

基于监管角度进一步完善《证券法》的思考

李文华

(中国证监会重庆监管局 重庆 400010)

【摘要】 现行《证券法》颁布多年,已跟不上资本市场发展的需要,主要存在以下问题:“证券”调整范围过窄,一些影响市场发展的重要问题及创新业务未纳入规制,惩戒力度过轻,投资者保护规制不清,行政执法与司法缺乏有效衔接,执法手段不足等。本文在深入分析《证券法》存在问题的基础上,从监管视角提出了完善措施。

【关键词】 证券法 上市公司 证券交易 投资者 监管

一、《证券法》的修改演进

1999年7月1日施行的《证券法》是我国第一部证券法律,是资本市场基本的法律制度,它使资本市场的运行和发展有法可依,对我国资本市场及实体经济的健康发展贡献巨大。2003年10月,《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》要求“大力发展资本和其他要素市场。积极推进资本市场的改革开放和稳定发展,扩大直接融资。”然而随着资本市场快速发展,也出现了一些问题:上市公司治理不完善,信息披露制度不健全,诚信和法律责任规定缺乏;证券公司内控缺失、经营不规范、外部监管手段不足;投资者特别是中小投资者合法权益保护规制不健全,缺乏民事追偿规定;证券发行、交易、登记结算制度不完善。资本市场运行中出现的新情况、新问题缺乏有效的应对手段,部分法律责任规定过于原则,难以操作;《证券法》调整范围和某些限制性规定制约市场发展等问题开始暴露出来,修订《证券法》势在必行。《证券法》修订涉及证券发行、证券上市、证券交易、证券登记结算、投资者保护、市场监管等各个方面。

2005年10月27日,修订后的《证券法》即现行《证券法》获得通过,于2006年1月1日实施。现行《证券法》共12章、240条,在原《证券法》214条的基础上新增53条、删除27条,一些条款作了文字修改,增加的部分包括从《公司法》中并入的涉及证券公开发行、上市的8条。《证券法》修改如此迅速,在中国立法史上并不多见。

二、现行《证券法》的积极意义

1. 扩大了“证券”调整范围。“证券”调整范围从股票、公司债券扩大为股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券和证券衍生品种。《证券法》规定证券业和银行业、信托业、保险业实行分业经营、分业管理,且“国家另有规定的除外”,这为资本市场与银行间市场、信托市场、保险

市场的混业经营预留了发展空间,给资本市场创新发展提供了法律支撑。

2. 明确了“公开发行”与“非公开发行”。《证券法》规定了发行人公开发行股票、债券的条件以及法定程序、公开发行前的预披露制度、发行失败的处理等一系列行为的权利义务,明确了证券发行条件及审核程序,对严把发行审核关口,确保上市公司质量起到了积极作用。同时,明确了公开发行与非公开发行定义,为打击非法发行和变相公开发行,非上市公众公司监管提供了法律依据。

3. 规定了合法证券交易与非法证券交易的界限。《证券法》规定证券交易当事人买卖的证券必须是依法发行并交付的证券,不得买卖非法发行的证券。规定证券在依法设立的交易场所上市交易或国务院批准的其他证券交易场所转让。证券交易以现货和国务院规定的其他方式进行交易。明确了证券上市交易的条件、暂停或终止交易、信息披露、禁止的交易行为等。

4. 规范了上市公司收购。《证券法》规定了上市公司收购的方式,收购的报告及公告,收购期限,被收购公司终止上市,收购中未履行法定程序或者擅自变更收购要约、损害被收购公司及其股东合法权益的责任等,对规范上市公司的并购重组行为,发挥资本市场资源配置功能,促进优质上市公司迅速做大做强起到了积极作用。

5. 明确了中介机构及中介服务机构的职责。赋予证券交易所核准证券上市、暂停或终止证券交易、对证券交易实时监控以及实行行业自律管理等职责,发挥了交易所一线自律管理的作用。对会计师事务所、证券投资咨询机构等证券服务机构的权责进行了规定。规定了故意提供虚假证明文件的罚则,对引导和规范证券服务机构行为起到了一定作用。

6. 保护了投资者。《证券法》规定客户交易结算资金

第三方存放并单独立户管理,从根本上解决了证券公司长期挪用客户交易结算资金的问题。并规定了9种侵害投资者合法权益行为的民事追偿责任,设立了投资者保护基金,对投资者合法权益的保护起到了一定作用。

7. 明确了监管部门的职责。《证券法》明确了证券监管部门对资本市场的监管职责,扩大了被监管对象的范围,赋予监管部门在必要时可以采取冻结或者查封等措施,同时加强了对监管执法的监督和约束。

三、现行《证券法》存在的问题

1. “证券”调整范围过窄,不适应市场创新发展。《证券法》所指“证券”属于资本证券,包括股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券;同时规定政府债券、证券投资基金份额的上市交易适用本法;证券衍生品发行、交易由国务院依照本法原则规定。

在最近几年资本市场的改革发展中,融资融券、转融通、股指期货、中小企业私募债、券商资产管理、直投、资产证券化等新型业态不断发展,多层次资本市场发展已具雏形,新出现的证券品种及其衍生品包括股指期货、抵押证券、中小企业私募债、资管结构化产品、股东出资证明、投资合同以及大量的资产证券化产品等。这些新的证券及其衍生品目前均未纳入《证券法》统一规范,不利于市场的长远发展。

2. 对于一些影响市场发展的重要问题,监管执法无据。目前,利益输送普遍存在于资本市场的发行、交易、中介服务等各个环节。利益输送主体主要包括基金管理人、证券公司、上市公司及其高管人员等。基金管理人利益输送方式主要有:通过频繁交易创造佣金收入利益输送、新发行产品向老产品利益输送、利用管理的公募基金产品向相关利益主体利益输送、非自购产品向自购产品利益输送、基金经理个人或亲属“老鼠仓”等。券商利益输送主要集中在资产管理、自营、保荐+直投以及研报等业务领域。对市场普遍存在的利益输送问题,现行《证券法》没有规定,利益输送行为得不到有效打击。

另外,大股东和高管持有股份限售期满大量减持已成为影响资本市场健康运行的突出问题。大量法人及高管持有股份上市流通给“贫血”的资本市场安装了一个巨大的、潜在的“吸血器”。近两年创业板股东及高管减持套现潮对市场影响尤其突出。2011年,创业板股东及高管减持套现96.27亿元,2012年8个月内,全部347家创业板上市公司有119家遭到股东及高管减持,套现金额54.46亿元。截至2012年底,创业板已减持股份占已解禁股份总数的44.45%。创业板公司“三高”发行、肆意套现等只圈钱不创业的行为,已严重危及资本市场的健康发展。

3. 《证券法》对违法违规行为惩戒力度普遍过轻,且自由裁量权巨大。擅自公开或者变相公开发行政券,处非

法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款,相关责任人给予警告,处三万元以上三十万元以下的罚款。欺诈发行已经发行证券的,处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款,相关责任人处三万元以上三十万元以下的罚款。内幕交易没收违法所得,并处违法所得一倍以上五倍以下的罚款;违法所得不足三万元的,处以三万元以上六十万元以下的罚款。

单位从事内幕交易,相关责任人给予警告,并处三万元以上三十万元以下的罚款。操纵证券市场没收违法所得,并处违法所得一倍以上五倍以下的罚款;违法所得不足三十万元的,处三十万元以上三百万元以下的罚款。单位操纵证券市场,相关责任人给予警告,并处以十万元以上六十万元以下的罚款。证券公司欺诈客户,责令改正,处一万元以上十万元以下的罚款。非法经营证券业务,由证券监督管理机构予以取缔,没收违法所得,并处违法所得一倍以上五倍以下的罚款;违法所得不足三十万元的,处以三十万元以上六十万元以下的罚款。相关责任人给予警告,并处三万元以上三十万元以下的罚款。

证券服务机构未勤勉尽责,没收业务收入,暂停或者撤销证券服务业务许可,并处以业务收入一倍以上五倍以下的罚款。相关责任人给予警告,撤销证券从业资格,并处三万元以上十万元以下的罚款等等。

权数额极低的罚款、巨大的自由裁量权不仅造成违法成本极低,给执法寻租留下巨大空间,而且严重影响执法效率,难以对违法违规行为形成有效震慑。

4. 投资者保护規制不清,保护投资者缺乏有效保护。

(1) 缺乏投资者保护专项规定。《证券法》中的总则、证券发行、证券交易、上市公司收购、证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构、证券业协会、证券监督管理机构、法律责任及附则等12章中,缺少投资者保护与服务章节。投资者保护与服务问题缺乏相关保护及服务的标准、办法与细则等。

(2) 民事赔偿规制薄弱,投资者损失追偿难。《证券法》对9种损害投资者利益行为的民事赔偿做了原则性规定。①内幕交易,操纵市场,欺诈客户;②投资咨询机构及其从业人员代理委托人从事证券投资;③与委托人约定分享证券投资收益或者分担证券投资损失;④买卖本咨询机构提供服务的上市公司股票、利用传播媒介或者通过其他方式提供、传播虚假或者误导投资者的信息;⑤证券服务机构制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏;⑥证券公司承销或者代理买卖未经核准擅自公开发行的证券;⑦证券公司承销证券进行虚假的或者误导投资者的广告或者其他宣传推介活动、以不正当竞争手段招揽承销业务;⑧证券公司违背客户的委托买卖证券、办理交易事项、违背客户真实意思表示、办理交

易以外的其他事项;⑨收购人或者收购人的控股股东、利用上市公司收购、损害被收购公司及其股东的合法权益等给投资者造成损失的,应当依法承担赔偿责任。

虽然对大部分利益侵害行为作了原则性规定,但无具体实施指导意见,仅虚假陈述民事赔偿案件有具体规定。行政司法倒置、司法价值取向背离、民事赔偿认定困难、执法效率低下等导致投资者诉讼无门,合法权益得不到应有保护。

5. 行政执法与司法移送缺乏有效约束,未形成执法合力。《证券法》规定构成犯罪的证券违法行为依法追究刑事责任。《最高人民法院公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》对证券市场上的虚假出资、抽逃出资,擅自发行,欺诈发行,内幕交易、泄露内幕信息,利用为公开信息交易,操纵市场,违规披露、不披露重要信息,编造并传播证券、期货交易虚假信息,擅自设立金融机构,背信损害上市公司利益,背信运用受托财产,非法经营证券业务,隐匿、故意销毁会计凭证、账簿、财务会计报告,提供虚假证明文件,出具证明文件重大失实等证券违法犯罪行为规定了刑事立案追诉标准。

由于《证券法》对证券行政执法与司法移送缺乏有效制度约束,致使一些本应受到司法处置的违法行为被行政处罚,对于一些移送司法的案件也缺乏追踪约束制度,难以形成证券监管与司法的执法合力,大大降低了证券监管执法的有效性和公信力。

6. 执法手段不足,监管公信力有待提高。《证券法》赋予证券监管机关现场检查、调查取证、询问、要求做出说明、查阅、复制、封存、冻结或查封等权力。执法中查处复杂、重大案件尤其是内幕交易、操纵市场、利益输送等案件时,执法手段制约明显。

现场调查时,扣押涉案证物非常重要,证券监管部门没有扣押权。及时查封冻结违法资金、涉案材料对防止调查对象转移或者隐匿违法资金、证券等涉案财产或者隐匿、伪造、毁损重要证据非常重要,但查封冻结须“经国务院证券监督管理机构主要负责人批准”,审批程序繁琐严格,及时性无法保障。调查对象不配合、拒绝、阻碍执法时,只要没有暴力抗法,调查人员基本没有办法。因为《证券法》对此类情况规定“依法给予治安管理处罚”,证券监管部门没有强制或半强制要求配合的权力。此外,证券监管部门不能代表受侵害的投资者向法院提起民事诉讼。执法手段不足制约对市场违法违规行为的打击力度,影响监管执行效率和监管公信力。

四、完善现行《证券法》的思考

1. 适应市场创新发展,扩大“证券”调整范围。《证券法》需从证券的固有属性和证券监管的内在逻辑出发,立足于科学构建多层次市场体系,切实防范监管套利的现

实需要,合理定义证券概念,适当拓展证券范围。同时,将新出现的股指期货、融资融券、保荐+直投等业务也纳入《证券法》有效规制。

2. 重点突出对重大违法违规行为的监管。市场普遍存在利益输送、大股东及高管恶意套现、中介机构出具虚假证明文件等行为不仅会严重损害投资者利益,而且会严重挫伤投资者对资本市场的信心,危及市场的健康发展。因此急需将其纳入《证券法》规制,并将利益输送、大股东及高管恶意套现、保荐人及其他中介服务机构出具虚假文件(取消“故意”二字)等纳入《刑法》惩治。

3. 提高惩戒力度,大幅增加违法违规成本。对现行《证券法》罚则进行修改,大幅提高经济处罚额度,减少自由裁量权,增加违法犯罪成本,这是有效震慑资本市场违法违规行为的必然选择。

4. 细化民事追偿,保护投资者合法权益。在《证券法》中增加“投资者保护与服务”章节,明确投资者对各种侵害行为的赔偿追诉权,将投资者保护与服务纳入法律规制,并配套出台投资者保护与服务的管理办法、实施细则等,将投资者保护与服务落到实处。强化民事赔偿,对《证券法》中相关民事赔偿条款进行细化,并赋予证券监管部门代表受利益侵害的投资者进行民事赔偿诉讼、投资者集体诉讼等权力。

5. 强化证券行政执法与司法的衔接,形成执法合力。在修订《证券法》时应增加证券犯罪司法移送相关规定,切实将行政执法与司法有效衔接;同时增加案件司法移送追踪约束相关规定,赋予证券监管部门协调、监督司法机关正确行使司法权力,保证证券犯罪行为得到公正、及时的惩处。这样才能形成证券行政执法与司法的有效整合,使证券违法犯罪行为得到有效打击,净化市场环境。

6. 增加执法权限,加强执法激励。修订《证券法》时应赋予证券监管部门扣押权及强制或半强制配合调查权,简化查封冻结审批程序,进而提高执法效率。现行《证券法》规定罚款和没收的违法所得全部上缴国库。罚没收入与执法者毫无关系的罚则规定,严重挫伤了监管执法人员积极性。修订《证券法》时应加强执法激励,在罚没款收支两条线的原则下,合理确定罚没款返还执法部门的比例,以增强执法激励,留住优秀执法人员。

主要参考文献

1. 贺建刚,刘峰.大股东控制、利益输送与投资者保护——基于上市公司资产收购关联交易的实证研究.《中国会计与财务研究》,2005;3
2. 刘白兰,朱臻,孙进军.定向增发、代理冲突与中小投资者保护.《金融理论与实践》,2012;4
3. 于静.基于投资者保护的股利支付决策迎合效应研究.《商业研究》,2012;6