

时,对上市公司或者控股股东故意操控信息披露配合减持的行为,应考虑认定为“利用信息发布与控制优势”,纳入操纵市场查处范围。

注册制下发行人信息审查的制度设计

陈 洁(中国社科院法学所研究员)

长期以来,我国学界主流观点认为,“注册制”与“核准制”是两种对立的证券发行审核模式。其中,注册制实行“形式审查”;核准制实行“实质审查”。然而,由于各国证券立法几无对“注册制”与“核准制”进行明确的内涵界定,实务中各国实行的“形式审查”或“实质审查”在审查机制、审查方式上又各具特色或相互交融,致使“注册制”与“核准制”在实践中的区分界限远不如学理上的泾渭分明。事实上,“注册制”与“核准制”最大的区别显然不在于审还是不审,而在于谁来审、如何审。认真研究注册制下发行人信息审查的技术设计某种意义上要比继续执着于“注册制”与“核准制”的界限区分更具现实意义。

在我国,以发行监管与上市监管真正分离的“注册制”替代现行“实质审查”的发行监管“核准制”可以说是一种相对的共识。以信息披露为原点,切实转变信息披露审查的思路,科学制定发行审核与上市审核在发行人信息审查上的分工规范无疑就成为我国证券发行注册制改革的一个切入点,一个核心点。而这个核心点的解决应该包含两个层面的制度设计。

第一,证券监管机关对发行注册文件进行“形式审查”并决定是否予以“注册”。从各国发行注册申报文件的范围来看,除招股说明书外,主要包括公司营业执照、公司章程、公司债相关资料、财务报表、发行新股相关资料等。之所以要求披露这些文件,目的就是要解决筹资过程中因投融资主体信息不对称所带来的博弈失衡问题,尽量防范发行人利用虚假信息以及信息优势获得超额博弈收益。从发行监管审查角度来看,证券监管机构一般只对申报文件进行形式合规审查,对注册文件所透露的信息不作价值判断。

反映在证券立法层面,证券法应该确定发行信息披露的义务主体以及信息披露义务人各自的信息披露义务的范围。在部门规章层面,证券监管机构可以通过制定规范性文件规范所需披露信息的披露格式、披露要求等。至于信息披露过程中可能涉及的专业问题,证券监管机构不必对此予以干预指导,而应由专业机构依据相关的法律规范或者行业准则自行决定。如果发行人及专业机构在信息披露过程中违反法律法规或行业准则,则应当承担相应的法律责任。

第二,证券交易所按照上市条件对申请上市的证券进行“实质审查”并决定其是否可以“上市”。依法注册后的发行公司理论上就可以发行股票进入证券交易市场,但由于证券市场层次的不同,各种证券进入不同证券市场的门槛也就不同。上市监管其实就是证券交易所以上市条件为标准对拟申请上市证券进行价值审查的过程。上市标准的核心其实是要兼顾交易安全与交易活跃两个因素,前者侧重于保护投资者权益,后者侧重于证券市场的发展。依据上市标准进行的价值审查主要包括对发行人的资质、发行条件、发行规模、发行人财务状况、发行人盈利前景、该证券上市对市场的影响等诸方面进行的“实质重于形式”的审查。所谓“实质重于形式”,主要指证券交易所在上市申请审查中可以主动查证或要求发行人充分证明申请文件所涉内容的真实性、合法性及相关的法律风险,并可根据自我验证、过往审核经验等的主观判断最终决定是否接受发行人的上市申请。对于那些在业务模式、盈利水平、发展前景、披露文件真实性、高管能力等方面存在疑点的上市申请,证券交易所可以采取合理怀疑原则不同意其上市申请。

鉴于长期以来我国证券发行审核是由证券监管机关通过“实质审查”实现上市证券的“数量管制”和“价格管制”,证券交易所的上市审查实际上被虚置。反映在制度设计上,两大交易所有关上市审查操作规范的基础性制度设计都相当薄弱。而如前所述,未来注册制的改革势必必要将信息审查的重心由发行审查转移到上市审查,那么,如何科学建立证券交易所自己的上市审查标准和审查规范就成为当前我国证券发行注册制改革的当务之急。