

完善上市公司法律制度是 《证券法》修改的重要任务*

徐明**

现行《证券法》围绕证券上市、持续信息披露、再融资与并购重组、投资者保护等重点环节,对与上市公司相关的法律制度做了全面系统的规定,在实践中发挥了应有作用。但也应当看到,2005年修改的《证券法》实施以来,我国经济社会环境和资本市场格局发生了显著变化,上市公司的规范运作和监管方式也出现了很多调整。

如何顺应资本市场市场化、法制化、国际化发展要求,重构和完善上市公司法律制度,是证券法修改中需要回应的一个重要问题。

一、完善证券上市制度

证券上市是上市公司公众性的集中体现,与证券发行前后呼应。完善证券法中证券上市制度的

* 本文系根据徐明副总经理在2013年11月28日第四届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

** 上海证券交易所副总经理。

基本立足点在于,适应多层次资本市场建设需要,顺应资本市场市场化改革要求,其中的重点环节有三个:

第一,改变证券上市条件法定化模式,交由证券交易所上市规则规定。现行《证券法》直接规定了证券上市、暂停上市、终止上市的条件和程序。总的来看,这一立法模式确立的上市、暂停和终止上市标准比较单一、内容比较刚性,没有为主板、中小板、创业板和新三板在多层次资本市场架构下,根据职能定位设置不同的上市条件预留空间。在股票发行注册制改革和证券市场监管转型加快推进的背景下,有必要进一步处理好证券发行和上市、上市公司行政监管和自律管理之间的关系。将现在由《证券法》直接规定的证券上市、暂停上市、终止上市的条件,交由证券交易所上市规则规定,是处理好这些关系的客观要求。

第二,引入“转板”、“介绍上市”等上市新机制。目前,公司上市只有“首次公开发行并上市”这个“华山一条路”。随着多层次资本市场的发展,我国已经建立上市公司退市后转到“代办股份转让系统”挂牌的机制,但这是一个单向的、场内转到场外的制度,至于场外市场挂牌的公司如何转板到交易所上市,以及特定条件下,公司能否不经IPO,而采取类似于香港“介绍上市”的方式直接申请上市,《证券法》目前还缺乏明确规定。因此,建议允许符合条件的场外挂牌企业转板到交易所上市;同时,借鉴境外经验,引入“介绍上市”等不经IPO直接上市的方式。

第三,完善退市的条件与标准。2012年以来,上市公司退市制度改革力度不断加大,《证券法》所规定的退市条件和程序的滞后性和不适应性也随之凸显。事实上,沪、深两所的退市制度改革中,已在证券法所规定的条件之外,增加了净资产、营业收入等财务指标以及成交量、收盘价等市场交易指标,作为退市标准。目前,市场关注的对存在欺诈发行的上市公司能否直接作出退市决定,也涉及《证券法》退市规定的合理性。有观点认为,《证券法》尽管将“公司有重大违法行为”规定为暂停上市条件,但是否构成退市条件、能否直接退市,“重大违法行为”如何理解。如坚持上市制度法定化模式,有必要明确将“公司有重大违法行为”增列为退市条件,将有权机关认定的欺诈发行、重大信息披露违法等行为列为退市情形。

二、完善上市公司信息披露制度

信息披露是上市公司面向公众投资者承担的主要义务,直接关系到投资者的理性决策。可以这样说,没有有效的信息披露,就不会有规范的资本市场。严格的信息披露制度向来是市场运行的一项基础性制度。近年来,上市公司信息披露的总体水平不断上升,但信息披露不真实、不准确、不及时、不公平等欺诈行为仍然屡见不鲜,《证券法》上的信息披露制度不健全、不完善,是其中的一个重要原因。如何进一步强化当事人的信息披露义务,提高信息披露质量,是《证券法》修改中需要着重解决的问题。就此,提出四点建议。

第一,充实当事人履行信息披露义务的指导原则。《证券法》确立了上市公司信息披露三原则,即真实、准确、完整原则。在此基础上,证券监管机构的部门规章和交易所业务规则进一步规定及时披露和公平披露等要求,但效力层次还不够。建议将及时、公平原则与真实、准确、完整并列作为信息披露的基本原则,写入《证券法》,并贯彻于相关具体规定。

第二,明确投资者友好型的信息披露质量要求。《证券法》对上市公司信息披露存在重“数量”轻“质量”的缺陷,对信息披露的质量标准缺乏集中而具体的规定。建议借鉴美国等成熟市场的法制经验和市场实践,从投资者角度出发,将便于投资者理解作为信息披露质量标准。可以将信息披露的相关性和重大性,风险披露的充分性和准确性,行文风格的通俗性和可读性,写到证券法上的信息披露制度中。

第三,增加电子化披露的规定。我国资本市场已经全面进入信息网络时代,网络平台已成为投资者获取市场信息的主渠道之一。因此,有必要在《证券法》中确立以电子化披露为主的信息披露方式,确认电子化披露的法律效力,以满足网络环境下投资者对快捷获取信息的需求。

第四,强化信息披露责任追究。责任追究是对虚假陈述、内幕交易、操纵市场等侵权行为进行防范和惩处的必然要求。现行《证券法》

仅作出了“应当承担民事责任”这一笼统性规定。就如何承担责任则语焉不详。考虑到虚假陈述民事赔偿案件已有一定的司法实践,内幕交易、操纵市场案件也有大量的境外立法经验可供借鉴,故建议就证券市场侵权责任的承担,包括原告范围、责任主体、赔偿范围等事项,作出有指导性和操作性的规定。

三、完善上市公司再融资与并购重组制度

再融资和并购重组,在推动上市公司做优做强,促进行业整合和产业升级中承担重要作用。总的来看,证券法所规定的相关制度,主要问题是行政化有余、市场化不足,管制程度高,严重影响再融资和并购重组的效率。完善再融资与并购重组制度,目标应当是贯彻市场化原则,在激发市场活力与创造力的同时,切实保护投资者利益。就此,提出三点建议:

第一,简化再融资条件与程序。上市公司在公司治理、信息披露等方面受到严格监管,整体上运作较为规范,证券定价也有二级市场价格作为参照系,因此,再融资的发行条件可以比IPO大大简化,例如可考虑取消财务指标要求,引入“储架发行”制度。在审核程序上,鉴于交易所承担上市公司一线监管的职责,可考虑将上市公司再融资的审核主体调整为证券交易所,实现上市公司日常监管与再融资监管的无缝对接,提高审核效率。

第二,丰富并购重组的方式,简化审核程序。可将相关法规、规章、规范性文件关于并购重组的制度创新提炼到证券法中,包括:增加间接收购制度,对通过投资关系、协议、其他安排进行的收购予以规范;增加要约收购义务豁免制度,明确豁免事项和程序;建立余股挤出制度,允许持有上市公司90%以上股份的收购人强制收购剩余股东股份等。

第三,是建立市场化的约束机制。引导上市公司、控股股东、实际控制人、收购人等主体做出业绩及其他相关承诺,建立董事、监事、高级管理人员的个人利益绑定机制,强化承诺履行的监管和责任追究。

证券交易所作为一线监管者,在上市公司监管中承担着重要职责。

近年来,上交所积极探索和转变上市公司信息披露监管方式,推出了以事后监管为核心的“上市公司信息披露直通车”,开通了上市公司与投资者直接互动的“上证 e 互动”平台,加大了纪律处分力度,促进了上市公司的规范发展。在一线监管实践中,我们深刻感受到尽快完善上市公司法律制度的必要性,我们将积极参与《证券法》修改工作,为推动上市公司相关法律制度完善做出贡献!