

## 大力推进依法治市,用法治引领、 推动和保障资本市场发展

——第五届“上证法治论坛”综述

上海证券交易所法律部

为深入贯彻落实党的十八届四中全会《关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》精神,12月27日,由上海证券交易所主办,中国人民大学、北京大学和华东政法大学联合举办的第五届“上证法治论坛”在北京举行。本届论坛主题为“依法治市:中国资本市场的现实选择和推进路径”。中国证监会副主席庄心一、全国人大常委会法工委副主任信春鹰、最高人民法院副院长奚晓明、最高人民检察院副检察长孙谦、国务院法制办副主任甘藏春、上海证券交易所理事长桂敏杰、中国人民大学校长陈雨露出席会议并讲话。来自立法、司法、执法部门和高校、研究机构的专家学者以及市场专业人士近百人参加会议。

### 一、领导讲话

中国证监会副主席庄心一在讲话中指出,市场经济本质上是法治经济,法治是资本市场善治的根

基。法治引领、推动和保障了资本市场的发展,资本市场的法治实践也推动了我国法治的进步和完善。党的十八届三中、四中全会和国务院关于资本市场稳定发展的“新国九条”,对资本市场发展提出了更高的要求 and 任务。要以法治的思维和方式,扎实做好资本市场改革发展和监管执法的各项工作。一是以股票发行注册制改革为核心,推动修改完善证券法等基础性法律制度。证券法修改是注册制正式实施的前提,要积极配合全国人大对证券法的修改工作。二是以监管转型为重点,进一步提高行政执法效能。要进一步“简政放权”,同时强化事中事后监管的手段和方式,引导和规范市场主体行为。三是以解决投资者经济利益救济难题为目标,健全多元化的纠纷解决和利益补偿机制。要推动完善证券侵权民事赔偿司法解释,积极稳妥推进证券行政和解试点,探索完善专业化调解组织建设。四是以公开透明为原则,积极营造诚信守法的市场环境。要以投资者需求为导向,建立差异化的信息披露制度;坚持以公开为常态、以不公开为例外的原则,全面推进政务公开。五是以构建创新与法治的良性互动为手段,形成法治引领和保障改革创新、改革创新在法治轨道上进行的新常态。市场所有改革创新必须于法有据,立法也要主动适应改革和经济社会发展的需要。

全国人大常委会法工委副主任信春鹰在讲话中指出,十八届四中全会提出加快建立公平的法律制度体系,保护产权,维护契约,统一市场,平等交换,公平竞争,有效监管,完善社会主义市场经济的法律制度,为资本市场法治建设指明了方向。我国资本市场法治相较其他领域更为完善,但从市场机制、法律规制、参与者的诚信水平、监管者的监管能力等方面看,现状仍然是市场机制虽然已经形成,但是行政手段仍然在发挥重要的作用,法律制度还不能够适应市场快速发展的需求,这都是未来法律完善需要关注的问题。全面推进依法治国是对资本市场的最大的利好,按照依法治国的要求完善资本市场法律制度,将有助于资本市场长期、持续、稳定的发展,促进资本市场更规范、更透明、更兴旺。

最高人民法院副院长奚晓明在讲话中强调,夯实资本市场的法治基础,切实保护投资者的合法权益是一项长期任务和系统工程。从司法角度分析,完善资本市场法律制度,当前需要着重解决以下问题:一

是要完善适应多层次资本市场发展要求的法律框架,解决现行法律制度规范场内交易的多、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、对投资者进行实质保护的规范少等问题;二是要完善与股票发行注册制改革配套的民事责任制度,强化和细化相关当事人的行为边界,理顺政府与市场的关系,并以此为中心完善相关监管规则;三是要完善投资者适当性管理制度,解决目前存在的对相同产品采用不同的监管标准、告知说明义务的衡量标准不明确、未尽适当性义务的赔偿范围和免责抗辩事由不清晰等问题;四是要建立多元化的证券纠纷解决机制,切实发挥替代性纠纷解决机制的作用,使行政监管、司法审判和整个证券行业形成合力。

最高人民检察院副检察长孙谦在讲话中谈到,检察机关有责任、有义务通过依法履行职能,为资本市场健康发展提供服务和保障。一是通过依法惩治内幕交易、利用未公开信息交易、操纵证券市场等证券期货犯罪,筑牢依法治市的底线;二是通过依法查办证券领域职务犯罪,加大对金融机构、监管部门国家工作人员利用职权寻租、谋取非法利益犯罪的惩治力度,提升公众对资本市场的信任和信心;三是完善证券犯罪相关追诉标准和司法解释,及时研究解决证券领域犯罪在适用法律方面的突出问题,构建依法治市的完备执法依据;四是积极开展证券犯罪预防工作,遏制证券犯罪的蔓延。

国务院法制办副主任甘藏春在讲话中指出,完善资本市场立法必须从我国资本市场的实际出发,要与不断深化的改革发展进程相适应,从历史和现实的维度准确把握我国资本市场的特点,走出一条中国特色资本市场法治建设之路。下一步推进资本市场立法工作应从以下三个方面着力:一是对现有的资本市场立法进行全面客观的评估,明确发展资本市场的真问题和立法的客观要求;二是要处理好立法与改革、立法与市场等关系,做到立法决策与改革决策相统一,激发市场的活力与防好风险、守住底线相统一,买者自负与卖者尽责相统一;三是资本市场立法要力求凝聚最大共识,找到参与各方的最大公约数,要进一步做好开门立法,不断深化相关各方立法参与程度,体现诉求,回应关切。

上海证券交易所理事长桂敏杰在讲话中指出,当前我国经济正步入以中高速增长为标志的新常态,新常态下资本市场改革发展面临新

机遇,直接融资有望步入快车道,资本形成与输出进入时间窗口,风险管理功能逐步成为发展主题。上交所将按照新“国九条”关于“强化证券交易所市场的主导地位”的战略部署,立足自身定位,加快推进四个方面的转型发展:一是在市场定位上,从本土型交易所向开放型交易所转变;二是在市场结构上,从现货型交易所向综合型交易所转变;三是在市场监管上,从协作型交易所向自主型交易所转变;四是在市场体验上,从平台型交易所向服务型交易所转变。在转型过程中,上交所将继续坚持发挥法治对深化改革的引领、推动和保障作用,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。

中国人民大学校长陈雨露在论坛致辞中指出,资本市场是法治中国的实践者和先行者,是中国市场经济健康发展的助推器。党的十八届四中全会作出全面推进依法治国的重大决定,标志着中国的法治建设进入了新的时代,这对中国资本市场的改革带来了巨大的机遇,资本市场必将在法治的轨道上奋勇前行。

## 二、主旨演讲

在主旨演讲环节,五位知名法学专家发表了精彩的主旨演讲。

中国民法学研究会会长、中国人民大学王利明教授对虚假陈述民事责任制度的完善提出了六点建议。一是取消或限制虚假陈述民事诉讼前置程序的适用;二是将虚假陈述的民事侵权责任定性为不真正的连带责任;三是分类确定虚假陈述财产损失赔偿计算方式,采取向投资者适当倾斜的计算方式;四是适当扩大对投资者损失的救济范围,将因虚假陈述卖出证券遭受财产损失的情形纳入;五是尊重当事人的自愿,避免过度强调调解;六是建立赔偿基金等多元化的损失填补制度。

中国证券法学研究会会长、最高人民法院政策研究室郭锋副主任认为,资本市场法治建设应当重点做好以下几方面工作:一是进一步深化认识资本市场基础功能,发挥资本市场服务实体经济的作用,推进市场改革创新,强化投资功能发挥。二是进一步强化信息披露,加大对内幕交易、虚假陈述等违法行为的追究力度,创造更加公平的市场环境与

秩序。三是强化法律适用的统一性、透明度,提高监管执法的独立性和公正性。四是坚持科学立法,争取通过本次修改证券法,使我国资本市场立法达到国际先进水平。

华东政法大学顾功耘教授提出,对社会资本投入公共企业应当予以特别保护,在类型化改革背景下,应当全面清理税收优惠政策,建立公平的市场竞争秩序。具体建议,一是认真排查优惠政策的性质、类别以及法律依据;二是结合国企类型化改革,分类作出处理;三是税收优惠和财政补贴应当纳入法治的轨道,将有限的资源倾斜支持公共企业。

上海证券交易所徐明副总经理提出,国际化和市场化、法制化是中国资本市场未来发展的基本方向,当前我国资本市场国际化正进入一个“黄金窗口期”。资本市场国际化不仅仅是单纯的对外开放,更为重要的是规则体系的国际化。国际化进程中将面临各种各样的问题与挑战,需要大力加强法制建设。一是改善市场运行机制,提高市场规则的透明性和有效性。合理设置跨境证券发行条件和程序,研究解决 VIE 架构、“双层股权结构”等法律问题;适时评估市场准入制度,分阶段进一步放松管制;完善信息披露制度,实行分时段披露、分行业披露,减少不必要的停牌。二是加强资本市场监管,增强国际证券监管合作。重点加强跨境违法行为监管,完善跨境投资保护机制,推动国际组织制定相关国际公约、协定,促进各国证券法律和监管规则的逐步统一。三是重视证券法律冲突,解决法律适用问题。根据最密切联系原则,结合跨境证券活动不同类型和情况,在《证券法》中直接规定适用的冲突规范;依据对境内投资者利益是否造成损害的“效果标准”,明确证券法的域外效力和管辖权问题。

中国商法学研究会副会长、中国人民大学法学院叶林教授对如何准确把握证券市场特性,推进证券市场法制建设提出了建议。一是市场化、市场开放或者竞争问题是我国证券法和证券市场发展的真问题,直接影响到具体问题的宏观和结构,是解决具体问题的基础;二是重新解读证券市场风险转移和风险管理的基本功能,以此为据在法律上研究制度的构建是否过于刚性、是否合理;三是要重新认识政府与市场的关系,尊重风险市场的运行规律,放弃价格监管和质量监管,彻底转向风险披露的监管思路;四是必须重新认识投资者保护的宗旨,将投

投资者保护作为证券法坚守的最重要底线。

中国证监会首席律师、法律部黄炜主任在主持时指出,资本市场是规则先行的市场,资本市场的发展史同时也是一部法治发展史。法治与市场之间存在正相关的辩证关系,法治兴则市场强,法治衰则市场疲。未来,将继续按照法治的思维和方式推动资本市场的改革发展,积极配合《证券法》、《期货法》等基础性立法,梳理完善配套规章、规则体系,继续清理、精简行政审批事项,强化事中、事后监管,加大监管执法力度,切实发挥法治对资本市场的保驾护航作用。

### 三、专题研讨

在专题研讨环节,与会专家、学者和证券公司、上市公司、律师事务所等市场机构人士,围绕“资本市场法律体系建设展望”、“股票发行注册制与证券立法”、“多层次市场发展的制度构建”、“债市发展与衍生品创新的法制路径”、“资本市场监管执法”和“证券司法与多元解纷机制”等六个专题展开了热烈而富有成效的讨论。

在“资本市场法律体系建设展望”和“股票发行注册制与证券立法”专题研讨中,国务院法制办财经司司长刘长春指出,当前《证券法》的修改,应当全面凝聚共识,寻求最大公约数;中国社科院法学所陈洁教授认为,资本市场法律体系从建成迈向大成,要实现从重视政府之手向重现市场之手、从数量向质量、从制定法律向修改法律、从单一的法律设计向整体的衔接四个转变。全国人大财经委法案室龚繁荣主任指出,本次《证券法》修改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。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。国浩律师事务所吕红兵律师认为,注册制要充分发挥中介机构的功能,厘清中介机构的责任;完善多元的法律责任追究机制,从后端强化注册制的保障。

在“多层次市场发展的制度构建”和“债市发展与衍生品创新的法制路径”的专题研讨中,证监会上市公司监管部副主任陆泽峰指出,实

践中多层次资本市场发展迅速,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。浙江证监局副局长蒋潇华认为,从浙江企业发展的实践看,有必要发展地方性区域性市场,服务中小微企业融资,提高资本市场服务实体经济的能力。要将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系,但要以发展私募融资为中心,同时要建立顺畅的转板机制。证监会发行监管部副主任陆文山指出,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。

在“资本市场监管执法”和“证券司法与多元解纷机制”的专题研讨中,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。上海市第一中级人民法院副院长汤黎明建议建立针对资本市场纠纷的多元化的解决机制,发挥仲裁、调解等ADR模式的优势。上海证券交易所上市公司监管一部总监卢文道指出,PE+上市公司模式在实践中日益普遍,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,需要关注的是这种模式还有可能会滋生操纵市场、内幕交易等多种问题。对于这种模式,建议强化有关PE结构、关联交易、利益冲突等方面的披露。

“上证法治论坛”创办于2010年,已连续举办五届。本届“上证法治论坛”聚焦推进资本市场法治的现实选择和推进路径。在回顾和总结资本市场法治发展的基础上,对完善资本市场法律体系、推进资本市场改革发展、强化资本市场法治监管进行了深入研讨,为全面推进依法治市献计献策。