

注册制改革背景下证券法律的反思与重构

——中国证券法学研究会 2016 年年会会议综述

Rethink and Reconstruction of Securities Law under the Background of Stock Offering Registration System Reform: A Summary of the 2016 Annual Meeting of Securities Law Institute of China Law Society

李有星 王琳 金幼芳

LI You-xing WANG Lin JIN You-fang

2016年4月23日,由中国证券法学研究会主办,浙江大学光华法学院、浙江大学互联网金融研究院、浙江省法学会金融法学研究会承办的“注册制改革背景下的中国证券市场法治建设”高端论坛暨中国证券法学研究会2016年年会在浙江大学隆重召开。

2014年5月,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》明确了积极稳妥推进股票发行注册制改革的思路原则和主要任务。2015年12月,第十二届全国人大常委会第十八次会议审议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用有关规定的决定(草案)》的议案,授权国务院可以根据股票发行注册制改革的要求,调整适用现行《证券法》关于股票核准制的规定,对注册制改革的相关制度做出具体安排。会议紧扣主题,两岸三地理论界与实务界的专家学者围绕注册制改革理论、现代金融监管体制、金融投资者权益保护等议题发表精彩睿智的演讲。

一、注册制改革理论与证券立法实践研究

(一) 证券发行与上市基本理论研究

国务院法制办财政金融司司长刘长春指出,资本市场和股票发行注册制监管改革与法治建设

既面临挑战也伴随契机。《证券法》修订草案中一项重要内容即为建立股票发行注册制。考虑到《证券法》修订工作在短期内难以完成,全国人大常委会授权国务院就具体的实施方案做出规定,加强对股票发行注册制工作的组织领导。中国法学会副会长兼秘书长鲍绍坤进一步指出,市场化、法制化是我国资本市场未来发展的根本方向。注册制改革对法治环境、事中事后的监管要求较高,证券法理论研究应重点关注注册制改革涉及的信息披露、审核权下放后交易所面临的法律问题,以及事中事后监管、反证券欺诈、退市等配套制度。北京大学法学院甘培忠教授指出,本次证券法学年会是贯彻党中央、国务院决策,就推行证券市场注册制改革相关问题进行的理论与实践研讨,是为中央层面出谋划策,具有十分重大的意义。

关于注册制与核准制理论的分析,中国政法大学民商经济法学院管晓峰教授认为,核准制下的审核是一种行政框架,未来应将证券发行完全置于商业框架进行。中联重科股份有限公司副总裁孙昌军认为,核准制会导致过度包装、超额募资、一级市场定价虚高以及权力寻租等问题的产生。而注册制的施行也存在相关隐忧,包括:第一,证监会、交易所、中介机构三大主体能否归位尽责;第二,上市公司股指是否会因大量公

〔收稿日期〕 2016-09-17

〔作者简介〕 李有星,男,1962年10月生,浙江大学光华法学院教授,博士生导师,研究方向为公司证券法、金融法;王琳,女,1991年6月生,浙江大学光华法学院博士研究生,研究方向为公司法、证券法、金融法;金幼芳,女,1990年4月生,浙江大学光华法学院博士研究生,研究方向为公司证券法、金融法。

〔基金项目〕 国家哲学社会科学基金重点项目“互联网融资法律制度创新构建研究”(项目编号:15AFX020);浙江省哲学社会科学规划优势学科重大项目“我国民间金融市场治理的法律制度构建与完善”(项目编号:14YSXK01ZD)。

司争先上市而大幅下挫；第三，是否会形成新的利益链。对此，吉林大学法学院于莹教授认为，证券发行注册制不能等同于公司注册制理解，符合相关条件就可以批量上市的论点不符合其本质特征。

北京大学法学院蒋大兴教授就注册制如何落地提出若干亟待思考的方向。第一，若审核权移交交易所，证监会注册的功能是否仅为保留证监会行政否决权。第二，交易所的审核属于合规判断还是包含着商业判断。第三，若注册制是为解决融资自由度，交易所是否存在注册企业的饱和问题。第四，是否可以打破一家独审的模式，在更公开广泛的范围内建立一种类似于仲裁模式的注册制。

（二）证券发行信息披露、公开承诺制度

海南大学法学院刘云亮教授认为，注册制与核准制下证券发行信息披露的责任存在诸多相异之处。注册制意味着信息披露的内容无需经过核准机关进行形式和实质上的过滤即直接作为投资者决策的基础。发行人、保荐人、承销商，以及其他中介机构实质上具有共同的利益，在责任机制上应考虑连带责任制，通过加强相关主体在这一环节的责任意识，实现对投资者的间接保护。台湾大学法学院王文宇教授结合美国注册制实践并以 MD&A（Management's Discussion & Analysis）管理层讨论与分析制度的信息披露为例，指出注册制的核心理念是信息公开与风险自负，其推行需要非常成熟的法治文化，相关法令亦需强化企业提供讯息义务予以配合。

二、注册制下的证券交易制度完善研究

（一）证券程序化交易法律制度

同济大学法学院刘春彦副教授对程序化交易及高频交易的起源、定义判断标准进行了分析，并结合美国、德国的监管经验指出程序化交易的监管措施主要包括实行准入制度、要求高频交易商将策略中具体的算法等信息向监管部门报备、赋予监管者信息知情权等措施。中央财经大学法学院董新义副教授介绍了可撤销证券错误交易的内涵及相关制度设计。其指出，证券错误交易包括人为原因与系统故障，而撤销作为证券错误交易的一种重要处置措施，并未纳入我国证券法律法规及证券交易所规则中。因而亟需从交易时间、对象、原因、类型、价格、结果六个维度进

行可撤销证券错误交易判别标准的设计。

（二）证券欺诈行为的法律规制与赔偿机制

关于证券欺诈行为的认定与法律规制，中央财经大学法学院缪因知副教授评析了光大证券内幕交易民事赔偿诉讼判决，并指出光大证券公司及其部分高管的行为不应定性为内幕交易。而上海第二中级人民法院对民事诉讼中的内幕交易定性标准、主观过错认定、因果关系推定、赔偿计算标准、损失计算办法等方面所做的有益探索值得肯定。对于操纵证券市场行为，江西省社会科学院杨秋林副处长认为，当下操纵证券市场行为呈现诸多新特点，包括：多种传统操纵手法与新产品、新业务、新技术嫁接，操纵行为人利用融券、场外配资等杠杆融资放大违法收益等情形，进而其从刑事、民事、行政责任角度分别提出相应完善针对违规操纵证券市场行为的立法建议。

针对内幕交易民事诉讼领域投资者举证难、民事赔偿执行难的困境，中央财经大学法学院邢会强教授指出，应从内幕交易领域切入率先设立公平基金制度。内幕交易领域不存在所谓的“循环困境”，而美国的经验也证明该制度下的赔偿绩效高于集团诉讼。在现有的中国证监会内幕交易的稽查和处罚机制之上建立该制度是相对俭省的方案。与此相适应，需要在制度设计中，妥善保障投资者对于赔偿方案制定实施过程的参与、监督权以及异议者的救济权。中证中小投资者服务中心法律事务部总监卢勇亦认为，不能单独依靠行政执法来保护投资者，目前民事赔偿是非常严重的短板。目前《证券法》草案已提及设立投资者保护机构，建议能够对该机构给予更加明确的授权。浙江省高级人民法院陈国猛院长结合司法实践指出，近年来浙江省就发挥审判职能保护证券市场投资者权益，规范上市公司治理，推动资本市场创新等相关课题开展了调研，从而充分发挥审判职能促进纠纷的多元化解，切实保护证券投资者的合法权益。

（三）证券市场退市、转板法律制度

上海对外贸易大学李文莉教授就主动退市的法理基础与监管逻辑进行了深入的分析，其认为主动退市存在如下问题：第一，控股股东控制着交易时机和条件；第二，小股东缺乏正常交易中的知情判断能力和协商议价能力；第三，交易结构设计本身存在强制性安排；第四，小股东丧失

流动性,增加了额外的税负和投资负担。厦门大学法学院肖伟教授认为,目前我国上市公司存在退市、转板的路径单一、可操作性不强等问题,未来可以从加强实质性多层次资本市场建设、增加强制退市与转板出口的可选择性、加快升级转板制度建设等方面予以完善。同时鉴于美国转板上市不存在中介机构尽职调查、SEC注册审核及承销商的承销询价等情况,我国在建立转板制度时应采取相应措施防止监管套利的发生。

三、注册制下的证券监管制度研究

(一) 证券市场危机应对机制的反思

中央财经大学法学院郭锋教授指出,2015年的股灾危机呈现的诸多教训值得反思,包括:第一,人为抬高股价,制造牛市;第二,没有清晰界定政府与市场边界;第三,对杠杆风险预判不足,场外高杠杆配置,游离于监管之外;第四,用恶意判断交易行为,只准买不准卖,改变了整个市场的交易规则;第五,危机处理不当,依法监管意识不足;第六,缺乏透明公正独立的调查。为此,一方面应努力推进《证券法》修法工作和注册制改革,建立向交易所注册的股票公开发行的审核制度;坚持大证券法观,扩大证券的内涵和外延,丰富传统证券的含义;适当放松监管,不能违法剥夺或者限制自然人、法人机构投资者的民事权利;实行监管理念与机制创新,实行功能监管、行为监管、风险监管;完善投资者保护制度。另一方面,为适应改革完善现代金融监管体制,需要金融法的理论创新和制度创新。应当重新构建我国的金融法理论体系、学科体系、课程体系,加快制定金融控股公司法,明确金融集团有权经营银行、证券、保险、信托等业务。建议对金融法律进行系统梳理,在此基础上研究论证金融商品发行交易法的立法工作,成立国家统一的国家金融监督管理委员会,进一步改革强化央行的货币政策功能,剥离与其法定职责不相符的职责。

北京大学法学院刘燕教授认为,证券市场发生的股灾源于杠杆机制的滥用,而加杠杆背后是金融分业监管带来的监管盲点和疏漏。目前资本市场已然发生结构性的变化,民商法基础已经基本成型、交易模式本身的成熟以及法院司法立场

的改变,使得证券市场交易的基本形态已经从传统上理解的区别于期货市场的证券现货交易走上了杠杆化交易。由此,监管定位与执法思路亟需予以调整。北京师范大学法学院袁达松教授通过界定证券市场危机管理的法治顶层设计,提出构建我国证券市场危机管理法治顶层设计的理念、价值目标与进路。其指出,我国证券市场危机管理的人治色彩浓厚,政府救市缺乏法制思维与法治方式。

(二) 证券监管体制与监管机制创新

武汉大学法学院冯果教授指出,资本市场正逐步走向股票、债券、基金、衍生品等多元化发展格局。与之相契合,治理理念、监管制度以及相应法治环境也应围绕市场化、科学化尽快予以转变。然而目前证券法治的逻辑依然建立在以《股票发行与交易管理暂行条例》为基础的初级阶段,规则设计“重股轻债”,从而造成了割裂的债券市场、碎片化的债券法制以及混乱的监管竞争等系列问题。因此,建议基于针对不同的金融证券产品和不同的市场层次,根据市场的要素设计差异性的制度。

中国政法大学民商经济法学院李东方教授就证监会的定位指出,应将证监会定位为独立的监管机构。继而,未来其变革应遵循以下方向:第一,中国证监会名称职权法定。即将中国证监会的名称、法律性质、组织机构,以及监管职能全部明确载入《证券法》。第二,其不仅依法享有政府监管权,还依法享有规章制定权和准司法权。中国证监会法律部王强处长认为,证监会和其他机构的不同之处在于,它不仅仅是对持牌机构的监管,更多是对市场上市公司的监管。而对于上市公司的监管的延伸也仅限于信息披露及与市场有关的融资行为。因而,未来存在从单一监管向综合监管发展的趋势,即采用协同监管的模式,产生金融协调。

清华大学法学院施天涛教授认为,我国目前的法治理念还存在一定程度的缺失,监管依然停留在粗线条的层面,一直缺乏持续性监管。以推行注册制为例,发行上市阶段或许更为宽松,但是值得关注的是持续监管层面所触及的范围与深度,包括对于企业募集到资金后对于具体运用情况应有所关注。四川大学法学院王建平教授认为,当前证券监管先做后查的“做一查”模式是

一种单靠事后监管的消极型执法,不符合我国《证券法》规定的监管原则。更为甚者,倘若监管者受“政绩化”驱使,以“市场扰动”为之,势必产生风险放大事件。

(三) 区域性股权市场的监管制度

北京大学法学院洪艳蓉副教授从权力分配的三个维度阐释了区域性股权市场的监管制度。首先,在股权市场建构中,行政权力是凌驾于市场资源之上的。因而,不能仅从平行的角度理解行政与市场作为解决资源配置的两个手段,而需要在错层的角度理解两者垂直面上的关系。其次,当行政和市场的力量置于同一个平面之时,对行政权力的要求即为预防竞争向下的风险、预防风险外溢衍生出系统性金融风险。再次,当单方向审视地方政府的权力时,就涉及监管职能的分工,即中央监管部门与地方监管部门的分工问题。由于我国行政法领域关于行政主体的多元化理论构建还较为空白,因而如何去探讨多元化行政主体监管权力的介入是亟待考虑的问题。

四、金融创新的法律制度构建与完善

(一) 民间金融与场外证券配资的法治理论与实践

浙江大学光华法学院李有星教授指出,我国金融领域长期以来的绝对正宗牌照主义思想,以及现行以“一行三会”为主导的纵向正规金融的管理思维,已不能务实解决民间性证券融资性交易的现实问题。制度供给的不足以及监管逻辑的混乱使得该领域一度成为违法犯罪高发地。因而,其就《证券法》修改提出如下建议:第一,《证券法》可考虑扩大证券范围并授权地方政府兜底管理融资行为的模式;第二,将证券融资非法论治理转化为证券融资合法论治理,以“违法”而不是“非法”作为治理对象;第三,统筹证券互联网融资的制度规则,落实地方政府属地监管;第四,鼓励地方就证券类融资进行地方立法,促进多层次资本市场法律制度的构建。

中国政法大学民商经济法学院王涌教授认为,我国目前的监管呈现三个重要的特点:第一,“左性化”监管,本质是金融垄断导致监管

结构的扭曲;第二,共同式的监管,很多新的金融产品是诞生于监管者和被监管者之间,包括影子银行,信托产品的创新无一不是监管者和被监管者的共同试点;第三,象征性监管,虽然立法众多但在执法环节存在很大缺失。民生证券股份有限公司杨卫东副总裁亦指出,民间金融的监管面临着内部信息共享、监管方式转型、中央监管部门与地方政府的协调等诸多亟待解决的命题。

关于场外证券配资行为的性质与民事法律责任,北京金杜律师事务所雷继平顾问分析认为场外配资不能简单地等同于民间借贷或委托理财,而是具有金融衍生品性质的非典型合同。并且其认为民事司法实践不宜将场外配资合同认定为有效。公安部经济犯罪侦查局第二直属总队王崇青处长则认为,场外证券配资实际是融资方向配资方借钱,把股票账户交给配资人作为抵押,跟融资没有很大的区别,实质上还是借贷、融资的行为,不能简单认定为非法证券业务。

(二) 股权众筹与融资注册豁免制度

北京大学法学院彭冰教授结合美国 JOBS 法案等系列立法,阐释了美国对于投资者的保护经历了从强调风险识别能力到强调风险承受能力的理论变迁,前者在实践中难以标准化,而后者可以通过对投资者投资额度的限制达致客观化、标准化。此前公募众筹豁免对该制度的吸收已然拓展了《证券法》的视野,实现了制度创新。清华大学法学院汤欣教授亦通过介绍美国最新的股权众筹规则,提出股权众筹可以通过对投资人投资次数、投资限额的限制,达到对于中小投资者进行保护的目。实践中,可要求众筹平台通过对于投资者的净资产、年收入的划分实现对投资的投资上限、投资次数的分层管理。中国人民大学法学院杨东教授认为,互联网不仅能够解决信息不对称的问题,还能够解决风险匹配和风险定价的问题。股权众筹通过互联网公司的优势,能够实现小额公开发行豁免制度。就公募股权众筹而言,若能完善入口端的风控以及合格投资者一段,完全可能实现中小企业融资的问题。通过领投入、合格投资者、一般投资者三个层级分散投资形成的分层体系,从而更好地形成四板、五板市场。

(责任编辑:邢会强 赵建蕊)