

新证券法下资本市场的“新变化”——写在新证券法施行一周年之际

2020年3月1日，新《中华人民共和国证券法》（以下简称新《证券法》）正式生效施行。作为中国资本市场的根本大法，新《证券法》的生效施行可谓大事、要事、喜事。本次修法历时六年，历经四读，公开征求意见，各方专家论证，虽历程风雨，却春暖花开。如今在新法施行一周年之际，回顾新法给资本市场带来的“新变化”，可谓新法新气象，无论是发行与退市抑或信息披露违法违规的“零容忍”还是投资者维权的面貌，变化不小，正能量不少。

变化之一：发行与退市的“进出革新”

第一，证券发行制度之“变”：全面推行注册制。新《证券法》最大的改变是将证券发行制度由核准制改为注册制，将原有规定“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核准；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券”修改为“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。”两字之差，质的改变。

从实践上而言，考虑到证券市场有不同的板块和不同的证券品种，注册制的全面推行采取分步实施、试点先行的原则，首先在科创板、创业板分步实行注册制。自2019年科创板实施注册制、2020年创业板实施注册制以来，注册制改革试点实践已初见成效，截至2020年底，科创板上市公司数量已达215家，总市值达3.3万亿元；2020年8月24日，创业板改革并试点注册制正式落地，截至2020年底，已有63家创业板企业在注册制下完成了上市，总体而言，科创板、创业板在试点注册制后市场运行较为平稳，各项制度创新和完善基本实现了预定目标。证监会在对科创板、创业板试点基础上进一步评估后，将在全市场稳妥推进注册制。

第二，证券发行范围之“变”：CDR被纳入证券范围。就证券范围的变化而言，新《证券法》将存托凭证（CDR）明确为法定证券后，2020年9月22日，证监会同意九号智能在科创板公开发行CDR注册，系我国境内资本市场首例以CDR形式公开发行注册的案例。

CDR 作为市场创新产品，在科创板公开发行注册对我国资本市场意义重大，丰富了我国资本市场的证券形式。可以预期的是，未来对于中国的大量创新企业，包括同股不同权架构的相关企业以及中概股回归并在境内市场上市等，CDR 都提供了一个新的途径。将 CDR 作为新兴证券形式纳入证券范围，有利于促进我国资本市场的多元化，从而保障交易活跃的市场预期前景。

第三，证券退市制度之“变”：强化退市改革。原《证券法》第五十五条和五十六条分别规定了上市公司暂停上市、终止上市的情形，而新《证券法》取消了前述规定，新增第四十八条：“上市交易的证券，有证券交易所规定的终止上市情形的，由证券交易所按照业务规则终止其上市交易”，改为由证券交易所在其上市规则中对终止上市的情形作出规定。2020 年底，沪深交易所相继发布了新修订的《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》以及《上海证券交易所科创板股票上市规则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》等多项配套规则，落实退市制度改革。

据统计显示，截至目前，A 股历史上共有 127 家公司退市，而在刚刚过去的 2020 年，便有 16 家公司退市，为历年之最，对比 2019 年的 10 家公司退市，增速明显。进入 2021 年以来，A 股市场的退市力度将进一步加大，今年 2 月 18 日，*ST 天夏退市，次日，*ST 航通发布公告，称公司股东大会已审议通过终止公司股票上市事项的议案，*ST 航通也成为退市新规发布后首个主动退市的企业。完善、强化退市监管，可及时将绩差股、题材股等不适应经济转型的上市公司退出市场，在加快市场优胜劣汰的同时，有利于提高上市公司的整体质量，也有利于资本市场的健康发展，最终惠及投资者。

变化之二：信息披露的“没有最严只有更严”

第一，信息披露是注册制及新《证券法》的核心制度。在全面推行注册制发行制度后，证监会等监管机构的行为模式将发生变更，监管重心后移，侧重事中事后监管，包括发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员的事前信息披露是否及时、真实、准确、完整、简明清晰、通俗易懂，该项事前信披工作成为证券市场运行与投资者决策的关键，违规信披将对资本市场秩序造成不利影响，损害投资者利益、投资信心，危及资本市场的诚信建设。因此，在新《证券法》中新设专章规范信披行为，属于新《证券法》修改的核心制度之一。

新《证券法》从多角度完善了对信息披露的规范，扩大了信息披露的内容，对投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息披露作出了“应当充分披露”的硬性要求，并对上市公司的控股股东、实际控制人等信息披露义务人以及保荐人在信息披露方面的责任提出了新要求。

第二，信息披露法律责任之“变”：大幅提高处罚力度，压实看门人责任。新《证券法》大幅提高了对违规信披行为的法律责任规制，顶格罚款从原来的 60 万元提高至 1000 万元。就公司控股股东、实际控制人等“关键少数”群体的信披责任而言，新《证券法》中加大了违反信披规定所应承担的法律责任，在大幅提高了违规信披的行政处罚额之外，还将控股股东、实际控制人的过错责任升级为过错推定责任。

此外，针对违规信披行为，中介机构需在信息披露义务人以外承担连带赔偿责任。在实践中，证监会也已启动“一案双查”，不仅对上市公司的违规信披行为进行调查，也对于其中违法违规的中介机构进行调查，并最终根据调查结果作出处罚，从而倒逼中介机构恪守诚实守信、勤勉尽责的义务，发挥好资本市场“看门人”作用。

第三，规制信息披露法律体系之“变”：行刑衔接。从健全多层次资本市场法律规制体系的角度来说，2021 年 3 月 1 日，刑法修正案（十一）正式实施，其中规定特别与新《证券法》相衔接，提高了违规信披的刑期和罚金，并取消了 20 万元的罚金上限限制，进一步规制了控股股东、实际控制人等信息披露义务人违规披露或者不披露重要信息的违法违规行为，完善了资本市场的诚信法律体系建设。

变化之三：罚与管的“双高压”

第一，惩处力度之“变”：大幅提高违法成本。在信披责任之外，新《证券法》对于内幕交易和操纵市场等违法违规行为也大幅度提高了惩处力度，如相关证券违法行为有违法所得的，则没收违法所得，并处违法所得的行政罚款标准由原来的 1-5 倍提高至 1-10 倍；如实行定额罚的，处罚标准则在原来的基础上分别有所提高，比如内幕交易行为从原来的最高处 60 万元提高至 500 万元，操纵市场行为则从原来的最高处 300 万元提高到至 1000 万元，大幅提高了从事内幕交易、操纵市场等资本市场的违法成本。

第二，监管政策之“变”：“零容忍”。新《证券法》加大资本市场违法违规行处罚力度，为证监会“零容忍”政策的落实提供了新的法治供给和更强有力的武器，有利于通过提高违法成本，震慑、规范市场主体行为，净化市场秩序，保护投资者利益。

据证监会公开数据及第三方机构统计，2020 年，证监会及其派出机构给证券公司和从业人员共开出 266 张罚单，相较于 2019 年 117 张的罚单，增长幅度明显。2021 年伊始，证监会也已开出新年 1 号罚单，剑指操纵市场等违法行为，可见证监会用足、用好新《证券法》，从严、从重、从快追究相关违法机构和人员责任的“零容忍”高压监管态势将成为未来监管的核心趋势。

变化之四：投资者维权的“新利器”

第一，投资者维权途径之“变”：代表人诉讼制度。新《证券法》增设“投资者保护”专章，充分彰显了新《证券法》保护投资者合法权益的宗旨与力度，这无疑对于资本市场稳定、持续、健康发展具有重大的意义。在证监会加大对资本市场违法违规现象的监管，从监管角度保护投资者权益之外，从投资者自身维权的角度来说，针对投资者的维权路径与效率的革新是此次新《证券法》的最大亮点之一。

新《证券法》正式实施代表人诉讼制度，该制度又包括普通代表人诉讼与特别代表人诉讼，分别建立了“明示加入”与“默示加入”的参与机制，将尽可能多的利害关系投资者纳入诉讼轨道之中。其中，尤其需要强调的是，在特别代表人诉讼中，由投资者保护机构接受 50 名以上投资者的委托，作为代表人参加诉讼，充分发挥其专业能力，并在举证等方面帮助投资者降低维权成本，提升维权效率，有利于中小投资者进行维权索赔。

第二，投资者维权效率之“变”：投保机构的助力。目前，资本市场专业性强、风险高，中小投资者与上市公司、中介机构和机构投资者相比，在资金实力、信息获取能力和风险承担等方面处于相对弱势。证券纠纷又往往具有涉及广、金额大，单个投资者损失程度不一的特点，这使得投资者个人进行诉讼维权的成本比较高，而且投资者个人举证能力相对较低，难以举证证明相应的法律要件，而且还可能存在着异地索赔的难点。代表人诉讼制度允许投资者保护机构作为代表人参加诉讼，旨在充分发挥投资者保护机构专业性强的能力和独特作用，在举证

等方面帮助投资者降低维权成本，提升维权效率。

“改革无穷期，奋进正当时”。新《证券法》在证券发行、处罚力度以及投资者保护等方面作出了符合我国证券市场改革发展、监管执法、风险防控等实践经验的诸多改变，但万变不离其宗的是这些措施的革新宗旨，都是为了规范证券发行和交易行为，保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进我国证券市场的发展。此外，通过新《证券法》之“变”，还将带动与其相配套的民事、刑事机制的革新与变化，从而健全我国资本市场的法律规范体系，服务我国经济高质量发展。