

## 注册制渐行渐近 投资者权益保护制度要跟上

证券时报记者 于德江

注册制即将施行,但《证券法》尚未修订完毕,投资者权益保护机制仍停留在核准制之下踏步不前,投资者合法权益的保护如何才能跟上步伐?

2015年12月27日,全国人大常委会表决通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》,授权国务院对拟在上海证券交易所、深圳证券交易所上市交易的股票的公开发行,调整适用《中华人民共和国证券法》关于股票公开发行核准制度的有关规定,实行注册制度,具体实施方案由国务院作出规定,报全国人大常委会备案。决定自2016年3月1日起施行。

《证券法》尚未修订完毕,通过全国人大常委会授权的方式推行注册制,可见高层对证券市场改革的坚定决心。发行制度由核准制到注册制,监管部门进一步放权,发行人和中介机构各尽其责,将有利于推进A股的市场化进程。

上述决定注意到投资者权益保护的问题,要求国务院加强对股票发行注册制改革工作的组织领导,要求国务院证券监督管理机构会同有关部门加强事中事后监管,防范和化解风险。中国证监会主席肖钢曾表示,投资者对发行人的资产质量、投资价值自主判断并承担投资风险,监管部门重点对发行人信息披露的齐备性、一致性和可理解性进行监督,强化事中事后监管,严格处罚欺诈发行、信息披露违法违规等行为,切实维护市场秩序和投资者合法权益。

显然,这些规则还不够细化,对投

投资者权益的保护需要更多实际可行的具体措施。证券时报·莲花财经(ID:lianhuacaijing)记者对此采访了多位律师,律师们观点虽不尽相同,却一致认为,现行法律较为落后,难以切实保护投资者利益,急需完善相关法律条文,加大处罚,提高违法成本。

浙江裕丰律师事务所高级合伙人厉健律师呼吁,在授权立法和司法层面尽快完善证券民事赔偿制度。他认为,注册制“走捷径”到达终点,而《证券法》修订还在路上,在今后两年过渡时期,投资者权益的司法保护可能处于“最低谷”状态。

厉健律师进一步表示,证券虚假陈述司法解释施行13年至今没有修订,内幕交易和操纵证券市场民事赔偿司法解释至今没有出台,违法成本太低导致上市公司信息披露违法、违规行为屡见不鲜,严重侵害投资者权益,期盼最高法院及时修订或出台相关配套司法解释,定期发布证券民事赔偿指导案例,在司法层面充分保护投资者权益。

众所周知,现行《证券法》制定于1998年12月,2005年做过较大修订,其后进行过个别条款的修改,但关于信息披露的内容较少,《刑法》中关于证券犯罪的量刑也比较轻。广东奔奔律师事务所律师刘国华律师认为,发行人的违法成本明显偏低,目前法律对投资者的保护在刑事、行政、民事方面力度和深度均显不足。

《证券法》对发行人及直接责任人的处罚力度与获利情况相比明显偏弱,且并未提及对投资者赔付的问题。《证券法》第189条规定了对欺诈发行的处罚措施,发行人不符合发行条件,以欺骗手段骗取发行核准,尚

未发行证券的,处以30万元以上60万元以下的罚款;已经发行证券的,处以非法所募资金金额1%以上5%以下的罚款;对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以3万元以上30万元以下的罚款。第193条对未按照规定披露信息,或者所披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,处理方式和第189条相同。

我国《刑法》在160条欺诈发行股票、债券罪,161条提供虚假财会报告罪,181条编造并传播证券、期货交易虚假信息罪中,虽具体列明了犯罪构成要件及量刑标准,但无论获利多少,最重刑罚无一超过十年。《刑法》并未对故意隐瞒应披露信息、不及时发布信息并造成严重后果的行为规定罪名和刑事责任”,刘国华说,这使得一些违法者不会受到刑法的制裁,从而缺少威慑诸多违法行为的刑罚手段。”

刘国华建议,在立法层面修改目前的法律法规,改变违法者高收益、低风险格局,加重违法主体的刑事、行政和民事责任,做到有法可依。另外,刘国华认为,可以引进集团诉讼制度,对违法者给予惩罚性罚款等。

另据财新报道,在讨论注册制法案过程中,全国人大常委会委员杜黎明曾指出,在证券法尚未修改完成的情况下,国务院决定中应增加加大对发行人和中介机构处罚力度的内容,比如建立责令回购股份和责令先行赔付制度,在证监会认定欺诈发行的情况下,要求发行人及其控股股东、实际控制人从投资者手中回购股份;要求保荐机构在民事诉讼程序启动前,先行赔偿投资者损失。此外,杜黎明还建议中国证监会严格执行退市制度,对欺诈上市的公司实施强制退市。



## 解析香港注册制的三块“他山之石”

刘文

他山之石,可以攻玉。我国香港特别行政区作为国际金融中心之一,其股票市场法例、法规相对成熟及完备,特别是股票发行制度体系中发行审核制度、信息披露制度以及发行定价制度尤为值得参考。

### 发行审核:双重存档制实现职能分离

所谓“双重存档制”,是指根据《证券及期货条例》及其配套规则的规定,证券发行上市的申请人,须在向联交所提交申请书后一个营业日内,将副本交证券及期货事务监察委员会(下称“证监会”)存档。

根据联交所与证监会双方签署的《上市事宜谅解备忘录》,证监会是发行审核监管权力的源头,联交所的权力来自证监会的转授。证监会通过监督联交所是否依法行使审核权间接地履行证券发行上市的监管职能,同时其拥有法定的调查及执法权,并保留核准决定的最终否决权。

基于上述规则,在发行和上市审核中,实行双重存档制,联交所起主导作用,证监会仅对公司的信息披露进行原则性的形式审核。

一方面,联交所侧重于实质审核,其重点在于申请材料是否符合《上市规则》和《公司条例》的规定,同时依据单纯盈利指标、市值、收入、现金流指标、市值加权收入指标,评价上市公司持续经营能力和业务规模的标准水平。同时,联交所通过发布常见问题和上市决策的方式,进行政策性的指引,并就此就上市适当性给出原则性意见。

另一方面,证监会侧重于形式审核,其重点在于审核申请材料是否符合《证券及期货条例》及其配套规则的规定,关注招股书的整体披露质量及该证券的上市是否符合公众利益。证监会要求发行人严格按照法规要求,提供一切与发行相关的材料,但只对这些材料的真实性、完整性进行审查,而不直接对申请上市公司的投资价值作出判断。

参照上述双重存档制,我国下一阶段可以考虑实验实质审核及形式

审核相分离的发行监管模式,由证监会将部分审查权力授权给类似于联交所等评审机构,实现公众权益与商业利益的独立评定。该等模式的优势在于:首先可避免证监会因自身兼具指控者和裁判员的双重角色,而导致权力寻租;其次,减轻监管部门的负担,提高审查效率,有利于证监会更关注上市公司对公众利益的影响;再次,夯实专业评审及监管部门作为市场组织者的重要地位,由其对发行人的持续经营能力等实质因素进行专业判断,为上市公司的质量提供适度的保障。

### 信息披露:全面披露体系

第一,确立完善的信息披露管理体系。香港证券市场实行集中监管与自律监管相结合的监管体制,对上市公司信息披露的监管由香港证监会和香港联交所共同负责。其中,由香港证监会直接负责的与信息披露相关的主要集中在收购、合并、股份回购以及上市公司私有化方面,同时对香港联交所上市事务方面的活动进行监督,其他大部分信息披露的一线监管工作主要由联交所完成。

第二,构建严密的信息披露法律框架。香港信息披露制度主要体现在以下法规、守则、规则和准则:香港法例,包括《公司条例》、《证券与期货条例》、《保障投资者条例》等;香港证监会制定的规章,包括《公司收购及合并守则》、《股份回购守则》等;香港联交所制定的带有合同性质的规则:《香港联合交易所有限公司证券上市规则》;会计专业组织制定的有关公司会计和财务信息披露方面的准则,《香港会计准则》和《国际会计准则》。其中,《证券及期货条例》归纳及更新了香港过去十余年监管证券期货市场的法规案例,确立香港股票市场的法律监管体系,从既往案例及历史经验中,汇总信息披露的核心要义,体现真实、准确、完整和及时的披露标准。

第三,划分全面的信息披露对象范畴。香港联交所《证券上市规则》第14章“各项须予公布的交易”中,详尽地规定了有关“非常重大的收购

事项”、“主要交易”、“须予披露的交易”、“股份交易”、“关联交易”等各个类型、级别的交易的信息披露对象范畴。

第四,设计多元的信息披露违规追责途径。以专门监管机构的行政监管为主导,辅之以民事索赔,为投资者提供法律救济保障。其一,监管机构在调查失实或虚假的信息披露事件中,可以发出类似法院传票的通知,传唤证人或要求提供指定文件,且传唤对象不限于受监管机构或个人。同时,监管机构的调查和处分行为受到严格的程序约束,调查和决定相对分离,并且其相关决定须接收独立的上诉仲裁处的复核;其二,对于信息披露过程中涉及内幕交易、操纵市场等情况复杂、手段先进、牵涉市场整体的不当行为,主要不依赖于刑事检控,而是通过设立专门的市场不当行为仲裁处,采用民事案件的证据原则进行裁断,以降低举证难度,提高审理效率,增强执法实效性。

基于上述,我国注册制背景下的信息披露制度,可以考虑调整信息披露监管体系,针对不同类型的信息明确不同的披露标准和审查模式,以案例汇编的形式总结并形成具有指导意义的信息披露指引,借此补齐现有法律法规难以准确地体现信息披露灵活性、多样性的短板。更为重要的是,执法部门或司法机关对于扰乱市场秩序、操作市场价格的失实虚假信息,在采取行政或刑事措施予以打击的同时,亦可考虑强化对于中小投资者的民事救济途径的拓展,鼓励投资者采取集体诉讼的形式维权,也可促成承办券商采取先行赔付的模式对于权益受损的投资者予以补偿。

### 发行询价:稳定市场价格秩序

“红鞋”指香港IPO发行公开认购部分,按照“人手若干股”原则,以股票申购账户为准,保证每个有效申请账户都可获得部分新股股份。源于香港证监会与港交所于1994年11月发表《关于招股机制的联合政策声明》,采用累计投标和固定价格公开认购混合招股机制。即股份配分为香港公开认购部分和国际配售部分,公众和机构投资者可对香港认购部分认购,使个人投资者有能够参与新股发行。为防止机构参与公开认购并导致散户投资者中签率降

低,1997年5月证监会和联交所再次发表联合公告,要求承销商将公开认购部分再分为A、B两组。其中A组分配予认购额500万港币或以下的投资者,B组分配予认购额500万港币以上的投资者,两组均以公平基准分配股份。这一措施使小额股份认购者得以获得较高中签率,保障了散户投资者的利益。

“绿鞋”指超额配售选择权而言,发行人在股票上市后一段时间内授予主承销商的一项选择权。按照惯例,获此授权的主承销商按同一发行价格超额发售不超过包销数额15%的股份,即主承销商按不超过包销数额115%的股份向投资者发售。在许可卖空的情况下,如果超额配售未获发行人许可,则被称为“光脚鞋”,一旦股票上市后股价上涨,包销商就必须以高于发行价的价格回购其所超额配售的股份,从而遭受经济损失。承销商在价格稳定期间,可行使超额配售权,要求发行人增加股票供应量,分配给提出认购申请的投资者;或者运用“绿鞋机制”筹集的资金,从二级市场购买发行人股票,从而减少股价波动,在一定程度上维持股价在上市初期的稳定性。

在未来实行注册制涉及“打新”时,可以考虑“红鞋”与“绿鞋”交替使用。在新股发行结果相对乐观,整体投资氛围明朗的前提下,为解决机构投资者在询价时联合压价,获得较大比例新股的现实难题,可以考虑从规则设计层面上,参照香港“红鞋”模式,借鉴“人手若干股”思路,调高公众认购总量占总发售股份的比例,降低申购新股最低限额,避免股票申购过度集中,建立机构投资者与一般投资者之间相互制衡、权益对等的关系。在市场波动较大,投资氛围低迷的前提下,强化“绿鞋”模式,根据市场情况调节融资规模,防止新股发行上市后股价下跌至发行价或发行价以下,增强参与一级市场认购的投资者信心,实现新股股价由一级市场向二级市场的平稳过渡,最终将定价权交还市场。

笔者认为,发行审核模式、信息披露制度、询价定价机制作为基础工程,需要法律工作者从立法、司法、执法等多个层面进行深化钻研,由此方能促成我国股票发行注册制改革顶层设计的最终实现。

(作者单位:广东盛唐律师事务所)

## 注册制投资者保护之我见

宋一欣

依然会影响注册制的施行。

看点之二:监管转型及其处罚。2015年12月27日,全国人大常委会审议通过《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》,该注册制法案自2016年3月1日起施行,实施期限为二年。

该法案是在《证券法》修订草案仍需完善的情况下,对股票发行注册制改革制度允准先行先试的变通之法,同类做法在实施自贸区改革时也操作实施过。

所谓注册制,是指证券发行申请人依法将与证券发行有关的一切信息和资料公开,制成法律文件,送交证券发行审核机构审查,证券发行审核机构只负责审查发行人提供的信息和资料是否履行了信息披露义务的一种制度。其核心在于,证券发行审核机构只对申报文件的全面性、准确性、真实性和及时性进行形式审查,不对发行人的资质进行实质性审核和价值判断,与核准制的事前控制相比,注册制更主张事后控制。注册制的核心是只要证券发行人提供的材料不存在虚假陈述,即使该证券没有任何投资价值,证券发行审核机构也无权拒绝上市。

对此,中国证监会表示,注册制改革的总体目标是建立“市场主导、责任到位、披露为本、预期明确、监管有力”的股票发行上市制度。同时,中国证监会为注册制实施确立了“循序渐进、稳步实施”的原则,并强调处理好改革的节奏、力度与市场可承受度的关系。

笔者看来,注册制推行后,首当其冲的是如何进一步健全与完善投资者保护制度。虽然原则与方向已然确定,但还是有相当多的看点有待观察。后续投资者保护新政策的出台,

实施注册制后,证券监管部门将重点对发行人信息披露的齐备性、一致性和可理解性进行监督,强化事中事后监管,特别是股票发行制度体系中发行审核制度、信息披露制度以及发行定价制度尤为值得参考。

如何转变监管思路、监管理念与监管方式,实现监管转型却有待观察。同时,行政处罚同案不同罚,顶格处罚与违法所得不匹配,查处、处罚效能与时限、公开等亦需调整。因此,加强证券监管执法,应是证券发行市场化改革的法制保障。

看点之三:投资者适当性管理。一个健全的资本市场,投资者是分层分级的。由于历史原因,我国主板市场一直是中小散户为主,抗系统风险能力较弱。在推行注册制的进程中,促进投资者的适当性管理,既是投资者保护的话题,也是投资者教育的必要。此项作为与注册制相匹配的制度如何调整,亦有待观察。

看点之四:违法行为救济措施。现行《证券法》的弱项是对发行人和中介机构民事追责力度不足。效仿海外证券违法救济制度,除了应加大对违法发行的发行人和中介机构处罚力度外,关于《证券法》修订草案中提及在发生证券发行违法行为时,责令发行人及其控股股东、实际控制人实施股份回购,责令保荐机构等中介机构在民事诉讼程序启动前向投资者实施先行赔付(偿),此两项制度是否也先行先试,有待观察。

另外,我国证券监管史上力度最强的退市制度实施已有十余年,但强制退市与主动退市公司寥寥无几。此番注册制的授权实施,是否会改变这种退市生态,也为市场所关注。

(作者单位:上海天铭律师事务所)