中国证监会副主席王建军：

康美药业判例震慑了相关上市公司和中介机构

本报记者 邢 萌

“中国证监会始终坚持以人民为中心的发展思想，始终把投资者摆在最突出的位置，努力提升投资者的获得感和安全感。”12月4日，在国际金融论坛第十八届全球年会上，中国证监会副主席王建军表示，投资者是资本市场可持续发展之本。加强投资者保护是注册制改革的基础。没有严格的投资者保护，就没有注册制改革的行稳致远。下一步，中国证监会将积极推进代表人诉讼常态化，不断完善适当性管理、公开征集股东权利、纠纷在线诉调对接等各项投资者保护制度。

这是王建军履新证监会副主席以来的首次公开表态。在发言中，王建军还就康美案、独董制度回应了市场关切。他表示，康美特别代表人诉讼案的判决具有重大标志性意义，宣告了虚假陈述、欺诈发行违法成本过低的时代一去不复返了。应全面、客观看待上市公司独立董事制度。对市场各方完善独立董事制度的意见建议，中国证监会高度重视，已组织专门力量进行研究，进一步明晰独立董事权责边界，加强履职保障、完善责任机制。

投资者保护是注册制改革关键

近年来，中国证监会坚持“建制度、不干预、零容忍”的方针，坚持市场化法治化国际化，持续推进以注册制改革为龙头的资本市场全面深化改革，努力构建融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。

在王建军看来，投资者是资本市场可持续发展之本。投资者保护事关注册制改革的关键。

王建军从注册制改革三个原则、基本内涵角度出发，结合国际最佳实践与中国实际情况，表达了“加强投资者保护是注册制改革的基础”观点。

“保护投资者合法权益是资本市场永恒的主题，没有投资者对市场的信任和信心，就没有资本市场的健康发展和兴旺发达。”王建军强调，注册制改革必须全面坚持“尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征”三个原则。从注册制基本内涵看，注册制改革以信息披露为核心，要求发行人以投资者需求为导向，真实准确完整地披露信息。在做好事前审核、把好入口关的同时，更加注重事中监管与事后查处，既要督促市场主体归位尽责，又要保障投资者依法行权维权。

王建军指出，从国际最佳实践看，境外市场注册制的实施都伴有一系列投资者保护制度和机制，形成了对财务造假等资本市场“毒瘤”的有力震慑。“从中国特色和发展阶段特征看，我国拥有全球规模最大、交易最活跃的投资者群体，目前已超过1.9亿，其中97%为持股市值50万元以下的中小投资者。能否保护好广大中小投资者合法权益，是衡量注册制改革成功与否的一个关键标准。”他说。

王建军还阐述了注册制改革下投资者保护相关法规制度的丰富与创新，进一步建立健全基础制度体系，强调了“没有严格的投资者保护，就没有注册制改革的行稳致远”观点。

王建军指出，中国证监会积极探索建立健全适应注册制改革的投资者保护基础制度体系，推动资本市场法治建设取得重大突破。先后推动在新《证券法》中增设“投资者保护”专章、推动出台《刑法修正案（十一）》和《关于依法从严打击证券违法活动的意见》等。

“特别是投资者保护机构参加的证券纠纷特别代表人诉讼制度，更是具有中国特色的重要基础性制度创新。今年11月12日，广州中院一审判决，康美药业及相关责任人赔偿5.2万名投资者24.59亿元，标志着我国资本市场特别代表人诉讼制度成功落地实施。”他进一步说。

王建军表示，下一步，中国证监会将深入贯彻十九届六中全会精神，坚持敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险、发挥合力的监管理念，把保护投资者合法权益作为监管工作的出发点和落脚点，积极推进代表人诉讼常态化，不断完善适当性管理、公开征集股东权利、纠纷在线诉调对接等各项投资者保护制度，切实增强投资者的获得感和安全感，为全面推行注册制改革创造良好的环境和条件，努力打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

组织力量研究完善独董制度

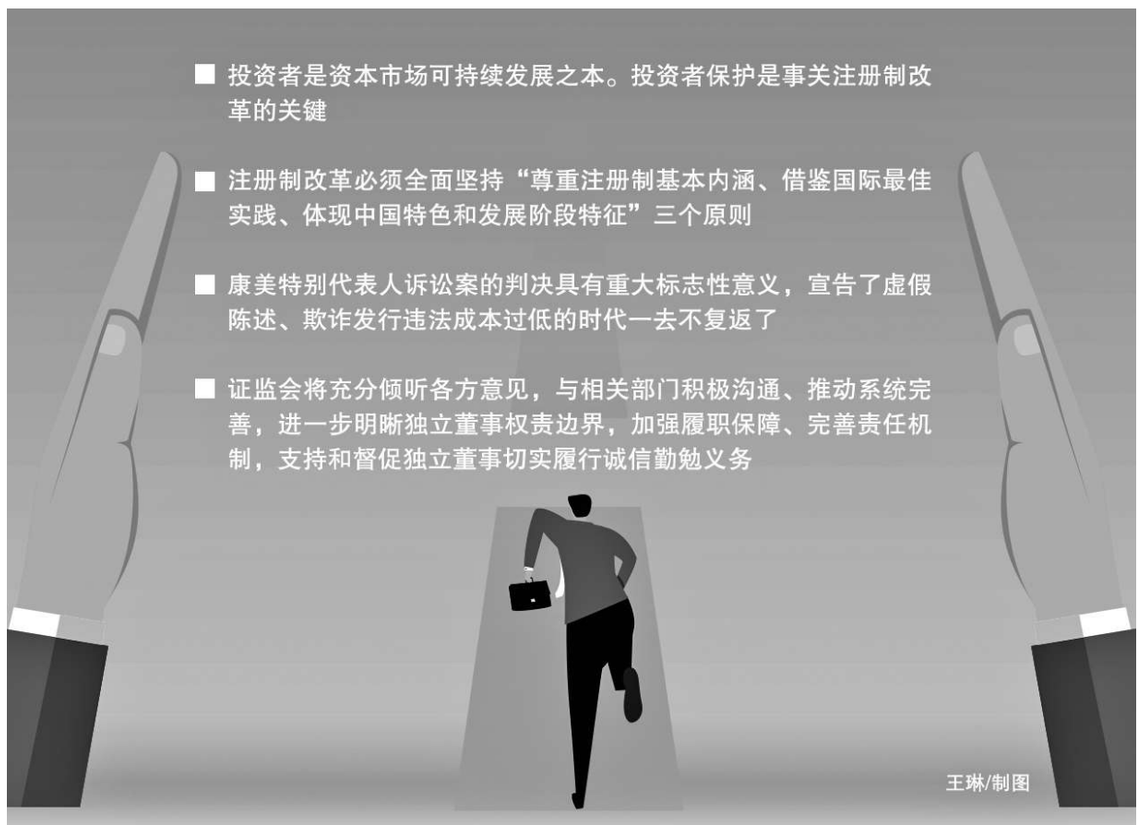
对于市场关切的康美案、独董制度，王建军认为，康美特别代表人诉讼案的判决具有重大标志性意义。这是落实新《证券法》和《关于依法从严打击证券违法活动意见》的开创性举措，是我国资本市场历史上具有划时代意义的里程碑事件。

王建军认为，该判决不仅宣告了证券犯罪违法成本过低时代的结束，也震慑了相关上市公司、中介机构，同时也彰显了证监会维护投资者合法权益的决心。

王建军表示，该判决昭示了对上市公司、中介机构的责任追究是动真招的。上市公司、拟上市公司及其责任人员要汲取教训、规范经营、提升质量，给投资者一个真实、透明、合规的上市公司。中介机构及其从业人员要坚定地站在投资者一边，各司其职、勤勉尽责，充分发挥“看门人”作用，不断提升资本市场诚信水平。

“该判决彰显了监管的人民性，彰显了我们维护投资者合法权益是严肃的、认真的。通过公益机构代表、专业力量支持以及诉讼费用减免等制度，破解了中小投资者起诉难、维权贵的困境，大幅降低维权成本，帮助投资者公平、高效获赔，也是妥善快速化解群体性纠纷、提升市场治理效能的有益探索。”王建军表示。

王建军还关注到康美案引发市场各方对独立董事制度的讨论。对此，王建军表示，对市场各方完善独立董事制度的意见建议，中国证监会高度重视，已组织专门力量进行研究，将充分倾听各方意见，与相关部门积极沟通、推动系统完善，进一步明晰独立董事权责边界，加强履职保障、完善责任机制，支持和督促独立董事切实履行诚信勤勉义务，努力形成各方归位尽责、市场约束有效的制度环境和良好生态。



王琳/制图

专家连线

中国法学会证券法学研究会副会长、浙江大学光华法学院教授李有星：完善独立董事制度需要准确认识独立董事在上市公司中的地位作用，独立董事起到监督约束、战略决策、合规和风险控制三方面作用。重点解决上市公司因财务造假而引发证券信息披露虚假陈述情形下，独立董事因过失承担责任制度、勤勉尽责的标准和免责制度。核心是专业的独立董事对其专业事项承担特别注意义务，非专业的独立董事承担普通注意义务，依此逻辑设定责任承担制度。

中国人民大学商法研究所所长刘俊海：注册制改革下，监管层在投资者保护方面持续发力，投保工作必要性日益凸显。要推动我国资本市场和谐持续健康发展，需要大力培育股权文化，进一步建立健全投资者友好型的法律体系、公司治理体系、行业自律体系、行政监管体系、司法救济体系和协同共治体系。

建议从法治层面，明确投资者保护，坚持资本市场的人民性，持续提升公众股东的获得感、幸福感与安全感，提振投资信心，鼓励长期投资，遏制内部人控制，规范和完善上市公司治理，提升上市公司竞争力，助推实体经济高质量发展，优化共建共享的资本市场生态环境，早日把资本市场办成诚信企业的加油站和公众股东的聚宝盆，不断促进共同富裕。

中上协执行副会长柳磊：

积极开展ESG工作 不断提高上市公司质量

本报记者 赵学毅

12月3日至5日，国际金融论坛（IFF）第18届全球年会在广州南沙举行。中国上市公司协会执行副会长柳磊在发表主旨演讲时提出，环境、社会和治理（ESG）正是可持续发展理念在企业微观层面的反映。在中国证监会领导下，围绕“打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”目标，中国上市公司协会高度重视推动上市公司ESG工作，通过交流、倡导、培训等多种方式，积极推动上市公司树立和践行ESG发展理念。

柳磊认为，公司的ESG表现以及ESG评级受到国内外越来越多关注，ESG投资正在成为国内外投资者的重要决策参考。目前，由国际机构主导的评级受到投资者更多关注和认可，但由于境内外国情、文化等方面存在差异，国外评级办法可能偏离中国企业的实际社会价值。对此，一方面，应持续推动构建接轨国际、符合国情的ESG评价体系；另一方面，应不断加强与国际成熟ESG评级机构的双向沟通，积极提出意见与反馈，增进理解，更好地展现公司ESG真实情况。

首先，上市公司正不断加深对ESG理念的认识。上市公司在践行新发展理念、积极贯彻落实国家相关战略方面先行表率，自觉履行社会责任，在助力实现“双碳”目标的过程中发挥了重要作用。

其次，在积极开展ESG工作基础上，不断提高上市公司质量。作为中国企业的优秀代表，上市公司在保护环境、履行社会责任、公司治理、ESG信息披露等方面的努力取得了一定成效。从实践看，大部分蓝筹股公司均构建了高层深度参与、横向协调、纵向联动的ESG管理组织体系。中上协调查发现，2021年披露ESG相关报告的A股上市公司超过1100家。

最后，充分发挥上市公司协会自律服务组织作用，开展上市公司之间ESG工作的宣传和交流。今年，中上协充分利用贴近公司的优势，将推进ESG工作作为上市公司实现高质量发展的关键，汇编发布了包括133家上市公司在内的《上市公司ESG实践案例》，发挥了优秀实践的榜样作用。在此基础上，中上协即将发布《中国上市公司ESG发展白皮书（2021）》，促进ESG工作的宣传和交流。

谈及中上协的工作，柳磊表示，中上协将继续办好上市公司“关键少数”相关培训和交流座谈，引导上市公司“关键少数”重视ESG相关工作，督促公司更好地履行自身职责、规范运作，促进公司之间交流借鉴先进经验。

中期协秘书长吴亚军：

目前正积极推进碳期货市场建设

本报记者 王 宁

12月5日，中国期货业协会秘书长吴亚军在“2021年第17届中国（深圳）国际期货大会”黑色分论坛上表示，目前我国正积极推进碳期货市场建设，碳期货的上市，将进一步完善上下游产业链品种，并助力黑色产业实现绿色低碳转型。

吴亚军表示，近两年，受疫情影响，大宗商品价格波动幅度加大，利用期货等衍生工具进行风险管理的需求大幅增加，期货市场也同步迎来了快速发展的重要机遇期。截至三季度末，期货市场权益规模达到11893.97亿元，同比增长61.65%，市场规模稳步扩大。黑色产业作为国民经济发展的重要产业，同时也是期货市场的主力板块，近年来取得了长足的进步。随着商品价格波动加大，风险管理诉求日益提升，煤焦矿钢等黑色系期货的价格发现与风险管理功能持续发挥。

与此同时，随着远期、含权、互换等多层次衍生品市场的深入发展，黑色产业风险管理的深度及广度进一步提高，大大促进了黑色产业链经营理念和模式的优化升级，在生产销售定价模式、供应链管理、客户关系管理、丰富经营手段等方面也都得到了进一步的深化和提升。期货公司及其风险管理子公司等交易服务机构也逐步深耕黑色产业链，创新推出了含权贸易、期货稳价订单等新的服务模式，更好地引领和服务黑色产业链的高质量发展。

吴亚军进一步表示，期货公司作为中介服务机构，要结合当前新的形势，深化对相关上市期货品种及产业链的研究，希望期货行业抓住绿色发展契机，不断创新产品和服务模式，更好地发挥金融专业和风险管理优势，引领、推动和服务黑色产业链企业合理利用衍生工具，为企业保供稳价作出积极贡献，助力产业链企业实现转型升级和高质量发展，服务国家绿色低碳转型战略，在促进国民经济高质量发展中发挥更加积极作用。

借壳上市热情逐渐冰封 壳资源前途何在

专家认为，随着注册制的全面实施与IPO通道的多样化，壳资源的价值在不断下降

本报记者 桂小笋 李亚男

曾几何时，借壳上市被视为跻身资本市场的捷径，而在2015年的高潮过后，借壳上市的热情逐渐“冰封”，以至于在2021年的前11个月，A股市场没有一例成功的借壳上市。

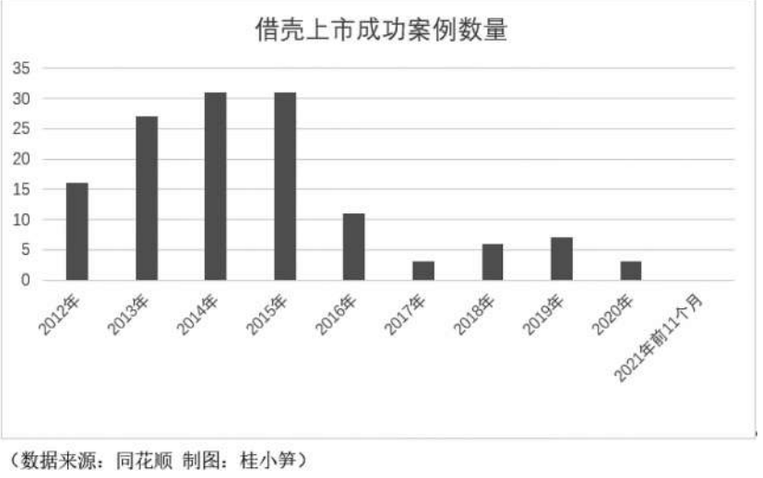
日前，《证券日报》记者通过对投资人、经济学者、分析师、注册会计师、证券律师等多类资本市场观察者、参与者的采访，回顾分析借壳上市十年来的变化，探寻借壳上市降温背后的答案。

“冒险的游戏”为何遇冷

同花顺iFinD数据显示，2012年至2020年，借壳上市成功的案例数量分别为16、27、31、31、11、3、6、7、3。而2021年的前11个月，借壳上市则干脆交了白卷。

历史中曾不乏因借壳上市赚得盆满钵满的企业和投资人。但上述数据折射出：很长一段时间以来，各路资本、主体参与借壳上市的热情在极速下降。

借壳案例的减少，直接反映在了审计机构的业务上。“近两年的借壳项目，加起来还没有以前半年的多。而近年来监管对第三方机构处罚力度加大，大家不得不加强自身风险管理，也要提高质控。”某不愿具名的注册会计师在接受《证券日报》记者采访时说：“虽然仍有些企业符合重组条件，也愿意借壳上市。但近年来IPO进程总体加快，加之直接上市对原股东持股更为‘友好’，很多企业家不希望因借壳上市导致股份被稀释，所以更为热衷于IPO。”



（数据来源：同花顺 制图：桂小笋）

中国社科院金融研究所副研究员王桂虎在接受《证券日报》记者采访时表示，注册制下IPO审核时间一般不超过6个月，这是造成借壳上市急剧下降的重要原因。“当前，借壳上市的难点主要包括重组方案设计较为复杂、审核时间较长、重组过程存在重大不确定性等方面。另外，借壳上市方面的监管政策也趋于严格，尤其是要求在重组过程中加强信息披露，这都为借壳上市增加了难度。”

“近来，科创板、创业板，也包括北交所提供了新的发行渠道，借壳上市的必要性大大降低。”上海明伦律师事务所王智斌律师在接受《证券日报》记者采访时坦言。

前海开源基金首席经济学家杨德龙也对《证券日报》记者表示，借壳上市和以前相比大幅减少，原因可以从两方面分析，“实施注册制后，企业借壳上市动力不足；相比IPO审批，借壳上市审批更严，一般的借壳方案很难通过。这主要是因为借壳上市容易引发内幕交易，由此，借壳上市也成为了不被鼓励的上市路径。”

借壳还是优秀的选项吗

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新向《证券日报》记者介绍，过去在IPO门槛较高的背景下，很多企业想上市，就只能通过买壳、借壳，而为了降低成本，就会去选择垃圾股为壳，但借壳垃圾股风险很高，堪称冒险。而今，注册制下，加之北交所致力于服务更早期的企业，资本市场的包容度显著提高，买壳借壳的代价已远远大于IPO了。

从另一个维度看，此前借壳上市备受推崇也与标的背后的资本退出需求相关，那么，如今的投资机构们在退出安排上又有怎样的“小九九”？

聚元资本创始合伙人高笛原在接受《证券日报》记者采访时介绍，现在投资机构的退出渠道非常多样，包括IPO、重组借壳、并购、实控人回购等，此前，因为IPO排队的时间比较久，考虑时间成本等因素，大家会更为热衷采用借壳上市的方法退出。

“但当前重大资产重组和首发上市的要求区别不大，对注入资产的审核条件也是一样的，同时注册制落地，借壳的优势已经丧失，这是近年来借壳上市案例急剧减少的原因。”高笛原说，投资机构选择退出渠道，也要基于被投企业、行业的特性，比如文旅行业不一定要IPO，被并购也是不错的选择。

高笛原认为，从投资人的角度来看，借壳上市在未来仍会继续趋冷，原因可总结为五方面：“注册制之下，优质企业登陆资本市场会首选IPO；其次，退市制度也在完善，一些ST类公司被借壳与自身退市间存在监管、规则、周期等多方面矛盾，想要通过被借壳维系上市地位或者全身而退的难度越来越大。”

壳资源价值几何

盘古智库高级研究员江瀚在接受《证券日报》记者采访时分析，壳资源虽然不吃香了，但毕竟注册制还没完全铺开，对于那些非双创企业来说，上市还是不容易的，所以借壳上市在目前还有价值。

有不愿具名的注册会计师向《证券日报》记者介绍，未来，那些规模较小，可能属于传统产业、夕阳产业，但能够维持经营的上市公司，才能成为有价值的壳。

“在主板未实施注册制之前，一些传统行业的企业如果想在主板上市，借壳可能仍旧有效。但总体上，随着注册制的全面实施与IPO通道的多样化，壳资源的价值在不断下降。”王桂虎说。

失去了被借壳的价值，对于那些乏善可陈、经营长期疲软的上市公司而言，如何保住自己的上市地位就成了当务之急。

王桂虎认为，在被借壳的路逐渐走不通，壳价值大幅下降后，那些业绩不佳的A股上市公司会更为自主、顺畅地退出资本市场。

“借鉴成熟市场的经验，上市公司的寿命都在缩短，二十世纪90年代之后，全球上市公司平均挂牌寿命逐渐缩短到十年左右，优胜劣汰蔚然成风。”董登新也认为，“当壳价值不被市场认可，垃圾股自身也就丧失了保壳的动力。”

本版主编 姜 楠 责 编 于 南 制 作 曹秉琛
E-mail:zmzx@zqrb.net 电话 010-83251785