

## 成熟市场视野下的证券法 修改完善论纲

上海证券交易所法律部\*

**摘要:**现行《证券法》的实施,对我国资本市场的发展、创新与变革发挥了基础性、保障性和促进性作用。同时,面对资本市场的巨大变化和未来发展需求,实施六年有余的《证券法》无论是从基本理念还是具体制度上,都出现了一定程度的不适应性,对其作进一步修改有必要提上议事日程。在我国资本市场转向成熟市场的背景下,《证券法》完善的目标应定位于一部市场型、监管型、服务型、保护型法律,并处理好单一立法与金融服务立法、放松管制与加强监管、行政监管与自律管理、简略式立法与精细化立法、实体规范与程序公正、鼓励创新与法律规制这六大关系。具体而言,现行《证券法》可从证券发行制度、证券交易制度、上市公司监管制度、公司债券制度和违法违规行规制制度五个方面进行相应的修改和完善。

**关键词:** 证券法 实施效果 功能定位 修改原则

---

\* 执笔人:卢文道、武俊桥、陈亦聪、张嫒、朱文超、王文心。

2005年《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)进行了全面修订,涉及条款100余条,修改幅度达到60%以上。经过上轮修订,现行《证券法》对证券发行、上市、交易、登记结算、投资者保护、资本市场监管进行了全面的规范,被誉为中国资本市场法治化进程中的标志性事件。

2006年1月1日至今,现行《证券法》已经正式实施6年有余。回顾现行《证券法》实施的6年,正是我国资本市场发生复杂而深刻变化、实现跨越式发展的6年。如何客观评估《证券法》的实施在资本市场改革、发展、创新中所起的作用,是当前资本市场法治建设中需要回答的重大课题。立足当前,中国资本市场正面临向成熟规范市场转变的新形势,《证券法》的功能定位、价值取向和制度安排能否适应这一转变、如何作出调整完善,同样也需要做出理性分析,给出建设性建议。

遵循这一思路,本文以资本市场六年多来的发展变化为主线,评述了现行《证券法》的功效与作用;基于资本市场未来发展需求,分析了《证券法》进一步修改完善的必要性、指导原则和基本思路;立足《证券法》的重点法律制度,阐述其问题与缺陷,提出完善的建议和方案。

## 一、效果论:现行《证券法》实施之评价

2005年以来的这六年,是我国资本市场改革创新力度最大、克服困难和问题最多的六年,也是市场快速发展、实现转折的六年,资本市场发展出现了重大突破。六年来,市场规模不断扩大,基础制度建设不断强化,改革创新不断推进,市场监管不断加强,投资者保护出现了新的进展,资本市场发展迈上了一个新的台阶。在这其中,现行《证券法》及其配套制度的颁布实施以及由此形成的良好法制环境,起到了基础性、保障性和促进性作用。

### (一) 现行《证券法》的实施保障了资本市场的跨越式发展

2005年以来,资本市场出现过一些波折和变化,甚至面临过一些困境,但总体而言,仍然实现了跨越式发展,突出表现为:多层次资本市场建设进展迅速,积极发展壮大主板市场、中小板市场、平稳推出了

创业板市场;不断深化新股发行体制改革,各层次的市场规模成倍增长,资本市场内在的促进资本形成、优化资源配置的基本功能日益显现,在促进经济改革、执行国家宏观调控政策、服务实体经济发展中起到了不可替代的作用。2006年到2011年六年间,沪深两市共发行证券筹资3.73万亿元,相当于前16年筹资总额的4.20倍,我国证券化率由六年前的17.5%跃升至45.54%。截至2011年年底,沪深股市总市值达到21.47万亿元,相当于2005年的6.62倍,市值排名由2005年的全球第十三位跃居第二位。上市公司数量稳步增加,沪深股市上市公司数量由2005年的1377家增加到2011年的2342家,增加了70.1%。资本市场投资者开户数量大幅度提升,沪深市场投资者开户数由2005年的7336.07万户增长到16546.90万户,增长了2.26倍。

从制度层面来看,资本市场的上述跨越式发展,与现行《证券法》中多层次资本市场格局法律地位的确立,与以股票市场、公司债券市场及证券衍生品种市场协调发展的市场结构的搭建,与以市场化为导向、以全面提升市场资源配置效率为目标的证券发行制度的完善,存在紧密的内在联系。

## (二) 现行《证券法》的实施促进了资本市场的多维度创新

2005年以来,资本市场创新循序渐进,多角度、多层次展开。在交易品种创新方面,除了传统意义上的股票,相继推出了带有衍生品特征的股改权证、可分离交易权证和股指期货,丰富了市场的风险管理工具;在证券交易机制创新方面,不断探索和丰富微观交易方式,在权证和ETF产品中推出T+0交易,在集中撮合竞价之外推出大宗交易和询价交易。在证券业务创新方面,融资融券业务顺利推出,证券公司直接投资和资产证券化业务试点稳步进行,约定购回式证券交易也进入试点阶段,扩大了证券公司的业务范围。在证券发行制度创新方面,坚持市场化导向,改革新股发行机制,强化市场主体的责任和约束,证券发行保荐、承销机制不断健全。在证券执法体制创新方面,建立了行政执法“查审分离”机制,创设独立的行政处罚委员会,专门负责资本市场违法违规行为的行政处罚。

从制度层面来看,上述创新是现行《证券法》大力取消证券交易品种、机制、业务创新中的原有不合理限制的直接体现;是按照市场化导

向设计证券发行制度,允许市场主体发挥自我约束、自我管理作用的直接体现;也是强化行政监管职权,要求证券监管机构规范执法机制和监管程序的直接体现。

### (三) 现行《证券法》的实施强化了资本市场严格化监管

2005年以来,在资本市场发展和创新的同时,市场监管同步跟进,成效显著。在上市公司监管方面,适应股改后全流通市场的特点,在落实常规监管要求的基础上,将监管的重点转向对股价异动信息披露监管、上市公司控股股东、实际控制人及高管人员监管和公司内部治理上来,上市公司规范化运作的水平得到了提升。在证券公司监管方面,以证券公司综合治理为契机,以第三方存管、净资本监管、分类监管、投资者适当性为核心,强化证券公司的规范运作和风险管理,证券公司挪用客户保证金、违规委托理财和账外经营等违规风险得到有效的整改清理。在违法违规行为查处方面,继续做好虚假陈述违规行为监管的同时,着重打击和查处市场操纵行为,一度盛行的“坐庄操纵”、恶意造假、非法发行和交易等违法违规行为得到遏制,注重从源头上采取综合措施整治和查处内幕交易,内幕交易多发势头得到遏制。据统计,2006年1月至2011年6月,证监会共立案调查内幕交易、市场操纵、上市公司虚假信息披露、基金“老鼠仓”利益输送等各类证券违法违规案件491起,作出处罚决定264项,市场禁入决定94项,共对179家机构与1098名个人进行处罚,对296名个人采取禁入措施。一批性质恶劣、影响深远的大案要案得到查处,证券市场秩序和投资者权益也因此得到了较为有效的保护。在执法效果方面,案件立案、调查、审理周期明显缩短,执法机关与司法机关协同执法的机制明显改善,投资者权益保护的执法环境和水平显著提高。

从制度层面来看,资本市场上良好的监管局面和扎实的实际效果,很大程度上得益于新《证券法》上市公司、证券公司等市场主体规范运作义务和责任的强化,得益于内幕交易、市场操纵、虚假陈述、欺诈客户等违法违规行为规制范围、构成要件、责任追究的完善,得益于证券监管机构监管权力的强化和监管方式手段的丰富。

### (四) 现行《证券法》的实施推动了资本市场深层次问题的解决

2005年以来,我国资本市场建立和发展中积累起来的深层次问题

全面、集中爆发,在化解资本市场历史遗留问题、深层次问题和完善资本市场健康运行的基础性、本源性制度相继展开。一是完成了股权分置改革,结束了上市公司两类股份、两种价格长期并存的局面,完善了市场功能,释放了活力,为实现我国资本市场的可持续发展奠定了制度性基础。二是完成了证券公司综合治理,设立了证券投资者保护基金,建立了证券公司市场退出的长效机制,将证券行业从濒临崩溃的边界引入规范性发展的道路。三是清理违规占用上市公司资金工作取得显著成效,树立了维护上市公司独立法人财产权的理念,提高了上市公司质量。四是集中开展上市公司治理和关联交易监管专项活动,改善了上市公司治理结构,规范化运作水平有大幅度提高。五是对内幕交易开展综合治理,注重源头防范,运用多种力量查处和惩治,取得了阶段性成果。

从制度层面来看,上述历史性、深层性问题的解决,是中央和地方政府、国务院相关部委、行政执法和司法机关以及市场各方共同努力、形成合力、综合治理的结果,既运用了市场的手段、行政的手段,但同时也发挥了法制的作用。总体而言,这些综合治理,是在现行《证券法》确立的维护市场秩序、保护投资者权益的基本精神和“三公”原则指导下展开的,是在证券法确立的上市公司、证券公司以及其他市场主体义务和责任规范下进行的,是在证券法上的民事责任、刑事责任、行政责任相互配套的格局下实施的,证券法在其中起到了基础性、保障性、引领性作用。

#### **(五) 现行《证券法》的实施加快了资本市场配套法律体系和制度的完善**

证券法是资本市场的基本法,但其实施,需要系列的行政法规、规章和市场业务规则予以配套和细化。2005年以来,为贯彻和落实新《证券法》的要求,资本市场的法律制度规则体系进行了一次全方位的清理和重构。证券监管机构、证券交易所等市场自律组织着力改变不适应市场发展需求的制度和规范,在巩固基本制度框架的基础上,及时将监管实践中行之有效的做法上升到制度规范,构成了覆盖发行上市、交易结算、并购重组、信息披露、中介服务、监管执法等资本市场监管的各个方面和领域,包括法律、行政法规、规章、规范性文件以及各类自律

规则在内的全面而又系统的证券法律体系。截止到2011年年底,资本市场现行有效法律文件共455件,其中73%是现行《证券法》颁布和实施以来制定的,期间的法律规则体系建设涉及数量之大、变动之多、速度之快,史无前例。同样重要的是,这些配套制度体系的建设中,一些借鉴国外经验、符合中国国情的实践做法,如市场禁入制度、金融机构破产“三中止”制度、行政执法中的查审分离制度、违规行为查处中的举证责任合理配置制度等,应运而生,丰富了证券法,推动了证券法律制度的完善。

## 二、价值论:与成熟市场相适应的证券法功能定位

经过多年的发展,我国资本市场已经进入了一个新的历史时期,具备了在新的基础上加快发展、朝成熟市场转变的基本条件。成熟的资本市场必然需要成熟的法律制度和优良的法制环境。面对资本市场的巨大变化和未来发展需求,实施六年有余的《证券法》无论是从基本理念还是具体制度上,都出现了一定程度的不适应性,对之作进一步修改应当提上议事日程。在这其中,需要首先明确的一个基础性问题,是未来证券法的功能定位。总体而言,未来证券法功能定位应立足于以下四个方面:

第一,未来的证券法应当是一部更能适应成熟市场需求的市場型法律。经过多来的发展,尤其是一系列综合改革的完成,长期制约市场发展的深层次矛盾和制度性障碍基本化解,资本市场正由相对单一的封闭的市场,向多层次的、开放型市场转变,资本市场与实体经济的契合度、融合度明显提升。与此同时,资本市场内在的市场化机制逐步发挥作用,但仍未到位,资本市场未来制度建设的重心应进一步转向培育和完善市场机制上来。与此相适应,证券法应当以市场化为导向进行顶层设计,着重优化市场基础制度建设和发展的外部环境,在完善市场制度、培育市场机制上下工夫。例如,需要进一步在新股发行中强化市场约束,在上市公司规范运作中强化内部制衡,在新产品、新业务的制度创新中强化市场力量,在市场秩序的维护上有效发挥中介机构的

“看门人”作用。

第二,未来证券法应当是一部更能增强实效性的监管型法律。经过六年的发展,资本市场的辐射面、覆盖面不断拓展,公司债券市场、场外市场、私募基金市场在市场整体格局中的权重不断加大。在这种情况下,证券法原先基于股票和交易所市场而确立的思维模式及配套制度已难以适应市场纵深化监管需求,相应的监管机制、方式和手段也将陷入市场规模扩张、监管任务增加与监管资源紧缺之间的矛盾。与此相适应,证券法上的监管体制、机制和制度设计一方面要拓展范围,加大覆盖面,另一方面要积极探索宏观审慎监管和微观灵活监管相结合的途径,同时进一步理清监管边界和责任,处理好市场自我约束、自律管理与行政监管之间的关系,处理好事先、事中、事后监管的有机衔接。

第三,未来证券法应当是一部更能满足市场主体内在需求的服务型法律。证券市场属于现代金融服务领域。证券法是一部规范市场秩序的监管法,也应当是一部满足市场需求的服务法。在未来成熟市场建设中,应当进一步重视市场发展的内在要求,拓展服务领域和内涵。与此相适应,证券法应当坚持监管与服务并重的理念,从放宽市场准入、加强事后监管、推动优胜劣汰、促进市场主体做优做大做强等方面入手,设计、调整完善相关证券发行、上市、交易等领域的具体制度,支持各类市场主体合理利用资本市场加快发展。证券法的服务型功能,还应当体现在遵循加强监管、放松管制的思路,积极支持以风险控制为前提、以市场需求为导向的市场创新,丰富市场产品和交易机制,为证券经营机构创新发展提供宽松的法制环境。

第四,未来证券法应当是一部更能注重投资者利益的保护型法律。保护投资者利益,是资本市场得以存在和发展的根本所在,也是证券法的首要宗旨。我国证券市场诞生于从计划经济体制向市场经济体制转轨的初期,证券法具体制度设计之初更多地考虑了如何发挥资本市场筹集资金、配置资源的发展型功能,而与保护投资者利益相配套的机制和制度建设相对薄弱。证券市场发展的动力和源泉在于投资者。现行《证券法》在投资者保护的配套制度建设上已经跨出了一步,但重点是放在严厉打击违法违规行为这个层面,已有的一些民事责任制度的操作性、实用性不强。由此,需要从市场主体违法违规行为事先防范、强

化违规成本、发挥市场机制及时发现违规行为的功效、增强配套法律责任制度的适当性和可操作性等方面,统筹考虑投资者权益的立体型、周全型保护。

### 三、原则论:证券法修改完善应处理好的六大关系

证券法修改完善中,顶层设计至关重要。其中的一项重要工作,是确立证券法制建设的原则,以统筹指导具体制度的修改完善。

#### (一) 处理好单一立法与金融服务立法的关系

美国、欧盟、英国等经济发达的资本市场正在从分业经营、分业监管走向混业经营、混业监管,证券立法也正在从单一立法模式走向金融服务立法模式。现行《证券法》对混业经营已经有所关注,但随着证券衍生品种的发展,尤其是非典型的金融产品如理财产品的涌现,市场风险不断加大,侵犯投资者权益的情形不断出现。基于我国资本市场分业监管的现状和客观原因,一步到位实现《金融服务法》时机尚未成熟。我们建议,可以借鉴日本、韩国等较为务实的做法,通过不断扩展证券所囊括的范围,对已有的具有相同经济功能——尤其是具有证券属性的金融商品——适用统一规则,纳入证券法的调整范围,通过逐步发展《证券法》,向金融商品交易法过渡,待时机成熟后再确立中国的《金融服务法》。在具体制度层面上,如应扩大证券的包含范围,将具有投资属性的金融投资商品(如公募理财产品、集合投资计划、资产证券化产品、短期融资券、中期票据等)纳入证券法的调整范围;进一步放松证券公司的经营范围,推动混业经营的逐步发展;等等。

#### (二) 处理好放松管制与加强监管之间的关系

资本市场发达地区证券立法的经验启示我们,证券法制发展的基础和动力在于市场,即便在金融危机发生后,美、英、欧盟等国家和地区进行金融监管改革时,也没有放弃对市场主导原则的坚守,而是在市场原则的基础上,加强了监管,弥补市场自我监管的缺失。我国资本市场向成熟市场转变的一个重要指标是市场化程度,其内在要求就是加强监管、放松管制。



现行《证券法》贯彻了加强监管、放松管制的思路,在一定程度上释放了部分活力,推动了资本市场的迅速发展。但随着资本市场创新的不断发展,现行《证券法》上的一些管制制度仍然制约了资本市场的进一步发展,如比较强调风险控制,对市场创新限制较多;比较倚重行政手段,自律组织的职能未能充分发挥;比较依赖事前防范和“前端控制”,事中监督、事后查处相对薄弱。我们建议,在《证券法》等资本市场基本法律再次修改时,继续坚持加强监管、放松管制的思路,保持一定的前瞻性与灵活性,适度放宽对市场创新的限制,进一步发挥市场主体自我约束、市场组织自律管理的作用,并将监管重心转移到完善执法机制、严格责任追究上来。

### (三) 处理好行政监管与自律管理的关系

境外成熟市场发展的历史表明,证券交易所等自律组织是市场监管体系的有机组成部分,行政监管与自律管理的分工与配合是资本市场良性发展的必要条件。现行《证券法》初步确立了证券交易所的自律管理地位,赋予证券交易所较大的自律管理权限,但总体上,证券市场的监管仍主要依赖于行政监管。现行《证券法》颁布实施以来,资本市场规模不断扩大,市场层次日益丰富,过度依赖行政监管的管理模式已不能满足证券市场规范发展的客观要求,在《证券法》修改中,必须进一步理顺行政监管与自律管理的关系,不断创新监管和发展理念,丰富监管内涵,完善监管体系,明确证券交易所等自律组织不是行政监管的授权和延伸,而应着眼于发挥自律监管的作用,强化行业自我约束、相互制衡,让市场约束作用得以有效发挥,充分发挥证券交易所等自律组织贴近市场、贴近行业的优势,推动相关市场主体各司其职、归位尽责。同时要要进一步拓展证券交易所自律管理具体职能,在组织管理证券交易、制定上市条件、规范上市公司运作等方面赋予证券交易所更多的权限。

### (四) 处理好简略式立法与精细化立法的关系

法律的精细化是成熟资本市场立法的标志,是立法追求的目标。但我国立法机关对《证券法》的制定和修改一直奉行“简略式立法”的思路,如对证券等相关定义的规定不明确、法律中的宣示性条款过多,在法律就相关事项没有做出明确规定时依靠政策治市等。简略式立法

在一定的历史时期具有合理性,能够大体适应资本市场的发展。随着资本市场规模的迅速扩大,资本市场质量不断提高,资本市场对《证券法》提出了新的要求,“简略式立法”已经不能适应资本市场的发展,如简略式立法的解释欠缺科学性、简略式立法不能有效地保护投资者、简略式立法强化了资本市场的管制等。随着我国资本市场不断走向成熟,《证券法》修改应力求避免简略式立法,换以“精细化立法”思路对《证券法》的相关制度做出明确的规定,以“明线规则”规范资本市场主体的行为,切实发挥法律对资本市场的约束和引导作用,促进资本市场的平稳健康有序发展。

#### (五) 处理好实体规范与程序公正的关系

程序公正或程序正义是法治的应有之义,也是现代法治社会的重要标志。随着现行《证券法》及其配套法规体系的完善,我国证券市场实体公正不断完善,但在程序上还有一些不足,主要是:部分立法在立法权限、立法程序等方面不完全符合《立法法》的要求,部分行政执法存在“重实体,轻程序”、“重处罚,轻执行”等倾向,行政处罚的“查审分离”制度以及行政和解制度等已经实行或正在积极研究的执法机制在《证券法》中没有体现,对投资者的民事救济包括证券投资者保护基金对投资者的保护、监管机构行政处罚与民事救济的衔接等仍不充分。建议《证券法》修改时在坚持实体公正的同时,贯彻程序公正的理念,重点是规范监管行为和保障市场主体特别是投资者权利的实现。

#### (六) 要处理好鼓励创新与法律规制的关系

现行《证券法》为资本市场的创新预留了一定的空间,市场体系、市场机制、市场交易、市场产品创新取得突破式进展,与此相伴随的是现行《证券法》为证券市场提供的创新空间较小的矛盾逐渐显现。为了解决这一矛盾,证券监管机构和证券交易所对市场主体的创新采取宽容的态度,通过一定的制度创新对市场主体的业务创新行为予以支持和鼓励,如就证券公司融资融券、股指期货等新兴业务作出相关规定和指引,在一定意义上为证券市场的创新提供了制度上的支持和保障,典型的如投资者适当性制度在融资融券和股指期货业务中的引入,监管机构和交易所为此颁布了行政规章、制定了自律规则等。但监管机构制定的规章和交易所制定的自律管理规则确实也存在法律位阶较低、

法律法规授权不明等问题,在一定程度上影响了资本市场的创新和发展。因此,在《证券法》进一步修改和完善过程中,应该为资本市场创新预留充足的空间,并进行一定的立法授权,赋予证券监管机构和证券交易所就新型产品和业务的立法权限,为资本市场的创新提供制度支撑和保障。总体思路是,对属于自律组织职能范围内的事项,尽量避免由于法律上的刚性规定影响市场发展;对一些暂不具备条件在法律中规定的市场创新事项,亦可考虑先由业务规则先做出规定,待条件成熟时再吸收进法律;完善业务规则审批制度,明确业务规则审批的范围与程序。

#### 四、制度论:现行《证券法》中的主要制度缺陷及其完善

现行《证券法》共计9章240条。本部分重点分析其中的主要制度和主要制度中的核心问题,尤其是其中的缺陷,并指出了相应的完善建议。

##### (一) 证券发行制度若干重大问题完善建议

我国证券发行制度的结构与世界大多数国家相同,主要包括了发行审核制度、发售制度、定价制度。其中,在发行审核制度方面采取核准制,不仅强调企业信息披露,而且必须符合法律和证券监管管理机关规定的实质性条件,包括企业的法人治理结构、营业性质、资本结构、发展前景、管理人员素质、企业竞争力等,并据此作出公司是否符合发行条件的判断。在发售制度方面,现行《证券法》实施后修订的《证券发行与承销管理办法》明确我国首次发行股票,可以采用向战略投资者配售、向网下询价对象配售,以及向参与网上发行的投资者配售等方式。在定价制度方面,2004年修订的《公司法》与《证券法》中,分别删去了关于股票溢价发行需经国务院证券监管机构批准的规定,目前采取的是累积投标询价定价制度。现行《证券法》首次在法律上界定了公开发行;确立了保荐制度的合法地位;将公开发行条件移入《证券法》,并作弹性化规定;创设预披露制度;建立发行失败制度完善证券发行核准的撤销。

新《证券法》实施以来,中国证监会推动了三个阶段的新股发行体制改革,都坚持市场化的改革方向,取得了积极的成效。未来制度修改完善可重点关注:减少行政干预的基础上,健全公众公司发行股票和上市交易的基础性制度,推动各市场主体进一步归位尽责,促使新股价格真实反映公司价值,实现一级市场和二级市场均衡协调健康发展,切实保护和发展投资者的合法权益。

### 1. 构建全面的非公开发行监管制度

与发达市场国家非公开发行制度相比,我国现行法上的非公开发行制度存有以下不足:第一,未正面界定非公开发行;第二,未规定非公开发行的相关制度,所有非上市公司证券非公开发行事实上处于“审核豁免”状态;第三,以股东 200 人和交易方式为规制重点,严格限制非公开发行证券的转售;第四,未能建立非公开发行的信息披露制度;第五,法律上未规定合格投资者。在目前的监管实践中,主要存在以下三个方面的问题:一是在正式制度供给上,非公开发行证券转售市场缺位;二是形成了游离于现行《证券法》之外的场外交易市场;三是非公开发行证券私下交易产生了一系列纠纷。

由于非公开发行的多样性、高发性、私人性,统一标准的非公开发行监管不具有可行性和必要性,建议建立多层次的监管体制:一是以投资者权益保护为出发点,延续上市公司非公开发行监管体制;二是以三板市场建设为契机,发展和规范非公开发行转售市场;三是对非公开发行证券并限于私人间交易的情形,采取适度监管;四是权衡发行成本收益,建立小额发行豁免。

对此,建议修改现行《证券法》第 15 条,实现非公开发行“入法”:明确非公开发行的概念;保留对上市公司非公开发行的制度体系;规定合格投资者的概念,排除出 200 人累计的范围,一方面继续将“不得超过 200 人”作为非法发行和非法交易的政策高压线,另一方面为合格投资者组成的专门市场扫除障碍,规定小额发行豁免制度。

### 2. 构建非上市公众公司监管制度

目前,非上市公众公司,无论是公司数量、公司总股本,都已经形成了较大存量。非上市公众公司监管制度,涉及证券发行、证券挂牌、证券转让、公司治理和信息披露,在法律上基本处于制度空白状态。为了

保护投资者权益,中国证监会对非公众公司监管已进行了有益的探索,建议在《证券法》修改中借鉴已有的监管经验,构建非上市公众公司监管制度:一是在证券法中规定“公众公司”概念,并对公众公司采取强制注册制;二是明确对非上市公司明确信息披露的要求,在披露方式上可以参考上市公司,在披露周期、披露内容等方面可以降低标准。

### 3. 优化公开发行条件

现行《证券法》第13条规定了公开发行新股的条件。以《证券法》第13条为基础,《首次公开发行股票并上市管理办法》对发行人经营年限、盈利能力、资产或股本规模、股本分散程度、股权结构等方面规定了更具体的条件。为统一对发行条件的理解和把握,实践中还存在公开发行的审核标准。在《证券法》修改中,应进一步优化发行条件:

一是将“具有持续盈利能力”修改为“具有持续经营能力”要求,取消“财务状况良好”要求。财务状况良好的要求,作为上市标准更为合适,在发行审核中不宜作为条件。取消“财务状况良好”,是因为对于某些新兴业态企业(如互联网)虽然符合产业发展方向,但暂时不具备盈利能力或财务状况不良,而这类企业可能具有非常好的发展前景。

二是取消“最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为”的要求。财务会计文件无虚假记载并不能涵盖公开发行对信息披露合规的要求。建议将其修改为“信息披露真实、完整、准确、充分”。

### 4. 建立与多层次资本市场相适应的发行审核体制

随着我国资本市场的发展和多层次资本市场建设的推进,单一的证券发行审核体制亟须进行修改和完善:

一是减少实质审核,确立“书面审核”原则。根据发行人披露的信息对该证券的质量进行实质判断,而无须判断公开披露信息的真假。

二是提高信息披露标准,增加简明性要求。《证券法》修改中,可考虑借鉴美国的做法,规定信息披露除了要“真实、准确、完整”外,还要容易为投资者理解、尽量避免使用过分专业性术语等。

三是规定差别化的发行与上市条件,形成发行监管和上市监管的合理分工。证券发行与证券上市流程特点的不同、涵盖的利益价值不同、监管诉求不同,应当形成合力的分工。因此,加强各证券交易所自

主上市审核权,可与放松证券发行审核的行政管制同步进行,真正做到发行审核与上市审核在监管程序与监管机关上的分离。在《证券法》修改中可取消第50条规定的上市条件,授权证券交易所通过《上市规则》予以规定,充分发挥交易所主动性,体现市场化监管要求。

四是缩短审核期限,优化审核程序。在《证券法》修改中,可将证监会审核时出具反馈意见的次数限定为一次。一方面,可以节省审核时间,提高审核的效率;另一方面,也可敦促保荐机构及发行人更加认真回复反馈意见。

#### 5. 建立多层次审核制度,引入注册制监管

现阶段,根据不同情况下的证券发行,对具备相对成熟条件的证券发行可先行实行注册制改革试点。具体建议是:

一是公司债券可先行实行注册制。公司债券市场化的发行环境、优质的发行主体、合理的定价机制,决定了其发行可采取注册制。

二是上市公司增发和配股实行注册制。建议适当放松对上市公司增发及配股的审核标准,对增发和配股大胆试行注册制,将更多发行决策权交由公司的股东,同时将上市审核权赋予交易所。

三是非公开发行部分实行注册制。目前,除上市公司外,我国非公开发行证券没有强制性的审核程序。未来,随着三板市场建设的推进,对于在非公开发行证券并在场外市场转让的证券,可采取注册制度。

四是辅以相关配套法律制度。引入注册制监管,需要对相关配套法律制度予以完善,主要包括保荐机制、上市公司退市制度、投资者保护三个方面。

#### 6. 参与方归位尽责与中介机构法律责任配置

首先,我国《证券法》中证券服务机构与委托人的责任划分尚不清晰,突出表现为对第三人的民事责任问题。建议规定中介机构与委托人之间采用连带责任,并明确免责事由,在承担次序上可考虑补充责任。

其次,中介机构内部法律责任之划分不尽合理。主要体现为两个方面:一是《证券法》对中介机构之间就损害赔偿责任的划分尚无清晰规定;二是要求保荐人承担较为严苛责任的监管模式,且没有明确规定“信赖专家抗辩”等免责事由,要求保荐人对本属于会计师、律师等业

务范围内的事项也须独立审查并承担责任。

#### 7. 建立隔离机制防范证券发行中的利益冲突

市场实践中普遍存在保荐人与承销商身份混同现象,削弱了保荐人“市场看门人”作用,助长了发行中的“三高”现象。为了防范相关的利益冲突,建议在《证券法》中明确要求分离承销商与保荐人,强化两者的功能上的相互制约。

对于“保荐+直投”的业务模式,建议《证券法》在以下四个方面进行规范:一是强调业务主体独立,券商的直投业务需通过成立直投子公司来执行;二是加强公司的内部治理,设置信息隔离墙;三是对利益冲突进行强制性的披露;四是处罚措施主要是对因利益冲突违背诚信义务的事后惩戒,包括自律组织的处罚、监管机构的处罚以及外部投资者集团诉讼所面临的民事赔偿等。

#### 8. 完善证券发行预披露制度

现行《证券法》确立了预披露制度,但仅适用于首次公开发行,而且只是一个原则性的规定。为更大程度发挥预披露制度的效能,建议在以下方面完善和细化:第一,预披露范围应扩展到更大范围的新股发行,包括上市公司发行新股。第二,明确预披露所要求公开的申请文件范围及公开要求。第三,为避免预披露时间的随意性,可将预披露时点在《证券法》中予以法定化。

#### 9. 证券发行市场化改革的其他配套制度完善建议

首先,建立储架发行制度。储架注册制度缘起于美国法,允许发行人在注册说明书生效后的一定时间内连续多次发行证券,从而简化了注册程序,降低了发行成本,提高了融资灵活性。当前,基于市场实际需要,多个证券品种的发行制度设计中拟引入储架发行的制度。建议《证券法》修订中确认和规范储架注册制度。

其次,规范老股转让。2012年4月29日,中国证监会发布的《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》中建立了老股转让制度,规定首发过程中持股期满3年的股东可将部分老股向网下投资者转让。老股转让制度,借鉴了境外市场的存量发行制度。建议《证券法》修改确认这一制度创新,提升其法律地位,在实践经验基础上提供有效制度规范。

## (二) 证券交易制度若干重大问题完善建议

现行《证券法》在 2005 年的修订进一步推动了我国证券交易制度的转型,按照多元化、市场化的价值取向,不再强制规定单一集中竞价、单一现货交易、单一场内交易,解除了严重限制证券交易创新的不合理规定。如将证券衍生品种的发行与交易纳入调整范围,为权证、股指期货等证券衍生品的创新和发展提供了可能;允许公开发行的证券在证券交易所以外的合法交易场所进行转让,为多层次资本市场的建立留出空间;证券上市交易,可以采取集中撮合以外的方式开展,使得大宗交易、询价交易得以引入;允许证券交易以现货交易以外的方式进行,为股指类、利率类和汇率类金融衍生品的交易打开绿灯;取消 T+0 限制,为权证、ETF、债券交易中直接或间接实行回转交易留下空间;允许证券公司经批准以后,为客户买卖证券提供融资融券服务,使投资者买空、卖空成为可能;增加了证券交易所对重大异常交易证券账户的限制交易权,丰富与完善了证券交易所自律管理措施。但世易时移现行《证券法》的证券交易制度仍存在一定的缺陷,需要进一步修改和完善。

### 1. 拓展《证券法》上“证券”的种类与范围

对“证券”概念的界定是构建证券法制的起点和基础。根据证券法的性质与功能,证券法规制的“证券”应当有其特定的种类和范围,但修订前后的《证券法》中都缺乏对“证券”的清晰定义,法定列举的“证券”种类范围比较狭窄,在资本市场的发展实践中面临困境:一是国务院认定新的交易品种的模式实践中难以执行;二是加剧了法律的稳定性和市场变动性之间的矛盾;三是妨碍对证券交易的统一监督管理。建议《证券法》修改时对证券品种采取“宽口径”的立法模式,拓展证券的种类与范围,重新界定“证券”定义,将本质上属于“证券”的投资产品一体纳入《证券法》的调整和证监会的集中统一监管,例如在列举常见种类的基础上,尝试引入“证券”的一般性概念;确立《证券法》对投资性金融商品实现一元化管理的主导性、基础性地位。

### 2. 调整对“证券衍生品种”的授权立法

现行《证券法》第 2 条明确规定证券衍生品种发行、交易的管理办法由国务院制定。这种以国务院为主导的证券品种创新模式使得证券



市场的创新实践继续暴露于效力不确定的法律风险之中,从而违背证券市场的发展实际,亟待改革。从实践来看,由国务院证券监督管理机构负责审批证券品种创新模式能平衡市场发展和风险控制双重需求:一是国务院证券监督管理机构是国务院直属机构,其职权在本质上属于国务院行政职能的一部分,由其最终决定证券品种创新,在本质上仍然是行政主导下的证券品种创新,没有脱离我国行政主导型证券市场之实际;二是证券监督管理机构相对于国务院,更加熟悉和接受证券市场的创新意识、创新动力,而且行政决策程序比国务院要简便、快捷,能够对证券品种创新作出快速、有效的反应。因此,建议调整对“证券衍生品种”的授权立法,改为授权证监会做出具体规定或由交易所制定业务规则、报证监会审批。

### 3. 深化多层次资本市场的制度构建

现行《证券法》拓宽了证券交易的场所,也为证券的场外交易预留了一定空间。经过近年来的持续努力,我国由主板、中小板、创业板、发展中的场外交易市场共同构成的多层次市场体系已经初现雏形。同时现行《证券法》对于多层次资本市场的制度供给,已经无法满足市场实践发展的需求,主要体现在:一是过于偏重场内交易市场构建,对场外交易市场的规制不足;二是固守公开发行与集中交易的窠臼,限制了场外市场融资功能的实现;三是各层次资本市场转板渠道十分单一,割裂了多层次资本市场之间的内在联系。就多层次资本市场制度的完善而言,首先应当完善场外市场的规则体系;其次应当明确我国场外市场的功能定位;最后应当构建连接我国多层次市场之间的转板机制,将整个多层次市场体系联结成为无缝隙的资本市场体系。

### 4. 完善投资者适当性管理制度

确立投资者适当性管理制度,是市场发展过程中必须考虑的问题。从规范层面来看,现行《证券法》虽没有明确规定投资者适当性原则,但间接体现了投资者适当性原则的精神,此外,有关行政法规、行政规章或者自律性规则也有相应的规定。从实践层面来看,目前,我国资本市场投资者适当性制度已经有了良好的实践基础,在创业板、融资融券、股指期货、大宗交易机制和固定收益平台建设上取得长足发展。但从《证券法》层面上看,其制度建设仍需不断加以完善:一是以保护投

投资者权益为切入点构建投资者适当性制度;二是以较高位阶的法律规定确立投资者适当性原则;三是恰当把握投资者适当性原则与合格投资者制度的联系与区别;四是基于个人和机构构建差异化管理制度;五是合理平衡投资者和证券公司之间的权利义务。

#### 5. 强化证券交易“买者自负”理念及其适用

“买者自负”是市场经济的一个基本原则,“买者自负”也是在证券交易中市场参与者的行为准则之一,并具有指导司法审判功能。但在制度层面,买者自负原则仍未成为法制化的证券交易原则,《证券法》对此缺乏针对性规定。“买者自负”不仅是投资者应当具备的投资理念和全市场共同遵守的准则,也应当是证券交易法律规范强调的内容。即使在强调金融消费者保护的今天,在始终强调广大中小投资者权益保护的中国资本市场,仍然有必要发挥“买者自负”原则的法制引导功能,因此建议在《证券法》中强调和宣示证券交易“买者自负”原则并建立相应的配套制度。

#### 6. 取消证券从业人员买卖股票的限制

2005年修订前后的《证券法》对证券从业人员买卖股票采取“一刀切”的禁止坚定立场,已不能适应资本市场发展的实际情况:首先,全面禁止证券公司从业人员持有、买卖股票在一定程度上有失公平;其次,该禁止性规定路径过于简单,缺乏可操作性,实际效果并不理想;再次,全面禁止证券从业人员买卖股票亦非国际通行做法;最后,这一禁止性规定的原始目的可通过替代性措施得到有效保障,单独禁止买卖股票必要性不足。随着中国资本市场的不断成熟、法律法规的不断完善以及行业素质的不断提高,可以考虑取消该等禁止规定,允许证券从业人员有条件的持有、买卖和受赠股票。

#### 7. 放开会员资格与集中交易权限的捆绑关系

现行《证券法》第110条规定,进入证券交易所参与集中交易的,必须是证券交易所的会员。但严格将集中交易权限与会员资格捆绑在一起,无疑对市场的发展造成了一定的阻碍。首先,“会员制”并不符合我国证券交易所的实际,亦与交易所发展潮流相背;其次,“会员”资格与集中交易权限并不存在直接的、必然的对应关系;最后,我国证券市场已对非会员机构开放集中交易权限。由此,对参加证券交易所集

中交易的主体,不应再限于会员公司,而应予以拓展,为各类机构参与集中交易留下制度空间。

#### 8. 确立灵活高效的业务规则制定程序

制定和执行业务规则,是证券交易所行使其自律管理权力、管理和监督证券交易的基本形式。实务中,我国交易所业务规则体系的生效机制大体分为三种情况:证监会批准生效、证监会备案生效、交易所理事会或总办会通过生效。总体看来,实践做法与现行《证券法》的规定存在一定的偏差,集中反映在证券交易所在业务规则制定方面所面临的监管实践需求与制度供给之间的矛盾。总体而言,证券市场的运作,具有高度的技术性与变动性,有关管理规范必须保持适当弹性,以应实际需要。首先,需要进一步确认交易所具有的规则制定权;其次,制定业务规则要具有一定的效率;最后,审批环节的程序正当性有待加强。

#### 9. 完善证券交易异常情况处置制度

证券交易异常情况是指导致或可能导致市场全部或者部分交易不能正常进行的各种情形。根据引发交易异常情况的原因不同,可分为不可抗力、意外事件、技术故障、人为差错导致的交易异常情况四种基本类型。交易异常的处置措施则主要有限制交易、临时停牌、临时停市、暂缓交收、取消交易以及自行补救六种。我国证券交易异常情况处置制度体系,已经基本搭建了从法律到业务规则再到业务协议的总体框架。但总体上看,在法律层面仍然欠缺对交易异常情况处置的全面规定。一是对证券交易异常情况范围的界定过于模糊;二是对证券交易异常情况处置措施的规定过于片面和简单;三是对证券交易结果不得改变的规定过于绝对。作为证券市场的基础性法律,为建立公正、有效的证券交易异常情况处置法律制度,《证券法》可以从以下方面着手完善:一是对证券交易异常情况做出直接回应;二是对证券交易异常情况的处置措施做出全面的规定,在对处置程序做出原则性要求的基础上授予证券交易所相应的自由裁量权;三是适当调整第120条的表述,消除《证券法》条文之间的内在冲突;四是明确证券交易所的责任承担,交易所正当监管责任应当豁免。

#### 10. 明确证券交易行情信息的权利及归属

现行《证券法》确立了证券交易所对发布证券交易即时行情的专

属管理权。但却回避了即时行情的法律性质和权利归属。从证券交易行情的运作实践来看,尽管在交易所业务规则和许可合同中都确认交易所的信息专有权,但由于缺乏法律层面的明确界定,对于非会员和非合同当事人未经许可滥用证券交易信息的行为,却无法从法律上得到有效救济。

对证券行情信息应当作为一个权利的客体这一点,学术界已基本形成共识。就其权利属性而言,大致分汇编作品著作权说、数据库权利说、专属权(新型知识产权)说三种观点。总体而言,证券信息权利不同于传统的财产权利,它应该是一种新型的知识产权,并非公共物品,应当赋予证券交易所对证券行情信息的专属权保护。就交易所对行情信息主张权益与其履行公共职责可能发生的冲突而言,可以遵循公平、有偿、成本原则予以平衡。因此,有必要通过《证券法》对证券交易行情信息的权利归属进行正面、明确的规定,实行证券市场信息的有偿使用,以切实保护证券交易所的合法权益,并有利于我国证券交易所参与国际证券市场的竞争。

#### 11. 进一步开放证券公司发展空间

首先,对融资融券业务进行全面规范。在《证券公司融资融券业务试点管理办法》等一系列制度出台后,我国已初步建立起融资融券制度。但现行《证券法》仅规定依照国务院的规定开展融资融券业务,缺乏明确的制度体系要求,与融资融券业务实践不相符。特别是融资融券涉及的担保行为性质,与传统担保制度有明显差异,尚需法律加以明确。比较可行的融资融券担保制度之一是构建专门的让与担保制度,借此可以理顺相关行为的法理基础,为可能发生的纠纷提供依据,扫清未来融资融券业务进一步扩展的障碍。

其次,应允许证券公司接受客户全权委托。现行《证券法》禁止证券公司接受客户的全权委托并确立了违法责任。但是,证券交易的全权委托属于民事行为,完全禁止全权委托有悖于民商法的意思自治原则。面对客户多样化的需求,证券公司作为服务提供者,不能以客户为中心接受客户的全权委托,无法满足客户对服务的多样化需求。应允许全权委托并加强对全权委托的规制,而不是“一刀切”式的禁止全权委托。

再次,构筑证券无纸化的基本法律关系。我国早已在证券市场实行了无纸化,但现行《证券法》对无纸化的法律关系缺乏明确的规定,难以应对实践中遇到的各类问题。因此,《证券法》应结合有纸和无纸并存的现实情况,针对证券无纸化的特点,增加无纸化条件下证券发行、持有、交易、登记、保管、结算及证券权利的保障、流转、担保等规定,明确证券无纸化的基本法律关系。

最后,明确规定交易结算资金存放机构的多元化。现行《证券法》规定证券公司客户交易结算资金应存放于商业银行。商业银行借此获取了证券公司最为宝贵的财富——客户资金账户信息,并借此分流证券公司客户。打破商业银行对客户交易结算资金存管的垄断,可以更好地保护投资者的利益。证券登记机构均具备资金存管的实力,并可以最大程度保证客户资金及账户渠道的畅通。

### (三)上市公司监管制度若干重大问题完善建议

现行《证券法》对上市公司监管制度已经做出了诸多修改完善。一是将证券上市、暂停上市和终止上市的审核权以及对应的复核权界定为证券交易所的法定职权,作为其“自律管理”职能的重要部分,确立证券交易所对证券上市的审核权和复核权。二是借鉴美国《萨班斯—奥克斯利法案》有关精神,规定了上市公司董监高对定期报告的确认制度,加强了对控股股东、实际控制人的信息披露监管,规定了法定信息披露义务人虚假陈述的民事责任类型和归责原则,建立了较为完善的信息披露制度。三是增加了要约收购和协议收购之外的其他合法收购方式,修订大宗持股报告条款、增加“一致行动人”概念,修改强制要约收购条款,增加“部分要约收购”和“比例收购”制度,确定了较为合理的上市公司收购制度。但随着资本实践的发展,上市公司监管制度仍需要进一步的完善。

#### 1. 调整上市公司监管制度立法体例

现行《证券法》将证券上市制度和信息披露制度等证券市场基础制度置于“证券交易”一章中规定,体例不甚严密,与实践中对证券交易范畴的理解不尽一致,也造成现行《证券法》中证券上市制度和信息披露制度基本原则的部分缺失。建议对现行体例进行两个方面的调整:(1)将证券上市和信息披露从“证券交易”一章中单列出来,各分设

一章。“证券上市”一章中拟主要规定:证券交易所对证券上市、暂停上市和终止上市的审核权限;证券上市、暂停上市、终止上市的条件和程序。“信息披露”一章主要规定:信息披露的基本原则、信息披露的内容和方式、信息披露义务人的范围及责任。(2)按照证券市场行为的实践,调整现行体例中市场行为规范部分相关各章的顺序,依次按发行、上市、交易、收购和信息披露分设各章。

### 2. 修改上市条件,赋予交易所证券上市较大的自律管理权

现行《证券法》将上市标准法定化并高标准化,在一定程度上限制了证券交易所通过设置不同的上市标准选择上市公司的能力,影响了证券交易所对上市公司的管理,限制了多层次资本市场的建设。建议在《证券法》修改上设置较为宽松的上市条件,赋予证券交易所上市标准的实质制定权,一方面在我国资本市场的准入上保障上市公司质量,保护中小投资者权益;另一方面也有助于证券交易所通过制定或者调整上市标准,建设场内多层次市场。

### 3. 建立适应多层次资本市场发展的转板制度

有效的转板机制,可以促进形成相互补充、相互促进、协调发展的多层次市场体系,有利于充分发挥多层次市场对企业的市场化筛选机制,促进上市公司不断提升质量,筛选、培育和扶植优质公司,淘汰落后公司,从而提高整个社会的资源配置效率,亦保证了资本市场的长期活力。我国多层次资本市场体系下的转板机制虽已部分确立,但还存在一定的问题:其一,我国资本市场的降级转板机制混乱,“只能下不能上”、“退下去了回不来”、导致“不死鸟”横向、“退市风险警示”炒作日益成风。其二,我国只有单项的降级转板制度,尚未建立升级转板机制,实践中发生的形式上“升级转板”的案例,实质上是其他制度的伴生品。我们建议应从以下五个方面对现行《证券法》转板制度进行完善:一是构建场外交易市场与场内市场之间的转板机制;二是构建创业板市场向中小板或主板市场、中小板市场向主板市场的转板机制;三是在具体制度构建上应遵循升级转板自愿,降级转板强制的原则;四是在转板条件上,升级转板条件应不低于高层次市场直接申请上市条件,降低转板条件符合个层级市场的强制退市规定;五是在转板程序上包括公司内部批准程序和外部审核程序。

#### 4. 完善退市制度的相关规定

我国现行《证券法》在第 55 条、第 56 条、第 60 条和第 61 条分别规定了股票和债券暂停或终止上市的条件,沪深证券交易所也在《上市规则》中规定了相应的退市制度。当前,我国上市公司退市制度还存在一定的问题:一是以连续亏损作为退市的核心标准提高了退市门槛,导致资本市场劣质上市公司难以退市;二是连续亏损的退市标准易于规避,同时引发利润操纵等违法违规行为;三是退市程序繁杂、时间过长,影响了退市效率。为此,我们建议从以下七个方面,完善上市公司退市制度:一是补充部分退市指标,建立严格、合理的退市标准;二是对连续亏损的退市标准进一步完善;三是增加直接终止上市情形,简化退市流程;四是进一步完善退市缓冲机制,杜绝“停而不退”现象;五是提高上市公司重组门槛,切断劣质上市公司重组的利益链;六是进一步拓宽退市渠道,形成更为便捷的退出机制;七是完善退市责任追究机制,切实保护投资者利益。

#### 5. 增加公平信息披露原则

公平性信息披露规则来源于美国 SEC 针对选择性披露颁布的规则,其核心在于上市公司向市场所有投资者或相关人士平等地公开重要信息,所有投资者和公众均可在同一时间、通过同样的渠道公平地获得上市公司公布的所有信息。现行《证券法》缺少对公平信息披露原则的规定,证监会行政规章和规范性文件以及证券交易所业务规则虽对公平信息披露原则虽有所规定,但因缺少本源性的规定,导致实践中选择性披露较为严重,“研报门”事件迭出,上市公司及其管理层通过向机构投资者选择性披露信息,对机构投资者持股给予“激励”并通过选择性披露获取非法利益并严重违反了资本市场的“三公原则”,损害了中小投资者权益。建议《证券法》进一步修改和完善过程中引入信息披露的公平原则,首先要在信息披露原则上确立公平披露原则,其次要确立违反信息披露公平原则的法律责任,其核心是行政法律责任制度。

#### 6. 规范证券信息电子化披露制度

电子信息披露文件具有低成本性、广泛性、迅捷性、丰富性、超链性等特点和优势,已成为境外成熟市场信息披露发展的趋势。电子文件

披露会引起信息披露不公平、引起网络证券欺诈等监管难题,境外监管机构以务实的态度制定了较为完善的电子文件信息披露制度。我国现行《证券法》在电子文件的规制上既落后于国外在该问题上的认识,也远远落后于实践的发展。建议在适当借鉴境外成熟市场证券电子披露制度的基础上,从以下五个方面完善我国的证券信息电子披露制度体系:(1)电子文件必须保证其完整性,所有文件必须包括在同一网页内,不能把其中的某一部分放到不同网页内部要求网上证券投资者依据该指示去网页上寻找;(2)电子文件可以使用内部超链接和文件超链接,但不能使用外部超链接,不能与任何有关网络券商或者投资顾问的网页进行超级链接,防止投资者对该信息产生误会,对于其中的超链接内容,一定要做出声明性的陈述;(3)电子文件不能与同一网站的其他资料混合,要独立存在于网页上的特定区域内;(4)电子文件中可以使用多媒体,但应提供包含多媒体和不含多媒体的两种格式的公开说明书,并且对于多媒体中披露的内容要用相等和准确的语言以及图表等在不含有多媒体的公开说明书中进行详尽的披露,其次序应该与多媒体放置的次序相同,这两种文本都必须至少保存五年;(5)在网上发布的电子文件应该容易为投资者获取,如果需要特殊软件阅读,发行人要提供该软件,例如 PDF 格式,就要提供阅读器。具体到《证券法》条文修改上应该有条件的允许信息披露义务人使用电子文件,并确立电子文件与纸质文件具有同等效力的原则,并确保电子文件信息披露的公平获取。

#### 7. 进一步完善上市公司实际控制人信息披露制度

现行《证券法》构建了上市公司实际控制人信息披露制度的基础,中国证监会和证券交易所也依照《证券法》的规定分别制定了相应的行政规章、自律管理规则,对上市公司实际控制人信息披露制度细化。现行《证券法》颁布以来,我国上市公司实际控制人信息披露实践有了很大发展,但囿于法律对实际控制人内涵界定的不明确、披露主体相关权限及配套措施较为匮乏,特别是对实际控制人滥用权力或逃避信息披露的效果还不尽如人意。建议从以下五个方面对上市公司实际控制人信息披露制度进行完善:第一,应继续强化对实际控制人终极性披露的要求,明确上市公司的实际控制人是指终极控制人,并不包括中间控



制人,并加强对法人控股股东和中间控制人的披露。第二,对实际控制人的披露应依照控制主体的不同实行分类披露制度,明确实际控制人的类型仅有自然人、国有资产管理部门和其他最终控制人三种。第三,完善实际控制人信息披露的内容,可以借鉴重大资产重组报告书对重组方、收购报告书对收购方等的披露内容充实和完善对实际控制人的披露内容。第四,建立上市公司实际控制人信息披露诚信数据库。第五,在《上市公司信息披露管理办法》的基础上,通过修订《证券法》在法律方面建立上市公司调查核实权。

#### 8. 完善上市公司信息披露违法行政责任制度

现行《证券法》在第69条梳理了上市公司违法信息披露的民事责任,在第193条规定了上市公司违法信息披露的行政责任,原则上确立上市公司违法信息披露的法律责任。上市公司信息披露违法行政责任还存在以下五个方面的问题:一是行政法律责任主体与义务主体不对应;二是行政法律责任主体范围和民事法律责任主体范围不匹配;三是行政法律责任的主观要件规定不明确;四是未区分发行信息披露违法与持续信息披露违法;五是行政法律责任主体的法律规定与实践认定存在缺陷。建议从以下三个方面对上市公司违法信息披露行政责任进行完善:一是对上市公司违法信息披露的法律责任主体规制力求统一,以“信息披露义务人”概念为中心构建信息披露的义务群和违法信息披露法律责任群;二是将“过错推定原则”明确为上市公司违法信息披露行政责任的主观要件;三是董事、监事、高级管理人员对定期报告质量的“保证”责任应界定为“督促责任”或“监督责任”。

#### 9. 重构我国上市公司并购重组法律体系

当前,我国上市公司并购已经形成了《公司法》、《证券法》等基本法律为核心,以《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》等部门规章为基础,以《股票上市规则》、《重大资产重组信息披露工作备忘录》等自律规则为配套的上市公司并购重组监管制度体系。但我国上市公司并购重组仍存在以下三个方面的问题:(1)法律规范主要内容层级较低;(2)法律规范还存在一定的规制空白;(3)法律体系还不完备、不协调。建议从《证券法》修改的高度重构上市公司并购重组法律制度体系:一是在梳理相关规章、规则规定的基础上将之

提炼概括到《证券法》、《公司法》中;二是在总结并购重组实践做法的基础上对《证券法》相关规定予以补缺,尤其是增补有关上市公司并购的相关基础性规范;对现有法律规范在梳理的基础上立、改、废,形成协调统一的上市公司并购法律规范体系。

#### 10. 构建上市公司反收购制度

当前我国资本市场存在以下多种反收购措施,如(1)限制大股东表决权条款和董事资格条款;(2)分级分期董事会条款;(3)金色降落伞;(4)白衣骑士;(5)白衣护卫;(6)交叉持股;(7)焦土战术。但现行《证券法》在上市公司反收购规范上存在重大缺陷:一是上市公司反收购决定权尚未明确;二是未规定董事会可采取的反收购措施,同时也缺乏有关的判断标准;三是缺失了反收购措施的制约手段;四是对反收购行为造成损害的民事赔偿责任缺位。建议从以下四个方面在《证券法》上确立上市公司反收购制度:一是规定股东大会享有反收购决定权;二是明确规定董事会在反收购中的权利和义务;三是明确规定我国上市公司可采取的并购措施及其具体规则;四是完善反收购的司法救助体系,维护上市公司和中小股东的权益。

#### 11. 重构上市公司大额持股信息披露制度

大额持股披露制度,是指在投资者持有上市公司股份或者其他上市权益证券达到一定比例(临界点)时,报告证券监管部门与交易所,通知上市公司,并予以公开披露的制度,现行《证券法》在第86条确定了这一制度。在证监会与证券交易所的努力下,大额持股披露制度在实践中的积极作用逐步显现并不断强化,但在实践发展中也出现了两个方面的问题。一是制度设计滞后于资本市场的发展,尤其是机构投资者的发展。二是大额持股披露作为上市公司控制权转移“预警”功能发挥有余,但“自我”实现功能不足。建议从以下三个方面重构上市公司大额持股信息披露制度:一是在确保持股披露规则和收购规则在适用证券种类、持有标准计算、义务主体等方面一致的基础上,适当区分大额持股披露制度与上市公司收购制度,调整立法结构,将大额持股披露制度单独规定,体现大额持股披露制度的独立宗旨和价值。二是通过扩展“实际持有”的概念、免除纯粹名义持有人的披露义务、视情形处理重复披露或者叠加披露等完善大额持股披露义务人的确定与股

份持有界定规则。三是引入持股披露特别规则、导入合并计算豁免机制、协调与持股披露相关的一致行动与短线交易规制规则等构建合格机构投资者的持股披露特别规则与合并计算豁免机制。

#### (四) 公司债券制度若干重大问题建议

《证券法》2005年修订前后均没有将公司债券单独列章,除了将原《公司法》中公司债券发行条件移入外,就公司债券法律制度修订部分,现行《证券法》主要体现在以下三点:一是同《公司法》一致,将公司债券发行从审批制改为核准制;二是对原有《公司法》中移入的条文进一步修改和明确,如增加了对公司债券不得随意变更用途的规定、对公司债券发行规模实行余额管理的规定、公司债券发行核准部门为“国务院证券监督管理部门或者国务院授权的部门”等;三是将公司债券上市审核权由原来的国务院证券监督管理机构改为证券交易所,并且规定了公司债券的上市应与交易所签订上市协议。

相对于股票,目前我国的公司债券法律制度存在以下明显的不足:一是数量较少、内容简单;二是法出多门、相互割裂;三是债券制度严重抄袭股票发行上市制度,忽略债券市场的基本特点;四是债券市场后台托管亦割裂;五是银行间债券市场以及其制度已完全游离于《证券法》规治之外,《证券法》作为基础性法律规范的地位受到严重挑战;六是狭义“公司债券”与企业债券性质划分不明。面对公司债券存在的诸多问题,《证券法》应当做出相应的调整与完善。总体来说,我国公司债券制度修改应立足债券应有特点,建立有别于股票制度的独立的债券制度,推进市场化,吸收“注册制”优点。此外还要将公司债券的“统一监管”与我国实践发展结合起来,努力发展多层次债券市场。

##### 1. 按照统一适用、统一监管的原则调整与监管公司债券

首先,确立《证券法》中“公司债券”范围应为广义公司债券。《证券法》中并未明确规定“证券”的范围包括哪些。除基础法律制度外,我国公司债券的监管部门、交易场所和托管单位也有相关的具体规定。实践中还有“企业债券”、“金融债券”、“非金融企业债务融资工具”等,同时相应的监管机构也依据各自的监管理念制定了相关制度。每一类名下的债券的相关规定,都会对其相应的品种作出规范。银行间债券市场采用“非金融企业债务融资工具”、“中期票据”、“短期融资

券”等似是而非、令人费解的名称,无非是为了规避《公司法》和《证券法》相关规定的适用。据此,建议将现行《证券法》第2条的“公司债券”改为“公司债券及其他企业发行的债券”。将上市公司与非上市公司、公司制与非公司制企业全部包括在公司债券的范围内。将央行主管的“非金融企业债务融资工具”在内的所有盈利性非金融企业发行的债券、企业债券均纳入《证券法》统一调整。从而废止现有的独立的“企业债券”制度。

其次,积极实现公司债券行政监管机构的统一。现行《证券法》没有直接规定公司债券的发行由哪个行政机关(或机构)审核,而是在需要报送材料等条款中,笼统列明向“国务院授权部门或国务院证券监督管理机构”报送。一方面,证监会监管公司债券发行存在合法依据;另一方面,公司债券的监管没有必要由多部门同时进行。市场中现存证监会监管发行的“公司债券”、企业债券、中期票据,其性质完全相同,主体基本重合,没有复杂到一定要求各个部门分工监管。据此,建议《证券法》第17条中删去“国务院授权的部门”的规定,仅列明“国务院证券监督管理机构”一方主体即可。具体为修改为:“申请公开发行公司债券,应当向国务院证券监督管理机构报送下列文件……”《证券法》第23条中亦删去“国务院授权部门”的相关内容。《公司法》亦与之相对应作修改。

最后,放松行政管制并借鉴“注册制”优势。《公司法》第155条第1款、《证券法》第24条确立了证券发行的“核准制度”。而银行间市场的企业债务融资工具,由银行间市场交易商协会实行“注册型”自律监管模式。“核准”式的发行审核模式,过于关注公司债券发行主体的盈利能力和到期偿还能力,对发行主体要求较高,且审核的效率较低。部分引入银行间债券市场的“注册制”模式,将会进一步提高审核效率,激发发行主体的积极性。据此,建议在《公司法》第155条、《证券法》第24条中,在原条文的“核准”后加上“发行公司债券的申请经国务院授权部门核准或注册后,应当公告公司债券募集办法……”“国务院授权部门在三个月内作出核准或不核准、注册或不注册的决定……”

## 2. 应进一步降低公司债券公开发行与非公开发行门槛

现行《证券法》第16条规定了我国公开发行公司债券的具体要

求,与银行间债券市场的企业债务融资工具比,《证券法》的规定相对较严格,对核准用途的规定限制了企业发展,且可操作性也有待进一步论证,发行人盈利能力与还本付息无必然联系,不必保证盈利能力,该条第四款限制了优化财务结构,事实上,在很多情况下资金无法界定投向,而利率应当实现市场化,不宜以国务院名义直接限定利率。此外,证券非公开发行是《证券法》立法一大空白,其中也包括公司债券的非公开发行的相关立法。而公司债券非公开发行在市场实践中已经产生,却一直无法可依,不但潜藏许多市场隐患,而且也不符合建设多层次资本市场的需求。据此,建议在《证券法》中单列一章(或者一节)“证券的非公开发行”,包括股票以及公司债券的非公开发行。“第\*条 公司债券非公开发行的,应当符合以下条件:(一)发行对象为少于200人且符合条件的机构投资者;(二)累计债券余额不超过40%;(三)债券评级符合非公开发行条件;(四)国务院规定的其他条件。”

### 3. 进一步完善公司债券的增信制度

担保是公司债券外部信用增级的一种方式,《证券法》第18条规定了公司债券不得再次发行的情形,当公司出现第18条规范的内容时,考虑到会影响债券到期偿付能力,规定不得再次公开发行有一定道理,但是当债券有担保时,已经实际上将债券到期还本付息的责任部分甚至全部转嫁到第三人或者担保物之上,债券持有人信任担保而购买债券,法律不应当强行禁止。据此,建议借鉴台湾做法,将该条内容加以限定,修改为:“第18条 有下列情形之一的,不得再次公开发行无担保公司债券……非公开发行不受此条限制。”而公司债券分层结构化安排,则是借鉴资产证券化中信用增级的常用做法,将债券划分为优先级、次级或更多级别,在还本付息方面优先级债券享有优先权,企业现金流优先支付优先级债券本息后,再用于其他级别债券的还本付息,其本质是以次级债券的权益受限来保障优先债券的权益实现。建议《证券法》增加一条公司债券的内外部增信机制作出原则性规定:“第\*条 监管机构应促进建立与发展担保机构、债券保险机构、信用评级机构等各类机构,以多种方式增加中小企业信用评级,进一步鼓励中小企业拓展直接融资模式。”

#### 4. 公司债券的上市及终止上市制度设计应关注公司债券与股票不同的性质

依据我国《证券法》第48条规定,公司债券与股票一样,在发行完毕后进入依法设立的交易场所交易,需要经历“上市”这个相对独立的环节,并由此设立相对独立的公司债券上市制度。此类规定沿用了股票上市制度,对公司债券设定与股票一样的“上市环节”,加大了发行人的成本、降低了市场效率。现阶段上海证券交易所的固定收益平台、深圳证券交易所的综合平台中,均已实现直接安排公司债券在该平台上实议转让,不再“竞价撮合”,也即不再符合“上市”特点。据此,该条规定已经落后于实践。据此,建议符合市场需求,将《证券法》第48条中附加一款,具体改为“申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意,并由双方签订上市协议。公司债券可直接安排交易”。公司债券暂停、终止上市的规定主要见《证券法》第60、61及62条之规定。该制度未考虑公司债券的法律性质。即便公司债券发行人在发行公司债券后出现《证券法》第60、61及62条规定之情形,如债券有担保或者其他增信方式,则不必然影响公司到期还本付息的偿债能力,强制性要求债券暂停或终止交易更无必要。据此,建议删除《证券法》第60条第3款(前文已述),以及第5款关于两年亏损暂停上市的规定,并对第61条作出相应修改。

#### 5. 公司债券信息披露制度设计应进一步关注公司债券独有特点

现行《证券法》对公司债券信息披露的规定与股票完全一致,但未就公司债券特有信息的披露进行明确,同时,《证券法》第67条中仅规定了发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件时上市公司的临时披露义务,而没有就对公司债券价格或发行人偿债能力产生较大影响的重大事件发生时发行人的披露义务作出规定。据此,建议在《证券法》第68条后,再增加一条:“发生可能对公司债券交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,发行人应当立即将该有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告,并予公告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。下列情况为前款所称重大事件:(一)公司的经营方针和经营范围的重大变化;(二)生产经营外部条件发生重大变化;(三)未能清偿

到期债务；(四)净资产损失超过10%以上；(五)作出减资、合并、分立、解散及申请破产决定；(六)涉及重大诉讼、仲裁事项或受到重大行政处罚；(七)申请发行新的债券等重大事项，均应及时披露相关信息。(八)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。”

#### 6. 公司债券持有人保护制度设计应完善持有人的原权和救济权

现行《证券法》以及银行间债券市场均未直接规定债券持有人相关概念和制度，亦未规定债券持有人保护制度。债券持有人保护制度主要规定于证监会颁布的《公司债券发行试点办法》第四章的“债券持有人权益保护”一章中。但规定由债券承销方代替持有人实现协议中约定的持有人权益，并通过“债券持有人会议”制度解决持有人权益保护问题的可行性受到挑战。加之承销商和发行人的利益高度一致，实际上无法公正客观的依照协议的约定维护债券持有人的利益。债券持有人保护制度，特别是债权人会议召集人以及召开模式需要进一步研究和完善。据此，建议《证券法》增加一条：“第\*条 公司债券持有人会议是公司债券发行后由债券持有人组织召开的会议。会议有权决定有关公司债券的重大事项。发行人或承销人不按照募集说明书约定履行义务或者有其他侵害持有人利益行为，公司债券持有人持有债券达到发行总额的10%，且人数达到持有人总数的10%的，可组织召开债券持有人会议表决取消该决定，或者就侵权行为向人民法院提起诉讼。”

#### 7. 公司债券制度体例编排可以进一步优化

《证券法》中第二章“证券发行”中，有明确适用于公司债券规则仅几条，部分关于发行审核委员会的规定，规则中仅标明是“股票”的发行规定，而有的规则称为“证券”，意味着股票和债券均适用，有的规则列明“股票”或者“公司债券”，意味着仅适用于股票或公司债券。建议进一步完善《证券法》的体例编排。公司债券制度应当在发行主体、发行条件、担保方式、信用评价、审核模式、交易场所、信息披露、违约责任等均有独立于股票、自成一体法律规定，应单独列章或者列节规范。

#### (五) 证券市场违法违规为规制制度若干重大问题完善建议

现行《证券法》对证券市场的发行、交易、上市公司收购等各个环节中的禁止行为均予以明确规定，对市场最为关注的内幕交易、市场操纵、虚假陈述、欺诈客户等违法违规行为，在规制范围、构成要件、法条

表述等方面均进行了不同程度的完善。现行《证券法》对各类违法违规行为的法律责任作了系统性的规定,《证券法》将监管实践中行之有效的市场禁入制度上升为法律,并将包括发行人、上市公司在内的信息披露义务人,以及控股股东和实际控制人,均纳入规制范围,对违法行为构成犯罪追究刑事责任的内容作了统一的规定。现行《证券法》赋予了国务院证券监管机构现场检查、查阅、复制财产权登记、通讯记录、查询银行账户、冻结、查封资金账户、证券账户和银行账户、限制证券交易等权力。随着实践的发展,现行《证券法》对违法违规行为的规制仍需要进一步完善:

### 1. 进一步完善内幕交易规制制度

首先,调整规制主体的范围。从立法实践来看,《证券法》的诸多下位法已经突破了《证券法》关于内幕交易主体范围的规定,但受制于《证券法》的立法逻辑,这些突破性规定的合法性都存在疑问。从执法实践来看,行政监管机构虽然已经查处了大量《证券法》规制之外的内幕交易主体,但当事人常常会提出“主体不合格”的抗辩,司法机关对此也存在不同认识。执法实践表明,《证券法》第74条列举的内幕信息知情人范围过于狭窄,尤其缺乏对并购重组活动中内幕人、关联公司内幕人、控股股东一般工作人员的规定。建议在修改《证券法》时将所有“内幕信息的知情人”均作为规制内幕交易的对象。

其次,明确其构成要件之间的逻辑关系。《证券法》第73条规定:“禁止证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动”,明确规定了“利用”要素,而第76条则仅仅对内幕交易行为的种类进行了描述,没有规定“利用”要素。《证券法》第202条关于内幕交易行政责任的规定中也没有规定“利用”,而是采用了和第76条基本一致的表述,仅对内幕交易的三种行为类型作了客观描述。这三个法条之间关系的模糊给执法带来了很多困难。对此,建议《证券法》在修改时根据获取信息的途径、距离信息的远近和获取信息的难易区分不同的内幕交易主体,对其“知悉”、“利用”规定不同的证明标准和证明责任。

最后,明晰内幕信息的界定。在目前的行政执法中,对于“老鼠仓”案件中涉及的“基金投资信息”,并不认定为内幕信息,而是以背信



和利益冲突定性和处罚。这种处理方式可能导致的问题是:如果当事人是为了他人利益而利用基金投资信息进行交易,则只能处理该人,对于他人则无法处理。与此类似的问题是:如果基金工作人员没有自己利用该基金投资信息交易,而是泄漏给他人或者建议他人买卖,该他人为非基金从业人员,则证监会也只能处理该基金工作人员,而不能处理该第三人。建议《证券法》在修改时参考《刑法修正案(七)》的做法,增加关于禁止“利用未公开信息交易”的规定,使处罚范围不受限于只处理那些负有信义义务的主体。对于“抢帽子”交易中涉及的咨询公司的投资建议,目前证监会也认为不构成内幕信息,对此类案件往往以操纵市场或者投资咨询人员非法买卖股票进行处理。投资咨询信息在性质上与基金投资信息类似,参考《刑法修正案(七)》的做法,将其列为单独的证券欺诈行为,比照内幕交易处理,或许是可以考虑的方式。

## 2. 进一步修改和完善有关短线交易的规制制度

现行《证券法》规定了针对特定主体的短线交易制度,但随着实践的发展,《证券法》中的短线交易制度也暴露出了一定的缺陷,需要进一步的修改和完善。

(1)明确规制主体的认定标准。首先,短线交易规制主体的持股数量应按“实际持有”标准计算,即在计算规制主体的持股数量时,应将上市公司董事、监事、高级管理人员、持有股份5%以上的股东,以及上述主体的配偶、未成年子女及利用他人名义持有的股份数量合并计算。这样处理,符合规制短线交易的立法目的,也能与相关法律、规章的规定保持一致。其次,规制主体的身份在发生变化时,应按“折中说”认定。通常而言,董监高较大股东距离内幕信息更近,获取内幕信息也更为容易。对两者的短线交易在规制时作区别对待,采用“折中说”的做法更具合理性。从短线交易作为防范内幕交易辅助制度的立法目的出发,在持股5%股东身份确定的时点问题上,采用“买入时”标准更为适当。

(2)扩充标的证券的范围。《证券法》第47条将短线交易的标的证券“限定”为股票。从规制短线交易的目的考量,只要两种证券的价格具有一定的互动关联性,相关主体可能利用内幕信息买卖不同种类证券谋利,就应当纳入短线交易的规制范围。因此,《证券法》应将短

线交易标的证券的范围扩充至具有股权性质的证券。

(3)明确规定“六个月”期间的计算标准。《证券法》第47条在規定短线交易时间的同时,并没有对六个月进行明确界定。因此,建议借鉴美国和我国台湾地区的做法,并依照《民法通则》等法律法规的相关规定,对六个月期间进行界定。对于买卖交易时点的匹配时间问题,可采用美国和我国台湾地区的“回溯加后推法”,对符合“短线交易”行为主体的人,对其任意一笔交易,向前、后推算六个月内是否有反向交易。对于“六个月”的起算时点问题,可按照2007年4月证监会发布实施的《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》第12条和第17条的规定执行。

(4)明确规定归入权的诉讼时效。《证券法》第47条对短线交易归入权行使的时效期间没有具体规定。对此,建议借鉴美国、日本、韩国、我国台湾地区等国家和地区的做法,在《证券法》第47条增加有关诉讼时效的规定:短线交易归入请求权自获得收益之日起二年内不行使而消灭。

### 3. 进一步修改和完善操纵市场规制制度

随着我国资本市场的发展,尤其是股权分置改革的完成,传统的“坐庄”操纵销声匿迹,以短线操纵、“抢帽子”操纵为代表的新兴操纵模式层出不穷,现行《证券法》的规定则捉襟见肘。

(1)调整规制市场操纵的立法架构。在我国,就市场操纵而言,《证券法》的修改速度和完善进度难以应对不断衍生变化的市场操纵行为。基于此,应重点强化证监会的行政立法,通过证监会的行政规章来细化《证券法》的相关规定。待条件成熟时,应适时确立关于市场操纵的判例指导规则。目前,证监会2007年印发的《市场操纵认定指引》是目前我国规范短线操纵行为最为明确的法律规范,对我国证券市场操纵行为监管和执法实务工作起到了重要的指导作用。在《证券法》不能及时修订的情况下,可将该指引修改完善后上升为部门规章。

(2)明确市场操纵行为的定义。《证券法》虽然对市场操纵行为采用了类型化和描述性定义的方法,但从要素的全面性和严谨性来看,与国外立法比较还存在较大差距。《证券法》是以市场操纵所使用的手段来对“市场操纵”进行定义,没有给出构成市场操纵行为需要满足的

主观要素和其他客观要素,这种立法方式虽然简单,但操作性较差。建议在现行《证券法》修改时增加关于市场操纵行为本质违法性的规定。

(3)完善市场操纵行为的构成要件。尽管《证券法》罗列了三种典型的市场操纵行为,并规定了兜底条款,但国内学界对具体市场操纵行为的构成要件还没有深入研究,实务中已有的案例在这方面也缺乏探讨。证监会在对市场操纵行为的行政处罚中也没有对市场操纵行为构成要件进行详细描述,至多对操纵的过程进行了大致的描述。对于具体操纵行为的认定,是否需要主观目的,是否需要股价变化和成交量的结果,以及在这些构成要素的证明上是否采用推定、举证责任倒置的方法等,都缺乏明确规定,这严重影响了市场操纵认定的客观性、权威性和行政执法效率。基于此,应针对新环境下传统市场操纵行为的新变化,对《证券法》列举的三种市场操纵手段进行完善。

(4)补缺新型操纵行为的立法规制。目前,《证券法》以传统“坐庄”模式为主要规制对象的市场操纵立法已经无法适应证券市场打击新型市场操纵,尤其是短线操纵的执法需要。基于此,在《证券法》修改时,应根据新型市场操纵行为的特点,新增“蛊惑交易操纵”、“抢先交易操纵”、“虚假申报操纵”、“特定时点操纵”等新的市场操纵类型;针对可能出现的跨市场、跨品种的市场操纵行为,明确规定“衍生品或关联证券操纵”;针对取证困难的问题,明确相关部门有配合调查提供证据的义务;对于如何度量一个行为对市场的影响,如何证明该行为导致其他投资者的错误决策等执法实践中容易引发争议的问题,进一步明确其证明方法。

(5)为市场操纵的例外情形做好立法预留。我国《证券法》中并没有关于市场操纵合理例外的任何规定,借鉴国外的立法例,以及考虑到我国市场操纵规则体系的完善,有必要在《证券法》中设立和完善市场操纵合理例外的“安全港”条款。考虑到我国证券市场改革的实际情况,市场投机气氛浓厚,操纵行为频繁发生,为了减少市场风险,保护广大投资者的合法权益,促进证券市场长期稳定发展,在规则初创阶段不宜设定过多的例外,以免本末倒置,影响反市场操纵的主基调。因此,“安全港”条款宜包括国外最常见的两项内容:安定操作和股份回购。

#### 4. 进一步修改和完善《证券法》中虚假陈述规制制度

现行《证券法》对虚假陈述行为的规制已经较为全面,但随着实践的发展,虚假陈述制度也出现了一些不足,需要在未来《证券法》修改中予以重视。

(1) 扩大证券交易所的一线监管职权。《证券法》第 115 条和《上市公司信息披露管理办法》第 9 条规定了交易所应当对上市公司及相关信息披露义务人的信息披露行为进行监督,督促其依法及时、准确地披露信息,但对于在上市公司信息披露过程中起重要作用的中介机构,却没有设置相应的监管职权。《上市公司收购管理办法》未明确授予交易所对上市公司收购及权益变动过程中信息披露义务人和相关中介机构的自律监管职权。实践中,交易所在日常监管中常常发现会计师事务所、律师事务所等中介机构及其从业人员在违法违规信息披露活动中起着帮助、配合,甚至教唆、指使的作用,但由于缺乏必要的监管职权,导致监管效果打了折扣。基于此,建议在《证券法》中明确交易所对中介机构的自律监管职权,充分发挥和强化交易所对上市公司信息披露的一线监管职能。

(2) 进一步强化控股股东、实际控制人的虚假陈述责任。监管实践表明,许多上市公司虚假信息披露背后,都有上市公司大股东和实际控制人的影子。然而,统计表明,2007 年至 2009 年上市公司大股东受到证监会行政处罚的案件仅有 3 件,占全部案件数的 2.07%,是证券市场各类参与主体中受处罚数最少的一类。《证券法》对大股东违规责任缺乏明确的法律界定是导致这一情况的重要原因。基于此,建议在《证券法》中针对特殊股权结构或特殊类型公司(尤其是大股东完全控制型上市公司)控股股东和实际控制人的信息披露责任,设置过错推定的归责原则,从根本上解决难以追究大股东或实际控制人信息披露违规责任的法律难题。

## 五、结语

世易时移,变法宜矣。当前,我国资本市场向成熟市场转变进程在

加快,资本市场创新发展也面临着新的形势和要求,迫切要求证券法治对其进行快速回应。同时,我们也看到,近年来发达市场国家的成熟法制同样经历了市场发展需求驱动下的制度变革,证券法律修改的周期相应也在缩短,修改频率在加快。综合各方面的情况来看,现行《证券法》的修改和完善确实刻不容缓。

众所周知,《证券法》的修改和完善涉及资本市场基本法律制度的变革,事关重大、影响深远,应系统评估,周延考虑。在此背景下,本文的努力在于尝试提出、归纳和梳理相关问题,并吁请实务界、学术界人士共同参与到新一轮的《证券法》修改完善中来,共同推动证券法治的进一步发展。