

# 我国证券监管制度重构探讨

骆源远

证券交易虚拟性与实体经济活动真实性之间的差异、证券市场巨大的利益驱动、证券价格的巨幅波动以及证券市场波动对实体经济运行造成的巨大影响,决定了国家必须对证券市场进行严密的监管。我国证券市场是新兴市场,证券市场监管严重滞后。我国证券市场在发展过程中表现出来的虚假信息、操纵价格、内幕交易、极限投机等方面的问题已经危害到证券市场自身的发展,损害了投资者的利益。我国证券市场监管在行使职能过程中表现出来如方法单一、法规不完善、措施不到位、效果不理想等问题,深入分析,其根本原因就在于证券市场监管的基础制度建设方面存在缺陷。本文主要对现行证券监管制度提出若干重构监管基础制度的建议。

从规范性文件体系看,我国证券市场上以《公司法》、《证券法》为核心,以《刑法》、《会计法》和行政法规和部门规章为补充的法律监管制度架构已形成完整的体系,为证券市场的健康运行构建了良好的基础平台。近几年证券监管机构启动“监管风暴”,证券市场的纯洁度大为提高。但囿于深层次的原因,证券监管方面仍存在不少尚需改进之处。笔者认为,必须从改革证券监管目标理念单一、监管机关行政依附性强、司法监管薄弱等方面着手,重构证券监管制度,以期纾解当前证券监管之困境。

## 1、证券监管理念的重塑:保护投资者利益

一个证券市场要运转要发展,其关键是投资者的参与。美国证券市场的成功,在很大程度上要归功于投资者对市场的信心。而投资者是否持续性参与证券市场行为,其关键在于自身的合法权益能否得到有效的保护。虽然保护投资者权益

作为我国证券法的根本宗旨早已得到法律确认,对投资者保护的法规也在不断健全与完善之中,但是真正对保护投资者利益有实效的制度屈指可数,这已经严重制约了我国证券市场的发展进程。

在这方面,美国和日本所走过的路径是值得我国反思和借鉴的。美国在陆陆续续加强了旨在保护投资者利益的法律的修订、完善以后,才陆续开始金融创新和导入新的金融产品;而一味地以赶超美国为政策目标的日本,在尚未完全将有关证券和资本市场的法规理念转移到保护投资者的利益之前就匆匆加速了所谓的证券化的步伐,其代价是长达5年之久的泡沫经济的形成以及崩溃后长达12年至今的经济萧条,而即便与目前的中国相比,20年前的日本的法律也是比较完善的。

所以,当务之急是重塑我国证券市场的基本理念,由原来证券市场为国企改革服务真正落实到维护大众投资者的利益上来。应该说,2005年开始的全面股改思路以及投票机制改革体现了保护投资者利益的理念,但不少国有控股公司的股改对价仍令广大投资者不满。笔者认为,真正贯彻保护投资者利益理念应从构建具有长期稳定绩效的制度机制抓起,结合我国证券市场的具体实际,并参照国外的法律理念,逐步完善投资者权益保护机制,如:建立和完善类别股东表决权机制、投资者赔偿基金和股东私人诉权制度等等。

## 2、证监会的行政依附性的突破:独立规制委员会

《证券法》并未明确规定证监会的法律性质。根据《中国证券监督管理委员会机构职能配置、内设机构和人员编制规定》(以下简称《三定方案》)等的规定,中国证监会是一个事业单位。事业单位并不是正式的行政主体,其行使行政管理职能只能来自

于法律、法规的授权,而《三定方案》不是行政法规,因此也就不能使中国证监会成为法律、法规授权组织。定位证监会时既要使其拥有足够的权力以承担监管证券市场的职责,又要使其独立、公正地完成工作。参考国外的相关法律制度,将证监会定位为独立的规制委员会是较好的选择。所谓“独立”,指规制机构既与被规制对象等利益相关者保持一定的距离,又与政府行政部门保持一定的距离。

设立独立规制机构有两个出发点:一是减少外部干预;二是建立专业技能。二者互相促进。根据有关规制改革的报告,规制机构的独立性应包括以下6个要素:

- ①法律对规制机构授权;
  - ②规制机构在机构设置上独立于行政部门,实行自治管理;
  - ③规制者由多方任命(如政府与议会共同任命);
  - ④规制者实行固定任期;
  - ⑤建立职业标准和有吸引力的薪酬标准;
  - ⑥设立稳定的经费来源(如通过行业收费,而不是政府预算拨款)。
- 发达国家的独立规制一般都基本包括了以上特点。目前我国证监会的所有经费均来源于市场,而不是财政拨款。同时,证监会的组成人员多为业内专家,具备建立独立规制机构的条件。这样定位有以下几个优点:首先,可以同时满足证监会的独立性的确立和足够的行政权的获得和使用这两个要求。在美国,独立的规制委员会作为一种行政组织,拥有独立的法律地位和较大的权力。其次,这样定位有利于全国人大直接对其进行监督。

## 3、证券监管行政监管为主模式的突破:促进证监会、法院和人大在证券监管中的协调、合作及监督

从宪政原理来讲,法院应当是争

议问题的最终裁判者。加强法院对证监会的执法过程的监督,建立对证券行政处罚的司法审查制度,通过立法扩大法院对证券民事刑事案件受案范围,可以更好地促进证监会执法水平的提高和执法结果的公正性。证监会可以承担证券市场监管的大多数监管职责,但是在一些关键问题上,比如责任和处罚的最终认定、监管纠纷的最终裁判、受害人的救济等等,离不开法院的参与。

司法机关的宪政地位要比证监会高,相对于证监会而言,其独立性也更强。法院的司法行为固然要考虑到政治和社会政策,但是法院判决必须要遵循成文法。利用成文法的确定性和透明性来抵抗行政压力和政治侵蚀应是一个不错的策略。同时,司法具有很强的被动性,一般不会主动、过度地干预市场,也有利于在政府监管和发挥市场自律、维护市场活力之间保持一种平衡。

法院可通过两种途径平衡证监会的权力和对其规章进行司法审查:第一,如果证监会的某种法规或决定与宪法和相关法律相冲突,任何机构和个人都可直接向法院起诉,由法院裁决。或者,在这种法规影响到具体事项时,当事人可诉于法院,通过法院的裁决来驳回与法律有悖的法规。

第二,当证监会对任何证券违规或违法的行政处罚超过一定数目时,必须经过正常的诉讼程序通过法院裁决。比如,象对亿安科技市场操纵者的4亿人民币处罚,案情严重到超出行政监管的范围,应当有法院介入。否则,一方面可能对被罚方不公,另一方面处罚执行困难。

此外,社会公众投资者在协助证监会执法方面有着不可替代的积极作用,而民事责任制是其监督、检举违法违规行为的原始动力。有民事责任即应有诉权。证券市场的重要诉权包括股东代表诉讼制度和投资者集团诉讼制度。应尽早制定实施股东代表

诉讼制度和集体诉讼制度。证券私人诉讼机制的启动,既是投资者维护自己权益的武器,也是一场针对证券违法违规行为的“人民战争”,更是司法监管证券市场重要途径。

除进一步完善证券立法外,人大常委会应增加对证监会的监督。2001年成思危副委员长领导进行的对《证券法》执行情况的调查,是一个极好的开端。但这种监督应该制度化和定期进行,人大常委会财经委应经常举行公开的听证会等,以此来平衡证监会的权力。

## 4、放松政府管制,加强自律监管

针对我国目前政府对证券市场干预过多的问题,政府必须撤出部分管制领域,改由市场和自律组织调控。结合我国的情况,政府应将精力集中到宏观决策和监管规划等方面的问题上,凡涉及执行性、事务性和操作性等职能的领域都应适当放松政府管制。

加强我国证券业自律监管,就是要充分发挥证券自律组织的自律监管功能。就证券交易所而言,应包括:

- 其一,交易所应首先取得独立的法律人格,成为真正意义上的自律管理组织;
- 其二,交易所的监管权限应从现阶段的授权自律向法定自律转变,提高证券交易所自律管理的效力层次,保证自律管理的权威性,清晰划分自律管理和行政监管之间的权责边界;
- 其三,要在法律法规的框架下赋予证券交易所进行制度创新、品种创新和交易方式创新的权利,恢复市场的应有功能;
- 其四,应发挥证券交易所在多元化解决证券纠纷中的作用。

自律管理,意味着证券行业内的相关事务,包括证券纠纷事务的处理,应尽可能自律,事实上,提供一定范围内的证券纠纷解决渠道,是自律管理职能的有机组成部分。证券交易所作为主要的自律组织,

在多元化解决证券纠纷方面,无疑能够发挥应有的作用,这一点已经在纽约等证券交易所自律管理制度中得到充分体现。

应建立我国证券纠纷多元化解决机制,规定证券交易所、证券业协会有权建立和解、调解机制,为一定范围内的证券纠纷提供解决渠道。

就证券业协会而言主要是要完善其自身建设。这包括:其一,法律应当赋予证券业协会独立的地位,保证其他组织,尤其是政府不会随意对其侵犯;其二,法律应当加强对证券业协会的监管,确保其公正性;其三,法律应当规定该协会与其会员的联系制度和决议的产生方式,增强其代表性;其四,法律应当明确其性质、地位和作用,保证移交给它的职能是合理的。

## 5、充分发挥社会监管的作用

对证券市场的社会监管包括社会媒体、投资者、信用评级机构、资产评估机构、会计师事务所。律师事务所的监督等多方面。

财经媒体是为广大读者、包括投资者服务的,而监督从来都是其最重要的基本职能。市场参与者对证券市场的监督也非常重要,成熟的市场上总有相互对立的利益主体,相辅相成,相克相生,各种利益主体、各方的分析师和媒体一起形成强大的市场合力,推动了市场透明度的提高。在我国证券市场监管中,社会监管曾经发挥过很好的作用,如蓝田集团的问题因为社会监督而被揭露、银广厦因为《财经》的调查而曝光、杭钢钢构巨亿合同虚构问题被网络和电视及平面传媒曝光等。为防范证券服务机构如会计师事务所、律师事务所等为了自身的利益而包庇造假者等现象的发生,有效发挥社会监管的作用,必须首先规范社会监管者的监管行为,其次要保证其发挥监督作用的渠道畅通。

(作者单位:湖南大学法学院)

编者按:为深入推进资本市场改革,切实保护投资者的合法权益,深交所总结以往退市制度实践的基础上,拟定了《关于改进和完善主板、中小企业板上市公司退市制度的方案(征求意见稿)》(以下简称《方案》)。本期就《方案》的主要内容进行专题解答,敬请投资者关注。如有意见或建议请以书面或电子邮件的形式于2012年5月20日前反馈至深交所,具体联系方式为:传真:0755-82083170;电子邮箱:tszd@sse.cn。

问:与现行上市公司退市条件相比,《方案》调整和增加了哪些退市条件?

答:《方案》结合主板和中小企业板监管经验,借鉴创业板及海外市场的退市规定,整合,完善主板、中小企业板退市标准体系,新增及变更了以下退市条件:

- 1)净资产为负  
上市公司出现最近一个会计年度期末净资产为负值的,其股票将实行退市风险警示;公司股票实行退市风险警示后,首个会计年度期末净资产仍为负值的,或首个会计年度期末净资产为正值但其扣除非经常性损益后的净利润为负值的,其股票将终止上市。
- 2)营业收入低于1000万元人

民币  
上市公司出现最近连续两个会计年度营业收入低于1000万元人民币的,其股票将实行退市风险警示;公司股票实行退市风险警示后,首个会计年度营业收入仍低于1000万元人民币的,其股票将暂停上市;公司股票暂停上市后,首个会计年度营业收入继续低于1000万元人民币的,其股票将终止上市。

3)年度审计报告为否定意见或无法表示意见  
上市公司出现首个会计年度财务会计报告被出具否定意见或无法表示意见的,其股票将实行退市风险警示;公司股票实行退市风险警示后,首个会计年度财务会计报告

仍被出具否定意见或无法表示意见的,其股票将暂停上市;公司股票暂停上市后,首个会计年度财务会计报告再次被出具否定意见或无法表示意见的,其股票将终止上市。

4)公司暂停上市后未在法定期限内披露年度报告  
上市公司因连续亏损、净资产为负、营业收入低于1000万元人民币或者因年度财务会计报告被出具否定意见或无法表示意见导致其股票被暂停上市的,公司股票暂停上市后,如未能在法定期限内披露首个年度报告的,其股票将终止上市。

5)股票累计成交量过低(不适用于仅发行B股上市公司)  
主板上市公司出现连续120个交易日(不含停牌交易日)通过深交所交易系统实现的股票累计成交量低于500万股的,其股票将直接终止上市;中小企业板上市公司连续120个交易日(不含停牌交易日)通过深交所交易系统实现的累计成

交量低于300万股的,其股票将直接终止上市。

6)股票成交价格连续低于面值(不适用于仅发行B股上市公司)  
上市公司出现连续20个交易日每日股票收盘价均低于每股面值的,其股票将直接终止上市。

7)连续受到交易所公开谴责(不适用于主板上市公司)  
中小企业板沿用“连续受到交易所公开谴责”的退市条件,但调整为“上市公司最近36个月内累计受到深交所三次公开谴责的,其股票直接终止上市”,该项退市条件不适用于主板上市公司。本方案实施后,深交所《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》同步废止。

问:《方案》在退市风险释放机制方面有哪些具体安排?

答:《方案》借鉴创业板及国际成熟市场的做法,通过增设“退市整理板”的制度充分地揭示风险,即在交易所做出公司股票终止上市决定后,给予30个交易日的“退市整理期”,

其股票移入“退市整理板”进行另板交易,让投资者有机会处理其持有的公司股票。

在此基础上,交易所还要求上市公司加强退市风险提示,充分揭示退市风险,保护投资者利益。

问:上市公司退市后,是否有仍然存在股票转让渠道?公司去向将怎样安排?

答:上市公司股票终止上市后,持有退市公司股票的投资人仍然有转让的渠道,可以转入代办股份转让系统或其他符合条件的场外交易市场挂牌转让。

问:退市公司还可以重新上市吗?

答:股票已终止上市的公司通过改善经营、资产重组等方式,其终止上市情形已消除,且重新达到深交所规定的上市条件的,可以向深交所申请重新上市。重新上市的申请由深交所上市委员会审核,参照股票首次公开发行并上市的条件。

问:《方案》公布后有那些后续安排?如何实现新旧制度的顺利过渡?



**深交所投资者服务热线** 0755-82083000 邮箱: cfs@sse.cn 中国结算深圳分公司电话: 400-8833-008

## 港中旅华贸国际物流股份有限公司 首次公开发行A股网上路演公告

保荐人(主承销商):中银国际证券有限责任公司

港中旅华贸国际物流股份有限公司(以下简称“发行人”或“华贸物流”)首次公开发行A股股票(以下简称“本次发行”)已获得中国证券监督管理委员会证监许可[2012]501号文核准。本次发行的保荐人(主承销商)为中银国际证券有限责任公司。

本次发行采用网下询价对象询价配售(以下简称“网下发行”)与网上资金申购发行(以下简称“网上发行”)相结合的方式。本次发行数量不超过10,000万股,其中网下初始发行5,000万股,占本次发行数量的50%;网上初始发行5,000万股,占本次发行数量的50%。

为便于投资者了解发行人的有关情况和本次发行的相关安排,发行人和保荐人(主承销商)将就本次发行举行网上路演,敬请广大投资者关注。

1、网上路演时间:2012年5月16日(T-1日)(星期三)14:00-17:00  
2、网上路演网站:中国证券网(<http://www.cnstock.com>)  
3、参加人员:发行人董事会及管理层主要成员和保荐人(主承销商)相关人员  
《港中旅华贸国际物流股份有限公司首次公开发行股票招股意向书摘要》已刊登于2012年5月8日的《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》及《证券日报》。本次发行的招股意向书全文及备查文件可在上海证券交易所网站(<http://www.sse.com.cn>)查询。

发行人:港中旅华贸国际物流股份有限公司  
保荐人(主承销商):中银国际证券有限责任公司  
2012年5月15日

## 日出东方太阳能股份有限公司首次公开发行 A股网上资金申购发行摇号中签结果公告

保荐人(主承销商):广发证券股份有限公司

根据《日出东方太阳能股份有限公司首次公开发行A股网上资金申购发行公告》,发行人日出东方太阳能股份有限公司和本次发行的保荐人(主承销商)广发证券股份有限公司于2012年5月14日(T+2日)上午在上海市浦东新区东方路778号紫金山大酒店四楼海棠厅主持了日出东方太阳能股份有限公司首次公开发行股票网上资金申购发行摇号中签仪式。摇号仪式在公开、公平、公正的原则下进行,摇号过程及结果已经上海市东方公证处公证。现将中签结果公告如下:

末5"位数	81983.61983.41983.21983.01983.92057.42057
末6"位数	068512.318512.568512.818512
末7"位数	3640157.3352006.0142751.4764300

凡参与网上申购日出东方太阳能股份有限公司首次公开发行A股股票的投资者持有的申购配号尾数与上述号码相同的,则为中签号码。中签号码共有80,000个,每个中签号码只能认购1,000股日出东方太阳能股份有限公司A股股票。

发行人:日出东方太阳能股份有限公司  
保荐人(主承销商):广发证券股份有限公司  
2012年5月15日