

论证券市场民事法律机制之完善

——以自治与管制的有效平衡为视角

许加林* 陈宇** 胡传高*** 王玮****

摘要:20 年来,我国证券市场取得了瞩目的成就,各类市场主体的成熟度显著提高,证券市场已具备了良好的运行基础和条件。然而我国的证券法律体系的行政法律色彩大大浓于其应有的民事法律色彩,显得自治不足而管制有余,一定程度上束缚了我国证券市场的发展。本文试图按照放松管制、加强监管、促进主体自治、推动民事法律机制完善的目标,对现行证券法律法规存在的一些具体问题提出完善建议。

关键词:自治 管制 民事法律机制

重视和加强法治建设,历来是证券市场改革与发展的重中之重。20 年来,我国证券市场法治建设取得了明显成就,为证券市场健康发展发挥了非常重要的作用,一些长期累积的市场风险已有效化解,各类市场主体的成熟度也显著提高,证券市场

* 中国证监会江苏证监局局长助理。

** 中国证监会江苏证监局法制处处长。

*** 中国证监会江苏证监局法制处干部。

**** 中国证监会江苏证监局法制处干部。

已有一个良好的运行基础和条件。面对新形势下证券市场在“十二五”期间承载的历史重任,法治建设更要注重充分发挥市场主体的能动性,提高市场的活力与效率;注重不断培育市场的内在约束机制,充分发挥主体自治作用,推进市场主体归位尽责;注重提高投资者风险责任意识,推动市场主体用民事机制解决证券市场纠纷,改变过分依赖行政手段的状况,构建行政管制与主体自治有机结合的市场约束机制。

一、证券立法之理念——自治与管制的有效平衡

自治,指个人和组织依其自主的意思,自我负责地形成其私法上的权利义务,旨在保障实现个人和组织的自主决定。自治的真谛是自主选择,自主负责,其实质就是私法领域的一切法律关系由独立、自由、平等的个人和组织通过协商决定,政府不作干预。管制,即政府运用公共权力,通过制定一定的规则,对个人和组织的行为进行限制与调控。管制是政府直接干预微观经济主体活动的一种行为方式,当市场机制不能实现资源的有效配置,即出现市场失灵时,政府就通过管制以矫正和改善市场机制存在的缺陷,干预资源配置。管制的目的是解决市场失灵,维持市场经济秩序,促进市场竞争,最终扩大公共福利。没有适度的管制,难以自发地建立公平和有效竞争的市场秩序;而一个缺乏自治的市场,必然是市场交易主体缺乏活力,资源配置效益低下的市场。完美的市场经济法律制度应该是在自治与管制中间取得平衡,政府管制的作用范围仅限于“市场失灵”的领域,并以保障自由竞争的必要为限。

就证券市场而言,存在两种基本法律关系:一种是平等市场主体之间的民事法律关系;另一种是证券监管机构与各类市场主体之间监管与被监管的行政法律关系。作为调整上述两种法律关系的法律规范,证券法集民商法与经济行政法属性于一身,具有自治和管制的双重属性。一个良性的、理想的证券市场应该是一个公平的、有序竞争的市场,从而保障市场主体能够在信息公开、价格真实的基础上做出自我判断。同时,一个新兴加转轨的市场存在巨大的金融创新需求,管制过度

必然导致创新供给不足,但管制不足又可能使风险加大。一部完美的证券法应该体现自治与管制相平衡。因此,我国证券立法的核心理念应当是:在加强监管的同时,大力促进市场主体积极主动地实施自治,逐步放松管制。扩大市场化的范围,把本应由市场解决的问题,因担心市场机制不够成熟而放在政府管制层面加以处理的问题,逐渐地交还给市场来调整。

二、证券法存在之问题——自治不足而管制有余

长期以来,我国的证券市场法律体系行政法律色彩大大浓于其应有的民事法律色彩,显得自治不足而管制有余。1997年制定的《证券法》因为其中大量的行政法律规范,而被称为“证券管理法”。例如,对证券二级交易市场的过多限制;对金融产品创新的抑制;对金融混业经营、银行资金入市以及融资融券的管制,等等。这种强大的政府监管并未使市场有效运转起来,反而在执法、守法和防范道德风险等方面付出了巨大的额外成本。2005年的《证券法(修订案)》试图在监管理念上作出调整与改进,注重了证券法的私法属性,体现了自治在市场机制中的价值与意义。一是大大收缩了管制范围,解除融资融券、做空交易等限制,放宽公开发行新股条件,确立了私募发行的合法地位,为交易制度创新、多层次市场建设提供了法律空间。二是在法律责任上,增加规定了虚假陈述、内幕交易、操纵市场、欺诈客户等禁止行为的民事责任,行为人因此给投资者造成损失的,应当承担赔偿责任,一定程度上平衡了私法责任与公法责任的比例。应该说,证券立法的上述转变,秉承了现代市场经济的基本价值要求,具有进步意义。

尽管如此,由于法律传统和体制环境的局限,现行的证券法律体系仍然延续了倚重政府作用的市场监管传统,试图构建一个更为深入、全面、具体的市场监管制度,而对证券市场广泛存在的民事法律关系问题的处理仍然缺乏健全有效的民事法律机制。我们认为,证券市场民事法律机制主要应解决以下不足:一是市场主体民事法律制度相对缺失,在一些重要领域仍然缺乏有效的民事自治规定;二是市场主体民事责

任制度安排不平衡,不同市场主体之间的权责规定不匹配;三是市场主体民事纠纷解决机制不足,民事救济渠道有欠通畅;四是部分领域政府管制过多,存在管制阻碍自由竞争的情况。

三、证券法之完善——以健全民事法律机制为基础

按照放松管制、促进主体自治、推动民事法律机制完善的目标,我们针对现行证券法律法规存在的一些具体问题提出以下之完善建议:

(一)以契约为导向健全证券法中相关法律制度

1. 非上市公众公司发行制度

《证券法》第10条明确规定,向不特定对象或超过200人的特定对象发行,属于公开发行,需要经过监管部门的核准。从立法本意上看,此规定为保护社会公众利益,但是从法理上来看,此规定是否限制了合理的契约自由,200人的数额限制又是否合理?同时从监管实践来看,在监管资源十分有限的情况下,监管难以面面俱到。为此,建议在对非上市公众公司发行制度设计上,注重行政监管与契约自治有机结合,适当借鉴成熟市场的“私募豁免制度”和“小额发行豁免制度”。对于风险低、规模小的企业融资活动,在法律层面给予一定市场准入限制后,即可由投资者与发行企业通过订立的民事契约去规范融资活动,给市场主体留下必要的自治空间。而监管部门应将监管重心放在保证市场主体透明度的信息披露监管上,对重大信息要求及时、真实、准确、充分披露,无误导和重大遗漏,在此基础上的投资价值判断则留给市场去做主,让投资者真正树立起“盈亏自负、风险自担”的风险责任意识。具体而言,发行企业面向特定对象非公开发行的视为私募,可不受发行对象数量限制,无须监管部门核准。发行企业面向不特定对象发行的,纳入监管部门核准的,应在人数、发行规模及结构等方面有适当下限,而不宜像现行证券法规定的只要向不特定对象发行,无论人数多少,发行规模大小,均纳入监管。这既给中小企业带来高额的融资成本,也给监管部门带来过重的监管负担,且监管有效性也大打折扣。

2. 公司债券发行制度

由于担心公司债违约可能给社会稳定带来的风险,目前我国对发行公司债券实行的是核准制,除了发行人要符合《证券法》规定的严格的发行条件以外,发行过程更要经过证券监督管理机构的严格审批。债券发行从本质上来说属于民事契约关系,发行规模、利率、期限及违约责任均有明确的约定。从国际经验来看,债券发行强化发行人的契约责任,监管一般采取“注册制”,对其风险的防范一般是通过完善的信用评级和信息披露制度来进行的,相较于“核准制”而言,效率更高且行政成本更低。就我国目前的债券发行制度而言,应该逐步减少管制色彩,增加民事制度安排,强化发行人契约责任,简化核准程序。

在债券发行和存续期间,监管部门职能定位上,以加强发行人信息披露监管为核心,解决公司不透明、信息不对称等问题,只有这样,才能真正释放市场风险。对发行人的申请实行合规性核查,只要达到法律法规规定的条件,应准许发行人的申请。发行多少、何时发行、发行什么种类的公司债券等,由发行人自主抉择,通过合同形式与认购人确认。监管部门通过监管,督促发行人进行规范的信息披露,防范违约风险,最终实现由“核准制”向“注册制”的过渡。

3. 证券投资咨询制度

目前,我国的证券投资咨询机构存在行业发展萎靡、业务空间狭窄、主营业务单一的现状。比较突出的是,由于法律完全禁止证券投资咨询机构从事承诺收益和代客理财业务,证券投资咨询机构服务方式和服务手段单一,缺少法定的业务空间和盈利模式,业务发展无法适应客户多样化的需求,从而导致非法机构的投资咨询地下泛滥。我们认为,证券投资咨询业务本质上是咨询机构与客户之间的合同关系,合同双方有约定委托代理权限的自由,为了便于监管完全以行政手段禁止承诺收益和代客理财业务,既与成熟市场的做法相左,也与民事自治原则相悖。因此,建议在加强监管、防范风险的同时,多从发挥咨询机构专业作用、拓展行业生存发展空间考虑,完善现有的证券投资咨询相关法律法规,形成统一的约束证券投资咨询业的纲领性文件,给予证券投资咨询业准确市场定位。在业务模式选择上,应更多尊重意思自治,给市场创新空间,逐步有条件放开承诺收益和代客理财业务等限制;适当

放松对以机构投资者为服务对象的咨询业务管制,改进对其涉及公共投资者的咨询行为监管方式;加强对其内部控制和风险管理能力的监管,从而促进整个行业规范、有序、健康发展。

(二)以制衡为原则进一步完善证券民事责任制度

1. 扩大个人连带责任的范围

民事赔偿责任侧重于最大程度地消除违法行为的损害后果,使受害人和受害人之间已经失衡的利益关系得以恢复原状,使投资者的合法权益得到有效救济,这是行政责任、刑事责任所无法替代的,同时它对于侵害人的威慑作用也显而易见。因此,有必要强化个人的民事责任,在现有法律规定基础上,扩大侵害人连带责任范围。现行《证券法》中共有 13 个条文对民事赔偿责任进行了规定,而其中规定了个人与机构共同承担赔偿责任的条文仅有 4 条,涉及承担赔偿责任的主体也只限于发行人和上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员;投资咨询机构的从业人员。而在证券发行、上市、交易过程中起着十分重要作用的其他个人,包括行使签名权的保荐代表人、律师、注册会计师、资产评估师、财务顾问等个人制作、出具或参与制作、出具的文件有虚假陈述,给他人造成损失的,尚无民事赔偿责任规定。我们认为,上述专业人士在证券发行、上市、交易过程中面向公众提供的信息披露文件,是投资者作出投资判断的重要依据,他们在披露文件上的签名就表明应承担所签名信息的担保责任,如果因虚假陈述给投资者带来损失,理应承担连带赔偿责任。同时,因机构的违法行为均是由具体的个人来实施的,应树立重罚个人的理念,加大对上市公司、证券经营机构、证券服务机构及其控股股东、实际控制人的直接责任人员的民事责任追究力度,在民事诉讼中将直接责任人员列为共同被告,在民事赔偿标准方面采取就高不就低的原则,真正让以身试法者付出沉重的代价,才能起到震慑和警示的作用。

2. 增加对投资者民事责任的规定

以保护投资者利益为重要宗旨的证券法规定了多项投资者的权利,并通过行政力量对投资者权利进行保护,应该说这是必要的。但作为市场主体的投资者,在享有权利的同时也应有维护市场秩序的义务和责任,应在诚实信用、遵纪守法的前提下,通过合法渠道追求投资回

报。同时,投资者也有义务对自己参与投资交易的合法性进行多方面的了解确认。而现行证券法对投资者责任义务规范甚少,存在法律责任与权力行使极大不平衡、不匹配情形。例如,对投资者全权委托证券公司进行证券交易,如果投资者发生损失的,证券公司要负责赔偿;投资者参与买卖未经核准擅自公开发行的证券的,如果造成损失,证券公司与发行人对投资者要承担连带赔偿责任,而投资者参与上述违法活动无须负任何法律责任。这种制度安排一方面有违权责对等法律原则,另一方面导致在实践中投资者尤其是个人投资者过度维权、畸形维权,同时,也在很大程度上影响了投资者教育的效果,不利于培育理性、成熟的投资者队伍。因此,建议进一步明确投资者的民事责任,投资者参与非法证券活动受损失的,应自己承担风险;故意参与非法证券活动的,非法收入应予没收,并视情节依法查处;接收投资咨询时,有义务确认咨询机构的执业资格,等等。发生纠纷应更多的通过民事诉讼或仲裁方式解决。

(三) 以民事救济为途径健全市场主体纠纷解决机制

1. 实行有效的投资者司法保护机制

一是取消虚假陈述民事赔偿诉讼前置程序,建立快速索赔的绿色通道。虚假陈述民事赔偿案件前置程序,这一旨在保障司法统一性的过渡性措施,在特定的历史阶段,起到一定的作用,但同时也严重制约了投资者司法救济的诉权,不利于及时保护投资者合法权益,及时化解社会不稳定因素,且有违民事诉讼法的基本理论。经过多年的司法实践,法院已积累了相当的审判经验和专业人才,直接受理虚假陈述民事案件条件已经成熟。

二是完善关于证券民事案件的司法解释。根据《物权法》、《侵权责任法》、《证券法》和《公司法》等法律规定,就证券市场对不特定投资者发生的虚假陈述、内幕交易和操纵市场等违法行为尽快作出系统的司法解释,使相关民事责任制度更具有可操作性。根据证券市场的实际情况,就证券发行承销、证券交易、上市公司收购、委托理财等领域的合同行为进行研究,适时出台相关司法政策,建立和完善虚拟经济领域合同责任司法制度。

三是推动设立金融专业法庭。随着金融市场的不断发展壮大,金

融市场司法需求日渐增多,新型案件不断出现,案件专业性和复杂性不断增强。尤其是证券领域的案件专业性强、社会影响力大、涉及利益范围广,有必要成立专业的金融法庭,集中审理金融案件。一方面,这有助于提升金融案件的专业化审判水平,提高金融案件审判的质量和效率;另一方面,这有助于进一步统一金融案件的裁判标准,形成具有示范效力的司法判例。

四是进一步完善集团诉讼、股东代表诉讼制度等司法配套制度。由于证券案件的审理具有专业性强、受害人多、牵涉面广等特点,为了保护广大投资者的合法权益,公平、公正、及时地解决证券纠纷,对证券侵权诉讼应采取集团诉讼的特殊诉讼程序。一方面,尽快制定和完善相关司法配套制度;另一方面,要加强舆论引导,鼓励中小投资者、机构投资者充分掌握这一诉讼维权武器,真正实现司法救济保障的功能。

2. 丰富投资者民事救济渠道

一是建立证券投资者市场救助机制,制定并出台《证券投资者保护法》,对投资者的权利、市场参与主体的责任与义务、投资者权益保护协会、争议的解决方式、责任保险制度、市场救助基金、救助对象和标准等进行规定。借鉴消费者权益保护协会的成熟经验,比照证券投资者保护基金的做法,成立投资者权益保护协会和市场救助基金,具体开展投资者权益保护工作,健全投资者权益救济渠道,调解纠纷,代表起诉。

二是积极推行证券纠纷仲裁制度。目前我国证券纠纷的解决渠道单一,主要集中在监管部门和法院,耗费了大量有限的监管资源,增加了法院司法审判压力。2004年1月18日,国务院法制办、中国证监会联合印发了《关于依法做好证券合同纠纷仲裁工作的通知》(国发[2004]5号),对运用仲裁方式解决证券合同纠纷作出了安排。证券仲裁作为国际通行的民商事纠纷解决方式,也是市场经济内部自我完善的重要机制,《仲裁法》规定的可适用市场规则和行业惯例裁决纠纷、专家裁决、一裁终局、不公开进行、成本较低等优势,赋予证券仲裁灵活性、效率性、保密性、专业性和经济性的特点,在西方发达国家得到了广泛的运用,而在我国证券仲裁无论是相关的配套制度还是实践都相当滞后。证监会应联合相关部门,积极宣讲仲裁的优势和基本知识,认真

组织好合同示范文本、格式合同修订工作,建立证券专业仲裁员人才库,为仲裁工作的开展提供政策、法律、业务规则的咨询,提供有关了解事实、证据和仲裁依据的便利。

(四) 以市场主体归位尽责为目标放松管制

1. 上市公司监管方面

(1) 取消对董事、高管人员 2 年内不得变更的要求。《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第 13 条规定,发行人最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均没有发生重大变化。我们认为,企业调整董事、高级管理人员均系正常行为,在强调实际控制人不得发生变更的前提下,可以对其他董事、高管人员是否发生变更不作限制,可由保荐机构对董事、高级管理人员的调整是否会影响企业正常运转做出判断,出具专门意见,强化市场自我约束力量。

(2) 关于创业板公司赢利预测误差处理。《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第 57 条规定,发行人披露赢利预测的,利润实现数如未达到赢利预测的百分之八十,除因不可抗力外,其法定代表人、赢利预测审核报告签名注册会计师应当在股东大会及中国证监会指定网站、报刊上公开作出解释并道歉;中国证监会可以对法定代表人处以警告。业绩不稳定、经营风险高、退市风险大等系创业板公司固有点,“百分之八十”的规定缺乏科学性和合理性。针对此类问题,监管的重点应该是信息披露的真实性与及时性,重点关注公司在赢利预测时是否有充分的依据和理由,如果情况发生变化,导致前述预测出现较大误差,则应在第一时间进行披露。如果做到这两点,则可以认为上市公司已经尽责,不应受到处罚。

(3) 提高上市公司再融资、并购重组审核效率。上市公司再融资、并购重组存在行政管制环节较多、审批链条较长、效率较低的情况。其中国有控股上市公司的并购重组须报国资委审批、涉及外资的并购重组须报商务部审批等,审核程序复杂、环节多、时间长,从公告方案到批准实施,一般需要 6~10 个月的时间。相当一批上市公司需要再花时间实施补充审计,更有甚者,由于等待时间过长、行业的大环境或市场股价发生较大变化,个别并购重组方案在审批过程中就已夭折。建议将公司“再融资”审批权移至证券交易所,报中国证监会备案。监管部

门可以对申请再融资的上市公司在募集资金投向、企业盈利能力、项目回报等方面设置一定的条件,充分发挥券商、律师、审计事务所、评估事务所等中介机构的作用,把风险释放给券商等中介机构和企业来共同承担。研究优化并购重组审批流程,进一步明确证监会、交易所和派出机构的审核职责,提高并购重组审核效率;简化资料补正程序,完善和规范审核反馈机制。涉及并购重组的各监管部门应进一步加强协作,避免一些互为前提条件的情况延缓并购进度,加快审批进度,探讨压缩国有控股上市公司在并购重组等重大事项上的审批链条。

2. 证券公司行政许可

证券公司经过综合治理和近几年的有效常规监管,其内控水平和合规管理水平已大为提升,当下证券公司亟待提高的是专业服务能力和创新发展能力,而这需要监管部门给予适当宽松的环境。目前,证券公司行政许可涉及人员、资金、业务、分支机构等多个环节和领域。我们建议,凡是属于市场机制能够有效调节制约、证券公司能够自主负责、不存在系统性风险的事项,都可以放松管制,一方面可使监管工作在更加规范、透明、高效的轨道上运行;另一方面可切实提高证券市场的市场化水平。

(1)完善证券公司高管人员任职资格行政许可制度。分支机构负责人如变更所任职公司,则应重新进行任职资格申请。分支机构负责人作为证券公司高管人员,相关规定已经明确了任职条件与审核程序,但仅仅由于变更了所任职的证券公司,即使在同一辖区,仍必须重新进行任职资格审核。建议以培养证券市场职业经理人为目标,取消证券公司分支机构负责人因变更所任职公司重新申请任职资格的行政许可,可以通过年检方式保持持续监管,并逐步打通证券高管人员相互承认任职资格的通道。

(2)取消证券公司变更注册资本部分事项的审批。《证券法》规定,证券公司注册资本发生变更的,必须经证券监管部门审批。我们认为,《证券法》已对证券公司设立提出了注册资本的最低要求,且相应业务也需要与公司的注册资本匹配。实践中,证券公司注册资本的变更基本都是增加,鲜有减少。建议取消证券公司变更注册资本部分事项的审批,尤其是不涉及证券公司股东、实际控制人变化增资事项。

(3)取消证券公司分支机构同城迁址的行政许可。《证券法》规定,证券公司分支机构营业场所发生变更,必须经证监会审批。目前,证券公司分支机构设立已放开,证券公司分支机构营业场所的变更发生在同城范围之内,同城迁址不会增加区域内网点家数,也与证券公司网点布局无关,不会影响竞争格局,不会给投资者带来不便(基本上采用非现场交易),作为行政许可项目,已无存在必要,应予废除。

(4)完善证券公司资产管理业务审批制度。证券法规定,证券资产管理业务和证券经纪、证券自营等业务一样属证券公司最基本的业务之一。证券公司作为金融领域的理财专家,资产管理业务为基本、专业的业务,但在监管实践中,仍然对证券公司从事资产管理业务的资格进行严格的审批,且对证券公司每个资产管理产品均进行审核,不仅有违法行政之嫌,也降低了市场效率,影响了行业利益,让银行在资产管理方面抢了先机,挤了份额。证券公司发行集合理财等资产管理产品,应由证券公司自主决定,监管部门强化日常监管,保证信息披露充分,风险由投资者自行判断,发生纠纷,按双方约定处理。

(5)此外,对现有行政许可项目进一步梳理,并形成定期梳理的长效机制,根据市场发展的状况,分别进行处理,确需保留的,予以保留;不需保留的,及时清理;暂时需要保留的,做好过渡期的安排。当前,可以取消证券公司形式变更的审批,可以区分公司章程重要条款的具体类型,依其类型决定是否纳入行政审批范围。

(6)优化行政许可流程。对现有行政许可项目流程进行梳理,进一步进行优化,可以对条件明确、形式要求统一的常规性行政许可项目,如证券公司分支机构负责人任职资格审核,证券公司分支机构迁址等项目,研究适用简易程序。

3. 基金监管方面

(1)适当放宽对基金运作的限制。目前,《证券投资基金法》对基金财产投资品种作出了严格的限制,仅能投资上市交易的股票、债券,以及其他经批准的证券品种,基金财产不得买卖与其基金管理人、基金托管人有控股关系的股东或者与其基金管理人、基金托管人有其他重大利害关系的公司发行的证券或者承销期内承销的证券的规定,限制了基金管理人对于诸如证券公司集合理财产品等市场创新产品的投资。

建议强化基金管理人的信息披露与内控制度建设,在严格防范潜在的利益冲突和利益输送的前提下,扩大基金投资范围,对基金关联交易适度“松绑”,实现基金份额持有人利益的最大化。

(2)对私募基金给予适度监管。私募基金特别是股权私募基金对实体经济的推动作用不容小觑,但目前《证券投资基金法》将私募基金排斥在监管范围之外,私募基金法律地位不明确,成为其进一步健康发展的重大障碍。要加快对《证券投资基金法》的修改,将私募基金纳入监管范围,明确其在我国资本市场的合法性地位,以促进其规范发展。在制度安排上,应充分考虑“私募”这一特点,在避免私募基金风险扩大化和公众化的同时,更要充分发挥私募基金的特点和优势,对私募基金的投资等具体运作放松监管,免除对私募基金投资范围、投资比例、私募基金管理费和业绩报酬提取办法的监管。

一个缺乏健全民事法律机制、无法有效实现民事自治的证券市场必然是市场交易主体缺乏活力,资源配置效益低下的市场,必然是难以通过单纯地加强政府管制而走向健康、有序、富有创新力的市场。在世界经济一体化、全球化、市场化程度越来越高的今天,我国证券市场的创新业务不断推出,对外开放不断扩大,放松行政管制、强化民事自治已有内在的需求和外在的基础。以政府为主导,管制过甚的发展模式,必须转到监管与自治并重,二者有机统一的轨道上,才能使我国证券市场快速走向成熟。