

《证券法》修改应该坚持 市场化方向*

顾功耘**

证券市场在我国是市场化程度最高的市场。最近的三中全会提出市场在配置资源中要起决定性作用。按照这个提法,对照证券市场的现实我们是不能满足的。中国重启改革议程,证券市场应当继续引领中国的新一轮改革,证券市场仍然需要深化改革,仍然需要依靠《证券法》等立法、执法、司法的改善来促进证券市场的深化改革。今天在这里研讨打造升级版的《证券法》具有十分重要的意义。

依我所见《证券法》是调整证券市场运行机制之法,从商法的角度分析,《证券法》包括两个方面内容:一是证券市场主体的规范;二是证券市场交易行为的规范。从商法的基本理念和精神出发,《证券法》的主体规范应当体现和保障主体的设立自由,《证券法》的交易行为规范应该体现和保障证券交易的自由。现行的《证券法》规范保障政府管制权力有余,而体现证券市场主体设立自由和交易

* 本文系根据顾功耘教授在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。

** 华东政法大学副校长。

自由不足;政府主导市场作用明显,而市场决定性作用不见。具体表现在证券范围在《证券法》上规定得过于狭窄,发行受到非市场因素的限制,信息披露要求不严,投资者保护力度不够,而政府管制过多,各种义务审批、审核繁多,监管不力。这些问题严重制约了证券品种以及交易形式的创新,证券市场发展滞后,也影响了投资者投资的积极性,导致证券市场服务于实体经济的功能未能够充分发挥,至今我们通过证券市场直接融资的比例从总体上来讲还不够高。实际上证券市场在一定程度上拖了实体经济的后腿。

坚持市场化导向就必须修改《证券法》,通过修改进一步重视发挥市场配置资源的作用,限制政府诸多不当权力和行为。为此,要着重解决以下几个问题:

第一,要扩大证券范围,拓展证券概念的外延。前一阶段我们接受证监会的研究课题,其中一个问题就是研究证券这个概念如何在法律上重新表述。从实际情况来看,证券已经不仅仅是股票、债券,还有证券投资基金、有关证券的衍生品期货期权、权证和交易所基金,等等。资本市场的实践已经普遍认可了这些金融产品属于证券的范畴,迫切需要从法律的层面予以认可,并将其纳入监管的范围。另外还有一些产品,比方说银行理财产品、信托理财产品、艺术品份额等基于投资合同而从他人经营中获得利益,并可在市场中流通的这种资产份额,此类产品的特征都是符合证券实质要求的。所以《证券法》修改要予以特别关注。

我们建议证券应该表述为包括股票、债券、证券投资基金份额以及其他经国务院证券监督管理机构认定的结合投资计划份额。我们的研究报告提出,证券解释的最后一个中心词就是落实到“结合投资计划份额”上。

第二,证券应该从公开发行拓展到非公开发行。我们将来的《证券法》不仅仅要规范公开的发行,还要规范非公开的发行。像现在所说的私募就应该纳入《证券法》的范围。

第三,证券发行核准制应该改为注册制。这个已经在三中全会文件中明确提出来了。我们这次修改《证券法》,是不是应该把核准制直接改为注册制。这是要尽快研究的一个问题。很多人担心,实行注册

制会不会在中国出现更多的不符合质量的股份公司？我个人认为如果真的放开注册制，相应的应该是有其他相关法律制度作为保障的，尤其是信息披露制度。如果虚假，它有一个接受严惩的问题。改为注册制并不可怕，把这个制度设计好了，还是可以做的。

第四，证券市场场内交易要拓展到场外交易。从我们的现实来看，很多的一些市场实际上已经纳入法律监管的范围，但是也有一些还处在规范的边缘。比方说非集中竞价交易的产权交易所交易和技术交易。它们都是类似于证券的投资品。还有因为不规范经营而被撤销的比如一些店头市场，或者网上市场，像这些我认为在立法的时候都要考虑。《证券法》规范的不仅仅是在证券交易所交易的证券，在其他场所，只要交易的是证券也应该纳入其中。

第五，要适当放宽收购的条件和限制，促进股权的分散化。收购兼并通常会形成股权集中，但是从实际情况来看，我国的股权集中度非常高，很多公司尤其国有控股，绝对控股的比例都非常高。我觉得应该通过收购兼并将大股东的股权适当分散，使市场机制能够在公司治理上有所反映。因为一个股东绝对控股，不能体现在市场经济背景下的经济民主，或者公司决策民主这样一个实质性的要求。一个绝对控股股东，一个人说了算，其他人再反对也好、赞成也好都不起作用，所以这个问题要通过进一步放宽收购条件和限制来解决。《证券法》关于收购的一些规定，早期还有一些公司试图在证券市场上进行公开收购，2005年《证券法》修改以后，在公开市场进行收购的就很少出现了。他们都不敢收购了。所以，如何进一步放宽收购的限制条件，是需要我们认真研究的。

上面我提的几点都是体现经营自由的精神，进一步放开市场的主体以及市场交易限制的。在经营自由的情况下，另外一个方面我们还是要考虑市场交易的安全。因此，下面我再提几点，就是从保护投资人、保护市场交易安全这个角度出发，考虑证券法需要修改的重点。

第六，应该设立专章保护证券投资者的合法权益。我们的证券市场发展到今天已经出现了一个“瓶颈”，很多人以前投资了，后来被套，多少年之后股指也没有上去，再投资没有积极性。这表明在过去的发展中，我们对一些违法的行为，比如内幕交易、操纵市场和信息虚假等

打击力度不够,投资者对投资缺乏稳定的预期。《证券法》修改在这方面要提供更多的制度保障。

第七,强化信息披露。信息披露要提出更高的要求。在信息披露的过程中要进一步发挥中介机构审计、评估、咨询等作用。将审计拿出来的结论、评估的结果作为一般投资者进行投资的参考依据。

第八,强化《证券法》的责任机制。我们前面提出,在设立的时候,像公司这些市场的组织,包括一些中介服务的机构,我们进一步降低门槛,在交易的时候,我们更多地去鼓励它自由的交易,这样就可能有一些人唯利是图,违反一些基本的规则。我们要通过强化责任制度来约束相关的市场参与者。

第九,政府要将工作重点放在证券的监管上。我有一次在美国证监会考察的时候,接待官员强调说证监会的唯一职责就是保护证券投资者。我们的证券监管部门不要天天忙于审核上市,忙于审核各类机构以及各类机构具体的业务。我认为过去这方面花的时间和精力太多了。政府把进口这个关,审核也好,批准也好,实际上并不能够保证市场主体行为的规范问题。审核时可能是规范的,但是审核过后行动的时候它又改变了。所以,重点应该是在过程中进行监管,同时要提高监管的效率。

第十,充分发挥自律中介机构的作用、交易所的作用,放松政府的管制。政府尽量少管,让自律机构加强自律规则的制定和执行。

我们要创造一种证券市场发展的良好法治环境,这个环境应该是:证券市场主体进入门槛比较低,证券交易相对自由与灵活,筹资的渠道便捷并且广阔,投资者投资的品种选择余地比较大,投资者权利和利益都能够受到公平的保护。我们期望,通过本次《证券法》的修改,真正体现市场配置资源的决定性作用,为资本市场的改革创新、经济的繁荣奠定扎实的基础!