

《证券法》修改:中国资本市场法制建设的一次飞跃

叶林*

摘要:新《证券法》不是对旧版《证券法》的小修小改,也不是成熟市场的西化版本,而是一部反映我国证券市场发展阶段性特点、充满中国元素和中国方案、勾画我国资本市场跨越式改革蓝图的版本。全面实行注册制、强化信息披露、突出投资者保护、提高证券违法成本等,是其中的几大亮点。修改后的《证券法》是立法观念明确、理论基础扎实、着力解决中国问题、最大限度凝聚共识,创新证券市场法制中国方案的立法成果。它虽然不免遗憾,但成就超越预期,必将成为创新证券市场实践、引领证券法制发展方向的重大标志。

关键词:《证券法》 投资者保护 中国方案 实施机制

针对《证券法》修改,学术界和实务界提出过多个思路。在修改程度上,法学界向来存在“小改”“中改”“大改”的讨论,即对个别条款或局部内容作出修改,抑或对《证券法》作出结构性或整体性修改。在修改坐标上,存在域外经验引进说和本土实践改造说,前者主张遵循市场化方向,较完整地引进域外成熟经验和做法,修改我国《证券法》;后者则是斟酌国情和市场发展状况,在求得共识的基础上,最大限度修改《证券法》。在修改内容上,多数人关心证券发行注册制和投资者保护两部分内容。前者强调在科创板试点注册制,甚至认为只要确立了注册制的合法地位,就可以认为法律修改成功;后者则强调证券违法行为受害人的民事救济,主张通过加大民事赔偿责任,提升证券市场违法成本。

* 中国人民大学民商法律科学研究中心研究员,法学院教授。

2019年12月28日第十三届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议通过了修订后的《证券法》，使此次修改尘埃落定。呈现在诸君面前的，既不是对旧版《证券法》的小修小改，也不是成熟市场的西化版本，而是一个反映我国证券市场发展阶段性特点、充满中国元素和中国方案、勾画我国资本市场跨越式改革蓝图的版本。从最终通过的版本来看，全面实行注册制、强化信息披露、突出投资者保护、提高证券违法成本等，是其中的几大亮点。可以说，修改后的《证券法》是立法观念明确、理论基础扎实、着力解决中国问题、最大限度凝聚共识，创新证券市场法制中国方案的立法成果。它虽然不免遗憾，但成就超越预期，将成为创新证券市场实践、引领证券法制发展方向的重大标志。

一、搭建投资者保护的制度框架

《证券法》修订涉及内容众多，无论是章节的调整、内容的增设或删减、文字表述的雕琢等，几乎都围绕着投资者保护的立法宗旨。我国1998年颁布《证券法》时，明确将保护投资者利益作为立法宗旨，在本次修改启动后不久，全国人大网站即刊文称“证券法修改应坚持问题导向，把加强投资者保护作为修法的根本宗旨和使命，完善投资者合法权益保护制度，不断提高中小投资者保护水平”。这段文字虽然是2015年发表的，却指明了2019年修改《证券法》的基本思想，即要采用一套现实可行的制度和规定，捍卫证券市场投资者的利益。

针对保护投资者权利的缘故，社会上存在一些误解。有人主张，《证券法》具有促进发行人融资和投资者保护的双重功能，当前应当突出促进融资的功能，若过分突出投资者保护，难免抑制证券市场的融资功能。也有人认为，在社会各界不断呼吁的背景下，修改《证券法》并强化投资者权利保护，是顺应了民众呼声。其实，修改《证券法》并突出保护投资者利益，虽不能说与民众呼声无关，但实质原因在于，保护投资者利益是一种市场理性的正当诉求，是证券市场内在发展规律的必然要求。一方面，投资者是证券市场资金供给者，与融资者分别处于投融资关系的两端，投资者作为与融资者相对的投融资合同当事人，在信息上与融资者存在明显的不对称，容易诱发融资者欺诈等违法行为，直接影响投资者与融资者之间关系的公平性，恰因融资带来投资者保护的新问题，只有切实保护投资者利益，投资者才愿意向融资方投资，投资者手中的资金才会流向融资者；反之，不仅投资者投资无门，融资者也无法获得资金。另

一方面,投资者是证券交易的参加者,也是证券价格形成的推动者,投资者交易活动形成的价格,能够最大限度贴近证券市场供求关系和价格,从而形成对融资者的合理估值,进而引导证券资金的流向。如果投资者寥寥,交易不活跃,不仅无法形成证券的市场价格,证券市场也将失去存在价值。因此,保护投资者与维护证券市场秩序,是具有同等价值的,投资者利益是证券法必须守护的基本价值。

在投资者利益保护模式上,主要存在两种模式:一是行政监管主导模式;二是法院诉讼主导模式。在保护投资者利益上,旧《证券法》比较强调行政监管主导模式的优越地位。例如,在证券发行方面,旧《证券法》采用审批制和核准制,强调证监会在发现和处理证券欺诈上的能力,旨在从前端控制证券欺诈行为的发生,而发行人或上市公司的行为偏重于满足行政监管的基本要求,在实践中容易出现“猫捉老鼠”的现象。在日常监管方面,监管机关需要投入大量的人力、财力和物力,有时甚至不惜牺牲证券交易所等组织的自律监管职责。然而,上市公司数量众多,商业模式差异较大,行政监管在“有限政府”“依法行政”的原则下,无法采用柔性的监管措施,难以应对证券市场现阶段问题丛生的局面。在查处证券欺诈方面,旧《证券法》强调行政机关的查处职能,在以往修改《证券法》的过程中,行政监管机关为了加大对违法行为的查处力度,曾不断呼吁立法机关赋予证监会以侦查权并引起学术界的广泛讨论。然而,受制于行政和司法的分权模式,赋予行政监管机关侦查权的意见难以落地。其实,在保护投资者利益上,行政监管机关应当有所作为,但行政行为带有天然的局限性,受制于政府资源的有限性,即使再强悍的行政执法体系,也无法消除证券市场上的欺诈行为。相反,将保护投资者的重任集中压在行政监管机关身上,也是行政监管机关的难以承受之重,监管者某个失误或者选择错误很容易成为公众指责和批评的对象。

法院诉讼主导模式主要通过投资者行使诉权的方式实现。然而,在这种模式下,各国在实践中都曾遇到诸多现实障碍。首先,投资者缺少启动诉讼程序的足够经济动力。投资者人数众多,每个投资者受损金额相对较少,而诉讼花费不菲,收益却未必彰显,这种效果反差极大限制了投资者行使诉权的积极性。其次,投资者普遍缺少独立启动诉讼的能力。在证券市场中,违法行为有较强的隐蔽性和复杂性,投资者凭借自己的知识和能力,通常难以发现或证明违法行为的存在,也难以证明因果关系和损失等,因此,即使法院受理了投资者的诉讼,最终也未必支持投资者的诉求,这也成为长期困扰投资者行使诉权的重要原因。最后,法院及诉讼机制难以满足证券市场

投资者保护的需求。证券市场关系较复杂,市场运行模式特殊,证券纠纷带有自身特性,法官在审理证券纠纷案件时,难免存在经验不足等问题,与此同时,裁判者容易受到投资者与融资者利益平衡思想的影响,尤其在支持投资者赔偿请求与容忍融资者的抉择中,容易出现犹豫和彷徨。正是在复杂因素的共同影响下,我国投资者保护的诉讼机制发展缓慢。

在我国,行政监管与法院诉讼之间,存在一种特殊的连接。最高人民法院在2003年颁布的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》中,确立了民事诉讼以行政处罚为前置程序的规则,这种做法缓和了法院司法活动的压力,却增加了行政机关的执法压力,使原本就受到制约的行政执法系统面临更大压力。在行政主导模式效果不彰、法院诉讼模式运行不畅的情形下,保护投资者利益的《证券法》宗旨难以兑现,融资者容易趋向于非理性融资,容易诱发严重的证券欺诈,而投资者要么平添赌性,要么退避三舍,难以做到理性投资。无论哪种情形,都极大限制了证券市场功能的发挥。从2019年《证券法》修改内容来看,我国投资者保护体制或将面临从行政监管模式向法院诉讼模式的慢慢转型。

二、夯实投资者保护的基础制度

保护投资者利益的美好愿景,需要依托良好的制度框架、精致的具体规则和可行的实施机制。证券法制是由不同规则构成的一整套规范体系,各个规则部件之间相对咬合,只有各种规则和制度之间形成有机协同,才能够最大限度发挥证券法制的整体效用。

(一) 开启全面施行注册制的大门

证券发行究竟采用核准制或注册制,是学术界长久关注的问题。习近平总书记宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制,指明了股票发行注册制的基本方向。随后,2019年全国人大常委会公布的《证券法(修订草案)》在“证券发行”一章中专节规定了“注册制的特别规定”,对拟在科创板上市交易的证券采用注册制方式。2019年最终通过的《证券法》第9条第1款规定,“公开发行证券,必须符合法律、行政法规规定的条件,并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。未经依法注册,任何单位和个人不得公开发行证券。证券发行注册制的具体范围、实施步骤,由国务院规定”,从而形成了崭新的证券发行注册制及其实施制度。

注册制是企业融资自主权的表彰形式之一。相较此前采用的核准制,注册制降低了监管机关控制证券发行的影响力,扩大了证券交易所在支持企业融资上的作用,更加符合证券发行市场化的客观要求。然而,在从核准制转向注册制时,必须首先解决两个思路上的问题:一是注册制并非只有一种模式,美国模式只是注册制的一种模式,还必然存在其他注册制模式,各国可以基于国情,发展出适合自身需要的注册制模式。二是注册制只是证券市场法制的的一个部件,其生存和完善要视各国自身市场生态而定,有待配套制度予以配合。如何选择适当的注册制模式,如何推进实施注册制,需要立法者和监管者审时度势作出判断和抉择。因此,《证券法》第9条关于证券发行注册制的规定,既明确了证券发行审核体制发展的基础方向,也明确了渐进式改革的实施策略,可以大致消除激进式改革的过大风险。

注册制是投资者利益保护的逻辑起点。在不同的证券发行体制下,投资者保护面临的问题有所不同。在核准制下,证券监管机关在事实上发挥着“第一守门人”的作用,形成了公权力对市场的约束功能,这种体制激励了证券监管机关“父爱主义”情怀,弱化了保荐人等中介机构的市场主体地位和职责,迫使证券监管机关承受了过重的投资者利益保护责任,削弱了投资者自担风险的市场规则价值。而在注册制下,公权力慢慢退出对市场的过度介入,突出了保荐人等中介机构的“守门人”地位,重塑了投资者与上市公司、保荐人等中介机构的关系,形成了以市场法则规范市场秩序的新格局,从而提出了健全投资者保护机制的客观要求。综观《证券法》全文,正是这种体制转化,对证券法的整体布局产生了根本影响。

(二) 突出信息披露的核心地位

信息披露的重要性不言而喻。旧《证券法》将相关规则分别规定在证券发行、证券交易和上市公司收购等诸多章节中,信息披露规则在结构上较为分散。新《证券法》设专章规定信息披露,凸显了信息披露在证券法制中的核心地位,理顺了各信息披露规则之间的关系,有利于消除分别适用不同条款和规则所引起的冲突,为追究信息披露违法行为,奠定了较坚实的制定法基础。

信息不对称是证券市场的常态,是无法消除的现象。然而,即使信息不对称现象无法消除,也绝不意味着立法者和执法者在信息披露上的无所作为。消极对待信息披露的价值,只会纵容证券市场中的虚假陈述等违法行为。相反,高度关注信息不对称问题,采用适当可行的方式和措施,可以最大限度减少信息不对称诱发的市场难题。2019年《证券法》在总结以往法律法规和司法解释的基础上,首先,明确提出了

“信息披露义务人”的概念,将发行人(或上市公司)及其董事、监事和高级管理人员,发行人及其控股股东和实际控制人,以及法律、行政法规和证监会规定的其他信息披露义务人,一并纳入“信息披露义务人”的范畴,从而消除了旧《证券法》第193条适用范围上的障碍。其次,《证券法》提升了信息披露的标准。旧《证券法》强调“真实、准确和完整”,《证券法》第78条则增加了“简明清晰,通俗易懂”的要求。这种修改意味着,不仅具有针对信息披露义务人的信息披露免责功能,更突出了信息披露对投资者的服务功能,从而在实质上改变了信息披露的解释逻辑。除此之外,《证券法》突出了信息披露上的平等保护原则。融资者在境内外发行证券的情况较为常见,但长期以来,我国似乎都采用“内外有别”的立场,即允许在境内外证券发行中,遵循不同的信息披露规则。《证券法》第78条第3款规定,对于同时在境内境外公开发行、交易的证券,其信息披露义务人在境外披露的信息,应当同时在境内披露,第83条还规定“信息披露义务人披露的信息应当同时向所有投资者披露,不得提前向任何单位和个人泄露”。

(三) 增设保护投资者利益的特别规则

投资者保护本是《证券法》的立法宗旨,贯穿于证券法各项制度的始终。2019年全国人大常委会公布的《证券法(修订草案)》三审稿,延续了2015年《证券法(修订草案)》的体例,专章规定了“投资者保护”。笔者曾经撰文探讨“《证券法》专章规定‘投资者保护’的得失”,对有关问题提出几点思考。最终通过的《证券法》虽然保留了针对“投资者保护”的专章规定,但在具体内容上有所改进。

2019年《证券法》第六章“投资者保护”主要规定了4项内容:第一,要求证券公司承担投资者分类义务和告知说明义务,前者初步划定了专业投资者和普通投资者的界限,从而为适用“投资者适当性”规则提供了制度接口,即证券公司应当销售、提供与投资者上述状况相匹配的证券、服务。后者要求证券公司如实说明证券、服务的重要内容,充分揭示投资风险,初步划清了“卖方”和“买方”承担风险的边界。第二,创设了征集股东权利的新制度,即上市公司董事会、独立董事和持有1%以上有表决权股份的股东或者依法设立的投资者保护机构,可以作为征集人,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相关股东权利。需要指出,征集股东权利更像是针对上市公司的公司法规则,更适合规定在《公司法》中,在《公司法》修订迟缓的背景下,将其写入《证券法》或许只是权宜之计。第三,创设了债券持有人会议,即凡公开发行公司债券的公司,应当设立债券持有人会议。债券持有人会议原本是

“公司治理”的重要内容,但债券又是重要的融资工具,如何摆放“债券持有人会议”的地位,自然是在立法技术上应当抉择的问题。与前述征集股东权利的规则相似,在当前公司债券违约情势严峻的特殊背景下,未尝不可以暂时将“债券持有人会议”写入《证券法》,待未来修改《公司法》时再进行更详细地规定。第四,创设了“委托先行赔付”规则。对于应否创违法行为人先行赔付规则,学术界和实务界曾有激烈讨论。《证券法(修订草案)》三审稿提出建立强制性的“先行赔付”规则,2019年《证券法》缓和了三审稿中强制建立“先行赔付”的意见,转而采用了“委托先行赔付”的替代方案。这种做法已经清楚地表明立法者在保护投资者利益上的立场,也兼顾了“先行赔付”的法理基础,显然是一个更妥帖的选择。至于在实践中会否演变成变相强制规则,还有待进一步观察。另外,极其重要的是,《证券法》创设了一种可以被称为“中国式证券集体诉讼”的证券纠纷解决机制,为投资者保护提供了一种崭新的机制。

三、重新配置证券市场主体的责任

与普通交易相比,证券市场主体及利益呈现多元性,由此导致利益关系的复杂性,这算得上是证券市场关系的最大特点。相应地,平衡不同市场主体之间的利益关系,自然成为证券法制的最大任务之一。随着行政主导体制向市场化体制的转向,各市场主体的角色定位必将发生重大变化,重新配置各市场主体的责任乃至权利,应当成为《证券法》面对的重要问题。

发行人或上市公司直接面对投资者,无疑是信息披露的第一责任人。然而,上市公司毕竟是一种形式意义的存在,在众多情形下,控股股东和实际控制人才是决定信息披露质量的实际力量。对此,2019年《证券法》多个条款增加了控股股东和实际控制人的责任。如《证券法》第24条规定,在招股说明书存在虚假陈述等场合下,证券监管机关可以责令负有责任的控股股东或实际控制人买回证券。第80条第2款规定,公司的控股股东或者实际控制人对重大事件的发生、进展产生较大影响的,应当及时将其知悉的有关情况书面告知公司,并配合公司履行信息披露义务。第84条第2款规定,发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等作出公开承诺的,应当披露。不履行承诺给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。另外,根据第85条的规定,在信息披露违法并造成投资者损失的情况下,发行人的控股股东和实际控制人,应当承担过错推定责任。这些规定说明,立法者试图从实质重于形

式的角度,将控股股东和实际控制人纳入责任主体范围。

中介机构被称为证券市场的“守门人”,在核准制逐渐退出、注册制分步骤引入的背景下,中介机构的地位尤为重要。然而,“守门人”不是保证人,他们是以自己的职业声誉参与证券市场关系、尽责保护投资者利益的市场主体,既要鼓励中介机构勤勉尽责,督导发行人或上市公司规范运作,又要顾及其自身生存发展,合理划定中介机构的责任边界。在此观念支配下,针对保荐人,《证券法》第10条明确规定了其职责范围,第85条则规定,在信息披露违法下,保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员的过错推定责任,即“……应当与发行人承担连带赔偿责任,但是能够证明自己没有过错的除外”。

相对保荐人或证券公司,会计师和律师事务所的地位更为特殊。一方面,他们是证券发行、交易乃至上市公司收购的重要参与者,应当遵守证券市场规则,《证券法》第19条第2款明确规定,“为证券发行出具有关文件的证券服务机构和人员,必须严格履行法定职责,保证所出具文件的真实性、准确性和完整性”,第160条进一步规定,“会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构,应当勤勉尽责、恪尽职守,按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务”。另一方面,针对会计师和律师及其活动,既要适用《证券法》,又要适用《注册会计师法》《律师法》及相关执业准则,还要适用民事法律。鉴于此,《证券法》全面系统地规定了证券公司和保荐人的职责,而对会计师和律师,则仅就其应当遵守的一般行为准则作出规定,而未全面规定会计师和律师的行为准则。

需要指出,在注册制下,证券监管机关与证券公司、会计师和律师事务所等主体之间,不是单纯的命令与服从关系,而是存在一种特殊的协作关系。即证券公司、会计师和律师事务所虽然是受发行人或上市公司聘请履行职责,其间带有商业关系的属性,但同时也是证券监管机关有效监管的重要支撑力量,不宜将各中介机构简单定位于“被监管对象”,而应当承认其是限定范围内的“监管合作伙伴”。

四、重构《证券法》的实施机制

2019年《证券法》优化了旧《证券法》的规定,在诸多方面有巨大进步。然而,好的制度还需要强有力的实施机制和执行措施,如此,才能将《证券法》落实到位,才能激活《证券法》的强大力量。

首先,明确了投资者保护机构的法律地位。在我国,投资者保护专责机构主要是中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)和中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称投保基金公司)。其中,旧《证券法》规定了投保基金公司的地位,而未提及投服中心的地位。然而,两个机构自成立以来,在持股行权、纠纷调解、维权事务和投资者教育等方面,已经发挥并将继续发挥重要作用,极大地提升了保护投资者权益的水准,在国际上也获得了较高赞誉。《证券法》明确称其为“投资者保护机构”并赋权其专责从事投资者保护事务,这为落实的《证券法》的规定,提供了重要的组织保证。

其次,创设了“中国特色的证券集体诉讼”制度。集体诉讼或集团诉讼,通常被认为是民事诉讼法制度的组成部分,很少在具有实体法性质的《证券法》中作出规定。在此次修改《证券法》的过程中,立法机关考察了美国式“集团诉讼”的优劣,关注到美国式“集团诉讼”在律师费收取、滥用诉权等方面出现的问题,总结了我国《消费者权益保护法》关于“团体诉讼”的立法和实践经验,创设了“中国式的证券集体诉讼”模式。即在原有单独诉讼和代表人诉讼的基础上,明确规定“投资者保护机构受五十名以上投资者委托,可以作为代表人参加诉讼,并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记,但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外”。在这种兼具集团诉讼和团体诉讼色彩的新型诉讼模式中,一方面,投资者保护机构是提起集体诉讼的适格原告,其他组织或个人有权按照《民事诉讼法》提起单独诉讼或者代表人诉讼,但不得提起集体诉讼;另一方面,投资者保护机构接受50名以上投资者委托,可以启动集体诉讼,以夯实集体诉讼的代表性。除此之外,《证券法》引入“默示加入”+“明示退出”的模式,使众多小额受损投资者能够得到实际救济,在客观上增加了违法者成本。现有投资者保护机构数量较少,未必能够满足投资者对集体诉讼的需求,对此,应当探讨建立更具竞争性的集体诉讼机制。

再次,努力提高了证券违法成本。证券市场违法成本过低,向来是各方关注最多的问题,旧《证券法》关于最高罚款金额为60万元的规定,是公众诟病最多的问题。对此,2019年《证券法》从两方面作出调整:一方面,大幅度提高罚款金额上限。视违法行为的性质和情节严重程度,将最高罚款的固定金额上调至2000万元。对于擅自公开或者变相公开发行证券的,明确规定处以非法所募资金金额5%以上、50%以下的罚款,再加上没收违法所得的处罚金额,违法成本达到了罕见的高度。另一方面,创设了新的法律责任形式,在事实上提高了违法成本。如在《证券法》第24条条件成

就时,监管机关责令发行人回购证券和责令控股股东或实际控制人买回证券的规定;《证券法》第63条规定,违反规定买入上市公司有表决权的股份的,在买入后的36个月内,对该超过规定比例部分的股份不得行使表决权。

最后,建立了证券市场诚信档案制度。中国证监会早在2017年就发布了《证券期货市场诚信监督管理办法》,后于2018年作出修订,扩大了主体范围和信息范围,建立了重大失信黑名单制度,建立了市场准入环节的诚信承诺制度,建立了市场主体诚信积分管理制度,形成了行政许可绿色通道制度、市场主体互查制度以及事后监管的诚信约束机制。在总结上述经验的基础上,2019年《证券法》第215条明确规定,“国务院证券监督管理机构依法将有关市场主体遵守本法的情况纳入证券市场诚信档案”。这虽然只是一个条款的规定,但确认了监管部门的长期实践,进而夯实了证券市场诚信档案制度的法律基础,也为未来柔性实施新《证券法》提供了有效的制度工具。

五、期待未来

法律文本只是多数人达成共识的结果,共识却未必总是科学的,因而,难免有或多或少的遗憾。在观察者中,有人站在理论角度,自然会找到理想与现实的冲突和矛盾;有人站在域外法角度,或许认为法律修改瑕疵甚大,却忽略了中国证券市场发展的阶段性特性;有人站在操作角度,或认为2019年《证券法》的某些修改难以落地,如此种种,难以逐一列出。笔者认为,历经5年左右的修改,2019年《证券法》的最终文本是基本成功的,未来一段时间的主要任务,应当是研习、检验《证券法》的实际效用,从多个维度观察其进一步发展的空间。

第一,如何应对证券无纸化的现实问题?早在10多年前,学术界就开始了证券无纸化问题的讨论,当时甚至有将证券无纸化入法的可能性,却最终未能如愿。证券无纸化是一个非常重要的现实问题,我国几乎所有上市证券均采用无纸化形式,证券的持有均以托管或登记为准,而非以实物券的持有作为标志。无纸化形式对证券权利的持有产生了巨大影响,也将影响投资者的交易权及其实现,应在未来给予更多关注和考虑。

第二,应否扩大公募的注册豁免问题。相较2014年公开的《证券法(修订草案)》,2019年《证券法》大幅压缩了公开发行的豁免范围,其中沉淀的是对各种可能

的非法集资的担心和顾虑。其实,豁免并非自动豁免,而是声明豁免或者备案豁免。限缩公开发行豁免的范围,无法有效阻止市场上存在的非法集资;在更广范围内采用豁免规则,不是容忍非法集资,恰恰是灵活监管非法集资的重要机制。对于这个问题,需要人们打开“心结”,逐渐形成更多共识。

第三,如何协调与相关法律的关系问题。此次修改《证券法》未能与《公司法》修改形成联动,造成部分规则存在体系错位问题。例如,与上市公司有关的部分规则本属于公司治理规则,更适合纳入《公司法》中,但因在立法上无法实现联动,这些亟待写入《公司法》的规则,不得不先写入《证券法》;同时,注册制的实施,意味着行政许可观念和规则的改变,未来落实注册制,应当同时修改《行政许可法》。然而,在《证券法》本身问题丛生的背景下,实难抽出精力梳理《行政许可法》的相关规定。未来应当警惕的是,由于我国实施的注册制是附加实质或法定条件的注册制,不同于美国式注册制,行政监管机关保留着不予注册的职权,但不予注册的考量因素却不甚明确,这将影响证券交易所的审核,也将影响融资者筹资计划的安排。如何协调证监会与证券交易所之间的关系,如何满足融资者融资的可预测性要求,显得尤其重要。对这个问题的处理,直接涉及如何解读我国注册制的真实含义。

第四,如何落实2019年《证券法》的多项创新规则问题。创新规则由于缺少经验,落地难度很大。2019年《证券法》不仅创设了虚假陈述行为人买回证券的规则,还创设了收购人超额收购股票时的表决权限制规则。从现实角度来看,这些规则是非常有意义的,但如何看待买回证券的性质,以及证券买回程序,监管机关究竟以何种行为作出决定或者责令,以及该等决定或责令可否复议等,均值得观察。在超额收购限制表决权上,该等限制究竟是由上市公司直接予以实施,抑或依赖司法或行政程序的介入而予以实施?若为司法或行政介入,其启动程序较为复杂,上市公司表决权难免在较长时间里处于不确定状况,从而导致公司决议是否通过存在较大的不确定性,从而诱发公司关系的紊乱。

第五,如何看待提高违法成本的问题。违法成本的高低,是一个价值判断问题,难有一定之规。有些人认为罚款金额甚高,在他人眼中却未必如此。然而,从依法行政和有限政府角度来说,行政处罚必有“天花板”。在实践中,就必然出现即使按照最高限额处罚,但仍被认为处罚较轻的案件。其实,在行政处罚存在“天花板”的情形下,民事救济就成了更有效的投资者保护措施,只有当违法成本变成对投资者的补偿时,才能满足投资者的合理诉求。因此,最高人民法院未来如何修改相关司法解释,

应当成为人们观察的重点之一。

最终发布的《证券法》是已有实践经验的总结,更是深化研究的新起点,在证券市场结构和关系之持续变化中,需要观察证券法制的市场化和法治化走向,重构监管者及市场主体之间的崭新关系,唯有契合市场需求、反映中国特性、尊重法治精神的证券法,才具有强大的生命力。