

修改《证券法》应该关注发挥它的 功能:适应、促进、引导*

王保树**

2005年,《证券法》与《公司法》一同进行了修订。时过境迁,六年又过去了。在这六年中,我国资本市场经受了世界金融风暴的考验,并在考验中有了新的发展。除原有的A股市场和2005年《证券法》实施前建立的中小板市场外,又增加了创业板市场,国际板市场也在呼之欲出,多层次、多种类的资本市场正在形成中。与此相适应,证券法的配套法规、证监会的部门规章、深沪证券交易所的业务规则也有了革新。证券法在资本市场的发展中发挥了非常重要的作用。

毋庸讳言,《证券法》经过六年的检验,也暴露出一些缺陷和需要改进之处,迫切需要修改。将修改《证券法》提到议事日程,已成为人们的一种共识,因此,修改《证券法》的必要性无须赘述。但应强调的是,修改《证券法》必须体现改革精神,《证券法》必须成为持续推动资本市场改革的法。为了

* 本文系根据王保树教授在2011年11月26日第二届“上证法治论坛”上的发言整理而成,未经其本人审定。

** 中国商法学研究会会长,清华大学法学院教授。

达到这一目的,需要强调制度的改革与发挥《证券法》对资本市场的功能紧密结合,关注如何通过修改《证券法》使其充分发挥适应、促进、引导资本市场的功能。

第一,修改《证券法》应使它适应社会主义市场经济的要求。《证券法》虽然监管的内容很多,但它不因此而限制资本市场的发展。相反,它应积极适应资本市场的发展,随同资本市场的发展而革新。在资本市场多变的背景下,在国际金融风云变化的面前,《证券法》应伴随市场发展而前进,不能片面追求稳定,更不能视之多变的实践而岿然不动。2005年《证券法》修订以来,资本市场虽然没有走出“熊市”,但其一系列变化不可忽视。实践中广泛存在的银行理财产品、信托理财产品、资产证券化产品等,具有明显的证券属性,而不具有传统的银行服务与保险服务的特点,基于统一监管较分散监管效率高,宜由证券监管机构统一监管。而我国的《证券法》仅列举地规定了适用范围,没有规定证券是什么,适用的范围偏窄,不可能将上述产品列入其规范的范围,不利于投资者和金融消费者利益的保护。此次,修改《证券法》应改变其对资本市场的上述不适应,反映资本市场的变化,满足资本市场创新的需要。

第二,修改《证券法》应着眼于促进资本市场的发展。“促进”与市场监管不存在矛盾。“促进”的功能寓于资本市场监管的革新之中,促进资本市场的发展是市场监管革新的应有之义。伴随着市场经济的现代化和资本市场从转向向成熟的发展,监管的功能是丰富的,它不仅是依法禁止、限制应禁止、限制的行为,还包括方便投资者,消除投资的障碍。实际上,禁止、限制并不是目的,最终也是为了使更多的投资者得到保护,让更多的投资者感到投资方便。方便投资者首先表现在股份发行上,《证券法》要通过修改进一步改革股份发行法律制度。现行《证券法》对股份发行采用“核准制”,似乎较原来曾实行的审批制是一个改革。但如果不仅看名称,还要解析其运作机制,就不难发现,“核准制”并没有最终脱离“行政许可”思路。修改《证券法》应在发行制度上进行革新,放弃“行政许可主义”,代之以“准则主义”,在《证券法》规定发行条件基础上,依法律规定的条件准予发行股份。公司债券是投资者另一个重要的投资品种。相比较而言,我国的公司债券市场不

够发达,需要引起立法的关注。依现行的《证券法》,债券的发行与股份的发行极其类似,这次《证券法》修改应充分关注债权与股份的性质与投资风险的不同。同时,应注意债券发行监管的改革。现行法采用多重监管,一个管规模,一个管核准发行,犹如笛子演奏中,一个人吹气,一个人捏眼。多头执法、多元规则、市场分割,容易给投资者带来麻烦而不是方便,并且,还会使债券市场蕴藏较大风险,甚至是系统性风险,实现债券市场监管的一元化十分必要。拓展融资渠道和融资方式也是方便投资、促进投资的重要措施。不久前,证监会启动的创业板公司非公开发行债券,旨在通过发行公司债券,在股东持股比例保持不变的前提下优化资产负债结构,实现公司良性发展。多种融资渠道和投资形式并存,有利于投资者作出选择,《证券法》应该予以肯定。

查处证券市场上的违法行为,强化对内幕交易的打击力度,清除投资者投资的障碍,为方便投资者投资营造良好的环境。2005年以来,证券监管机构针对证券市场上发生的违法、违规行为,制定了与《证券法》配套的规章,但其抽象而欠缺具体,粗放而不够精细,没有彻底解决执法实践中的难题。适应规范资本市场和保护投资者权益的基本要求,修改和完善《证券法》应总结上述经验教训,更加明晰地界定内幕交易、操作市场和证券欺诈的内涵与范围,简化取证程序,将其查处市场违法行为和追究法律责任作为一个重点。这是维护《证券法》基本宗旨所需要的。

第三,修改《证券法》应关注发挥《证券法》的引导功能。重视《证券法》的引导功能,不仅在于引导上市公司健康发展,还在于引导投资者的投资方向。其中,完善上市公司退市制度是发挥《证券法》引导功能重要措施之一。现有的上市公司尤其是创业板的公司虽然有的经营业绩很差,但却市盈率高、募集资金多,这与没有完善的退市制度关系密切。健全退市制度就是要引导上市公司依法约束自己,理性地确定股价,从根本上解决经营好坏与市场价值无关的问题。良好的退市制度也必定能引导投资者确定理性的投资方向,它通过淘汰垃圾股,弘扬绩优股,将社会资源投到高效率、有社会价值的经济领域,实现资源的有效配置。只要投资者远离“壳资源”的恶性炒作,断绝无价值的“壳资源”继续流动之路,就能遏制恶性投机行为,使垃圾股重组成为不

可能。

引导功能的充分性还应表现为引导上市公司、投资者充分认识《证券法》上。《证券法》的范围不仅包括国家制定法,还应包括自治法的规则。《证券法》的修改应明确规定证券交易所章程和业务规则的自治法地位与效力,以及违反证券交易所章程和业务规则的法律后果。根据现行《证券法》的规定,证券交易所是自律管理法人,因此而排除了它是行政机关或具有行政管理权的公共组织,也否定了其章程与业务规则的国家制定法属性。但是,由于现行《证券法》没有规定证券交易所章程和业务规则的自治法地位与效力,违反者并没有承担相应的法律后果,自治法规没有充分发挥作用。为了改变这种状况,《证券法》在修改中应该着眼于改革,理顺证券交易所和监管机构的关系,理顺证券交易所章程和业务规则的自治法和法律、行政法规、监管机构规章的关系。必须肯定,证券交易所是自律法人(现今是会员制交易所),不是监管机构的一部分;证券交易所章程和业务规则是自治法,不是执法部门规章,也不是一般的纪律规则,并且,在处理证券交易所、上市公司、证券公司和投资者之间纠纷时,优先于法律、行政法规适用。证券交易所与证券公司、上市公司、投资者之间也存在于一种管理关系,但这种管理不同于市场监管机构的管理,它是依照自治法进行的团体管理。国外的经验证明,团体的自治管理胜过政府的管理。之所以如此,并非它是市场监管机构权力的延伸,而是以团体结构为基础。后者,市场监管机构权力的延伸已经在设置的市场监管机构分支机构中解决了。

为了在《证券法》修改中充分实现上述功能,应在总结《证券法》实施经验的基础上进一步创新。其中,借鉴国外的有益经验(包括移植境外的法律制度)仍然是必要的。为了使借鉴确有实效,有两个问题需要解决。

第一,是否存在以全面规范金融交易的法代替《证券法》等的必要。这需要对金融(包括证券)实践进行系统分析,如果实践中确实已经广泛存在证券关系、保险关系、银行业务关系的融合,分别调整证券关系、保险关系、银行业务关系的证券法、保险法、银行法已不适应调整这些融合关系的需要,就应该以全面规范金融交易的法代替《证券法》

等。如果只是出现了一些新兴的具有证券性质的社会关系,那仅是通过革新扩大《证券法》调整范围的问题,并不要另起炉灶。

第二,必须十分注意移植外国法律制度的实效。实效所关注的首先是适应性。研究法律移植的专家们认为,已拥有正规法律秩序的国家接受法律制度移植后,是否使移植进来的法律制度适应了本国国情(adaptation)?另外,引进的法律制度的基本原则是否该国已经“适应”了的东西(familiarity)?如果满足了这些条件,移植进来的法律制度就会发挥效用。这里,关键是两个适应。没有这种适应,移植进来的法律制度就不会发挥效用。移植法律所追求的目的不能回避,我们所希望达到的目的不是有一部在世界堪称最好的《证券法》,但应是最适应我国资本市场要求、最能满足我国资本市场发展需要的《证券法》。