

第四届“上证法治论坛”

专题研讨综述

上海证券交易所法律部*

2013年11月28日,由上海证券交易所主办,北京大学、中国人民大学和华东政法大学联合举办的第四届“上证法治论坛”在北京举行。本届论坛的主题是“打造升级版的《证券法》,促进资本市场改革创新”。论坛设三个分会场,每个分会场围绕一个专题、分两节进行深入讨论。专题研讨情况综述如下。

一、多层次资本市场建设与证券发行、上市和交易制度的完善

(一) 证券发行制度

本节研讨涉及证券发行注册制改革和推动证券中介服务机构归位尽责等内容,由全国人大财经委法案室主任龚繁荣主持。

中国证监会发行监管部副主任陆文山指出,在推进资本市场市场化、法制化改革以及证券统一监

* 执笔人:彭鲁军、常明,任职于上海证券交易所法律部。

管的大背景下,可以研究探索将现有的国务院证券监督管理机构提升为国家证券监督管理机构。对于证券发行制度,无论注册制、核准制或是早前的审批制,能否归类于行政许可事项的问题,还值得深入研究。在注册制的制度设计方面,需要集中解答审不审、审什么、谁来审三个问题。

国浩律师(上海)事务所首席执行官吕红兵指出,完善证券律师执业监管体系,是推进注册制改革的重要方面。在制度完善方面,建议进一步明确证券律师执业勤勉尽责的标准,细化特别注意义务的适用范围,考虑到不同中介机构在不同专业领域的功能和职责上的差别。在推进注册制改革中,除了鼓励律师参与撰写招股书、普及承销商律师制度、健全证券民事赔偿制度等已为外界所热议的改革方向,还有必要强化律师对项目的早期介入,允许律师有限制地发表保留意见,尽快推动建立证券律师的职业培训。

北京大学法学院彭冰教授认为,保护公众投资者利益,在理论上可以从信息、价格、价值三个要素入手。但证券监管机构不适合管制证券定价,由于激励机制、人力资源的制约也难以胜任证券投资价值的把关,监管机构的职能定位应当是对信息披露的完整性、规范性进行监管。具体到本次《证券法》修改,建议法律对证券发行注册制作原则性规定,无须对制度设计作出过细规定。同时,注册制应具有多层次性,在普遍适用的注册流程外还应当规定特殊程序、豁免程序,特别是建立针对私募发行、小额发行、区域发行三个方面的豁免程序。

华东政法大学程金华教授认为,中国证券市场已经形成了“品牌律所”,品牌律所拥有一批长期从事证券执业的“精英律师”,并占据了越来越多的市场份额。品牌律所的形成不仅仅证明了证券监管部门放弃对律师进行准入管制的正确性,还意味着中国的证券律师已经具备条件去迎接更多的证券执业机会和挑战。基于此,应当允许具备条件的律师事务所撰写招股说明书,并与券商和其他中介机构展开合理竞争,拓宽其业务范围。

北京大学唐英茂副教授认为,现行证券发行制度需要按照更快更有效、更公开、更友好三个目标进行完善。证券法修改要能为监管机构减负,使其能将审核精力集中到招股说明书的审阅上。对于证券发行

的中介服务机构而言,目前保荐人和律师的角色有些错位。由于过去对证券定价的行政管制,券商缺乏积极性去销售股票,其主要精力放在了写招股说明书上;律师发挥作用的空间很小,只能负责写法律意见书。为实现注册制下中介机构归位尽责,需要修改《证券法》进一步理顺中介机构的关系。

(二) 证券上市与多层次证券交易场所制度

本节研讨涉及证券上市制度、证券交易场所制度、非上市公众公司监管制度等内容,由北京大学法学院甘培忠教授主持。

中央财经大学法学院邢会强副教授认为,美国资本市场经验表明,场内市场与场外市场之间并不存在不可逾越的鸿沟,二者在交易机制上的差异也日益模糊。因而,没有必要用过去的制度框架限制新三板的发展,应当允许其采用与场内市场相同的交易机制,并允许挂牌公司公开发行。建议在证券立法上区别发行与上市,允许发行人自由选择上市地。

深圳证券交易所法律部总监付彦认为,上市公司退市制度是资本市场一项重要的基础性制度,要逐步实现退市制度的常态化。现行《证券法》规定的退市条件过于刚性、原则,限制了交易所根据自身定位设计不同退市标准的空间,与多层次资本市场建设的内在需求相冲突。建议取消《证券法》关于暂停、终止上市标准的规定,全权授权交易所在其上市规则中予以明确规范。

中国人民大学法学院杨东副教授指出,目前区域性市场发展,一些产品创新属于实质性证券的范畴。但目前过窄的证券定义无法将这些产品纳入监管范畴,这些游离于监管之外的金融产品很容易损害投资者的利益。为了夯实多层次资本市场建设的法律基础,有必要进一步扩大证券概念的范围,将投资计划作为证券的兜底性抽象概念加以导入。

全国中小企业股份转让系统法律部总监伍云就《证券法》中证券交易场所制度的完善,提出了几点建议:第一,明确股份转让系统的法律地位,确认其是多层次资本市场的重要组成部分;第二,初步搭建全国股份转让系统的监管体制,明确证监会监管权限和全国股份转让系统公司的市场管理职权;第三,将非上市公众公司挂牌、再融资、并购重

组等监管职责,移交证券交易场所来行使;第四,鉴于多层次市场建设中具体制度还缺乏实践检验,建议授权国务院证券监督管理机构另行规定,或者不做规定由市场先行实践。

二、完善基础性制度,推进证券行业创新

(一) 证券市场基础性制度

本节研讨涉及证券的法律界定、无纸化证券登记制度及证券担保制度等内容,由中国人民大学叶林教授主持。

中国社科院法学所陈洁研究员认为,升级版的《证券法》应该是中国版《证券法》,更加注重立法本土资源的挖掘,真正与中国的社会背景、市场环境和法律制度相配套。打造升级版的《证券法》,一方面要在立法理念上更加重视市场机制的作用,另一方面要构建更为有效的证券监管机制。

北京大学法学院刘燕教授认为,证券市场基础性制度具有商事法律基础,财产法、担保法、合同法、信托法和破产法五个典型的商事法律制度在其中都有体现。建议本次《证券法》修改时,引入商事基本规则。从财产法角度看,需要解决证券的权利范围及表彰方式等问题。从合同法角度看,证券集中化交易面临能不能被撤销以及清算交收下制度创新的问题。从担保法角度看,出现了通过交易实现担保功能、担保的账户化、担保品的主体化等新型担保。

华东政法大学罗培新教授认为,《证券法》修改中,“证券”的定义可以从四个方面予以界定:一是确立实质证券的立法理念,不管是否有股票、债券之名,只要具备实质要件,即可认定为证券;二是确立功能监管,只要是证券,就应当适用《证券法》,但具体监管部门不一定是证监会;三是引入“证券”的兜底条款,确定标准包括四个要素,投资人以金钱出资、有获利的意愿而不是赠与等其他行为、管理人利用该出资开展事业和投资人享有该事业产生的利润分配请求权等;四是将“证券”认定权授予证监会。

浙江大学光华法学院李有星教授认为,法定证券的狭小范围,抑制

了证券融资功能,缩小了证券监管的应有范围,以至于我国管理企业融资的部门混乱,非法集资的打击被滥用,导致基金业管理的漏洞。证券法修改中,应当扩张证券范围,引入投资合同、证券私募和小额融资豁免制度,赋予证券监管机构与法院证券认定裁量权,实现证券融资领域的全面无缝隙监管。

河北大学政法学院赵金龙教授认为,在信息时代和证券无纸化的背景下,证券市场基础性制度的完善要能回应技术进步和市场变化。例如,证券网络讨论区作为一种新的证券信息交流与传播平台,一定程度上能够改善信息不对称状态、增强证券市场的透明性。但其对证券监管也提出了挑战,包括侵权者的匿名性、侵权行为的低成本性、侵权信息传播的广泛性与迅捷性,以及侵权责任认定的复杂性。这就需要在制度上厘清证券网络讨论区相关当事人法律责任。

(二) 证券行业监管制度

本节研讨内容涉及证券经营机构业务许可制度、客户结算资金存管与证券托管制度和证券服务机构监管制度等,由中国证监会上市公司监管一部副主任陆泽峰主持。

西北政法大学张学安教授认为,完善证券行业监管制度,可从三个方面入手,建立市场化约束机制:一是实行证券中介服务机构市场准入的自由化,减少证券经营机构业务许可;二是证券中介服务机构权利、义务、责任明晰化;三是通过责任追究机制,倒逼市场行为规范化。

中国结算上海分公司副总经理牛文婕认为,日本、美国、瑞士、德国等国动议推出的《日内瓦证券公约》,不仅对中介持有模式进行了规定,还对证券交易过程中的诸多问题进行了界定。建议借鉴《日内瓦证券公约》的先进立法经验,在此次《证券法》修改中建立起行纪关系、中央存管制度、破产制度等。

中国金融期货交易所法律部总监李明良认为,证券衍生品有其独特的产品特性、交易属性、结算属性、风险控制属性以及市场功能。如果证券衍生品纳入《证券法》调整范围,目前市场构架和法律体系都将面临重大调整。从这些角度来看,证券衍生品由《期货法》规制更具有科学性。

华安基金督察长薛珍指出,《证券法》修改要与当前证券市场的发

展变化相适应,特别是投资者结构中机构投资者的比重增加、柜面交易转变为远程交易以及互联网金融爆发式发展等。在完善立法对于中小投资者倾斜保护的同时,将多年来“投资有风险,入市需谨慎”、“买者自负”等市场主体的行动原则上升至《证券法》规定。

三、强化证券监管执法,加强投资者保护

(一) 证券市场监管执法

本节研讨涉及证券监管执法体制、证券执法和解制度以及行政监管与自律监管分工等内容,由中国证监会法律部副主任程合红主持。

中国政法大学李东方教授认为,借鉴美国行政执法和解经验,我国行政执法和解在制度设计方面,需要明确以下适用条件:监管对象未否认违法性、相对人和解方案涉及的和解金或者是罚金存储到证监会指定的账户、监管对象在和解申请中保证已提供了所有证据、监管对象在和解申请中明确承诺不寻求包括保险在内的任何补偿。如果利害关系人有异议的,需要举行听证程序。至于和解协议的执行有不可撤销、不可撤销但规定例外情形两种模式供选择。

厦门大学法学院肖伟教授认为,我国现行的内幕交易法律制度主要是以沪深交易所的股票、债券交易为基础进行设计的。随着证券市场和金融工具的发展,内幕交易规制的范围要与时俱进。就内幕信息、内幕人和内幕交易行为等基本概念,在内涵上要预留空间,在外延上要具备扩展弹性。在责任追究方面,刑事、行政和民事三种手段应当协同并用,增强监管机构的调查权力和力量。

北京大学法学院教授郭雳认为,未来证券法确立的证券监管体制应该是一种公私协同的证券监管体制,不能简单放弃已有监管基础,而转向更多强调私人诉讼的监管体制。在私人诉讼的机制创新方面,最终要达成的目标是规则的普遍适用以及案件的一致处理。为此,可以探索集团诉讼试点,也可以完善现有代表人诉讼的实施机制,或者由《证券法》明确规定可以提起公益诉讼的组织。

中国证券登记结算公司法律部总监孙红兵认为,行政监管与自律

监管相辅相成,最终目标都是保护投资者合法权益,维护资本市场的安全稳定运行。结合证券登记结算机构的职能,建议《证券法》修改回应以下问题:一是明确无纸化证券的权利表彰方式;二是扩展证券持有模式,确立名义持有人制度;三是确认证券登记结算机构承担证券结算的中央对手方职能。

上海证券交易所法律部总监卢文道认为,在证券法修改中,需要在政府职能转变和监管执法转型的大背景下,界定好交易所的属性和职责,定位好自律监管与行政监管之间的关系。证券法的相关制度设计,应当体现市场化、法制化的两个基本价值取向,保障交易所履行公共职能和商业职能的平衡。

(二) 中小投资者保护制度

本节研讨涉及投资者赔偿基金制度、多元化的纠纷解决机制、先行赔付制度等内容,由华东政法大学吴弘教授主持。

中国人民大学法学院刘俊海教授认为,加强中小投资者保护,必须弘扬公平公正的股权文化,建立健全投资者友好型的市场准入体系、公司治理体系、行政监管体系、司法救济体系、政策法律体系、社会监督体系和投资者维权教育体系。此外,《证券法》修改过程中应坚持开门立法,倾听广大投资者和市场各界的立法呼声。

武汉大学法学院冯果教授认为,完善投资者保护基金制度,是建立证券市场多元化纠纷解决机制的切入点。建议在现有证券投资者保护基金的基础上,设立证券投资者赔偿基金,将证券市场罚没款纳入投资者保护基金,赋予投资者保护基金公司支持或提起证券民事赔偿诉讼的职责,明确投资者保护基金的赔偿对象和范围。

上海市第一中级人民法院副院长汤黎明认为,现有证券法律体系下,中小投资者保护制度比较分散、不够全面,建议证券立法中能够增加投资者保护的专门规定,系统构建投资者保护制度。

北京证监局侯凤坤处长指出,信访工作是证监会派出机构与投资者之间直接沟通的渠道,也是监管机构做好投资者保护的第一关。北京证监局近几年信访投诉的处理情况表明,做好信访工作,对于解决市场纠纷、强化投资者保护有良好的效果。

清华大学法学院汤欣教授对美国证券执法中的公平基金制度进行

了系统细致的介绍。公平基金制度源于美国的证券法,是在证券民事赔偿诉讼之外,由美国证券交易委员会(SEC)将证券违法行为人判罚的民事罚款、没收的非法所得分配给受害投资者的特别救济措施。实践中,尽管对于补偿程度、分配程序的正当性以及司法救济的关系等有一些质疑之声,但总体上公平基金制度被认为是向受害投资者施救的有效手段。