为逻辑预设，并不是说发行上市审核制度不“应该”追求客观事实，也并不意味着“事实上”公司真实情况绝对无法查明，而是说以“客观事实难以发现”为起点，作最坏的打算。在成本约束（预算、制度运行成本等）和时间约束（如《管理办法》要求交易所在三个月内形成审核意见）下，发行上市审核必须放弃完全探知公司客观事实、绝对真相的苛刻要求。

假定“客观事实难以发现”，作最坏的打算，并以此构建科创板发行上市审核制度。首先，证监会、交易所及其审核人员，可以减轻道德负担，容许一定限度内的错误出现。“家长式”的苛刻审查，既无助于错误的发现（事实证明，多么严厉的审查都不可能绝对防止造假情况的出现），也使得错误出现后审核机构背负过重的舆论压力与责任（费尽人力、财力，亦审不出错误，辜负投资者信赖，投资者自然将指责的矛头对准审核机构）。^[20]其次，减轻道德负担并不意味着

[17] 参见黄宏生：《客观事实与法律事实的关系及意义》，载《福建论坛》（人文社会科学版）2007年第7期。

[18] 参见张文显：《法理学》，高等教育出版社2018年版，第93页。

[19] Louis Kaplow, Information and the Aim of Adjudication: Truth or Consequences? 67 *Stan. L. Rev.*, 1303 (2015).

[20] 参见朱锦清：《证券法学》，北京大学出版社2016年版，第94页。

可以免除法定义务，相反，要强调对证监会和交易所的法律约束。证监会和交易所应当更加专注于自身的法定义务与职责的履行，明晰审核的法定程序和标准，严格依照法律程序和期限，追求符合法定条件、达至证明标准的“法律事实”。不能重现核准制下审核周期漫长、对于发行人而言毫无预测性的局面。最后，既然在事前审核中“客观事实难以发现”，那么无疑对于监管者而言，持续监管和违法行为惩处将是未来工作的重点。我国科创板注册制试点中，证监会在发行上市审核中处于末端，履行注册程序，仅就“审核内容有无遗漏，审核程序是否符合规定，以及发行人在发行条件和信息披露要求的重大方面是否符合相关规定”做出审核，而将更多的资源投入到持续监管和查处证券违法行为中，做好监管本职工作。这样的做法，无疑是“客观事实难以发现”预设下的合理制度选择。

四、科创板发行上市审核制度目标的实现路径

《管理办法》第19条第2款规定“交易所主要通过向发行人提出审核问询、发行人回答问题方式开展审核工作，基于科创板定位，判断发行人是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求。”《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》（以下简称《审核规则》）也对审核问题予以了细化。二者明确了科创板将以“问询制度”作为主要方法，实现“审出一个真公司”的审核目标。问询制度主要包括问询的实施主体、问询的内容、问询的证明标准等内容。

（一）问询的实施主体

《审核规则》第8条规定：“本所设立科创板发行上市审核机构（以下简称发行上市审核机构），对发行人的发行上市申请文件进行审核，出具审核报告。本所设立科创板股票上市委员会（以下简称上市委员会），对发行上市审核机构出具的审核报告和发行上市申请文件进行审议，提出审议意见。上市委员会的职责、人员组成、工作程序等事项，由本所另行规定。本所结合上市委员会的审议意见，出具同意股票发行上市的审核意见或者作出终止发行上市审核的决定。”根据该条规定，问询制度的实施主体主要是“发行上市审核机构”，而“上市委员会”的职责将与目前的发审委类似，作为交易所做出审核意见的集体决策机构。作为问询审核的主要机构，发行上市审核机构内设综合部、审核一部、审核二部，以及质量控制部。就分工而言，审核一部、审核二部负责科创板股票发行上市审核工作。可以明确，审核一部、审核二部及其工作人员应是问询工作的实施主体。从问询的有效性和专业性来看，结合科创板对核心技术的关注，问询的实施主体应当以相应的行业进行划分，并匹配法律、会计、技术等相应的专业人才，其中最重要的是必须有相关行业的专家或者专业人士参与其中。

（二）问询的内容

就问询的内容而言，肯定是比照发行条件、上市条件，以及对投资者决策有重大影响的内容进行提问。相关的内容和程序在《管理办法》和《审核规则》中已有详细的规定，这些都是问询在形式层面的内容，在此不做赘言。问询内容的实质层面，则是以“信息披露”为核心的要求，问询主体必须站在投资者的角度，围绕公司信息披露中对投资者投资决策可能产生影响的内容和缺陷提出疑问，问出一个真实的公司。在上交所就首轮问询及回复情况答记者问中，揭示了首轮

问询中存在的“五个不够”，包括对科技创新相关事项披露不够充分、公司业务模式披露不够清晰、公司生产经营和技术风险揭示不够到位、信息披露语言表达不够友好、文件格式和内容安排不够规范。有些问题可能并非投资者真正关心的，也并非完全是为投资者而提问的，比如“充分披露经营活动产生的现金流中各个细分项目的构成情况、具体金额变动情况及原因分析”，这类问题可能不是出于“有疑问”而提出的，而带有为审核者免责的性质。但从问询的总体情况看，确实是在向以投资者为中心、以信息披露为核心的方向靠拢。

从首轮问询的情况可以一窥问询真正关心的内容。首轮问询中，财务会计信息与管理层分析类问题最多，平均每家公司达到 16.67 个；其次，则是业务类问题，平均有 11 个；公司基本情况的问题也有 7.53 个；其他问题较少。总结起来，问询的内容主要围绕风险揭示、财务和业务、公司治理独立性，而其中关注的重中之重仍然是发行人的财务和业务方面的情况，这些无疑都是投资者真正关心的问题。^[21]值得一提的是，审核机构几乎对每个公司在核心技术方面都提出了问题，比如未充分披露核心技术的来源、研发团队情况、技术先进性程度、在国内外市场的地位及竞争优势、技术的迭代性和可替代性、技术路线演进和发展趋势、知识产权保护及管理、核心技术产业化应用及收入占比等等，反映了科创板对申请公司核心技术的高度关注，符合科创板定位的基本要求。

（三）问询的证明标准：排除合理怀疑

问询应当到何种程度，是问询制度设计中的重要内容，涉及问询证明标准的确立。证明标准首先应当由法律规定而不能允许单纯的主观判断；但证明标准同时又是无形的，我们可以理解、描述证明需达到何种程度方可形成裁决者的内心确信，但难以具象化，无论是“高度盖然性”“合理根据”，还是“排除合理怀疑”，都是相当模糊而难以把握的。^[22]作为行政许可的重要组成部分，问询的证明标准应当遵循行政许可的一般规律。在决定行政许可的证明标准时，行政行为的种类（依职权、依申请）、性质（负担行政行为、授益行政行为），以及证明的难易程度、行政决定的重要性和行政程序的特定等都应当综合考虑。^[23]

开普兰公式是一个用于界定刑事证明标准的数学模型，对于帮助我们划定证明标准的大致程度具有一定意义。^[24]这一模型可以帮助审核者决定问询的具体证明标准。当证据足以使审核者确信发行人符合发行上市条件的概率超过 P 时，即可认定发行人满足审核要求。假设“将假公司当成真公司”（第一类错误）审核通过，预期造成的社会损失为 $U(C_i)$ ，“将真公司当成假公司”（第二类错误）而予以否决的社会损失为 $U(A_g)$ ，那么当审核者内心确信达到证明标准时，如果审核者对发行人的申请审核通过，则预期第一类错误的损失为 $(1-P) \cdot U(C_i)$ ；若对发行人的申请不予审核通过，则第二类错误的预期损失为 $P \cdot U(A_g)$ 。据此，为了实现社会成本和损失的最小化，理性的审核机构只有在“将假公司当成真公司”的预期损失 $(1-P) \cdot U(C_i)$ 小于 $P \cdot$

[21] 参见小兵研究：《科创板首轮问询问题统计分析》，载 <http://https://mp.weixin.qq.com/s/fKVd38C46RFR4LJiPfn9MA>，最后访问时间：2019年5月9日。

[22] 参见李浩：《证明标准新探》，载《中国法学》2002年第4期。

[23] 参见朱新力：《行政诉讼客观证明责任的分配研究》，载《中国法学》2005年第2期。

[24] 科创板发行上市审核毕竟与刑事诉讼有着较大差距，本文虽运用开普兰公式，但亦结合科创板的情况，在与开普兰公式保持形式一致性的同时，对许多符号背后的实际含义做了一定调整。

U(Ag) 时，方可做出审核通过的决定。此时的证明标准应满足（开普兰公式）。〔25〕即：

$$P > \frac{1}{1 + \frac{U(Ag)}{U(Ci)}}$$

因此，证明标准的设定结果与 U(Ag) 与 U(Ci) 的比较结果密切相关，即“将真公司当成假公司”与“将假公司当成真公司”何者对社会造成的损失更为严重。假如我们认为“将假公司当成真公司”放进科创板对社会造成的损失十倍于“将真公司当成假公司”不予审核通过，则 U(Ag) : U(Ci) = 1 : 10，则此时的 P > 90.90%，意味着概率化的证明标准必须大于 90.90%，即审核人员的内心确信程度需要达至“十拿九稳”的地步。〔26〕

结合开普兰公式，并基于科创板的重要地位，以及公司证券发行、上市对于资本市场和众多投资者利益的重要影响，若要实现科创板发行上市审核制度“审出一个真公司”的目标，采取证明标准较高的“排除合理怀疑”是适当的。

“排除合理怀疑”的证明标准，要求审核人员内心对申请人申请材料的真实性不存在具有合理性的怀疑而形成确信。“排除合理怀疑”原是英美法刑事诉讼中确定被告人是否有罪的证明标准，其中的“怀疑”并非随便或毫无根据的怀疑，而是一种根据普遍接受的人类常识和日常经验而认为有合理的可能性或者或然性的怀疑。〔27〕这意味，“排除合理怀疑”并非是排除一切怀疑，追求结果的客观真实，而是排除符合情理、在法律上有意义的怀疑，追求法律意义上的真实。具体到科创板，“排除合理怀疑”中的“怀疑”应当指对于可以实质性地影响投资者投资决策判断的信息而提出的怀疑，这些怀疑必须得到释明和合理解释。“排除合理怀疑”要求在科创板发行上市审核中，发行人具有证明自身符合法定条件的举证责任，发行人必须使审核人员相信其符合科创板发行和上市的条件达到了没有合理怀疑的程度；同时审核人员也要站在投资者的角度，提出质疑，使自身对于发行人信息披露材料中对于投资者决策有重大影响的因素不再产生合理怀疑，达到内心确信的程。这也正是邢会强教授所言的我国走向从投资者角度出发的资本市场改革逻辑的重要体现。当然，“排除合理怀疑”的标准依然不是十分明确，即使在其发源地美国也是如此，并无固定性的标准。正如《加利福尼亚州刑法典》中的表述，它不仅仅是一个可能的怀疑，而更是指该案的状态，在对所有证据进行全面比较和考虑之后，使得陪审员的心理处于这种状况，以至于他们不能说他们对指控罪行的真实性得出永久的裁决已达到内心确信的程。〔28〕

五、结 语

科创板发行上市审核制度的变革，是科创板注册制试点的重要内容。制度目标、逻辑预设的

〔25〕 See John Kaplan, *Decision Theory and the Factfinding Process*, 20 *Stan. L. Rev.*, 1065 (1968).

〔26〕 参见桑本谦、戴昕：《真相、后果与“排除合理怀疑”——以“复旦投毒案”为例》，载《法律科学》2017年第3期。

〔27〕 参见谭炜杰：《行政许可证据制度研究》，中国政法大学2006年硕士学位论文，第27页。

〔28〕 转引自汪海燕、范培根：《论刑事证明标准层次性——从证明责任角度的思考》，载《政法论坛》2001年第5期。

变化，带动了一系列制度的改变，其中尤以问询制度最为重要，是科创板发行上市审核制度目标实现的主要路径。但是，我们应看到科创板发行上市审核制度仍然存在许多不可忽视的问题，比如交易所兼具发行审核与上市审核的双重职能，面临着利益冲突的现实难题，^[29] 又比如发行人的发行上市申请，需要经过交易所发行上市审核机构审核，再通过上市委员会的审议，才可能由证监会履行注册程序，而注册程序可能又会是新一轮的审核，层层审核程序加持下，很难说公司上市融资是更容易了，还是更困难了。总之，科创板注册制试点中的问题还有很多，一切才刚刚开始，需要进一步深入研究。

Abstract: The reform of the securities issuing and listing system of the STAR Market Board is an important part of China's registration system reform. The legal logic behind the system reform is not to shift from merit regulation to pro forma investigation, but the transformation of system goals: from "identify a good company" to "identify a real company". "Identify a real company" is the value pursuit and expected goal of the issuance and listing review system of the STAR Market Board. It is backed by two logical presuppositions: "all enterprises may be fraudulent" and "objective facts are difficult to find". The inquiry system is the path to realize the goal of the securities issuing and listing review system of the STAR Market Board. There are many changes in the implementation subject and content, and "beyond reasonable doubt" is the appropriate standard of proof for the inquiry system. However, it must be acknowledged that there are still many shortcomings in the securities issuing and listing review system of the STAR Market Board, which needs further research and more resolutions.

Key Words: the STAR Market Board, securities issuing and listing, registration system, review and approval system

(责任编辑: 周 游 赵建蕊)

[29] 参见冷静:《注册制下发行审核监管的分权重整》，载《法学评论》2016年第1期。