

建议完善多层次资本市场法律法规

专家呼吁尽快实行创业板直接退市制度

投资者权益保护制度应体现在事前预防、事中监控与事后救济

创业板非常有必要且有条件尽快建立直接退市制度。首先,创业板设立时间比较短,目前没有历史遗留问题和包袱。其次,创业板上市公司退市风险比主板要高一些。再次,建立直接退市制度不仅可以杜绝壳资源恶性炒作现象,减少相关内幕交易和市场操纵;也对形成市场理性文化有非常重要的作用,有利于从根本上保护投资者利益。

□本报记者 杜雅文

在7日举行的多层次资本市场建设与投资者权益保护研讨会上,与会人士认为,应尽快完善相关法律法规,对投资者实行立体全方位的司法保护,目前建立创业板直接退市制度很有必要。

创业板最有条件实行直接退市

随着创业板启动,股指期货、融资融券等业务的推出,我国多层次资本市场建设逐渐完善,金融产品日益丰富。同时,投资者权益保护问题变得越来越复杂。

此次研讨会共举办了四场分论坛,主题分别为“证券市场投资者保护司法救济机制”、“创业板直接退市中的投资者权益保护”、“证券市场创新业务中的投资者权益保护”以及“多层次资本市场建设中的法律问题”。

其中,创业板直接退市制度成为热议话题之一。与会人士认为,市场有进有退才能保持健康。从目前退市率来看,退市渠道并不顺畅,和发达国家相比还有很大差距,造成壳资源遭暴炒,内幕交易与损害投资者利益时有发生的现象。

深交所创业板公司管理部总监傅炳辉表示,虽然创业板设立才半年,但非常有必要且有条件尽快建

立直接退市制度,该制度与保护投资者利益并不矛盾。首先,创业板设立时间比较短,目前没有历史遗留问题和包袱。建立直接退市制度,实际上不涉及对现有市场利益格局的调整,也就是说市场不需要为此支付成本。相对来讲,创业板实行直接退市的条件、机会和时机都比较好。其次,创业板上市公司规模都比较小,经营的稳定性、抗风险能力较低,在公司治理方面也不太完善,所以退市风险比主板要高一些。从海外创业板市场经验和教训来看,建立直接退市制度是保证市场最终成功非常关键的一点。再次,创业板公司规模比较小,重组和借壳的成本也比较低,更易被炒作。建立直接退市制度不仅可以杜绝壳资源恶性炒作现象,减少相关内幕交易和市场操纵;也对形成市场理性文化有非常重要的作用,有利于从根本上保护投资者利益。

他还认为,从中小板的运作实践来看,预计两年内创业板出现退市的可能性比较小。从这样的时机来看,建立直接退市制度有比较充足的时间来进行广泛的、深入的市场宣传、投资者教育以及相关风险防范工作准备。

最高人民法院研究室曹守晔指出,创业板启动时间不长,探讨直接退市从建立健全制度角度来看,未

雨绸缪是必要的。市场有进有出才能长期地健康发展,应实行直接退市、快捷退市,而不是拖泥带水、有名无实。资本市场退市制度的建立要有利于加强资本市场基础性制度建设,要有利于提高上市公司包括创业板公司的质量和治理水平,有利于加强资本市场的监管,有利于增强投资者的信心。

中小投资者权益保护是系统工程

与会人士还提出,创业板直接退市制度在具体实施细则方面还需要大量法律法规来完善,对创业板市场中小投资者权益的保护是一个系统工程,应该从事前预防、事中监控与事后救济三个角度进行构造。

上海证券交易所副总经理徐明表示,退市方面目前还有很多问题。市场对退市普遍认识不够,从立法角度来说也不完善,实际操作当中不仅经验不够甚至存在很多阻力。要解决上述问题,就要制定相关法律法规,严格退市程序是当务之急。并要建立多元化的机制,确实形成对投资者合法权益的保护,研究退市过程当中的责、权、利和救济渠道的问题。

中国证券登记结算公司法律部总监牛文健提出,创业板直接退市后,从后台操作来看还有一系列非常复杂的权益认定和法律关系移转的工作要做。如果直接退市不进入

代办股份转让系统,应该如何处理值得探讨。从过往的经验来看,还有退市公司不配合甚至“蒸发”现象,因此要明确退市过程中谁为法定的证券确权机构,并仔细衔接投资者股份确认工作,建立确保投资者权利的法律基础。

对于直接退市在司法实践中应把握的原则,曹守晔认为,指导思想是要维护证券市场的正常秩序,即体现公平、公正、公开“三公”原则;维护良性竞争,体现证券市场的优胜劣汰竞争秩序;形成良好的信息传递效应,引导大家树立诚信意识、风险意识和投资者权益保护意识;树立上市公司的自我约束意识等。这样才能有利于保护投资者的合法权益,并推动证券市场开发新的金融产品。

中国法学会证券法学研究会会长郭锋提出,不能就证券市场谈证券市场,应该用大金融的视野,来规范中国资本市场投资者权益保护制度。金融业一定要统一监管,用5至10年的时间来建立和国际趋势接轨的国家金融监督管理委员会,把证券、保险、银行都纳入其中。

参会专家还呼吁,在目前金融领域的司法救济中,必须力求人员的专门化,机构的专业化,多层次资本市场投资者权益的保护应该是全方位立体的保护。

证监会稽查局副局长李佩霞：

完善司法救济 建立证券法庭

□本报记者 杜雅文

证监会稽查局副局长李佩霞认为,当前形势下单一的救济机制难以满足多层次、多角度的需求,目前可考虑构建立体的证券投资者权益保护救济机制。

这个立体机制可包括:一是行政查处和行政处罚;二是刑事责任追究;三是民事责任追究;四是非诉的调解和仲裁手段。

她说,投资者保护的救济机制(已不局限于司法救济机制),一方面是为了给那些合法权益受侵害的投资者,特别是中小投资者提供弥补损失的渠道;另一方面是为了让那些侵权者吐出违法所得,通过巨额赔偿起到震慑作用。

长期以来,针对侵害证券投资者利益的行为,受法律、手段和条件所限,一直存在重公法责任(行政和刑事)追究,轻私法责任(民事)追究的问题,特别是在涉及内幕交易和操纵市场行为的民事诉讼渠道尚不畅通的情况下,证券投资者保护的重任主要是在公权机关身上。

由于行政处罚、刑事判罚的证明标准较

高,可能会使一部分侵害投资者利益行为无法得到有效制裁。目前,执法部门要完成这一证明标准,实际面临调查难、取证难、认定难和移送难等四个方面的困难,使得公权责任追究有一定局限性。即使是近几年行政处罚执行率(收缴罚没款比率)大幅提高,这些罚没款也是依法上交国库而无法直接弥补给受损害的投资者的。因此,更需要完善其他的保护投资者权益的救济手段。

她提出,在司法救济和投资者保护方面需要关注和推动以下几个问题:一是推动证券类案件的指定管辖制度,建立专门的证券法庭;二是完善法律,将行政处罚的罚没款放入专门的投资者保护专项基金,专用于受侵害投资者的损失赔偿;三是研究建立证券投资者保护基金公司与行政执法机关的信息沟通直通车,加强对侵害投资者利益行为的快速打击力度;四是加强对跨境证券违法犯罪行为的打击,研究相关受侵害投资者权益的保护问题;五是进一步加强行政执法机关与公、检、法等部门的沟通协作,形成打击证券违法犯罪行为和保护投资者合法权益的合力;六是进一步推动行政执法机关的调查授权问题。

深交所创业板公司管理部总监傅炳辉：

实现对投资者利益全面保护

□本报记者 杜雅文

深交所创业板公司管理部总监傅炳辉表示,建立严格的市场化直接退市制度,虽然可能会对一小部分投资者的利益产生一定影响,但它保护了整个市场投资者的总体利益和长远利益。

他说,因退市制度较宽松,才会造成退市公司二级市场价格跟其价值发生严重背离。让这些已经没有持续经营能力的公司留在资本市场,最终影响的是投资者长远的投资回报。且这些公司往往会有重组的传闻和预期,会导致投资者不断高价参与炒作,风险进一步转嫁,使投资者受到更大的损失。创业板实行直接退市应该有两个重要的原则:第一,不再实行到期的平移机制,即退市以后不再统一平移到代办股份转让系统中去。第二,降低创业板的壳资源价值,避免借壳现象在创业板出现。

要实现对投资者利益的全面保护,可以考虑在事前、事中和事后分别采取相应的措施。事前的保护,主要是加强投资者教育,尤其是要对参与创业板交易的投资者进行深入

中国金融期货交易所监查部经理杜惟毅：

防范借政策传言操控股指期货

□本报实习记者 方红群

中国金融期货交易所监查部经理杜惟毅认为,股指期货市场违规行为变化对投资者造成的影响尤其需要关注。

他说,由于股指期货对相关信息反应的敏感性,通过散布关于政策的传言等方式进行市场操纵的成本更低,手法更隐蔽,效果可能更明显。内幕消息范围可能更为广泛,内幕信息的追查更为困难。此外,股指期货推出后,理论上可以在股票市场和股指期货市场进行跨市场操纵获利,操纵手法更加复杂,因果关系更加难以认定,投资者加以识别和防范的难度也更大。

如何减小和规避股指期货可能的负面影响,加强对股指期货投资者的保护?杜惟

毅建议,首先在产品的设计环节上应尽量遵循国际通行惯例,充分考虑制度创新和投资者利益的均衡。其次,要逐步完善富有中国特色的股指期货投资者适当性制度。在完善投资者分类制度的同时,通过立法进一步细化中介机构的风险揭示义务和责任。第三,强化投资者保护基金的职能和作用。建立独立的期货投资者保障基金运作机构,提高运作效率;扩充保障基金的职责范围,增加投资者教育、纠纷调解和代表投资者进行诉讼等职责;提升保障基金的立法层级,时机成熟时制定《期货投资者保护条例》。

此外,还应建立健全股指期货投资者争议解决机制。除行政处罚和纪律处分外,还可以通过完善相关立法,对行政调解、仲裁、甚至民事诉讼等争议解决方式加以规定。

对外经济贸易大学法学院副院长丁丁：

设立保护协会维护中小股东权益

□本报记者 杜雅文

对外经贸大学法学院副院长、教授丁丁提出,可以从四个方面加快对创业板市场的保障机制的建设,为中小投资者尽可能地提供全面的保护。

首先,建立投资者权益保障基金制度。目前,我国证券市场上有针对证券公司被托管、接管、关闭或破产风险而设计的证券投资者保护基金公司,但除此风险外,投资者还面临因虚假陈述、内幕交易、操纵市场而受到损害的风险。因此,可以建立针对个别投资者单独索赔的投资者权益保障基金制度,以用来对虚假陈述、内幕交易和操纵市场的受害者进行赔付。同时,该基金还可适用于因违法导致

上市公司破产时对受害投资者进行补偿。

其次,设立专门的维护中小投资者权益的投资者保护协会。在证券投资者与证券监管部门和自律组织、中介机构之间建立畅通的沟通渠道,提供有关参与公司管理、依法行政和维权的咨询,以及投资者在权益受侵害寻求救济时提供组织和费用的帮助。

再次,完善证券民事诉讼制度。据统计,从1996年到2005年,因虚假陈述被诉讼公司占当年上市公司数量比例没有超过0.4%,而同期成熟的美国资本市场上被提起诉讼的上市公司约占上市公司总数的24%。主要是我国证券纠纷民事诉讼制度的不完善阻碍了投资者寻求司法救济。最后,还应积极发展证券民事纠纷仲裁制度。

最高法院民二庭审判长贾纬：

将取消虚假陈述民事赔偿诉讼前置程序

□本报记者 江沂 深圳报道

最高人民法院民二庭审判长贾纬表示,目前对上市公司虚假陈述的认定仍存在难点,在法律上还有待突破,比如对于虚假陈述民事赔偿诉讼有一个前置程序,必须是司法机关查处、认定以后才能提起民事赔偿诉讼,要把这个前置程序取消。未来法官判定是否构成虚假陈述要看上市公司所披露的违规内容是否属于重大事件。

专业审判可考虑设“专家库”

在“证券市场投资者保护司法救济机制”分组讨论上,贾纬认为,在审判涉及内幕交易、市场操纵的问题上,法官对一些专业领域的判断可能存在疑问,建议参照发审委

的模式,由监管部门、稽查部门、市场交易所、学者、律师和以及投行人士组成,设立一个委员会专家库,一旦对某一行为产生疑问,可以随机抽取专家组成委员会参与判定。

参会的一些专家呼吁,在目前金融领域的司法救济中,必须力求人员的专门化,机构的专业。证监会法律部主任黄伟认为,上海高级人民法院成立了金融审判庭,这是司法日趋专业化的表现。他认为,投资者权益调解机制、保护救助机制多元化均与专业化存在直接联系。

也有参会专家认为,目前还必须对我国的投资者保护基金进行更多的授权,赋予他们法律权利去为投资者维权,由于《投资者保护基金

条例》目前仍未出台,希望在条例中能够有明确的体现。

建立赔偿基金减少投资者损失

对如何进行投资者保护,一些专家提到借鉴台湾市场的投资者保护模式。“在替投资者维权方面,我们完全可以借鉴台湾的投资者保护中心的做法,保护基金作为投资者的代表之一,以一个公权性的代表身份起诉违规的公司,从事司法救济工作。”中国证券投资者保护基金公司董事长陈共炎说。与会专家也认为,这一做法有利于避免出现投资者“乱诉”现象。

陈共炎认为,在对投资者的赔偿方面,或许应该借鉴美国的方式。他认为,对市场违规行为处罚后,罚没款收入的处理,现在按规定要上

交财政,但上交财政实际上对于投资者构成另外一种侵权。“上市公司违规对于中小投资者本来就存在侵犯,罚没收入收归财政又是一种侵权。能不能借鉴美国的做法对外罚涉及罚没收入,成立专项的赔偿基金,案件的受害人在专项基金中获得赔偿,这样能够解决赔偿基金的来源问题。”

“当今市场处于新兴加转轨的历史阶段,当市场出现系统性风险的时候,我们必须要有有一定的行政救济资源和行政救济的一些方法。不能在进行司法救济的时候忽视了行政救济。”证监会深圳专员办专员庄穆认为,在目前情况下,仍然需要行政救济和司法救济相结合。但行政救济和司法救济的边界需要在工作中去摸索和认识。

创业板应避免“裸高管”

IPO市盈率应适当限制

□本报实习记者 方红群

在“多层次资本市场建设中的法律问题”讨论分会场,有专家建议,要让创业板公司高管的风险始终与公司利益挂钩,尽量不出现“裸高管”现象。创业板公司IPO市盈率应适当限制。

高管投资应与公司利益挂钩

中国政法大学民商经济法学院教授管晓峰认为,创业板上市公司应尽量避免“裸高管”行权。创业板公司赖以上市的高科技很容易被新的科技取代,它们往往比主板公司面临更大的发展风险。在分担公司经营风险方面,目前的法律规定并不利于公司和股东权益的安全。因为按现行法律,发起人在一年后可以合法地减持甚至全部转让股票,从而成为一个不持股的“裸高管”。只要不做违法的事情,公司亏损再多,“裸高管”也没有投资损失。导致的结果可能是,这些高管有时不会以公司利益为第一选择。

如何让高管与股东利益一致?管晓峰认为,最有效的方法就是让高管做股东,让高管的投资风险与公司利益始终挂钩。对此他提出了

三点建议:首先,发起人没有担任公司高管的,在公司连续3年盈利或累计盈利5年之前不得转让股票;其次,发起人担任创业板公司高管的,在担任高管期间不得转让股票;再次,公司上市后担任高管的,其本人应持有较大份额的公司股份。

适当限制创业板公司IPO募集资金量

针对创业板超募问题,民生证券有限责任公司副总裁杨卫东认为,应适当限制创业板公司IPO募集资金量,对超募资金的使用问题给予更多关注。

杨卫东说,目前中小板、创业板的上市公司,有的超募资金数额巨大,这么多资金在使用中通常会受到限制。如在该上市公司所属的行业里,可能当前的市场容量没有那么大,致使超募资金只能闲置在公司账上。此外,创业板公司、中小板公司一般规模都较小,有的公司净资产一两个亿,有的甚至只有几千万元的净资产,对这些公司来说,突然多出巨额资金,其管理和使用对公司管理层来说也是一个挑战。

他建议制定相关法律法规,规

定相对固定的IPO募集资金量。同时,要坚持股票发行定价市场化。在具体操作中,可考虑引入部分存量发行,从而保证超募资金问题得到较合理的解决。

管晓峰提出,创业板公司IPO市盈率也应适当限制。《证券法》规定“股票发行采取溢价发行的,其发行价格由发行人与承销的证券公司协商规定”,这种不限制IPO市盈率的政策客观上支持了发行人的利益,发行人囊括了股票溢价收益,而投资者在二级市场上面临第一次交易就有破发的风险,不利于维护投资者对创业板市场的信心。希望监管部门对创业板IPO市盈率给予必要的关注,做出适当限制。

构建统一的场外交易市场

华中师范大学法律系教授彭真明认为,严格的退市制度是切实保护投资者合法权益的基础性制度安排,也是创业板的特殊需要。目前我国创业板的退市制度存在一些缺陷。如退出制度模糊,在一定程度上助长了投机气氛,多层次资本市场建设不完善等。特别是在多层次资本市场建设方面,应当建立全国性的场外转让市场,以保护创业板退