

美国“蓝天法”对科创板发行审核 裁量权边界的启示

——兼论新《证券法》下注册制进阶路径

任泽宇*

内容提要：通过对美国以“蓝天法”为主的证券发行实质审核发展体系的制度变迁和实践逻辑的反思，可以发现实质审核与核准制作为发行审批手段本身并无好坏，其发挥作用的条件有其适用的市场环境和技术形势。在证券发行监管中，保证投资者收益、促进融资和维护系统稳定性风险三者存在不可能三角关系。科创板在发行审核市场化方向上做出了有益探索，科创板的稳定运行需要行政监管、市场自律和司法救济三驾马车的共同指引，未来资本市场健康发展需要在证监会的行政监管与处罚和金融法院的司法救济之间形成良性竞争。

关键词：蓝天法 科创板 股票发行 注册制 IPO

2019年1月30日，中国证监会发布了《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》（以下简称《实施意见》）。科创板开创性地采纳了证券发行注册制，使用电子化的提交、审批与注册，充分利用现有的信息技术，简化审批手续，促进科技创新企业登陆资本市场融资。2019年12月28日新修订的《证券法》，则正式取消了发审委制度。伴随着新三板、创业板与主板未来证券发行审核向注册制过渡的趋势，在过渡期内，我国形成了科创板注册制发行下的信息披露审核与传统发审委主导下的核准制实质发行审核相结合的双轨制证券发行制度，2020年4月深圳证券交易所提出就创业板改革并试点注册制。科创板的发行审核制度充分借鉴了国际发达资本市场制度与经验，为深化证券发行的市场化改革进行了大胆有益的探索，符合现阶段中国国情与证券市场条件，也为未来行政处罚与司法救济衔接、证券市场监管的进一步立法改革留下了充分空间。科创板事前事中事后全过程的严格监管，有利于将事前审核与事后救济相结合，

* 任泽宇，中国政法大学与经济学研究院副教授。

有助于形成诚信市场文化环境。

历史上，美国也曾实行过双轨制的证券发行实质审核，体现为联邦证券法上实质性的信息披露与各州对证券进行实质审核相配合的双重管理体系，是美国联邦主义在证券监管上权力分配的历史产物。美国双重审核并行于 1933 年到 1996 年，州的实质审核与联邦层面证券交易委员会（SEC）的信息披露审核并存，审核权力随着市场条件和投资者成长此消彼长。后期伴随着国际资本市场的发行竞争，交易所量化上市标准的提高，SEC 问询内容实质化及重大价值信息充分披露，配合强大的司法威慑与救济，才逐步豁免了州对证券发行的实质审核。美国发行制度的探索与修正，体现了其监管制度的灵活性与创新生命力。

作为发达资本市场的领头羊，美国的成功经验并不只有注册制，其信息披露制度的演进，配套监管与自律制度的跟进配合更值得学习与借鉴。对于美国注册制信息审批下的“蓝天法”实质审核权力变迁、机构投资者如何成为市场主导、美国面临的国际资本市场发行竞争、新兴企业的资本运营特点、交易所“自我扩权”促进监管竞争、证券行业自律声誉形成、集体诉讼与司法关系的调整以及资本市场内在发行约束的研究，均有助于我们从宏观和全局角度借鉴其发行监管制度，了解其制度形成的市场条件和环境，吸取其发展过程中的教训，对照我国资本市场发展阶段，更好地采纳符合我国国情的发行审核方式。

本文通过回顾美国发行审核的权力制度变迁，结合美国学术界、业界对于实质审核适用性的讨论，指出实质审核与核准制作为发行审批手段本身并无好坏，其发挥作用的条件有其适用的市场环境和技术形势，进而从法律经济学角度、成本收益角度出发，论述实质审核在不同时期发挥的作用，从科创板的审核标准与范围、交易所激励与定位、证监会对发行规则的统筹、券商行业自律与司法救济的跟进等方面阐述我国科创板的走向与进阶路径。以期充分发挥我国发行审核制度的弹性，适应市场与企业融资新形势，在发行监管领域走出中国气派与中国道路。第一部分对美国联邦、州与交易所在注册制证券发行中的实质审核权力范围和审核演进做了梳理和比较；第二部分对美国 20 世纪 70、80 年代关于州实质审核发行优劣势的讨论进行整理，从定性与定量角度阐述实质审核优劣势，介绍当今市场条件下美国完全信息披露体系对投资者保护不足的反思与修正，并提出发行监管不可能三角模型来解释不同监管者在特定机构定位下的发行监管效用；第三部分结合美国资本市场发展经验，对我国科创板现有的发行审核标准和流程、交易所定位与激励做出评价分析，并为科创板下一步发展与配套改革措施提出建议，助力深交所注册制的发行审核与信息披露；第四部分做出总结和结论。

一、美国证券发行实质审核的演进

美国证券发行监管中的信息披露与注册制度不是一蹴而就的，而是在适应市场条件的过程中不断调适其与实质审核的边界，二者共同配合，促进投资者保护与资本市场制度完善。其中，SEC 审核的裁量权边界不断扩大，由单纯审核信息披露格式与内容缺失到以问询方式对于信息披露内容进行实质性审核，将州对证券的价值判断转化为披露有决策价值的信息，由静态审核转向主动管理。证券行业也为了豁免州的实质审核，促进交易所采取超过州“蓝天法”的静态上市标

准，实现了自我扩权。而传统上州强势的实质审核在面对联邦 SEC 与交易所的发行监管竞争中，对于新兴技术公司的审核显得不适应时代潮流，最终其职能被完全替代，退出了历史舞台。美国证券发行监管审核权力分配与变迁情况请参见表 1。

表 1 美国证券发行监管审核权力分配与变迁

1911—1933 年	随着美国东部工商业发展与融资规模扩大，企业大量向中西部发售证券，其中含有投机分子的欺诈证券，各州先后制定“蓝天法”对证券的发行进行实质审核，对证券价值与公平性做出判断；以纽约证券交易所（NYSE）为主的交易所上市标准与持续披露规则不完善，自律管理有限。跨州欺诈发行时有发生，1929 年股灾促使联邦进行证券立法。
1933—1970 年	1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》建立起强制性的信息披露制度，站在投资者角度要求所需的投资信息；采用事后救济性手段，对于证券欺诈发行销售进行民事和刑事责任追究；同时保留了州对于证券发行监管的权力，仅对少数证券的发行豁免审核。SEC 制定了 10b-5 规则，对证券欺诈发行交易明确责任；美国全国证券交易商协会（NASD）制定了严格的证券业自律准则。事后的严格惩罚责任也推动 50 年代大多数州采取统一蓝本《统一证券法》（Uniform Securities Act）的部分内容，减化州审核的重复与差异性。
20 世纪 70 年代	有效市场理论推动信息披露的完善，纳斯达克股票交易所（NASDAQ）建立，电子化交易推广。 交易所制定的实质性量化上市指标与严格公司治理标准，开始超过州的实质审核标准。证券发行人达到全国性证券交易所的上市标准就可以获得州对 IPO 实质审核的豁免。
20 世纪 80 年代	里根任期内放松管制的背景下，高科技公司大量上市，发行方案与州发行审核多发生抵触。金融集团的游说质疑州实质审核阻碍资本融资效率，推动伊利诺伊州和路易斯安那州先后放弃实质审核，转向信息披露审核。新制定的《统一证券法》开始限制州的实质审核权力。
20 世纪 90 年代	为了应对资本国际化中境外证券市场对于上市公司股票发行的竞争，寻求减少美国联邦与州两级审核成本和内部壁垒，1996 年美国国会通过了《国家证券市场改进法》[National Securities Market Improvement Act（NSMIA）]，对于在全国性股票交易所（如 NYSE，NASDAQ）公开发行的股票，豁免州层面对 IPO 的注册及实质审核，州只对涉及本州的小额发行有审核裁量权。
当前	《促进新兴企业法案》（JOBS 法）对年收入 10 亿美元以下的新兴成长性公司的 IPO 在发行与上市后的财务审计、内部控制和信息披露的要求都有放松。目前美国市场 IPO 的审核，以 SEC 对企业上市申报材料的实质问询反馈和交易所的数量化上市标准与公司治理标准结合为主导。SEC 拥有强大的行政执法权，集体诉讼等事后的司法救济也对发行人与中介机构虚假陈述和披露缺失进行严厉的追责。

从表 1 我们看到，伴随技术进步、上市公司类型变化、投资者成熟程度的提高等市场条件，美国对于股票发行的审核权力、内容和标准在州监管机构的实质审核、SEC 的信息披露审核以及交易所的自律管理三者中不断进行着动态调整。先后经历了由州实质审核证券价值与联邦要求的信息披露结合的阶段，和交易所上市标准提升、证券业寻求豁免州对 IPO 的实质审核阶段。SEC 的审核也从关注信息披露的格式演变为发行内容审核与实质问询。交易所对 IPO 公司市值、现金流、收入和利润等资本规模和盈利指标的要求构成静态的上市门槛与实质审核标准，同发行上市要求的公司治理标准一起构成另一种形式的“实质审核”。^{〔1〕}交易所的自律标准与 SEC 从监管

〔1〕 See Jay T. Brandi, Securities Practitioners and Blue Sky Laws: A Survey of Comments and a Ranking of States by Stringency of Regulation, 10 (3) *Journal of Corporation Law*, 689-710 (1985).

者主观经验判断出发、通过灵活的实质问询完善披露相结合的 IPO 审核模式，既有经营业绩指标数量化上市标准的要求，又有信息披露的格式与内容要求，充分发挥了监管者的主观能动性与专业经验。SEC 以披露形式展示影响价值判断的信息，通过投资者利用自己投资知识进行分析判断，在充分保证市场交易诚信公平的基础上，实现投融资双方的自由买卖与市场化资源配置。

二、美国证券发行实质审核的优缺点讨论与解释模型

从 20 世纪 70 年代 NASDAQ 兴起，到 80 年代大量新兴高科技公司寻求上市融资遇到州监管的审查，美国也经历了在以政府主导审核来确保证券发行质量与投资者投资权益，和优先企业融资以保证创新融资环境之间进行权衡取舍的阶段。在这期间，对于州层面主导的实质审核的成本收益，美国学术界展开了激烈的争论，不少州层面的监管人员也加入讨论中，从学理、观察和实证上对实质审核的有效性进行论证，为之后州实质审核权的豁免提供了学理上的思辨。美国在里根政府放松联邦监管期间，提出 12291 号行政命令，对行政监管机构的监管实行成本收益分析来衡量监管效率，对于难以量化的成本收益要求进行定性描述，以实现社会净收益最大化。^{〔2〕}

虽然美国传统意义上的证券发行审批制已经成为历史，但反思其发挥作用的 market 条件与阶段，从定性与定量角度分析美国实质审核的效果及优缺点，总结其发展过程中遇到的问题，可以为过渡期内我国科创板和发审委实质审核的发行审核边界与范围、标准提供很好的反思角度。中国目前科技新兴企业对资本市场的融资需要，非常类似于美国 80 年代初诸如苹果等创新创业技术公司登陆资本市场融资的情形。总结美国当时的监管经验和学术反思，挖掘监管背景与社会现实，对于当下中国实行供给侧改革，通过发挥科创板资本市场力量推动技术革新与科技进步具有重大的借鉴意义。

（一）证券发行实质审核的有效性分析

“蓝天法”起源于州的监管者为了保护本州居民免受外州欺诈而对证券发行做出的管制行为。在美国 50 个州与哥伦比亚特区都有各自不同形式的“蓝天法”，州的实质审核站在普通个人投资者角度，以风险厌恶者角度来做投资决策，对发行证券的价值（投资的前景和盈利）和公平性做出考量。不仅考虑信息有无欺诈，^{〔3〕}也考虑公司的持续盈利与收益能力以及发行方案中发起人资本投入，承销方案，期权、股权结构与稀释等条款是否对投资者公平^{〔4〕}。在实践中，州监管者拥有宽泛的自由裁量权，可以发行中存在不公平协议，或以证券具有高投资风险或者强投机性为由拒绝股票的注册发行。

沃伦（Warren）关注到普通投资者渴望获得资本收入，参与资本市场获得投资机会分享经济繁荣的意愿，但分散的弱势投资者没有议价能力获取信息，而发行人主动自愿披露信息往往不

〔2〕 参见席涛：《法律经济学——直面中国问题的法律与经济》，中国政法大学出版社 2013 版，第 147 页；Sunstein, Cass R., *The Cost-benefit Revolution*, The MIT Press, 2018, pp. 6-9.

〔3〕 See Peter E. Ptacek, *Blue Sky Considerations in Structuring a Public Offering*, 21 (2) *Drake Law Review*, 225-237 (1972).

〔4〕 参见前引〔1〕，Jay T. Brandt 文，第 689-710 页。

足,政府以投资者代表的角度去关心把关财务信息真实性、发行承销协议和公司融资的前景与行业未来,有助于交易公平。^{〔5〕}同时,早期信息技术不发达时,州证券监管机构成为证券注册的信息中心,成为缺乏投资知识与经验的投资者与进行尽职调查专业人员获得有效信息的途径。^{〔6〕}

实证上,因为美国每个州都有对在本州发行股票的审核权,在一州被拒绝注册发行或主动撤回的公司依然可以选择在别的地方发行上市交易,这也提供了比较研究的数据支持。

古坎德(Goodkind)通过对威斯康星州在1968—1973年获得审批通过和撤回注册申请的股票发行在价格变动、账面资产变动和累计现金股利的比较,发现经过审核发行的股票比撤回注册而在其他州上市的股票表现好,证明股票发行监管中的实质审核有效。^{〔7〕}瓦尔克(Walker)和哈达威(Hadaway)教授对得克萨斯州在1975—1980年批准发行和撤回发行的相关股票指标的研究也证实了这一点。^{〔8〕}詹宁斯(Jennings)对亚利桑那州证券监管部门在1984—1987年的股票审核数据的实证研究表明在股价、每股收益和股利指标上批准发行证券都要比撤回注册申请的股票高。^{〔9〕}布兰迪(Brandi)对1973—1980年发行的证券进行衡量,发现实行严格实质审核的州股票定价更有效且带来更好的长期回报,而实质审核监管相对松的州可以获得较好的短期回报,但证券存在投机性和更高风险,体现了监管程度松的州证券市场定价不有效。^{〔10〕}

实质审核是否阻碍融资?加利福尼亚州与马萨诸塞州是美国互联网与生物医药高科技企业集聚的地区,而这两个州又以实行严格的实质审核而著名。加利福尼亚州对发行股票的投资价值进行判断,要求盈利能力证明和两年经营业绩纪录,^{〔11〕}并且关注公司的商业计划、产品市场和管理层能力^{〔12〕}。1980年马萨诸塞州否决了苹果公司对本州居民发行IPO,理由是其未满足该州要求的三个实质条件:苹果的发行价超过了100倍市盈率,而州的规定最高是4倍市盈率;苹果账面资产只占到了发行后市值的9.65%,而州要求最低达到20%;内部人控制发行后总股份的43%,州规定内部人控股最高不超过10%。^{〔13〕}

一方面,严格的实质审核使能够在加利福尼亚州与马萨诸塞州发行的证券更受到追捧和信赖,^{〔14〕}形成信号传递作用;另一方面,公开发行的融资限制也推动了本地风险投资等融资方式

〔5〕 See Manning Gilbert III Warren, Reflections on Dual Regulation of Securities: A Case against Preemption, 25 B.C.L.Rev., 495 (1984).

〔6〕 See Manning Gilbert III Warren, Legitimacy in the Securities Industry: The Role of Merit Regulation, 53 (1) Brooklyn Law Review, 129-142 (1987).

〔7〕 See Conrad G. Goodkind, Blue Sky Law: Is There Merit in the Merit Requirements, 1976 (1) Wisconsin Law Review, 79-123 (1976).

〔8〕 See Ernest W. Walker, Beverly Bailey Hadaway, Merit Standards Revisited: An Empirical Analysis of the Efficacy of Texas Merit Standards, 7 (4) Journal of Corporation Law, 651-688 (1982).

〔9〕 See Marianne M. Jennings, The Efficacy of Merit Review of Common Stock Offerings: Do Regulators Know More Than the Market, 7 (2) BYU Journal of Public Law, 211-244 (1992).

〔10〕 See Jay T. Brandi, Merit Securities Regulation, Market Efficiency, and New Issue Stock Performance, 12 (4) Journal of Corporation Law, 699-712 (1987).

〔11〕 See Kunz, Karen, Jena Martin, When the Levees Break: Re-visioning Regulation of the Securities Markets, Lexington Books, 2017, p. 84.

〔12〕 See Report on State Merit Regulation of Securities Offerings, 41 (3) Business Lawyer (ABA), 785-852 (1986).

〔13〕 See Westenberg, David A., Practising Law Institute, Initial Public Offerings: A Practical Guide to Going Public, Practising Law Institute, 2012, pp. 17-18.

〔14〕 参见前引〔6〕, Manning Gilbert III Warren 文, 第129-142页。

发展，也间接促进了这两个州多层次融资渠道的繁荣。

州的实质审核权也调动了地方监管积极性，纵然增加了制度成本和交易成本，但是各州熟悉本地实际情况，提出的发审问题更有针对性，符合本地投资者需求，且多州审核促进了招股说明书信息披露的完善与监管的竞争。在后期的实质审核中，有些州做了灵活调整，对于审核中认为有潜在风险的部分，与企业通过沟通协商在发行披露中进行重点提示与披露，^[15]这一点后来也被 SEC 所采用的实质内容问询和披露要求所吸纳。

对州实质审核的批判则集中于：（1）州与联邦注册的审核形式与标准不同，上市需要按每个州特定需求准备注册材料，合规成本负担沉重，^[16]耗费时间长且执行成本高；^[17]（2）实质审核标准不透明，审核人员主观自由裁量权过大，导致审批不确定性强，增加企业负担；^[18]（3）政府变成投资顾问角色，过度父爱保护主义会误让投资者认为担保收益，产生依赖；同时，实质审核认为具有回报能力的企业才可以发行，对于真正有融资需求的成长型企业不公平，对于小企业的歧视会阻碍经济与创新能力发展；^[19]（4）州证券监管机关人员配备少且流动快，导致了审核预期不稳，面对快速变化的市场与细分行业众多的公司，实质审核不可能面面俱到；^[20]（5）价值判断需要懂金融、法律与行业知识且操守好的人才，而监管机构培训不够；商业风险难预料，前期的业绩不代表未来的盈利能力，比如钻探油气的公司业绩不确定；^[21]（6）在实质审核的监管绩效与有效性的考量上，州对于 1970—1980 年有税收优惠的有限合伙上市的实质审核中，有很多导致投资者损失的失败上市决定；而彼时市场已经以具备强分析能力的机构为主导，特定优质投资者比如高净值人群也拥有自我判断与保护能力，州的实质审核显得进退失据^[22]。

从美国的经验可以看出，美国对于股票发行的实质审核并不是由行政命令或法律修订而一举废除或豁免的。由于联邦主义下州权的保留，证券业界没有选择在立法层面上取消州的实质审核，而是由证券业自律组织 NASD 在 1971 年成立 NASDAQ 全国交易系统，利用信息技术与电子化交易手段，以价格发现和信息反馈机制作为理论支撑，凭借全国市场信息传递和处理能力，获得全国性的证券交易市场地位。伴随着交易所数量化上市标准提升和 SEC 实质问询，州的主要证券发行审核权才显得冗余而被豁免，期间经历了二十多年的转型过程。美国对证券发行的实质审核也是在动态中调整，如桑斯坦（Sunstein）所说，在行政监管中的，如果制定监管政策所需要的信息不能充足量化，可以先搞政策试点，再反馈，再修正，不断完善监管体系，^[23]某种程度上这也是中国“摸着石头过河”智慧与试点制度的精髓，为中国实行发行审核双轨制并行提供了参考。

[15] 参见前引 [12]，第 785—852 页。

[16] See Letter from the Securities Industry Association to George A. Fitzsimmons, Secretary, Securities and Exchange Commission (September 9, 1983).

[17] 参见前引 [9]，Marianne M. Jennings 文，第 211—244 页。

[18] 参见前引 [1]，Jay T. Brandi 文，第 689—710 页。

[19] See Hal M. Bateman, State Securities Registration: An Unresolved Dilemma and a Suggestion for the Federal Securities Code, 27 (5) *Southwestern Law Journal*, 759—789 (1973).

[20] 参见前引 [12]，第 785—852 页。

[21] 参见前引 [12]，第 785—852 页。

[22] See Mark A. Sargent, A Future for Blue Sky Law, 62 *U. Cin. L. Rev.*, 471 (1993).

[23] 参见前引 [2]，Sunstein、Cass R. 书，第 95—98 页。

值得注意的是,实质审核的成本和收益不是一成不变的,随着时代发展,实质审核的好处和成本也在发生变化。随着统一市场的形成、技术的发展,券商自律提升的市场条件下实质审核机制显得不符合市场经济而丧失活力。这不是实质审核或核准制本身的问题,而是其发展中阶段性的问题,是其不能适应新的市场环境和条件所致——在后期实质审核被指责的地方,早期却是其优势所在。

实质审核在历史上对投资者的保护作用体现在:起初联邦信息披露内容不明确,会计准则也不统一,州和联邦的双重审核在单纯信息披露的监管事前多加一道价值审核,可以显著减少欺诈风险;站在股民角度,实质审核以风险厌恶者的角度来做投资审核,州的监管者代表投资者利益去争取公平发行方案,防止了低价突击入股和过高承销费用;在早期通信技术不发达、信息不充分的时候,股票发售多伴随夸张推广与广告宣传,有价值信息披露不多,审核标准的宽松与裁量权提供了灵活性,可以切实保护本地居民投资安全。

随着80年代机构投资者成为市场主导,全国性股票交易所信息流动消化快,市场定价有效性增强,而1983年科技股大量上市,各州审不过来的情况也迟滞了资本的形成。而Apple在马萨诸塞州上市申请被拒绝,也显示了州的实质审核已经从融资角度和投资角度阻碍了资本支持技术创新的能力,限制了投资者投资产品的渠道,州实质上侵害了联邦赋予发行人的完整披露即可融资的权利。而新经济时代,由于高科技公司轻资产与医药公司高前期投入研发特征,实质审核人员面对上市公司,很难根据既往的业绩判断未来盈利业绩,把握商业风险。SEC的问询也将传统主观的投资价值判断以信息披露规定的格式和内容方式体现,实现了更具行业专业性的实质披露审核;交易所日趋明晰的上市标准细则和公司治理要求也构成软性的实质审核。随着SEC与交易所的审核标准与效率超过州的实质审核,高成本的州股票发行实质审核不能适应统一市场,而被历史淘汰。

但在时间上,每次州实质审核监管放松后都出现了不同程度的股市危机,如1987年的股灾和2000年的互联网泡沫。2008年金融危机后,也有学者提出现在的信息披露模式有很多不足:早期信息披露为核心的制度过度相信了投资者的谨慎和证券市场的自律,鉴于新兴公司业务专业化、衍生产品业务发展,呼吁美国建立联邦层面的实质审核,保证发行质量并维护投资者权益。^[24]

(二) 发行监管审核中的不可能三角解释模型

针对州实质审核的成本收益引导,本文继续探讨州出于保护投资者的实质价值判断是否阻碍了联邦法下披露即可融资的权利。如果是的话,证券发行监管目标有无固有的内在矛盾,导致一直以来,不论美国还是中国对于核准制(事前实质审核)与注册制(信息披露下的事后监管)的激烈争论。在证券发行监管中,保证投资者收益、促进融资和维护系统稳定性风险三者存在不可能三角关系:

(1) 若在保证投资者获得公平与预期收益的前提下促进融资,一定会引进外在变量,如央行扩张流动性,从而增加资产价格泡沫,提升系统性风险;

[24] See Daniel J. Morrissey, The Road Not Taken: Rethinking Securities Regulation and the Case for Federal Merit Review, 44 (2) *University of Richmond Law Review*, 647-688 (2010); 前引[11], Kunz、Karen、Jena Martin书,第75页。

(2) 满足市场上扩大的融资需求，允许较高风险型证券上市，促进和扩大融资必然导致系统性风险上升，从而导致投资者收益波动上升与潜在欺诈风险水平的提升；

(3) 以严格审核发行低风险证券，既可保证投资者收益，同时维持系统风险稳健可控，但导致一部分成长型创新企业公开发行融资渠道受阻，转向高成本私募融资。

以美国为例，如何在不可能三角存在的前提下，让整个资本市场发挥最大效用，取决于监管者不同站位下的监管效用函数，也导致了监管行为差异化：

(1) 在不可能三角的作用下，州的监管者出于父爱保护主义，关注本地投资者的投资回报与安全，更偏向于事前审核的稳健，即以牺牲特定高风险企业融资的机会来换取市场稳定与投资者投资安全；

(2) 联邦 SEC 关注价格发现功能、投资者保护以及整个市场系统性风险和融资能力等宏观经济指标，其监管目标融入更大格局下的监管体系——配合美联储和银行监管部门的监管政策；在有效司法救济的威慑下，SEC 将部分证券监管资源由事前审核放到事后的稽查和执行上；

(3) 证券交易所作为自律组织，其收入来源于上市公司，因此更着眼于维持行业准则与纪律，保持市场流动性与保证市场交易信心。

对于中国的启示在于：由于发行监管审核的不可能三角的存在，我们不可能同时满足全部三个目标以实现最大化效用，只能通过其他的制度安排，因时制宜，实现资本市场投融资总体效用最大化：

第一，市场分级。资本在促进科技创新和研发方面发挥着重要的作用，稳定的工业科技发展融资环境对促进创新不可或缺。风险收益并存的前提下，在供给侧上通过将高风险高成长创新企业与传统制造工业按板块区分上市，诸如 NASDAQ 不同市场板块对应不同类型公司，有助于识别风险，让真正有风险承受能力的人承担合适风险；通过不同板块设立的不同投资者门槛，可以实现投资者的风险承受力合适度识别。

第二，投资者分级。史蒂文（Steven）提出理想模型，针对投资者的投资水平与教育程度进行分级，进行市场准入与信息差别对待，^[25] 从而在需求侧上把握住了投资者投资风险可控。现实中，可以通过制定投资者进入门槛，划分投资者投资分析判断能力和投资成熟度作为市场进入的区分。而大力发展专业分析能力强的机构投资者，有利于整个系统的稳定和价值投资。

第三，信息披露分级。监管机构针对不同风险类别、融资需求与行业特征的发行人，实行差异化的信息披露标准，降低持续披露与合规成本。

第四，发展多层次资本市场，充分发挥私募市场在 IPO 前的对小企业、新技术的风险融资功能，拓宽机构专业化投资与个人投资者投资私募产品渠道，实现理财专业化与风险分担及信息要求的差异化。不仅促进了投资者分级投资，也拓宽了企业的融资渠道，增加了投资者教育与实战经验。

这一部分从法经济学成本收益角度出发，定性提出美国证券发行市场发展过程中实质审核的成本收益。虽然成本角度难以数量化明确定价，但所列出的市场关心角度，可以供监管者在不用

[25] See Stephen Choi, Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal, 88 (2) *California Law Review*, 279 - 334 (2000).

时期,根据市场发展条件、投资者分布状况以及不同市场环境下监管的侧重点,在发行监管审核的不可能三角的约束下,对科创板灵活采用配套制度进行全过程监管,按照目标优先排序投资者保护、促进资本融资、市场流动性和稳定、价格发现与定价准确、投资产品丰富与系统性风险控制等目标,辅之以行政监管资源在审核与执法资源上的划分,充分发挥司法的威慑作用,实现资本推动实体经济的最大效用。

三、由美国实质审核制度探索科创板发审裁量边界与未来改革

通过对美国实质审核的演进和优缺点的分析,我们发现美国的实质审核从兴起到衰亡不是一朝一夕,也不是通过法律或行政命令一下子完成的,而是在实践中,从植根于投资者保护的实际需要出发,没有单纯采取美国传统反欺诈的事后保护,而是汲取各国监管的优点,采取了英国的披露制度和实质审核的事前把握,做出符合美国当时国情的制度设计。在1911年到1996年八十多年的实质审核实践中,美国在发行审核的审核权限和内容标准上不断进行着动态调整,寻求州、联邦和交易所之间信息披露和实质审核的最佳比例。

美国州“蓝天法”的实质审核制度衰亡是历史选择的结果,但信息披露下的注册制充分发挥作用取决于以下配套制度和市场条件的协同:

1. 机构投资者凭借专业性与信息分析能力成为市场主导;散户投资者教育增强,参与符合风险承担能力的多层次市场;共同基金产品多样,散户可以参与指数基金等产品分散风险;
2. 经过几十年探索,参与发行市场各方责任明确清晰,对于证券欺诈发行的行政执法强有力,事后司法救济充分、有效、迅速,形成民事和刑事上的威慑;发行欺诈的可诉性与稳定预期结果,有助于促进各方成本判断;严格执法也促进了信息披露,削减了发行人造假动机与事前审核必要性;
3. 交易所重视自律规则,承担公共监管服务职能,形成良性循环吸引优质上市公司;
4. 券商自律经营,看重声誉与品牌价值,形成市场诚信环境;
5. 实质审核人员的传统审核经验对新兴互联网与高科技公司的高成长性难以适用,以往盈利状况不能保证未来准确的商业判断。

一百多年前,布兰迪斯提倡披露制时提出的“阳光是最好的防腐剂,灯泡是最有效的警察”^[26]的名言,在新的时代也面临新的挑战,很多公司在信息披露中避重就轻,利用披露规则掩盖经营实质。1992年美国证券交易所(Amex)新兴企业板的失败教训,2000年互联网公司上市泡沫,安然和世通公司的财务造假,到2014年美国71%的IPO公司无利润发行股票,^[27]发行市场成为私募股权退出的工具。这些新的市场趋势也为布兰迪斯添加了新的注释:即使阳光是最好的防腐剂,但阳光下的食物并不能保证不变质,需要其他的制度予以支持。

因此我们不能盲目移植美国信息全披露的制度形式,要了解其信息披露注册制度的实践逻辑

[26] Brandeis, Louis Dembitz, *Other Peoples' Money, and How the Bankers Use It*, F. A. Stokes, 1914, p. 92.

[27] See Shane Hampton, 71% of IPO Companies in 2014 Had ZERO Earnings, available at <https://www.hedgeable.com/blog/2015/02/71-of-ipo-companies-in-2014-had-zero-earnings/>, last visited on May 18, 2019.

与制度变迁背后的原因、演化的历史条件和市场环境，以及动态调整的每一步缘由，借此总结和反思中国当下股票市场的特点和市场条件、所处阶段，制定符合中国市场条件和社会情势的发行监管制度。

（一）科创板审核的裁量权边界

1. 审核的必要性

美国 1933 年《证券法》的立法初衷是：证券市场传统的买者负责对于分散投资者不适用，发行人没有动力提供充足的自愿披露，因而采取股票发行强制信息披露制度，以法律保护投资者，平衡发行人和公众投资者关系。^{〔28〕}相信只要披露了足够进行价值判断的信息，投资者自己可以判断证券价值，^{〔29〕}这也取决于投资者教育水平和投资需求在一战后迅速提高和发展^{〔30〕}。

某种程度上，在信息全披露的证券市场中，没有“坏的”证券。“坏的”证券如果销售价格足够低，有充足的流动性，可以获利，在投资者眼中就是“好的”证券。这符合传统“自由主义”与去监管化的思想：交易只要建立在买卖双方自愿交易上，交易信息无欺诈即可。而建立在买卖自愿基础上的证券信息全披露忽略了其外部性：投资者即使在掌握充分信息且拥有判断能力条件下，也可能由于“过度自信”而选择性地忽略相关风险信息和提示，以赌博投机心理炒作导致市场系统性风险的扩大，引发市场羊群效应，带来整个市场的崩溃。因此，信息披露并不是万能的，过度风险化投机级证券的上市交易，长远来说对交易所的系统风险控制和声誉不利，并有引发系统性金融危机的风险。^{〔31〕}交易所承担的诸如市场信心的维护、系统性风险的控制等公共职能也需要以一定程度的事前上市审核来把关证券的风险。

而 20 世纪 70 年代美国也曾经因为证券欺诈案件的高额诉讼成本，以及投资者赢得诉讼后上市公司已经破产而无偿还能力，导致散户被迫退出市场，转向机构投资者份额投资，以确保获得充分的议价能力和投资保护。^{〔32〕}

在 1999 年我国《证券法》制定过程中，鉴于中国股票市场投资者的价值判断能力弱，全国人大没有采取注册制而因时制宜采取了额度制下的审批。^{〔33〕}在当下，需求侧上，中国散户交易依然数量庞大，普通投资者参与资本市场分享改革成果需求强；供给侧上，大量的优质民营企业有上市融资的需求；从成本上看，企业上市的辅导发行与承销费用由新股东一起分担，一级市场的火爆也表明新股东为买到好的证券，愿意支付对价。科创板出于保护投资者的目的，也可以站在投资者角度审问得细致一些，形成优质上市公司间的竞争。对于披露单薄、盈利能力差、潜在风险大的公司，要严加问询与风险警示。尤其对于曾经寻求境外上市的公司，更要深入问询，它们

〔28〕 参见前引〔12〕，第 785-852 页。

〔29〕 See Hazen, Thomas Lee, *Treatise On the Law of Securities Regulation*, Volume 1, 2016 Revised volume, St. Paul, Thomson Reuters, 2016, p.38.

〔30〕 参见前引〔19〕，Hal M. Bateman 文，第 759-789 页。

〔31〕 美国 1983 年高科技股大量上市，联邦监管审核宽泛放松，州的实质审核因被游说也放松监管，而后 1987 年产生金融危机；1992 年 Amex 新兴企业板对于上市公司的发行把关审核不力，于 1995 年被迫关闭；1996 年豁免了州对证券实质审核，2000 年互联网股 IPO 泡沫影响整个系统的声誉和市场交易信心。

〔32〕 Loss, Louis, Joel Seligman, Troy Paredes, *Securities Regulation*, Wolters Kluwer Law & Business, 2014, pp. 340-341.

〔33〕 参见王连洲、李诚编著：《风风雨雨证券法》，上海三联书店 2000 年版，第 293-295 页。

可能是因为境外审核与披露更严格, 合规成本高, 退市处罚严厉, 执法严格而“退而求其次”。

对照美国发展历程, 在中国现阶段市场条件下, 司法救济过程漫长, 财产追回难, 比重大的散户投资教育程度总体较低(分析能力弱, 看报表少, 依赖政策市、消息市多), 有分享资本市场收益的动力, 但机构投资者的委托代理成本高。短期内上市作为一项较为稀缺的资源, 发行人仍有造假动机与投机心态。在司法救济完善与机构投资者成为市场主导前, 适当的实质审核与问询有助于事前预防; 否则, 损失发生后, 丢失的还有投资者信心与参与度、交易所的声望与权威性。同时, 交易所的审核代表散户要求投资所需信息, 平衡发行承销关系, 对业绩和盈利能力做出把关以防止过度投机趋向, 在信息处理和判断价值能力不强的市场条件下起到缓冲风险作用。

在科创板严格的静态上市量化标准与动态实质审核问询下, 上市辅导也是发行人建立现代企业运营和公司治理制度的学习机会。综合考量, 在中国市场现阶段, 审核的成本远小于事后诉讼救济的漫长与不确定, 以及损失发生带来的系统波动风险、市场投资交易信心损失和交易所声誉受损等社会成本。科创板借鉴信息披露机制, 赋予交易所和企业更多自主权, 转化为市场发行值得称赞, 但在高效救济制度未建立起来的转型期, 审核委对证券发行质量的把关不可或缺。

2. 审核流程的透明公开

美国证券发行的实质审核问题主要集中在股票发行人需同时满足联邦 SEC 的信息披露表格与实质内容披露以及各州实质审核的要求, 对各州不同的侧重审核准备回应文件, 协同合规成本高。如果在多个主要的金融中心集体上市, 不同监管机构的审核会造成发行进度的拖延和不确定。

中国实现了交易所注册申请的招股说明书的预披露, 审核通过后的招股说明书公开和报送证监会全流程电子化, 审核注册分工明确。且通过电子注册、报送和反馈, 无内容格式上的重复, 简化了流程与成本, 减少审批环节与寻租空间。且交易所审核同意后, 披露完整招股说明书到报送证监会注册生效有 20 天期限, 有助于市场充分消化招股说明书披露的承销和价格信息、发行方案, 充分发挥媒体及公众监督反馈作用, 促进信息有效传递, 也赋予证监会最后的把关和审核权。与传统核准制发行相比, 赋予了企业更多的自主选择权, 发行人根据市场行情 1 年内择机上市的窗口期, 按照其融资需求进行发行, 避免了行政干预下的 IPO 停摆, 上市流程时间可预期。

3. 实质审核的范围与标准

科创板面向的公司群体具有创新经济时代下盈利模式、研发投入与资产结构的新特征, 对于以往的实质审核模式提出了更高的要求。如何将之前的实质价值判断转化为影响投资价值的信息披露形式, 非常考验审核人员的智慧。而对于创业板的问询问题与实质披露的程度, 也是一项自由裁量权很大的经验工作, 虽然审核人员不做实质的价值判断, 但是对于影响投资价值的信息一定要站在投资者角度, 从审慎投资出发进行深度发问, 以充分获取有价值 and 风险分布信息, 实现价值判断的引导。借鉴美国的审核经验, 实质问询一方面审核现有披露中是否有欺诈嫌疑与是否逻辑连贯, 并进行重点询问和风险提示; 从交易公平角度, 对例如原始股与期权使用的稀释效应、关联交易如何影响利润的效果等方面, 进行重点披露和提示。对主观难以判断的商业风险可由发行人做出风险测度与敏感性分析、潜在风险收益分析, 给出区间测度; IPO 的价格管制取消后,

仍应该参考上市交易的行业市盈率，对于过高的发行定价方案由券商论证其合理性。^{〔34〕}

来回往复的问询与回答，比实质审核下的判断价值更能体现审核人员的专业能力与行业经验，主动沟通也起到对发行披露的导向作用。相比于静态的表格格式披露，投资者亦可通过向交易所反馈对于预披露招股说明书及动态反馈中投资判断的疑虑，协助建议要求更多披露影响投资决策判断的信息，这也是培养投资者投资分析判断能力的学习过程。

在上市审核的专业性方面，科创板面向的公司行业新兴性和专业性强，产品迭代变化快。可借鉴 SEC 在审核部门内部分行业成立小组，定期对审核人员进行内部培训，增强行业知识与前沿了解，增强专业判断。

根据市值与利润规模等方面的不同，交易所制定了多套科创板上市标准，有助于促进融资和利润回报阶段不同的技术类型公司融资。对于不同特征公司的行业划分与上市标准，信息披露标准与侧重也应该不同，后续可通过发行上市审核问答与案例指导，定期发布细化导向性标准与格式要求，明确不同行业公司披露的重点内容和程度，形成稳定预期。

同时，充分发挥既往证监会发审委实质审核的优势经验，实现发审委审核经验向科创板市场实质信息问询审核的过渡。上交所在历届发审委中扮演了重要角色，储备了很多具有行业知识和审核经验的发审专家。可针对不同行业的风险特征，盘点总结不同行业在历届审核中欺诈集中发生领域（比如农业企业的现金收付与关联交易、存货盘点制度等），形成案例库与手册，以帮助披露制问询下的审核与发行人自律，实现价值把关作用。

4. 交易所的审核激励

交易所审核委作为科创板市场的守门人，掌握着证券市场上市交易标的的质量，关系着百姓的投资收益和对改革开放成果的分享。审核委职责很重要，把好这道门可以减少未来欺诈的救济，有效控制系统性风险，提升市场交易信心。

但某种程度上，发行审核是一种“出力不讨好”的工作，作为专业人员给出判断，一方面要面对业界的强势压力，与资本雄厚的准上市公司和券商沟通，另一方面承载了股民和政府的信任，但发行审核并不能保证万无一失。从结果上看，事前审核如果管住了风险，拒绝了高风险投机性证券上市，成功化解了风险，很难在工作绩效考量时得到投资者和上级部门认证；相反，市场参与方很可能理所当然地认为本来就没有风险，监管审核的必要性反而是人为增加的交易成本和官僚机构寻租与机构自我存在合理性证明，扼杀了优质潜力公司的融资渠道，受益的分散大众又很难团结发声。但出现系统性波动或漏网之鱼，审核委员会作为最后一道守门人往往会首当其冲，受到指责。而由于心理学上人们存在对于眼前风险的强烈感知，^{〔35〕} 营救股灾的举措和挽回损失的人更易被铭记。

从成本收益角度看，投入监管的成本应该取决于避免危机带来的收益或者危机带来的损害，即为愿意付出的事前监管成本。^{〔36〕} 但因为审核而化解的风险，已经没有途径衡量其潜在损失。

〔34〕 美国州的实质审核就曾规定发行价格不能超过 25 倍市盈率，除非承销商论证发行价格合理。[See Richard B. Tyler, More about Blue Sky, 39 (3) *Washington and Lee Law Review*, 899-942 (1982).]

〔35〕 See Lewis, Michael, *The Fifth risk*, W. W. Norton & Company, 2018, pp. 81-126.

〔36〕 参见前引〔2〕，Sunstein、Cass R. 书，第 26 页。

科创板初期可以在审核和信息披露中寻求平衡,以事前实质审核减少事后诉讼风险和成本。

因为事前预防性的监管审批已将系统性风险杜绝在门外,而不是危机形成后再救市,在绩效考核中更值得鼓励和薪酬设计激励,按照预防风险避免的成本给予市场化待遇倾斜。市场各方对审核人员的问询和审核决定也应该更有耐心和包容度,不能因为其化解了风险,就认为没有风险存在,往往是在裁撤监管后,危机才会浮出水面。

5. 交易所审核的定位与作用

《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》)第一章第8条提出,证监会和交易所不对发行股票的价值和投资者收益保证,不做实质性判断;对申请文件的真实性、准确性和完整性不做保证。这就将虚假记载、误导性陈述、重大遗漏等移交给未来的司法责任与救济。但在现实中,司法责任更偏向于事后救济与威慑,行政手段对投资者财产保护更高效。

投资者通过开户时的风险提示与教育,也了解注册制下的审核不是政府担保与背书的证券,多年的经验也使人们相信审核也不可能是万能的。而风险自负与股市风险警示下,投资者对于交易所审核的诉求与期待更多在于对于行政机关解决纠纷的信任。散户面对欺诈发行的自我保护组织协调成本高,信息议价能力低,司法程序慢。在百姓看来,政府不做实际价值判断的审核,其作用不是政府担保也不在于价值把关衡量,而是有助于市场信心的建立:百姓相信发行欺诈发生后,有行政机构牵头出面主持赔偿调解与纠纷处理工作。虽然投资者力量薄弱,但是交易所及投资者保护中心面对券商有行政与执法权威,可以为百姓利益做主,因此投资者愿意加入市场交易。

区别于国外会员制交易所作为盈利目的的法人,上海证券交易所作为“准行政机关”,不单肩负了会员市场自律组织的管理,也承担了证监会委托的部分职能。在交易所的监管效用函数中,需要将市场信心和系统风险控制、资本市场稳定的维护纳入自己的监管目标函数。实质性的审核与问询看似增加了事前交易成本与制度成本,实则从全局上规避风险:监管除了商业成本,还有维护市场信心、交易所声望和系统稳定的社会账。因为不可能三角的存在,出于把关和对投资者负责目的的行政审核对于投资者公平收益回报的追求必然会以牺牲部分发行人的上市融资需求为代价。对于审核所限制的发行人融资渠道和投资者标的选择可以通过完善多层次市场、确立私募股权和新三板市场等作为投融资接力平台来弥补。

(二) 发行审核配套的市场与司法保障

1. 证监会负责监督交易所的上市准则

美国 Amex 交易所于 1992 年设立了新兴企业板,一度使得股票买卖价差(spread)大幅变小,降低了交易成本,但在 1995 年却因交易量萧条而关闭,65 家公司转板或退市。^[37]而曾经作为全美第三大的证券交易场所的 Amex,也于 2008 年被 NYSE 收购。

Amex 新兴企业板的设立主要是为与 NASDAQ 和 NYSE 两大交易所的竞争,吸引小盘股与成长型公司。传统上 Amex 的上市标准很高,超过了 NASDAQ 非全国板要求和粉单市场标准,

[37] See Reena Aggarwal, James J. Angel, The Rise and Fall of the Amex Emerging Company Marketplace, 52 (2) *Journal of Financial Economics*, 257-289 (1999).

但新兴企业板却不要求审计委员会和外部董事，不需要盈利等上市要求，降低上市标准。Amex 是会员制的交易所，对于会员保荐的客户公司，审核更松，导致个别会员投行为了短期的承销收入而以牺牲整个上市质量作为代价，伤害了交易所威望声誉。^{〔38〕}个体的理性超过了集体的利益，使得 Amex 新兴企业板沦为柠檬市场，造成了整个系统的崩溃与信心的丧失。

在双轨制审核下，由中国证监会全面负责统筹和监管交易所基本的上市规则、上市条件与信息披露标准，有利于保证自我监管准则的底线，保证上市公司质量，防止交易所间对于上市公司 IPO 的过度竞争而降低上市标准。确保交易所之间的竞争体现为更严格的上市标准，吸引优质的公司和投资者，通过竞争促进投资者保护与福利。

2. 保荐商的激励机制与品牌效应

美国的证券行业自律可以追溯到 1792 年 21 位华尔街经纪人签订《梧桐树协议》，^{〔39〕}维持稳定的佣金比率，以防止恶性竞争；到 1971 年证券经纪人成立 NASDAQ 交易平台，通过严格的上市标准赢得全国交易市场地位从而豁免州的实质审核。以严格的行业内自律与约束，帮助整个行业建立声誉与信任，获得长远回报。

科创板的发行保留了保荐人与承销商制度，券商作为主导牵头其他专业服务机构对公司的上市流程进行专业服务。在现有研究中，程金华提出中国的发行人律师作为中介机构，已经形成品牌效应。^{〔40〕}在未来科创板的运行中，也应该逐步形成保荐人效应与品牌声誉，充分发挥券商跟投的担保作用与声望效应，形成良性的市场信号和价值循环。使优秀的券商、券商优秀的细分行业团队享有口碑和评级，通过市场认可获得更高的收益回报和溢价率，也获得更优质的客户资源。

《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》对保荐机构的相关子公司根据发行规模，做出 2%~5% 的跟投比例规定，并有两年的锁定期。科创板试点的券商跟投项目出发点是为了使保荐人以资本投入的形式承担风险，更好地参与公司的上市辅导与公司治理，以减少委托代理成本，使得券商可以提前参与了解公司运营，进行辅导改制，参与管理，也获取更多经营信息，实现资本投入与利益绑定。建立现代企业制度和公司治理，董监高充分发挥作用，也为之后的上市运作与持续披露、辅导期的磨合配合打下基础。靠专业中介参与投后管理，有利于消除信息不对称。跟投锁定期的存在，也可能造成发行上市与交易中券商内部投资银行部、研究部、直投部门之间的利益冲突。跟投部门与发行人有动力共谋要求投资银行部在上市条款审核与穿透核查上的妥协，施压研究部门出具乐观投资研究报告。如何在科创板跟投机制下完善投资银行内部的信息共享机制、利润核算考核与风险控制、部门间防火墙设计等制度亦需要细化研究。券商以财务投资者身份被动投资还是战略投资者身份入股参与投后管理，多大程度上参与公司治理却又不影响公司正常生产经营，市场对中介独立专业性的要求，以及对发行中的民事责任，券商以发行人承担及中介责任承担划分重叠，也都值得后续探讨和实证研究。

〔38〕 参见前引〔37〕，Reena Aggarwal、James J. Angel 文，第 257-289 页。

〔39〕 参见〔美〕约翰·S. 戈登：《伟大的博弈——华尔街金融帝国的崛起（1653~2019 年）》，祁斌编译，中信出版社 2019 年版，第 46-47 页。

〔40〕 参见程金华：《市场治理模式与中国证券律师——基于 1148 家 IPO 案例的实证报告》，载《证券法苑》总第 9 卷，法律出版社 2013 年版，第 40-93 页。

3. 司法救济与立法完善

美国的证券注册制下的信息披露建立在强大的行政执法能力和司法救济的基础上：1933年《证券法》初稿规定重大事实遗漏可以向公司董事进行索赔，忽略了证券服务机构如会计师与律师的专业责任；^{〔41〕}而正式通过的1933年《证券法》制定了严格的发行欺诈民事责任，却遭到华尔街投资银行和律师事务所联合抵制，市场合谋拒绝购买新发行证券，却解释为发行人和董事担心民事责任和复杂注册过程，导致发行意愿和流动性不足。^{〔42〕}新股发行市场的停顿也使得在后面的法律修正中，国会在证券欺诈索赔诉讼时效、证券欺诈损失的构成要件和董事合理采信专业人员意见的责任等方面向业界做了妥协以换取市场流动性恢复。^{〔43〕}

注册制的单兵突进可能会导致整个发行市场的功败垂成，伴随着发行人与专业机构法律责任的明确，SEC执法稽查能力的增强与采用有效市场论后集体诉讼司法救济的有效，市场诚信环境改善，强大的事后救济与威慑才减轻了事前实质审核的必要性。科创板对信息披露与真实性赋予较大权重，对于欺诈发行制定了严格的退市制度和行政处罚，其落实更倚赖于严格和明确的民事与刑事责任，与未来司法救济的高效与稳定预期，也对未来与证券监管相关的其他部门法修法提出了更高要求。

只有对投机造假行为的追责处罚与严厉执法同步发展，保证救济制度没有短板，形成良好的市场诚信文化，减少发行人造假动机与收益，才可以使得发行审核机关在不可能三角中倾向于促进融资，将审核资源投入到执法稽查中，促进融资与整个发行市场的福利改善。

对于IPO欺诈发行赔偿通常的做法为撤销IPO交易，原额返还申购费用并赔偿利息，如有诉讼则由被告负责司法与律师费用。根据证监会《实施意见》，针对IPO欺诈发行的可能救济方式有：

- （1）回购机制，由上市公司和相关控制人回购已上市的欺诈证券；
- （2）发行人和投资人之间的纠纷化解和赔偿救济机制；
- （3）探索民事诉讼法律制度。

其中，回购适合发行人与相关控制人有能力回购发行股票的场合，多适合上市初期发现欺诈发行问题，由监管部门紧急冻结已经募集的发行资金并要求发行人回购。^{〔44〕}而现实中，若在上市后期发现证券发行中的虚假陈述，则发行公司往往因欺诈丑闻导致其证券失去价值，发行人难以具有经济实力和条件进行回购。在先前的IPO虚假信息欺诈发行案例中，《证券法》规定保荐人与发行人对虚假信息承担连带赔偿责任，除非可以证明没有过错。以往的欺诈发行中，作为保荐人的平安证券和兴业证券曾以积极主动姿态设立赔偿基金和解，保护了中小股东。赔偿基金由投行对投资者先行赔付，再由券商追究发行人的责任，督促了券商在尽调中更为勤勉尽责；若由保荐人再单独雇佣独立审计师与律所核查上市尽职调查文件，也会造成保荐人过度的财务压力与负担。

〔41〕 See Parrish, Michael E, *Securities Regulation and the New Deal*, Yale University Press, 1970, p.63.

〔42〕 参见前引〔41〕, Parrish, Michael E. 书, 第188-192页。

〔43〕 参见前引〔41〕, Parrish, Michael E. 书, 第192-195页。

〔44〕 参见汤欣、谢日曦：《从洪良国际案到证券民事赔偿》，载《证券法苑》2014年第3期。

新修订的《证券法》第95条，明确了可由投资者保护机构提起代表人诉讼，建立了学界呼唤多年的“中国版证券集团诉讼”。未来的民事诉讼可以尝试由中证中小投资者服务中心向科创板上市所在地的上海金融法院提起代表人诉讼，以市场纠纷解决机制解决证券欺诈发行，形成判例与稳定预期模式，树立市场信心，形成整套的发行纠纷处理机制，为市场投融资双方提供交易信心，亦为未来金融法院应对复杂金融经济纠纷积累宝贵的专业审判经验。

李本（Liebman）对上海和深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分的实证研究表明，交易所针对信息披露违规行为的公开谴责和批评自律行为有效，对于股价、公司在媒体曝光出境和后续银行贷款行为都会产生影响。^{〔45〕}此次《证券法》修订，初步明确了公司上市发行中不同主体的法律责任，证券服务机构以专业知识做合理判断，对各自部分负责；充分发挥交易所自律与行政处罚的市场纪律功能，树立交易所执法检查能力行政执法的权威。

在行政处罚与司法救济的衔接上，在办案侦查过程中可以尝试采取联合公安部门集体执法与会审模式，实现证据保全与民事、行政、刑事取证信息共享与过程同步进行，在进入司法实质审理阶段后，再将侦办过程中的全套证据平行移交司法。通过事后的严格行政司法责任威慑和违法高成本，保证事前的发行注册股票质量，确立上海金融法院在形成证券欺诈示范性案例与建立证券和解机制领域的权威，形成预期稳定的有效证券争端处理模式与机制。

四、结 论

科创板股票注册制发行，与过渡期内的证监会发审委核准制发行审核形成双轨并行的发行审核制度有利于充分发挥制度灵活性，以渐进的探索减少剧烈变革的制度成本，形成竞争和互动。总结发达资本市场监管变迁与演进路径，了解其制度变革背景条件与实践逻辑，有助于为科创板的发展提供参照，结合我国国情与市场条件，少走弯路，探索最适合中国的发行审批制度。

现行科创板的《实施意见》与《管理办法》具有充足的政策弹性，既维持了交易所较高的静态上市标准，又赋予发行委员会凭借行业了解做出实质问询的权力，从主观上动态把握市场，充分吸纳了实质审核的优点，也避免了美国历史上实质审核中暴露的缺点与问题。在科创板实行事前事中事后全过程严格监管，便于监管者在不同时期根据侧重点调整发行审批，在不可能三角中找寻最优化效用与配比，为中介自律形成品牌优势效应与专业性发行承销口碑，形成良好的市场诚信环境，以及在新《证券法》下如何进行责任划分与发挥诉讼救济机制作用留出了充分的探索时间与空间。开了好头之后，科创板审核也要充分借鉴发挥核准制审核的经验，在动态磨合中探索信息披露的内容格式和细致程度，明确各方责任边界，衔接专业自律、行政处罚和司法过程，在动态调整中，不断反馈与完善政策，实现行政监管、市场自律和司法救济三驾马车齐头并进，为资本市场保驾护航，尤其是在行政监管处罚与司法救济间形成良性竞争。

探索符合我国国情和市场阶段的发行审核方式的过程中，要允许试错，对改革要多一些耐心

〔45〕 See Benjamin L. Liebman, Curtis J. Milhaupt, Reputational Sanctions in China's Securities Market, 108 *Colum. L. Rev.*, 929 (2008).

和包容性。帮助科创板适应市场转型,转向新型科技公司的融资,以资本力量促进科技创新,促进机构投资者壮大和中小投资者投资水平提高,推动多层次资本市场发展繁荣。不断总结与深化改革经验,形成科创板与创业板的良性竞争与优势互补,共同推进证券发行制度的市场化改革,不断完善信息披露质量与投资者保护。

Abstract: Through rethinking of the institutional change and practical logic of the evolution of substantive review of securities issuance based on the “Blue Sky Law” in the United States, it is concluded that the substantive review and approval system is not good or bad in itself as a means of issuance examination method but depends on the proper market environment and technology condition. In the supervision of securities issuance, there is an impossible triangular relationship among guaranteeing investors’ returns, promoting financing and controlling systematic risk. It is a beneficial exploration made by Science and Technology Innovation Board in the direction of marketization of issuance examination. The stable operation of the board needs the coordination of the administrative regulation, market self-discipline and judicial relief. The healthy development of the capital market needs to form a good competition between CSRC’s administrative supervision and punishment and the judicial relief of the financial court.

Key Words: Blue Sky Law, Science and Technology Innovation Board, stock issuance, registration system, IPO

(责任编辑: 缪因知 赵建蕊)