

【特别策划·完善证券期货法制,推动资本市场治理现代化】

打造投资者友好型证券法 推动资本市场治理现代化

刘俊海

(中国人民大学法学院,北京 00872)

摘要: 为推动资本市场治理现代化,必须打造投资者友好型证券法。建议扩大证券外延,凡是具有投资回报期待的各类资本证券均应纳入证券法调整。主张在资本市场进一步简政放权,充分鼓励自由、公平的市场竞争。主张进一步完善 IPO 核准制的制度设计,审核权作为注册权的核心权能必须由证券监管机构统一行使,而不能由证券交易所行使。建议重典治乱,创新民事责任、行政责任与刑事责任的追究机制。主张进一步完善信息披露制度,推动资本市场透明化。

关键词: 证券法; 股权文化; IPO; 注册制; 诚信体系; 信息披露

中图分类号: D912.287

文献标志码: A

文章编号: 1009-8003(2015)04-0005-16

一、打造投资者友好型证券法的核心使命是促进资本市场治理现代化

(一) 投资功能的失灵是我国资本市场陷入困境的主要原因

中国资本市场的改革目标有二:一是发挥资本市场的直接融资功能,推动资本的形成,促进宏观经济稳定,支持实体经济发展;二是发挥资本市场的投资功能,确保股市成为国民经济的晴雨表,不断为广大投资者创造投资回报。

遗憾的是,从实践来看,第一功能的发挥严重受到制约,第二功能基本没有发挥出来。就第一功能而言,虽然资本市场为我国国民经济的健康发展、国有企业的壮大、非公有制经济的崛起发挥了重要作用,但其直接融资比例在全社会融资结构中仍然不到 20% 的残酷事实表明其对实体经济的贡献还远远没有发挥出来。就第二功能而言,据统计,1990 年至 2011 年 9 月,国内 A 股累计融资 4.3 万亿元。但 Wind 的数据显示,1990 年末到 2010 年末,A 股累计完成现金分红总额约 1.8 万亿元。由于普通投资者在上市公司的持股比例不超过 30%,其所分享的红利最高不过 0.54 万亿元。这意味着,近 21 年来,A 股市场给予普通投资者的现金分红总额占融资总额的比率不足 13%。而如果按照现在 3.5% 的一年期存款利率,以复利计算,21 年下来的储蓄回报高达 105.9%。^①

皮之不存,毛将焉附。表面上看,我国资本市场只有融资功能,没有投资功能。但融资功能的疲软与投资功能的缺失存在着内在逻辑关联:投资功能是资本市场的核心功能,融资功能派生于投资功能。投资功能失灵时,无论什么样的灵丹妙药都无法康复其融资功能。投资尤其是股权投资的本质属性就

收稿日期:2015-06-30

基金项目:本文系国家社会科学基金重点项目《国有企业改革与国有资产保护法律问题研究》(13AFX019)的阶段性成果,也是作者作为亚洲开发银行(ADB)与全国人大常委会法制工作委员会合作的《中国证券期货市场法律体系改革》课题组组长的研究报告:TA-8684 PRC: Improving the Legal Framework for Securities and Futures Markets - National financial law expert and team leader (48008-001)。

作者简介:刘俊海(1969-),男,河北泊头人,法学博士,中国人民大学法学院教授,博士生导师,中国人民大学商法研究所所长,主要研究方向:公司法、证券法。

①参见蔡颖、吴黎华《中国上市公司 21 年融资 4 万亿:股东分红 0.54 万亿》,载《经济参考报》2011 年 9 月 18 日。

是为了追求超出资本的利润而将资本提供给公司使用、并甘愿承受投资风险(不含融资人及其受托人的道德风险与失信风险)的商事活动。虽然资本市场中的问题千头万绪,但当前我国资本市场的首要矛盾是融资方与投资方之间的矛盾。由于我国当前的资本市场缺乏全球资本市场共有的投资功能与财富共享效应,广大投资者无法分享融资公司的发展成果,资本市场的融资功能必然会夕阳西下。

我国资本市场改革的当务之急是首先康复资本市场与生俱来的投资属性,直接融资功能的激活必然会水到渠成。前几年,我国资本市场暂时处于低迷的症结并非资金之匮乏,而是信心、诚信与法治之匮乏。而这些匮乏都可归结为股权文化、法治精神之不彰。

(二) 法治是我国资本市场改革、发展与治理的基本方式

法律是治国之重器,法治是国家治理体系和治理能力的重要依托。中共十八大报告指出,“全面推进依法治国。法治是治国理政的基本方式。要推进科学立法、严格执法、公正司法、全民守法,坚持法律面前人人平等,保证有法必依、执法必严、违法必究”;并特别强调,“提高领导干部运用法治思维和法治方式深化改革、推动发展、化解矛盾、维护稳定能力”。

中共十八届三中全会决定指明了资本市场改革的大方向“健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重”。并就深入推进科学立法、民主立法提出了具体要求:要“加强人大对立法工作的组织协调,健全立法起草、论证、协调、审议机制”,“建立基层立法联系点制度,推进立法精细化”,“健全立法机关主导、社会各方有序参与立法的途径和方式”,“拓宽公民有序参与立法途径,健全法律法规规章草案公开征求意见和公众意见采纳情况反馈机制,广泛凝聚社会共识”。

法治也是我国资本市场改革、发展与治理的基本方式。要确保我国资本市场活力焕发、长治久安,必须增强我国资本市场法律环境的公平性、稳定性、连续性、透明度、能见度、公信力与可预期性。资本市场的市场化与法治化如影随形,贯穿于资本市场改革、发展与治理的全过程,必须同步推动。为确保我国资本市场活力焕发、长治久安,为增强我国资本市场法律环境的稳定性、连续性、透明度、能见度、公信力与可预期性,国家和全社会必须高度重视资本市场法治建设。

(三) 资本市场法治的核心是培育股权文化,全面建设投资者友好型社会

资本市场法治的主要功能是确定资本各方参与者的法律地位,明确各方主体的权利、义务与责任。鉴于资本市场的融资功能取决于投资功能,鉴于广大公众投资者与上市公司及其背后的利益集团和附庸机构(如控制股东、实际控制人、保荐机构、资产评估事务所、会计师事务所、律师事务所与地方政府等)在信息占有、财力对比、成本外部化等方面明显处于弱势地位,因此现代资本市场法治的核心是培育股权文化,加强投资者权益保护工作。美国历史上的每一次股灾无不伴随着投资者权益保护制度的全面升级和改版,如 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、《2002 上市公司会计改革与投资者保护法》(简称萨班斯法)与《2010 多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》。法治改革贯穿于美国资本市场的全过程,全面推进资本市场法治建设也应成为我国资本市场改革与发展的主旋律。

从国际经验和我国的国情来看,大力弘扬法治精神,着力培育多赢共享的股权文化,全面建设投资者友好型社会,是我国资本市场尽快摆脱亚健康状态的政策抉择,是我国资本市场可持续健康发展的重要保障,是我国资本市场存在与发展的根本宗旨,是提升上市公司治理水平的关键点,是贯穿我国资本市场发展、改革、创新、监管与稳定的主旋律。弘扬股权文化不仅是法治工程、规范工程与监管工程,也是规模宏大的发展工程、民心工程、和谐工程。要大力弘扬股权文化,必须进一步释放改革的正能量,大力推进我国资本市场的市场化、法治化、透明化、民主化、诚信化、公平化、民本化与全球化进程,全面建设投资者友好型社会,最终建成投资者友好型的法律体系、行政监管体系、公司治理体系、司法救济体系、社会监督体系和投资者维权服务体系。

虽然资本市场活动具有一定的射幸性,但好制度比好运气更重要、更根本。在法治健全的证券市场中,广大投资者仅对侵害其合法权益的特定侵权人怒目相向,而对正常市场风险导致的投资损失往往从容淡定,认赌服输。但在法治欠缺的证券市场中,广大投资者不仅对侵权失信行为恨之入骨,而且无法理性看待正常的市场风险,甚至将市场风险归咎于监管者。为提升广大投资者的幸福指数,帮助投资者

回归理性思维, 必须高度重视资本市场法治建设。

《证券法草案》专辟第 8 章“投资者保护”值得肯定。建议进一步细化强制分红制度、账簿查阅制度与隐私权保护制度, 强化知情权、选择权、公平交易权(适当性管理制度)、安全保障权、索赔权、治理参与权的制度设计。这是此番立法改革的最大亮点。

(四) 良法是善治的前提

要提升我国资本市场的国际竞争力, 必先提升我国资本市场法律的国际竞争力, 进一步增强法律的公正性、统一性、包容性、开放性、前瞻性、可操作性、可诉性。建议进一步完善以证券法为龙头的资本市场法律体系。鉴于 2005 年的《公司法》与《证券法》的联动修改距今已逾 10 年, 远远不能适应我国资本市场创新与发展的需要, 也远远落后于 2008 年国际金融危机之后的公司法、证券法修改的最新潮流, 建议在修订《证券法》之际同时启动《公司法》修改程序, 并在条件成熟时制定《投资者权益保护法》。此外, 与资本市场密切相关的其他法律法规(如物权法、信托法、合同法、侵权责任法、民事诉讼法、行政诉讼法、行政程序法、仲裁法与税法)也要与时俱进, 助推资本市场的健康发展。

当前我国资本市场法治建设的紧要任务是完善我国资本市场法律体系, 充分释放法治的正能量, 加快推进我国资本市场的市场化、法治化、透明化、民主化、诚信化、民本化与全球化进程, 大力推进投资者权益保护事业, 全面建设投资者友好型社会, 全面深化资本市场改革, 全面加强资本市场法治, 全面提升上市公司与金融服务机构的核心竞争力, 全面激活资本市场的投资与融资功能, 全面提升资本市场的公平性与透明度, 全面促进资本市场治理现代化, 大力推动新常态下经济转型升级, 拉动国民经济可持续稳定健康增长, 早日实现我国公众投资者共享国民经济发展成果的中国梦, 必须打造投资者友好型的《证券法》升级版。

2015 年 4 月 20 日, 十二届全国人大常委会第十四次会议举行第一次全体会议一阅读审议了全国人大财政经济委员会提请审议的《证券法修订草案》。该草案共 16 章 338 条, 其中新增 122 条、修改 185 条、删除 22 条。修订草案确立了股票发行注册制, 确定了多层次资本市场体系的法律规则, 健全了上市公司收购制度, 专章规定了投资者保护制度, 尊重了证券行业的自治与创新, 突出了监管者的简政放权, 强化了事中事后监管制度, 完善了跨境监管合作机制, 提高了失信惩戒力度。毋庸置疑, 该草案由于起草时间仓促, 美中不足之处, 亟待进一步完善。例如, 为应对证券期货跨市场交易突发事件, 建议新《证券法》增设证券期货市场失灵应急预案制度, 全面规定市场失灵的分级、预防机制、预警机制、处置程序与应急保障措施等内容。

二、建议新《证券法》拓宽证券法的调整范围

(一) 应采取实质重于形式的思路界定证券的内涵与外延

实质意义上的证券指具有高度流通性的、含有财产内容的民事权利; 形式意义上的证券则指确认该权利的书面和电子凭证。证券是权利得以表现的形式和载体, 而权利则是证券的实质与内涵。在电脑技术和互联网技术诞生之前的证券立法(如美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》)往往从证券角度把握证券背后的权利内容, 而且屡试不爽。这是由于在传统证券市场中, 证券与权利高度合一。

但权利的表达式毕竟是多多元的, 也是可变的, 而唯一具有相对稳定性的存在是法律关系和权利内容。因此, 在电子商务时代和证券无纸化时代, 即使上市公司股东手里没有一张纸, 但证券登记结算公司和上市公司的电脑资料中储存着该股东的持股信息, 也丝毫不影响该股东的权利。

在证券形式与内容的分离的电子商务洪流中, 要完整、科学、准确地界定《证券法》中的“证券”二字, 就不能再盲目迷信甚至痴迷于形式意义上的“证券”, 而要入木三分地着眼于实质意义上的证券。对投资者最为重要的是证券背后的权利, 而不是印制精美的股票和债券。只有这样, 才能在书面证券消失时依然能够清晰地把握投资者与其相对义务主体等利益相关者之间的法律关系, 而不至于在书面证券消失时手足无措。

(二) 证券法调整的证券应仅限于具有投资回报期待的资本证券

依其所表示的权利内容, 实质意义上的证券可以分为物权证券、债权证券和股权证券。物权证券指

表彰物权的证券,包括提单和仓单等。持有人拥有此类证券,即对该证券指向的标的物享有物权。债权证券指表彰债权的证券,如债券和票据等。持有人拥有此类证券,即对该证券指向的人享有债权。以证券发行人本人是否为该证券所载债务人作为标准,债权证券分为由发行人任债务人的证券和由第三人任债务人的证券。前者包括本票与债券两种,后者包括汇票与支票两种。其中,本票与债券的共同点在于二者都是由证券发行人自己作为债务人向证券持有人履行债务。在一定意义上可以说,债券实质上都是本票。但二者区别在于,票据的主要功能在于扮演支付手段,而债券的主要功能在于扮演融资手段。股权证券指表彰股权的证券,即股票。持有人拥有此类证券,即对该证券的发行公司享有股权。股权证券与债权证券有着本质区别。债权证券持有人依据债法和公司法对发债公司享有和行使债权,股权证券持有人依据公司法对公司享有和行使股权(包括自益权与共益权)。从长远看,除了股份有限公司股东的股权,合伙人包括有限合伙人在合伙中的权益也可成为证券化的对象。倘若合伙人权益实现了证券化,则股权证券也可改成“权益类证券”,以便囊括证券化的合伙人权益。

债券和股票的主要发行目的是筹集资金,主要购买目的在于追逐投资回报。因此,债权证券中的债券和股权证券(股票)统称为资本证券或投资证券。而本票、汇票和支票等票据主要扮演支付手段、结算手段和信用手段的功能,在市场经济流转中发挥货币代替物作用,可统称为货币证券。资本证券与货币证券及物权证券有着不同的法律性格。我国《证券法》中的证券应限于资本证券。

资本证券具有四大属性:(1)流通性。证券持有人可根据自己的意愿无偿或有偿地将自己的证券转让他人。低买高卖是许多证券投资者的投资格言。证券交易所和其他合法交易场所的存在更极大地成全了证券投资者的转让愿望。这是证券持有人将其证券变现的、不可剥夺的固有权利,也是证券生命力存续的关键。但证券转让必须依法进行,否则,违法者必须承担法律责任。(2)投资回报的期待性。(3)风险性。证券投资是一种具有市场风险的行为,证券投资者所持有的证券可能因证券市场的行情跌落而使其价值受损,或因证券发行人的经营失误而得不到预期利益甚至折本。除债权外,股票和证券投资基金份额的转让价格都有大起大落的可能性。债券的转让价格虽然波幅不大,但也存在发债公司的违约风险。(4)公共性。虽然票据和普通债权的流转关乎票据的公信力和交易秩序的安危,但资本证券涉及的投资者人数之众远非票据和普通债权所能比拟。为保护公众投资者的公共利益,国家公权力(立法权、司法权和行政权)有必要对资本市场和证券市场予以强力监管。

(三) 美国的证券立法定义值得借鉴

美国是当今世界头号资本市场大国。美国 1934 年《证券交易法》第三节第(10)条明确规定,“证券”泛指任何票据、股票、国库券、债券、公司债券、利润分享协议和石油、天然气或其它矿产特许或租赁协议下的权益证书或参与证书,任何关于证券的抵押信托证、组建前证书或认购证、可转让股份、投资合同、投资信托证、存单,任何关于证券、存单或证券指数的卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权(包括其权益或由其价值所生之权益),任何在国家证券交易所达成的外汇卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权,或一般意义上被认为“证券”的任何票据;或者前述之各证券的权益证书、参与证书、暂时或临时证书、收据、认购或购买的担保或权利。但不包括货币或自出票期起有效期不超过 9 个月的任何票据、汇票或银行承兑书(有宽限期的情况除外),也不包括有效期相当有限的更新的票据、汇票或银行承兑书。

可见,美国的“证券”除了股票和债券外,还包括有限合伙的股份、公司成立前关于证券的证明或签署的文件、投票委托证明、证券存放证明、证券担保、股份证明或参加任何利益分享协议的证明。关于证券的定义还包括各种证券衍生工具和能获得证券的权利,例如:选择权、保证、指数期货(但商品期货不受《证券法》调整,也不受 SEC 监管)。

也许最宽泛且最重要的证券种类就是“投资合同”(investment contract)。这一术语在 SEC 的解释和司法裁决中体现了下面的原则:资金从一个人(投资者)向另一个人转移,目的在于通过他人管理的努力获得明显的投资回报。回报的形式可以是利息、分红和资本增值。

美国证券立法还授权证券管理者(如 SEC)可根据金融工具创新的实际情况来指定其他的例外。如 1934 年《证券交易法》对“股权证券”的定义表明,证券委员会为保护公众利益或投资者利益的目的,

可以将具有相同性质的投资工具视作股权证券的任何其它证券。这是因为, 证券市场在新的金融产品开发方面具有丰富的创造力, 所以没有一个法律的起草者能完全预知未来。当新的投资工具产生后, 在法律修改之前, 就面临谁对这些新事物负责的不确定性。当管理者还在管辖权之间摇摆、出现管理真空的时候, 市场容易不受监管, 容易对投资者造成损害。可见, 证券立法广泛调整各种证券, 可以防止发行人利用立法的非周延性, 规避法律管辖, 损害证券投资者的合法权益。

受美国法的影响, 我国香港地区的法律也没有将证券限于股票和公司债券, 而是广泛涵盖了很多上面提到的投资工具。与美国不同的是, 香港关于证券的定义明确排除了诸如封闭型公司的股份。

前已述及, 根据其性质之不同, 证券法中的证券可以分为股票、公司债券及其他由此而演变而成的其他资本证券。在证券类型法定主义的主流基调下, 如何准确界定证券的外延, 既是对立法智慧的考验, 也是对证券市场监管能力的考验, 也是衡量一个证券市场的创新能力、试错能力和纠错能力的试金石。因此, 证券的种类不仅是一个简单的学术问题, 而且是一个复杂的政治经济和社会问题。

(四) 我国 1998 年与 2005 年《证券法》中的证券定义的演变轨迹

在 1997 年亚洲金融危机的阴影下出台的我国 1998 年《证券法》对证券种类的界定采取了谨小慎微的保守态度。该法第 2 条明确规定, “在中国境内, 股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易, 适用本法。政府债券的发行和交易, 由法律、行政法规另行规定。”可见, 该法规定的证券的外延较为狭窄, 原则上只承认股票、债券和国务院依法认定的其他证券等三类证券; 即使政府债券也被排除在《证券法》的规制范围之外。

在 2005 年《证券法》修订过程中, 对于证券法的调整对象存在三种不同意见。第一种观点认为, 《证券法》的调整对象宜宽不宜窄, 应仿效美国的作法, 将具有证券特征的股票、公司债券、政府债券、投资基金份额、信托产品、集合理财产品、证券衍生品种等都纳入证券法的调整范围。第二种观点主张维持《证券法》的原有规定, 将证券法的调整对象局限于股票和公司债券。鉴于除股票和公司债券外的其他证券品种, 在《证券法》中并没有明确的实体规范, 且许多证券品种如政府债券、投资基金份额、信托产品、集合理财产品等有其自身的规范体系 and 特点, 无法全部纳入证券法的规范体系, 因此维系原有的规定较为合理。第三种观点主张将现有的证券品种中能够直接适用《证券法》规则的予以吸纳, 而将不能直接适用的证券品种作出适用其他法律法规或者授权性的立法规定。

2005 年《证券法》拓宽了证券的外延 “在中华人民共和国境内, 股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易, 适用本法; 本法未规定的, 适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易, 适用本法; 其他法律、行政法规另有规定的, 适用其规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法, 由国务院依照本法的原则规定”。这种概括加列举的方式既确认了现实生活中业已存在的主要证券类型, 也为未来的证券产品创新预留了制度接口。

(五) 对 2015 年《证券法》的证券立法定义的建言

总结国际经验, 并立足中国鼓励金融创新、服务实体经济的新常态, 建议立法机关采取“概括 + 列举 + 兜底”的方式, 进一步拓宽《证券法》的调整范围, 扩大证券的外延, 深化证券的外延。从该角度看, 2015 年《证券法修订草案一读审议稿》第 3 条的写法虽有进步, 仍有缺憾。该条规定 “本法所称证券是指代表特定的财产权益, 可均分且可转让或者交易的凭证或者投资性合同。下列证券的发行和交易, 适用本法; 本法未规定的, 适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定: (一) 普通股、优先股等股票; (二) 公司债券、企业债券、可转换为股票的公司债券等债券; (三) 股票、债券的存托凭证; (四) 国务院依法认定的其他证券。资产支持证券等受益凭证、权证的发行和交易, 政府债券、证券投资基金份额的上市交易, 适用本法; 其他法律、行政法规另有规定的, 适用其规定”。

上述条款抓住了证券的可转让性, 值得肯定。但也有不足: 一是在第 1 款概括证券的本质属性时忽视了持有人不参与投资资金的实际控制的特点, 忽视了证券投资的两权分离, 即证券表彰的民事权利与投资资金的控制权包括投资目标企业经营管理权的分离; 二是忽略了依据其所投资的法律关系请求发行人支付投资回报的属性; 三是忽视了证券有可能转让给不特定投资者的属性; 四是“凭证或者投资性合同”的表述容易使人误解为前面的“凭证”无需具有投资性; 五是证券“可均分”的苛刻要求不一定适

合于所有证券,建议改为“可分割转让”。另外,“转让”和“交易”的概念存在重叠,建议使用外延更广的“转让”一词。

为保持证券法调整范围的包容性与灵活性,建议新版《证券法》囊括中期票据、短期融资券等非金融企业债务融资工具、金融债券、集合投资计划,并应囊括证券衍生品。

鉴于国务院自 1998 年《证券法》授权其认定证券以来从未认定过法定证券种类之外的新型证券,建议将立法者授权国务院认定改为授权证券监管部门认定,并要求认定之前要召开听证程序。最高人民法院也可以通过司法解释或者案例指导,及时认定案件审理中遇到的新型证券。“互联网再大也大不过法网”。建议将互联网上的的股权众筹与债权众筹等投资活动纳入《证券法》调整范围。

建议将 2015 年《证券法修订草案一读审议稿》第 3 条修改为“本法所称证券是指持有人不参与投资资金的实际控制、而依据其所投资的法律关系期待发行人支付投资回报、且可分割转让给不特定投资者的投资凭证或者合同。下列证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定:(一)普通股、优先股、劣后股等股权证券;(二)政府债券、公司债券、企业债券、可转换为股票的公司债券和中期票据等债权证券;(三)物权证券;(四)知识产权证券;(五)证券投资基金份额、集合投资计划等信托收益证券;(六)以上各类证券的衍生品;(七)国务院证券监管部门和最高人民法院依法认定的其他证券。资产支持证券等受益凭证、权证的发行和交易,政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定”。建议统一当前三足鼎立的债券市场,建立统一的债券市场,适用统一的债券发行与交易规则。

三、进一步推进我国资本市场的市场化改革,减少和规范行政许可行为

(一) 我国资本市场的市场化改革的任务尚未完成

中共十八大报告指出,要在“更大程度更广范围发挥市场在资源配置中的基础性作用”;“全面深化改革。深化改革是加快转变经济发展方式的关键。经济体制改革的核心问题是处理好政府和市场的关系,必须更加尊重市场规律,更好发挥政府作用”。这一论述是指导资本市场改革的指南针。市场会失灵,政府也会失灵,而且后者危害更大。因此,必须千方百计进一步提高我国资本生产的市场化程度。

我国社会主义市场经济体制虽已建立,但尚不完善。我国资本市场的市场化改革的任务尚未完成。由于我国资本市场长期以来具有“新兴加转轨”的特点,我国政府积极运用非市场化的行政手段创设了资本市场,并长期运用非市场化的行政手段维护资本市场秩序。加之资本市场是我国统一大市场中的子系统,计划经济的传统思维方式以及宏观经济体制、法治体系与诚信体系的不健全,我国资本市场的市场化取向的改革任务远未完成。

(二) 立法者应当进一步鼓励私法自治与市场创新,进一步推进简政放权

为尽快终结我国资本市场“新兴加转轨”的阶段特点,早日使我国由政府外在主导的市场转轨为市场内在驱动的市场,建议全面推进我国资本市场中的发行市场与交易市场的市场化改革。市场化改革的核心问题有二:一是充分尊重市场创新与市场主体自治;二是大幅推进简政放权,进一步压缩行政管制空间,大幅减少行政许可,严格规范例外保留的行政许可项目,大力建设与资本市场发展规律相契合的服务型证监会。

(三) 《证券法》的法律规范构成要体现“法无禁止即可为”的私法精神

“春江水暖鸭先知”。建议立法者按照“法无禁止即可为”的现代民商法理念,进一步解放思想,允许与鼓励资本市场的产品创新、服务创新、市场创新与规则创新。资本市场法律通过强制性规范、禁止性规范、倡导性规范、任意性规范(默认规则)与赋权性规范等不同形式界定国家干预资本市场的价值取向、外延、力度、节奏和重点。

强制性规范旨在设定当事人的作为义务;禁止性规范旨在设定当事人的不作为义务;倡导性规范旨在劝诫当事人见贤思齐、择善而从、但无意为当事人创设具有强制执行力的作为或者不作为义务;任意性规范旨在为当事人提供免费的默认式的契约文本;赋权性规范旨在赋予当事人自主决定作为或者不

作为的自由天空。强制性规范与禁止性规范为当事人设定了法定义务, 与之相抵触的行为不但视不同情况而无效、可撤销或者不成立, 还会导致民事责任或者不利法律后果。而倡导性规范则仅具有号召、倡导、鼓励的导向功能, 并无法律意义上的义务、责任或者不利后果作后盾或威慑。违反倡导性规范的行为在法律上依然有效, 尽管在事实上可能会导致行为人蒙受不利的商业风险或道德评价。

顺应市场经济体制改革的历史潮流, 1999 年《合同法》第 52 条第 5 项在将法律规范细分为强制性规定与非强制性规定的基础上, 仅规定“违反法律、行政法规的强制性规定”的合同无效。简言之, 无效事由限缩为违反法律、行政法规的强制性规定的情形。至于违反地方性法规、自治条例和单行条例、规章(包括国务院部门规章和地方政府规章)的合同并非一概无效。从文义解释看, 违反法律、行政法规的非强制性规定(如倡导性规范和任意性规范)的合同也属有效。最高人民法院 1999 年发布的《关于适用中华人民共和国合同法若干问题的解释(一)》(以下简称《合同法解释一》)第 4 条也强调, “合同法实施以后, 人民法院确认合同无效, 应当以全国人大及其常委会制定的法律和国务院制定的行政法规为依据, 不得以地方性法规、行政规章为依据”。

为进一步弘扬契约自由精神, 鼓励市场创新, 鼓励商事交易, 加速商事流转, 最高人民法院于 2009 年 4 月 24 日公布的《合同法若干问题的解释二》第 14 条又将《合同法》第 52 条第 5 项规定的“强制性规定”限缩解释为“效力性强制性规定”。依反对解释, 倘若资本市场中的新兴交易活动和盈利模式违反了法律、行政法规与中国证监会部门规章中的管理性强制规范, 即使当事人应当承受行政处罚, 但合同依然有效。

激活上市公司收购制度, 规范敌意收购中的反收购措施。建立表决权征集与代理制度, 明确控制股东在上市公司并购重组中的承诺的民事法律效力。建议废除股票发行与债券发行核准制, 并代之以注册制(登记制)。

(四) 《证券法》要弘扬“法无授权不可为”、“法定职责必须为”的公法精神, 鼓励公平竞争

以会计师事务所从事证券服务业务是否需要领取牌照为例予以说明。《证券法修订草案》第 241 条要求“资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所从事证券服务业务, 应当向国务院证券监督管理机构履行登记手续, 报送基本情况。未经登记, 资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所不得为证券的发行、上市、交易等证券业务活动提供服务”。第 325 条第 2 款还规定了违反登记义务的法律后果: “资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所以及其他证券服务机构违反本法规定, 未履行登记、备案手续, 擅自从事证券服务业务的, 责令改正, 没收违法所得, 并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款; 没有违法所得或者违法所得不足二十万元的, 处以二十万元以上二百万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员, 给予警告, 并处以十万元以上一百万元以下的罚款; 属于证券从业人员的, 还应当撤销证券从业资格”。

笔者主张会计师事务所从事证券服务业务时无需再前往证券监管机构办理登记手续, 领取牌照。基本理念是, 流水不腐, 户枢不蠹。竞争是市场经济的活力之源, 也是证券市场以及注册会计师服务市场的火力支援。只有竞争才能激发会计师事务所的活力, 才能让会计师事务所在竞争中焕发生机。实际上, 证券监管机构和财政部门在维护公平竞争秩序方面大有可为。既要打老虎, 坚决反对大型会计师事务所滥用垄断优势的不正当垄断行为, 也要拍苍蝇, 打击各种不公平竞争行为, 尤其是部分中小会计师事务所实施的虚假广告、误导宣传、商业欺诈和商业贿赂等不正当行为。公平竞争市场秩序不仅有助于促进会计师行业的进步, 提升会计师事务所的核心竞争力, 而且有助于造福公共投资者。国家必须为各类会计师事务所创造公平竞争的法治生态环境。至于谁能胜出, 完全交由市场去选择。其实, 我国的会计师事务所一直存在行政监管机构和自律监管机构。行政监管机构是财政部门, 自律监管机构是中国注册会计师协会。此外, 会计师事务所无论是原来的有限责任公司, 还是转型后的特殊的普通合伙(LLP), 都在工商行政管理机关办理了企业登记手续。倘若立法者再要求会计师事务所前往证券监管机构办理登记手续, 无异于叠床架屋, 加剧市场分割现象, 不利于会计师事务所的公平竞争, 也不利于会计师专业资源的合理流动与优化配置, 更会滋生证券监管机构借助立法之际跑马圈地、扩大监管地盘的社会猜忌。

律师事务所的监管历史值得总结。在很长一段时间,证监会也对从事证券业务的律师事务所和律师建立了特殊的市场准入门槛。但随着《律师法》的颁布与修改,随着律师业法治意识的不断增强,证监会已放弃对律师事务所的准入门槛。可是,目前的《证券法修订草案》对律师事务所不设置登记程序,但对会计师事务所设置登记程序,显然有立法恣意之嫌。其实,律师事务所与会计师事务所有很多近似之处。律师事务所算法律的账,会计师事务所算财务的账,仅此而已。

建议立法者慎思明辨,力排众议,果断删除《证券法修订草案》第 241 条以及《证券法修订草案》第 325 条第 2 款中的相应条款。这样,既符合简政放权、宽进严管的改革大势,也符合公平竞争的社会期待。同理,基于尊重私法自治与市场自由的理念,建议取消强制保荐制度。

(五) 市场失灵时的立法干预与行政监管具有正当性与合法性

我们还要清醒地意识到,我国社会主义市场经济体制虽已建立,但尚不完善。当前,我国资本市场还存在不理性、甚至失灵的现象。当契约自由、市场博弈的机制失灵或被强者滥用时,监管者就不应迁就畸形的契约自由与市场博弈,而应挺身而出,康复契约正义,完善公平交易与自由竞争机制。当市场主体慎独自律、市场理性自治时,政府就应减少干预;当市场主体丧失理性、市场失灵时,政府干预必须到位,以康复市场功能。

立法者假定的市场理性的失灵经常体现为强者滥用优势地位剥夺弱者的核心利益诉求。鉴于公众投资者的分红权具有公共利益属性;鉴于上市公司有义务为公众投资者创造投资回报;鉴于股东会机制会出现失灵现象、控制股东会存在不理想现象;鉴于我国不少上市公司在盈利后仍然推行不分红的“铁公鸡”政策严重挫伤了公众投资者的投资信心,建议我国《证券法》确立上市公司强制分红制度,以完善投资者回报机制,建议建立上市公司的强制分红制度。具体说来,当上市公司具有可资分配的税后利润时,上市公司应当拿出二分之一以上的税后可分配利润分配给公众投资者,除非公司能够举证并证明公司具有确保公司生存与发展的重大急迫事由。借鉴我国上市公司股权分置改革是股东民主决策的成功经验,公司拒绝分配股利的,应当召开类别股东会会议予以表决。易言之,除股东会表决通过外,尚应经控制股东之外的公众投资者表决通过。倘若公司亏损、无红可分,则应对公司管理层进行专项审计,直接追究管理层违反忠诚义务或勤勉义务的民事责任。

市场失灵并不必然要求行政监管的介入。在行政监管介入之前,应当竭尽证券交易所、行业协会商会的自律功能。建议激活证券交易所的自律监管权限,将证券交易所的组织形式界定为股份有限公司,为证券交易所未来上市与跨国并购奠定法律基石。就行政监管体系而言,要建立一龙治水为主,多龙联动监管为辅的监管体制,以消除监管盲区,铸造监管合力。

四、在兴利除弊的基础上,积极稳妥地推进 IPO 核准制改革

(一) 现行核准制的严重弊端及改革紧迫性

1998 年《证券法》确立 IPO 核准制的立法本意,是将核准制界定为由计划经济体制下的审批制向注册制过渡的中间过渡阶段。换言之,核准制介于审批制与注册制之间,比审批制宽松,但比注册制严格。从理论上讲,此种制度设计非常吻合我国计划经济向市场经济转轨变型的阶段性特点。核准制虽然功不可没,但其弊端亦十分明显。

一是核准制无法有效地识别胆大妄为的造假企业,更无力将其拒之发行市场门外。以大庆联谊、银广夏、东方电子、万福生科和绿大地为代表的欺诈上市丑闻层出不穷,禁而不绝。

二是核准制不仅不能除弊,亦不能兴利。在失信企业发行市场招摇撞骗、大肆圈钱的同时,一些诚信企业由于不敢开展财务造假而望市兴叹,无缘从资本市场融资。即使是同时获得 IPO 许可的上市公司,有的上市公司通过欺诈上市与虚假陈述攫取了更大份额的资本市场资源,助长了公司之间的不公平竞争现象。

三是核准制蕴含着 IPO 核准环节的行政自由裁量权,而自由裁量权又可能诱发权力寻租现象,行政自由裁量权的滥用风险不可小觑。即使核准机构慎独自律,也难以被公众确认为对股票投资价值进行判断的适格专业机构。因为,最优秀的监管者未必就是最优秀的投资者。

四是核准制扭曲了资本市场中的供需关系, 造成了市盈率过高、股票定价过高、超募金额过高的“三高”乱象, 制约了资本市场资源的合理流动与优化配置, 造成了民众辛勤劳动的财富的严重流失与浪费。“堰塞湖”现象的出现也是核准制的负面作用之一。

五是核准制恶化了中国证监会与社会公众尤其是公众投资者之间的关系, 向公众传递了中国证监会为潜在失信企业予以信用背书的错误信号, 贬损了中国证监会在社会公众心目中的公信力。

六是核准制在实际运行中也并非遵循实质审查的标准, 既不要求查阅中介机构包括保荐机构与审计机构提供工作底稿, 也不踏勘上市公司申请人的现场进行尽职调查。因此, 与审慎的形式审查标准相比也有很大差距。

核准制弊端十分明显, 民间对此颇有微词。2011 年时任证监会主席郭树清大胆提出“IPO 能不能不审”的问题之后, 使得 IPO 核准制改革的探讨正式浮出水面。

(二) IPO 注册制的实质是对股票公开发行申请资料进行审慎的形式审查

鹬蚌相争, 渔翁得利。为鼓励融资公司之间的公平竞争, 从根本上消除 IPO 核准环节的权力寻租现象, 降低行政自由裁量权的滥用风险, 彻底消除社会公众对中国证监会为潜在失信企业予以信用背书的误解, 进一步提升中国证监会的公信力, 笔者自 2013 年初开始就建议大胆推进 IPO 核准制改革, 将核准制改为登记制(比注册制更为准确), 并将证监会的工作职责由目前的实质审查转变为审慎的形式审查, 进而全面构建以充分信息披露为基础、以审慎形式审查为核心、以严格法律责任追究为后盾的公开发行登记制度。同理, 并购重组核准制也应改革为审慎的登记制。^①

证券发行注册机构对公开发行申请予以审慎的形式审查的核心要求有二: 一是尽到作为具有通常智商与伦理观念的审核工作人员在相同或者近似情况下应当尽到的谨慎、勤勉和注意程度, 重点关注申请文件的真实性、合法性、关联性与充分性; 二是在对申请文件的上述“四性”合理存疑时, 应当向发行人与中介机构索要工作底稿、会计账簿和原始凭证(包括发票与合同等), 并在必要时到申请上市公司和相关国家机关、企业与社团组织实地调查了解实情。

应当强调的是, 注册制改革的范围不仅要覆盖股票发行市场, 也要覆盖债券发行市场。要深刻认识债券发行审核制(批准制)本身蕴含的道德风险与法律风险。在某些已经查出的腐败案件中暴露出来的企业债券分销商向主承销商行贿的主要制度根源也恰恰在于债券发行的核准制。

(三) 建议针对不同产业的盈利模式, 科学设置普惠性、包容性的 IPO 上市门槛

建议立法者深入研究主板企业、中小板企业与创业板企业包括互联网企业的不同盈利模式, 全面总结 IPO 核准的成功经验与反面教训, 全面修改和完善各类企业的上市条件。建议取消违背商业惯例与市场规律的不合理苛刻条件, 淡化持续盈利能力和财务状况良好的刚性约束, 以鼓励创新企业在中国市场上市。鉴于我国大陆互联网企业由于我国 IPO 条件过苛、被迫采取 VIE 模式到美国以及其他国家或地区上市的严峻状况, 建议为互联网公司量身定制以信息披露为核心的 IPO 条件。建议确立由主板、中小板、创业板与新三板组成的多层次资本市场体系, 满足不同企业类型的融资需求与不同投资者的投资需求。

(四) IPO 的注册权包括审核权应由证券监管机构统一行使

为提高 IPO 核准制度的弹性化, 方便拟上市公司妥善管理和控制 IPO 过程中的市场风险, 恢复与强化证券交易所对公司上市的自律监管职责, 建议将两位一体、紧密捆绑的公开发行并上市制度切割为相互独立的两大制度: 公开发行的审核制度与上市申请的审核制度。其中, 公开发行的审核程序由中国证监会发行部门负责, 上市申请的审核程序由证券交易所上市委员会负责。

笔者认为, 目前的《证券法修订草案一审稿》实行证券交易所的审核权与证监会的注册权的分离制度的法理依据值得商榷, IPO 的注册权理应包括审核权在内, 且由证券监管机构统一行使。理由如下:

首先, 审核权是注册权的核心。没有审核权的注册权不是完整的注册权。将审核权从注册权中剥离出来交给证券交易所, 证券监管者的注册权必然残缺不全, 也不利于在证券监管机构内部实现发行股

^①参见刘俊海《建立新型 IPO 注册制势在必行》, 载《中国证券报》2013 年 9 月 30 日。该文亦被中国人民大学报刊复印资料《投资与证券》(F63) 2014 年第 1 期作为封面推荐文章全文转载。

票注册职能与市场事后监管职能之间的无缝对接与有机衔接。

其次,注册权属公权范畴,公权应由行政监管者行使,监管者无权将自己应当履行的注册权中的权能或者职责让渡或者转授到具有企业性质和企业法人资格的交易所,立法者也不宜将注册权中的核心权能(审核权)切割出去。

其三,证券交易所是证券二级市场中的交易平台和自律主体,而不是证券一级市场的交易平台,更不是享有公权力和行政监管权的法律主体。自律监管权与行政监管权既密切相关,更有严格区别。

其四,作为资本市场大国的美国亦未把 IPO 注册核准权交给交易所,而是将其留在美国证监会(SEC)。获准注册的企业可以选择在纽交所或者纳斯达克等证券交易所上市。个中原因值得深思,主要原因之一大概是,注册文件和底档留在证监会,有助于提升日后的监管与调查工作。

其五,从我国实践看,证监会已开展多年的 IPO 发行审核工作,积累了较为丰富的 IPO 核准经验,也储备了专业人才。而证券交易所在二级市场的交易平台建设与市场自律监管方面肩负着重大责任。倘若证券交易所将主要精力用于 IPO 核准审核,有可能会削弱证券交易所的自律监管职责。

其六,证券交易所具有企业性质,潜在地具有追求盈利与上市企业数量的冲动。倘若注册核准权握在证券交易所手里,可能会因为不同证券交易所的 IPO 核准不同,而滋生证券交易所之间的不公平竞争,同时导致发行人的监管套利现象。

(五) 建议废除强制保荐制度

2005 年《证券法》导入强制保荐制度的主要目的在于扭转投资者与上市公司申请人之间的信息不对称局面。按照此种制度设计,保荐人的主要使命在于为潜在的公众投资者站好岗、把好关、放好哨。因此,公众投资者本应是强制保荐制度的最大受益人。保荐机构和保荐代表人本应是公众投资者的受托人。虽然保荐费用由选择保荐机构拟上市公司支付,但保荐费用最终由该公司的公众投资者承担。因此,拟上市公司向保荐机构付费的事实仍然无法改变保荐机构与保荐代表人对公众投资者诚实守信的法律关系。遗憾的是,在实践中,不少保荐机构和保荐代表人在接受上市公司申请人委托之后往往与上市公司申请人恶意串通、共同欺诈投资者。不少保荐代表人只签字,只领钱。他们对广大投资者既不忠诚,也不勤勉。这种无功受禄的现象已引起公众强烈不满。

有鉴于此,建议取消《证券法》中的强制保荐制度,彻底终结专业化的保荐机构与拟上市公司“强强”联合、导致投资者弱者更弱的现象。这既有利于强化投资者的风险意识,也有助于淡化中国证监会对保荐制度的信用背书色彩。当然,上市公司申请人仍可自愿选择保荐机构和保荐人,但要在法律中明确:保荐机构与保荐代表人是公众投资者的受托人,保荐机构与保荐代表人应当对公众投资者,而非拟上市公司履行诚信义务和信托义务。从文义解释看,“保荐”就是“保证加推荐”的意思。为提升保荐行业的公信力,建议立法者确立保荐机构和保荐代表人就上市公司申请人失信行为对受害投资者的连带保证责任。

(六) 强化发审委和并购重组委委员的诚信义务与问责机制

作为会议体的发审委与并购重组委制度在历史上发挥了积极作用,但亦利弊参半。派生于发审委制度的负面案例,如王小石案件、肖时庆案件与吴建敏案件的发生原因,除了个人的法律意识淡漠之外,更与发审委的制度设计有关。对此,公众反映强烈。

强化发审委和并购重组委的改革方向有二:一是大胆废除发审委与并购重组委制度,进一步强化证监会内部发行监管机构的工作职责,同步增加发行监管机构的人员编制;二是保留发审委与并购重组委制度,但必须强化发审委和并购重组委委员的诚信义务与问责机制。为强化发审委和并购重组委委员的诚信义务,建议进一步健全委员工作日志制度,提高发审委会议的透明度,对审核会议实况予以网络直播。受害投资者有权对那些在履行审核职责过程中违反诚信义务(包括忠诚义务与谨慎勤勉义务)的委员提起民事损害赔偿之诉。

受害投资者有权对那些在履行审核职责过程中违反诚信义务(包括忠诚义务与谨慎勤勉义务)的委员提起民事损害赔偿之诉。证监会有权对其予以行政处罚,并采取相应的监管措施(包括但不限于市场禁入以及诚信档案记载),对于滥用权力、构成犯罪的,还要依法追究其刑事责任。

(七) 建议增设申请上市公司

上市公司申请人的法定代表人、控股股东和实际控制人不仅是公司上市的主要受益人,也是欺诈上市的始作俑者、主要策划者与实施者。为震慑失信者,教育广大企业和企业家见贤思齐,化解广大中小投资者在遭受损害时的索赔难问题,建议增设上市公司申请人的法定代表人、控股股东和实际控制人在申请上市时预先就上市公司申请人的失信行为给潜在投资者造成的损害提供有效的财产担保。

从担保类型看,担保手段包括但不限于《担保法》与《物权法》规定的保证、抵押、质押等形式。但无论当事人选择何种担保手段,都应满足真实、合法、有效、充分的基本要求。在我国资本市场尚未引进惩罚性赔偿的情况下,财产担保的金额应当不低于拟上市公司申请的融资额。在资金超募时,中国证监会应有权责令上市公司申请人的法定代表人、控股股东和实际控制人继续就超募额度向其所有潜在受害投资者补充提供担保。

由于广大中小投资者在购买股票之初就以潜在债权人的身份获得了有效的损害赔偿担保手段,因此此项改革举措可以极大地提振社会公众的投资信心。

IPO 注册制改革要体现兴利除弊、宽进严管的立法理念。在前端放开的基础上,要实现信息披露制度以及失信制裁机制的全面升级,做到事中盯住、后端管住、风险控住。作为防弊措施,建议进一步完善证监会的行政稽查与处罚机制,推动法院与仲裁机构依法保护受害投资者的民事损害赔偿请求权,并协助司法机关“稳准狠”地严厉打击欺诈上市的违法犯罪行为。

五、建议重典治乱,促进资本市场诚信化

(一) 诚信建设直接关系到我国资本市场的生死存亡

加强诚信建设是从根本上提升资本市场各方主体核心竞争力的法宝。诚实守信是聪明的市场主体增强核心竞争力、实现可持续发展的竞争方略和经营之道。“诚信有偿”与“诚信无价”看似反义词,实系同义词,都蕴含着诚信的双重含义:巨大的诚信价值与沉重的失信代价。从正面看,诚信是资本,诚信创造价值,诚信品牌会给市场主体带来溢价。诚信理应成为现代资本市场的通行证。与失信者相比,诚信者交易成本更低,市场机会更多,市场份额更大,融资渠道更广,社会形象更好。因此,诚信溢价具有正当性、合法性和可操作性。从反面看,失信者最终要付出沉重代价。有些商人缺乏正确的荣辱观,利欲熏心,唯利是图,见利忘义。有些商人热衷于活学活用三十六计和厚黑学,而将资本市场法律与伦理抛之脑后。此种做法虽能图利一时,但行之不远。

加强诚信建设是完善社会主义市场经济体制的重要一环,关系到我国资本市场改革与发展的成败。社会主义市场经济本应是诚信为本的市场经济,而非尔虞我诈、坑蒙拐骗的市场经济。诚信化、市场化、法治化、透明化、公平化、国际化是我国深化资本市场改革的基本方向,并以诚信化为主导。但我国资本市场中仍存在着道德严重滑坡、“劣币驱逐良币”的混乱现象。形形色色的欺诈行为(包括但不限于上市公司及其董事、监事、高级管理人员的虚假陈述以及券商对客户的误导交易)、不公平交易行为(内幕交易、操纵市场、控股股东与上市公司之间严重不公允的关联交易)、上市公司恶意不分红、市场专业人士(含保荐机构和保荐代表人、资产评估机构、会计师事务所和律师事务所)的助纣为虐等失信“毒瘤”直接侵蚀着我国资本市场的肌体。要进一步推进我国资本市场的改革,促进我国资本市场的可持续健康发展,必须大力加强资本市场诚信建设。

加强资本市场诚信建设是落实依法治国、建设法治国家治国方略的重要组成部分。大国崛起的历史就是法治国家崛起的历史,法治国家无不是诚信大国,法治国家必须弘扬诚信文化。资本市场诚信水准的高低是衡量一个国家或地区法治状况优劣的核心指标之一。完善的法治有助于捍卫诚信、制裁失信,诚信环境的改善也会加快推进市场经济法治化进程。而资本市场失信背德行为侵害了善意市场主体(包括债权人、投资者与消费者)的民事权利,损害了社会公共利益,亵渎了法治的尊严,玷污了诚实守信的资本市场文化,滋生了超越于法律规则之上的潜规则,阻碍了法治国家的建设进程。因此,为真正建设社会主义法治国家,必须大力加强资本市场诚信建设。

我国的失信者收益巨大甚至无限,而失信成本却可忽略不计。既然违法成本低、违法收益高,唯利

是图者必然会你追我赶、乐此不疲地从事欺诈行为。就失信者的民事责任而言,“谁主张、谁举证”的传统证据规则往往让受害投资者望而却步。受害投资者与失信者存在严重的信息不对称现象,因而无法举证;即使能够获得胜诉判决,由于我国的惩罚性赔偿制度适用范围窄、惩罚性额度不高,失信者承担的民事赔偿责任依然隔靴搔痒。立法者的使命之一是擦亮市场之眼,完善信誉制裁机制,让失信者名誉扫地,沦为过街老鼠,人人喊打。立法者的使命之二是磨尖法律之牙。用民事责任、行政责任与刑事责任的法律之牙。打掉失信者趾高气扬的歪风邪气,必须让失信者的信誉彻底破产。

(二) 民事责任位居三大法律责任之首

为彻底扭转投资者“为了追回一只鸡、就要杀掉一头牛”的维权窘境,建议导入惩罚性赔偿制度、公益诉讼制度与举证责任倒置制度。

为充分发挥惩罚性赔偿制度的惩罚、补偿与教育功能,建议将《消费者权益保护法》与《食品安全法》规定的惩罚性赔偿制度推向资本市场,并进一步提高惩罚性赔偿的额度。失信者既要承担惩罚性赔偿责任,也要对守信者遭受的实际损失承担补偿性赔偿责任。补偿性赔偿范围既包括财产损失,也包括精神损失;财产损失既包括直接损失,也包括间接损失;而直接损失又包括原始的直接损失与派生的直接损失(如法院收取的案件受理费、律师收取的律师费等)。惩罚性赔偿请求权并不排除受害投资者的精神损害赔偿请求权。基于以人为本的主流价值观,某些受害者的精神损害赔偿金额有可能超越财产赔偿金额。因此,法院既要旗帜鲜明地保护受害消费者的惩罚性赔偿请求权,也要保护消费者的补偿性赔偿请求权(包括精神损害赔偿请求权)。要培育造假者的市场天敌,允许与鼓励中国版的“浑水公司”发挥打假作用。中国版的“浑水公司”是资本市场中的“王海”式投资者,是广大投资者的维权先锋,是造假企业的啄木鸟,是证监会的得力助手,是资本市场协同共治的重要内容,有助于开启民间打假新模式。浑水公司的做空机制有助于鼓励市场创新,维护市场稳定,揭露失信行为,制裁失信者,应予允许与鼓励。在股市低迷、失信猖獗的情况下,浑水模式更是有其存在空间。

为化解资本市场中的群体纠纷蕴涵的社会不稳定因素,建议在资本市场激活 2012 年 8 月 31 日《民事诉讼法》第 55 条规定的公益诉讼机制“对污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为,法律规定的机关和有关组织可以向人民法院提起诉讼”。建议尽快组建中国投资者协会,中国投资者协会有权为了捍卫公众投资者利益而以原告身份对侵权人提起公益诉讼。此外,《民事诉讼法》第 54 条规定的诉讼标的是同一种类、当事人一方人数众多在起诉时人数尚未确定的代表人诉讼制度也是处于雏形状态的集团诉讼制度,但至今尚未被司法实践使用过。有人认为,公益诉讼会助长社会不稳等因素。此种观点值得商榷。从美国经验看,集团诉讼在受欺诈的证券投资者、消费者以及大规模产品责任侵权甚至潜在性大规模产品责任侵权中的受害者维权时发挥了积极作用。首席原告与专业律师在法院的监督下,有条不紊地与被告商家展开对等的诉讼交锋。至于被代表的广大不特定受害者依然在自己的居住地正常工作与生活,既无需先行支付律师费,也无需到法院出庭作证,只需等到法院的胜诉判决就可以在自己的银行账户上收到足额赔偿金。不但权利人的诉讼成本大幅降低,被告商家也免于长年累月疲于应付成千上万的单独诉讼。正是由于在组织和规范大规模民事诉讼方面的独特社会功效,美国的集团诉讼制度在其他国家也获得了积极推广。建议我国立法者解放思想,开拓创新,就资本市场公益诉讼的具体程序性、技术性规则做出详细规定。当然,我国《民事诉讼法》第 55 条规定的公益诉讼制度以体制内的行政机关或者社会组织为原告和主要推动者,具有浓厚的公益色彩;而美国的集团诉讼制度虽有首席原告(lead plaintiff),但以寻求风险代理收费的律师为主要推动者,具有浓厚的市场化色彩。

(三) 建议进一步完善证监会的行政稽查与处罚机制

建议立法者推进资本市场领域的规范执法。投资者友好型政府是和谐资本市场的重要特征。建设资本市场法治,监管者责无旁贷,更要以身作则。监管者要带头信仰与敬畏法治,进一步强化法治政府意识。在证券市场的“三公”秩序受到践踏、投资者权益和信心严重受挫时,监管者要旗帜鲜明地与广大投资者站在一起。证监会的最高使命在于推动、激活与维护市场机制,维护“三公”市场秩序,保护投资者合法权益,以捍卫市场公平为抓手,大幅提高资本市场效率,最终构建其资本市场各方尤其是投融资双方之间多赢共享、资本市场与实体经济良性互动的和谐市场生态环境。

建议立法者创新资本市场监管体制, 促进监管转型。要按照“放权、赋权与维权”的理念, 充实证监会的监管权限, 强化监管手段, 建立证监会与公安机关及其他机关的联动响应机制, 提升监管者的公信力。要建设勤勉政府, 必须消除监管盲区, 铸造监管合力, 实现无缝对接, 切实提高监管效能。建议进一步完善证监会的行政稽查与处罚机制, 将证监会的稽查、处罚工作由后台保障推向工作前台。只要有失信之人胆敢欺诈上市, 证监会就应及时予以迎头痛击。确立 IPO 注册制的同时, 建议加大对欺诈上市的打击力度, 充分发挥法律的制裁与教育功能。

建议借鉴城市道路交通违法行为的实时监控制度, 建立证监会与交易所及其他监管机构之间信息共享、快捷高效、24 小时全天候、360 度全方位的资本市场行政稽查与处罚体制, 健全案件线索发现机制, 彻底杜绝人情与权力对行政处罚工作的不当影响。既要打苍蝇, 也要打老虎。要坚决反对资本市场领域的选择性执法现象, 彻底破解地方保护主义的迷局。为进一步提高稽查总队的执法效能, 建议将“中国证监会稽查总队”更名为“中国证监会执法调查局”。

就行政处罚而言, 虽然汪建中因操纵证券市场而被没收 1.25 亿元人民币、罚款 1.25 亿元人民币, 但绝大多数失信者还没有被罚得倾家荡产。由于地方保护主义与执法队伍的业务素质的短板, 很少有市场主体被处罚得疼痛难忍。在失信者看来存在的执法部门选择性执法现象也在一定程度上助长了市场主体失信的侥幸心理。

为降低违法收益、提高违法成本, 建议立法者进一步提高对失信者行政处罚的法定幅度。建议把资本市场中的市场禁入制度的适用范围扩张到资本市场中的每一个商人。市场禁入者既包括控制股东、实际控制人、董事长和总经理, 也包括副董事长、董事、副总经理、监事等高级管理人员和中级管理人员。市场禁入是公权力对违法行为人就业自由和任职资格的限制和剥夺, 会给违法行为人的行为自由、财产利益和人格利益等带来不利后果, 因而具有行政处罚的核心特征。对具有专业技术资格的直接责任人员(如理财师、保荐代表人、律师、会计师、资产评估师等)也应建立相应的市场禁入制度。笔者认为, 从长远看, 有期禁入应当改为终身禁入。鉴于市场禁入制度既具有监管措施的特点, 也具有行政处罚的特点, 建议将证监会分别制作的《行政处罚鉴定书》与《市场禁入决定书》合二为一, 并承认市场禁入决定的可诉性, 并将市场禁入决定纳入司法审查的范围。

(四) 在保持刑法手段谦抑性的同时, 理顺刑民交叉案件中的刑民关系, 确立刑民并进

就刑事责任而言, 失信者(包括法人与自然人)被追究刑事责任的比例依然不高。除了在全国产生重大影响的刑事案件外, 司法机关往往告知举报者以民事纠纷方式解决市场主体的刑事责任问题。由于“先刑后民”的传统思维根深蒂固, 刑事附带民事诉讼机制尚未激活, 致使受害投资者在失信者进入刑事诉讼程序后迟迟无法获得民事赔偿。例如, 网民对犯有集资诈骗罪的吴英之死关注甚多, 但对未获清偿的债权人的状况却甚少关注, 司法机关亦未通过刑事附带民事诉讼一并解决债权人利益受损问题。

为建立健全常态化打击资本市场犯罪行为的法治环境, 指导各级司法机关“稳、准、狠”地打击资本市场中的犯罪行为, 建议立法者深入资本市场实践, 认真研究各类产业中的主要赢利模式, 及时修改《刑法》, 把严重违反诚实信用原则、主要以欺诈手段谋取不法利益的各种资本市场行为入刑定罪, 并进一步提高现有失信犯罪的法定量刑幅度。对危害交易安全犯罪分子的定罪量刑, 不仅要考虑犯罪数额、受害者的人身与财产损失情况, 还要充分考虑犯罪分子的主观恶性、犯罪手段、犯罪行为对市场诚信秩序的破坏程度、恶劣影响等。对于失信犯罪的累犯、惯犯、共同犯罪中的主犯、对造成投资者损害金额巨大的犯罪分子, 要坚决依法严惩, 罪当判处死刑的, 要坚决依法判处死刑; 要扩大财产刑的适用范围, 彻底剥夺犯罪分子非法获利和再次从事失信犯罪的资本。建议加强证券监管机构、法院、检察院与公安部门之间的工作协调力度, 切实建立健全证监会与公检法等司法机关之间的行政执法与刑事司法无缝对接的合作机制, “稳准狠”地有效打击欺诈上市的违法犯罪行为。鉴于公安部经济犯罪侦查局已派驻证监会办公, 建议最高人民检察院选派精通证券市场法律业务的检察官派驻证监会办公。建议拓宽证券监管机构工作人员与律师、检察官、法官之间的人才旋转门制度, 建立健全资本市场法律人职业共同体的核心价值观与法治方法论。

(五) 三大法律责任并行不悖、不能相互替代

民事责任、行政责任与刑事责任并非互相孤立,毫无联系。三者有机地统一于投资者权益保护这根主线,只不过侧重点不同而已:民事责任发生于横向法律关系中作为平等主体的投资者和其他市场主体之间;行政责任(行政处罚)发生于纵向法律关系中作为不平等主体的监管者和市场主体之间;刑事责任则是国家对市场主体犯罪行为最严厉的制裁。刑事责任的制裁与教育功能虽然不同于补偿功能,但有助于提高违法者的犯罪成本,阻遏失信违法犯罪行为,最终惠及社会公众。

既要依法追究失信者的行政责任和刑事责任,更要依法追究其民事责任。要严厉打击失信违法犯罪行为,就必须强调三大法律责任并行不悖、不能相互替代。只有这样,才能充分发挥法律的补偿、制裁、教育、引导、保护与规范这六大功能。“打了不罚、罚了不打、罚了不赔、赔了不罚”以及“以行代民、以刑代民、以民代行、以刑代行、以民代刑、以行代刑”的观点和做法,都是非常错误的。

(六) 建议暂不取消证券从业人员和监管机构工作人员买卖证券的限制,提升受托专业人士与监管人士的公信力

《证券法修订草案》第 76 条取消了证券从业人员、监管机构工作人员买卖股票的禁止性条款,相应建立证券买卖申报登记制度。按照这一制度设计,证券经营机构、证券交易场所和证券登记结算机构的从业人员、国务院证券监督管理机构的工作人员以及其他证券从业人员,应当事先向其所在单位申报本人和配偶的证券账户,在买卖证券完成后三日内申报证券买卖情况,并不得与其所任职务、工作职责等发生利益冲突。证券经营机构、证券交易场所、证券登记结算机构应当建立从业人员买卖证券申报、登记、审查和处置等管理制度,并向国务院证券监督管理机构备案。国务院证券监督管理机构应当建立工作人员买卖证券申报、登记、审查和处置制度。笔者认为,放开证券从业人员和监管者的工作人员炒股有利有弊,但弊大于利。最大弊端是,这两类人员会滥用其职务工作中的信息优势,进而伤害证券从业人员的职业道德与公信力,更会伤害监管者的公信力。监守自盗是最大的道德风险。道理很简单,上述两类人员容易发生与公众投资者“抢跑道”的现象,因为他们拥有作为委托人的公众投资者无法拥有的天然不公平竞争的信息优势。即使两类人员品德端正,也会滋生瓜田李下的民怨沸腾。

如果立法者执意要放开,也可以选择立法下策。但是,监管措施的制度设计必须滴水不漏,彻底防范道德风险。目前的监管规定需要改造和加强,除了现在草案里提到的申报制度,还要增加公告和公开信息披露制度、失信制裁以及抽查机制。对于公告和信息披露内容,尺度一定要大、标准一定要严。仅公告买卖操作内容还不够,还要公告从业人员或者监管机构工作人员的职业岗位与身份证信息。公告内容必须真实、准确、完整、及时。如果公告尺度不够大,则道德风险就很大。只有大尺度的公告才可能打消失信人员的违规想法。对于实施违规行为的两类人员要予以严格的失信制裁,包括但不限于终身市场禁入、对受害投资者进行惩罚性民事损害赔偿。借鉴对公务员申报财产后的纪检部门的抽查制度,建议建立纪检监察部门对两类人员开展证券交易活动的抽查制度,及时处罚瞒报虚报的不法行为人。

还有次优制度设计。那就是将证券从业人员和监管机构工作人员的资金交付给通过公开公平公正的投标方式竞标成功的证券投资基金管理公司开展组合投资,同时建立证券投资基金管理公司与证券经营机构或证券监管机构之间的防火墙,彻底杜绝利益输送、商业贿赂和不正当竞争行为。

当然,立法者的上策是删除此类条款,继续维持现行立法态度。当前,我国正处于全面依法治国、全面从严治党的新常态。民众对证券经营机构的职业道德以及证券监管机构工作人员的道德操守一直存有怀疑和微词。若放开这一制度闸门,恐怕警察也会要求自己投资于娱乐行业,法官也会要求开设律师事务所,工商局工作人员也会要求加入大众创业的洪流。公权与私权的边界不清、受托人的固有利益与信托义务的边界不清,已成为我国深化经济体制改革、建立市场经济法治的最大历史包袱。立法者对此不可不察。

六、进一步完善信息披露制度,促进资本市场透明化

(一) 阳光是最好的防腐剂

美国联邦法院已故大法官布兰迪西尝言:“阳光是最好的防腐剂,灯泡是最有效的警察”。该句箴

言普适于国家治理、公共治理和公司治理。没有透明度, 就无法预防与遏制权力的滥用和腐败。制约权力、捍卫弱者权利的最佳手段就是公开透明。

透明度在资本市场意义重大。首先, 透明度是良好公司治理的首要核心特征。没有透明度, 就没有公司良治。暗箱作业、虚假陈述的公司治理不可能成为公司良治。其次, 透明度是维护公众投资者权益的前提。知情权是股东行使表决权与分红权诸权利的前提。没有知情权, 股东无法正确行使表决权, 也无法及时行使股权出售权, 更无法行使监督权与诉权。其三, 透明度是证券市场监管的基础性工程。以美国为代表的证券市场监管以信息披露为基础, 所有制度设计与监管措施都牢固地建立在信息披露基础之上。我国证券市场监管也应以信息披露监管为核心, 以提高透明度为目标, 以强化上市公司的信息披露义务为重点。其四, 透明度是维护交易安全与社会公共利益的需要。在债权债务关系中, 债权人需要债务人公司的真实信息; 在环境法律关系中, 潜在受害者也需要污染排放公司的真实信息。

信息就是证券市场的血液。我国《证券法》第3条规定, 证券的发行、交易活动, 必须实行公开、公平、公正的原则。“公开”为三公原则之首, 并非偶然。证券市场的公开性, 是证券市场公平性和公正性的前提和基础。没有证券市场的公开性, 就没有证券市场的公平性和公正性。证券市场是信心市场。要增强社会公众对证券市场的信任感, 消除证券市场中的黑箱作业酿生的丑恶现象, 必须在证券市场充分落实公开原则。实践证明, 证券市场信息透明时, 往往市场信心大振, 而市场信息虚假误导或谣言充斥时, 则市场信心萎靡不振。

(二) 立法者深入挖掘上市公司透明度的多维元素

上市公司的透明度有广狭二义。狭义的透明度仅指上市公司自身的透明度, 广义的透明度则泛指与上市公司投资价值有密切关联的所有信息的透明度, 包括但不限于控股股东和实际控制人的信息的透明度。据此, 上市公司和其他法定的信息披露义务主体(尤其是控股股东和实际控制人)也应善尽信息披露义务, 向国家和社会公众真实、全面、充分、及时地披露有关上市公司投资价值的信息。

透明度原则既体现为实体性法律规范, 也体现为程序性法律规范; 既体现为公众投资者的知情权, 又体现为上市公司的信息披露义务, 更体现为监管者和自律机构的信息披露监管义务; 既适用于证券一级市场, 也适用于二级证券市场; 既适用于证券市场中的横向民事关系, 也适用于证券市场中的纵向行政关系, 还适用于证券市场中的非纵非横的自律关系。

(三) 《证券法》要强调信息披露的八项标准

为使上市公司透明度原则贯彻到底, 确保信息公开制度的可操作性, 上市公司的信息公开应当同时符合真实性、准确性、完整性、合法性、最新性、易得性、易解性和公平性等八项标准; 违者, 应当依法承担相应的法律责任。

(1) 真实性标准, 指上市公司和其他信息披露义务人所披露的信息必须真实, 不存有虚假、诈欺的内容。信息披露义务人虚假陈述越多, 广大公众投资者的危害愈深。由于信息披露义务人披露的信息和文件存有虚假、致使公众投资者蒙受损失的, 公众投资者有权向其提起损害赔偿之诉。

(2) 准确性标准, 指信息披露义务人所披露的信息必须精准无误, 不存在暧昧含混之处或者误导性内容。在实践中, 有些上市公司喜欢对公众投资者报喜不报忧, 对自身的风险和瑕疵闪烁其词。

(3) 完整性标准, 指信息披露义务人应将应披露信息完全公之于众, 不存有重大遗漏。实话只说一半等于撒谎。

(4) 合法性标准, 指信息披露义务人在履行信息公开义务时, 应当遵守法定内容、格式、程序。

(5) 最新性标准, 指信息披露义务人履行信息披露更新义务, 确保其披露信息处于最新状态, 随时反映出上市公司的相关变动情况。如果在特定事实发生后, 信息披露义务人未能在合理期限内予以披露, 或者怠于披露, 致使其披露的信息不具有最新性, 应对因此蒙受损害的公众投资者承担损害赔偿责任。

(6) 易得性标准, 指信息披露义务人所公开的信息能够比较容易地为一般公众投资者所接近或者获得。为便于社会公众从大众传媒上查询证券市场信息, 中国证监会指定了若干信息披露媒体。证券市场信息除了在指定报纸上刊登外, 还应置备于信息披露义务人的住所和网站, 方便公众投资者查询、抄录、复印。

7、易解性标准,指披露信息能被一般公众投资者较为容易地理解和利用,从而合理地作出是否投资、何时投资、以何价格投资、投资于何种证券的理性判断。因此,信息披露的资料和文件应当内容完整而又明晰,语言尽量平实、易懂,不得使用过于冗长、专业化、复杂化的用语。

8、所谓公平性标准,披露信息时对各类投资者一视同仁,尤其尊重公众投资者对信息披露的基本利益要求。

建议借鉴以色列的先进经验,积极推行上市公司的实时披露制度,责令上市公司在披露事项发生之时即应通过公司的官方网站与证监会指定的官方网站同时披露相关信息。

(四) 立法者要重视投资者知情权的个性化与简明化诉求

为提升信息披露质量,建议在法律法规中授权公众投资者在对上市公司的披露信息合理存疑时,依法前往上市公司查询相关的会计账簿。公众投资者在对会计账簿存在造假疑问时,还有权就会计账簿中的某一科目,要求上市公司为其查阅原始凭证(包括发票与合同等)提供便利。

虽然个人投资者的风险揭示工作非常重要、发展机构投资者很有必要,但证监会无权拒绝个人投资者进入资本市场。因为,开展投资活动是宪法与法律赋予公民的合法权利。实际上,个人投资者将在很长一段历史时期是我国投资者的主体部分。为满足广大投资者尤其是文化程度不高的个人投资者的知情权需要,建议中国证监会积极推动和引导上市公司的信息披露简明化运动,早日推出《上市公司信息披露简明化标准指引》。

(五) 立法者要善于平衡信息披露义务与商业秘密制度之间的辩证关系

商业秘密(包括技术秘密和经营秘密)是公司在市场竞争中克敌制胜的法宝。透明度原则并非否定的商业秘密的价值,要在尊重和保护上市公司依法享有商业秘密的前提下,旗帜鲜明地提高证券市场的透明度。既不能借口商业秘密之保护,而否定公众投资者的知情权;也不能以公众投资者的知情权否定和取代上市公司的商业秘密。如何把握商业秘密与股东知情权的辩证关系,是考验上市公司治理水准的试金石。

(六) 非上市公司也应具备透明度

上市公司固然对公众投资者负有信息披露义务,非上市公司也要对其股东履行信息披露义务。非上市公司虽然不必遵循《证券法》为上市公司设定的信息披露义务,仍要尊重股东的知情权。非上市公司股东可以获取的信息甚至可以超过上市公司股东。例如,《公司法》第33条明确允许有限责任公司股东请求查阅公司的会计账簿,但未明确允许上市公司股东查阅公司的会计账簿。非上市公司(包括股份有限公司与有限责任公司)的透明度之所以高于上市公司,是由于非上市公司的股东人数有限,闭锁性较强,股东滥用知情权的概率明显小于上市公司的股东。因此,从上市公司到非上市股份有限公司、有限责任公司、有限合伙和普通合伙企业,透明度和人合性依次递增,资合性和开放性依次递减。

值得注意的是,公司透明度的强弱仅以公司之股东为考察标准,而非以不特定的社会公众为考察标准。若站在不特定社会公众的立场,从上市公司到非上市股份有限公司、有限责任公司、有限合伙和普通合伙企业,透明度依次递减。

Subject: Crafting an Investor – friendly Securities Law to Promote the Modernization of the Governance in Capital Market

Author & unit: LIU Junhai (Law School, Renmin University of China, Beijing 100872, China)

Abstract: To promote the modernization of the governance in capital market, it's necessary to crafting an investor – friendly Securities Law. The scope of securities should be broadened. All the capital securities with expectation of investment returns should be governed by the Securities Law. Deregulation should be encouraged to promote free and fair competition. IPO registration should be designed in good details, the review of application documents should be exercised by the securities regulator, instead of by the stock exchanges. Serious legal liabilities should be imposed to curb the wrongdoings in capital market. Disclosure requirements should be upgraded to promote the transparency of Chinese capital market.

Key words: securities law; culture of shareholder's rights; IPO; registration; integrity system; disclosure

责任编辑: 吴 岩