

科创板注册制下交易所发行上市审核权能的变革

冷 静*

内容提要：以科创板注册制试点工作的准备与启动为制度背景，探讨上海证券交易所新获配置的股票发行上市审核权能问题，这对于中国证券市场优化结构、提升质量的制度变革具有重大意义。阿里巴巴赴纽约证券交易所上市之典型案例，可作为我国注册制改革的重要参照体系。从阿里巴巴赴美上市的审核流程可以看出，美国证券市场的准入制度具有相当明显的效率优势，科创板注册制试点的全面铺开和继续深化，可以据此获得有益的启示。

关键词：科创板 注册制 证券交易所 发行上市审核 阿里巴巴上市

一、引 言

伴随着《证券法》修订的重新提速，科创板的准备与启动工作已经全面展开，并已于2019年6月13日正式开板。自2015年4月修订草案一审稿公布之后，《证券法》的修订进程经历了一波三折的起伏，迟至2017年4月才推出了二审稿。^{〔1〕}时隔两年之后，三审稿才于2019年4月公布。三审稿在保留股票发行核准制的同时，将“科创板注册制度的特别规定”作为专节，纳入了第二章“证券发行”规定之中。

虽然从时序上看，科创板注册制试点进程与《证券法》修订进程并不存在直接的联动关系，《证券法》即使不修订也不影响科创板的推出和运行——科创板的运行另有一套特别法律规范和监管规则予以调整，即通常所称的“1+2+6”规则体系，由证监会实施意见、证监会管理办法

* 冷静，华东政法大学国际金融法律学院教授。

作者感谢2019年4月20日于西南政法大学召开的法学研究会年会暨证券法学研究会年会的参会学者、监管机构代表与实务专家在科创板单元发言中提供的信息与意见。本文中的一切错误，由作者自行承担。

〔1〕 关于一审稿和二审稿修法进程及其争议的讨论，可参见冷静：《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；冷静：《法定自律组织还是法律法规授权组织：新形势下证券交易所及其一线监管性质辨》，载《证券法苑》，2017年第23卷。

以及上交所的配套业务规则所组成。^{〔2〕}然而,科创板注册制试点的成败经验却将直接影响《证券法》修订的走向与成果。

从整体设计框架来看,科创板的设立试图同时兼顾三项改革意图。第一是市场各方主体期待已久的注册制试点的启动,这是在发行体制与市场准入门槛方面的变革,体现了证监会向交易所放权的突破性成果。第二是以产业政策为导向的上交所内部分层机制的创设,这是在交易所上市板块结构多元化方面的变革,是上交所经过了国际板与战略新兴产业板的设想先后无疾而终的遗憾之后获得的发展机遇。科创板的启动对应的是深交所中小企业板和创业板的先后设立,特别是创业板近年来的扩容与发展趋势,体现了“科创定位”产业政策驱动下交易所国内竞争的最新态势。第三是科创板的规则设计,为红筹企业,特别是独角兽企业回归A股上市或者发行中国存托凭证开辟了制度空间,标志着中国股市针对境外发行人扩大开放、参与全球资本市场国际化竞争的发展方向。^{〔3〕}这三方面的制度突破,不仅对于上交所来说是具有战略意义的制度红利,如果在试点成功的基础上推动注册制在深交所以及其他证券交易场所的复制和推广,也将成为我国证监体制改革历程中具有重大意义的里程碑事件。

在上述基本认识的基础上,本文着重探讨科创板注册制下交易所获得股票发行上市审核权能的制度变革意义。在监管主体与市场主体各自归位尽责的改革期待下,交易所作为现行《证券法》所规定、《证券法修订草案三审稿》(下称“三审稿”)所继续确认的自律管理组织,其地位、权能与治理结构正在经历着引人注目的重塑与创新。^{〔4〕}发行上市审核权能的重新配置和有效行使,是这一变革进程的重要方面。其实质是交易所在市场准入环节从证监会手中分权,在持续提升其既有的中后端持续信息披露监管效能的同时,激活并强化其前端准入监管权能,以发挥交易所作为市场一线监管部门的优势,为发行上市环节的监管注入更多的市场化因素。这一变革不仅是为了因应以港交所、新交所为代表的亚太资本市场纷纷修订规则吸引上市资源所揭示的全球资本市场竞争态势的热化,更是为了推进中国证券市场朝着优化结构、加强监管、提升活力与

〔2〕“1”是指证监会《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》;“2”是指证监会《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《注册管理办法》)和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》(以下简称《持续监管办法》);“6”是指上交所发布的六项业务规则,包括《科创板股票发行上市审核规则》《科创板股票上市委员会管理办法》《科技创新咨询委员会工作规则》《科创板股票发行与承销实施办法》《科创板股票上市规则》和《科创板股票交易特别规定》。关于规则体系的组成介绍,参见《设立科创板并试点注册制主要制度规则正式发布》,2019年3月1日,载http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201903/t20190301_351631.html,最后访问时间:2019年6月9日;《上海证券交易所发布设立科创板并试点注册制配套业务规则答记者问》,2019年3月1日,载http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190301_4729501.shtml,最后访问时间:2019年6月9日。

〔3〕《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》(下称《审核规则》)第2条规定:“符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》及中国证监会和本所相关规定的红筹企业,申请发行股票或者存托凭证并在科创板上市的审核,适用本规则。”同时,《证券法修订草案三审稿》第38条也纳入了“对拟在科创板上市交易的股票、存托凭证的公开发行,实行注册制”的规定。

〔4〕《证券法》第102条将交易所定义为“为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理的法人”。三审稿中未对证券交易所进行定义,而直接在第106条中规定“证券交易所……为证券集中交易提供场所和设施,组织和监督证券交易,实行自律管理,依法登记,取得法人资格。”与现行法相比,三审稿关于交易所职责与性质的法条内容基本未变。

运行效率的改革方向继续深入前行。^{〔5〕}

在对科创板的发行上市审核规则进行分析的同时，本文还将以阿里巴巴在纽约证券交易所成功上市的流程为例，梳理美国注册制对发行人资质的基本要求以及监管者审批发行与审批上市的操作机制，以此作为参照和借鉴，审视科创板注册制规则设计的理据与效果。在此重点关注的问题是，美国证券交易委员会（SEC）和纽约证券交易所各自承担的审核权能之内容和实现途径。作为红筹股独角兽境外上市的重点案例，阿里巴巴上市流程所体现出来的监管者对投资者保护的关切焦点以及美国注册制的效率优势，对于我国科创板注册制试点的改革方向与模式具有一定的启示。

二、科创板发行上市审核权力的配置

在发行上市审核权力配置方面，科创板基本上采纳了《证券法修订草案一审稿》曾经建议的市场化程度较高、证监会相对隐退、交易所职能强化的分权体制。概括而言，一审稿中的两项基本制度设计为科创板注册制框架所采纳：第一，发审权下放至交易所，注册权保留于证监会；第二，保荐制的保留与改良。^{〔6〕} 科创板保荐制改革的一个新增内容是试行保荐机构子公司跟投制度和信用评价制度，试图通过商业约束和声誉机制来进一步发挥保荐机构对科创企业的遴选功能。^{〔7〕}

此外，在证券法修订草案各个版本中缺失或语焉不详、而科创板予以明确和细化的制度设计主要包括以下方面。

1. 发行审核与上市审核不仅联动，而且合一，上市审核吸收了发行审核，统称为“注册审核”，均由交易所进行，这是对我国香港地区双重存档制（dual filing）的借鉴。审核时限为三个月，但不包括发行人和中介机构回复问询的时间。证监会则通过在 20 天的时限内审查交易所报送的审核决定和申报文件的方式，来行使注册权。^{〔8〕} 交易所审核与证监会注册的时限规定，客观上保障了注册流程的时间效率，为发行人付出的时间成本提供了比较稳定的预期。

2. 以招股书作为审核文件的主体，以问询与回复作为对话式注册审核的实现方式，旨在“问出一个真公司”，全流程实现电子化并同步网上公示，发行人及其保荐人在首次问询阶段不需要“跑所”。^{〔9〕} 这是对美国注册制经验的吸收。

〔5〕 最突出的规则变化，是我国香港地区和新加坡市场在多年坚持同股同权的公司治理原则之后，为了提升争夺上市资源的竞争力，均于 2018 年引入了双层股权结构公司上市制度，我国香港地区还在主板开辟了港版“科创板”，即新兴与创新产业公司上市板块，主要吸引中国概念股中的独角兽企业上市。参见香港交易所：《双重股权结构与生物科技行业的上市制度改革》，2018 年 4 月 24 日，载 http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201804_c.pdf?la=zh-CN，最后访问时间：2019 年 5 月 23 日；香港交易所：《新兴及创新产业公司上市制度咨询总结》，2018 年 4 月，载 [http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-\(April-2018\)/cp201802cc_c.pdf](http://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/February-2018-Emerging-and-Innovative-Sectors/Conclusions-(April-2018)/cp201802cc_c.pdf)，最后访问时间：2019 年 5 月 23 日；新加坡交易所：SGX launches rules for listing of dual class companies, Jun. 6, 2018, available at https://api2.sgx.com/sites/default/files/news-releases/migration/sgx_launches_rules_for_listing_of_dual_class_shares_companies.pdf, last visited on May 23, 2019.

〔6〕 关于一审稿就证监会和交易所之间如何进行发行监管分权的讨论，参见前引〔1〕，冷静文，《注册制下发行审核监管的分权重整》。

〔7〕 参见前引〔2〕，《上海证券交易所发布设立科创板并试点注册制配套业务规则答记者问》。

〔8〕 参见《注册管理办法》第 4 条，以及第 21、23、24 条。

〔9〕 参见《注册管理办法》第 19 条。在第二轮问询开始之后，发行人、保荐人与交易所的面谈沟通才成为可能。参见《上交所就首轮问询及回复情况答记者问》，2019 年 4 月 23 日，载 http://kcb.sse.com.cn/announcement/notification/c/c_20190423_4779810.shtml，最后访问时间：2019 年 5 月 22 日。这与美国注册制下，发行人及中介机构与 SEC 的沟通主要通过电邮、电话、传真进行，全程基本上不需要赴华盛顿与发行审核官员面谈还是有差异的。参见后文对于阿里巴巴上市案例的分析。

问询与回复作为招股书之外特别重要的信息披露类别，价值在于其类似美国注册制下 SEC 与发行人的信息沟通往来模式。这种模式可以历史性地、完整地展示注册审核的动态流程。特别是上交所通过“问询”表达关注的信息披露要点，以及发行人通过“回复”表达的反馈要点，可以呈现科创板注册审核的性质到底是实质审核还是形式审核，抑或两者兼具。从已经发布的问询和审核问答观察，交易所的审核包含了大量关涉发行人行业、业务、财务、公司治理的实质审查。^[10] 限于篇幅，这一问题留待另文探讨。

3. 注册审核不以持续盈利能力为标准（亏损企业也可申请发行上市，例如开曼群岛注册的红筹股九号机器人），而以信息披露的质量为标准，其要求为“老三性”（真实、准确、完整）叠加“新三性”（充分、一致、可理解）。^[11] 这既是对监管层一直以来所倡导的“投资者友好型”信息披露实践的要求，也是对科创板发行人行业及业务特质的观照。在这方面，科创板吸收了我国香港地区双重存档制与美国注册制的共同经验。

4. 交易所的注册审核业务部门为新设的注册审核中心，由内部职员组成，类似于香港联交所上市科下设的 IPO 部门。此外，交易所还增设了主要由外部人士组成的新“三委”，即股票上市委员会（下称“上市委”）、科技创新咨询委员会（下称“咨询委”）和公开发行自律委员会（下称“自律委”），以体现市场人士与行业专家在注册审核流程中的参与和协助，保障注册审核的专业性、权威性和公信力。上市委首批获聘 38 人，委员主要来自会计师事务所、律师事务所、高校、市场机构及证监会系统相关机构。^[12] 咨询委由从事科技创新行业的权威专家、知名企业家、资深投资专家组成，首批获聘 48 人。^[13] 自律委由承担发行承销任务的市场中介机构人士组成，首批获聘 35 人。^[14]

其中，上市委的角色最为吃重，其结构与功能与香港联交所的上市委员会类似，并且与负责上交所主板及深交所创业板发行审核的证监会发审委也相一致。上市委由外部市场人士和专家主导，承担着对交易所注册审核中心的初审报告进行上会复审的职责，其审议意见作为交易所决策的重要依据。但是否作出同意发行上市的审核意见的最终决定权，还是由交易所掌握。^[15]

在此值得提出的是，上交所主板也设有一个上市委员会，现在与科创板的上市委员会同时存在。主板上市委员会由交易所内部职员和外部专家、市场机构人士共同组成，迄今已任命了四届。经检索上交所全网，关于主板上市委员会的消息只有三条，最早的一条发布于 2009 年 7 月

[10] 参见前引 [9]，《上交所就首轮问询及回复情况答记者问》；《上交所就科创板发行上市审核问询回复进展情况答记者问》，2019 年 5 月 14 日，载 http://kcb.sse.com.cn/announcement/notification/c/c_20190514_4818189.shtml，最后访问时间：2019 年 5 月 22 日。

[11] 参见前引 [9]，《上交所就首轮问询及回复情况答记者问》。

[12] 参见《上交所召开第一届科创板股票上市委员会成立大会》，2019 年 4 月 16 日，载 http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190416_4768589.shtml，最后访问时间：2019 年 6 月 2 日。

[13] 参见《关于聘任上海证券交易所第一届科技创新咨询委员会委员的公告》，2019 年 4 月 4 日，载 http://kcb.sse.com.cn/announcement/notification/c/c_20190404_4759072.shtml，最后访问时间：2019 年 5 月 23 日。

[14] 参见《上交所聘任第一届科创板股票上市委员会、科技创新咨询委员会、公开发行自律委员会委员》，2019 年 4 月 4 日，载 http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20190404_4758743.shtml，最后访问时间：2019 年 5 月 21 日。

[15] 参见《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》（下称《审核规则》），第 8 条、第 19 条；《上海证券交易所科创板股票公开发行自律委员会工作规则》；前引 [14]。

16日，内容是公布第二届上市委员会的委员名单。^{〔16〕}按时间顺序往前回溯，没有检索到有关主板第一届上市委员会的任何信息。并且，在2017年8月15日上交所官网宣布第四届主板上市委员名单之后，再无与之相关的任何公开发布的消息。^{〔17〕}可见主板上市委员会的边缘化。

主板的上市委员会是参照香港联交所的上市委员会（Listing Committee）而设立的，原意在于行使《证券法》所规定的核准制下的上市审核权，只不过这项权力被证监会的发行审核权架空了，从未真正落实。核准制下，通常情况是发行人如果通过了证监会的发行审批，则其证券便自动获得在交易所上市的资格，上市协议也因此淡化了自愿的性质，增加了行政强制的意味。对此提出有力佐证的是：迄今为止，尚未出现任何一例证监会批准证券发行，而交易所却拒绝发行人上市申请的案例。^{〔18〕}

实践中，核准制下的沪深交易所并未真正掌握上市审核的权力。下面的例子可以进一步揭示核准制下沪深交易所在股票上市审核程序中的被动作用和边缘地位。沪深交易所虽然参照香港联交所的建制设立了上市委员会，但两家交易所在证券上市流程中的作用却局限如下：第一，为已经通过证监会发行核准的公司安排具体上市的时间；第二，为拿到证监会发行批文的拟上市公司分配一个证券代码。^{〔19〕}换言之，沪深交易所原来的上市委员会发挥不了其所借鉴的香港联交所上市委员会所发挥的对上市申请进行审查和批准的实际作用。而科创板注册制的推出，使得新设的上市委员会不仅重新获得了《证券法》所规定的上市审核权能，还被赋予了发行审核的权能，两者在流程上合二为一。

5. 无论证监会还是交易所，均不对获准注册的申请文件的真实性、准确性、完整性作出保证，也不表明其对该股票的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证。^{〔20〕}同时，发行人、保荐人、证券服务机构及其相关个人就信息披露违规所承担的责任则大大加重。这是科创板注册制下最为体现“归位尽责”改革精神的方面，由投资者“买者尽责、风险自负”，在投资者适当性要求的配合下自行承担投资风险。

图1展示了科创板注册审核的流程和主体：^{〔21〕}

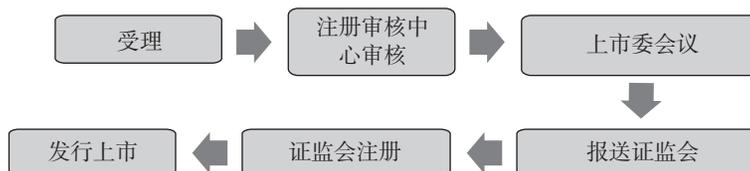


图1 科创板注册审核的流程

〔16〕 参见《关于公布上海证券交易所第二届上市委员会委员名单的通知》，2009年7月16日，载 http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20150912_3988307.shtml，最后访问时间：2019年5月23日。

〔17〕 参见 http://www.sse.com.cn/disclosure/announcement/general/c/c_20170815_4358748.shtml，最后访问时间：2019年5月23日。

〔18〕 参见陈彬、曾斌：《注册制背景下交易所上市审核内部救济机制的完善》，载《证券法苑》2014年第12卷。

〔19〕 参见沈朝晖：《证券法的权力分配》，北京大学出版社2016年版，第11页。

〔20〕 参见《注册管理办法》第8条。

〔21〕 参见 <http://kcb.sse.com.cn/aboutus/auditprocess/>，最后访问时间：2019年5月23日。

三、科创板发行上市审核的效率

科创板于3月18日开始接收发行上市审核申请。截至6月9日,在两个半月的时间内,便有119家公司提交的申请获得了受理,包括一家境外发行人,即在开曼群岛注册的红筹企业九号机器人。发行人申请以招股书为主体文件,此外还需提交发行保荐书、上市保荐书、审计报告和法律意见书。申报获得受理后以上所有文件便同步在科创板官网进行预披露,而发行人、保荐人、证券服务机构及其相关人士承担法律责任的时点便由此启动。^[22]

上述119家公司中,已经向证监会提交注册申请的为3家;已接受问询的为101家,平均每家接到的问询问题为40个;尚未接到问询的有13家;中止审核的有2家,包括红筹企业九号机器人。^[23]在已接受问询的发行人中,不少已经进入了第二轮问询,第二轮问询的问题数量大幅减少但更有针对性。^[24]

上市委的第一次审议会议已于2019年6月5日召开,审议三家企业的首发上市申请。审议结果为同意三家企业的申请,并就招股书中的信息披露和风险揭示向发行人和保荐人提出了补正的要求,尤其体现了要求保荐人就特定信息披露事项发表明确意见的趋严立场。三家顺利“过会”的发行人中,从申请获得受理到上会,最快的历时两个月,最慢的也仅两个半月。

由此可见,科创板发行上市审核流程的推进比较迅速,时间效率比较高。当然,这样可观的效率的一个解释是,证监会发行部与上交所建立了联合审核机制,证监会选派了数名经验丰富的监管干部到上交所挂职,以充实人力,指导和参与审核工作,以保障科创板初创阶段注册审核的有序进行。^[25]事实上,核准制下的发行审核权虽然在证监会,但负责初审的部门也曾从沪深交易所常年借调大量IPO审核人员,以补充专业人才缺口。这种互相借调审核人员的工作模式,在全球其他主要资本市场比较鲜见,颇具本土特色。

值得关注的是,在迄今为止的问询与回复过程中,已经发生了第一起保荐代表人因擅自改动交易所问询问题而遭到交易所通报批评纪律处分,以及证监会出具警示函、并记入保荐代表人的执业质量评价和诚信档案的案例。上交所也对所涉的一家知名保荐机构另行采取了书面警示的监管措施,督促其在科创板相关发行上市申请项目中,进一步加强保荐业务和保荐代表人监督管理。^[26]可见,注册制虽然对中介机构的执业水准和执业规范提高了要求,但上述案例中低级错误的出现已经对中介机构勤勉尽责履职敲响了警钟。这也揭示了交易所在注册审核过程中采取纪律处分的自律监管效率。

[22] 参见《注册管理办法》第17条。

[23] 数据来源:科创板官网“项目动态”栏目,参见<http://kcb.sse.com.cn/renewal/>;前引[9],《上交所就首轮问询及回复情况答记者问》;前引[10],《上交所就科创板发行上市审核问询回复进展情况答记者问》。

[24] 数据来源:科创板官网“项目动态”栏目;<http://kcb.sse.com.cn/renewal/>;前引[9],《上交所就首轮问询及回复情况答记者问》;前引[10],《上交所就科创板发行上市审核问询回复进展情况答记者问》。

[25] 参见前引[9],《上交所就首轮问询及回复情况答记者问》。

[26] 参见《上海证券交易所纪律处分决定书》(〔2019〕34号),载<http://kcb.sse.com.cn/credibility/disposition/c/4822677.pdf>,最后访问时间:2019年5月22日。

四、美国注册制下发行上市审核的效率

如前文所述，科创板注册制的规则设计可与美国注册制的相关方面进行对比。这不仅是因为科创板注册制的设计综合借鉴了我国香港地区和美国市场的经验，而且也因为美国注册制在长期运行中被证明具有明显的效率优势，探究其原因可以为科创板各项具体制度的进一步细化、修订和完善提供参考。下文即以阿里巴巴赴美上市为例，对美国注册制的效率优势进行阐发。

（一）“美国最大 IPO” 是如何炼成的

2014年9月19日，中概股^[27]中的电子商务旗舰企业阿里巴巴集团控股有限公司（Alibaba Group Holding Limited，下称“阿里巴巴”）公开发行的美国存托股票（American Depositary Share，简称 ADS）在纽约证券交易所（The New York Stock Exchange，简称纽交所）上市交易，代码为 BABA。

阿里巴巴 ADS 共计发售 320,106,100 股，按每股 68 美元的招股价计算，此次融资规模超过了 218 亿美元，一举打破了已尘封六年半之久的美国资本市场 IPO 融资额纪录。此前的纪录为维萨卡公司（VISA）于 2008 年 3 月在纽交所上市所创立，其融资额为 197 亿美元。^[28] 加上承销商行使最多 4802 万股 ADS 的超额认购权（俗称“绿鞋期权”，即 Greenshoe Option）^[29] 实现的融资，阿里巴巴的首发融资总额高达 250 亿美元，成为美国史上最大 IPO，并超越了中国农业银行于 2010 年 7 月在 A 股和 H 股市场同时上市创下的 221 亿美元融资总额纪录。^[30] 上市之后，阿里巴巴的市值于 2017 年 10 月 10 日迎来了历史性时刻——盘中市值超越了竞争对手亚马逊，达到 4721 亿美元（亚马逊当时的市值约为 4719 亿美元），首次跻身全球上市公司市值前五名之列。^[31] 阿里巴巴成功赴美上市的故事及其在美股市场上的亮丽表现不可不谓是现代商业史上的奇迹。

（二）美国注册制全貌：双重审核与双重注册

美国资本市场的注册制，是指联邦政府及州政府对发行人资质进行的双重审核流程，俗称“双重注册制”（Dual Registration）。^[32] 在联邦制的宪政结构下，证券公开发行一般必须在联邦与州两个层面同时注册，联邦或州豁免注册的情形除外。联邦注册制以信息披露为主，但也充满

[27] 中概股即“中国概念股”的简称，指国际资本市场上的一系列以在中国内地的资产或营业收入为其主体组成部分公司的股票。参见卓继民：《跨洋大鏖战 II：中国概念股的华尔街淘金路》，中国财政经济出版社 2017 年版，第 1 页。

[28] 参见刘凡、黄继汇：《阿里巴巴价格敲定，美国最大 IPO 诞生》，2014 年 9 月 19 日，载 <http://china.caixin.com/2014-09-19/100730676.html>，最后访问时间：2019 年 5 月 23 日。

[29] 俗称的“绿鞋期权”（Greenshoe Option），法律上的名称为“Over-Allotment Option”（超额配股权），是指新上市公司授予承销商的一种权利，即在股票上市后，承销商可按指定价格买入该股票，然后按市场价格出售。参见李小明：《阿里上市风云》，载《新世纪》2014 年第 36 期。

[30] 参见前引 [28]，刘凡、黄继汇文；唐家婕、刘晓景：《阿里巴巴登陆纽交所》，2014 年 9 月 19 日，载 <http://companies.caixin.com/2014-09-19/100731293.html>，最后访问时间：2019 年 5 月 23 日。

[31] 参见黄淑慧：《中概股市场表现抢眼》，载《中国证券报》2017 年 11 月 8 日，第 A03 版。

[32] 前引 [1]，冷静文，《注册制下发行审核监管的分权重整》，第 173 页。

了实质审核；而各州的证券发行监管则普遍实行实质审核，以控制证券的投资风险。^[33]

至于实务中如何处理双重审核与双重注册所带来的监管标准不一、监管资源浪费、发行程序繁琐、发行效率低下等问题，美国证券法制经历了长期的改革和磨合。最大刀阔斧的改革发生于1996年，当年颁布的《全国证券市场促进法》（The National Securities Markets Improvement Act）大大改善了联邦与州层面双重审核带来的繁琐且低效的局面。该法案规定，在纽交所、美国证券交易所、纳斯达克全球精选市场以及SEC认为上市标准达到了前述交易所标准的其他全国性的证券交易所（national exchanges）上市或授权上市的证券，豁免州的注册义务。^[34]阿里巴巴这样的中概股公司赴纽交所这样的全国性证券交易所上市，属于豁免州层面的注册与实质审查的情形，主要涉及联邦层面的监管，即SEC负责的注册审核（发行审核）。在流程上，发行人IPO后如寻求证券上市，除了要经过证券发行注册，还需要向SEC申请证券公开交易注册，并向交易所提出上市申请。三者之间，以发行注册最为关键。

（三）美国注册制下发行审核与上市审核的权限配置与联动

在法律意义上，证券发行和上市是两个相互独立的商业行为。如前所述，美国注册制下，证券发行，包括首次公开发行（initial public offering，即IPO），通常需要得到SEC的批准；而证券上市则需要得到交易所的批准。从对两种独立商业行为进行审核与批准程序的法律性质来看：发行审核为SEC的行政许可行为；上市审核通过后签订上市协议，则为交易所与发行人之间作为民事主体的契约行为，虽然交易所只是“看起来好像是”民事主体，实际上与发行人的缔约地位并不平等。^[35]

比较来看，在港股市场的双重存档制、A股市场的核准制以及科创板的注册制下，均不会出现发行审核与上市审核结果相异的情形：（1）香港联交所集发行审核和上市审核的权能于一身，上市审核吸收了发行审核；（2）核准制下的沪深交易所被动接受取得中国证监会发行批文的发行人所提出的上市申请，发行审核吸收了上市审核；（3）科创板注册制下的上交所同香港联交所一样，也是上市审核吸收了发行审核。而实践中，美国注册制下也基本上不会出现SEC的发行审核结果与交易所的上市审核结果相左的情形，但其中的运行机制却不同于A股市场（无论是实行核准制还是科创板注册制）和港股市场。

这是因为，SEC的发行注册审核与交易所的上市注册审核虽然不是同时启动，但发行人一般会在向SEC递交注册表一到两轮之后，即招股书已经比较成型、不会改动太大以后，开始着手准备向交易所提交上市注册的申请材料。有鉴于此，有学者将美国的“双重注册制”另行解释为既有发行注册，又有上市注册，两者之间存在着紧密联系。^[36]当SEC的发行注册审核进行到尾声之际，交易所的上市注册审核也将收官。而SEC在对注册文件的质量基本满意之后，只有在收到拟发行证券所预定的上市交易所报送的、关于同意接受该证券上市的确认函的前提下，才会

[33] 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9月号。

[34] 参见徐洋：《美国“注册制”管窥》，上交所资本市场研究所报告，No.14，2014年4月，第4页。

[35] 参见缪因知：《中国证券法律实施机制研究》，北京大学出版社2017年版，第64页。

[36] 参见前引[1]，冷静文，《注册制下发行审核监管的分权重整》。

在接下来的一个月內宣布发行注册生效。^[37] 因此，美国注册制下也存在着发行审核与上市审核的联动安排。阿里巴巴上市案例中，这种联动也体现得非常鲜明：SEC 在收到纽交所批准阿里巴巴 ADS 上市和注册的确认函之后，才对阿里巴巴 ADS 的发行注册申请宣布生效。

（四）阿里巴巴上市流程：四个半月的速决战

在阿里巴巴集团赴美上市的案例中，从 2014 年 5 月 6 日向 SEC 提交外国发行人使用的 F-1 注册表，到 9 月 18 日 SEC 批准注册生效，前后经历了四个半月的审核流程（见表 1，该表为作者根据发行人与 SEC 之间的正式文件往来整理）。其间，阿里巴巴按照 SEC 的反馈要求，曾经七度修改招股书。^[38] 如前所述，SEC 的发行注册审核虽然以信息披露审查为中心，不对申请企业的投资价值作出判断，甚至亏损企业也可以获准注册，但发行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。^[39] 从 SEC 审核阿里巴巴注册文件 Form F-1 的反馈经过来看，确实充满着实质审核的关切（见表 1）。

表 1 阿里巴巴注册审核流程

序号	时间 (yyyy. mm. dd)	事项	招股书修订要点	备注
1	2014.05.06	发行人通过 EDGAR 电子提交系统向 SEC 公开递交注册表 F-1（外国发行人使用的注册表）及附件，为首次同 SEC 的正式文件往来。同时发行人的美国律师代表发行人致函 SEC 的公司融资处（Division of Corporation Finance），提示已经通过 EDGAR 提交了注册表 F-1，希望 SEC 豁免外国发行人需提交 IPO 前 12 个月内的经审计财务报表的义务，代之以 IPO 前 15 个月的报表；并表示发行人已经按照预期 10 亿美元的筹资额向 SEC 电汇了 128 800 美元的申报费。	发行人招股书提出募资 10 亿美元的计划，首次提出合伙人概念，但未披露 28 位合伙人的姓名和身份。	2012 年颁布的 JOBS 法规定，年收入少于 10 亿美元的成长性公司可以向 SEC 秘密递交申请材料，投资公众看不到申请材料，可以减少这些公司的压力。等到申请材料，尤其是招股书成型后，这些材料才公开。但阿里巴巴由于资产总额和年收入额太大，不能享受秘密递交的待遇，只能公开递交。
2	2014.05.06	公司首席财务运营官也通过 EDGAR 致函 SEC，就财务报告期间从 IPO 前 12 个月延展至 15 个月提出豁免请求。		请求豁免的目的是为了降低因注册审核时间超过预期导致 IPO 时招股书中的财务数据可能过时的风险。
3	2014.05.20	SEC 批准发行人就财务报告期间延展的豁免请求。		豁免批准迅速。

[37] 参见唐应茂：《登陆华尔街》，中国法制出版社 2015 年版，第 188-189 页。

[38] 阿里巴巴与 SEC 在注册审核过程中的所有文件往来，可在 SEC 网站链接的 EDGAR (Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval) 数据库中获得，参见 <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>。

[39] 参见前引 [33]，沈朝晖文；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。

续前表

序号	时间 (yyyy. mm. dd)	事项	招股书修订要点	备注
4	2014.06.02	SEC对发行人招股书提出书面反馈(21页),通过电邮发送给发行人董事会主席马云,并上传到EDGAR。		SEC对招股书的首轮反馈迅速,自收件后不足一个月。答复了发行人希望加速审核的请求,并告知发行人就SEC反馈涉及的财务和法律两方面问题需要联系的审核人员姓名及其电话。
5	2014.06.16	发行人通过其美国律师递交第一次修改后的注册表(Amendment No.1),其中标注了按照SEC反馈意见进行修改的地方。同时,发行人的美国律师向SEC递交了信函,概括了修改后的注册表是如何回应SEC询问的,并标注了可以在注册表中对照查询的页码,并请求SEC对发行人提交的附件中之某项信息予以保密。此外,律师信函中还提出了发行人期待进行路演和首发的时间表,希望SEC配合实现。	招股书透露了合伙人名单、董事会成员、关键财务数据等重要信息。	发行人回复迅速,在收到SEC反馈后仅历时两周。发行人希望7月底路演,8月的第一周上市。每一轮修改后的注册表提交必然伴随发行人律师的附随信函,概括修订要点及标注注册表查询页码。
6	2014.06.26	发行人提交第二次修改后的注册表(Amendment No.2)。同时美国律师再次向SEC发函,指出已第二次修订注册表。	唯一的修订内容是补充了选择纽约证券交易所作为上市地点的信息。	发行人回复迅速。
7	2014.07.03	SEC对修改后的招股书提供了的反馈(13页),通过电邮发给马云,并抄送发行人的美国律师。对第一次和第二次分别修订后的注册表又提出了进一步的意见。并且友善地提示,发行人可以就SEC的评论、反馈、提供信息的要求提出异议。		SEC反馈迅速,在收到修订后的注册表后不足20天即提出了新一轮的修订意见。SEC在反馈信件的末尾提示了发行人与高管的披露义务,并指明了继续沟通的审核人员姓名及电话。
8	2014.07.11	发行人提交了第三次修改后的注册表(Amendment No.3),并同时递交了附随律师函,概括指明新的修订在哪些地方。	招股书披露了VIE及支付宝的详细架构。	发行人反馈迅速。体现了SEC的高效对于申请人及时回复意见具有强大的促动力和压力。
9	2014.07.11	SEC补充了对第一次和第二次修改后的注册表的更多反馈意见(两页)。		SEC的此轮反馈恰好发生在发行人当天提交第三次修改后的注册表之后;自收到发行人上轮回复起历时半个月。
10	2014.08.01	SEC就第三次修改后的注册表提出反馈意见(7页)。		此轮反馈的发出在收件后历时20天左右。

续前表

序号	时间 (yyyy. mm. dd)	事项	招股书修订要点	备注
11	2014.08.06	发行人递交了第三次修改的补充修改，指出此轮修改采纳了此前发行人律师同 SEC 审核人员的电话沟通意见，并提出了由发行人律师与 SEC 审核人员继续电话沟通的请求。	招股书披露了发行人即将实施的内部重组方案，指出将终止阿里巴巴集团与小微金融服务集团之间的框架协议，代之以两者间的股权和资产购买协议。	体现了 SEC 与申请人及其律师的沟通除了书面文件往来与电邮往来之外，电话会议也是常态。
12	2014.08.12	发行人递交了第四次修订后的注册表 (Amendment No. 4)，就 SEC 在 7 月 11 日及 8 月 1 日提出的两次反馈意见进行答复。同时律师致函 SEC，归纳这一轮修订的要点，并再次提出加速审核的请求。	重新厘定支付宝对价。	发行人计划将 IPO 的时间表从 8 月的第一周推后至 9 月的第三周。
13	2014.08.15	发行人律师向 SEC 提交了 F-6 注册表草案，确认存托银行是花旗银行。		申报机构从“公司融资处”变成了“国际公司融资办公室” (Office of International Corporate Finance)。
14	2014.08.27	发行人提交了第五次修订后的注册表 (Amendment No. 5)，就 SEC 在 8 月 12 日发出的反馈意见给予答复。发行人律师也同时致函 SEC，概括并指明招股书的哪些部分作了修订。	招股书更新内容强调发行人移动端的业务增长。	发行人在收到 SEC 上轮反馈之后两周作出回复。
15	2014.08.27	发行人提交了关于发行美国存托股票 (ADS) 的注册表 F-6。		注明存托银行为花旗银行。
16	2014.08.29	SEC 对第四次修订后的注册表提出反馈 (6 页)。		SEC 自收件后 20 日内作出反馈。
17	2014.09.03	发行人提交了对于第五次修订后的注册表的补充修订。同时发行人律师致函 SEC，提示发生修订部分的位置和修订内容。	对发行人的运营成本分类进行详细解释。	发行人律师信函显示，在此轮修订作出之前，发行人律师与 SEC 审核人员之间曾经开过又一次电话会议，其讨论成果纳入了此轮修订。
18	2014.09.04	SEC 就第五次修订后的注册表提出反馈 (3 页)。		SEC 在收件后一周之内即作出反馈。

续前表

序号	时间 (yyyy. mm. dd)	事项	招股书修订要点	备注
19	2014.09.05	发行人提交了第六次修订后的注册表 (Amendment No. 6), 对 SEC 在 8 月 29 日及 9 月 4 日发出的两次反馈进行答复。同时发行人律师致函 SEC, 指出了路演时间和定价日期。	招股书披露 IPO 募集金额、定价以及原有股东的退出情况等关键信息。	路演定于 9 月 8 日, 首发定价日为 9 月 18 日前后。
20	2014.09.08	发行人提交了注册表 F8 - A, 申请对 ADS 在纽交所上市进行注册。同日, 纽交所向 SEC 出函, 证明已经批准发行人 ADS 上市。		SEC 的发行注册与交易所的上市注册联动。SEC 只有在收到交易所关于接纳证券上市的确认证后, 方会考虑宣布发行注册生效。
21	2014.09.12	SEC 对第六次修订后的注册表提出了反馈 (两页), 要求发行人披露机构持股人背后的自然人。		SEC 在收件后一周之内发回反馈。
22	2014.09.15	发行人提交了第七次修订后的注册表 (Amendment No. 7), 对 SEC 在 9 月 12 日发出的询问进行答复。同时发行人律师致函 SEC, 指出发行人已经开始了路演并预期在 9 月 18 日完成定价。	招股书修正了预估的 IPO 定价区间, 并披露了 SEC 询问的机构股东背后的自然人。	发行人在收到询问后三天之后即迅速回复; 此为注册生效前招股书的最后一次修订。
23	2014.09.16	发行人首席法律顾问及发行人董秘致函 SEC, 请求 F - 1 注册表加速生效, 请求生效时间定于 9 月 18 日美东时间 16: 00, 同时请求关于注册 ADS 的 F - 8A 注册表连生效。同日, 数家承销商致函 SEC, 要求 F - 1 注册表生效。同日, 作为存托银行的花旗银行亦致函 SEC, 请求批准关于证券存托的 F - 6 注册表生效。		发行人、发行人承销商、发行证券托管银行联动, 在同日分别向 SEC 致函请求与此次发行相关的各项注册生效。
24	2014.09.18	SEC 批准 F - 1 与 F - 6 注册生效。		从发行人递交注册申请起到注册生效, 历时近四个半月。

资料来源:

(1) SEC 官网 EDGAR 电子搜索平台: <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>;

(2) 刘晓景、南皓:《阿里巴巴 IPO 前五改招股书》, 2014 年 9 月 11 日, 载 <http://companies.caixin.com/2014-09-11/100727355.html>, 最后访问时间: 2019 年 5 月 23 日。

经过了七轮修改, 在 SEC 已经对阿里巴巴的招股书披露再无修改意见的情况下, 阿里巴巴于 9 月 8 日向纽交所提交了 Form 8 - A, 申请对其拟发行的美国存托股票即 ADS 在纽交所上市进行注册, 即“上市注册”。9 月 8 日当天, 纽交所向 SEC 发函, 确认其已经批准接受阿里巴巴将要发行的 ADS 上市。在接到纽交所的上述确认函之后, SEC 于 9 月 18 日批准阿里巴巴发行注

册生效。

在这四个半月的审核流程中，除了发行人阿里巴巴通过其美国律师提交电子注册文件（注册表与附件）以外，发行人的存托银行花旗银行（就美国存托股票 ADS 的发行和存托事宜）、承销商（就请求注册表加速生效），以及上市地纽交所（就确认上市批准）也分别就相关事项向 SEC 提交文件。阿里巴巴上市流程中，各方主体之间发生的所有书面文件往来都有案可查，包括发行人、发行人的美国律师、SEC 三方出具的文件，文件传送的主要形式是电子邮件和传真。四个半月的审核流程，对于筹资总额达到创美国证券市场记录之 250 亿美元的阿里巴巴来说，不可不谓速度快、效率高的上市经历。

五、中美注册制下发行上市审核流程的具体差异

阿里巴巴上市案例折射出中美注册制下证券发行上市审核流程中的某些重要差别，下文试图对此进行归纳。需要指出的是，虽然对标的是中美注册制，但即使是 A 股市场长期适用的核准制和美国注册制相比，也并不存在想象中的重大差异。实际上，经过多年的实施与持续完善之后，核准制下的证券发行信息披露、证券发行审核流程和审核人员配置、询价与承销制度、上市规则等技术性、程序性制度方面进行了方方面面的改进，时至今日与美国注册制下的操作实践已基本趋同或大同小异。^{〔40〕}

目前，即使是核准制下的 IPO 审核流程也已经相当标准化，既有的制度和规则体系较为完备，再加上审核流程从预披露阶段即全面公开，审核效率大大提升，并且实行“报审即披露”制度，使预披露时间得以提前。^{〔41〕}如今影响 IPO 发审速度的主要因素不在监管部门，而在于存量排队企业按要求补充材料和反馈监管意见。^{〔42〕}证监会的发审委员会制度则逐年提高透明度和专业性，先是开始公布 25 位发审委委员名单（2017 年 10 月之后公布的是 80 人的“大发审委”委员名单），继之开始公布发审委反馈意见。^{〔43〕}在市场基本秩序方面，如今上市公司数量已超过四千家，上市公司的业绩整体上保持增长态势，多项财务指标持续增长，沪深交易所的市值规模和年度交易量均位居世界前列。^{〔44〕}更重要的是，我国核准制下 A 股市场从未出现过安然破产、世通破产、麦道夫庞氏骗局那样撼动整个市场基础和摧毁投资者信心的上市公司治理和市场监管重大失败案例，也没有出现过引发 2007—2008 年全球金融危机那种烈度的市场崩盘事件。因此，比较中美注册制的差别，并不在于淡化我国核准制的价值。

在以上认知的基础上，下文所述的中美注册制下发审流程中的几个具体差异，主要是揭示科

〔40〕 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。

〔41〕 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 102 页。

〔42〕 参见蒋飞、刘彩萍：《证监会发行部女处长落马》，载《财新周刊》2015 年第 25 期，转引自 <http://weekly.caixin.com/2015-06-26/100822487.html? p0# page2>，最后访问时间：2017 年 11 月 12 日。

〔43〕 例如，证监会网站专设有“发审会公告”栏目，参见 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/fshgg/>；又设有“发审委审核意见”栏目，参见 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/fswshyj/>。此外，“首次公开发行反馈意见”栏信息比较详细，参见 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/scgkfxkyj/>；“预先披露”栏目下，待审企业的招股书（申报稿）可以全文下载，参见 <http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/yxpl/>。

〔44〕 参见中国证监会 2017 年年报中的各项数据。

科创板注册制试点在未来制度完善过程中可以从美股市场获得启示的方面。

（一）审核流程的透明度

SEC的EDGAR系统早已实现了审核“对话”过程全部网上同步展示的功能，非常方便检索单个发行人的历史申报材料，也方便评估发审的时间成本和效率。而科创板则完全克服了核准制下还暂时无法以发行人为单位，检索其申请IPO的整个流程记录及其与审核机构的相关文件往来的缺陷，呈现出如SEC与申请人之间的那种“对话”过程，招股书申报稿、上会稿、注册稿以及问询与回复的全部文本往来都以电子化方式在科创板官网同步展示。目前，科创板官网可以全动态、全流程地呈现每一家发行人的审核流程，并以类型化主体为检索条件，获得每一类发审相关主体在科创板的业务受理与审核流程。比如点击某家保荐人链接，可以看到该保荐人承接的所有科创板发审业务。可以说，科创板发行上市审核流程的透明度已经提升到了国际先进水平。

而美国注册制的EDGAR系统中，便不能以类似的主体检索方式得出类似的信息。比如以发行人律师为搜索条件，便不能检索到该律所向SEC报送的所有注册相关文件。但是，EDGAR的检索架构提供了其他方面的检索便利，主要是以发行人和机构投资者（主要是共同基金）作为注册和披露文件的类型化检索条件，得到发行人与SEC的文件往来和互动记录，以及机构投资者的信息披露和在股东大会上的投票记录。

（二）审核流程的内洽性与专业性

美国注册制下不存在初审、复审之说，而是由两名审核专员（case officers）分别负责个案中的财务与法律方面信息的审核，自始至终负责跟进个案进程，不间断地与发行人进行对话，对注册表提供多轮反馈，直到审核专员满意为止，其间不会产生审核专员之间分歧和矛盾的情形。而科创板注册制下的注册审核中心初审和上市委员会的过会两个程序之间，在理论上则可能存在着意见分歧。

在科创板注册审核中心审核的专业性方面，虽然两位初审人员一位负责财务事项、一位负责法律事项的审核，不具备产业和行业背景，但由于新设的咨询委员会将就科创定位等产业和行业问题提供专家意见，比起美国注册制下的审核专业性而言不仅并不逊色，甚至还可能有所超越：SEC发审人员也多是法律和财务两个方面的专才，很难看出其具备行业背景。以阿里巴巴申请注册为例，从SEC与发行人及其律师的通讯文件中即可看出，对于募资金额高达250亿美元的这一大盘业务，发审投入的人力主要就是两名分别负责法律审核和财务审核的专员。

（三）审核机构的工作模式与工作绩效

从阿里巴巴上市案例可以了解到，美国发行审核机关的效率、透明度、与发行人及其中介机构的友好互动程度均体现出相当高的水平。^[45] 阿里巴巴的整个上市审核流程中，从未发生过一次公司高管或中介机构人员需要亲临位于华盛顿的SEC“跑会”的情形，所有的沟通基本上都通过电子邮件、传真和电话进行。这大大节省了沟通的时间成本和财务成本。而且，这并不是个

[45] 参见唐应茂：《高效、透明、友好的发行审核制度——〈证券法〉修改涉及的发行审核注册制问题》，载《证券法苑》2013年第9卷（上）。

案。曾有实务专家生动地描述 SEC 的工作模式和工作绩效：

在美国注册制下，SEC 有公开咨询电话，随时回答业内人士的问题；在具体项目的审核过程中，除了通过正式的意见函、回复函形式沟通外，SEC 审核官员也愿意同发行人律师和会计师沟通，回答具体问题。如果能够电话沟通解决问题，一定不需要去 SEC 拜会审核员，不需要当面开会讨论。同时，SEC 定期发布电话答复汇编，以此指导业内实践，SEC 网站还公布了不少“常见问题”及答复（FAQ），针对一些经常问到的具体技术问题，以简洁的方式给出答复。此外，SEC 还有正式的“无异议函”（no action letter）程序，业内人士拿不准某一发行是否构成公开发行、是否需要 SEC 审核时，可以向 SEC 提出申请，由 SEC 出具正式文件界定是否构成公开发行。^{〔46〕}

相较之下，科创板注册制刚刚启动，尚未积累工作模式方面的经验。但已经可以观察到，上交所正在以类似于 SEC 的 FAQ 方式提供“审核问答”，为发行人及其中介机构提供招股书披露的专项指引。首轮问询与答复环节的沟通方式采取电子化，发行人和中介机构不需要“跑所”，值得肯定。但目前不清楚，电邮、电话、传真等节省成本的电子化沟通方式是否将在二轮以及多轮问询与回复的过程中得以普遍应用。

（四）投资者保护的关注焦点

美股市场上，亏损企业也可上市，并且 SEC 不对募集资金，包括超募资金的用途说明设置高门槛，甚至容许没有对资金用途进行确切说明的注册文件生效。例如，Facebook 在 2012 年赴纳斯达克上市时，曾对其募集资金的用途进行了以下“大大咧咧”的交代：“我们计划用这次 IPO 所募集到的资金来充实运营资本以及用于其他一般性的公司目的（other general corporate purposes）；不过，我们目前尚无任何针对净募资额的具体使用计划。”^{〔47〕}

与此对比强烈的是，中国的核准制下，证监机构排除亏损企业的上市机会，对发行人的募集资金用途承诺以及承诺的实现进行严格监管。而科创板注册制下，投资者保护焦点正在摒弃核准制下的家长主义关切，而朝着美股市场的方向转移：首先，亏损企业可以上市；其次，在严格的投资者适格性要求下，无论是进行注册审核的交易所还是实施发行注册的证监会，均不对发行人的投资价值和投资者的收益提供背书，投资人自行承担股票发行后因发行人的经营与收益的变化所引致的投资风险。^{〔48〕}然而，对于募集资金用途的审核和承诺监管，预计仍将延续核准制下的严格力度。这从招股书格式、交易所的问询、交易所审核问答、答记者问等各种监管立场及表态中可以一窥端倪。

美股市场上，证监当局对投资者保护的关切焦点在于提倡信息披露严格监管之下“买者自负”的风险投资理念。监管者不倾向于在前端剥夺投资者投资暂时亏损、但盈利前景光明的企业的机会，对企业行为的自治空间和营商自由抱有高度的宽容，在审核端口对投资者实施保护的主体

〔46〕 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。

〔47〕 Facebook 的招股说明书 Form S-1，2012 年 5 月 16 日，第 60 页。招股说明书可于 SEC 网站的 EDGAR 数据库获取，参见 <http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>。

〔48〕 参见《注册管理办法》第 9 条。

要途径就是保障信息披露的真实性和有效性，为投资者“明白着买”（informed investment）创造条件。

正如很多专家已经共同观察到的那样，在美国资本市场，证券发行成败的关键不在政府，而在市场。只要如实披露，SEC的注册过程就不会构成发行的障碍。真正影响发行成败的是市场对发行人及其商业模式的认可。^[49]阿里巴巴上市之际已经实现大幅盈利，而对于那些尚未实现盈利的申请企业，美股市场的融资大门是否也向其敞开呢？实例表明，如果商业模式能为市场接受，即使公司亏损，赴美发行仍有可能取得成功。例如，2011年4月赴纽交所上市的中国社交网站“人人网”，在上市前一个财务年度仍持续亏损达6000多万美元。在我国核准制的发行体制下，这足以让公司失去发行资格；但在美国注册制下，人人网凭借社交网站的商业模式，获得市场的高度认可，成功融资高达7.43亿美元。^[50]

美国注册制下，亏损的中概股企业也能获准上市的另一个典型案例莫属京东。先于阿里巴巴赴美上市的京东集团于2014年5月22日在纳斯达克成功上市，其ADS的交易代码为JD，发行价定为每股19美元，估值约260亿美元，融资额为20.5亿美元。^[51]值得关注的是，京东在上市前，曾于2014年5月19日更新过招股书，其中显示：2014年第一季度净亏损为人民币37.95亿元，按照美国会计师准则调整后净亏损人民币8100万元。归属股东的净亏损为人民币52.89亿元，2013年同期为净亏损人民币9.52亿元。亏损的主要原因并非业务经营，而是第一季度计入人民币36.70亿元（约合5.91亿美元）的股权支出，该项股权支出具体指向京东董事会授予CEO刘强东9378万股限制股而发生的高管薪酬费用（share-based compensation expenses）。^[52]

京东在美国IPO的融资高达20亿美元，然而上市前夜仍处亏损状态，亦没有明确的募集资金用途。其招股说明书中对募集资金用途的说明仅是淡淡的三言两语：“在减除承销商获得的购股折扣之前，出售原始股的股东将从这次发行中获得将近4.8亿美元的募资。以上估算的依据是2014年每股21.97美元的ADS推定发行价，即2014年12月1日的京东ADS收盘价。本公司将不会从出售ADS的股东处获得任何资金。”^[53]

但是，京东不盈利也可上市，是否表示美国资本市场无门槛？答案并非如此：只有暂不盈利的龙头企业才会被SEC和交易所接纳、为投资者所认可，而大量竞争力微弱的小企业不会获得青睐。^[54]

（五）发审腐败

近年来，“发审腐败”在A股市场越来越成为一个显化的名词。例如，不仅新闻媒体对屡屡

[49] 参见刘君：《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。

[50] 参见前引[49]，刘君文。

[51] 参见黄晨：《京东今夜登陆纳市，市值升至260亿美元》，2014年5月22日，载<http://datanews.caixin.com/2014-05-22/100680156.html>，最后访问时间：2017年11月9日；屈运栩：《京东上市定价19美元，市值仅次于腾讯百度》，2014年5月22日，载<http://companies.caixin.com/2014-05-22/100680819.html>，最后访问时间：2019年5月23日。

[52] 参见京东招股说明书F-1的Amendment No.1，2014年12月2日，第55页。招股说明书可于SEC网站的EDGAR数据库获取，参见<http://www.sec.gov/edgar/searchedgar/webusers.htm>；前引[51]，屈运栩文。

[53] 参见前引[52]，京东招股说明书F-1的Amendment No.1，第68页。

[54] 参见蒋飞：《京东上市，本土banker感慨万千》，2014年5月24日，载<http://opinion.caixin.com/2014-05-24/100681798.html>，最后访问时间：2019年5月23日。

发生的证监会发审委委员疑似寻租事件有持续的报道，而且近年来也发生了数起引起全社会高度关注的发审腐败案件，有的牵涉到证监会的中层和高层官员，包括王小石案、胡小黑案、邓瑞祥案、胡世辉案、李志玲案、李量案、冯小树与江作良案等等。^[55]

在比较法层面观察，却很少听说 SEC 审核人员的“发审腐败”，或者香港联交所上市委员会委员的“发审腐败”。预防或者治理“发审腐败”的关键还在于程序和规则的透明。以港交所为例，保荐人关于项目的任何问题都可以随时咨询上市科，同时港交所官网也会不时发布上市辅导和上市决策，隐藏具体项目名称，但是会公开给出上市科的分析 and 结论，其他项目遇到类似问题，直接参照即可。^[56]

科创板注册制下，交易所注册审核中心、上市委员会的审核权力扩张，有朝一日是否也将面临核准制下证监会发审委所被诟病的同样问题？目前来看不得而知，但交易所内部加强治理，防止腐败的努力已经可见一斑。例如，上交所希望上市委委员们发挥专业优势，严守纪律规矩，确保科创板发行上市审核公信力，建设一个“廉洁、专业、阳光”的上市委。并明确上交所干部员工对上市委工作“不干预、不说情、不推责”的“约法三章”。^[57]因此，有理由对注册制下发审腐败的防止保持乐观和信心。当然，自律性质的倡议不能停留在宣教和口号的层面，要达实效必须辅之以具体的责任制度设计，可以参考核准制下就保障发审委委员履职质量的监察安排，配置相关的制度防范。

六、结论：美国注册制的效率优势给科创板注册制带来的启示

从阿里巴巴赴美上市的审核流程可以看出，美国证券市场的准入制度具有相当明显的效率优势，不仅耗时短、审核反馈及时、审核进程预期较强、审核机关与发行人及其中介机构沟通渠道顺畅便捷，而且在强调信息披露质量为主、辅以实质审查的审核流程中能够尽量照顾到发行人的商业模式并尊重其运营自由，包括使用募集资金的自由，赋予市场主体，尤其是投资者尽可能丰富的投资标的选项，并培育“买者自负、自担风险”的投资文化。科创板注册制试点的全面铺开和继续深化，可以从美国注册制的实践经验中获得一些有益的启示。

目前，科创板在发行上市审核权的配置和配套制度设计方面展示了诸多创新亮点。特别是交易所通过注册审核权的行使走到了市场准入监管的一线和前端，对于发挥交易所的能力和资源优势以促进中国证券市场的结构优化和效率提升，具有积极的促进作用。科创板发行上市审核制度的具体设计，也和美国注册制的先进经验逐渐靠拢或趋同，集中体现了以严格的信息披露监管为中心、合格投资者自担风险的准入监管模式，是重大的改革成果，值得肯定和赞赏。

同时，正如有识之士所呼吁的，美国资本市场“在百年博弈和反复试错过程中形成了独特的运行机制和难以复制的竞争优势，包括较完备的信用制度、较强的市场主体约束机制、健全的权

[55] 参见前引 [42]，蒋飞、刘彩萍文；刘彩萍、曹文姣：《发审委员冯小树的生意》，载《财新周刊》2017年第17期，转引自 <http://weekly.caixin.com/2017-04-29/101084728.html? p0# page2>，最后访问时间：2019年5月23日。

[56] 参见前引 [55]，刘彩萍、曹文姣文。

[57] 前引 [12]。

利救济制度、占主导地位的机构投资者队伍、通畅的退市渠道等。这些都是注册制存在的制度性根基，需要经济、法律、文化等深层面的积淀和构建”。〔58〕 而在中国当下“新兴加转轨”的资本市场中：投资者以人数占比 99.55%且贡献了 80%市场交易量的散户为主，机构投资者占比不足 1%；个人投资者不太信任投资基金等专业投资机构代为理财的效果，而倾向于“自己炒、自己赔”；市场基础建设薄弱，法治水平不高，上市公司投资者保护意识淡漠；投资文化以跟风投机、追涨杀跌为特点，长期持股、价值持股观念淡薄。在以上这些市场运行的事实基础与制度基础得到彻底改良之前，美国注册制模式可以对我国注册制改革带来的借鉴只能是非常有限的。因此，在《证券法》就科创板注册制的制度设计进行相关修订时，需要考虑制度移植、制度借鉴可能性的限度，结合我国资本市场特质和核准制下积累下来的成功经验，审慎推进这一重大立法和制度变革。

Abstract: The Shanghai Stock Exchange has recently launched a new board; STAR Market Board. It is expected to serve multiple purposes in the ongoing reform of China's capital markets. Whether these ambitious goals could be realized under a new set of regulatory and institutional designs that the STAR Market Board is experimenting with is the primary inquiry. Alibaba's IPO on the New York Stock Exchange is used as a case study to illustrate how the US-style registration system works, as well as its key characteristics and advantages on efficiency. It is meaningful to draw useful references from the US-style registration system for the STAR Market Board to incorporate, modify, and more importantly, cautiously study for compatibility with the domestic market.

Key Words: SSE STAR Market Board, registration system, stock exchange, IPO, Alibaba

(责任编辑：周游 赵建蕊)

〔58〕 前引〔40〕，王啸文。