

债券市场虚假陈述问题与治理对策探析

○杨 洋

中央国债登记结算有限责任公司博士后科研工作站 北京 100033

摘要:近年来,我国债券市场不断发展,其服务实体经济的能力不断增强,在国民经济中的比重逐步凸显。然而,在市场繁荣的表象下,虚假陈述等违法违规行为层出不穷,影响债券市场正常运转秩序和健康可持续发展。虚假陈述行为表现形式多样、涉及主体较多,加之现行法律法规在处罚不法行为方面滞后于市场发展,导致债券市场有效监管不足、市场乱象屡禁不止。为此,本文在厘清虚假陈述行为和其责任主体的前提下,借鉴国外证券市场治理虚假陈述的先进经验,对照我国的现状与不足之处,就提高违法经济成本、完善投资人保护制度、鼓励举报不法行为、投票选择第三方中介机构提出了具体建议。

关键词:债券市场;虚假陈述;信息不对称;信息披露;债券发行;欺诈发行;证券欺诈;集团诉讼;信用评级;司法救济;证券市场监管;投资者权益保护

中图分类号:F832.5 文献标识码:A 文章编号:1009-4350-2020(02)-0049-08

作者简介:杨洋,女,经济学博士,中央国债登记结算有限责任公司博士后科研工作站博士后(与中国人民银行金融研究所联合培养),研究方向:金融风险管理、债券市场。

本文感谢中央国债登记结算有限责任公司副总经理刘凡的指导。本文仅代表作者个人观点。

引言

改革开放以来,我国债券市场在发展过程中持续取得不俗的成就。市场发展方面,总体规模跃居世界第二,仅次于美国;债券发行品种不断创新,种类逐渐丰富;市场参与主体的类别与数量不断增加。融资功能方面,债券融资能力不断增强,在国民经济中的比重和地位快速提升。然而,在不断发展的表象下,债券市场违法乱象层出不穷,加之治理经验的不足与法律法规的滞后,对债券市场的稳定发展造成负面影响。其中,信息披露义务人的虚假陈述问题越来越受到各方关注。信息披露作为风险识别与评估的基础,其真实性与可靠性是债券市场发展的前提,如若此类乱象在长期不能得到有效治理,投资者将转而寻求其他替代性投资产品,最终导致债券市场萎缩,其服务实体经济、助力企业融资等功能将大打折扣。因此,市场各方对虚假陈述的责任认定、处罚力度以及如何

减少或杜绝虚假陈述行为等方面的讨论不绝于耳,并通过各种途径向监管层呼吁加强对虚假陈述行为的治理。

本文基于《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)、《信息披露违法行为行政责任认定规则》(以下简称《规则》)、《关于审理证券市场因虚假陈述引发民事赔偿案件的若干规定》(以下简称《虚假陈述民事赔偿司法解释》)等法律法规,梳理了债券市场虚假陈述行为的类型,厘清了相关主体责任,针对现行法律法规在整治虚假陈述方面的不足,就提高违法经济成本、完善投资人保护制度、鼓励举报不法行为和投票选择第三方中介机构提出了具体方案。

一、虚假陈述概述

债券市场的虚假陈述指信息披露义务人在债券发行或者交易过程中不正确或不正当披露信息和陈

述事实的行为。为了防治其对市场秩序和投资人利益的负面影响,现行的多个法律法规对虚假陈述的类型、主体进行了认定,并规定了相应的处罚措施。

(一)虚假陈述的类型

在《证券法》《规则》和《虚假陈述民事赔偿司法解释》中,均有虚假陈述行为的相关规定。《证券法》虽未明确虚假陈述的概念与类型,但从业务规定、责任认定等角度确定了虚假记载、误导性陈述和重大遗漏三种违法行为;《规则》中对此进行了更为详细的解释说明;2003年正式实施的《虚假陈述民事赔偿司法解释》则明确了虚假陈述的四种类型,包括上述三种违法行为和不正当披露。

虚假记载,是指信息披露义务人在披露信息时,将不存在的事实在信息披露文件中予以记载的行为。例如,2015年,不具备公司债发行资质的五洋建设未按会计准则编制财务报表,通过将承建工程项目应收账款和应付账款“对抵”、虚减企业应收账款和应付款项,从而减少坏账计提准备、提高利润,以此虚造财务报表骗取证监会核准通过,使“15五洋债”“15五洋02”得以发行。

误导性陈述,是指虚假陈述行为人在信息披露文件中或者通过媒体,作出使投资人对其投资行为发生错误判断并产生重大影响的陈述。常见的误导性陈述包括:夸大对发行人有利的部分,回避或淡化不利的部分;片面选择或运用财务数据、会计科目记载、会计核算方法等;故意使用晦涩的语句描述披露内容,语意模糊或存在歧义。例如2019年6月,在生猪价格上涨、非洲猪瘟蔓延的背景下,海印股份披露公告拟投资许启太团队,支持“非洲猪瘟”的防治工作。但在披露文件中海印股份未清晰表述许启太团队研制的“今珠多糖注射液”不属于疫苗,该团队并未拥有相关技术专利,该注射液的预防效果也没有实验数据支持,从而导致投资人作出错误决策而蒙受经济损失。

重大遗漏,是指信息披露义务人在信息披露文件

中,未将应当记载的事项完全或者部分予以记载。例如:2016年,神雾集团未在年报中披露银行授信变化情况、上市子公司发行公司债券情况等;2017年,广汇汽车在年报中未披露其控股股东广汇股份提供不可撤销连带责任保证担保,亦未披露上海爱建信托有限责任公司为其控股股东提供5亿元贷款的担保。

不正当披露,是指信息披露义务人未在适当期限内或未以法定方式公开披露应当披露的信息,可泛指信息披露义务人进行的信息披露在披露时间、方式、地点等方面不符合通常的披露规则。其中,未在法定期限内披露定期报告的不正当披露行为最为常见。例如,“15美都债”发行人美都能源未在法定期限内披露2017年年度报告,“16凯迪01”和“16凯迪02”发行人凯迪生态延迟披露2017年年度报告。

(二)虚假陈述的主体责任认定

对于虚假陈述行为,《证券法》和《虚假陈述民事赔偿司法解释》对发行人、第三方中介机构等非自然人,以及相关自然人进行了责任认定,《规则》则强调了发行人的董事、监事、高级管理人员等自然人的责任。发行人作为信息披露的主体,毋庸置疑对虚假陈述行为负有主要责任。第三方中介机构的责任则在《虚假陈述民事赔偿司法解释》中得到了明确说明,包括侵权责任和共同侵权责任。前者指其违反《证券法》^①第一百六十一条^②和第二百零二条^③中所规定的,中介机构参与虚假陈述,出具虚假报告或文书,给投资人造成损失的,就其负有责任的部分承担赔偿责任。后者指第三方中介机构知道或者应当知道发行人虚假陈述,而不予纠正或者不出具保留意见的,构成共同侵权,对投资人的损失承担连带责任。

发行人为成功获得融资或获取其他不正当利益具有作出虚假陈述的动机,而中介机构受聘于债券发行人,在利益的驱动下也有可能成为虚假陈述行为人。发行人在信息披露中占据主导地位,因此对虚假陈述负主要责任,而中介机构是否负连带责任,需要

①指1998年版《证券法》,因为所指《证券法》应在《虚假陈述民事赔偿司法解释》颁布之前。

②为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构和人员,必须按照执业规则规定的工作程序出具报告,对其所出具报告内容的真实性、准确性和完整性进行核查和验证,并就其负有责任的部分承担连带责任。

③为证券的发行、上市或者证券交易活动出具审计报告、资产评估报告或者法律意见书等文件的专业机构,就其所应负责的内容弄虚作假的,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款,并由有关主管部门责令该机构停业,吊销直接责任人员的资格证书;造成损失的,承担连带赔偿责任;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

明确其是否共同参与虚假陈述或默认发行人虚假陈述而履行监督义务。

(三) 虚假陈述的负面影响

虚假陈述的影响包括直接影响和间接影响。直接影响指危害投资人利益和扰乱市场秩序,由于虚假陈述的干扰,投资者无法根据发行人的真实信用与偿付能力做出投资决定,从而蒙受不该有的经济损失。长此以往,不仅会降低投资者和潜在投资者对债券市场的信任感,而且可能滋生不正当市场竞争,进而增加市场监管难度,这些负面影响均不利于债券市场的健康发展。

间接影响在于虚假陈述往往被用作工具或武器,以实施其他违法犯罪行为。证券市场中的虚假陈述、内部交易、操作市场等均属于欺诈,一些欺诈行为的实现往往需要以虚假陈述为前提,在债券市场中较为明显的是欺诈发行。例如,2013年圣达威使用虚假财务报表骗取深圳证券交易所发行备案,分两期成功发行5000万中小企业私募债。募集资金并未按约定用于公司生产经营,而是用于偿还公司及法人代表章某所欠银行贷款、民间借贷等。2015年,圣达威两只私募债因无法还本付息,造成了投资者重大的经济损失,圣达威欺诈发行事实成立,公司法人代表和财务总监因此获罪。

二、美国证券市场虚假陈述治理经验

(一) 虚假陈述的经济惩罚

证券市场的违法行为一般需要承担行政责任、民事责任,如果涉及犯罪,还需要承担刑事责任。在众多处罚措施中,经济处罚是最为常见的一种方式。

美国国会授予证券交易委员会(以下简称SEC)执法权,《1933年证券法》第8A条(g)条款明确了SEC的行政罚款权力,任何人正在或已经违反了该法的任何规定^④,SEC可以在通知送达并提供听证机会后对行为人施以罚金。《1934年证券交易法》进一步明确了实施虚假陈述的罚金限额,任何虚假、误导性陈述,或遗漏了需要陈述的重大事实,SEC根据违法行为的影响程度处以不同等级的罚款,所处罚金最高限额分别为:第一等级“每个自然人5000美元,每个非自然人5

万美元”;第二等级“每个自然人5万美元,每个非自然人25万美元”;第三等级“每个自然人10万美元,每个非自然人50万美元”。

在民事诉讼中,SEC可向法院申请要求对违法者给予民事罚款处罚。《1933年证券法》20条(d)条款和《1934年证券交易法》21条D条款规定了民事罚款的三个等级,罚款不得超过以下数额中的较大者:第一等级“每个自然人5000美元,每个非自然人5万美元,或该被告因违法行为获得的收入总额”;第二等级“每个自然人5万美元,每个非自然人25万美元,或该被告因违法行为获得的收入总额”;第三等级“每个自然人10万美元,每个非自然人50万美元,或该被告因违法行为获得的收入总额”。

除此以外,如果涉及犯罪,虚假陈述行为人还可能面临刑事罚金,刑事处罚的罚金一般不超过1万美元。

(二) SEC的诉讼权力和公平基金

美国证券市场法律授予了SEC禁止违法行为的权利,并赋予其诉讼原告的地位。《1933年证券法》第20条(b)条款和《1934年证券交易法》第21条D条款规定,“证券交易委员会发现任何人从事或者即将从事的行为违反本法……可以酌情在美国有关地区法院提起诉讼”。SEC与其他诉讼主体不同,是作为“执行证券法规、维护公共利益”的法定监护人而行使诉讼权。SEC掌握更多投资人不容易发现的信息,与违法行为人之间的信息不对称程度较小,由其提起诉讼改变了私人诉讼中投资人的不利地位,对证券欺诈行为的威慑效果更好、对投资人的保护力度更强。

SEC向法院提起诉讼时有权向法院申请追缴违法所得,要求虚假陈述行为人上缴违法获得的利益。这一权限最早由美国联邦法院赋予,并运用在1971年SEC起诉德克萨斯海湾硫磺公司的内幕交易判例中,后来广泛运用于包括虚假陈述在内的其他违法行为的审理中。1988年,SEC追缴虚假陈述违法所得的权利在其起诉第一城市金融公司案中首次实现。1990年,美国出台了《证券执法救济和小额股票改革法》(The Securities Enforcement Remedies and Penny Stock Reform Act),正式以立法的形式确定SEC追缴

^④包括注册时的信息披露。

证券违法所得的权利。

SEC提起诉讼最初是为打击证券违法行为,加强对违法人的惩戒和震慑,后来由于安然和世通等大型公司在证券市场中的欺诈行为严重影响美国资本市场的稳定,监管层发现投资者保护与经济健康发展之间存在着紧密的联系,因此投资者保护也成为证券执法的重要功能之一,投资者补偿机制也逐步建立。随后在2002年,美国国会出台了《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley Act),该法案第308条确立了“公平基金制度”,明确了当SEC依照证券法律采取司法行为或监管行为后,追缴的违法所得、民事罚款与和解金可以并入同一个基金,即公平基金(Federal Account for Investor Restitution Fund)。但该法案规定只有在追缴违法所得并同时处以民事罚金的时候才可以建立公平基金,而在证券市场中,并非所有的违法行为都可获利,这一法案也限制了公平基金的作用。2010年出台《多德—弗兰克法案》打破了这一限制,允许SEC单独将民事罚金通过公平基金分配给投资者,受损失的投资者根据损失比例从公平基金中获得补偿,该补偿计划由SEC制定、法院审查后方可实施分配。公平基金制度对受损投资者补偿的思想促使SEC加强了执法力度、提高了违法行为的成本,在此以后,虚假陈述赔偿与和解金的数额有所增加,投资者保护力度进一步增强。

(三) 证券集团诉讼

除去SEC诉讼以外,受损的投资者可以通过私人诉讼追回损失。由于证券市场因同一虚假陈述受损的投资者较多,每个投资者单独起诉将产生大量雷同案件,同时由于投资者在面对虚假陈述行为人时处于信息劣势,单独起诉不利于追偿的实现,因此,集团诉讼逐渐兴起并发展起来。《1934年证券交易法》第21D条明确了提起证券集团诉讼的有关细则,包括起诉书与相关证明材料、原告代表人的确定原则以及原告胜诉后的赔偿金分配方案等。证券集团诉讼的优势在于:一是避免了投资者单独诉讼费用高而导致的投资者诉讼激励不足,除了诉讼代表人,其他当事人都无需直接参加诉讼及支付诉讼费用,这极大地便利了中小投资者;二是解决了由于信息不对称导致的投资者采取司法救济的能力不够;三是“选择退出”规则改变了权利人必须履行登记程序才能成为合适的诉讼主

体,在法院公告期内没有明确申请退出的即被视为同意参加诉讼,所有因同一虚假陈述受损的投资人都可在胜诉后获得相应的赔偿;四是改变了举证责任原则,不再采纳一般民事诉讼程序中“谁主张、谁举证”的规则,转而使用被告举证原则,即被告需要证明自己没有实施虚假陈述行为,否则将被认定违法,需要对投资者的损失承担责任。这是考虑到虚假陈述被告方在地位、信息、权力等方面具有较为显著的优势,诉讼双方存在严重的信息不对称性,要求被告证明自己没有虚假披露行为减轻了投资者的举证负担,提高了举证效率。

(四) 损失补偿原则

在美国证券欺诈民事案件中,投资人的损失补偿一般采用填平原则,按照投资人的实际损失计算赔偿金额。由于虚假陈述被揭露后证券的价格会产生波动,待到市场消化信息后,证券价格会趋于理性,这一过程会形成一个真实价值,投资人的损失即是买入价与真实价值之差。《1933年证券法》和《1934年证券交易法》并没有明确证券市场信息有效性的时间,在实际判例中,法院根据实际掌握的信息确定这一时间,这使得不同法院甚至同一法院在不同时期做出的判断不一致,从而导致真实价值之争。这一局面在1995年美国国会制定《私人证券诉讼改革法案》后得到改善。该法案第101(b)条款规定投资人可获得的损失赔偿不超过购买(或出让)标的证券所支付的价格(或者获得的价格)与修正或真实信息公布后90天内标的证券的平均交易价格之差值。

(五) 证券违法行为举报

为打击违法犯罪行为,提高违法查处效率,检举人法律制度在美国各行业广泛运用。检举人制度中最重要的一部分是给予举报人奖励,早在1863年《民事欺诈给付请求法》中,就明确了对举报欺诈政府行为给予奖励,后来奖励举报人的思路延伸至多个领域。在证券市场中,欺诈投资人事件频发,《1934年证券交易法》第21F规定了对证券举报人的激励和保护,其中第(6)条明确了对举报人的奖励为罚款总额的10%~30%。此后,《多德—弗兰克法案》修正了《1934年证券交易法》中关于奖励举报人的条款,规定证券交易委员会采取的司法诉讼或行政诉讼罚款金额超过100万美元才能给予举报人奖励。事实上,奖励举

报人充分发挥了私人监督的作用,美国证券市场违法犯罪行为的查处效率有所提高。

(六)第三方中介机构的管理

债券市场中中介机构的作用非常重要,承销商、评级机构、会计师事务所分别在债券承销、出具评级报告、审计报告方面具备很强的专业性,这类机构做出虚假陈述的影响不容忽视。美国证券市场对信用评级机构的管理尤为重视,1975年SEC制定了“全国认可统计评级组织”制度,实质上对信用评级机构进行了分级评价;2006年美国国会颁布了《信用评级机构改革法案》,明确了“全国认可的统计评级机构”的注册程序和信息披露要求,提高了信用评级的透明度;2010年出台的《多德—弗兰克法案》进一步加强了对评级机构的监管,其中比较重要的是成立信用评级办公室,要求“全国认可的统计评级机构”公布方法论和尽职调查情况等,以及加强信用评级机构评级行为的责任追究。这些措施与手段督促评级机构尽职尽责,改善评级方法,从而出具公允的评级报告,对评级机构的虚假陈述也起到一定的防范作用。

三、我国证券市场虚假陈述管理现状与不足

我国治理证券市场违法乱象时在一定程度上借鉴了国外经验,并结合我国实际在经济处罚、司法救济、损害赔偿、举报不法行为、加强第三方中介机构管理等方面有所规定或要求。但是,当前的管理方法或手段不足以应付层出不穷的违法违规行,债券市场中虚假陈述屡禁不止,严重侵害了投资人利益,影响了债券市场健康发展。

(一)虚假陈述的经济处罚

我国证券市场相关法律只明确了虚假陈述的行政罚金。纵观历版《证券法》关于虚假陈述罚金的规定,1998年修订版对发行人处以不低于30万元不高于60万元的罚款,对相关责任人员处以不低于3万元不高于30万元的罚款,中介机构涉事人员处3万元到20万元的罚款;2006年及以后的版本,对发行人、承销商以及其他中介服务机构等信息披露义务人的罚款维持在30万元以上60万元以下,相关责任人罚款略有提高,为3万元以上30万元以下。关于虚假陈述的经济处罚,现行《证券法》的相关规定存在罚金数额较

低,不足以达到有效惩戒的目的。

罚金数额较低是市场各方基本达成的共识,监管层也透露预借《证券法》修订之际提高罚金的数额。从纵向和横向比较,我国证券市场虚假陈述的经济处罚的确不能满足当前的治理需求。纵向来看,从1998年到2018年的二十年时间,我国经济经历了快速增长时期,GDP从8.5万亿元增长至90万亿元,国民收入从8.4万亿元增长至89.7万亿元,均实现了10倍有余的增长,债券市场存量从1.8万亿元增长至85.7万亿元,实现了近50倍的增长。然而,罚金却没有随着经济、市场和收入的增长调整,仍然维持在20年前的水平。显然,依照《证券法》,虚假陈述责任主体面临的处罚过轻,其从虚假陈述中获得的利益远远高于违法行为暴露后的处罚。

(二)投资人司法救济

依照《中华人民共和国民事诉讼法》《证券法》《虚假陈述民事赔偿司法解释》等法律和法规,证券投资人有权向人民法院提起诉讼,要求虚假陈述行为人赔偿其损失。此类案件的审理参照《虚假陈述民事赔偿司法解释》的规定进行,其中明确了人民法院受理此类民事赔偿案件的前置条件,即需要监管机构的行政处罚决定或人民法院的刑事裁判文书,这一规定实际上限制了投资人的诉讼权。这一限制于2015年12月24日以后得以取消,当日最高人民法院发布了《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》,明确了“根据立案登记司法解释规定,因虚假陈述、内幕交易和市场操纵行为引发的民事赔偿案件,立案受理时不再以监管部门的行政处罚和生效的刑事判决认定为前置条件”。但是,审理虚假陈述案件依据的法律条款《虚假陈述司法解释》并未作出修改,也未再出台新的司法解释,因此,多数法院仍以前置条件作为立案受理前提,或是虽然立案受理,但以不符合起诉条件为由裁定驳回起诉。直至2017以来,相关案件才进入实质审理阶段,例如水晶光电虚假陈述案、重庆港九虚假陈述案等,然而遗憾的是,法院判决以原告提交的证据不符合法律规范为由,不支持原告的诉讼请求。可见,我国证券市场私人诉讼原告举证困难,单个投资者提起诉讼面临信息不对称、专业知识不足、诉讼成本高等问题。而受管辖地限制,在被告当地提起诉讼可能遭受地方政府介入而做出不利于原告的判决,投

资人利益保护仍未真正落实。

在诉讼方式上,《关于当前商事审判工作中的若干具体问题》中第二条“关于证券投资类金融纠纷案件的审理问题”规定了根据案件具体情况,可酌情选择单独诉讼或代表人诉讼,如选择代表人诉讼则需依据《民事诉讼法》第五十四条关于代表人诉讼制度的相关规定。但在种种原因下,代表人制度并未在证券市场虚假陈述民事赔偿案件中得到运用。2019年11月14日,最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《纪要》)第81条规定了代表人诉讼方式的适用原则,即当多个投资人就同一虚假陈述向人民法院提起诉讼时,可以使用该方式审理案件。虽然代表人制度在证券市场虚假陈述案件的应用中有了明确的法律依据,也可以预见代表人制度能在一定程度上扭转投资人在诉讼中弱势地位,然而,在证券市场虚假陈述案件的受理与审理中,代表人制度还未真正落实,仍然存在一些限制,包括起诉时需要明确共同诉讼的人数、代表人的产生与权利履行需要全体利害关系人授权,以及所有参与共同诉讼的投资人均需要承担其律师费,等等。这些因素增加了投资人尤其是极个别小型投资人的维权难度,甚至可能产生新的纠纷,代表人制度在证券市场民事赔偿案件中的作用有待进一步考察。

(三)投资人损失赔偿

根据我国《民法通则》和《证券法》规定,侵害人应当赔偿投资人损失。可见,我国证券虚假陈述损害赔偿采用的是填平原则。《虚假陈述民事赔偿司法解释》制定了对虚假陈述造成损失的具体计算标准,包括投资人在揭露日前和揭露日后卖出证券两种情况下投资人损失的计算方式。前者为(买入证券平均价格-实际卖出证券平均价格)*投资人所持证券数量,后者为(买入证券平均价格-基准期间每个交易日收盘价的平均价格)*投资人所持证券数量,基准期间为虚假陈述揭露日或者更正日起至基准日之间的时间段。基准日的确定首选“揭露日或者更正日起,至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到其可流通部分100%之日”,次选“按前项规定在开庭审理前尚不能确定的,则以揭露日或者更正日后第30个交易日为基准日。”但是,债券市场流动性较低,加之虚假陈述被揭露,其流动性可能进一步降低,无论是流通部分100%还是

更正日后第30个交易日的价格都可能无法准确反映债券当时的真正价值,或是彼时根本没有真实的交易产生,投资者的损失难以在此规则下计算。

(四)证券违法举报

为加强对金融市场违法违规行为的打击力度,监管层借鉴了美国奖励举报人的经验,于2014年出台了《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》(以下简称《规定》),详细规定了举报的受理、举报信息的保密与管理、举报奖励等事宜。其中第十四条明确了可给予奖励的范围,即实名举报内幕交易或利用未公开信息交易,操纵证券、期货市场,信息披露违法违规以及欺诈发行证券。第十五条细化了奖励金额,罚没金额超过10万元以上可以按照1%给予奖励,最高不超过10万元,重大案件最多奖励30万元。与美国给予举报人奖励罚金10%~30%相比,我国证券市场举报人激励不足,举报人从举报中获得的收益较少,而付出的成本可能较高,这包括搜集信息的时间、金钱成本,以及实名举报可能导致的风险。尽管《规定》中第十一条、十二条和十三条考虑了举报人保护事宜,包括对举报人信息编码、严禁举报工作人员及其他相关人员泄露举报人信息以及造成举报信息泄露的责任人员的相关处罚。但是,一旦举报人信息泄露,可能招致打击报复,而相关法律法规并没有规定此情景下如何进一步保护举报人。

(五)第三方中介机构的管理

由于第三方中介机构由发行人聘任,其客观独立性一直饱受市场诟病。承销商、会计师事务所协助发行人编造虚假信息,评级机构出具偏高的评级结果等现象时有发生。为规范、管理第三方中介机构的行为,监管层加强了彼此之间的沟通与合作:一方面,人民银行、发改委、财政部、证监会为促进信用评级行业的规范发展、打击评级乱象,发布了《信用评级业管理暂行办法》,明确了“评级机构故意或过失对投资人造成严重损害的将处以相关业务收入1~3倍的罚款,没有评级业务收入或评级业务收入无法计算的,处200万元以上500万元以下罚款”;另一方面,国家发改委(委托中央国债登记结算有限责任公司代理)和交易商协会每年开展对承销商和信用评级机构的信用评价工作,并将评价结果纳入中介机构信用档案,以加强对中介机构的事中、事后监管和评价,督促其保持

客观中立的地位,努力提升服务水平和提高相关技术。

四、政策建议

(一)提高违法经济成本

借助《证券法》修改之际,提高证券市场虚假陈述等违法违规行为的经济处罚,行政罚金的确定可参考以下两个方面。一是与经济数据挂钩,考虑GDP、证券市场规模、证券市场对GDP的贡献率等因素制定对非自然人虚假陈述的罚金,考虑人均国民收入、证券业从业人员收入等因素制定对自然人虚假陈述的罚金。可参考1999年《证券法》制定时的相关经济数据与当前经济数据的差距,以当前的罚金乘以这个倍数即可。二是参考美国的罚款金额,以其最高级别的罚款金额作为我国行政罚金的上限,即“每个自然人10万美元,每个非自然人50万美元”乘以当前汇率。

(二)完善投资人保护制度

一是着手建立投资人保护中心。投资人保护中心兼具代替投资人诉讼和管理赔偿基金的责任。该中心可由财政出资建立以维持其日常运转,其主要作用是当发现证券市场违法行为时,利用其信息优势、资源优势向人民法院提起诉讼,追缴违法所得。在其胜诉或与被告达成和解后,产生的罚金或和解金用于补偿投资人损失,监管机构可通过每年的财政支持调整投资人保护中心对市场违法行为的管理力度。

二是推行证券市场集团诉讼。鉴于集团诉讼在效率和效用方面优于我国的代表人诉讼制度,当前推行适合我国现状的集团诉讼的呼声较高,新发布的《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》中,亦明确提出了“探索完善与注册制相适应的证券民事诉讼法律制度”。因此,在整个证券市场中,建议推行集团诉讼或是进一步修改代表人诉讼制度,重点要遵循“明示反对、默示同意”的原则,这对于改善我国投资人分散、不容易达成统一意见而无法顺利维权具有较大作用。

三是拓宽金融法院应用范围。金融法院在审理金融市场民商事案件方面具有更强的专业性,具有较高的金融审判质效和公信力。但最高人民法院明确上海金融法院管辖上海市辖区内应由中级人民法院受理的金融民商事案件,其作用有限。建议证券市场民

事赔偿案件受理不再遵从被告所在地管辖,而受债权债务关系登记的所在地管辖,以提高金融市场民商事案件的审理效率和公平性,同时规避地方保护主义。

无论哪种诉讼制度下,债券市场虚假陈述的赔偿可参照买入价与估值的差额计算,由虚假陈述行为人共同承担。

(三)鼓励举报不法行为

市场监管不仅仅是监管机构的责任,市场参与者与其他人员可辅助监管机构参与到市场监管与规范中,以提高市场监管效率,杜绝证券市场中的违法犯罪行为,建议鼓励正当举报行为,充分发挥私人监督的作用。在鼓励举报证券市场违法行为中,需要注意以下几点:一是举报程序应当规范,按照要求向监管机构的举报网站、电话或其他规定方式实名举报,通过媒体或公众号等途径揭露违法行为不受行政奖励;二是提高奖励金额,达到提高违法成本、降低监管成本的目的,建议参考美国的奖励办法,将民事罚金的10%~30%用作举报人奖励,充分调动私人监管的积极性;三是重视举报人保护,除去惩罚泄露举报人信息的相关人员,还应该避免举报人遭受虚假陈述行为打击报复,加快立法切实落实举报人保护。

(四)投票选择第三方中介机构

中介机构实行虚假陈述在于其受聘于发行人,使用投票选择第三方中介服务机构模式,可以达到遏制其实施虚假陈述行为的目的。以问题比较突出的评级机构为例,将广泛的市场参与者纳入评价体系,以投资人投票的形式选择第三方中介机构。在这种方式下,有几点需要强调:一是所有潜在投资人均可获得投票权,对于拟发行的信用债,所有持有存量信用债的投资人均可参加投票。二是由登记托管机构主持投票选择第三方中介机构相关事宜,因其掌握详细的数据,对市场的了解程度高,便于开展此类服务。为避免第三方登记托管机构的舞弊行为,投票选择结果及其细节必须公示,所有参与投票的机构均可查询。三是投票选择第三方中介机构的费用由发行人负责,在申请发行前交由第三方登记托管机构统筹安排,根据实际产生的费用进行增补或退还。

参考文献:

[1]中华人民共和国证券法[M].北京:中国法制出版社,

2014.

[2]中国证券监督管理委员会组织译.1933年证券法[M].北京:中国法律出版社,2013.

[3]中国证券监督管理委员会组织译.1934年证券交易法[M].北京:中国法律出版社,2013.

[4]中国证券监督管理委员会组织译.多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法[M].北京:中国法律出版社,2013.

[5]ZATA-CIA研究中心译.萨班斯—奥克斯利法案[M].北京:中国法律出版社,2004.

[6]杨小君.行政处罚研究[M].北京:法律出版社,2002.

[7]蔡巍.美国“公私共分罚款之诉”及其评析[J].法商研究,2007(4).

[8]陈太清.罚款用途的两个主要路径解析——以“钓鱼执法”事件为例[J].长白学刊,2011(1).

[9]丁鲁,李芊.美国证券集团诉讼制度及其对我国的借鉴意义[C].创新与发展:中国证券业2016年论文集.

[10]郭雳.证券欺诈法律责任的边界,新近美国最高法院虚假陈述判例研究[J].中外法学,2010(4).

[11]李俊.法律实施中的私人监督——“罚款分享”制度的经验与启示[J].社会科学,2008(6).

[12]杨城.论我国虚假陈述民事责任主体的困境与创新[J].证券市场导报,2017(7).

[13]中国证券监督管理委员会.中国证券监督管理委员会禁止证券欺诈行为暂行办法[Z].http://www.csrc.gov.cn/

pub / newsite / ssb / ssflfg / bmgzjwj / ybgd / 200911 / t20091110_167675.html

[14]中国证券监督管理委员会.最高人民法院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[Z].http://www.csrc.gov.cn / pub / tianjin / tjfzyd / tjflfg / tjsfjs / 201210/t20121015_215783.htm

[15]中国证券监督管理委员会.信息披露违法行为行政责任认定规则[Z].http://www.csrc.gov.cn / pub / zjhpublish / G00306201/201105/t20110506_195177.htm

[16]全国法院民商事审判工作会议纪要[Z].http://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-199691.html

[17]证券期货违法违规举报工作暂行规定[Z].https://neris.csrc.gov.cn / falvfagui / rdqsHeader / mainbody? navbarId=3&secFutrsLawId=cd56b3c9236448bd8cb16aa54c1e5ecf&body.

[18]Kovacic W E. Whistleblower bounty lawsuits as monitoring devices in government contracting[J]. Loy.l.a. l.rev, 1996, 208(34).

[19]Marc I. Steinberg. Securities regulation: liabilities and remedies[M]. Law Journal Seminars-Press, 1998.

责任编辑:冯晶

Analysis of False Statements Issues in Bond Market and Countermeasures

Abstract: In recent years, China's bond market has continued to develop, its ability to serve the real economy has been continuously enhanced, and its proportion in the national economy has gradually become prominent. However, under the appearance of market prosperity, illegal statements and other illegal behaviors have emerged endlessly, affecting the normal operation of the bond market and healthy and sustainable development. False Statement manifests in many forms and involves many subjects. In addition, the current laws and regulations lag behind the market development in penalizing unlawful acts, resulting in insufficient effective supervision of the bond market and repeated prohibitions in the market. To solve these issues, on the premise of clarifying the false statements behavior and its responsible subjects, this article draws on the advanced experience of false statements in foreign securities market governance, compares the current situation and deficiencies in China, and puts forward specific suggestions on raising illegal economic costs, improving investor protection systems, encouraging the reporting of wrongdoing, and voting for third-party intermediaries.

Keywords: Bond Market; False Statements; Information Asymmetry; Information Disclosure; Bond Issuance; Fraud Issuance; Securities Fraud; Class Action; Credit Rating; Judicial Relief; Securities Market Supervision; Investor Rights Protection