

## 全面实施注册制对资本市场争议解决的影响

作者：资本市场争议解决

2023年2月1日沪深主板市场进入注册制改革过渡期，标志着我国资本市场建立33年后，全面迈进“注册制”时代。回顾2018年11月习近平总书记在上海宣布科创板实施注册制试点以来的四年，相比发行、交易制度建设与实践，变化更大、对市场参与主体冲击更直接的可能是资本市场监管活动与纠纷处理。短短几年间，我们见证了颁布近20年的《虚假陈述司法解释》全面修订，长期分割的债券市场实现跨市场行政执法与统一法律适用，中国特色证券集体诉讼机制的形成与首例“特殊代表人诉讼”，上市公司“壳”价值降低及相应民事责任从发行人向中介机构全面转移，以及中国证监会掀起的监管风暴和在此过程中陨落的一个个“明星”企业。

全面实施注册制，遵循市场规律，以法治的理念和方法解决市场运行中的问题，是资本市场走向成熟的必经之路。如果将包括本轮征求意见在内的各项制度规范比喻为我国资本市场的“筋骨”，那么在制度运行过程中妥善适用有关规范、解决市场参与主体间各类纠纷的争议体系，就是支撑市场持续、稳定运行的“血肉”。事实上，美国从《1933年证券法》到现在证券法律制度近百年发展，其核心制度规范早已为我国吸纳接收。真正让任何一国都难以简单模仿或“拿来”的，是其争议解决机制、裁判规则、司法案例及背后的专业共识与市场文化。

资本市场争议解决集中体现了市场参与主体的博弈，反映了市场对规则的理解和把握。因此，参考试点期间的市场变化与发展，理解和预判全面实施注册制对我国资本市场争议解决的影响，具有重要的意义。

### 一、以信息披露为中心，虚假陈述是解决资本市场参与主体间争议的核心法律制度

注册制改革的本质是把选择权交给市场，由投资者对发行人商业质量、股票价值作出判断。全面、充分、有效的信息披露活动，是保障投资者获取必要信息、作出自主决策的基础，是注册制资本市场稳定、有效运行的必要条件。因此，本次改革进一步确立以信息披露为中心的注册制架构。

将商业判断权交还给市场，不代表公权力无所作为。恰恰相反，自试点实施注册制以来，中国证监会明显加强执法力度，更加积极地对包括中介机构在内的信息披露违法行为做出负面评价。这些监管活动成为投资者依据《证券法》虚假陈述法律责任制度主张民事赔偿的现实基础。回顾过往、展望未来，虚假陈述在注册制资本市场争议解决中的核心地位，可以从以下三个方面理解：

第一，虚假陈述作为违反信息披露义务的法律责任制，与后者共同构成实现注册制“市场化、法治化”目标的一体两面。我国有关打击信息披露违法行为的行政、刑事机制一直存在，但效果差强人意。虚假陈述民事责任制度可以最大程度发挥市场力量，通过向信息披露违法主体要求巨额民事赔偿，倒逼其守法、谨慎行为。特别是针对上市公司董监高、各类中介机构等过失侵权责任主体，刑事追究没有适用空间，行政责任力度有限，虚假陈述民事赔偿是经发达市场检验最有效的监督手段。试点注册制以来，行政监管发现问题、民事诉讼直击痛点的联动效应也给市场留下深刻印象。

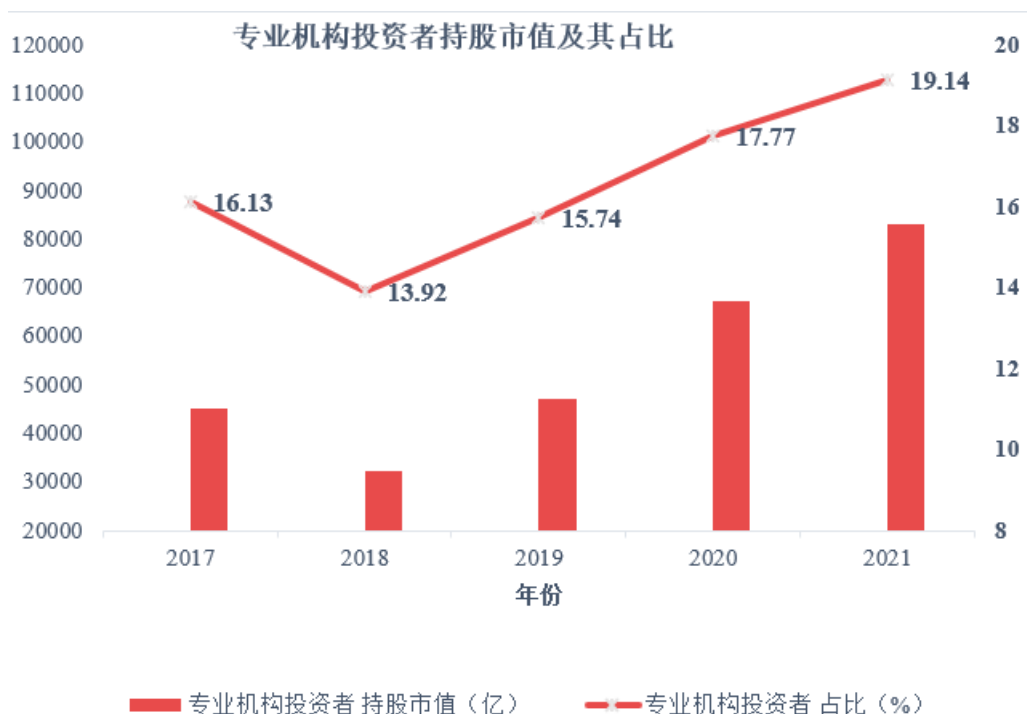
第二，资本市场自身特点要求其法律适用以证券法特殊规则为优先，一般民商事规则受到限制。公开发行、集中竞价、净额结算等规则决定了证券发行与交易适用最严格的商事外观主义，《证券法》第117条规定按照依法制定的交易规则进行的交易，除非证券交易所介入，不得改变其交易结果。这导致类似“合同解除、返还原物”等传统民商事法律制度不适用于证券交易活动。即使是直接影响合同目的实现的欺诈发行行为，也需要在不改变交易结果的情况下，通过虚假陈述制度予以处理。

第三，信息披露是注册制资本市场证券发行与交易活动的根本要求，虚假陈述的适用范围涵盖各类型与非典型证券。一方面，除股票与债券外，《证券法》第2条规定的其他证券也涉及信息披露问题。同时我国尚没有明确区分公开发行与“私募”证券活动的信息披露原则与中介机构履职标准，实践中这一差异也是渐进而非黑白分明的。因此，不同程度的信息披露要求及虚假陈述责任普遍存在于各类证券活动中。另一方面，部分因历史原因不受证监会监管的资本市场活动也具有鲜明的证券特征，例如银行间市场债券与区域股权市场有关业务。这类市场活动的明显趋势也是回归证券法本质，统一法律适用。

因此，毫不夸张的说注册制的本质是信息披露，信息披露的背面即是虚假陈述。全面实施注册制，预示着虚假陈述将成为我国资本市场争议解决最重要的基础法律制度。

## 二、中国特色的投资者保护机制不断完善，市场化专业机构投资者占比提高，投资者维权意愿与能力明显提升

全面注册制将形成卖者有责、买者自负的市场环境，对中国特色投资者保护机制提出了更高的要求，相关制度建设也在过去几年蓬勃发展。2019年新《证券法》规定了证券纠纷特别代表人诉讼制度。2021年中证中小投资人服务中心有限责任公司（“投服中心”）代表数万名投资者提起“康美药业案”，开启了中国特色证券集体诉讼的先河。同时，注册制还将带来资本市场投资者结构的深刻变化。长期以来，我国资本市场以“散户”为主，这一情况在过去几年有所改善，但与英美发达市场仍有巨大差距（后者机构投资者持股市值占比超过六成）。全面实施注册制以后，面对资本市场的海量信息，个人投资者在信息获取、行业知识、技术支持，以及信息处理及理解能力上与机构投资者的差距将更加明显。可以预见经过市场机制选择，机构投资者占比将进一步增加。



(数据来源: 2018-2022 年上海证券交易所统计年鉴)

以上情况综合作用,将给我国资本市场争议解决带来深刻影响。一方面,以投服中心、特殊代表人诉讼为代表的中国特色投资者保护机制使得“国家队”下场参与资本市场民事争议活动,成为监管机构之外打击重大证券违法行为的最强力量。另一方面,机构投资者在专业水平、维权质量方面显著高于个人,能够综合运用人力、财力与市场信息优势发现虚假陈述行为;同时由于机构责任的要求,其也更有动力发起维权行动。此外,机构投资者在证据保全、律师选聘方面具有丰富经验,是相关民事诉讼中最难缠的对手。

最后,虽然法律上已取消“前置程序”要求,目前证券虚假陈述诉讼仍主要以行政或刑事调查为基础。但在全面注册制下,信息披露由“监管者导向”向“投资者导向”转变,机构投资者可以发挥专业优势,主动发现、主动索赔。未来我国资本市场也可能出现类似美国浑水(Muddy Water)、兴登堡研究(Hindenburg Research)等专以虚假陈述调查为手段实现投资目的的做空机构。

### 三、退市机制全面落地,中介机构民事责任常态化、专业化

退市是注册制的重要组成部分。在准入端强调市场导向的同时,退出端也要更加严格地贯彻法律标准,“有进有出”才能打造“优胜劣汰”的资本市场良性生态。随着注册制全面实行,退市机制也将进入“常态化”运转新阶段,价值企业会相继涌入,问题企业则加速出清。

由于退市牵涉多方利益,在试点注册制以前 20 余年时间里,退市难、退市慢的问题非常突出。不少面临退市风险的上市公司抓住其中的转旋空间,利用自身上市主体资格进行资本运作,通过“卖壳”实现“起死回生”。投资者历经过过山车式的起落,往往能够等到上市公司恢复偿付能力。在此情况下,即便因虚假陈述等违法违规行为遭受损失,投资者也可以通过向上市公司索赔受偿,没有必要追究中介机构责任。这客观上缓和了其他市场参与主体的责任风险。

四年试点注册制改革以及其间施行两年的退市新规效果显著。2022 年我国退市企业数量再创历史新高,一共 43 家公司退市,其中强制退市 42 家,还包括一家因连续多年财务造假的重大违法行为而退市。供给

端的放开与常态化退市机制极大打压了上市公司“壳资源”价值，同时也消磨了投资者与中介机构之间的“安全垫”。投资者面对无力回天的退市企业，直接调转矛头指向具有偿付能力的中介机构。

与此同时，新《证券法》与虚假陈述司法解释，新司法裁判实例和不断加大的监管力度为投资者维权提供了强有力支持，一时间涉及中介机构的合规事件与索赔案件呈现井喷态势，起诉中介机构甚至成为了维权方案中的规定动作。随着全面实行注册制，围绕退市产生的证券侵权争议已成为各方激烈角逐的重要战场。

可以预见，随着注册制改革的不断深入，证券监管力度将持续加大。具体到退市上，被市场“淘汰”的企业势必成为监管重点，中介机构、甚至上市公司董监高都会持续承压。同时，企业退市后，民事赔偿制度成为投资者权利救济的最后一道防线，直接影响市场信心。因此，在此前裁判规则建设与实践经验积累的基础上，司法机关将会更加专业与精细地处理有关争议案件，包括协调注册制下民事赔偿与行政处罚、刑事责任间的立体惩戒体系，实践民事赔偿优先的责任承担原则<sup>1</sup>。

因此，注册制下的资本市场中介机构会在上市公司的动态调整中深度经历放管结合与司法裁判的交叉检验，唯有归位尽责、勤勉履职，才能更好地享受市场发展红利，为注册制保驾护航。

#### 四、证监会职能定位进一步转变，“放管结合”下的监管压力全面提升，妥善应对证券监管将成为资本市场争议解决重要组成部分

全面实施注册制后，上市公司规模和数量将逐渐进入动态调整阶段，被监管对象将更加复杂多变。长期来看，在下放前端上市审核权限的同时，我国证券监管活动可能出现如下方面的变化：

##### 第一，横向执法的协同配合与纵向多层次监管工具的确立与完善。

横向层面，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》强调要加强证监会与公安、司法、市场监管等部门及有关地方的工作协同，整合刑事、行政与民事法律手段，形成高效打击证券违法活动的合力。全面实施注册制以后，证券违法活动可能同时呈现多发、隐蔽甚至跨境等特点。作为应对，证监会很可能进一步强化与公安、司法机关等部门的合作，从刑事、行政与民事角度全面追究相关主体的证券违法责任。

纵向层面，目前证监会的监管工具包括行政处罚、行政监管措施，交易所和协会层面的自律处分措施等，已经初步形成符合我国资本市场特征的多层次监管工具体系。其中，随着《中国证券监督管理委员会行政处罚听证规则》、《行政处罚委员会组织规则》、《证券期货违法行为行政处罚办法》等文件的颁布实施，证监会行政处罚流程日趋规范成熟。但是，非行政处罚的行政监管措施尚无体系化规范，行政监管的立案、调查、认定、救济等程序有待完善。全面实施注册制后，为遵循“过罚相当”原则，对层出不穷的证券违法行为实施有效监管，证监会很可能增加监管措施的使用频率，并以此为抓手，继续健全包括行政处罚、监管措施、自律处分等在内的多层次监管工具。

##### 第二，重视科技手段在监管中的运用，强化科技监管建设力度。

证监会在《证监会有关部门负责人就全面实行股票发行注册制答记者问》中强调：“将适应全面实行注册制的要求，加快监管转型，推进科技监管建设，切实提高监管能力。”

<sup>1</sup> 最近上海金融法院在原告于某等 13 名投资者与被告鲜言操纵证券交易市场责任纠纷一案中首次依据《证券法》第 220 条关于民事赔偿优先的规定，对被告证券操纵刑事案件罚没款作相应保全，优先用于执行民事判决。该案被最高法院评选为“新时代推动法治进程 2022 年度十大案件”之一。

“科技监管建设”包括有效运用大数据、人工智能、区块链等技术，建立证券期货市场监测预警体系，构建以科技为支撑的现代化监管执法新模式，提高监管执法效能，加强对严重违法隐患的排查预警，做到有效预防、及时发现、精准打击。目前，证监会在内幕交易、操纵市场等违法行为的监测和预警上表现出较高水平的科技监管能力，未来随着人工智能的发展以及全面实施注册制后监管实践的需要，证监会将在更多领域加强科技监管投入，及早发现、及时处置各类证券期货违法违规行。

### 第三，证券期货行政执法当事人承诺制度进一步落地开花，更多行政和解案件逐渐涌现。

2015年，证监会颁布实施《行政和解试点实施办法》与《行政和解金管理暂行办法》，建立了证券期货行政执法和解结案制度。2021年，国务院发布《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》，证监会以此为依据于2022年发布实施了《证券期货行政执法当事人承诺制度实施规定》、《证券期货行政执法当事人承诺金管理办法》，进一步完善证券期货行政执法和解制度。

但是，由于启动门槛较高，该制度实施多年以来，实际落地的案件数量较少。全面实施注册制后，行政和解制度将在违法性质不严重、能够采取有效措施纠正涉嫌违法行为、赔偿投资者损失、消除不良影响的案件中存在广阔适用空间。

## 五、操纵市场、内幕交易等其他重大证券违法行为民事责任问题进入实践阶段，相关裁判规则逐步建立

2005年《证券法》修改时即规定操纵市场与内幕交易给投资者造成损失的，行为人应当依法承担赔偿责任。但是与虚假陈述不同，这两项证券违法行为不以具体投资者为侵害对象，在因果关系和损失认定方面非常复杂。虽然有关民事责任的理论研究和讨论一直存在，但是司法实践发展非常缓慢，最高法院也未出台相应司法解释。其中，有关操纵市场民事赔偿的尝试可追溯至2001年“亿安科技”事件，因缺乏法律依据，法院面对众多自然人投资者的起诉最终未予立案。此后，北京法院在另外两起案件中，也以原告未能证明投资决策与损失和操纵市场行为间存在因果关系为由，驳回投资者起诉。内幕交易方面，人民法院在2009年“潘某某案”、2012年“黄某某案”中都主要以因果关系为由驳回原告起诉。

目前，两类纠纷均已出现个别原告胜诉案例：操纵市场民事责任第一案中，某医疗类上市公司通过对外发布不实信息操纵股价；更具代表性的是2022年上海金融法院审理的自然人“鲜言操纵匹凸匹公司股价案”，涉及连续买卖、洗售、虚假申报、利用信息优势操纵等多种手法。内幕交易民事责任纠纷仅有“某证券公司乌龙指案”一例，自2016作出系列判决以来，并未带动起类似纠纷涌现。

总体而言，操纵市场与内幕交易在民事责任追究方面的司法实践远落后于虚假陈述，但是很可能在全面注册制后进入高速发展期。原因在于，一方面现有案例在核心裁判逻辑上借鉴了虚假陈述的成功经验，这符合注册制资本市场以信息披露为中心的特点。未来随着虚假陈述纠纷裁判规则、理论的进一步发展，以其为基础的操纵市场、内幕交易等其他证券违法行为民事责任纠纷的处理水平也将同步提升。另一方面，更重要的是全面实施注册制是我国资本市场坚定迈向“市场化、法治化”发展道路的里程碑。在此背景下，有关民事责任法律制度与裁判规则的建立与完善，将被提升至更优先的位置。例如，2022年11月于上海举办的金融街论坛年会上，最高法院民二庭庭长林文学明确表示：“欺诈发行、内幕交易、操纵市场，是资本市场的‘毒瘤’。我们要着手研究内幕交易和操纵市场侵权民事赔偿问题。”

因此，全面实施注册制对资本市场的影响是深入文化、理念并反映于实践的，将进一步推动内幕交易、操纵市场民事责任等我国资本市场“重大疑难”法律问题的解决。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com

### 赵之涵

电话： +86 10 8524 9470

Email: zhihan.zhao@hankunlaw.com

### 何春艳

电话： +86 10 8525 4631

Email: chunyan.he@hankunlaw.com