

注册制背景下交易所上市 审核内部救济机制的完善*

陈彬** 曾斌***

摘要:随着股票发行注册制改革的推进,证券发行上市审核体制与审核机关必将发生相应的转变,证券交易所将更多的扮演在上市审核中进行实质性判断的职能,而这一转变必然伴随对上市公司发行人在发行上市过程中的正当权利的申诉和主张。境外主要市场的经验表明,各国交易所在上市审核环节大都承担着实质审核的职能,并且设置了包括复议、听证、申诉等多种方式的救济渠道,可以较为高效地解决上市审核过程中发生的纠纷。但是,由于目前沪深交易所缺乏相应实质的上市审核职能,赋予上市公司的申诉渠道和层级也较少,很难保障上市公司权利。从完善交易所上市审核的内部救济渠道的角度出发,笔者认为应当给予投资者更多的申诉途径,丰富上市审核内部救济的环节和层次。

关键词:注册制 上市审核 内部救济

* 本文仅表达作者观点,并不反映作者所服务机构的观点。

** 深圳证券交易所综合研究所研究员,法学博士。

*** 深圳证券交易所博士后工作站博士后,法学博士。

一、注册制背景完善交易所上市审核内部救济机制的必要性

随着股票发行注册制改革的推进,发行上市审核职能可能由证监会往交易所下移,交易所将会承担一定对发行人实质判断的审核,尽管这一审核是建立在双方上市协议等民事法律关系基础之上,但随着发行上市审核的实质化,期间必然有对于交易所自由裁量权等问题的法律诉讼风险,这是交易所需要面临的新问题。

(一) IPO 注册制改革,易引发较多复核申请

公开发行在证券交易所上市交易的证券,一般由证券交易所审核注册文件。证券交易所未来可能将发行文件审核和上市审核合并做出实质性审核意见,对拟上市公司及相关人员产生较大影响,不服交易所的审核意见并申请复核的数量将会随之增多,因此,需要完善交易所内部救济机制。

(二) 用尽内部救济渠道,可以降低诉讼风险

如果未来上市申请复核数量增加,因交易所内部救济渠道和层次相对单一且运作和救济机制不完善,易引发大量的诉讼案件,给交易所带来较大的诉讼风险。若交易所内部救济渠道畅通,层次多元,运作机制完善,相关人员可以充分运用交易所的内部救济渠道,不但可以降低交易所诉讼风险,而且有利于相关人员降低维权成本,便于解决实际问题。

(三) 完善内部救济机制,成为国际通行做法

世界成熟市场国家和地区均建立较为完善的内部救济机制,^[1]供申请人使用。例如,美国法院在判例中逐步建立起“内部救济机制用尽”来阻隔涉及交易所的诉讼;^[2]又如香港交易所(即香港交易及结算有限公司,以下简称港交所)建立多层次的上市审核内部救济机

[1] 此处的内部是相对于司法这种外部救济而言,并非指称交易所行政层面的内部机构设置。事实上,随着交易所公司化浪潮,境外交易所内部也纷纷增设具有相对独立地位的“外部”机构。

[2] 卢文道:《证券交易所自律管理论》,北京大学出版社2008年版,第141~145页。

制,给予申请人主张应获得的充分机制保障。

随着注册制的深入,总的原则应当是放低准入门槛,让更多符合上市条件的企业能够发行股票,通过资本市场融资,而新的发行审核机制应当如何赋予发行人在发行上市审核过程中更多的救济渠道,是值得我们进一步探讨的重要问题。

二、上市审核内部救济机制的国内外经验

(一) 香港市场

港交所建立了较为完善且多层次的上市审核内部救济制度。如果港交所上市部拒绝了发行人的上市申请,申请人可以向上市委员会提出复核;上市委员会拒绝上市申请,申请人可以向上市委员会提出第二次复核。如果最终决定为拒绝且理由纯粹出于对申请人及其业务的适合性的判断,那么,申请人还可以向上市上诉委员会提出复核,由香港交易所主席、香港交易所董事以及由主席委任的第三名成员组成的上市上诉委员会作出最终决定。^[3]换言之,只有在某些特定情况下,^[4]申请人才可以向上市上诉委员会提出上诉,而上市上诉委员会的决定将是最终的。

(二) 台湾市场

台湾证券交易所(以下简称台交所)在其《审查有价证券上市作业程序》中对初次申请股票上市案件提供了申复程序。在第26条规定的初次申请股票上市案件经审议委员会决议退件等情形发生后,在第27条规定了申复案件的具体程序包括:

[3] 《香港联合交易所有限公司证券上市规则》2A.29-32。

[4] 上市上诉委员会将作为复核机关,对上市委员会做出的以下范围内的决定行使复核权:(a)根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》第3.05条委任的授权代表的任务须予终止;(b)新申请人的上市申请只因发行人或其业务不适合上市而遭拒绝;(c)发行人的复牌申请受到拒绝(发行人停牌已持续超过30天);(d)上市发行人的上市资格被取消;(e)根据《上市规则》第2A.09(2)、(3)、(5)、(7)、(8)或(9)条而作出的任何决定;(f)发行人的股份须依据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》第6.07条而予以复牌。

(1)经审议委员会决议退件的案件,或者依据第7条之二经过经理部门(经办部门)决议退件的案件,申请公司自公司退件通知发函之日起20日内,可以陈述申复理由,并准备相关资料,向台交所提出申复。

(2)申请公司的申复理由,应以原决议退件理由是否有误为限。

(3)申复案件应以经理部门表示具体意见后,重新提请审议委员会审议,审议时经理部门应将前次审议之开会询答事项汇总提供审议委员参考;审议委员会就申复案件审议后,如认为申复无理或者依相关资料认为仍有不宜上市之情形,签请总经理核准后可予以退回,如果认为申复有理由者,则报董事会核议。如果是由经理部门决定退件的案件,除了经理部门认为有必要或有其他规定外,应由经理部门重新审查,如果认为仍不适合上市,则签请总经理核准后可予以退回,如果认为申复有理由者,则报董事会核议。

(4)申复案件经审议委员会或经理部门决议,认为申复无理由或依据相关资料认为仍不适宜上市的,申请公司不得再行申复。

(5)申复案件提经董事会核议通过者,同意该股票上市。

(6)申请公司于申复程序进行中撤回申复者,视为未申复。

(7)申复案件之审查内容仅限于原退件理由是否有误,对其他不宜上市情形不再审查。

(三) 美国市场

美国纽约证券交易所(New York Stock Exchange,以下简称纽交所、NYSE)和纳斯达克股票交易所(NASDAQ,以下简称纳斯达克)市场在上市审核环节都设置了多重的审核机构(复核机构)对上市公司进行IPO和退市等问题的审核和复核。

1. 纽交所

纽交所的上市申请审核体系从低到高由上市资格部(listing qualifications department)、上市资格小组(listing qualifications panel),证券委员会(the committee on securities)以及交易所董事会(the exchange board of directors)组成。上市资格部出具书面意见,表明同意或者拒绝上市申请,该意见需要书面通知申请人并表明原因。申请人可以向总顾问办公室(office of general counsel)提交书面申请,要求上市资格小组对申

请进行复议。上市资格小组依照一定的实际标准进行判断,并出具书面的意见,表明是否同意上市申请。该决定自作出之日起立即通知申请人并当即生效。上市申请人可以在接到通知之日起15个工作日内申请证券委员会对上市资格小组的决定进行审核。证券委员会同样需要作出书面决定,该决定可以直接推翻上市资格小组的决定也可以提醒小组重新对该申请进行审查。最后,在证券委员会决定作出之日起15个工作日后,交易所董事会可以自由裁量,是否对证券委员会的决定进行重新审查。^[5]

2. 纳斯达克市场

纳斯达克市场同样是设置了多层次的申诉复核机制。^[6]

(1)上市部做出否决上市申请。首先由纳斯达克的上市部负责识别不符合上市条件的缺陷,这些缺陷可能导致终止上市与否决上市申请。

(2)听证小组听证。公司在上市部的缺陷告知书公布之日起七日内申请书面或口头听证,一般而言,该复审申请将暂停终止上市的程序。听证小组至少由两人组成,口头听证情况下,公司要求董事、高管、投行、律师、会计师或其他人员出席,听证小组可对所有出席人员进行提问,如果听证小组无法达成全体一致的决定,纳斯达克将再组成三人听证小组,对上市部决定再次复审,该三人应均未参与前次听证;当公司纠正不符合上市规定的问题后,如果听证小组认为该发行人可能无法持续符合上市标准,可以持续监督该公司1年。如出现听证小组审议期间存在事实认定的错误,公司可以书面要求听证小组重新考虑其决定。公司提出的该要求不会暂停终止上市的程序,除非听证小组主动提出暂停下市程序。

(3)上市复核委员会。纳斯达克上市复核委员会(以下简称上市复核委员会),在收到公司的申请(听证小组做出决定15日内提申请)

[5] NYSE Listing Manual Sec. 1212T. TEMPORARY PROVISIONS REGARDING LEGACY APPLICATIONS FOR INITIAL LISTING(2012年5月14日加入),[http://wallstreet.cch.com/MKTTools/PlatformTOCFrame.asp?SelectedNode=chp_1_1_9 & manual = /MKT/CompanyGuide/mkt - company - guide/](http://wallstreet.cch.com/MKTTools/PlatformTOCFrame.asp?SelectedNode=chp_1_1_9&manual=/MKT/CompanyGuide/mkt-company-guide/).

[6] 可参见美国政府问责办公室(GAO)相关报告。

或由该委员会主动提出后,可以开始针对听证小组的结论进行复审。上市复核委员会可以在其委员的要求下,于听证小组做出决定的45日之内,启动复审程序。听证委员会的决定不因该复审程序的启动而暂停执行,除非该复审明确要求暂停执行听证会的决定。上市复核委员会的委员由纳斯达克董事会根据公司章程任命。上市复核委员会可以确认、修改,或推翻听证小组的决定,或者将问题发回上市部与听证小组做进一步审核。上市复核委员会可以考虑所有定性与定量标准,包括此前未被听证小组所考虑的内容。根据纳斯达克规则5100条的规定,上市复核委员会可以根据任何新的可能阻却证券上市,使用更加严格的标准检验公司是否符合上市标准,即使公司满足了所有明示的上市标准;上市复审委员会一般是书面复审;如出现上市复核委员会审议期间存在事实认定的错误,公司可以书面要求上市复核委员会重新考虑其决定。公司提出的该要求不会暂停终止上市的程序,除非上市复核委员会主动提出暂停下市程序。

(4) 董事会裁决。董事会的审查完全是依据其自由裁量权启动并实施的,董事会可以援引任何在上市复核委员会审核过程中未考虑的因素,包括发行人不符合发行的定量标准或定性标准,同时还可以考虑发行人是否违反了纳斯达克的公司治理标准等上市条件。董事会的自由裁量审查一般都是基于听证小组和上诉复核委员会的书面材料进行审核的。最终,董事会可能会做出确认、修改或者推翻听证小组或者上市复核委员会的决定,同时可能附上处理意见后将相关问题发回到上市复核委员会、听证小组或者上市部进行重新审核。

(四) 其他市场

在英国,在首次公开发行之前,英国上市管理局(United Kingdom Listing Authority, UKLA)先会对拟上市公司是否适格进行审查,之后才正式进入对招股说明书的审查。^[7] 这些审查主要由FCA的高级职员和经理负责。如果在审核申请的过程中出现争议,则由上市审查委员

[7] UKLA 具体的审核与决策程序参见 <http://www.fca.org.uk/your-fca/documents/ukla/procedural-note-the-ukla-decision-making-and-review-process>。

会(Listing Authority Review Committee, LARC)^[8]负责解决并对与审查相关的规则进行解释,这种解释和争议解决是终局的。

在日本,由日本交易所自主规制法人(JPX-R)上市审核部职员对上市申请公司提交的申报材料进行审核,撰写审核报告,经理事会审议后作出是否同意上市的决定。一般情况下,理事会基本都会同意审核部职员的意见。若审核部职员认为有讨论的余地或被否的可能,则会提前与理事会商议以达成一致意见。对于争议较大的情况,JPX-R会向东交所运营公司咨询委员会征求意见,但仍保持做出独立的决定。^[9]

澳大利亚证券交易所(Australian Stock Exchange,以下简称澳交所、ASX)由公司部负责上市审核工作。上市申请一开始由澳交所公司部审核。澳交所公司部处理正式上市以外的所有其他事宜,并准备文件以及所附的招股说明书和其他相关文件供全国上市委员会(National Listing Committee, NLC)进行审核。^[10]全国上市委员会也接受对澳交所公司部所做决定提出的上诉。^[11]此外,澳交所还根据当事人的上诉申请临时设立上诉审核庭(appeal tribunal)。当接到上诉申请后,澳交所首先指定符合条件的委员会主席,随后由主席选定人选组成上诉审核庭。审核庭通过书面审查材料的方式进行复核。审核过程没有严格的法规约束,可以指定时间并采取灵活的程序,但是需要符合程序公正的基本原则。判决结果对双方有约束力。^[12]

在新加坡,新加坡证券交易所(Singapore Exchange Limited,以下简称新交所、SEX)于2014年9月17日就成立独立的上市委员展开公众咨询。根据咨询书,拟设立的独立上市委员会机制由3个相对独立的

[8] LARC目前已经取消。

[9] 陈聪聪:“日本股票发行注册与上市监管制度”,载《证券法制参考》2014年第7期。

[10] 参见ASX Listing Rules Guidance Note 1(2013年修订)。

[11] 具体条件见<http://www.asx.com.au/documents/about/guidance-note-1-compare.pdf>。

[12] ASX Enforcement and Appeals Rule Book.

子委员会组成,即上市咨询委员会、上市纪律委员会和上市上诉委员会。^{[13][14]}明显不符合上市一般标准的申请会被驳回,而不会被转到上市咨询委员会。在新交所提出的处理方案与上市咨询委员会的建议一致的情况下,新交所一般不会再把案件向上转送至管理冲突委员会使其给予进一步考虑,除非存在特别需要管理冲突委员会介入的情形。此外,新交所就会就转送至上市咨询委员会案件的所有事项连同收到的建议定期一并以书面报告的形式报送管理冲突委员会。如果报告中包含管理委员会处理的事项,报告将交与董事会参考。董事会和管理冲突委员会可能会进一步研究今后类似案件的处理办法。

(五)小结

从上述市场的制度设计和相关实践看,上市审核的内部救济机制大致可以分为两类:一类如我国香港和台湾地区以及美国,主要通过交易所内设多重复核程序;另一类如日本、新加坡、澳大利亚,主要通过独立外部机构(如新加坡市场的管理冲突委员会、日本市场的咨询委员会)寻求救济。我们倾向于选择第一种类型。

三、交易所上市审核内部救济的现行规则及存在的问题(以深圳证券交易所为例)

(一)交易所上市审核内部救济的基本规则

《证券法》第62条规定,“对证券交易所作出的不予上市、暂停上

[13] 上市上诉委员会并不负责对不予上市决定的复核,而是负责听取受到上市纪律委员会制裁或其他监管决定的当事人上诉。除发行人及其董事和高管可以提出上诉外,保荐人和新交所对上诉纪律委员会的决定不满也可以提出上诉。上市上诉委员会受理以下范围内的上诉:(1)对上市纪律委员会做出的决定不满;(2)已经上市的公司对于某些新交所的决定不满;(3)保荐人和注册专业的专业人员对新交所关于某些方面的决定不满。

[14] 详情参见“新加坡交易所关于加强上市与执行框架的咨询书”,载 http://www.sgx.com/wps/wcm/connect/sgx_en/home/regulation_v2/consultations_and_publications/PC/Consultation-Paper-on-Reinforcing-the-SGX-Listings-and-Enforcement-Framework,2014年9月17日访问。

市、终止上市决定不服的,可以向证券交易所设立的复核机构申请复核”。《深圳证券交易所股票上市规则》第十五章、《深圳证券交易所创业板上市规则》第十四章均对交易所的上市复核做出了相应规定,发行人对深交所不予上市决定不服,可以在收到决定 15 个工作日内向深交所申请复核。深交所在收到复核申请后 5 个工作日内决定是否受理。交易所决定受理后,由深交所设立的上诉复核委员会在 30 个工作日内作出维持或撤销不予上市决定,该决定为终局决定。

另外,深交所《深圳证券交易所上诉复核委员会工作细则(2011 年修订)》(以下简称《工作细则》)专门对上市复核机构上诉复核委员会的组成、职责和工作程序做出规定。上海证券交易所也在《上海证券交易所股票上市规则》第十五章、《上海证券交易所复核制度暂行规定》也规定了上市复核的相关内容。

(二) 上市审核内部救济的主要机构及运作

1. 关于内部救济的机构及其组成

根据《工作细则》的规定,深交所设立上诉复核委员会,负责审议当事人对深交所作出的不予上市等决定复核申请事项,并依法作出独立的专业判断并形成审核意见。上诉复核委员会委员不超过 24 名,由来自上市公司、会员等专业人员组成,由深交所理事会聘任,每届任期 3 年,可以连任。委员应当按规定履行职责要求,出席会议,勤勉尽责。

2. 关于内部救济机构的运作机制

上诉复核委员会会议由主任主持,每次参会委员为 5 名。上诉复核委员会可以要求当事人代表或保荐代表人列席上诉复核委员会会议,陈述意见和接受上诉复核委员会委员的询问。上诉复核委员会会议表决采取记名投票方式,表决票设同意票和反对票两种。投票表决时同意票数达到 3 票为通过,同意票数未达到 3 票为未通过。参会委员在投反对票时应当在表决票上说明反对的理由。上诉复核委员会会议主持人在归纳委员意见基础上形成上诉复核委员会审核意见。

3. 关于上诉复核委员会的受理范围

除《证券法》和上市规则针对上市审核的复核外,《工作细则》第 2 条规定,上诉复核委员会审议当事人对深交所作出的不予上市、暂停上市、终止上市决定及依据深交所业务规则可以申请复核的纪律处分等

决定不服而提起的复核申请事项。深交所《创业板上市公司公开谴责标准》第16条和《中小企业板上市公司公开谴责标准》第12条规定,上市公司对深交所作出的公开谴责决定不服的,可以向深交所申请复核。《限制交易实施细则》第9条规定,相关当事人对限制交易措施有异议的,可以向深交所申请复核。深交所《会员管理规则》第2.7条、第2.10条和第7.3条规定,会员因不再具备深交所章程规定的会员条件和解散或者依法宣告破产,申请终止会员资格的,深交所可以决定取消其会员资格。会员对决定有异议的,可向深交所申请复核。会员和会员董事、监事、高级管理人员不服规则规定的纪律处分决定的,也可以向深交所申请复核。

(三) 上市审核内部救济机制存在的问题

1. 内部救济渠道层次单一

依据现行《证券法》和交易所规定,对不服交易所不予上市决定的内部救济渠道只能向上诉复核委员会提出申请。作为内部救济机制,申请人除此之外并没有其他通过交易所解决问题的渠道。另外,上诉复核委员会的审核意见为终局决定,没有形成具有层次性的救济渠道,申请人不服决定的情况下无法进一步提出申请要求。内部救济渠道的单一通常会驱使申请人通过诉讼等外部渠道解决纠纷,易给交易所带来诉讼风险。

2. 上诉复核委员会作用发挥有限

截至目前,深交所上诉复核委员会只处理过一单申请复核的案例(该案例为对限制交易申请复核)。究其原因:交易所对上市审核通常为形式审核,尚未出现已获证监会发行批文但因不符合上市条件不能上市的拟上市公司,^[15]客观上交易所没有实质意义上的审核职权,相关人员不会因此向交易所提出申请,基于以上原因,交易所仍未充分发挥上诉复核委员会的作用。

[15] 中国证监会一共四次撤销已过会公司的首次公开发行股票核准决定,分别为:2002年9月7日,撤销通海高科的公开发行股票核准决定;2009年4月3日,撤销立立电子的公开发行股票核准决定;2010年6月13日,撤销苏州恒久的公开发行股票核准决定;2010年12月17日,撤销胜景山河的公开发行股票核准决定。但是这四起案件中,拟上市公司并非因为不符合上市条件而是因为欺诈发行的原因导致不能上市。

3. 内部救济机制和程序不健全

虽然交易所已出台《工作细则》，并对组成、职权、工作程序做出了相应规定，但是细则中原则性规定较多，操作性内容较少。上诉复核委员会本身的复核案件受理和审理程序均没有更加详细的规定，操作层面缺乏相应的规则依据。

四、交易所上市审核内部救济机制的完善

注册制下上市审核上诉机制的完善，应当从提供多层次的复核救济程序这一原则出发，一方面能为发行人提供更多救济渠道；另一方面能加强对交易所上市审核流程的自我监督。结合当前交易所已经设置的上诉复核委员会相关规则和实践，借鉴境外市场的经验，对上市审核的上诉机制和程序建议如下：

（一）增设交易所上市部门的内部复议环节

履行上市材料审查等职能的交易所上市部门在审核后发现发行人有不符合上市标准或有其他不适宜在交易所上市的情形做出了不予受理决定并退回上市材料的，发行人及其保荐人或相关机构可以要求上市部门说明退回材料的理由，发行人可以在补充调整材料后再次提交上市部门审查。

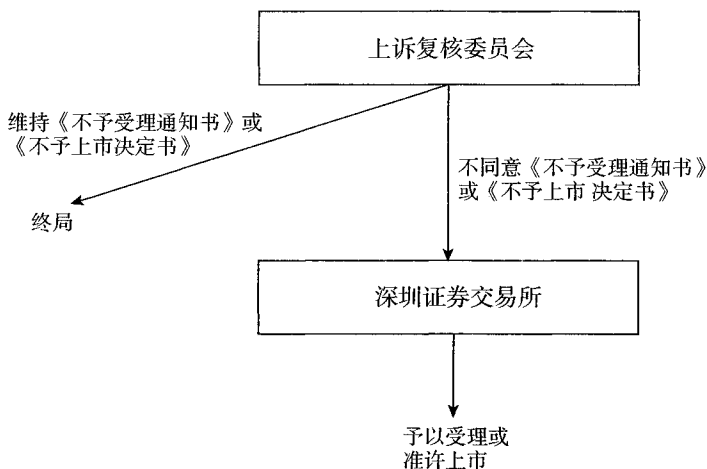
（二）增设上市委员会复核程序

1. 针对交易所上市审核部门不予受理决定的复核

交易所上市审核部门认为申请人不符合上市标准或有其他不适合在交易所上市情形的，上市部可以拒绝受理申请并出具《不予受理通知书》，申请人可在收到《通知书》后15个交易日内向上市委员会申请复核。

上市委员会原则上进行书面复核，但经申请人申请或上市委员会认为有必要可启动听证程序，听取申请人的意见。上市委员会履行上市复核职能时，由3~5名委员参会。维持上市部意见的，申请人可在15个交易日内向上诉复核委员会申请复核；不同意上市部意见的，上市部应当撤销《通知书》并出具《受理通知书》，启动上市审核程序，交

动听证程序,听取申请人意见。经投票表决,如维持《不予受理通知书》或《不予上市决定书》,则该决定为终局决定,申请人不可再次申请内部救济流程。经上诉复核委员会复核的《不予受理通知书》,申请人三个月内若无重大调整,不再受理其上市申请;不同意《决定书》的,则由交易所撤销并出具《上市决定书》,准许申请人上市。



2. 上市复核委员会人员构成

如保持上诉复核委员会委员不超过 24 名的规定不变,则内外部委员的数量上应当各 12 名,以便于委员会内外部组成人员的平衡。依据《工作细则》参会委员应为五名,在此基础上,应当细化参会委员的选择方式,不但体现公平与效率原则,而且要利于交易所的主导作用,如港交所的上市上诉委员会由主席、董事和为委任的第三名成员组成。故建议择机选择内外部委员各两名,最后一名由主任选择一名委员担任,实行票决,达到三票为通过。

3. 受理范围

根据现行规定,本所上诉复核委员会只针对不予上市、暂停上市、终止上市等情形可以申请复核。为了丰富上市申请人的多层次的内部救济渠道,建议增加对上市申请中不予受理决定的救济措施。实施注册制后,交易所是否受理申请将采用实质审核标准,为避免诉讼风险,交易所也应给予申请人多层次的救济渠道。为了防止申请人滥用内部

救济渠道,对于上诉复核委员维持不予受理决定的给予3个月的静默期,即经上诉复核委员会复核维持不予受理决定的,3个月内若无重大调整,不再受理申请人的上市申请。

4. 申请和复核具体操作性内容

现行《工作细则》中关于申请和复核的操作性内容不多,建议增加相关内容,如规定申请人申请上诉复核的基本文件材料。除上市委员会移交的上市申请材料外,还需要提交交易所拒绝受理或上市申请的文件、上诉复核申请书以及证明符合上市标准或条件的其他依据材料;又如为方便申请人和委员参加复核会议,可明确规定会议既可以现场方式召开,也可以通过远程视频方式召开。

(四) 加强理事会对上市审核救济程序的监督

交易所理事会有权对包括上市部、上市委员会、上诉复核委员会的审核、复核程序进行监督,随时可以调阅相关资料进行审查,保留对上市审核决定的最终变更和否决权。