

IPO注册体制下证券监管机构的功能调整

——从证监会和交易所分权视角观察

甘培忠 张菊霞*

摘要 证券IPO注册制度应势即出,证券发行审查的重点从对公司的价值判断转向以信息披露为中心的监管,证券交易所负责审核注册文件,证券监管机构的功能随监管职能的改变而须进行相应的调整。本文分析IPO注册体制下证券监管任务的新变化,促使证监会和交易所的监管权能进行调整,使其协调适度,为证券发行注册制度的有效实施提供配套制度保障。

关键词 证券发行注册制 证券监管功能 证监会定位 法定自律监管 事后监管

证券IPO注册制成功实施的关键是确保拟上市公司披露信息的准确性和适当性。品质优良的企业不仅在于优质的资产保有和市场认可,而且在于合法合规的信息披露中能够自律坚守。外部保障前述目标就需要强化监管,适当配置公共部门资源,依法分配好政府监管机构、交易所平台和其他市场中介的职责和义务,保证企业能够完整、准确、充分地披露相关信息,使IPO审查的重点从上市公司盈利能力转移到保护投资者的合法权益。^[1]由此,将会在不同证券监管机构监管内容上重新洗牌,定位和调整证券监管机构的监管职能。

证监会在IPO注册体制下势必退出“球场竞技”,专司后台裁判机构监管职能;而交易所则扮演把球队带入球场并组织比赛的裁判职责。证券监管是一项系统工程,证监会在过去借助IPO审核机制这个“一夫当关万夫莫开”的险隘,居高临下,比较有效地设定并执行了监管制度体系;但这个关隘在交给交易所把守且交易所市场扩容诱导和竞争压力促使以及注册制本身的宽容姿态鼓励下可能发生“故意的疏忽”,让不适格的公司进入市场,上市公司的整体品质会滋生问题,监管将面临重大挑战以及失败的风险。从监管体系的结构上看,证券监管的外围和末梢机体有中介监管和上市公司自律监管,它们虽然可以抚摸公司身体的每一个组织器官和熟悉行动细节,但他们所处的利益立场或多或少与公众利益和证券市场秩序存在对立,声誉机制的约束在特定的条件下难免会发生机会主义侵蚀而短时失效。因此,监管的主体力量仍

然只能是证监会和交易所。由IPO注册制带来的一种监管新常态即将形成,它不仅是原有监管体制的延续,也必然发生新的调整,包括重新界定二者的权力边界,以满足证券监管需求的新变化,坚持依法监管、适度监管和高效监管的原则,以达到优化监管的效果,促进证券市场健康发展。这是法学理论界和实务界必须关注的问题。

一、IPO注册体制下证券监管需求的新变化

IPO注册制的本意是使股票发行过程更加便捷化、制度化、透明化和可预测,涉及政府和市场关系的再调整,主要体现政府对于证券发行进一步放松管制,注重市场主体的经济自由权释放,将市场主体的权利归还于市场。但是,需注意的是IPO注册制的意旨是在给予市场主体法治下的自由。正如哈耶克认为“经济活动的自由,原本意指法治下的自由,而不是说完全不要政府的行动。”^[2]因此,《证券法》修订草案拟定证券IPO注册制,加大了两方面重点:一是增加证券监管机构的监管监察手段,二是提高资本市场违法违规的处罚标准以加大违法成本。

(一) 证券监管规则应更加健全和完善

注册制的理论依据是证券发行只受信息公开制度的约束,交易所对注册文件的齐备性、一致性、理解性进行审核,^[3]政府不对证券自身价值和公司盈利能力作任何判断,投资者根据公开信息作出决策,风险自负。证券发行注册制监管重点和审查内容的变化需要新的证券监管法规规则规范证券发行活动。证监会应当围绕“政府监管与自律监管的协调、信息披露制度、法律责任”问题完善注

*甘培忠,北京大学法学院教授,博士,博士生导师;张菊霞,北京大学法学院2013级经济法专业博士研究生,甘肃农业大学经管学院副教授。

[1] 龚雯、许志峰:“郭树清:IPO审查制还是注册制不是问题核心”,载《人民日报》2012年3月1日版。

[2] [英]哈耶克:《自由秩序原理》(上),邓正来译,三联书店1997年版,第280页。

[3] 《中华人民共和国证券法(修订草案)》第22条。



册制下的法规规则体系。

该规则体系以发行信息披露和持续信息披露为中心,以投资者需求为导向,以信息的真实、准确、全面、及时为要求,对信息披露材料以标准化的格式进行规范,而且证券发行和持续信息披露材料的格式规范不应采用“一刀切”的模式,是按企业规模和行业分类管理。否则,将会抹杀企业和行业之间的差异性,阻碍甚至限制某些企业或行业的融资机会。所以,IPO注册制下,证监会须为证券市场主体提供更加健全的证券监管法律制度和标准规范,是为“依法治市”的制度基础。

(二) 证券监管机构监管任务的移转

《证券法》第178条规定:“国务院证券监督管理机构依法对证券市场实行监督管理,维护证券市场秩序,保障其合法运行。”该条规定是证监会对证券市场宏观管理权限的权力依据,体现了证监会的监督监察功能。但在监管具体的证券交易行为时,证券交易所比证监会更有效率。因为交易所处于交易前沿,比证监会更了解交易违规行为的形态,更充分掌握交易市场的需求并提出相应的创新规则。因而,在IPO注册制下,应充分发挥市场主体在市场资源优化配置中的主导功能,肯定交易所的自律管理功能在证券监管中的基础地位,将原属于证监会的部分监管任务转移至交易所。这些任务主要表现在以下几个方面。

1. 证券发行和交易的监督管理权。《证券法》第179条规定了国务院证券监督管理机构在对证券市场实施监督管理中履行的职责,其第2、3、5、7款分别规定,依法对证券的发行、上市、交易、登记、存管、结算,进行监督管理;依法对证券发行人、上市公司、证券公司、证券投资基金管理公司、证券服务机构、证券交易所、证券登记结算机构的证券业务活动,进行监督管理;依法监督检查证券发行、上市和交易的信息公开情况;依法对违反证券市场监督管理法律、行政法规的行为进行查处。由这几款规定可以看出,证监会对于证券市场的监管是全面系统的,证监会的这些管理权限也是属于其职责范围。在IPO注册制施行后,为了提升监管效能,证监会可以考虑将一些渗透到企业行为中的监管职权(事中监管)下放给交易所,通过制定证券市场法律规范和监督证券交易所以及对上市公司重大违规行为处罚(事后监管)的方式进行监督。

2. 异常交易情况的决定权。《证券法》第115条规定,证券交易所对证券交易实行实时监控,并按照国务院证券监督管理机构的要求,对异常的交易情况提出报告。该条规定授予交易所监控权,但没有决定权与处罚权,这种权力分配模式阻滞了交易异常情况处理的及时性,将扩大对证券市场产生的不利后果。因此,应将异常交易情况的

临时决定权和处罚权交给交易所,交易所向证监会提出报告并报告处理结果,证监会进行复核,既防止证券市场异常交易造成的损失扩大,又维护了监管权限的统一。

3. 增强交易所的惩戒规则的制定权。提高资本市场的违法违规的处罚标准,加大资本市场违法成本是《证券法》修订的一个主要方面。但是,对于违法违规行为的法律制裁,仅作行政处罚是不够的。除了行政处罚之外,暂停、终止上市的惩戒后果更有威慑力,对违法违规行为者的经济、声誉都将造成重大影响。故交易所制定并实施更加全面、有效的惩戒规则是监督上市公司的一个效用较高的措施,本质上符合由市场选择和淘汰违法违规的上市公司的原则。

(三) 事前监管转向事中事后监管

证券IPO注册制势必体现适度放松准入管制、加强运行监管的政策理念。充分的信息披露其背后就是毫不容忍遗漏、误导、失真、造假等虚假陈述的严厉监管的精神,体现市场开放条件下的准入规则和法治原则。准入规程一旦由注册制取代审核制,证券监管的重心必然后移到事中和事后阶段。在披露是完整的前提下,公司可否获准首发并上市交易募集资金,交易所还是要按照披露的情形做出审核筛选,即使交易所坚守严厉的审核筛选条件但相比证监会的独门审核制而言,通入资本市场的大门已经由一处变为两处以上,流量肯定增加是毋庸置疑的,个别“南郭先生”式公司或者“病猫”式公司挤进资本市场也是可能的,因此事中监管和事后监管就凸显其重要价值。

事中的事后监管法律制度应包括真实充分及时的信息披露制度、健全的退市制度和完整的法律责任体系。信息披露制度是保证申请证券发行和上市的公司提供真实、充分的信息的制度保证,唯有申请证券发行和上市的公司及时、真实、充分地披露信息,才能为证券监管机构和投资者提供审查和判断的信息依据。上市公司退市制度是对欺诈发行、上市的公司又一道过滤网,一方面有效遏制某些采用虚假手段包装上市的公司,另一方面对上市公司可以起到威慑作用,促使其依法经营和保持在证券市场的竞争力,以免因违规经营或经营不善而被强制退出证券市场。在证券违法行为的法律责任体系中,除行政责任和刑事责任外,应完善民事责任制度,将惩处和补偿机制有效结合,保护中小股东利益,增强投资者对证券市场的信心。

二、证监会监管权能的定位

(一) 强化法规规则的制定权

《证券法》是规范我国证券发行和交易行为的唯一一部法律。但法律不可能把所有的监管规则一览无余地展

示出来,因此需要监管部门补充大量的实施细则和行为规范,国务院授权中国证券监督管理委员会颁发为履行其法定职责确属必要的规则、命令。根据监管需求的不同,证监会的规则包括从制定业务和交易活动规程的规则到以表格、申请书或报告等信息传输方式最详细规则的规则。按照规则的属性划分,证监会的规则基本可以分为两大类。

1. 实质性的实施规则。这些规则具有立法属性而不仅仅是解释性的特点。这些规则应涵盖证券发行交易以及服务等各个方面。例如,《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》,《证券发行与承销监督管理办法》等。因为《证券法》的有些规定基本上上市原则性的,在没有证券交易委员会规则予以辅助实施前不具有操作性。

2. 程序性的实施规则。规定编制和报备各种报表和报告的表格和细节及其相关程序。已有的该类规则如《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》等。证券IPO注册制下,这类规则的需求增大。例如,证券交易所向证监会的各项规则的申请程序规则,证监会对于会计师事务所监管的程序规则等。

笔者认为,美国是实行证券发行注册制的典范,我们可以借鉴其发行注册制的实践经验,结合我国的实际需要,从以下两个方面继续健全和完善我国证券监管规则。

1. 特定类型发行人的分类表格。就我国目前的证券发行企业而言,从企业规模分类,包括大型企业、中小企业、创业型企业;以股票的计价币种分类,有A股、B股和H股,这些不同类型的企业和股票都需要特定的规范表格,因为规范化表格简洁明了的优点增加注册机关管理的便利性,增强文件的一致性和可理解性,也有利于投资者阅读。因此,中国证监会应致力于各类独立的规范表格的制定,以便使法规制度的规定与特定类型发行人的具体情况协调一致,为证券发行注册制提供完善的制度保障。

2. 完善信息披露制度。证券IPO注册制是证券交易所对申请发行证券的公司的注册文件的齐备性、一致性和可理解性进行审查的管理制度,证券发行的透明度全面提高,以信息披露为核心的监管体制逐步建立,盈利能力在证券发行审查中逐步淡化,信息披露是否真实、准确、完整成为发行审查的关注重点。^[4]正如美国《1933年证券法》提案中所说的:“政府不能也不应该采取任何这样的

行动,即确认或担保新发行证券信誉良好,价值稳定,或者作为资产可以盈利。我们的任务只有一个,那就是坚持每种在州际新发售的证券必须完全公开信息,并且不允许在公开前遗漏任何与发行相关的重要信息。这一理念是对‘交易者自慎’规则的补充。进而言之,这是一种强调‘卖者审慎’的信条。这一信条给发行人施加提供真实信息的义务,使其成为诚信发行证券和公众对市场建立信心的动力……”^[5]

综上所述,科学高效的证券发行上市信息披露制度就显得尤为重要。证监会制定证券发行信息披露制度,证券交易所根据上市信息披露要求制定信息披露规则,报证监会审批。证券发行上市信息披露制度规范的内容包括上市信息披露和持续性信息披露,持续性披露的信息分为综合披露信息^[6]和纠偏性信息,纠偏性信息是指对谣传的澄清义务、更新义务、对误述的更正义务等。^[7]这些信息对公司评价和对其证券价格均有重大影响,上市公司必须依法定程序和方式及时予以公布,证监会和证券交易所为上市公司的信息披露提供制度规范,监督并强制上市公司履行信息披露义务,以确保披露信息的及时性、真实性和充分性。

(二)加强对证券交易所的监管

国际证监会组织(International Organization of Securities Commissions,简称IOSCO)早在2000年《有效的监管模式》的专题报告中,就做过这样精当的表述,“有效的自律管理,必须置放于政府监管之下,政府监管是自律管理机制中的基本要素”。^[8]证监会对证券交易所的监管是为了解决商业利益与公共利益的冲突,其对交易所的监管主要通过审批监督交易所规则实现。证券交易所作为自律组织,其主要目标追求是维护券商利益,他们也更关注市场的变化对于自己利益的影响,因而其制定的规则有时候难免有偏颇之处。作为政府部门的证监会的工作重心在于从宏观上保证证券市场的良性发展,其根本宗旨在于维护投资者的利益,它要关注证券市场的发展动态并加以规制,其规制手段是审批监督交易所规则。证监会对于交易所规则的监督应主要集中于两个方面。

1. 决定交易所业务规则的权力。证监会享有对交易所业务规则的决定和修改权的基础来源于两个方面:第一,我国证券市场的演进过程决定了我国证券交易所是法定

[4]上海证券交易所法律部:“2012年证券市场法治述评”,载《证券法苑》(2013年)第8卷,法律出版社2013年版,第451页。

[5]参见Martin L. Budd, Nicholas Wolfson:《证券监管》,第17页。转引自杨志华:《证券法律制度研究》,中国政法大学出版社1995年版,第64-65页。

[6]此处的综合披露信息是指定期报告和临时报告。

[7]吕富强:《信息披露的法律透视》,人民法院出版社2000年版,第248-256页。

[8]IOSCO, Model For Effective Regulation, May 2000.



的自律管理。作为新兴证券市场,我国证券交易所并非自发演进、自主形成的产物,其自律管理自始就被纳入行政监管之下,具备强制性特征,缺乏主体地位和自律精神。^[9]虽然当前证券交易所自律监管在证券市场中发挥的作用越来越大,但由于法规建设尚不健全,市场的规范化运作水平仍然很低,只有通过靠近行政权力获得自律管理的权威性。^[10]如有的学者认为,通过《证券法》对证券交易所自律管理权力的确认实现法定自律,可以提高证券交易所自律管理的效力层次。^[11]第二,其他国家证券交易所自律管理模式的借鉴。在各国(地区)的证券立法中,明确授予交易所自律管理权限。美国《1975年证券法修正案》授予证券交易委员会修改自律组织规则的权力尤其具有代表性,美国《1975年证券法修正案》授予证券交易委员会以“全权”,可以按照促进《证券交易法》目的的任何方式废除、增添和删除自律组织(注册结算机构除外)规则。^[12]

借鉴美国《1975年证券法修正案》第19(c)条的规定,要求交易所要向证监会报备其拟议的任何规则变动。证监会若认为拟议规则变动“符合《证券法》及其项下”有关该交易所的“规则和条例”,则予以批准。证监会若认为拟议规则变动“不符合《证券法》及其项下”有关该交易所的“规则和条例”,不予批准,并说明理由。授予证监会该权力,主要为达到三个目标:一是确保对交易各方利益的保护,二是使交易所的规则与《证券法》及其项下有关该交易所的规则和条例的要求保持一致,三是促进实现《证券法》的立法目的。特别是要防止交易所为了自身发展的竞争需要,可能做出非理性的制度安排,造成整体证券发行和交易秩序的异变。

2.交易所的惩戒规则。2005年《证券法》第121条规定:“在证券交易所内从事证券交易的人员,违反证券交易所有关交易规则的,由证券交易所给予纪律处分;对情节严重的,撤销其资格,禁止其入场进行证券交易。”该条规定为证券交易所对违反规则的会员和上市公司进行纪律惩戒提供了法律依据,证券交易所在该法规定的授权下制定惩戒规则。交易所的惩戒规则必须说明会员和上市公司若违反《证券法》或交易所的规则,将被给予与其违法

行为相适应的纪律处分,包括“驱逐会员资格、暂停会员资格、限制活动、罚款、暂停上市、终止上市或任何其他适当的制裁。”

证券交易所的纪律惩戒规则和标准标志着对于被监管者的威慑力量,其接受证监会的监管是证券交易所法定自律管理的体现。在国外也有关于该种事项的类似规定,美国《1975年证券法修正案》大幅度重塑了《证券交易法》的纪律惩戒标准。^[13]

(三)着力重大违法案件的调查处置

证监会2015年1月23日公布的对信息违法违规的执法工作情况显示,2014年中国证监会查处的信息违法违规案件呈现的新变化、新特征:一些上市公司不披露担保、关联交易信息,伴随大股东、实际控制人挪用公司资金及董事、高管背信损害公司利益,主观恶意明显;个别发行人、上市公司编造重大交易事实粉饰业绩、连续多年财务造假、近年来多次被立案查处,严重不诚信;出现了信息披露违法违规与市场操纵、内幕交易等多种违法违规相互交织的情况,危害极大。^[14]

证券市场上不同市场参与方的利益冲突很多,违法违规事件频发,需要建立解决各类纠纷的系统性法律机制。对于一般的利益冲突,可以鼓励和支持当事人尽可能通过民事诉讼程序解决,证监会应集中精力处理重大违法案件。重大违法案件发生的根源更能暴露和突出证券市场的深层矛盾,证监会通过对这些案件的调查处理,一方面可以化解矛盾,防范和化解市场系统风险;另一方面可以探索证券市场发展的经济规律,为法律法规的制定奠定良好的经济基础。

重大违法行为的判断标准如何确定?笔者认为,违法行为的重大性是以其行为和后果对证券市场和投资者造成的严重影响为标准,证监会酌情裁量。具体案例如东吴证券业绩比上年下滑超过50%未进行公告,光大证券“乌龙指”事件和万福生科欺骗发行等。^[15]证监会对重大违法案件进行查处,探寻其背后的制度原因,探索制定相应的惩处制度,推动建立健全多元化投资者赔偿机制,不断加大民事追责力度。

[9]参见卢文道:“证券交易所自律管理论”,华东政法大学2007年博士学位论文。

[10]陈彬:“对我国证券交易所管理地位和纪律处分的反思——兼论对《证券法》第五章的若干修改建议”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》第5卷,第1049-1069页。

[11]周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第265页。

[12]美国《1975年证券法修正案》第19(c)条;S.Rep.No.94-75,94th Cong.,1st Sess.131(1975)。

[13]转引自[美]路易斯·罗恩,乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第574页。

[14]中国证监会:“证监会通报对信息披露违法违规的执法工作情况”,载http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ztzl/zcjd/201503/t20150320_273771.html,2015年1月25日访问。

[15]证券时报网:“证券市场违规典型案例”,载http://www.cnpscension.net/index_lm/2014-03-23/1445253.html,2015年1月23日访问。

(四)突出证券市场调查研究功能

1.立足本土实践的调查

中国的资本市场和美国华尔街的发展路径是完全不同的,美国是自下而上的发展模式,其市场是自我生长和优胜劣汰的过程,市场的自律渐次形成。我国则是自上而下,依靠政府强制力推动发展的,证券市场的形成是一个逐步市场化和不断放权的过程。两种不同的发展形态决定了市场主体对于政府和政府监管机构的態度是各异。我国的证券市场参与主体对于政府的依赖和其具有的投机性,在某种程度上已经形成一种惯性思维,实行证券IPO注册制,放松证券发行管制,申请发行证券的公司的虚假信息披露和欺诈发行行为依然会存在,中国证监会的研究机构应深入市场进行全面系统的调查研究,发现问题和问题产生的制度根源,研究具体的改革思路,从而完善法律制度规则。

2.注重具体问题的研究

证券市场是一个国家市场体系的重要组成部分,其发展对于一个国家宏观经济的发展产生深远影响。因此,政府将证券市场的发展规划纳入国家总体规划的子系统,在客观上有其合理性。但是,只有证券市场中的各个具体问题解决好,才能达到证券市场的整体发展目标,否则,证券市场的发展将是空中楼阁。所以,证监会的研究机构在进行调查研究时,树立问题意识,深入、全面、系统地研究具体问题,做到点面结合。具体问题突破了,证券市场的矛盾也会被化解,进而促进证券市场的整体发展。

3.研究国外的制度演进经验

如果从1800年成立的费城交易所算起,美国证券市场在133年中没有证券法,134年中没有证监会,直到1929年美国股市崩溃之后才有了证券法和证监会,这是因为美国发现这个市场还是需要有人来监管和裁决。而中国大概是第一天有资本市场,第二天就有了证监会。^[16]虽然中国和美国是两个完全相反的发展模式,但是我们可以看到,美国过度自由的市场是存在风险隐患的。所以,证券IPO注册制是按照“放松管制,加强监管”的思路推行的市场化改革,强调适度监管和把控风险,坚持政府监管和自律监管合作的二元监管模式,不是照搬美国的相关法律制度。

三、证券交易所监管职责的重点

《证券交易所管理办法》第3条规定,证券交易所是实行自律性管理的法人,而《证券法》第115条规定,证券交

易所对证券交易实行实时监控,并按照国务院证券监督管理机构的要求,对异常交易情况提出报告。上述规定确定了交易所具备自律权力的法律依据,明确交易所必须对市场交易的合规性、合法性进行监管的职责。证券交易所一线监管的对象主要是上市公司与场内交易行为,这种监管具有实践性和客观性,因此强化证券交易所的监控职能,就能充分发挥证券交易所的反常交易发现功能。

(一)严格审核注册文件

《证券法》修订草案明确规定修改后发行条件:第一,规定发行人及其控股股东、实际控制人最近3年无经济类犯罪记录;第二,发行人具有符合法律规定的公司组织机构;第三,最近3年财务会计报告被出具为标准无保留意见。由交易所负责审核公开发行的股票并拟在证券交易所上市交易的申请证券发行公司的注册文件的齐备性、一致性、可理解性,交易所出具同意意见的,应当向证券监管机构报送注册文件和审核意见,证券监管机构10日内没有提出异议的,注册生效。

《证券法》修订草案对于证券发行体现了四个鲜明特点:一是将证券发行的审核权授予证券交易所,证监会对于注册文件和证券交易所的同意意见享有复核监督权;二是在发行条件中纳入了发行人、控股股东和实际控制人的经济犯罪记录条件,排除具备这些条件的公司申请注册;三是加大了会计师事务所财务会计报告的分量,以会计师事务所出具的最近3年财务会计报告标准无保留意见替换了“最近3年财务会计文件无虚假记载”的条件;四是证券发行条件取消了主观判断和评价,包括申请证券发行公司的公司组织机构、持续盈利能力和财务状况,而是客观描述的条件。

因此,证券交易所是审查证券发行文件的第一道关口,其应充分发挥监管功能,严格审查注册文件,使符合条件的申请发行公司获得证券发行注册登记。

(二)严格规范上市监管规则^[17]

证券交易所对上市公司的监管是一个过程监管,从阶段性来讲,可以分为上市监管和持续监管。上市监管是指上市条件或上市标准的监管,即要求公开发行股票的公司,在证券交易所集中竞价所必须满足的要求和条件。公司上市后,证券交易所对上市公司行使持续监管的权力,对不符合相关规定的上市公司决定暂停或终止上市。^[18]

证券IPO实行注册制以后,交易所对发行公司的盈利

[16]改革开放后中国资本市场的发展起步于上个世纪八十年代的股份制改革,并经历了一段野蛮生长的阶段。1992年,深圳发生了新股申购的抢购浪潮“810事件”后,成立了中国证监会。

[17]此处的上市监管规则是指公开发行股票的公司上市条件和暂停、终止上市条件。

[18]同注[10]。



能力不进行实质审查,一些上市公司可能通过粉饰财务报表,在财务会计报告中进行虚假陈述。所以,对财务会计报告进行实质审查的任务转移至证券交易所,证券交易所应在上市审查中严格把关。否则,不符合上市条件的公司蒙混过关,证券市场的上市公司将会鱼龙混杂,最终危害广大投资者的利益。此外,证券交易所可以制定高于《证券法》规定的上市条件并报证监会批准,根据证券市场运行的具体情况,按照《证券法》的授权,拟定上市公司暂停上市、终止上市的条件。

(三) 强化对上市公司的信息披露的监督

信息披露监管是证券交易所对上市公司监管的重要内容之一,这在各国的证券法中普遍规定。美国《证券交易法》第13条要求每位在交易所注册证券的发行人向委员会和交易所提交(1)委员会要求注册中报备的信息“保持合理的现时性”,根据该规则可能要求的信息;(2)委员会根据规则可能要求的年度报告和季度报告。委员会已经认定,第13(a)条“必要地体现了报告须真实、正确的要求。”^[19]

如同监管区分为上市监管和持续监管一样,上市公司的信息披露义务当然包括上市信息披露和持续信息披露。上市信息披露是公司申请上市时必须向证券交易所提交包含特定内容的相关文件并按照规定的方式向投资公众予以披露的义务,通常以上市公告书的形式出现,上市信息披露的要求是真实、全面,对上市信息披露的监管主要体现在对公司上市申请的审查把关中,如果申请上市的公司未能按照《证券法》的要求及时、真实地披露信息,其证券将不会被注册发行及上市交易。

上市公司持续披露的信息内容包括综合性信息和更正性信息,综合性信息是指年度报告、中期报告和临时报告,这些信息是综合判断上市公司经营状况、发展前景和经营方针的基础条件,更正性信息是指对谣传的澄清、客观情势变化引起的信息更新和对误述的更正,这类信息对于投资者的判断能够起到纠偏的作用。公司发行的证券在交易所上市以后,上市公司持续披露的信息是投资者掌握公司经营状况和股票价值的唯一渠道,唯有上市公司依法及时地履行信息披露义务,才能保证投资者理性地做出投资判断和客观地选择投资公司。

目前,我国已上市公司存在的违法违规披露信息的行为主要有以下方面。一是信息披露不真实、不准确或存在重大遗漏。公司管理者为了自身经营管理中的利益,蓄意歪曲或隐匿真实、准确的信息,误导和欺诈投资者。二是信息披露不及时、不严肃。许多上市公司重要信息的披

露延迟于市场反应,并且违反证券监管部门关于信息披露的规定,在时间、场合错位的情形下披露信息,使投资者无法及时、准确地掌握信息。三是滥用预测性信息。不少上市公司为了筹集资本,往往夸大其词地描述公司前景,而最终受害的仍旧是广大的投资者。针对证券市场存在的不同类型的信息披露违法行为,证券交易所采取有针对性的监管措施,以确保其依法履行信息披露义务。

基于以上分析,笔者认为,证券交易所对于上市公司信息披露的监管,是维护证券市场秩序和保护投资者利益的中坚。要使上市公司客观、及时地按照法律要求披露信息,证券交易所应建立信息披露的监管督促和惩戒规则,使各类不按照法规规则披露信息的上市公司承担相应的违法违规责任,情节严重的,可以强制退市。

(四) 加强证券交易所的退市监管权

退市监管是证券交易所惩戒违法上市公司的最后威慑力量,证券交易所通过上市监管、持续监管仍然不能解决某些上市公司的严重违法行为,即可强制该类上市公司退市。2001年中国证监会发布的《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》是针对“公司连续亏损”情况的退市,没有对其他违法违规情形的上市公司规定退市通道。然而,从证券市场运行的实际情况看,有些上市公司虽未发生亏损的事实,但其股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件的当然可以退市;对不按规定公开其财务状况或者对财务会计报告严重弄虚作假、有重大违法行为,其行为后果严重破坏证券市场秩序和损害投资者利益的,应当赋予证券交易所勒令其退市的处罚权令其退市。由此造成股东利益损失的,由股东通过追究负有责任的董事赔偿实现。由此可见,《证券法》赋予证券交易所退市标准制定权,体现了适应证券市场发展需要的灵活性。

2005年《证券法》第55、56条设置了证券交易所退市标准制定权的兜底条款,即“证券交易所上市规则规定的其他情形”,赋予了证券交易所退市标准制定权。这一条款的规定使证券交易所获得根据证券市场运行中出现的实际问题酌情制定退市条件的权力。实行证券IPO注册制,信息披露以“卖者自慎”为原则,强化证券发行公司的信息披露义务,证券监督管理机构对证券发行公司的监管距离会适度拉长,优胜劣汰的生存法则将在证券市场进一步发挥作用。证券交易所根据证券上市和交易过程中产生违法违规问题的原因和其对证券市场的危害性,在上市规则中制定退市规制条件,报证监会批准,并按照批准的退市条件行使退市监管权,维护证券交易市场秩序。

[19] 如见 Great Sweet Grass Oils, Ltd., 37 SEC 683, 684 n.1 (1957), 以 Great Sweet Grass Oils, Ltd. v. SEC 案名义全体审判维持原判, 256 F.2d 893 (D.C. Cir. 1958)。