

## 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  
唐应茂\*

**摘要:**围绕《证券法》修改问题,我国是否应该学习美国、实行注册制成为学术界和业内讨论的焦点之一。本文指出,美国注册制下的发行审核制度具有高效、透明和友好的特点。本文还指出,美国注册制所依据的招股说明书披露标准不仅仅为注册制所独有,它是国际证监会组织建议并被美国、欧洲等主要发达金融场所采纳的标准。本文进一步指出,我国招股说明书披露标准与国际标准存在很大差异,与主要发达金融市场相比,我国发行审核制度的效率、透明度和与业内的友好互动程度也存在部分问题。在此基础上,本文建议,我国应该利用《证券法》修改的契机,缩小我国招股说明书披露标准与国际标准的差异,为建设一个高效、透明和友好的发行审核制度奠定基础。为此,“加法”和“减法”需要并重,但重点在“减法”,即进一步减少政府对发行活动的管理,为政府“减负”,把发行审核重心转移到信息披露上来。

**关键词:**发行审核 注册制 证券法

---

\* 北京大学法学院副教授、耶鲁大学法律科学博士(JSD)。

近两年来,围绕发行审核制度的进一步完善问题,业内人士对美国注册制非常关注。笔者曾就职于美国律师事务所,参与过一些中国企业美国上市项目,对美国注册制有切身体会。今年以来,围绕《证券法》的修改问题,我国是否应该实行注册制、能否实行注册制成为学术界和业内人士讨论的热点问题。

笔者曾指出,美国实行注册制,不等于美国证监会完全撒手不管。在招股说明书审核方面,美国证监会可能比中国证监会管的还更严,提出的问题更多、更尖锐。从笔者经历来看,美国证监会提一两轮审核意见的很多,提十几轮审核意见的也不在少数。因此,实行注册制,不等于放弃监管。<sup>[1]</sup>

部分学者、业内人士认为,注册制是“美国制造”的产品,它不完全适合中国国情,不能全部照搬。也有业内人士认为,即便实行注册制,也需要分阶段、分领域实施。对于这些观点,笔者完全赞同。毕竟,制度的移植需要考虑具体的社会条件,也需要考虑我国资本市场建设已经取得的经验。但是,如果因此而完全否定注册制,不进一步完善和改革目前的新股发行制度,不通过《证券法》修改的契机进一步理顺政府和市场的关系,笔者认为,这也是不可取的。

在本文中,笔者指出,注册制仅仅是一个标签,但是,这个标签在一定程度上反映了以美国为代表的主要发达金融市场较为先进的发行审核实践。具体来讲,这些较为先进的实践表现在三个方面,即发行审核所依赖的披露规则的国际统一化,发行审核制度的高效、透明和友好,以及对政府权力的适当约束和限制。笔者认为,我国《证券法》的修改,不管最终采用注册制还是其他制度,都应该朝着有利于上述目标的实现方向努力。

## 一、招股说明书披露规则的国际统一趋势

在美国注册制下,美国证监会审核的是注册材料。美国发行人采

---

[1] 参见周翀:“在美国 IPO 不审也不行 发审改革应‘去官倡专’”、“唐应茂解读‘脸谱’招股书”,载《上海证券报》2012年3月2日。

用 S-1 表格 (Form S-1), 非美国发行人采用 F-1 表格 (Form F-1)。由于翻译的原因, 一些人误以为这两个表格就是几页纸的东西。甚至有人认为, 发行人只需要填个表格, 交给美国证监会登记一下, 发行人就可以发行证券了。实际上, 这两个表格类似于我国证监会颁布的招股说明书披露准则 (以下简称《1 号准则》)。这两个表格的核心部分是招股说明书。除了招股说明书以外, 发行人还需要提供一系列附件, 比如章程、承销协议、其他重要合同等等。附件不是招股说明书的组成部分, 但是, 附件是注册表的组成部分, 需要提交给美国证监会审阅, 放在美国证监会网站供公众查询。由于招股说明书页数多, 附件的数量庞杂, 可以想象, 一套注册文件动辄几百页、上千页非常常见。

1998 年 9 月, 国际证监会组织 (IOSCO) 发布了一个文件, 名为《外国发行人跨境发行和首次上市国际披露标准》(International Disclosure Standards for Cross - Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers) (以下简称《国际招股说明书披露标准》)。<sup>[2]</sup> 这个文件主要针对的是跨境首发和上市用的招股材料, 也就是各个国家的“国际板”发行人使用的招股材料。在这个文件中, 国际证监会组织规定了一些披露标准, 认为成员国家都应该采纳, 这样有利于保护投资者、促进企业的跨境发行和上市活动、促进各国证券法的协调和融合。同时, 考虑到当时各个国家、地区证券法律的差异, 这个文件对各国或地区的重大差异做了列举, 不强求在这些方面保持一致。

虽然《国际招股说明书披露标准》没有国际法意义上的强制适用效力, 但是, 由于世界上主要发达金融市场的证券监管机构都是国际证监会组织的成员, 这个文件仍然被不少国家或地区采纳。比如, 美国通过修订国内或域内规则, 将《国际招股说明书披露标准》纳入其国内监管制度中;<sup>[3]</sup> 欧盟也在其 2001 年和 2003 年颁布的两个“招股说明书

---

[2] 该文件来源于国际证监会组织网站, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>, 2013 年 9 月 22 日访问。

[3] Hal S. Scott, *International Finance: Transactions, Policy, and Regulation* (Seventeenth Edition), pp. 172 - 173, Foundation Press.

指令”(Prospectus Directive)认可了这个标准。<sup>[4]</sup>因此,美国的F-1表格要求和国际招股说明书披露标准一致,欧盟2001年颁布的、被英国等国采纳的也和国际招股说明书披露标准一致。

从技术层面来讲,适用于各国“国际板”发行人的招股说明书披露标准和适用于各国本国发行人的招股说明书披露标准仍然存在不同。从某种意义上讲,前者要比后者宽松一些,以利于吸引外国发行人到本国来上市。比如,美国S-1表格要求美国发行人披露每一位董事和高管的薪酬情况,要落实到人,而美国F-1表格不要求非美国发行人披露每一位董事和高管的薪酬,而只需要披露董事和高管作为一个整体的薪酬总额。但是,总体而言,适用于外国发行人的标准和适用于本国发行人的标准没有实质差异。因此,脸书(Facebook)作为美国发行人,百度作为非美国发行人,从招股说明书的章节安排、主要内容来看,两个公司首发招股说明书没有本质差异。

因此,美国注册制所依赖的规则,尤其是注册核心文件——招股说明书——披露规则,从很大程度上讲,已经不是仅仅适用于美国注册制下的证券监管规则,它实际上是世界主要发达金融市场所采纳的披露规则。如果在我国实行注册制,笔者认为,核心不在于要给自己贴上一个标签,而在于要进一步修改和完善我国证券审核所依据的规则,包括招股说明书披露规则,以利于同国际接轨。我国证监会也是国际证监会组织的成员组织,但我国的招股说明书披露规则和《国际招股说

---

[4] 这两个指令分别是 Directive/2001/34/EC of the European Parliament and of the Council of 28 May 2001 on the admissions of securities to official stock exchange listing and on information to be published on those securities 以及 Directive/2003/71/EC of the European Parliament and of the Council of 4 November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and amending Directive/2001/34/EC。2003年的指令对2001年的指令做了修改,并针对不同类型发行人和证券规定了招股说明书需要包含的信息。在2003年的指令中,鉴于条款的第(22)款明确指出,“Best practices have been adopted at the international level in order to allow cross-boarder offers of equities to be made using a single set of disclosure standards established by the International Organization of Securities Commissions (IOSCO); the IOSCO disclosure standards (1) will upgrade information available for the markets and investors and at the same time will simplify the procedure for Community issuers wishing to raise capital in third countries”。

说明书披露》存在相当大的差异、差距。限于篇幅,本文不一一列举这些差异,仅仅列举一个例子作为说明。

比如,《国际招股说明书披露标准》以及美国、欧盟和我国香港的有关披露规则都规定,<sup>[5]</sup>发行人的财务报表和审计师出具的审计报告必须放在招股说明书中,成为招股说明书的一部分。其中的原理在于,发行人的财务报表和财务信息是投资者依赖的重要信息,必须作为招股说明书的一部分提供给投资者,以利于其作出投资决定。因此,不论是在美国上市、香港上市还是伦敦上市,“美式”、“港式”和“英式”招股说明书除了正文以外,无一例外都包含财务报表和审计报告。只是处理方式略有差异。再如,“美式”招股说明书将财务报表和审计报告放在招股说明书的结尾;“港式”招股说明书则作为附件放在招股说明书正文之后、其他附件之前。

但是,我国证监会2006年颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》(即业内俗称的《1号准则》)规定,财务报表和审计报告不属于招股说明书的组成部分,而是和法律意见书、公司章程一样属于“备查文件”,投资者可以到指定网站上查阅。<sup>[6]</sup>在我国国内A股发行所采用的招股说明书中,投资者看不到财务报表和审计报告,只能通过招股说明书中披露的财务信息了解公司的财务状况、盈利情况。

因此,在财务信息披露方面,我国的披露规则和世界主要发达金融市场的披露规则存在显著差异。我国为什么采用这种独特做法,当然有其历史原因,有其合理之处。比如,我国的散户投资者仍然占相当比例,即便在招股说明书中包含财务报表,对这些投资者可能意义也不是很大。同时,《1号准则》要求审计师在招股说明书中做出声明,确认招股说明书披露的财务信息和经过审计的财务报表不存在矛盾,通过这种声明方式来保证招股说明书财务信息的准确性。<sup>[7]</sup>但是,过分强调我国的特点,过多采用类似的独特做法,可能既不符合世界资本市场发

---

[5] 参见《国际招股说明书披露规则》第Ⅷ部分(财务信息)。

[6] 《1号准则》第128条。

[7] 《1号准则》第124条。

展的客观规律,也会产生一些额外的问题。

比如,在美国以及其他主要发达金融市场,招股说明书正文是发行人的“作品”,招股说明书中包含的审计报告和财务报表是审计师的“作品”,因此,责任主体和责任范围是非常清楚的。发行人对招股说明书正文,包括正文中对财务信息的披露承担责任;审计师对审计报告和经过审计的财务报表承担责任,审计师不对招股说明书正文的披露承担责任,不对正文中财务信息的披露承担责任;承销商对招股说明书正文承担责任,但有“尽职”作为抗辩(类似于我国的“无过错”抗辩)<sup>[8]</sup>,承销商不对经过审计的财务报表承担责任。

为什么要做出这样的安排?财务信息的重要性不仅仅在于财务数字本身,还在于表述财务数字的上下文、背景。财务报表就是审计师认可的、财务数字的表述方式。同样的财务数字,在招股说明书中的表达方式可能会有所不同,不能仅仅因为同一个财务数字在招股说明书正文和经过审计的财务报表中都出现,就肯定认为他们表达的是一个意思。为了确保招股说明书中财务信息的准确性,满足自己“尽职调查”的义务,承销商需要自己做财务尽职调查,也需要审计师出具安慰函(comfort letter),对招股说明书中的所有财务数字进行圈阅,确认哪些数字是经过审计的、哪些数字没有经过审计。是否可以接受未经审计的财务数字、多大程度上接受,承销商通常会有一定的内控规则和程序加以约束。我国最近几年出现的招股说明书财务造假现象,其中原因很多,需要进一步研究。但是,在笔者看来,谁是招股说明书责任主体、谁是招股说明书财务信息的责任主体、哪个主体对什么信息负责任,这都存在不太清晰的地方,这恐怕也是其中原因之一。

除此之外,与《国际招股说明书披露标准》相比,我国招股说明书披露要求中的独特做法还很多。比如,我国A股招股说明书不要求披露承销的安排,而《国际招股说明书披露标准》要求披露承销安排。限于篇幅,对于这些差异,本文不再一一赘述。但总体而言,从内容来看,我国A股招股说明书和主要发达市场采用的招股说明书存在不小差异。

进一步讲,我国证券市场是发展中的市场,有其独特之处需要考

---

[8] 《证券法》第69条。

虑,不能走得太快,这种考虑当然是完全正确的。不过,我们也需要看到我国证券市场发展的速度、规模和态势,为证券市场未来十年到二十年的发展预留完善制度的空间,将披露规则与国际进一步接轨,担负起证券市场大国的相应责任。

世界银行每年公布全球资本市场数据。2002年,我国大陆上市公司的市值约占全球上市公司市值的1.99%,全球排名第11位,排我国香港地区之后。同样的指标,美国为47.74%,日本为9.15%,英国为8.02%。我国大陆远远落后于美国、日本、英国。但是,仅仅十年以后,从2012年上市公司的市值来看,我国大陆已占到全球上市公司市值的7.05%,成为世界第二,仅次于美国(35.59%),已经超过了日本(7.02%)、英国(5.76%)和我国香港地区(2.11%)。<sup>[9]</sup>

展望2020年甚至2030年,随着我国经济的进一步发展,我国证券市场进一步缩小与美国的差距、甚至可能在某些方面超过美国,这不是一件不可能的事情。比如,2012年新股发行暂停之前的2011年,我国新股发行募集资金额已经超过了美国当年新股发行的金额,成为世界第一。<sup>[10]</sup>因此,我国证券市场已经并将要成为世界资本市场的一个重要组成部分,我国的证券法律制度已经并将成为世界证券法律制度的一个重要组成部分,我国的证券发行制度已经并将成为世界证券发行制度的一个重要组成部分。在新的历史条件下,过分强调我国的独特之处,由此造成我国证券发行审核制度同主要发达金融市场制度之间的显著差异,这也是不可取的。修改《证券法》,不仅仅需要进一步完善政府审核发行的机制,还需要完善审核的依据、改革招股说明书披露的规则,缩小与世界主要金融市场的差异,进一步与国际实践做法接轨。

---

[9] 参见世界银行网站, <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>, 2013年9月23日访问。

[10] 参见安永会计师事务所网站, <http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/Global-IPO-trends-2011-China>, 2013年9月23日访问。

## 二、发行审核制度的高效、透明和友好

在讨论《证券法》修改的过程中,多数学者、业内人士对于证券监管机构是否需要审核发行申请材料基本没有太大分歧。在注册制下,美国证监会也需要审阅招股说明书,提出审阅意见。但是,针对我国证监会应该如何进行审核、对哪些领域要进行审核,目前国内学者、业内人士分歧仍然比较大。对于这个问题,今后仍然需要通过进一步研究、讨论来缩小分歧点。在此,笔者希望指出的是,不论最后讨论结果如何,我国发行审核制度改革应该有明确的方向,即审核要以信息披露为中心,要建立高效、透明和友好的发行审核制度。

从笔者了解到的材料来看,对各个国家证券监管机构如何审核证券发行,国际证监会组织基本都交给各国自己决定,没有试图从制度、流程层面做出任何要求。不像世界银行等其他国际组织,后者通过对世界各国监管透明度、行政效率、司法效率等方面的比较研究,定期或者不定期的对世界各国进行排名,其中不乏根据量化指标的排名。<sup>[11]</sup>

为什么国际证监会组织缺乏这方面的研究?笔者揣测,其中的主要原因在于,主导国际证监会组织的官员,多数仍然是美国、欧洲以及部分我国香港这些主要发达金融市场的证券监管机构成员或业内人士。如果对美国、英国和我国香港的发行审核流程进行简单对比,笔者的经验感觉是,它们之间的差异并不大,需要协调的问题似乎不多,它们都重视信息披露,都强调审核流程的效率、公开和友好。本文以美国注册制为例,简要介绍美国证监会对注册文件审阅的上述几个特点。

### (一) 重视信息披露

美国证监会重视信息披露,把注册材料的信息披露,尤其是招股说

---

[11] 比如,世界银行发布的“全球治理指标”(World Bank Worldwide Governance Indicators)包含“政府监管质量指标”(regulatory quality),衡量政府监管促进民营经济发展的程度;世界银行每年还发布“商业调查”(World Bank Doing Business Survey),包含投资者保护指标(investor protection)、合同执行指标(contract enforcement)。

说明书的信息披露作为几乎唯一的审核重点,这一特点非常突出。美国1933年的《证券法》除了规定公开发行需要注册外,没有再规定其他任何发行标准,更没有规定上市标准,发行人需要遵守的上市标准留给交易所来制定和执行。由于对公开发行设置的条件很少,甚至几乎没有,美国证监会就可以把精力主要放在招股说明书的审核上,重点关注信息披露问题。

从笔者经历来看,美国证监会对于含有招股说明书的注册表的审核还是很严的。注册制侧重信息披露,但这并不意味着发行人自己想写什么就写什么,美国证监会有格式准则要求,也要看文件、提问题,在一轮审核意见中提出一两百个问题,反复提出十几轮意见,这种情况并不少见。有的时候,美国证监会提出的意见非常尖锐,若其不满意公司的回复,或者公司没有按照其要求修改招股说明书,美国证监会可能会穷追不舍。

从第一轮意见的内容来看,美国证监会的意见大致可以分为三类:一是常规类问题,有提醒性质的<sup>[12]</sup>,也有“对格式”对出来的问题<sup>[13]</sup>,还有属于几乎每次都会被问到的问题<sup>[14]</sup>;二是了解性的问题,有的时候,招股说明书的某些披露不清楚,或美国证监会负责审阅的人对相关行业的情况不太熟悉,就此会提出一些问题,对披露的内容和背景作进一步的了解<sup>[15]</sup>;三是要求性或质疑性的问题,美国证监会认为公司的

[12] 比如,公司在第一次递交的文件中有时会没有把所有要求提交的附件附上,美国证监会则会提醒公司在第二次或以后提交时一定要把所有附件附上。

[13] 公司必须选择合适的注册表,同时要按照注册表要求的内容进行准备。如果美国证监会认为公司的注册表遗漏了某一部分内容,或者撰写得不正确,可能会要求公司对照相应要求补上某些内容,或者改正不合适的内容。比如,如果美国证监会认为公司在注册表第二部分作出的承诺内容不符合注册表规定的语言,就可能要求公司修改承诺语言。

[14] 比如,公司在注册表中通常会披露一些行业数据,引用一些行业研究或咨询机构的报告,对于这种做法,美国证监会经常要求公司提交所有引用的行业报告的相关部分,并将报告相关部分的内容和招股说明书对该内容的披露一一对应,从而向美国证监会“证明”所有对行业数据的披露都有根据,不是公司杜撰出来的。

[15] 比如,公司可能使用了某一个缩写,比如CPC,但没有给出缩写代表的英文全文。这时,美国证监会审阅的人可能无法理解这个缩写的具体含义,从而要求公司做出解释。又如,公司在招股说明书某一处披露的注册资本为1亿美元,而在另一处披露的注册资本为5000万美元,美国证监会发现前后披露不一致,可能要求公司对此做出解释。

披露不充分,相关的审阅人可能会直接要求公司做出披露,或者质疑公司为什么没有做出相应的披露,视公司回复的情况再作进一步要求。这些问题属于实质性的问题,也是美国证监会重点关注的问题。<sup>[16]</sup>

从笔者了解的情况来看,在招股说明书审核意见的反馈方面,无论是形式、还是内容,我国证监会同境外主要金融市场监管机构的做法越来越接近。但是,其中存在的问题仍然不少。比如,从公平和效率考虑,中国证监会通常都把反馈意见限制在两轮,不同发行人一视同仁,不常出现对招股说明书披露问题穷追不舍的情况。同时,招股说明书写作质量仍然有待提高,这从历年保荐代表人培训中证监会官员的部分反馈中就能看出来。

造成招股说明书质量不高的原因很多。比如,中介机构素质有待提高,招股说明书主要由保荐人撰写、缺乏对文字和细节的推敲,等等。但是,从制度安排来看,中国证监会要“操心”的事情太多,很难将精力完全放在招股说明书审核上,恐怕也是其中原因之一。我国的《证券法》不仅规定发行标准,<sup>[17]</sup>还对发行申请需要递交的文件<sup>[18]</sup>上市申请需要递交的文件<sup>[19]</sup>等问题做出详细要求。主要发达金融市场一般由公司法、合同法规定的问题,比如募集资金改变用途要由股东大会批

---

[16] 比如,公司的某一个大客户贡献的收入在某一年突然下降很多,美国证监会可能会要求公司披露这一事实,同时解释下降的原因。如果这种现象成为一种趋势,美国证监会可能还会要求公司增加风险因素,说明单一客户贡献收入的变化可能会严重影响公司的财务表现,从而提醒投资者注意到这方面的风险。又如,公司的风险因素部分会披露公司在知识产权方面存在被第三方侵权的风险,美国证监会可能要求公司对风险进行量化,从而向投资者提供更为准确的信息。这种量化的方式很多,比如过去三年每年有多少侵权案件,公司由此损失金额多少等。再如,公司从事互联网业务,提供广告、网站建设、短信或彩铃等服务,为了便于投资者了解各项服务的表现,公司可能会提供来源于广告、网站建设、短信或彩铃等各项服务的收入。美国证监会可能认为每一项服务构成了财务处理意义上的分部(segment),要求公司提供更为详细的各个分部的财务信息(收入、成本/费用、利润等),而不仅仅是提供各项服务的收入信息。

[17] 《证券法》第12条和第13条。

[18] 《证券法》第14条。

[19] 《证券法》第52条。

准、<sup>[20]</sup>承销协议需要规定哪些条款,<sup>[21]</sup>我国《证券法》也做了详细规定。是否所有要求都应该由《证券法》规定,哪些要求应该继续保留,这都是应该在《证券法》修改过程中加以认真讨论的问题。但是,我国《证券法》的这类规定过多、过细,给证监会安排的“任务”似乎过多。募集资金的使用要监督、承销协议的条款要审阅,这类任务太多了,关注招股说明书信息披露的时间、经历恐怕就受到影响,这需要有所取舍。

## (二) 注重效率

虽然美国证监会针对招股说明书提的意见不少,但美国注册制下的发行审核的效率仍然很高。一般而言,从发行审核流程来看,发行人提交注册表后,美国证监会需在 20 个工作日之内给出反馈意见,之后每一轮均需遵守这个时限要求。发行人、承销商、律师在收到美国证监会的反馈意见后,通常也会尽早提交答复意见,需要修改注册表(招股说明书)时,则做出相应修改,提交修正案或修改稿。修改稿的目的很多,可能是修改招股说明书,也可能是提交注册表要求的附件。如果非常顺利,公司只需要提交一两份注册表的修正案,甚至不需要提交修正案,公司的注册表就差不多定稿了。如果不太顺利,公司可能要提交若干份修正案。具体需要提交几份,则主要取决于美国证监会给出几轮反馈意见。

在审核完毕,美国证监会表示没有审核意见之后(此时还没有出具“批文”,宣布注册表生效),根据市场情况,发行人和承销商可以印刷初步招股说明书,披露价格区间,开始 2~3 周的路演。路演结束时,发行人和承销商确定发行价格,将价格填入招股说明书中,再次提交给美国证监会,美国证监会宣布注册表生效,发行人和承销商立即签署承销协议,当天股票在交易所上市,三天后完成价款交割,整个首发过程结束。在提交最终注册表之前两三天,公司还可以向美国证监会申请加速生效(acceleration of effective date)<sup>[22]</sup>,不用等到 20 天期满。

---

[20] 《证券法》第 15 条。

[21] 《证券法》第 30 条。

[22] See 17 CFR 230.461 - Acceleration of effective date.

以脸书为例,从2012年2月1日首次递交含有招股说明书的注册表,到5月18日美国证监会批准注册生效,整个审核流程,包括其中的路演、定价、上市环节,一共只用了三个多月的时间。<sup>[23]</sup> 具体来讲,2012年2月1日,脸书递交注册表后,美国证监会于2月28日提出第一轮反馈意见共92个问题,脸书(Facebook)于3月7日提交了其注册表第二稿;3月22日,美国证监会提出第二轮反馈意见共23个问题,公司于3月27日回答问题并提交注册表第三稿;随后4月10日,美国证监会又提出5个问题,脸书于4月23日提交了其注册表第四稿;美国证监会5月1日又提出4个问题,脸书对其注册表再次进行修改,并于5月3日提交第五稿,这也是路演时使用的初步招股说明书(preliminary prospectus),也就是我们常说的红鲱鱼招股说明书(red herring prospectus)。5月7日,脸书开始进行路演。之后,脸书5月9日提交注册表第六稿,不涉及招股说明书的改动,但补充了部分附件;5月11日,美国证监会通过电话对脸书进行口头提问,要求脸书确认审计师的独立性问题,脸书于5月14日做出答复,并于5月15日提交了注册表第七稿,并同日提交了加速生效申请。美国证监会于5月17日宣布注册表生效,脸书5月18日提交最终招股说明书,当天在交易所挂牌交易。

从脸书提交注册表开始,短短三个月多月的时间内,美国证监会提出了上百个问题,与公司进行了超过五轮的沟通,同时,脸书完成了审核、路演和上市的整个流程,美国审核流程的效率可见一般。再试举一例,从事信用卡业务的维萨公司(VISA)2007年11月9日提交首发注册表,2008年3月19日美国证监会就宣布注册表生效,100多亿美元的发行项目,4个多月就完成了整个流程。类似脸书、维萨的例子不在少数,美国发行审核的效率非常高。

反观我国发行审核流程,虽然针对部分项目,我国的发行审核流程可以很快,但总体而言,我国的发行审核流程仍然效率不高。这从2012年暂停首发审核前好几家公司排队等候审核就可见一般。从

---

[23] 有关脸书首发注册文件,请参见美国证监会网站,<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1403161/000119312508019310/filename1.htm>,2013年9月22日访问。

笔者经验观察来看,在美国、英国和我国香港地区,发行审核都很有效率,也很有预期。业内人士通常会预估6个月到1年完成发行项目,包括完成发行审核程序。这样,准备哪些年份的审计报告、需要在招股说明书中披露截止于哪个时点的业务运营数据,这些技术问题都可以提前计划、安排,不至于递交申请材料以后,需要年复一年的更新财务报表、更新招股说明书披露数据。

### (三) 注重公开和注重沟通

美国企业的发行审核流程强调公开。仍以脸书(facebook)为例,2012年2月1日,脸书向美国证监会提交注册表,文件很快就被放在美国证监会网上,所有人都能查阅到。公开提交信息是美国1933年《证券法》第6(d)条就已确立的要求。公开的文件不仅包括招股说明书,还包括注册表要求的所有附件,比如公司章程、重大合同<sup>[24]</sup>、中介机构如审计师和第三方的同意函<sup>[25]</sup>等。2012年2月8日,脸书提交了注册表第一次修改稿,对招股说明书改动并不大,而是提交那些必须要提交的附件。2012年2月28日美国证监会审核注册表后提出首轮意见,随后脸书方面也作出答复,美国证监会的问题和脸书的大幅在美国证监会网站上也都能找到。在注册制下,发行申请文件从一开始就公开,发行审核流程像全程转播一样同步“直播”,哪一天发行人交了什么文件,哪一天美国证监会做了什么回复、提了什么问题,发行人什么时候修改了招股说明书、如何修改的,这都一目了然。公开的范围广、公开的时效强。

从沟通来看,除了通过书面提问方式与发行人沟通外,一些沟通可以通过电话进行,审核员也愿意跟公司(通过其律师)交流。比如,上面提到的脸书首发项目中,美国证监会通过口头提出了一些问题,脸书

---

[24] 这里的“重大合同”主要指两类:一类是与特定人员或机构签署的合同,包括与董事、高管、股东、承销商签订的一些合同,如董事和高管的雇佣合同、公司的雇员股票激励计划、董事和高管的赔偿协议以及一些关联协议;另一类是日常业务经营范围以外签署的合同或公司对其有重大依赖的合同。

[25] 招股说明书中如果提到某个人或者机构,美国证监会一般要求这种做法得到该人或机构的同意,并且要求公司向美国证监会提交同意函,表明公司的做法得到了他们的同意。

也做出了答复。在具体项目的沟通上,审核员同发行人的律师和会计师打交道较多,基本不和承销商沟通。需要时,承销商可以通过其律师参与发行人律师同美国证监会的沟通。

除了在进行具体项目时公司与证监会沟通以外,美国证监会还有其他公开渠道与业内人士保持沟通,回答业内人士问题,指导业内的实践。比如,从事美国证券律师业务的专业人士,遇到问题,除了查询相应法律、美国证监会的规章和格式准则以外,还需要查询美国证监会定期公布的“电话回复汇编”。业内人士遇到问题,可以直接致电美国证监会有关部门咨询,后者能立即回答的立即回答,不能的,回去研究请示后,再约时间答复。而“电话答复汇编”定期总结这类问题和答复,作为法律、规章和格式的补充或操作细则,并公之于众,供业内人士参考。这种做法,既保证了美国证监会与业内人士沟通渠道的畅通,也在来不及修改相关规则前,作为美国证监会指导业内人士操作的一种办法。

近几年来,我国发行审核的公开性、透明度得到了很大的提高。比如,几年前,发审委开会审核的几天前,招股说明书才在指定网站进行预披露,预披露的时点非常晚。从2012年年初开始,预披露大大提前,监管机构甚至提出以后一旦提交发行申请材料,招股说明书就需要做预披露的要求。如果实行这一要求,我国的做法和美国注册制下的做法就很接近了。但同美国相比,公开的材料仍然有限,如申请材料的附件、其中的重要合同、证监会的审核意见、发行人的回复意见等,我国目前仍然不公开。从沟通渠道来看,律师同证监会的沟通不太顺畅,几乎都通过保荐机构进行。实际上,即便在实行保荐制度的香港,香港联交所也没有排除与律师的沟通。证监会用以指导业内实践的指导性文件、讲话,目前似乎也仅仅限于每年的保荐代表人培训,公开程度不够、落实到书面的形式不多。

### 三、结束语:进一步约束和限制政府权力

为了建设一个高效、公开和友好的发行审核制度,为了进一步缩小

我国发行审核规则和招股说明书披露规则同国际披露规则的差异，“加法”和“减法”都需要做。从“加法”来看，招股说明书的法律责任追究机制，包括民事诉讼的引进，需要尽快实施；要提高发行审核的权威性，只要监管机构对招股说明书披露有疑问，就要穷追不舍，不能人为设置限制条件，将反馈意见限制在两轮以内。

但是，在做“加法”的同时，还需要做“减法”。有的时候，没有“减法”，“加法”也很难落实。为了提高发行审核的权威性、为了真正将监管重点放到招股说明书信息披露上，需要给监管机构“减负”，进一步减少政府对发行活动的管理领域和管理措施。

比如，目前《证券法》以及证监会颁布的部门规章，仍然对发行规定了相当多的实质条件，其中不乏许多很难量化、具体化的条件，又需要更多的规章和准则加以进一步界定，发行审核不仅要审招股书，还要审核这些具体条件是否满足，审核的重点多元化。又如，我国证监会不仅要审核招股说明书，还需要审核动辄几百页的法律意见书和律师工作报告，<sup>[26]</sup>需要对询价、定价等承销活动进行管理，<sup>[27]</sup>还需要通过行业协会对保荐代表人资格进行管理，对保荐人尽职调查、保荐协议条款等进行管理。<sup>[28]</sup>

因此，我国证监会的发行审核要承担的任务很多、很杂，任务多了，就不太容易把精力和焦点真正放到审阅招股说明书的披露上来。这些任务是否都应该取消，哪些应该保留、哪些可以现阶段保留以后再分步骤取消，这些都是可以研究讨论的，也应该在《证券法》修改过程中加以认真讨论，适当做出取舍。

进一步讲，为了提高发行审核的权威，监管机构应该考虑采纳和落实自我约束的措施。比如，美国注册制的一个重要特点，在笔者看来，

---

[26] 参见《公开发行证券公司信息披露编报规则第12号——公开发行证券的法律意见书和律师工作报告》(证监发[2001]37号)，中国证监会2001年3月1日发布。

[27] 参见《证券发行与承销管理办法》(证监会令第37号)，中国证监会2006年9月17日发布。

[28] 参见《证券发行上市保荐业务管理办法》(证监会令第58号)，中国证监会2008年10月17日发布；《保荐人尽职调查工作准则》(证监发行字[2006]15号)，中国证监会2006年5月29日发布。

就是审核时限的约束。发行人递交每一份注册材料,不管是第一次递交初稿,还是递交修改稿,只要美国证监会 20 天内不提出反馈意见,注册材料就自动生效。这样,发行人每次递交注册材料,美国证监会都需要在 20 天内反馈意见,否则发行人就可以开始路演、定价。从上面介绍的脸书的发行审核流程来看,美国证监会都严格遵守 20 天的时限。尽管提出了好几轮审核意见,整个发行审核流程都能在三个月左右完成。因此,要提高发行审核权威、提高发行审核效率,我国证券监管机构需要自我约束,与发行人及其中介机构友好互动,这虽然是做“减法”,但最终是在做“加法”。