

深化证券市场的制度改革 需认真审视的几个问题*

顾功耘**

修改以后的《证券法》实施以来,我们在推进证券市场化改革方面做了大量的工作,如股权分置改革、提高上市公司质量、加强证券公司综合治理、发展机构投资者、完善发行制度、打击内幕交易、新推创业板市场、已经开展股指期货、融资融券等业务。这其中有的是解决历史遗留问题,有的是发展与创新市场业务的问题。最近,中国证监会又推出六大监管新政,这些新政包括统一证券市场,改变高发局面,推进退市的改革,创业板再融资,加大对证券犯罪的打击力度,以及整顿交易场所。可以说,这些改革举措和新政在推进市场化改革方面都是卓有成效的。也可以说,证券市场是我国市场化程度最高的市场,很值得我们肯定和总结。但必须看到由于中国证券市场的本土化特性,如股权机构不合理,体制转轨,国外资本制度的某些不良影响,尤其是美国现在资本市场暴露出来的问题造成了严重

* 本文系根据顾功耘教授在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。

** 华东政法大学副校长。

的金融危机,我国市场化改革的深度和广度仍然有待进一步拓展。

深化证券市场的制度改革,在我看来实际上面临两个方面的重要任务,一方面是推进证券市场的自由化,其中包括主体设置的自有化、市场交易的自有化。另一方面是推进证券市场的有效监管。前者是民法、商法自主改革的问题,且需要进一步宽松管制,使市场交易规则发挥应有的作用。后者是行政法、经济法制度改革问题,即转变政府的经济管理职能,使政府监管到位。

结合国内、国外证券市场已经暴露出来的一些弊端,我认为迈向成熟市场的证券法治要特别关注和解决以下五个问题:

第一,虚拟资本如何为实体经济服务,避免虚拟资本完全沦为投机者的工具。在不少资本主义国家,虚拟经济基本背离了实体经济发展的宗旨,资本市场配置资源的作用逐渐被弱化,我们如何来防止这个问题?尽管我们国家现在资本市场的规模还很有限,但是从目前我们已经看到的一些现象来看,我国资本市场的每一个行为是不是都能够完全服务于实体经济的发展,实际上还有待我们认真思考。

第二,在投资者与经营者实行分离的情况下,如何使经营者尽到自己的责任。在美国经理人过度地分享企业的利益,已经影响到人们的利益和生活。在我国,如何建立既能够对经营者激励,又能够对经营者约束的机制,以避免百姓的愤怒和不满带来不稳定的因素,这个问题也是值得我们关注的一个问题。曾经市场上个别地方发生企业董事长年薪开到了六千万元,尽管这是极个别的例子,但是在市场上形成了很坏的影响。

第三,市场的中介服务组织如何既加强自律,管好自己,又能够在市场上发挥中介服务的作用,提高市场运行的效率。美国金融危机的一个很大的教训就是中介评级机构为了自身的利益欺骗公众投资者。在我国,同样存在中介机构自律性不够,诚信较低的问题。

第四,如何推进投资的分散化和市场的民主化问题。我国股份公司股权高度集中,不利于公司治理结构的改进,也不利于分散的投资者参与市场以及他们的利益保护。这个问题解决不好,必然影响证券市场的持续发展。

第五,如何约束政府的行为,保证市场的稳定和竞争秩序的维护。

最近有资料反映,全国各地已经出现了数百家交易场所,这些场所有些是公开进行类似于证券的交易,这个问题的产生一定与地方政府不当行为有关。这些交易场所很少没有政府的审批文件,地方政府滥用权力、越权审批已经造成严重的后果。同时在证券市场上也有这样的问题,就是政府出台一些调控性政策影响市场,如何来防止市场在这样的情况下的大幅波动,事实上应该对政府的行为在一定程度上有所约束的,我们反对市场任何人来操纵市场,但是政府有时出台一个政策,可能比任何一个机构操纵市场的影响会更大。

第六,如何来规范资源多重配置、层层加价,导致中小企业被盘剥,以致无法生存,而大企业、大集团利用优势形成资源垄断的问题。据报道,一些上市公司和国家控股的企业理财的收益大于其主营业务的收益,这个现象很值得我们关注。

以上提出的问题,在《证券法》修改完善的过程中我认为都是不能够忽视的,因为这是我们当前市场存在的一些比较特殊的问题。有的涉及立法、执法、司法理念转变问题,有的涉及法律原则进一步明确和修改问题,也有的涉及具体制度的设计问题。总之,这些课题需要我们各抒己见、献计献策,来进一步研究并加以解决。