

资本市场法制建设的目标与任务*

顾功耘**

我国资本市场的法制建设起始于 20 世纪 90 年代,经过 20 年的建设,目前已形成了基本的框架体系。今后的制度发展,可以再分为两个阶段:2010 ~ 2030 年为第一阶段,主要任务是对资本市场现行法律制度进行进一步修改和补充,逐步建立起比较完善的资本市场法制体系;2030 ~ 2050 年为第二阶段,主要任务是建立起比较发达和相对完善的资本市场法制体系。

本文主要就未来 20 年,建设与中国资本市场发展相适应的比较完善的资本市场法制体系提出如下基本设想。

一、商法理念与经济法理念的进一步交错与融合

市场经济的发展既需要市场的“无形之手”也需要政府的“有形之手”,二者不可或缺,共同促进

* 本文系根据顾功耘教授在 2010 年 12 月 4 日第一届“上证法治论坛”上的发言整理而成,未经其本人审定。

** 华东政法大学副校长。

市场经济的发展。对应于法制建设层面,这便体现在商法与经济法作用的各自独立却又相辅相成上。对资本市场而言,更是如此。

资本市场的主体身处商业社会,在自然法的理念下,追求着个性的解放与自由。营业自由、投资自由、契约自由是最基本的体现。商法作为市场调节的基本保障,必然要将其上升至法律层面,以法律的强制力保障这种自由的实现。然而,个人利益驱动下的自由走向极致便会造成社会整体利益的破坏,而这反过来又可能对个人利益造成巨大损害。此次的金融危机可谓是一个经典注解。因而,政府的“有形之手”应当适时地发挥作用。经济法作为调整国家管理经济关系的基本法律,肩负着规范国家管理经济行为、弥补市场自身缺陷的使命,在政府的“强力干预”与“无为而治”之间寻求平衡,实现政府对经济“有限干预”与“合理干预”的理想目标。

从当前我国资本市场法制建设的总体情况来看,商法理念与经济法理念还需进一步交错与融合。资本市场的业务创新、产品创新日渐丰富、资本的跨境流动日益频繁,银行、证券公司、信托公司等金融机构在享受着创新所带来的利润的同时,需要国家站在战略的高度审视这些创新所伴随的潜在风险,时刻以资本市场的安全为导向,对各交易主体的自由行为进行检测。如果某项业务的创新、某类产品的衍生并不会对整个资本市场产生系统性影响,基于对市场自由的尊重,政府无须也不应介入;反之,则不然。就像资本市场的私募与公募一样,私募的对象本身具有一定的财富和投资经验,无论是从节约公共资源的角度还是从尊重投资自由的角度,都不应过度监管。而对于公募,基于社会公众投资者的整体利益考虑,就应当实施相对较为严格的监管。因而,在今后资本市场的具体制度设计中,如何平衡商法的自由理念与经济法的干预理念,是一个根本性问题,它直接主导和影响着资本市场诸多具体制度的设计。尤其是,金融危机过后,这个问题对我国今后的资本市场法制建设更为关键。西方将缺乏足够监管的金融创新作为金融危机的“罪魁祸首”。但在我国的语境下,我们面临的现实问题不是创新过度而是创新不足,我们需要在加强监管的前提下,鼓励创新,而非抑制或阻却创新。创新需要给资本市场交易主体足够的自由,而监管的强化又必然会对自由予以干预,二者关系如何处理,是需要大智慧予以

解决的问题。

二、公司法、证券法与宏观调控法、市场监管法的进一步完善

该问题是对第一个问题的细化。对资本市场而言,公司法与证券法是商法的基本法;而宏观调控法和市场监管法则经济法作用于资本市场的两个基本支点。

就公司法而言,制度的改革和完善应当适应资本市场的发展。例如,机构投资者的大量出现,必然会影响到公司的治理机制;混合金融产品的逐渐衍生,会混淆原本泾渭分明的股权与债权间的界限,增添对相关主体的利益保护难度;而资本流动的日益国际化,也必然会带动各国公司治理的趋同。

就证券法而言,应当进一步确立市场化的改革方向。以发行制度为例,目前我国新股发行体制的主要弊端之一就是发行定价问题。为促进新股定价进一步市场化,需从制度层面强化询价和申购的报价约束机制,同时,淡化对新股定价的窗口指导。这对于逐步实现从“政策市”向“市场市”的转变,政府主管部门从直接干预每家企业上市的微观事务到宏观上制定规则、监管市场和例外干预的角色转变都极为关键。

对于资本市场的宏观调控,应当注重程序的法制化。2007年的“5·30事件”凸显了我国资本市场宏观调控的随意性。人们对于资本市场的宏观调控缺乏预期,面对突如其来的效应心有馀悸。这种调控程序法制化的缺失,不仅直接造成了资本市场的剧烈震荡,而且有损于政府的信用。在这样的调控机制下,资本市场“政策市”的烙印难以根除,政府依然凭借自己强大的行政力量左右资本市场的发展。“5·30事件”中,尽管管理层强调上调证券交易印花税的目的不是打压股市,但股市却以“暴跌”的方式诠释自己的理解。随着资本市场的发展,股市参与者越来越多元化,结构越来越复杂,政府再以“粗暴”的行政方式来随意干预股市,相信会越来越力不从心,而其后果也必将事与愿违。无疑,资本市场需要宏观调控,只是这种调控应当以民主化、透明

化的程序进行,这也是法治社会建设中,社会公众对宏观调控立法的基本诉求。

就资本市场的监管法而言,应当着重加强自律监管机构的职能发挥。由于我国资本市场起步晚,具有政府主导并推动的历史背景,无论是交易所还是资本市场的行业协会,在设立与运作中都体现出了浓烈的政府干预色彩,自律监管机构中自律监管的功能难以真正发挥。《证券法》尽管赋予了交易所和证券业协会一定的监管权,但过于原则的制度设计阻碍了监管权力的正常行使。尤其值得关注的是,如何科学地划分证监会与交易所的监管职权,并建立良好的协调与互动机制是值得深入研究的问题。

三、资本市场法制建设本土化的进一步显现

在我国,国有公司占有着重要地位。目前,在交易所上市的公司中,大多数也都具有“国”字背景。多年来,我们一直在积极探索国有上市公司的治理结构,经过努力,尽管已取得了诸多进展,但仍有待进一步完善。国有上市公司的治理结构有时候仅徒具其表,“内部人控制”现象仍然严重,在国有资产所有者“虚位”下,代理成本依旧居高不下,控制权市场、经理人市场以及产品市场这些市场经济国家运转良好的外部约束机制在我国现行的国有公司股权结构和管理者任命体制下难以发挥效用。这一系列现象,使得我们在广泛借鉴英美等域外国家的上市公司治理机制时,不得不将其本土化,与我国国有上市公司的特点进行融合,并设计出有针对性的制度方案。

以公司的决策权为例。目前,在公司重大经营决策、管理者选任等事项的表决中,形式上是股东大会或董事会进行决策,但实际上,政府通过党委会等形式仍然直接控制着公司的诸多权力。很多事项在进入股东大会或董事会之前,已由党委会表决通过。假设某一事项依据公司法或者公司章程应当由董事会表决,但实际上,党委会有着幕后的决策权,董事会仅是一个“傀儡”,那么如果该事项事后证明是对公司有害的,参与该事项表决且未明确持有异议的董事是否应对该事项负有

未尽勤勉义务的责任?诸如此类的问题在国有公司中十分普遍。对于这些问题,如果仅仅从商事公司的视角寻找解决方案似乎比较困难,而是需要结合我国国有公司治理的现行特色进行具体研究。

再以战略投资者为例。在发达的资本市场上,战略投资者对上市公司的治理结构发挥着重要影响。他们不单是为取得短期收益而投资,更希望通过提高公司的治理效率,有效地降低代理成本,从而提升公司的整体市场价值。但是由于我国国有上市公司中普遍存在大量的国有股、法人股,容易产生损害上市公司利益的恶性关联交易等行为,因而阻碍了战略投资者的长期战略投资。因此,如何在我国国有上市公司的股权结构背景下,借鉴国外战略投资者参与公司治理的经验,积极培育国内战略投资者,完善其参与上市公司治理的相关法律制度,就成为亟待解决的问题之一。

四、资本市场法治环境的进一步改善

资本市场法治环境的优劣直接决定了市场的发展水平。以严格执法、公正司法为主要手段创造资本市场的法治环境,建立良好的资本市场法律秩序应是资本市场法制建设的基本任务之一。

就执法而言,除了规范政府执法行为外,还应当从执法力度的得当、执法方式的灵活、执法手段的改进以及加强执法的国际合作等方面进行制度完善。对于执法力度,应当改变目前普遍存在的“柔性”执法局面。一般而言,被监管者是否实际做出违法行为,取决于他对违法利益、违法成本、违法行为被查处的概率三个变量的权衡。目前,我国证券监管中存在的主要问题恰恰就是执法不严,对于机会主义缺乏打击力度和威慑作用。造成这种情况的原因是多方面的,或者是出于培育证券市场的需要,或者是地方政府或其他行政部门的阻挠。证券违法违规受罚太轻极易产生违法行为对守法行为的替代和示范效应,这种状况急需改变。对于执法方式,应当积极探索行政和解制度,从而降低监管成本、提高监管效率。对于执法手段,应当不断改进,以适应社会发展的需要。以网络技术为例,目前利用网络在资本市场从事违法犯

罪活动越来越普遍化(例如,以开设网站、网店、博客、论坛,建立收费QQ群等方式发展会员、客户,提供有偿投资咨询),而网络技术的特点,又造成了当前执法的困难,如隐蔽性强、证据保全难等。因此,提升执法手段对于执法的有效性至关重要;对于执法中的国际合作,应当积极开拓与域外执法机构的信息共享制度、请求提供协助制度等,以促进我国资本市场涉外监管能力和执法水平的提升。

就司法而言,应当重点解决如下问题:首先,从立法技术上增强证券诉讼法律规范的可操作性。如新《证券法》在虚假陈述、欺诈客户之外,又确立了内幕交易、操纵市场的民事赔偿制度,但由于缺乏具体的司法解释,因而适用困难。尽管证监会在2007年也出台了《内幕交易认定办法》和《市场操纵认定办法》,增强了对内幕交易和操纵市场的规范,但其法律效力过低,且未对民事赔偿制度进行系统性规定,法院审理该类案件的制度性障碍仍然存在。为此,应尽快完善有关内幕交易、操纵市场等证券欺诈行为民事审判的司法解释,切实维护中小股东权益。在具体制度设计上,应以“增加违规成本,最大限度地保护投资者权益”为核心思想,以对投资者倾斜保护为基本原则;由在资本市场中占据强势地位的上市公司、证券机构等被告承担举证责任;同时,设计出更加公平、合理的赔偿计算标准。其次,应尽快建立集团诉讼制度,以减少投资者的维权成本。这不仅简化了诉讼程序、提高了诉讼效率,同时也减轻了受害人的诉讼成本及法院的工作压力,可谓一举多得。最后,应建立与资本国际化相适应的司法审查制度。近年来,诸多境外理财产品进入国内,由于属于“新生事物”,尚未被纳入相关的监管体制,导致投资者权益保护存在诸多难题。对于这些境外理财纠纷,如何确定诉讼管辖地、如何适用法律、如何划分投资者与境外理财机构之间的法律责任、如何保护境内的投资者,这一系列问题都考验着我国的司法审判能力,亟待相关制度的跟进。