

全面注册制下投资者保护的制度逻辑与发展方向

叶林

(中国人民大学民商事法律科学研究中心/法学院, 北京 100872)

摘要：证券法无论采用发行核准制抑或注册制，都以保护投资者为立法宗旨。不同于核准制下的父爱主义保护元素，注册制表达的是“卖者尽责”下的“买者自负”理念，提高了资本形成效率，弱化了前端行政审核。全面实行注册制下投资者保护的制度逻辑发生转变，需要根据证券发行市场化的特点，结合证券发行、交易和责任的逻辑关系，重新梳理投资者保护的制度体系，明确投资者保护制度的发展方向：在前端，应当以证券发行信息披露为核心，强化发行人在信息披露中的第一责任人地位，避免证券监管机关过度介入证券发行，督促保荐人等中介机构切实履行“看门人”职责；在中端，应当引入“证券市场透明度”目标，形成“身份透明”“交易前透明”和“交易后透明”的交易机制，夯实证券市场公平交易的基础；在后端，则应完善证券执法结构，提升证券执法效率，提升民事救济措施的有效性。

关键词：注册制；投资者保护；证券监管；证券执法

Abstract: The legislative purpose of the securities law, whether it adopts the approval-based IPO system or the registration-based IPO system, is to protect investors. Different from the paternalistic protection element under the approval-based IPO system, the registration-based IPO system expresses the concept of “buyer beware” under “seller responsibility,” improves the efficiency of capital formation, and weakens front-end administrative review. The institutional logic of investor protection under the full implementation of the registration-based IPO system goes through a transformation. It is necessary to reorganize the institutional system of investor protection and clarify the development direction of the investor protection system in accordance with the characteristics of marketization of securities issuance and the logical relationship between securities issuance, trading, and liability. In the frontend, the disclosure of information on securities issuance should be the core and the issuer’s position as the first responsible person for information disclosure should be strengthened. Excessive involvement of securities regulatory authorities in securities issuance should be avoided and intermediaries such as sponsors should effectively fulfill their “gatekeeper” responsibilities. In the middle range, it is necessary to introduce the goal of “transparency in the securities market,” form a trading mechanism of “identity transparency,” “pre-trade transparency,” and “post-trade transparency,” and consolidate the foundation of fair trading in the securities market. In the backend, it is necessary to improve the structure of securities law enforcement, enhance the efficiency of securities law enforcement, and enhance the effectiveness of the measures of civil remedies.

Key words: registration-based IPO system, investor protection, securities regulation, securities law enforcement

作者简介：叶林，法学博士，中国人民大学民商事法律科学研究中心研究员、法学院教授，研究方向：商法、公司法、证券法。

中图分类号：F832.51 **文献标识码：**A

保护投资者利益系各国证券法普遍规定的立法宗旨，《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)第1条规定的“保护投资者的合法权益”，乃贯穿于证券发行、交易、服务和退市诸环节的基本原则。投资者保护的效果与力度直接影响市场的投资意愿，无论采用注

册制还是核准制，证券监管都秉持保护投资者利益的宗旨。但伴随证券发行核准制向注册制的转变，投资者保护逻辑与保护模式必然发生转型。

在放开证券发行的前端行政审核后，需要搭建一个由前端、中端与后端保护构成的投资者保护机制：在前

端上，应当以证券发行信息披露为核心，避免证券监管机关过度介入证券发行，并且避免证券监管机关替代中介机构发挥“看门人”职责，强化发行人在信息披露中的第一责任人地位，督促保荐人等履行“看门人”职责；在中端，应当引入“证券市场透明度”目标，形成“身份透明”“交易前透明”和“交易后透明”的交易机制，夯实证券市场公平交易的基础；在后端，则应完善证券执法结构，提升证券执法效率，提升民事救济措施的有效性。

一、注册制下投资者保护的制度逻辑

注册制下，公司或发行人的融资准入判断权交给了市场，投资者自主决定是否认购公司发行的证券。注册制反映的是减少行政过度干预、尊重公司融资权、落实投资者自负风险的理念。“漫无节制加以保护，使投资人成为‘长不大的孩子’，不但影响资本形成，也伤害投资人长期的利益”。¹全面注册制下，投资者保护的基本逻辑会发生转变，投资者保护制度将面临新的挑战与问题。

（一）在提升资本形成效率的前提下保护投资者

证券市场是反映资金供求关系的市场，公司有融资需求，投资者有投资需求，两者通过证券市场相互连接，形成公司或发行人与投资者之间的融资关系。证券市场作为一种市场化机制，可以替代或部分替代国家对资源的直接分配，为了兼顾公司融资需求和投资者保护，国家需要设置一种管理机制。公司资本形成或融资与投资者保护是相互促进的。针对公司融资与投资者保护的关系，有学者提出，证券市场应当从融资市场变为投资市场²，还有市场人士提出应当禁止无盈利公司以及未分红公司的再融资，甚至提出应当限制股价过低之公司的股份转让。这些主张都涉及“资本形成”与“投资者保护”的相互关系。在当今社会，公司正在经历从自然成长型向融资成长型的转变，证券市场提供了公司长期发展所需资金，成为公司成长的重要依托。同时，投资者的投资需求旺盛，他们迫切需要增加投资品种和工具。

在核准制下，国家在公司融资上采用了限制立场。2013年《证券法》规定了信息披露规则，同时规定了证券发行的法定条件³，这成为核准制的制度基础。在

该体制下，证券监管机关拥有行政许可和监管的职责，负责依法审查发行申请是否满足法定的发行条件。除此以外，证券监管机关还可直接或间接影响证券发行的规模、时间乃至价格，使得核准制呈现了显著的行政管理色彩。《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）规定的公司决议制度，确认了公司具有的融资权利，该项权利是天然享有、可以自主行使的，不应受到不当干涉。然而，核准制削弱了公司融资的自主权，限制了投资者的投资品种，弱化了证券市场的市场化水平，限制了证券市场效能的有效发挥。

注册制改革旨在减少证券监管机关对证券发行的直接控制，体现的是市场化思想，这是核准制与注册制的核心区别。在核准制下，投资者获得了一个较为强大的前端保护机制。证券监管机关不仅要关注所发行证券的品质或质量，还要关注证券发行的价格和时机，这在一定程度上降低了部分劣质证券发行的概率。在注册制下，证券监管机关尊重公司或发行人的融资权，重视信息披露的价值，督促中介机构发挥“看门人”职责、依法承担注册职责，而不再关注证券发行的价格和时机。注册制推动了市场化融资的进程，改变了公司资本形成与投资者保护之间的互动关系。投资者是证券市场的基础，切实保护投资者利益，有助于形成健全的资本市场，发挥证券市场融资功能，实现证券市场的定价功能，展现证券市场中介机构的生存空间。简言之，证券市场的成熟与投资者的成熟为互相促进关系：我国长期推行的投资者教育，其目的之一就是培育投资者的投资理念，以此促进证券市场的健康发展。公司发行证券，丰富了投资者的投资品种，增加了投资者的选择。证券发行既是公司的天然权利，也是投资者增加财富的重要机制。由此，建立健全信息披露体系，符合投资者保护的逻辑，也是开展投资者保护工作的起点。

（二）从前端把关到全面监管、引导与救济

注册制的核心在于改变行政本位的观念，回归市场本位的逻辑。彭冰认为，“注册制和核准制的最大差异在政府在出售证券的品质挑选上扮演什么样的角色。注册制是通过信息披露的要求，对出售证券的品质有着隐含的要求，更多通过市场和中介机构来挑选出售证券的品质……其实政府并不适合担任这个角色”⁴，从而基本

上排斥了政府的介入。郭雳认为，注册制的制度内涵可归纳为“重信息披露、轻实质审核；多市场参与，少价值判断；强责任约束，弱数量控制”⁵，即政府介入只有程度之别，而无应否介入之分。注册制虽然也是行政许可，但行政色彩逐渐淡化，证券监管机关减少了在发行环节上与发行人的直接关系，审核权更多地交由交易所行使，更好地保障融资权复归私权本质。⁶

在核准制下，证券监管机关秉持父爱主义的监管哲学，试图以严格的事先审核代替投资者的价值判断，投资者在经过筛选的“优质证券”中作出投资决策。然而，投资者并非毫无判断能力的市场主体，他们最清楚证券是否值得投资、如何投资。父爱主义监管强化了对投资者的前端保护，也限制了发行人和投资者的自由。注册制则将选择权交给市场，证券监管机关不再代替投资者作出价值判断，但并非退出监管。相反，注册制下，投资者保护的重心转移到信息披露，证券监管机关、证券交易所和中介机构对于发行人披露的信息，仍要审查其真实性、准确性和完整性，并为投资者决策提供基础。投资者自主决定投资于证券，应自行承担证券投资的风险，而不应将投资损失归咎于发行人和证券监管机关。

证券发行注册制是一种市场化的融资审查体制，它以信息披露和市场化发行为基础。按照信息披露原则，公司在发行证券前，必须充分披露其财务状况、经营情况和风险等信息，让投资者在了解充分信息的基础上作出投资决策，由市场决定证券发行的准入，而不是证券监管机关决定之。按照发行市场化要求，公司或发行人在审核通过、完成注册后，可以自主确定证券发行价格，在限定期限内发行证券。全面实行注册制，有助于减少证券监管机关对证券发行的过度介入，降低公司融资的不确定性，提高证券市场的自我调节能力。在制度供给上，需要重视《证券法》与《民法典》的配合实施，同时应当协调行政执法、刑事司法与民事诉讼之间的互动关系，提升投资者诉讼的便利性、行政执法的效率和赔偿的有效性。

(三)更需关注自然人投资者能力不足的问题

投资者可分为自然人投资者⁷、境内外专业机构投资者和普通机构投资者。根据美联储美国财务账户数据库

显示，2020年散户(自然人)投资者占美国股票市场的比例约为35%左右，交易量占比20%左右。⁸在我国，2019年自然人投资者的新增开户占比超过99%，约持有A股流通市值的32%，而一般法人占A股流通市值比重约53%。⁹各国投资者都面临信息不对称和影响力不足的问题，但自然人投资者开户数量远高于机构投资者、持股市值却明显低于机构投资者，这是我国证券市场结构的现实特点。

自然人投资者人数众多，通常缺少专业知识，对收益和损失的敏感度极高，这使得我国投资者保护面临与境外不同的难题。例如，自然人投资者较少全面阅读信息披露文件，甚至难以读懂信息披露文件，因此，即使上市公司如实披露信息，投资者也未必真正关注已披露的信息；在多数场合下，自然人投资者还容易受到市场氛围和小道消息的影响，人们对待自己决策的自我判断和结果的预期往往会表现得过分自信甚至自负。“处置效应”中的投资者虚荣心心理、盲从或过度反应心理等，均为我国证券市场投资者的典型画像。¹⁰鉴于此等“异像”，金融学发展出“行为金融学”的分支并提出了“噪音理论”。¹¹行为金融学认为，完全理性与现实情况之间存在明显偏离，这证明某些状态下哪怕是部分投资者的非理性行为也会给市场带来长期且不可忽略的价格后果，这些非理性价格会影响到整个经济中资本的有效配置。¹²所称“噪音”，主要指被投资者作为决策基础但与基本价值无关的信息，它既可能来自于信息本身，也可能来自对信息的处理过程。依据噪音进行的交易即为噪音交易，进行噪音交易的投资者即为噪音交易者。¹³

与自然人投资者不同，机构投资者在主观上有降低投资风险的意图，基金等机构投资者承担了“谨慎投资义务”，甚至普遍采用投资组合的策略。将投资分散于不同证券中，固然无法获得更高回报，却可以有效避免个别证券价格急剧下跌乃至摘牌的重大风险。我国股票数量高达5000多只，可以满足投资组合的需求，应当成为投资者抵御风险的重要机制。然而，多数自然人投资者受制于投资规模、投资习惯和偏好，通常只投资于个别证券，很少采用投资组合的投资策略，这使得其投资容易受到个股价格波动的影响。

在注册制下，投资者保护的基本逻辑、主要机制都应实现配套转变。业绩不佳的发行人仍可以较高价格发

行证券，却几乎未遭遇发行失败；股票上市不久就跌破发行价，但投资者仍热衷于“打新”；或是投资者在交易中追涨杀跌，存在羊群效应。基于此，一方面，应当继续积极发展机构投资者。中国证监会在座谈会中曾表示，“各类专业机构投资者是联结资本市场与居民财富管理、实体经济发展的关键纽带”。¹⁴证券发行中还引进机构投资者参与IPO询价，接纳合格投资者进入科创板市场和部分风险较高的产品，展示了发展机构投资者、推动居民财富管理的政策方向。另一方面，鉴于自然人投资者在我国证券市场中占据重要地位，应构建一套契合投资者保护宗旨的制度及实施机制，尤其是加强中端、后端对自然人投资者的保护。

二、前端：健全看门人机制

信息不对称是证券市场上无法消除的现象。信息披露制度能够部分解决信息不对称问题，但难以根除。由于证券价格的决定和影响因素众多，即使采用极端苛刻的信息披露规则，也无法全面揭示证券价格的波动原因。与此同时，信息披露越充分，披露成本也越高，在制定、执行信息披露规则时，无法忽视信息披露带来的巨大成本。中国证监会所提出的“提高招股说明书信息披露质量”¹⁵，旨在为信息披露寻找一种适当理论并搭建一套适合的制度规则。强化对中介机构的监管，就成为证券监管机关的重要职责。中国证监会提出“压实中介机构责任”的方向，符合各国通行做法和我国强化监管目标，而压实责任的关键，则在于如何界定中介机构与发行人、投资者、证券监管机关和证券交易所之间的关系。

(一)看门人机制的概念与意义

在证券交易关系中，发行人是卖方，投资者是买方，两者需求往往存在分歧，甚至此消彼长。发行人希望以较高溢价出售证券，投资者期望以较低价格买入证券。即使双方能在议价机制上达成一致，但在公司过去业绩和未来前景上却未必总能达成共识。“公司的内部人知道公司过去的业绩和未来前景，他们需要传递这些信息给投资者，以便投资者能够对公司股票估价”“传递信息给投资者轻而易举，但传递可靠的信息却举步维艰”。¹⁶如果上市公司普遍不可信赖，投资者只能把证

券市场上的所有股票一并打折，或者是低价认购，或者是抛售，导致好公司和不好的公司被一并折价，引发市场下跌；如果公司是普遍值得信赖的，投资者信心就会日渐增强，因此，必须强调发行人是信息披露的第一责任人。

证券监管机关难以帮助公司提升业绩或改善业绩预期，但可努力确保公司真实信息的披露和有效送达。这就要求立法者必须采用一套信息披露及其审核机制，最大限度缓和信息不对称带来的负面影响。其中，最为核心的一个机制就是“看门人”机制。科菲提出了两种含义上的“看门人”：第一种是指能够通过不合作或不同意的方式来阻止市场不当行为的市场专业人士。在此意义上，“看门人”分为私人看门人和公共看门人。¹⁷其中，私人看门人也可以称为“私人警察”，包括“投资银行”“审计师”“律师”等，甚至可以将公司董事会也视为“私人看门人”；所谓公共看门人则指证监会等证券监管机关。第二种是指那些以自己职业声誉为担保向投资者保证发行证券品质的各种市场中介机构，他们以保护投资者为使命，将自己的声誉资本借给或抵押给公司发行人，从而使投资者或市场能够据此信赖发行人的信息披露和证券品质。证券监管机关是公权力的承担者，它承担了阻止市场不正当行为的职责，但不宜将其等同于一般意义上的“看门人”，若证券监管机关就发行人虚假陈述而概括地向投资者承担责任，将在根本上摧毁证券市场行政监管的逻辑基础；发行人及其董事会也难以成为恰当的“看门人”。从理论与境外经验来看，将保荐人、承销商、审计师、律师和评级机构等机构纳入“看门人”，允许投资者采用私人救济机制追究其责任，是更为合理和实用的选择。

中介机构是接受发行人委托并为发行人发行证券提供服务的专门机构，通常包括保荐人、承销商、会计师和律师，还可扩张至资产评估师和评级机构。在美国，证券发行采用投资银行承销模式。投资银行在承销时发现发行人存在不实陈述，即可拒绝承销，阻挡发行人发行证券；会计师和律师等在发现发行人财务信息不实或者存在其他不实披露时，有权拒绝出具专业文件，也可阻挡发行人发行。在英国及原英联邦部分国家和地区，主要采用“保荐人模式”，英国金融行

为监管局(Financial Conduct Authority, FCA)或交易所实际上是将部分监管权委托给了保荐人,通常以“信誉中介”充当保荐人,向交易所保证上市申请人完全遵守相关规则。¹⁸在上述国家和地区,中介机构是市场自然产生的产物,是市场机制对于投资者保护问题给出的解决方案¹⁹,被形象地称为资本市场的“看门人”或者“守门人”(gatekeeper)。根据“看门人理论”(Gatekeeper Theory),保护投资者是机构利润的来源和存在的基础²⁰,这些机构以自己的职业声誉为担保向投资者保证发行证券的品质,由于他们是市场中的重复交易者,拥有重大的声誉资本,一旦出现玩忽职守、包庇不当行为的情况,其声誉资本会遭受损失甚至完全毁灭。²¹观察各大资本市场发展的历史与实践,中介机构——证券公司、资产评估机构、资信评级机构、会计师、律师事务所等——的参与减少了各主体之间信息不对称的程度,扩大了证券融资和交易的规模,对资本市场的发展发挥了关键作用。²²然而,以安然事件为代表的各类丑闻反映出市场机制下“看门人”机制的失灵,引发了学界与实务界的追问:针对投资者保护,中介机构究竟应承担多大责任?如何通过市场、行政、司法等机制的协调配合以保证“看门人”勤勉尽责?²³

(二)中介机构与监管机关的定位

我国的股票注册制在本质上是包含了实质监管在内的股票发行注册制²⁴,而非自由放任主义的注册制。发行人的发行申请系由证券交易所审核,证券交易所审核通过后,交由中国证监会予以审查注册。中国证监会如果发现发行申请违反法定条件、存在信息披露不实以及“四重大、两关注”²⁵等事项,有权不予注册或者撤销注册。中国证监会有权监督证券交易所的审核,也有权对发行人信息披露质量予以抽查或者检查。

中国证监会2014年发布的《关于组织对首发企业信息披露质量进行抽查的通知》(发行监管函〔2014〕147号),曾提出将在上发审会前对发行人信息披露质量进行抽查。在《证券法》实施后,中国证监会于2021年1月发布《首发企业现场检查规定》,以“结合全面注册制运行实际予以调整”。根据该规定第2条,现场检查是指针对申请在境内证券交易所首次公开发行股票或存托凭证并上市的企业,由中国证监会及其派出机构和交易所作

为检查机构,在检查对象的生产、经营、管理场所以及其他相关场所,采取一定方式对其信息披露质量及中介机构执业质量进行监督检查的行为。检查主体包括中国证监会及其派出机构与证券交易所;检查时段不再局限于“上发审会”前的检查,而是“前移”到发行人向证券交易所提出发行申请阶段;检查对象的确定则采用问题导向和随机抽查。由于“检查中还存在个别检查对象随意撤回发行申请或消极配合检查工作等情形”,正在修订的《首发企业现场检查规定》明确提出现场检查是书面审查的补充,并强化了“申报即担责”的主张。

证券监管机关和证券交易所虽然是广义的信誉中介,但其功能和运行模式仍有别于保荐人等私人信誉中介。保荐人等具有普通投资者缺乏的知识和技能,通过提供现场服务,可以近距离了解发行人情况,帮助或者指导发行人按照规定准备发行文件。中国证监会和交易所基于对中介机构的授权或者信任,通常不直接进行现场查验,只需监督中介机构的工作。但在中介机构的“看门人”机制失灵时,面对频繁出现的欺诈发行,证券监管机关和证券交易所当然可以直接检查,并在发现中介机构失职时采用监管措施,但其目的在于促进中介机构履行职责,而非替代中介机构向发行人提供服务。

(三)发行人与中介机构的关系

在实践中,发行人须与中介机构签订服务协议,并支付或者承诺支付中介机构的服务费用。发行人在拟公开发行股票时,必须在国家规定的专业机构名单中,寻找合适的保荐人、承销商、会计师和律师等中介机构;在确定中介机构后,发行人与各中介机构分别签订专业服务协议,约定发行人付费的条款。如果证券发行中止或失败,发行人通常只向中介机构支付部分成本;如果证券发行成功,发行人通常向会计师和律师支付固定费用,向保荐人或承销商支付的费用则往往为融资总额的一定比例。

在上述模式中,发行人与中介机构签订服务协议,因而通常认为两者之间存在民事合同关系。然而,发行人选择的中介机构,必须是证券监管机关认可的具有合法资格的机构。因中介机构必须具有法定资格且要列入监管认可名单,可以据此推定中介机构除与发行人之间存在合同关系外,另与证券监管机关之间存在一种特殊

的授权。在保荐人违反义务时，证券监管机关基于该等授权关系，有权对保荐人予以处罚。除此以外，中介机构与其所在自律组织之间，还存在一种会员与会员组织的关系。例如，作为保荐人的证券公司，通常也是证券交易所的会员。如果保荐人作出不当推荐，势必影响证券交易所的声誉，证券交易所有权对保荐人予以监督。同样，作为审计机构的会计师事务所，通常也是会计师协会的会员，在会计师事务所或会计师违法履行职责时，会计师协会有权对其作出处分。律师或律师事务所的地位与会计师事务所同理。中介机构与发行人签订服务协议，同时与证券监管机关和其所在组织之间存在授权或者组织关系，这说明，中介机构即使有权向发行人收取费用，但绝不能仅服务于发行人，而必须遵守证券监管机关的规定以及行业协会的规则。在此前提下，应当重新反思中介机构的收费模式。

我国目前普遍采用“发行人付费”模式，即发行人根据与中介机构签订的服务协议，向中介机构支付服务费。其中，对于保荐人或承销商的付费，通常要考虑发行人实现的融资规模。这种付费模式，必然强化保荐人与发行人之间的合同关系，并容易弱化保荐人与投资者之间的关系，使人们误以为保荐人只是发行人的服务商。在形式上，保荐人仅与发行人签订协议，未与投资者签订协议，但在发行成功后，投资者已成为发行人的股东，却要承受其成为股东之前发行人承诺的付费成本。正因如此，有学者提出应当将债券发行中的“发行人付费”模式，改变为“订购者付费”模式，例如，“订购评级服务的投资者向评级机构支付费用，并有权选择评级机构，这样评级机构就会对投资者忠实负责”。²⁶在股票发行中，采用“订购者付费”模式较为困难，但为了表达服务费最终是由投资者支付的实质，发行人至少应当在投资者认购前披露该服务费或收费标准，让投资者作出“知情决策”。

三、中端：提升市场透明度

《证券法》第99条在规定证券交易所履行自律监管职能时，提及“维护市场的公平、有序、透明”，而于其他条款再未提及“透明”或“透明度”，也未将“透明”作为证券市场市场监管的原则。国际证监会组织

《证券监管目标和原则》提出了10类、38个监管原则，并将“透明”纳入“九、二级市场及其他市场原则”的第35条和36条原则中。其中，第35条提出“监管应促进交易的透明度”，第36条提出“监管应致力于发现并阻止操纵行为及其他不公平的交易行为”，这使得“市场透明度”成为国际证监会组织主张的一项重要监管原则。

(一)市场透明度的含义

我国法学界尚未就透明度展开深入讨论。部分学者提出，透明度不是经济学术语，也不限于证券市场，可以采用经济合作与发展组织关于透明度的定义，即“及时系统地全面披露所有相关的财务信息”。²⁷有的学者将透明度概念限定在证券市场上，但认为透明度等同于信息披露。²⁸上述两种解释不妥。一方面，公司财务信息主要由公司掌管和控制，若由公司披露相关信息，则无异于将透明度归入发行人的信息披露，透明度遂与发行人信息披露规则发生重叠，甚至失去独立价值，从而与国际证监会组织所提出的“透明度”规则相悖。另一方面，透明度是指市场参与者了解证券市场交易信息的可能性，而不是发行人披露信息。在证券市场上，交易信息通常是证券交易所在组织交易中形成的，它在法律上虽然归属于证券交易所²⁹，在实务中却是投资者投资的重要依赖。投资者需要借助证券交易所公布的信息，才能了解证券交易的行情，“透明度”针对的是证券交易所拥有的行情信息，从而当然有别于发行人披露的信息。

透明度规则所要解决的问题是，在证券交易所等受规管的市场中所形成的信息，应当如何合理地传递给投资者。国际证监会组织《证券监管目标和原则》提出，“公募股票交易的时间、数量和价格必须迅速地向投资者披露”。由于股票的交易时间、数量和价格系由证券交易所或者其他受规管市场所搜集和掌握，所谓透明度，实乃指证券交易所或其他受规管市场将公司交易信息迅速披露的义务。在原理上，凡是有利于行情的公平形成和保护投资者的其他必要行情，都属于公布之列。在证券市场中，同一证券之其他投资者所支付的价格，是投资者从事交易时依赖的一个主要价值信息源，但大规模投资的投资者偏爱隐瞒他们的交易，以减少交易带来的价格影响，透明度规则要求所有交易都必须在一个统一的平台上作出报告。

透明度也是证券监管机构维护市场秩序、约束市场滥用的制度基础。例如，公司主要股东在从事交易时，可能涉及主要股东是否遵守股份减持规定、是否符合上市公司收购规则、是否构成操纵市场等问题。在透明的市场中，主要股东理应履行报告义务，证券交易所应及时向证券市场其他参与者予以公布，以确保其他投资者在知情下从事交易。欧洲议会与欧洲理事会2013年第50号指令(关于证券市场透明度指令的修改)提出的修改原因之一，就是“为了确保主要持股(major holdings)具有足够的透明度，当金融工具的持有人行使其获取股票的权利，以及基础股票所附的所有投票权持有情况超过此前通知披露的数量，但没有影响到总体的以前通知披露的持有比例，则应该披露新的通知，以反映持股性质的变化”。³⁰

(二)三种主要类型

高度透明的证券市场，必须是一个信息能够及时、全面、准确并同时传送到所有投资者的市场。透明度曾经主要是指交易透明度，现在还包括身份透明，进而存在身份透明、交易前透明和交易后透明三种场景。

1.身份透明

身份透明，原与反洗钱和反恐融资相互关联，但同样适用于证券市场。交易者身份透明旨在解决交易前后是否公开交易者身份的问题。新《公司法》新增第140条第2款，明确规定“禁止违反法律、行政法规的规定代持上市公司股票”。对此，有学者主张全面禁止上市公司股票代持³¹，有学者担心该新增条款与当前认可股份代持的实践相悖，进而造成交易关系的混乱。笔者认为，“禁止违反法律、行政法规的规定”这一限制语句，可以初步化解顾虑。

首先，股份代持与股份中介持有的性质大致相当。《证券中介持有国际公约》已承认匿名持有和交易的事实。³²在当今证券市场中，证券普遍采用无纸化形式，并采用电子化交易方式，投资者的证券已记载于证券账户，并转换成“贷记到证券账户的证券，或贷记到证券账户的证券所产生的权利或利益”³³，投资者已经从有纸化证券的持有人转化为账户持有人，其名下的证券账户由中介人进行维护。证券账户是指由中介人维护的用于证券借记或贷记的账户。中介人是指在经营活动或其他业务活动中为他人或同时为他人和自己维护证券账户

的主体，也包括中央证券存管机构。

其次，我国采用实名制原则，但认可特殊情形下的中介持有。中国证监会2022年修订的《证券登记结算管理办法》第19条第1款规定，“证券应当记录在证券持有人本人的证券账户内，但依据法律、行政法规和中国证监会的规定，证券记录在名义持有人证券账户内的，从其规定”，从而认可了中介持有的合法地位。为了表达与身份透明相似的观念，该条第2款还规定“证券登记结算机构为依法履行职责，可以要求名义持有人提供其名下证券权益拥有人的相关资料，名义持有人应当保证其所提供的资料真实、准确、完整”，即确立了“权益拥有人”的正当地位。与此同时，我国《市场主体登记管理条例实施细则》第7条第1、2款分别规定备案事项和信息采集，第3款特别规定“受益所有人信息管理制度由中国人民银行会同国家市场监督管理总局另行制定”。由此可见，我国法律法规并未全面否定股份代持。

最后，股份代持或中介持有在我国长期存在。我国早期曾允许公司发行B股。当时面向境外投资者发行的B股股票，就采用匿名方式，即由境外投资机构代表境外投资者持有B股股票。我国后来引入QFII机制，QFII同样采用境外投资机构代表投资者认购股票的模式。此外，境内公司在香港证券联合交易所上市时，多数投资者也是采用“证券公司”+“香港证券结算公司”的方式持有上市股票。我国开通的“深港通”“沪港通”“沪伦通”，同样尊重境外做法，允许投资者采用“中介持有”模式进行投资和交易。

基于此，《公司法》第140条关于股份代持的规定，符合现有法律法规和实践，是相对合理的制度安排。我国同时规定的“受益所有人”或“权益拥有人”透明规则，以及在实践中发展出来的“穿透”监管规则，可以较好地协调股份代持与身份透明之间的关系。

2.交易前透明度

《证券法》第113条规定，证券交易所应当实时公布即时行情。在文义上，即时行情是指正在发生的交易。然而，证券交易所不仅应当随时公布即时行情，还应当及时公布与交易相关的其他信息，而非局限于即时行情。然而，加入“实时”二字后，在解释上容易出现歧义。一方面，“实时”与“即时”并列，存在语义重

复；另一方面，突出“即时”和“实时”的含义，容易忽略即时行情以外的其他交易信息的发布。在体系上，《证券法》仅规定证券交易所的透明度义务，却未规定证券公司向投资者承担的透明度义务，这将弱化证券公司对投资者的保护。原因在于，证券交易所发布的信息，毕竟要经过证券公司才能传递给投资者，证券公司必须维护好运行设备，才能达成及时向投资者提供信息的目的。就此而言，理想中的交易前透明，可以分为证券交易所为证券公司开通交易系统以及证券公司为客户开通交易系统两个阶段，进而形成两种不尽相同的透明度实现机制。

按照德国《交易所法》第30条关于“股票与股权证书交易前之透明度”的规定，除非依法被豁免，“获准在规范市场上市或交易的股票与股权证书的最高限价购买委托价、最低限价出售委托价以及以此价格可交易的数量，在交易所正常营业时间里应当持续地以合理商业条件被公布”。该条款还规定了系统化内部撮合商提供系统访问的内容。在内容上，域外市场所称交易前透明度，主要体现在三个方面：一是开盘集合竞价阶段的交易前透明度，如是否采用开放式集合竞价交易机制；二是连续交易阶段的限价指令簿(limit-order-book)透明度，如电子指令簿实时披露的买卖盘情况；三是盘后大宗交易的交易前透明度，如意向申报在成交确认前是否对外公告。

3.交易后透明度

交易后透明度是指成交后交易情况的公布，包括成交的价格和数量等信息。例如，根据德国《交易所法》第31条第(1)款，“获准在规范市场上市或者交易的股票与股权证书的交易价格、交易量以及交易时间应及时以合理的商业条件公布。交易所监管机关可以按照欧盟第1287/2006号条例第四章第3节、第4节的规定，根据交易方式和规模准许迟延公布第1句规定的信息。迟延应当根据欧盟1287/2006号条例第四章第3节、第4节的规定予以公布”。

需要指出的是，交易后的信息，同样可以反映每日交易之证券的价格，同样是其他投资者日后交易所依赖的重要信息，理应受到重视。《证券法》侧重规定交易前透明度，未明确规定“交易后透明度”。以大宗交易为例，根据沪深证券交易所规定，大宗交易的成交

价不作为该证券当日的收盘价，但大宗交易的成交量在收盘后计入该证券的成交总量。然而，大宗交易的成交价对其他投资者交易同一证券仍有较大影响，协议转让和融资融券的价格同样与其他投资者的利益相关，属于“有利于行情的公平形成和保护投资者的其他必要行情”³⁴，理应予以公布。

(三)透明度的实现机制

《证券法》第109条第2款规定，证券交易即时行情的权益由证券交易所依法享有。未经证券交易所许可，任何单位和个人不得发布证券交易即时行情。按照该规定，所称行情仅限于“即时行情”，未包括即时行情以外的交易信息；所称发布主体仅限于“证券交易所”，未包括其他单位和个人。由于即时行情通常是集中竞价交易中形成的行情，未必包括大宗交易、协议转让以及融资融券的交易信息，但同一家上市公司的证券，可以分别采用大宗交易、协议转让等交易方式，从而形成与集中竞价不同的价格。与此同时，我国沪深交易所上市公司的股票可能同时在香港或海外市场上交易，从而在不同市场上形成不同的交易价格。此等价格应否以及如何向市场传递，是需要特别关注的问题。

1.证券交易所的公布和证券公司的传递

证券交易所获得的交易信息，是在汇总投资者交易信息的基础上形成的，同样又是投资者交易的重要依赖，因此，该等信息即使归属于证券交易所，也带有显著的公益性，证券交易所应当承担公布义务。在证券交易主要采用手工作业的阶段，证券交易所通过交易大厅向会员公布信息，再由会员将信息告知其客户。在进入计算机时代后，高度的网络连接可以有效提升市场透明度。但因证券交易所与会员之间、会员与投资者之间系不同性质的关系，应当在规定证券交易所承担信息公布义务的同时，另行规定证券公司的信息传递义务。这将促使证券公司提高对投资者的服务水平，在证券公司因自身原因无法向投资者提供服务时，则可以成为投资者追究证券公司责任的基础。

2.透明度的私人实现机制

除了证券交易所遵守透明度规则外，还存在透明度实现的其他方案。尤其在两地上市的公司中，交易透明度的实现变得非常困难。《证券法》第78条第3款规定

“证券同时在境内境外公开发行、交易的，其信息披露义务人在境外披露的信息，应当在境内同时披露”。该条款采用了“信息披露义务人”的概念，显然不包括证券交易所，境外交易所没有向境内投资者发布行情的义务。此时，既可以采用境内外证券交易所之间的协议安排予以缓解，也可以通过有限度地认可私人实现机制，实现市场透明度。前者，如我国在互联互通模式下实现境内外信息的传递；后者，如允许某些私人机构收集境外证券交易所价格信息，并在遵守数据跨境规则的前提下，有偿提供给投资者。

3. 证券监管机关负有提升市场透明度的职责

提高透明度往往意味着增加成本，证券交易所缺少提高信息透明度的动力，如果不同证券交易所实行差异化的透明度规则，则容易让投资者陷入获取信息的困境中。因此，证券监管机关应当强制推行统一的透明度规则。中国证监会制定发布《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》，以指导沪深北交易所提升市场透明度，可以被看作是一个有益的尝试。

四、后端：提升证券执法追责机制的效能

高效执法是维护证券市场投资者信心、促进证券市场健康发展的制度保障。在证券市场中，案件类型多样、案件数量众多、市场快速变动、行政资源有限、处理结果滞后，都将影响投资者信心，因此，必须建立强大的证券执法体系，提升证券执法的效能。

(一) 证券执法提升质效方面的主要挑战

《证券法》第168条规定了证券监管机构的监管目标，即“维护证券市场公开、公平、公正，防范系统性风险，维护投资者合法权益，促进证券市场健康发展”。国际证监会组织另将“高效和透明”也作为重要的监管目标。“高效”首先指效率，高效执法对于证券法治而言具有重要意义，主要体现为执法成本、执法速度和执法程序等。然而，证券执法效能提升面临两方面的挑战。

一方面，证券违法行为的隐蔽性强，证券发行和交易的专业性强、证券法律法规的复杂程度高，上述因素均容易降低证券执法的效率。为了处理日益增加的涉证

券案件，应当持续投入财政预算、扩充执法队伍、提升执法队伍的专业性，并合理利用科技手段。为了提高证券执法的专业性，中国证监会成立了稽查局和稽查总队，公安部于2003年设立“证券犯罪侦查局”，最高人民检察院于2021年设立“驻中国证券监督管理委员会监察室”。此外，全国人大常委会先后通过设立上海金融法院、北京金融法院和川渝金融法院的决定，对金融案件实行集中管辖，推进金融审判体制机制改革，提高金融审判专业化水平。需要指出的是，在证券执法中，应当注意提升科技手段的运用，但因证券发行、交易具有较强的专业性和复杂性，证券执法应当同时体现公平价值。在此意义上，可以将科技手段作为证券执法的辅助，但不宜过分倚重科技演算的结果，应当尊重证券执法相对人的抗辩权。

另一方面，证券执法需要多部门协调与配合。在我国，证券执法机关主要包括证券监管机关、公安机关、监察机关和人民法院等，其中，证券监管机关是法律规定的、监管证券市场的专门执法机关，也是最主要的执法机关，应具备全面的检查、调查和执法权。根据《证券法》第7条，中国证监会依法对全国证券市场实行集中统一监督管理，可以设立派出机构，按照授权履行监管职责。据此，对于证券市场上的违法行为，中国证监会及其派出机构有权依照《中华人民共和国行政处罚法》作出处罚和处理。中国证监会在证券执法中发现涉嫌犯罪的，应当将案件移送公安机关，按照《中华人民共和国刑事诉讼法》规定，再由公安机关、监察机关和人民法院依法处理。在证券市场上，某个证券违法行为往往触发多种责任，在客观上需要不同机构之间的协调。例如，中国证监会的调查权有限，通常只能根据表面证据向公安机关移送，公安机关按照立案标准予以审查，最终决定是否立案以及是否向监察机关移送起诉。这种做法符合证券监管机关、公安机关和监察机关的职责分工，但执法标准存在差异，协调难度巨大，容易耗时费力。目前，公安机关和监察机关设置专门的证券执法部门，对接证券监管机关的行政执法和案件移送，有助于提高证券执法效率，但应同时探索更有效的协调机制。

(二) 行政执法的效能

在证券市场上，投资者、发行人和中介机构之间通

常是按照民事关系的逻辑构建相互关系的。然而，中国证监会在查处虚假陈述、内幕交易和操纵市场等案件时，虽然面临投资者主张民事赔偿的诉求，却无法在行政执法程序中予以解决；投资者在向发行人或中介机构提起赔偿诉讼时，则遇到中国证监会未对或尚未对违法行为作出认定的难题。两者叠加起来，极大增加了证券执法的难度和投资者索赔的难度。

2002年，最高人民法院曾公布《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》(以下简称《2002年虚假陈述若干规定》)并设置了民事诉讼的行政前置程序，这种前置程序的设定在客观上督促了中国证监会加快处理证券违法行为，也限制了投资者提起民事诉讼的权利，然而，这种做法同时也降低了投资者起诉时证明违法行为的难度。2022年，最高人民法院公布《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《2022年虚假陈述若干规定》)，取消了《2002年虚假陈述若干规定》设置的行政前置程序，捍卫了投资者自主提起民事诉讼的权利。但从实践效果来看，多数投资者仍是在证券执法机关认定违法后才提起民事诉讼，很少在未经证券执法机关认定违法时启动民事诉讼程序。其主要原因在于，证券执法机关的认定减少了投资者对于行为人违法行为的证明责任。

为了提升证券执法效能，需要厘清行政执法与投资者保护之间的关系。证券执法机关不仅拥有法律规定的检查权，还具有较高的专业能力，行政处罚的准确性也较高。但行政执法的重点在于违法行为的认定，投资者损失及损失与违法行为之间的因果关系，通常不影响证券执法机关作出行政处罚，因而不是行政执法的关注重点。然而，即使是在行政执法中，证券执法机关受制于执法手段的局限性，常遇到“既不能认定违法、也无法排除违法”的窘境。这与证券市场的结构复杂以及证券交易电子化的运行模式有关。例如，证券执法机关为了认定内幕交易和操纵市场等违法行为，在实践中要采用“事实推定”方法，但过度推定容易限制相对人的合理抗辩，甚至诱发错案。在处理投资者索赔难题时，由于证券执法机关主要负责对证券违法行为的认定，对投资者损失关注度不足，因此，对于违法行为是否引起投资者损失的难题，只能通过民事诉讼程序予以解决。

为了提升行政执法效能，中国证监会于2015年发布《行政和解试点实施办法》，拟进行行政和解的试点。在美国，证监会采用行政和解方式处理超过80%以上的案件，从而避免了将大量无法查证的涉嫌案件搁置起来的局面，节省了行政执法资源。³⁵然而，“行政和解”毕竟采用“行政和解协议”的方式，容易形成对证券执法机关的不正当约束，也容易引起公众的困扰。在收集各方意见的基础上，国务院常务会议于2021年公布《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》，构造了一种新型的行政执法机制，有别于行政和解机制。首先，在性质上，当事人承诺是行政相对人作出的单方承诺，并无证券执法机关同意的当然含义，因而，既不会当然限制证券执法机关未来执法的可能，也难以触发相对人提起行政复议和行政诉讼。但在行政和解中，证券执法机关与相对人需要签署行政和解协议，在理论上仍然存在证券执法机关是否违反协议的分歧。其次，在内容上，当事人承诺的是“纠正涉嫌违法行为、赔偿有关投资者损失、消除损害或者不良影响”。但在行政和解机制下，则采用相对人“改正涉嫌违法行为，消除涉嫌违法行为不良后果，交纳行政和解金补偿投资者损失等等”。因此，当事人承诺突出了行政相对人“赔偿有关投资者损失”，但行政相对人无需缴纳“行政和解金”。最后，在后果上，当事人承诺与行政和解存在重大差别。按照行政和解机制，证券执法机关在与行政相对人达成行政和解协议后，即应当“终止调查执法程序”，而没有充分考虑行政相对人履行行政和解协议的事实。但按照当事人承诺机制，证券执法机关是在当事人履行承诺后才发生“终止案件调查”的效果。行政和解和当事人承诺是两种不同的执法机制，但均旨在提高行政执法的效率，随着2023年底紫晶存储“行政执法当事人承诺制度”首案落地，未来将有更多的案件通过这一制度提升执行效能。

(三)民事救济的有效性

投资者因证券违法行为而遭受损失时，有权向法院提起诉讼，依法要求发行人、控股股东或实际控制人、公司董监高、中介机构等承担赔偿责任，以弥补或减轻投资者遭受的损失。针对投资者请求权基础，《民法典》和《证券法》作出一般或者原则规定，《2022年

虚假陈述若干规定》作出具体规定，但从实践来看，投资者获得赔偿的难度较大。首先，投资者关注诉讼成本。自然人投资者投资规模较小，即使遭受不法行为的侵害，也必然权衡投资者成本和收益的关系。其次，投资者关注证明责任。投资者负有证明行为人违法的举证责任，还要承担证明交易因果关系或损失因果关系的责任，在计算投资者损失时，则要考虑市场价格波动等，不得不寻求律师等专业人员的辅助。另外，投资者关注胜诉利益。在实际赔偿金额有限的情况下，投资者必然关注胜诉利益在众多投资者之间的分配。众多投资者在一并起诉时，则要共同承担诉讼成本并分享胜诉利益，在少数投资者提起诉讼时，后起诉的投资者要么存在“搭便车”现象，要么面临赔偿不足。为了整体保护投资者的利益，《证券法》在借鉴域外经验、总结我国实践做法的基础上，创设了特别代表人诉讼和先行赔付两项重要制度。

1.特别代表人诉讼

投资者可以根据《民事诉讼法》的一般规定，单独提起民事诉讼或者代表人诉讼，也可以按照《证券法》提起特别代表人诉讼。特别代表人诉讼是由投保机构主导并遵循公益化运行方式的诉讼形式。投资者自行提起虚假陈述诉讼时，通常要具备一定的诉讼经验，甚至要占用较多时间应对诉讼；投资者在委托律师提起诉讼时，要支付一笔不菲的律师费，有时甚至要在胜诉后向律师支付一笔不小的奖励金。对于遭受小额损害的投资者来说，这些费用有时显得过高且不划算。投保机构作为公益组织，在作为特别代表人参加诉讼时，除为开展特别代表人诉讼的必要支出外，不向投资者或原告收取其他费用，诉讼费用较低，投资者也无需向投保机构支付胜诉分成金额，不会挤占投资者应得的赔偿金。根据我国特别代表人诉讼规则，投保机构可以向证券登记结算机构调取权利人名单，进而清晰确定各投资者身份和投资者持有的证券数量；投资者在参加特别代表人诉讼时，不向法院预交案件受理费，投保机构作为代表人申请财产保全的，人民法院可以不要求提供担保。这些规定显著地降低了诉讼成本，也便于投资者诉讼。2021年11月12日，广州中院针对“康美案”作出一审判决书，标志着首例中国特色特别代表人诉讼规则的落地。³⁶

2019年《证券法》采用“特别代表人诉讼”而未采用“集团诉讼”，其原因归结为三：一是，特别代表人诉讼和集团诉讼都是重要的民事诉讼制度，理应规定在《民事诉讼法》中，但鉴于我国《民事诉讼法》已经规定了代表人诉讼而未规定集团诉讼，在《证券法》中创设集团诉讼存在制度障碍。二是，《消费者权益保护法》第47条规定了功能类似的“消费者保护组织提起诉讼”的规则，2019年《证券法》予以借鉴并将特别代表人限定于“受五十名以上投资者委托”的投资者保护机构。三是，域外采用集团诉讼形式有多种，但在美国集团诉讼中，“原告律师实行风险代理的业务模式，成为赏金猎人(bounty-hunter)，这大大刺激了证券集团诉讼的提起规模，但同时也带来一系列问题，逐渐背离了集团诉讼制度设计的初衷”³⁷，对此应当保持足够谨慎。当然，我国目前的投保机构仅有中国证券投资者保护基金和中证中小投资者服务中心，其资源有限，在众多案件中作出选择的难度较大，实际提起的案件数量不多。因此，今后或可同时借鉴域外集团诉讼的经验，形成“特别代表人诉讼”+“集团诉讼”的并行模式，但应当关注风险代理机制，尽力缓和“赏金猎人”带来的社会问题。

2.先行赔付

早在2019年《证券法》启动修改前。2012年中国证监会即对科创板上市公司万福生科稽查立案。2013年5月10日，平安证券作为万福生科首次公开发行并上市的保荐机构及主承销商，为先行偿付符合条件的投资者因万福生科虚假陈述事件而遭受的投资损失，出资三亿元人民币设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”，委托投保基金公司担任基金管理人，设立网上和网下两种方案与适格投资者实现和解，并于2013年7月3日前，向12,756人投资者(占适格投资者总人数的95.01%)支付了补偿金额178,565,084元(占应补偿总金额的99.56%)。2013年9月24日，中国证监会公布《行政处罚决定书》，认定万福生科构成虚假陈述。

平安证券能够在万福生科案中创设先行偿付或先行赔付方案，与2005年《证券法》第69条的规定相关。根据2005年《证券法》第69条规定，在发行人、上市公司虚假陈述时，“保荐人、承销的证券公司，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没

有过错的除外”，因此，只要万福生科构成虚假陈述，且平安证券不能证明自己没有过错，就要依法承担连带赔偿责任。平安证券主动设置该补偿专项基金，是平安证券在评估相关风险基础上作出的单方决定，也有利于平安证券正常开展相关的经营活动。

在总结该案经验的基础上，2019年《证券法》新增第93条，专门设置了“先行赔付”条款，即“发行人因欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为给投资者造成损失的，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司可以委托投资者保护机构，就赔偿事宜与受到损失的投资者达成协议，予以先行赔付。先行赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人追偿”。按照该规定，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司系“委托”投资者保护机构并与投资者达成协议，因此，该条款在性质上带有任意性，不能强迫控股股东、实际控制人和证券公司先予赔付，控股股东、实际控制人和证券公司也可拒绝先予赔付。然而，第93条最后一句赋予先行赔付人向其他责任人行使的“追偿权”，从而形成了对控股股东、实际控制人、相关的证券公司的“激励”功能。

先行赔付条款突出了“先行”，目的在于减少法律程序的复杂，尽快让投资者获得赔偿金额；先行赔付条款采用了“赔付”，从而有别于通常所称的“赔偿责任”。就此而言，先行赔付似乎是为了补充其他救济制度效率低下

的不足，但并未改变其他赔偿规则本身存在的问题。因此，可以继续探索先行赔付的新方案，也应当同时更新其他规则，以提升民事赔偿制度的运行效率。

五、结束语

我国全面实行注册制的时间不长，需要总结的经验甚多，但市场化融资的大门已经打开，就不应退回原来的核准制，而应当及时跟进配套措施的深化改革。一是要明确证券交易所在发行审核中的地位，强化中介机构的“看门人”职责和法律责任，最大限度消除财务造假的发生概率；二是要全面梳理证券发行注册制及其运行流程，协调融资、投资、交易、退市之间的相互关系，提升注册制实施的有效性；三是丰富投资者保护的制度工具箱，继续发挥信息披露等前端保护机制的作用，重视法院和仲裁等裁判机构的事后保护作用。制度改革之外，我国虚假陈述、内幕交易和操纵市场的案件中通常存在“一人侵权、多人受损”的模式，这种大规模、涉及证券价格和价值的特殊侵权，难以照搬侵权责任的一般规则。针对该类案件，我国司法实践应当继续探索适合证券市场需求的新型诉讼和纠纷解决机制，以实现降低诉讼成本，统一裁判尺度，增强市场预期，最终达到规范证券市场秩序的目的。 ■

[基金项目：教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“法治化营商环境建设法律问题研究”（22JJD820018）]

注释

1. 参见叶林. 关于股票发行注册制的思考——依循“证券法修订草案”路线图展开[J]. 法律适用, 2015, (8): 7.
2. 参见吴晓求. 要把A股市场从融资市场转变为投资市场[N]. 南方周末, 2023-10-24.
3. 2013年《证券法》第21条、第25条、第63条规定了申请首次公开发行股票的发行人预先披露义务、核准后公开发行前披露募集文件义务，以及持续信息公开义务；第12条与第13条规定了公司公开发行股票所需满足的法定条件。
4. 参见彭冰. 信息披露是注册制的核心[J]. 证券法苑, 2014, (3): 270.
5. 参见郭雳. 注册制改革应把握重点、有序推进[J]. 证券法苑, 2014, (3): 277.
6. 参见叶林. 关于股票发行注册制的思考——依循“证券法修订草案”路线图展开[J]. 法律适用, 2015, (8): 13.
7. 自然人投资者又称中小投资者或散户投资者，相当于境外的零售投资者。
8. 参见王莹心. 个人投资者比例提升：美股市场结构变迁及启示[J]. 证券市场导报, 2021, (5): 45-46.
9. 参见中国证券登记结算公司网站：《中国证券登记结算统计

年鉴》；参见中山证券课题组. 股票市场投资者结构国际比较研究[J]. 证券市场导报, 2020, (4): 17.

10. 参见张元鹏. 投资者真的是理性的吗——行为金融学对法玛的“市场有效假说”的质疑与挑战[J]. 学术界, 2015, (1): 116-125.

11. 参见焦津洪. 欺诈市场理论研究[J]. 中国法学, 2003, (2): 112.

12. 参见董志勇, 康占平. 行为金融学与有效市场假说的争论[J]. 宁夏社会科学, 2006, (4): 43-48.

13. 参见于雪彦. 资本市场噪音交易研究综述[J]. 现代管理科学, 2019, (2): 61-63.

14. 参见中国证券监督管理委员会网站：《中国证监会召开机构投资者座谈会》www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7427954/content.shtml, 最后访问时间：2023年11月30日。

15. 《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》，中国证券监督管理委员会公告〔2022〕27号。

16. 参见[美]伯纳德·S. 布莱克. 强大证券市场的法律和制度前提[J]. 洪艳蓉, 译. 证券法苑, 2003, (7): 142.

17. 参见[美]约翰·C. 科菲. 看门人机制：市场中介与公司治理[M]. 黄辉, 等译. 北京：北京大学出版社, 2011: 3.

18. 英国主板市场和AIM(Alternative Investment Market)市场均有保荐人要求(主板市场参见United Kingdom Listing Authority “Listing Rules” 8.2.1, AIM市场参见AIM Rules for Companies及AIM Rules for Nominated Advisers)。不过AIM市场中的保荐人机制更为典型, 其有终身保荐的要求, 也承担了更大的监管职能。

19. 参见[美]约翰·C. 科菲. 看门人机制: 市场中介与公司治理[M]. 黄辉, 等译. 北京: 北京大学出版社, 2011: 序3-4.

20. 参见[意]F.卡卡诺. 商法史[M]. 贾婉婷, 译. 北京: 商务印书馆, 2017: 200-201.

21. 同注17。

22. 参见郭雳. 证券市场中介机构的法律责任配置[J]. 南京农业大学学报(社会科学版), 2011, (1): 98.

23. 看门人理论的经典文献如Reiner Kraakman, Gatekeepers: The Anatomy of a Third-party enforcement strategy, 2 J.L. ECON. & ORG. 53(1986). Assaf Hamdani, Gatekeeper Liability, 77 S. CAL. L. REV. 53, 122 (2003). 同注17等。

24. 参见叶林. 以信息披露为核心构建股票发行注册制[J]. 中国金融, 2023, (10): 39-40.

25. 中国证券监督管理委员会《首次公开发行股票注册管理办法》第20条第2款规定: “交易所审核过程中, 发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的, 应当及时向中国证监会请示报告, 中国证监会及时明确意见”; 第23条规定: “中国证监会在交易所收到注册申请文件之日起, 同步关注发行人是否符合国家产业政策和板块定位。”

26. 同注17。

27. See Vishwanath K D, Kaufmann D. Toward transparency: new approaches and their applications to financial markets[J]. World Bank Research Observer, 2001, 16(1): 41-57.

28. 参见胡海峰, 王灿灿. 资本市场透明度研究新进展[J]. 经济动态, 2022, (6): 131-149.

29. 《证券法》第109条第2款: “证券交易即时行情的权益由证券交易所依法享有。未经证券交易所许可, 任何单位和个人不得发布证券交易即时行情。”

30. 参见徐凤译. 欧洲议会与欧洲理事会2013年第50号指令(关于证券市场透明度指令的修改)[J]. 金融服务法评论, 2014: 391.

31. 参见泰奇. 实控人找人代持股权为哪般?[J]. 董事会, 2022, (10): 10.

32. 参见牛文婕, 等译. 国际统一私法协会UNIDRIOT关于中介化证券的实体法公约[J]. 证券法律评论, 2018: 192-197.

33. 国际统一私法协会UNIDRIOT关于中介化证券的实体法公约第一章第一条(b)款。

34. 《韩国资本市场法》第401条第(三)项。

35. 参见叶林, 张辉, 等. 证券执法和解制度的比较研究[J]. 西部法学评论, 2009, (4): 20-29.

36. 广东省广州市中级人民法院民事判决书(2020)粤01民初2171号。

37. 参见焦津洪. 我国证券集体诉讼的制度创制与初步实践研究[J]. 中国法学, 2023, (3): 182-202.

(责任编辑: 李稷民)