

注册制与核准制并非完全对立 注册制改革两方案浮现

□本报记者 李超

有关部门人士和专家27日在第五届“上证法治论坛”上表示，适应多层次资本市场发展要求的法律框架亟待完善，而完善立法必须从我国资本市场的实际出发，对现有的资本市场立法进行全面客观的评估。《证券法》的修改应遵循科学立法原则，推进证券市场公正执法和科学立法，需要进一步深化认识资本市场的基础功能，创造更加公平的市场环境与秩序，并坚持执法的公正性和透明度。

关于股票发行注册制改革进展情况，最高人民法院副院长奚晓明透露，目前的研究意见主要有两种方案：一种是维持由证监会注册审核，交易所进行上市审核的模式；一种是由交易所审核上市申请，向证监会注册生效的模式。

从资本市场实际出发

奚晓明表示，在过去一段时间内，资本市场在市场层次、产品结构和投资者适当性方面管理等方面不够多元和丰富，相应的法律制度建设表现出“三多三少”的特征，即以规范场内交易的多、规范场外交易的少；规范企业金融证券的多、规范资产金融证券的少；投资者适当性管理的形式规范多，对投资者的实质保护的规范少。总体来看，适应多层次资本市场发展要求的法律框架亟待完善。由此决定，一旦形成诉讼，人民法院在审理相关案件时将面临规范不足的困难。

国务院法制办副主任甘藏春表示，要完善资本市场的立法，必须从我国资本市场的实际出发。我国资本市场和西方国家资本市场在起点和发展路径、发展环境等方面都有较大的区别，立法必须尊重这个特点。例如，从市场主体的治理结构看，我国资本市场特别是股票市场，在很大程度上是以国有企业改革为起点，许多上市公司都是由国有企业改制而来的，一股独大的现象较普遍。问题的彻底解决有赖于国有企业改革的深化，这也影响了资本市场法律的完善，既要注意遵从公司制度的一般规则，又要考虑实际，努力把两者结合好，并且在结合中寻求有效管用的规则。

“当前有必要对现有的资本市场立法进行全面客观的评估，从而发现资本市场的真问题和立法的客观要求。”甘藏春表示，在此基础上，区分轻重缓急，无论立新法还是改旧法，都要以解决我国资本市场的实际问题为目的，不以追求理念的超前、概念的统一、监管的大一统或者体系的完整为目标。

在下一步推进我国资本市场立法工作方面，甘藏春认为，要处理好立法与改革、立法与市场的关系，既要强调资本市场风险自负这一通行规则，又要根据我国上市公司治理机制以及投资者自我保护能力的实际情况，加强对控股行为的有效约束，同时完善信息披露、投资者教育、投资者适当性管理等制度，切实强化对投资者特别是中小投资者的权益的保护。此外，还要处理好资本市场与法律相互之间的关系，制定新法与修改旧法都要考虑到资本市场与现有法律法规的关系，注意保持资本市场体系的内在和谐。



本报记者 车亮 摄

遵循科学立法原则

中国证券法学研究会会长、最高人民法院政策研究室副主任郭峰表示，深化认识资本市场基础功能，推进证券市场公正执法和科学立法，需要进一步深化认识资本市场的基础功能，创造更加公平的市场环境与秩序，并坚持执法的公正性和透明度。

郭峰认为，《证券法》修改应遵循科学立法原则。“经过证监会长期准备，《证券法》列入了全国人大的立法计划，面临着前所未有的机遇和挑战。四中全会提出要科学立法，制定了全面依法治国的目标，提供了非常好的政治环境。国务院也在积极推动简政放权，让市场在资源配置中决定性作用。互联网金融、未来的信息披露改革都为证券市场创新提供了很好的技术手段和发展平台，也为监管提供了更加有效的措施。”

在坚持执法的公正性和透明度方面，郭峰认为，资本市场需要进行严格公正的执

法，重点从以下几个方面开展：一是要增强监管执法适应法律的统一性；二是要提高监管执法的公正性，关键执法要独立；三是要强化监管的透明度，不允许执法中搞暗箱操作，需要接受社会公众和相关部门的监督；四是要提高监管执法的权威性，应鼓励监管部门和公检法建立联动，实现法律允许范围的信息资源共享。在此基础上，需要进一步对证券市场违法违规行为形成高压打击态势，从而有效遏制证券市场违法违规行为的发生。

上海证券交易所副总经理徐明表示，资本市场的国际化需要大力加强法制建设。就发行制度而言，要积极推进股票发行注册制改革，强化以投资者需求为导向，以信息披露为核心、推动各相关市场主体归位尽责、提高市场的透明度和效率。在国际化的进程中，要充分考虑境内外企业和发行制度的差

异性，在遵循证券法原则的基础上，对跨境发行做出差异化的制度设计，合理设置发行条件和程序，强化信息披露和风险揭示，明确会计准则适用事项，确立信息披露和投资者保护的公平性原则。同时，要积极研究解决红筹公司“可变权益实体（VIE）架构”的法律问题，并积极探讨“双重股权架构”的合法性问题。就市场准入制度而言，要适时评估QFII、ODII、RQFII、战略投资者、合资券商、合资基金公司等市场准入制度，资格管理、额度控制以及资金进出限制等问题，逐步开放证券市场投资交易的准入准出。

在增强国际证券监管合作方面，徐明表示，资本市场的国际化，必然会涉及到不同国家和地区、不同法域，由于各国法律对资本市场的规定不尽相同，如何解决法律冲突和法律适用问题，需要深入研究，解决好实体法如何适用和管辖权如何适用两方面问题。

注册制立法理念重在惩戒

作为本次《证券法》修法过程中重大问题之一的股票发行注册制改革引起相关部门的关注。奚晓明透露，目前的研究意见主要为两种方案：一种是维持由证监会注册审核，由交易所进行上市审核的模式；一种是由交易所审核上市申请，向证监会注册生效的模式。

奚晓明表示，注册制和核准制不是非此即彼、完全对立的概念，两者各具有其自身的优势和缺陷。核准制的立法理念重在预防，防止没有投资价值的证券进入市场；注册制的立法理念是重在惩戒，通过严厉的反欺诈制度达到事后保护投资者的目的。股票

发行注册制改革的核心在于理顺政府与市场的关系，各归其位，监管部门主要负责实施公开发行的注册监管，以为社会公众投资者提供法律规定的“底线保障”，防范发行欺诈为己任；交易所回归市场本位，负责上市审核，为二级市场的投资者提供交易场所，不同质地的股票是否应该上市交易、以什么样的价格进行交易等均交由市场决定。

奚晓明表示，实行注册制之后，注册审查是以信息披露为中心。如果申报文件的披露信息存在虚假陈述，相关当事人应当承担欺诈发行的法律责任。但现行《证券法》第二十六条的规定较为原则，对虚假陈述行为

的责任主体、责任范围、免责抗辩理由等有关规定均不够明确，使得法律规定在操作层面具有很大的困难，也使得保荐机构、承销机构、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所、评级机构、询价机构等市场主体在股票发行活动中对自身的违法行为认识模糊。

奚晓明指出，人民法院在审理此类案件时，对如何区分保荐机构和承销机构、主承销商与分销商、会计师和律师事务所、资产评估机构的各自责任范围，即他们各自对哪些工作承担责任、如何承担责任以及免责抗辩事由等法律问题，还没有明确的法律依据。

桂敏杰:上交所将加快推进转型发展

□本报记者 倪铭娅

上海证券交易所理事长桂敏杰27日在第五届“上证法治论坛”上表示，上交所将立足自身定位，加快推进四个方面的转型发展。在市场定位方面，上交所要从本土型交易所向开放型交易所转变。“沪港通”打开了上交所国际化发展的通道，以此为契机，上交所将坚定不移地推进对外开放。

在市场结构方面，上交所要从现货型交易所向综合型交易所转变，要通过不断拓展业务领域，丰富产品线，全面提升上交所的功能。在市场监管方面，上交所要从协作型交易所向自主型交易所转变。推进资本市场重大改革和监管转型，要求交易所更有作为，更加主动。上交所要在思想上、组织上、人才上做

好准备，配合监管转型，做好承接股票发行注册制审核职能，组建队伍做好委托执法工作，增强自主性，提升自身能力。在市场体验方面，上交所要从平台型交易所向服务型交易所转变。按照服务实体经济的要求，进一步加大对新兴产业、高科技产业和互联网企业的服务力度，加大对投资者的保护和服务力度。

桂敏杰表示，上交所在向开放型、综合型、自主型、服务型交易所转型过程中，将继续坚持发挥法治对深化改革的引领、推动和保障作用，确保在法治轨道上实现转型发展。坚持法治化的价值取向，持续完善市场规则体系，保障和规范自律监管职责履行。

桂敏杰表示，新常态下资本市场改革发展面临新机遇。一是直接融资有望步入快车道。随着注册制改革、资产证券化扩容、多层次

资本市场建设等改革红利的逐步释放，直接融资有望步入快车道。二是资本形成与输出进入时间窗口。随着“一带一路”战略构想实施，人民币国际化稳步推进，境内证券市场创新发展，亚洲债券市场发展破题，我国有望成为跨境直接投资的重要来源和主要目的地。在此背景下，扩大资本市场双向开放，便利境内外主体跨境投融资，正在进入一个比较好的时间窗口。三是风险管理功能逐步成为发展主题。新常态下，随着政府信用有序退出，社会信用加速形成，金融产品“卖者尽责、买者自负”的理念与实践有望真正确立。资本市场风险定价功能将得到更好发挥，这对丰富风险管理工具提出了需求，也为实现现货期货、公募私募的协调发展创造了条件。

观点集锦

证监会首席律师、法律部主任黄炜：股票发行注册制改革不仅要有理念和方向，如何落实为证券法条文也是至关重要的。其中，注册对象、注册职责以及注册主体是必须明确的三个问题。

全国人大财经委法案室主任龚繁荣：本次《证券法》修订的重中之重就是在法律上确立股票发行注册制，进一步简政放权，坚持市场化、法治化，维护投资者的合法权益，完善信息披露制度。在法律上确立股票发行注册制，既要借鉴境外成熟市场的经验，也要立足国情，从我国资本市场实际出发。

北京大学法学院教授郭雷：新股发行中突出的问题是股票定价，中国IPO的新股定价可以考虑引入美式招标法，不存在根本性的法律障碍，并且这次的《证券法》修订给这个尝试提供了难得契机。

中国大学法学院教授杨东：当前资本市场核心问题是，IPO门槛太高、定价机制有问题、证券交易欺诈现象严重等等，这些问题的核心解决要靠互联网思维，靠互联网的公开、透明、协作、共享的特质。东兴证券合规总监许学礼认为，企业融资需求非常紧迫，发行市场的矛盾是在于融资需求和市场供给的矛盾，注册制改革需要关注这一核心矛盾。

证监会上市公司监管部副主任陆泽峰：实践中多层次资本市场发展迅速，以批准机关为准分为三类：国务院批准的证券交易所和其他证券交易场所、证券监管机构批准的证券交易场所、地方政府批准的区域性交易场所。法律上应当将多层次资本市场区分为公开市场与非公开市场，分别适用不同的规则。公开市场与非公开市场内部层次的构建，应当以投资者准入和监管要求为标准，建立不同的制度体系。

全国中小企业股份转让系统法律部总监伍云：去年以来，股转系统由小规模的区域性市场快速发展为全国性市场，未来在制度规范上要为其预留充分的制度空间，明确其公开市场地位。

中国证券登记结算公司法律部总监孙红兵：在多层次资本市场发展的大背景下，要进一步完善无纸化证券权利的变动规则，以证券账户基础进行确权，同时要明确无纸化证券的取得制度。

证监会发行监管部副主任陆文山：债券市场应当以证券市场基本法为基础，建立自身的规则制度体系；在没有相关债券市场法律规则情况下，必须遵从市场的商业习惯。新常态下，债券市场法律制度完善应当从主体、品种立法走向行为立法，债券市场监管应当从分割管理向协同、协调监管发展，逐步跨出碎片化规制、分割化监管的状态。

中国金融期货交易所法律部总监李明良：资本市场衍生品立法、执法和司法应当以风险管理为中心，强化监管，传统法律上的契约自由和个人权利应当予以适当限制。

证监会行政处罚委员会张子学：在证券行政执法中，应当强化案例积累和案例指导，在处理案件时参考先例，在条件成熟时，将案例上升为执法标准、认定规则。

上海证券交易所上市公司监管一部总监卢文道：在实践中，PE已经从IPO环节渗透到并购重组，模式是先成为少数股东，再与上市公司合作成立并购基金或者组建有限合伙企业，签订市值管理协议和并购重组服务协议。其优点是有助于提前了解标的公司，减少上市公司并购成本，有利于产业资本和金融资本的融合；但也存在着追求短期利益，不顾长期目标和主业发展，盲目追求新型产业热点和资本运作的缺点。另外，不容忽视的是，这种模式还有可能会滋生操纵市场、内幕交易、信息披露等多种问题。

清华大学教授汤欣：解决投资者赔偿的根本路径，还应是进一步完善中国证券民事诉讼机制。证监会法律部副主任程合红指出，在证券司法过程中，要进一步研究行政处罚作为民事赔偿前置程序的问题。中证中小投资者服务中心有限公司副总经理黄勇指出，中证中小投资者服务中心是证券期货集中调解的一种尝试，有助于维护投资者的合法权益。

(本报记者 倪铭娅 整理)



■美国投资者保护经典案例之十五

美国诉奥黑根案

1988年7月，PLC公司与多尔西·怀特尼律师事务所建立委托关系。在此期间PLC公司和律师事务所都采取了防范措施，以确保PLC公司收购计划的保密性。奥黑根并不是律师事务所内代理PLC公司的律师。1988年9月9日，多尔西·怀特尼律师事务所终止了与PLC公司的代理关系。

1988年8月18日，在多尔西·怀特尼律师事务所仍然代理PLC公司期间，奥黑根开始购买皮尔斯伯里公司的看涨期权。每一份期权允许买入皮尔斯伯里公司的100股普通股。8月和9月，奥黑根已经持有2500份未到期看涨期权。9月底，奥黑根已经持有5000股普通股，每股价格39美元。1988年10月4日，PLC公司公开宣布，对皮尔斯伯里公司的股票发出收购要约，随后

皮尔斯伯里公司的股票价格涨到每股近60美元。奥黑根售出其所持有皮尔斯伯里公司的看涨期权和普通股，获利逾430万美元。

针对奥黑根的获利行为，SEC启动了内幕交易调查，最后向地区法院提起5项指控，起诉书指称，奥黑根利用盗取的PLC股权收购计划的公开重大信息，为自己进行证券交易服务，骗取了其律师事务所和客户的财产。奥黑根被指控违反《1934年证券交易法》和SEC规则及其他多项罪名。陪审团认定，地区法院指控奥黑根的罪名成立，奥黑根被判处41个月监禁，随后他提起上诉。

第八巡回上诉法院认为，初审法院根据《1934年证券交易法》第10(b)条和SEC《10b-5》规则的规定判决奥黑根罪名成立，但10(b)条和《10b-5》规则

不适用于外部人窃取内幕信息的情况，因而撤销了对奥黑根的有罪判决。第八巡回法院同时认为，SEC在制订《14e-3(a)规则》时超越了《1934年证券交易法》第14(e)条的授权，SEC可以“界定”和“规制”法律已经界定属于“欺诈”的行为和做法，但不可以自己制订有关“欺诈”的定义。检方对上诉法院的裁决不满，再次提起上诉。

最高法院认为本案侧重解决两个问题：一是任何人为个人获利进行交易时，利用了窃取的保密信息，是否就违反了《1934年证券交易法》第10(b)条和《10b-5》规则？二是SEC制定《14e-3(a)规则》，是否超越了其制定规则的权限？最高法院认为，根据内幕交易的窃取理论，窃取信息者利用非公开重大信息进行证券交易，就是通过欺诈获得市场优势，他欺骗

了信息源，同时给投资公众造成了伤害，因而构成内幕交易。将此类交易行为认定为内幕交易，旨在保护证券市场的公正，避免公司之外能够获取保密信息的“外部人”滥用信息。

在判断SEC是否超越了行使规则的权限方面，最高法院认为，即便有关行为本身并非普通法和《1934年证券交易法》中所指的欺诈行为，SEC也可以加以禁止，只要是“旨在合理防止……欺诈行为和做法”；既然国会通过14(e)条授权SEC制定有关法律的规则，法院在作出判决时，对SEC“就必须特别尊重或重视”。最高法院最后判定，撤销第八巡回上诉法院的判决，本案发回，按照有罪意见重审。(中国证券投资者保护基金公司供稿，翻译原文见《美国投资者保护经典案例选编》，法律出版社2014年7月第1版)