

健全制度供给 推动中国资本市场行稳致远

中国银河研究院·宏观点评报告

核心内容:

★辞旧迎新之际，中国资本市场迎来大事。12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过了新修订的《中华人民共和国证券法》，并将自2020年3月1日起施行。此次证券法修订历时四年多，经历四次审议，新修订的证券法在改革证券发行制度、强化信息披露要求、加大投资者保护力度、大幅度提高证券违法成本等方面进行了大幅完善，有效健全了中国资本市场乃至经济发展的重要制度供给，为中国资本市场行稳致远夯实了一项重要的法制基石。

★我们认为，应当在试点并推广注册制过程中充分考虑法制前提下的“形式重于实质”的原则，恰当地利用市场分层机制，使得尽可能多的企业，特别是初创中小企业能够切实地从资本市场获得有效的融资服务，纾解融资难、融资贵的老大难问题。同时也保证市场拥有充足的可供交易的标的，令中国资本市场得以行稳致远、蓬勃发展。

★本次证券法修订，凸出强化了市场信息披露的相关要求，信息披露实际上是现代资本市场实现效率的关键。主要内容包括：扩大信息披露义务人的范围；完善信息披露的内容；强调应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息等。这些规定总体上有助于提升上市公司质量，进一步发挥资本市场功能，为各参与主体打造更优质的环境。

★本次证券法修订预示着今后中国资本市场监管实践将显著加大对证券违法行为的处罚力度，这是众望所归，早已是市场、监管、学界等各方的共同呼声。在证券法修订之后，公司法和刑法的联动修改，有望继续加大证券违法的处罚力度。

★总体看，新证券法新增的规定直击投资者司法维权的痛点，堪称中国特色的集体诉讼制度，将有利于投资者诉权的行使。一直以来，证券民事诉讼具有涉及投资者人数众多，单个投资者起诉成本高、起诉意愿不强等特点。此次一方面明确了投资者保护机构可“明示退出，默示加入”的规则，提起代表人诉讼，代替投资者维权；另一方面，通过公告登记、代表人诉讼等方式也大大节约了司法资源，提高了司法效率，减轻了投资者的诉累，能够加强投资者保护力度，提高投资者司法维权的意愿。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 6656 1871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

健全制度供给 推动中国资本市场行稳致远

辞旧迎新之际，中国资本市场迎来大事。12月28日，十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过了新修订的《中华人民共和国证券法》，并将自2020年3月1日起施行。此次证券法修订历时四年多，经历四次审议，新修订的证券法在改革证券发行制度、强化信息披露要求、加大投资者保护力度、大幅度提高证券违法成本等方面进行了大幅完善，有效健全了中国资本市场乃至经济发展的重要制度供给，为中国资本市场行稳致远夯实了一项重要的法制基石。

一、全面推行、分步实施注册制将有效激发资本市场活力与效率

本次证券法修订按照全面推行注册制的基本定位，对于中国资本市场证券发行注册制作出了比较系统、完备的规定，必将有效激发资本市场的活力与效率。修订主要内容包括：精简优化证券发行条件；调整证券发程序；强化证券发行中的信息披露；为实践中注册制的分步实施留出制度空间，增加规定证券发行注册制的具体范围、实施步骤，由国务院规定。

事实上，从上海证券交易所设立科创板并试点注册制，就已经表明了决策层决心为革新我国资本市场的发行定价制度破题。总的来说，注册制有利于更好地发挥资本市场价格发现、融资、资源配置三大基础功能。通过高质量的信息披露和尽职调查，注册发行制度令投资者能够清楚了解到发行人的商业模式、盈利来源、风险挑战等对投资决策有用的信息，使投资者能够根据这些公开的资料对投资标的做出自己的合理价值和风险判断。中国证券市场发展至今的诸多乱象，究其根源在于发行定价机制的失灵和扭曲一直难以根本扭转。价格发现、融资、资源配置是现代资本市场的三大基础功能，而价格发现功能是基础中的基础。一个市场如果不能对不同风险收益特征的金融资产进行定价和交易，很难说这个市场是一个有效、有序的市场，也就遑论市场如何发挥好实体经济亟需的融资和金融资源配置功能。因此，中国资本市场的进一步大发展亟待对一系列市场基础制度进行大胆改革创新，以适应现代资本市场发展的需要，本次证券法修订是向正确方向迈出了重要一步。修订后的证券法匹配了目前正在有序推进的注册制改革实践。科创板发行制度改革实践的成功经验正在不断累积，为注册制向创业板等市场推广奠定了基础。随着注册制的逐步推行，顶层设计、制度供给需要随即跟上，证券业监管的具体措施以及相关机构设置也将相应调整，本次证券法修订表明我国证券发行的法制化、市场化程度将大幅提升。

我们认为，后续注册制改革需要进一步明确注册制“形式重于实质”的原则。众所周知，海外以美国市场为代表，实行的是证券发行的注册制，但注册制同样需要审核。事实上，我们发现美国与香港市场对于证券的公开发行有着完备、成熟的一整套对上市企业的审核、聆讯与反馈机制，以此令上市企业在公开发行证券之前，充分披露自身盈利能力、现金流、股东权益、流动性、公司治理等方面信息供市场观察，整个审核、聆讯程序也正是促使上市企业不断提升合规经营的公司治理水平的过程。但既然如此海外市场的注册制与我国的发行审批制度差别在何处呢？关键在于美国市场监管机构从SEC到交易所都以法制规则为基础信奉市场自由原则，其审核本质上是“形式重于实质”。

美国监管机构始终认为，只要企业依据法规充分披露了必要信息，且依据其所披露的信息达到了交易所相关上市标准，则监管部门无权禁止一种证券的发行，无论其实质地有多糟糕。符合资质的适当投资者，应该自主识别、承担投资风险，此种风险不应经由严格的发行审批被转嫁于监管部门承担。应当以科学合理的市场体制与机制设计，充分发挥市场本身的风险分散与配置功能。我们认为，应当在试点并推广注册制过程中充分考虑法制前提下的“形式重于实质”的原则，恰当地利用市场分层机制，使得尽可能多的企业，特别是初创中小企业能够切实地从资本市场获得有效的融资服务，纾解融资难、融资贵的老大难问题。同时也保证市场拥有充足的可供交易的标的，令中国资本市场得以行稳致远、蓬勃发展。

二、完善信息披露是现代资本市场实现效率的关键

本次证券法修订，凸出强化了市场信息披露的相关要求，信息披露实际上是现代资本市场实现效率的关键。主要包括：扩大信息披露义务人的范围；完善信息披露的内容；强调应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息等。这些规定总体上有助于提升上市公司质量，进一步发挥资本市场功能，为各参与主体打造更优质的环境。

事实上，注册制的核心之一是在法律规制与监管部门的有效监督之下，市场主体进行充分、及时与可核查的信息披露。所谓法律规制在于每一项信息披露，从公司财务信息到市场参与者本身的信息备案都有法可依，上市公司与市场参与者依法提供格式化的申报材料对应于披露的详尽信息对市场公开呈现必要的信息，以供广大市场参与者与监管部门随时可据备案内容进行核查。同时，信息披露贯穿所有市场参与者进行交易的事前、事中与事后各交易环节，一旦发生依法需披露、应披露的事项，均需及时向监管部门及市场进行披露。对于应披露但未披露，或者蓄意隐瞒、提供不实信息的市场主体应依法予以严惩，以维护市场秩序。总的来说，现代资本市场各项功能的有效实现，很大程度上取决于信息披露是否充分到位，本次证券法修订为中国市场信息披露制度的进一步改革奠定了法制基础。

三、明刑弼教正风肃纪 有效维护市场秩序

此次证券法修订显著加大了对证券违法行为的处罚力度，大幅提高证券违法成本，有望实现明刑弼教正风肃纪之效。修订后的证券法明确：对相关证券违法行为，有违法所得的，规定没收违法所得；大幅提高行政罚款额度，按照违法所得计算罚款幅度的，处罚标准由原来的一至五倍，提高到一至十倍；实行定额罚的，由原来规定的三十万元至六十万元，分别提高到最高二百万元至二千万元（如欺诈发行行为），以及一百万元至一千万元（如虚假陈述、操纵市场行为）、五十万元至五百万元（如内幕交易行为）等。

观察世界发达经济体的成熟市场，特别是美国市场，无论哪一个环节的运作，无不依赖于严格的法制基础。无论是上市审核，还是信息披露；无论是向上层市场升级转板还是摘牌、降级乃至退市；无论是事前投资者尽职调查还是事中投资者保护与事后相关救济机制，无一处细节不是有着充分、详尽与统一的法律法规基础，乃至申报表格的规制，其法制精神的统一贯彻令市场所有参与者，以及监管者都能实现真正的责权利统一，既没有责任缺位，也没有

过度承担义务的责任越位，整个市场形同运转良好的精巧机器，令人肃然起敬。当然，海外市场特别是美国市场经过百年发展沉淀，其法制基础的完善有历史的原因。我国证券市场毕竟还属于“新兴市场”，体制机制建设有待完善。但我们始终认为金融市场的运作尤其必然规律，既然有了美国市场的成功经验，我们在法制建设方面就应当以更高标准与要求加以努力，这也符合党的十八届三中全会以来，我们全面建设法治国家的内涵要义。应当以法制确立市场信用，以法制维护交易秩序，令守法者、守信者赢，令违法者、失信者败。

本次证券法修订预示着今后中国资本市场监管实践将显著加大对证券违法行为的处罚力度，这是众望所归，早已是市场、监管、学界等各方的共同呼声。在证券法修订之后，公司法和刑法的联动修改，有望继续加大证券违法的处罚力度。根据我国法律，证券类别的犯罪行为和其他的犯罪行为的处罚都由刑法规范。我们期待在刑法、公司法的修订中，应当加大证券违法的处罚力度，与证券法修订一道形成联动效应，加大对于资本市场违法违规行为的刑罚力度，以达到明刑弼教、正风肃纪的良好效果。证券法修订后，对证券违法违规行为的处罚力度明显加大，显著提高证券违法成本有助于严厉惩治并震慑违法行为人，有利于进一步肃清市场，促使发行人进行合法合规操作，推动资本市场健康有序发展。在一定程度上，提高罚额也有利于对投资者进行保护。

当然，在实践中还需要注意加强相关配套制度的完善。例如，加强刑事诉讼制度完善，以及对控股股东的处罚。同时也要关注对上市公司本身处罚过大可能导致已经受损的中小投资者再一次受伤的情形。在大幅提高处罚标准的同时，还应当考虑建立类似“公平基金”的投资者损失赔付补偿基金，在违法人/犯罪人无力赔付时，由基金出面补偿，对来自于市场及投资者的款项用之于市场及投资者；后续政策还可以考虑建立证券市场强制/半强制性的董事责任保险制度，让保险理赔介入投资者保护中。

四、完善机制强化民诉制度加强投资者保护

此次证券法修订的一大亮点，在于新设专章规定了投资者保护制度，并作出了一系列制度安排。包括：区分普通投资者和专业投资者，有针对性地做出投资者权益保护安排；建立征集股东权利制度，允许特定主体公开请求上市公司股东委托其代为出席股东大会，并代为行使提案权、表决权等股东权利；规定债券持有人会议和债券受托管理人制度；建立普通投资者与证券公司纠纷的强制调解制度；完善上市公司现金分红制度。与此同时，修订后的证券法还探索建立了符合中国国情的证券民事诉讼制度，主要内容包括：充分发挥投资者保护机构的作用，允许其接受 50 名以上投资者的委托作为代表人参加诉讼；允许投资者保护机构按照证券登记结算机构确认的权利人，向人民法院登记诉讼主体；建立了“默示加入”“明示退出”的诉讼机制，为投资者维护自身合法权益提供方便的制度安排。

本次证券法修订明确引入中国特色的集体诉讼制度，这顺应了市场的呼声，并有望进一步提高对恶性违法行为的综合处罚力度，完善证券民事诉讼相关制度是保护中小投资者利益的必要手段。

我国民事诉讼中，对代表性诉讼一直持较为审慎的态度。在前不久最高人民法院《关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》（简称《九民纪要》）中，就对证券虚假陈述类诉讼的代表人诉讼程序进行了较为详细的规定，引入了“示范诉讼”等实践中较为有效的做法，但总体上并没有突破现行民事诉讼法关于代表人诉讼的规则。此次证券法修订的重大突

破在于在投资者保护机构提起代表人诉讼的情况下，可按照“明示退出、默示加入”的规则进行处理。这一点与其他国家的集团诉讼机制较为接近，但作为代表人的主体是特定的，体现了立法的谨慎性，在具体运行上还需要做好和民事诉讼法的衔接。

总体看，新证券法新增的规定直击投资者司法维权的痛点，堪称中国特色的集体诉讼制度，将有利于投资者诉权的行使。一直以来，证券民事诉讼具有涉及投资者人数众多，单个投资者起诉成本高、起诉意愿不强等特点。此次一方面明确了投资者保护机构可“明示退出，默示加入”的规则，提起代表人诉讼，代替投资者维权；另一方面，通过公告登记、代表人诉讼等方式也大大节约了司法资源，提高了司法效率，减轻了投资者的诉累，能够加强投资者保护力度，提高投资者司法维权的意愿。事实上，诉讼代表人制度在民事诉讼法及司法解释中一直存在，只是实践较少，由于证券市场涉及投资者众多，可以考虑结合示范诉讼的既有成功实践，对代表人诉讼进行试点累积经验后逐步推广。

在明确集体诉讼机制的同时，后续可以考虑引入由国家设立的投资者保护机构作为首席原告，通过这样的机制，可以减少美国集团诉讼当中可能出现的原告及律师的一家独大情况，避免造成尾大不掉的局面和滥诉的结果。以上市公司财务造假为例，未来可能会形成单独诉讼、共同诉讼、代表人诉讼、集体诉讼、示范判决，及对接调解这样“5+1”制度长期并存的格局。

五、统一标准规则 全面强化功能监管

本次证券法修订增加了**资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法**。明确“**资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定**”。资产支持证券、资产管理产品等具有证券属性的金融产品，在当前实践中由不同部门监管，监管标准和监管规则不完全统一。不但增加了监管难度，也无形中增加了企业的融资成本。事实上，资产支持证券和资管产品份额的发行本质上属于证券发行，资管产品本身也是重要的证券市场投资者，从实质重于形式和功能监管的角度出发，这些品种理应纳入证券法调整范围。

此前“资管新规”已经在统一资管产品规则方面做出了尝试，但并没有明确将证券法作为上位法的依据。增加资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法，意味着证券法调整范围扩大。其中，“明确由国务院按照本法的原则统一规定相关产品的管理办法，规范相关产品的发行、交易活动”的规定，明确了证券法的上位法地位，这将有助于保证证券监管的统一性、权威性、透明性和稳定性。本次证券法修订打破了监管壁垒，为建立统一的证券发行、交易、监管体系提供了法律依据。

六、明确域外适用 “长臂管辖”下“虽远必罚”

此次修法明确，“在中华人民共和国境外的证券发行和交易活动，扰乱中华人民共和国境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，依照本法有关规定处理并追究法律责任”。该条款表明，证券法“管辖”的范围不仅限于境内，境外也将统一适用。

域外适用效力实际上可以说是证券法的“长臂管辖条款”。有些在境外实施的证券发行和交易活动，如果扰乱了境内市场秩序、损害了境内投资者的合法权益，也应当追究其法律责任，

正所谓“虽远必罚”。过去我国市场没有这种“长臂管辖条款”，此次修法明确域外适用的法律效力，将有利于维护资本市场的长期繁荣稳定。在全球化背景下，跨境资本和资金频繁流动，尤其是沪港通、深港通、债券通开通之后，境内资本市场与海外联系日益紧密。明确证券法域外适用效力，可以避免跨境违法违规行为发生，提高中国资本市场的法治水平。同时，明确证券法域外适用效力，不仅能够保护本国投资者利益，而且能为国际秩序和打击跨境证券违法犯罪的发展提供契机。针对该条款，下一步仍需进一步明确具体操作方式，依据国情及投资者保护的需要，建立符合国情、市情的中国式长臂管辖制度。

七、小结：全面强化依法治市 推进中国资本市场行稳致远

综合来看，本次证券法修订有效健全了中国资本市场乃至经济发展的重要制度供给，为中国资本市场行稳致远夯实了一项重要的法制基石。后续需要再修法基础上，完善各项配套制度设计，全面夯实市场行稳致远的制度基础。立足于坚持完善依法治国，全面加强法治化经济社会治理水平，面向内外市场参与主体明确竞争规则体系，引导正向预期的建立与巩固，从而树立国内外对于中国经济社会长期稳定发展的坚定信心。

中国市场作为单一国家市场的巨大体量是我国面对国际竞争的根本优势，如何发挥这一巨大国内市场对于全世界市场参与者的吸引力、向心力应该成为我们持续思考的重要课题。其中，坚持完善依法治国，全面加强我国经济社会治理的法治化水平是重中之重。现代市场经济与社会的良好运作，有赖于形形色色、无所不在的契约关系的法治化建立、维系与公平争端裁决机制。构建使得国内外经济与社会活动参与主体普遍信赖的法制体系成为国家治理现代化与竞争力塑造的关键。

当前我国已经确定金融市场深化改革、扩大开放的既定方针，但是如何夯实金融体系良好运作的基石成为高水平开放型金融市场建设能否成功的决定因素。应当加快一系列民法、金融法律的制定、修订工作，切实构建完善的法治化市场治理体系，营造各参与主体敬畏市场，敬畏法制的良好氛围，并把这种理念制度化地转变为具体的监管动作和实施流程。从信息披露机制和法治环境的完善，到市场执法能力与违法违规惩戒力度的显著加强，都需要具体落实，且改革动作要快。必须法治化地完善对投资者的保护和赔偿机制。资本市场上交易的证券无论是股票还是债券或其它衍生产品，背后的基础资产都是权益，权益必须能够得到明确的法律界定和保障，从法制制度到法制执行层面全面树立内外主体对中国经济与市场、国家治理现代

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7751

