

加快证券法修改步伐 为建设新时代 资本市场体系奠定法治基础*

郭 锋**

党的十九大报告强调,要深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展。此前的全国金融工作会议,提出金融服务实体经济、防范金融风险、促进金融改革三大任务。为贯彻落实中央部署,迫切需要加快证券法修改步伐,为建设新时代资本市场体系奠定法治基础。借此机会,提出以下建议,就教与大家,并供立法机关参考。

第一,为全面深化改革,应该在《证券法》修改中对股票发行注册制进行顶层设计。建议证券法修改恢复一审稿内容,设专章规定股票发行注册制。注册制改革是党的十八届三中全会确定的改革任务,并在2015年12月得到全国人大常委会的立法授权。要深刻认识到这一改革对转变政府职能、简政放权、增强政府公信力,对提高资本市场运行效率、使市场在资源配置中起决定性作用所具有

* 本文系根据郭锋教授在2017年12月15日第六届“上证法治论坛”上的演讲整理而成,未经本人审定。

** 中国证券法学研究会会长,最高人民法院研究室副主任。

的重要意义。在审批制和核准制下,证券监管部门对股票发行“管价格、调节奏、控规模”,虽然短期内可起到稳定证券市场和投资者心理作用,但却不利于市场自身机制的发挥。而且,我国已形成由主板、中小板、创业板、新三板等构成的多层次资本市场体系,注册制事实上已在新三板推行。在注册制下,证券交易场所行使发行上市审核权,将促进交易所之间的良性竞争,有利于提高交易所服务质量,不断完善多层次资本市场体系。

第二,为服务实体经济,应该采取支持和规范并重的思路完善上市公司收购规则。上市公司收购对于推进供给侧结构改革,实现经济转型升级,发展数字经济,促进规模经济具有重要作用。2016年上市公司并购达到2.39万亿元,居全球第二位,并购重组成为资本市场支持实体经济发展的主要方式。上市公司收购对于目标公司股东来说,是一种能创造溢价的行为;对于中小投资者而言,具有长期战略投资的收购有利于价值投资。不能因为证券市场上出现了一些违规收购案例,就改变立法价值取向,过度抑制收购。因此,修改《证券法》时,一是应当维持现行《证券法》每增减5%即应“举牌”的“台阶规则”,这一比例已施行多年,符合中国国情。二是维持现行《证券法》第98条“收购人持有的被收购的上市公司的股票,在收购行为完成后的十二个月内不得转让”的规定,为活跃并购市场预留合理空间。三是可进一步明确未履行信息披露义务而违规增持股份的法律后果。例如,投资者在买入后的24个月内,超比例增持的股份不得行使表决权。四是根据《证券法》第120条所体现的“场内交易无因性规则”,不应强制收购人披露收购资金来源,可以通过反洗钱、反高利贷、加强银行监管等方式进行规制。

第三,为防范金融风险,应该将具有证券功能的所有金融投资商品纳入证券法调整。建议证券法应采取“实质证券”观,用列举加定义方式,将股票、债券或债务融资工具、投资基金、投资合同和集合投资计划纳入调整范围。证券的立法定义可表述为:证券是指具有收益性、风险性、标准化、可交易或可赎回的金融投资商品。主要理由在于:一是《证券法》第2条适用范围过于狭窄,不具开放性和包容性。此次修法距上次已有十年之久,市场环境、产品种类、监管机制发生了较大变化,

混业经营、交叉经营已经成为常态,功能监管、协调监管机制对传统分业监管的不足进行了弥补和完善。二是对证券种类进行合理扩大,是加强资本市场基础制度建设的客观要求。要防范化解金融风险,就要加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场。目前,市场上不少合同式、理财式集资属于发行证券,但按证券法现有规定无法将其纳入证券监管范畴,无法适用强制信息披露、发行审核、反欺诈等制度,由此导致非法集资现象大量产生。境外市场非法集资现象较少,与其将具有投资性质的金融商品都统一纳入证券法规制不无关系。三是《证券法》第2条调整范围的扩大与目前金融监管体制不存在矛盾。即使不改变现有“一行三会”金融分业监管格局,按照中央确定的功能监管、协调监管理念,在证券概念扩大后,既可以由证监会集中统一执行证券法,也不排斥其他金融监管机构按照证券法的规定对跨入本行业的交叉性证券产品进行监管,从而避免监管真空和监管套利,有效防范和控制金融风险。

第四,为贯彻新发展理念,应该秉持创新、绿色、共享原则进一步完善信息披露制度。对信息披露应当以专章规定,同时建议采纳“重大性”标准。无限制、无选择的信息披露在加大信息披露社会成本的同时,增加了投资者的搜寻信息负担。制度设计应紧紧围绕“重大性”这一核心概念来进行,注意平衡好企业信息披露成本和投资者信息搜索成本,鼓励简明式信息披露,提高信息披露质量和有效性。可以考虑删除定期报告、临时报告和招股说明书以外其他披露文件要求董监高予以书面确认和签字的规定。因为董监高保证信息披露真实、准确、完整是法定义务,一般并不以其在文件上签字为必备要件;一概要求签字不但会给实务操作带来不便,而且还助长了监管形式主义。在信息披露的途径和方式方面,应鼓励第三方互联网平台信息披露,打破目前指定披露纸质媒体垄断、收费高、可阅读性低的局限,节省披露成本。

第五,为促进多层次资本市场健康发展,应夯实证券交易场所基础设施制度。加快建立与完善多层次资本市场体系,是我国金融业改革和发展的国家战略。构建一个完整、有利于公平竞争、有利于证券产品流动和创新、具有四梁八柱功能的多层次资本市场基础设施,是我国资本市场改革转型的重大任务。为此,立法应进一步明确“证券交易场

所”概念至少包括证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所、按照国务院规定设立的区域性股权市场；明确全国中小企业股份转让系统的法律定位，并为新三板挂牌公司的公开发行、再融资制度预留空间；明确交易场所会员制和公司制两种形态，既考虑到全国股转系统和区域性股权市场的公司制现状，又为证券交易所的公司制改革留下制度空间。

第六，为保护投资者权益，应该依法稳妥设计先行赔付制度，引入司法鉴定制度，加大行政处罚力度。先行赔付本质上是一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排，建议在立法上明确由“谁”来进行先行赔偿，明确相关投资者保护机构的设立目的、功能和定位。可考虑设置行政前置程序，以降低先行“错”赔的风险，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，证券监管机构作出行政处罚后，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司、证券服务机构可以委托国家设立的投资者保护机构或投资者保护基金，就赔偿事宜与投资者达成协议，予以先行赔付。赔付款项应当支付给第三方金融机构托管1年，期限届满受偿人没有提起诉讼的，方予以支付。机构先行赔付后，可以依法向发行人及其他连带责任人予以追偿。

在投资者保护一章中，建议增设证券纠纷案件审判可就查明事实的专门性问题进行司法鉴定的规定。也就是说，引入《民事诉讼法》第76条所规定的司法鉴定制度，以解决证券纠纷案件审判中的事实认定、损失计算等事实认定困难问题，并提高投资者的举证能力。

建议提高行政处罚力度。对于财务造假，不应限于最高处罚200万元，而应按照造假额的一定比例处罚。例如，造假财务指标是净利润指标的，可按照造假净利润的1倍处罚；造假财务指标是营业收入或现金流指标的，可按照造假营业收入或现金流的10%处罚；多种财务指标均造假的，按照从高原则进行处罚；通过财务造假虚抬股价，配合大股东减持的，按照操纵市场进行处罚。

第七，为促进依法行政，应该合理界定证券监管机构的权力。证券监管机构职权的强化，应以符合宪法和基本法律的规定为前提。监管机构在执法过程中应注意公正性、透明性、效率性。可以研究证券监管机构向全国人大常委会或专门委员会报告工作的制度安排，以制约其

监管权力。监管机构要严守国家机构执法分工界限,不能行使司法权,不能以行政处罚代替刑罚,达到移送标准的行政处罚案件应及时向司法机关移送。监管机构的规范性文件和行政解释,应符合宪法、法律的基本精神,不能随意限制市场主体的法定权利,特别是民事权利。

(编辑:丛怀挺、姜沅伯)