

庆祝我国资本市场建立 20 周年, 回顾与展望资本市场法治建设

——第一届“上证法治论坛”综述

上海证券交易所法律部*

在我国资本市场建立 20 周年之际,由上海证券交易所主办,北京大学法学院、中国人民大学法学院和华东政法大学经济法律研究院联合举办,以“与法治同行——中国资本市场 20 周年法治建设回顾与展望”为主题的第一届“上证法治论坛”于 12 月 4 日在北京隆重举行。中国证监会主席尚福林、最高人民法院副院长奚晓明、国务院法制办副主任安建、上海证券交易所理事长耿亮到会讲话。来自立法、司法、执法部门,高校和研究机构的专家学者以及市场专业人士近百人参加会议。论坛包括领导讲话、主旨发言和专题研讨三个环节。本次论坛共收到稿件近百篇,其中 42 篇优秀论文已编入《证券法苑》第三卷。

* 执笔人为卢文道、王升义和武俊桥。

一、与会领导从立法、执法和司法等角度回顾和 展望资本市场法治建设

中国证监会主席尚福林在论坛上做了“法治是推动资本市场改革的主导力量”的讲话。尚主席在讲话中表示,20 年来我国资本市场发展取得了令人瞩目的成就,其中资本市场法律制度的不断完善有效地保障了资本市场功能作用的发挥:一是公司组织法律制度的不断完善,有效地增强了上市公司的内在竞争力;二是并购重组法律制度的不断完善,有效地提升了资源配置的质量和效率;三是证券投资基金法律制度的不断完善,有效地改变了资本市场的投资者结构;四是风险防范和处置法律制度的不断完善,有效地保障了资本市场安全稳定运行;五是多层次资本市场体系法律制度的不断完善,有效地满足了市场多元化投融资需求;六是发行融资法律制度的不断完善,有效地强化了市场化的价格形成和约束机制;七是监管执法制度的不断完善,有效地维护了“公开、公平、公正”的市场秩序。他指出,法治是发挥资本市场功能作用的内在要求,是实现资本市场规范运行的必然选择,是深化资本市场改革创新的重要基础,是防范、管理和化解系统性风险的基本底线,是树立资本市场监管公信的有力保证。最后,他提出了当前和今后加强资本市场法治建设需要着重做好以下五个方面的工作:一是加快多层次资本市场法律制度建设;二是积极推进基金法律制度的修改和完善;三是抓紧制定完善期货交易法律制度;四是不断健全上市公司监管法律制度;五是推动建立专门的资本市场监管执法制度。

最高人民法院副院长奚晓明做了“完善各项审判制度,为资本市场提供司法保障”的讲话。奚晓明副院长在讲话中回顾了 20 年来人民法院通过民事审判、行政审判和刑事审判工作,对证券市场创新发展提供的司法保障和司法引导。他指出,随着我国资本市场的迅速发展,加快和完善投资者的司法保护机制、追究证券市场侵犯投资者权益行为人的民事赔偿责任,已经是资本市场刻不容缓的重大课题。最高人民

法院将根据《证券法》、《公司法》、《物权法》和《侵权责任法》等有关法律的规定,完善与资本市场相关的各项司法制度,通过司法审判有效规制各类市场主体的行为,共同促进资本市场的健康发展。

国务院法制办副主任安建在讲话中指出,证券市场因其自身的特点,更需要健全的规则,重视风险防范,严格地监管,这些都必须依靠法治。经过20年的发展,我国资本市场已经建立起以《证券法》、《证券投资基金法》及《公司法》的相关规定为主导,以行政法规、部门规章和司法解释为配套的比较完备的证券法律体系,为市场规范有序发展提供了基本的制度保障。但在信息披露、市场监管、投资者救济等方面还存在一些不足,制度建设的任务依然繁重,需要立法、行政、司法等部门继续努力。

上海证券交易所理事长耿亮在讲话中结合上交所市场20年的发展指出,法治建设始终是上交所市场发展的重要保障,伴随着资本市场法治建设的推进,交易所发展的法治环境也在不断改善,突出体现为市场发展所需要的法律制度日益健全,交易所履行自律监管职能的司法环境日益良好,自律管理规则体系日益完善。站在新的历史起点上,上交所市场将逐步向符合中国国情的更加成熟的市场迈进,由此也需要更加良好的法律环境。上交所将在法律、规则的框架下,依法履行自律监管的职责,不断健全与市场发展和创新相适应的自律监管运行机制。上交所总经理张育军在论坛主持中表示,未来资本市场的发展期待着以法治建设作为推动市场发展的主要动力,期待着以法治建设作为解决市场发展各类问题和风险的基本手段,期待着以法治建设作为进一步推动市场安全运行和市场运行质量提升的基本方法,期待着以法治建设作为改善投资者权益保护的基本路径,也期待着以法治建设作为提升我国资本市场软实力或核心竞争力的长效制度安排。

二、六位知名专家就《证券法》的进一步修改与完善等主题做精彩演讲

中国法学会经济法学研究会会长、北京大学常务副校长吴志攀教

授,中国法学会民法学研究会会长、中国人民大学副校长王利明教授,中国法学会商法学研究会会长王保树教授,中国法学会证券法学研究会会长郭锋教授,华东政法大学副校长顾功耘教授和上海证券交易所徐明副总经理到会,围绕资本市场发展和法制建设历程评价、《物权法》与证券法律制度的协调、资本市场未来法制建设的目标、资本市场透明化与法制需求、内幕交易的法律规制、《证券法》的进一步修改与完善,做了精彩的主旨演讲。

吴志攀教授结合自身的经历,回顾了中国资本市场 20 年来发展的历程,并从专业的角度指出,在我国各类市场中,中国资本市场相对而言是最为透明、法制化程度最高、与国家政治稳定关系最敏感、效率最高、国际化程度最高的市场。中国的资本市场之路是摸索出来的,中国资本市场以后的法治发展仍然需要走中国人自己的路。

王利明教授从无纸化证券权利的变动和登记入手,指出《物权法》所确立的以登记簿作为确权依据的规则,可以适用于无纸化证券权益的确定;无纸化证券交易中的担保合同并非一律限制为要式合同、担保物权的设立条件,也不限于登记、无纸化证券的让与担保虽不具有物权设立的效力,但作为一种合同形式仍然是有效的,同时无纸化证券担保契约流质条款可以作为《物权法》适用的例外而允许其存在。

顾功耘教授对未来 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律体系提出了基本设想,认为商法理念与经济法理念需要进一步确立,公司法、证券法与调控法、监管法需要进一步完善,资本市场法治建设本土化需要进一步显现,资本市场法治环境需要进一步完善。

王保树教授认为资本市场的发展需要维护投资者的信心,未来的资本市场应该更加透明,而投资者的信心与市场的透明必须依赖于良好的法治基础和健全的法治约束。

郭锋教授针对内幕交易,提出要明确反内幕交易的重点主要是机构大户,建立投资者、交易所、监管机构、司法机关相互联动的反内幕交易机制,适当缩小内幕人员的法定范围、将主观上没有故意的内幕信息继受者排除在外,并从监管、司法和立法三个途径构建中国特色的反内幕交易制度体系。

徐明副总经理指出,《证券法》对证券市场的发展发挥了巨大作用,功不可没,但证券市场的不断发展又对《证券法》提出了新的要求;修订和完善《证券法》要处理好实体与程序、法律与规则、分业经营与综合经营、“有纸”与“无纸”之间的关系,并重点完善证券发行与上市制度、债券法律制度和市场创新的相关法律制度。

三、会议分专题对资本市场法治建设展开热烈研讨

与会专家学者围绕“证券法治理念与制度构建”和“资本市场的监管执法和司法保护”两个专题展开了热烈的研讨,并从加强市场立法、改进市场监管、促进市场创新、规制内幕交易、完善证券司法等方面提出了有益的建议。

(一)关于资本市场的立法理念

北京大学刘燕教授认为,资本市场的法律,应当区分证券监管、证券交易两个不同领域的差异,坚持不同的价值取向,与证券交易相关的法律制度应当得到更多的重视。华东政法大学罗培新教授则指出,应当警惕立法中的简单移植境外法律制度,忽视法律背后的市场环境和国情差异的“技术主义”倾向,坚持有中国特色的立法道路。

(二)关于资本市场的监管体制

中国证监会法律部黄炜主任指出,资本市场监管中出现了一些深层次的理论和实践问题,如证券监管权力是否是典型意义上的行政权力、证券监管是否能够引入行政和解、证券监管体制如何适应金融创新、行政执法中的行政处罚与刑事责任追究之间的衔接等,需要学术界予以进一步研究,也需要在法律制度上予以回应。中国证监会山东证监局副局长陆泽峰认为,应当关注证券监管执法的特殊性,以及有关证券市场的集中统一监管和证券监管职责认识上的误区,建议完善证监会行政监管与证券交易所自律管理相配合的监管机制,发挥律师事务所、会计师事务所等中介机构“一线警察”的监督作用。

(三)关于资本市场的法制创新

中国证监会法律部胡宝海副主任认为,在证券市场法治建设 20 年

中,制度创新始终是一条非常重要的主线,如证券监管机构的职责设置、证券公司综合治理中的“三中止”、证券监管中的查审分离、证券市场自律管理诉讼案件的指定管辖等,都是适合市场特点和发展需求的法制创新,在未来立法和执法实践中,制度创新仍然需要坚持和强化。

(四)关于投资者权益保护的诉讼机制

清华大学法学院汤欣副教授认为,美国的证券集团诉讼机制与其自身的市场环境和法制文化、诉讼机制一脉相承,引入中国的时机并未成熟,而我国台湾地区今年建立的以非营利组织主导的证券集体诉讼机制已经取得了实质性的成效,具有借鉴意义。

(五)关于市场业务规则的法律效力

中国人民大学法学院董安生教授认为,资本市场法律制度十分广泛,证监会等监管机构规范当事人行为为主要职能的规范性文件、证券业协会和交易所制定的以约束当事人交易行为为基本职能的交易性的业务规则,也是证券法律的重要组成部分。深圳证券交易所彭文革总监认为交易所的各类规则应该在法律体系内得到认可,建议在交易所相关的监管活动中对相关纠纷和争议首先在交易所内部实行救济。上海市高级人民法院金融庭杨路庭长指出,在金融审判中交易所的业务规则原则上已经成为法院审理案件的依据。

(六)关于内幕交易

北京大学法学院彭冰教授认为,近年来,中国证监会加大了对内幕交易监管的力度,在内幕交易信息的认定、内幕交易行为推定等方面,进行了很多有价值的、富有实效的探索和创新,值得理论界的重视,在今后的立法和相关司法解释制定中应当予以借鉴。

(七)关于上市公司的并购制度

国浩律师(集团)事务所吕红兵律师指出,在当前我国资本市场法律法规总体有效、监管机制及审核机制整体有效、并购效果总体有效的基础上,还存在规则偶有冲突、机制不甚健全、协调尚需默契、技术操作复杂等问题,因此,我国证券监管机构还需要从主体规范、标的规范等角度完善资本市场的并购制度。

(八)关于资本市场的司法介入

最高人民法院贾纬法官指出,资本市场属于虚拟经济范畴,相关司

法制度的建立应区别于传统的经济领域,充分考虑资本市场侵权直接损害市场秩序、加害对象不特定、侵犯财产安全、认定难度大和救济制度不完善等特殊特性,并基于此构建相应的司法制度。武汉大学冯果教授指出,司法机关对投资者权益保护、公司治理和金融创新等相关问题可以采取更为积极的态度,及时、妥善地介入相关纠纷。西北政法大学强力教授认为,我国证券市场行政执法和证券司法之间的边界问题需要进一步予以合理界定和区分,证券执法机关和司法机关应当各自定职、各尽其责。

四、会议论文对资本市场法治建设的理论与实践进行深入研究

本次论坛得到了资本市场立法、司法、执法和理论界的大力支持,共收到各界稿件近百篇,精选42篇编入《证券法苑》第三卷特辑,另有五篇论文因提交时间等原因单独印制为“会议材料(增补)”。

会议论文主要围绕以下十个专题进行研究:

(一)资本市场法治的基本理论问题

吴国防在“资本市场的宪政之维论纲”一文中指出,资本市场“公开、公平、公正”原则的伟大实践,培育了各类市场主体的公民意识和能力,培育了公司文化,为宪政的发育提供了积极的元素,与宪政实践形成良性互动。汪有为的“关于电子化簿记式证券若干法律问题的思考”则对证券无纸化、簿记化、电子化条件下证券权利的归属和变动等基础性法律问题做了初步研究。徐明、杨柏国的“模糊的边界:析美国证券公开发行与非公开发行之融合”一文指出全球资本市场的竞争以及美国当下证券监管法规使得公开发行和非公开发行的融合在所难免,美国证券交易委员会在面对这种融合时如何在促进资本形成和投资者保护之间取得平衡的经验值得借鉴。

(二)关于后金融危机时代的证券监管

张清华的“全球金融危机下中国证券监管理念的历史审视”一文结合金融危机后美国、欧盟等成熟市场证券监管理念的变革,对中国证券监管理念进行了反思。杨巍、董安生的“后金融危机时代的美国金

融监管改革法案”一文对《2010 年华尔街改革和个人消费者保护法案》进行了评析,指出未来我国的证券监管应该构建起全面的监管体系,不能给非法行为和违反公共利益行为留下漏洞和死角。杨东、安琪、张百吉的“后金融危机背景下欧盟金融监管改革的新发展”一文介绍了欧盟金融监管改革的新动向,指出欧盟正在构建统一的金融监管体系。何朝丹的“从 PE 腐败问题看后危机时代的中国资本市场监管”一文探讨了 PE 腐败的症结,提出了对后危机时代·PE 腐败和券商直投业务的监管思路。

(三) 关于《基金法》的修改以及私募基金的监管

《证券投资基金法》的修改是目前学者研究的热点。牛文捷、李增智在“关于证券投资基金受托人地位的探讨”一文中指出,有必要对现行《证券投资基金法》契约性基金中受托人重新定位,将基金托管人作为唯一受托人,同时设立基金持有人委员会,同时引入公司型基金。卢文道、谭婧在“《证券投资基金法》修改中私募基金法律规制的若干问题”中指出:私募基金规制应统一立法、应秉承适度监管的理念、应逐步过渡到统一的监管体制、应形成行政监管和行业自律并重的监管模式、对私募基金管理人应实行注册制管理、对私募基金产品实行备案制、应从定性和定量综合认定私募基金合格投资者、对私募基金应实行适度放松的披露要求、有关私募基金监管的补充性立法权限原则上应授予国务院。刘荣的“美国私募股权基金监管制度改革及对我国的借鉴”一文对美国私募股权基金监管制度改革进行了详尽的阐述,全面展现了美国的经验并提出了借鉴之途。

(四) 关于内幕交易监管的法律问题

内幕交易是各国证券监管的痼疾,目前,中国证监会正在联合有关部门进行内幕交易综合防控,内幕交易也成为本次论坛学者研究的一个重点。彭冰的“内幕交易行政处罚案例初步研究”一文结合对 1993 年至今中国证监会处罚的内幕交易案例的分析指出:中国证监会在内幕交易监管上积极利用相关法律,补充和完善了法律规定的不足,丰富了我国禁止内幕交易法律制度。曹理的“市场公平进路下的内幕交易立法改革”一文厘清了现代内幕交易立法的信义务进路与市场公平进路,剖析了我国现行立法将两者兼收并蓄带来的困境,提出应遵循市

场公平一元进路、以内幕信息规制为中心改造内幕交易行为构成体系。林建华的“‘华夏建通’短线交易案相关法律问题评析”对中国证券市场短线交易“第一案”进行了较为深入的分析后指出,该案对于适用《证券法》第47条规定的短线交易收入归入权制度提出了适用原则。陈秧秧的“选择性披露的管制与内幕交易法的演变:基于美国《公平披露条例》”一文在对美国《公平披露条例》的内容进行了深入研究后指出:该条例代表美国证监会重构美国证券市场中投资者之间力量平衡的一项重要尝试,但条例并未必然的消除内幕人与个人之间的信息不平等,在实践中的效果也是象征意义大于实际功效。蒋学跃的“境外市场董监高买卖本公司股票的规定及其启示”一文将境外市场董事、监事、高级管理人员买卖本公司股票的规定归纳为美国模式和英国模式,并指出英国模式仍然是中国的借鉴首选,但在具体实施过程中必须弱化一些限制性规定。唐英茂的“首次公开发行中研究报告的证券法律规制——中美两国对研究报告不同态度的比较分析”一文在比较中美两国对首次公开发行研究报告规制态度的基础上指出:中国目前对研究报告的鼓励态度缺乏长久持续的基础。

(五)关于证券市场投资者权益保护的问题

证券投资者权益保护是资本市场永恒的话题。武俊桥的“证券市场投资者适当性原则初探”一文对投资者适当性原则在境外的发展和我国的实践做了全面梳理后,指出:投资者适当性原则应该以保护投资者权益作为切入点,要以较高位阶的法律进行规定并且该制度应同时适用于个人和机构,同时该制度也要平衡投资者和证券公司之间的权利义务。邢会强的“证券市场投资者保护立法评价体系研究”一文通过建立指标体系,对包括我国在内的12个国家和地区的证券市场投资者保护立法进行比较,指出了我国在公共执行、私人执行方面存在差距,并明确我国下一步立法的重心应该是健全法律的公共执行和私人执行机制,使法律的规定更加精密、细致和严谨。郭雳在“律师在资本市场中的功能与作用——国际比较与中国实践”一文中经过调研表明,各国/地区普遍重视发挥律师的信誉中介功能,希望借助其专业服务和尽职调查,防范欺诈、降低风险;未来我国证券律师行业进一步发展的出路在于:准入市场化、职责明晰化、执业规范化、功能专业化,同

时离不开监管部门的正确定位与引导。汤欣在“证券集团诉讼的替代性机制——比较法角度的初步考察”一文中考察了美国之外各市场针对欺诈行为的民事诉讼和争议仲裁模式,发现德国的证券投资者示范诉讼和我国台湾地区以非营利组织主导的证券团体诉讼在未来我国构建相应制度时较为可取。

(六) 关于证券交易所及其监管

蒋大兴的“谁需要证券交易所”一文从多元主体的多元需求出发,提出了证券交易所拓展上市资源、丰富产品结构的新思路,在我国资本市场日益担负服务国民经济大任和逐步参与国际竞争的背景下,很有现实意义。徐明、吴伟央的“论交易所自律管理正当程序的有限性”结合交易所自律管理的实际情况,指出正当程序原则的适用要考虑权利类型和行为性质,遵循有限适用的原则。史卫东的“权证信息披露中证券交易所的民事责任认定”和张文婷、史广龙的“证券交易所与登记结算公司责任机制的展开——基于法学与经济学的分析视角”两文从不同的角度分析了证券交易所的民事责任,但都提出对交易所追责应考虑交易所的性质与职能、都体现了司法介入市场监管应审慎和适度的精神,这比较符合我国证券市场的现实情况、且为司法实践所检验的认知,希望在这方面能形成更为明确的司法政策。

(七) 关于上市公司的治理问题

本次论坛中不少学者从新的角度或者采用新的研究方法阐释了公司治理。翁小川、倪如冰、卢颖在“天使还是魔鬼——对冲基金积极主义在公司治理中的利弊分析及在中国前景之展望”一文中指出,对冲基金积极主义对资本市场利大于弊,在未来金融衍生工具发展和金融法制健全的全过程中,我国的对冲基金将在公司治理中崭露头角,成为私人执行的旗手和资本市场的“守夜人”。罗培新、李剑、赵颖杰的“我国公司高管勤勉义务之司法裁量的实证分析”一文通过对英、美“注意义务”司法裁判规则和我国“勤勉义务”立法、案例的研究,提出我国应确立以客观标准为主、特别约定为辅的高管勤勉义务判断标准,并在司法中引入商业判断原则。张诗伟的“对《到境外上市公司章程必备条款》的重估与修订建议”一文从律师实务的角度指出该章程应在取消类别股份及其特殊权利相关规定、删减其中所载境外上市规则的内容

等方面进行修订。邓峰在“董事会制度的渊源、进化和中国的学习”一文中从历史的维度对董事会制度的渊源和进化进行了阐释并指出中国现行公司观念中对董事会制度原则和法律制度的陌生。

(八) 关于资本市场退出机制

资本市场的退出主要包括证券公司等中介机构的退出和上市公司的退出。冯果、李安安的“问题券商市场退出法律机制之审思——在资本市场法治化的拷问之下”一文对我国资本市场问题券商退出的法律机制进行了历史性考察,指出在资本市场法治化的拷问之下,我们需要建构一种与法治社会相匹配、行政权与司法权和谐共生的问题券商市场退出法律机制。张世君的“我国金融破产制度立法刍议”一文指出应重视金融破产立法,将和解、重整、托管、清算等各类市场退出方式有机结合,共同构成我国金融破产制度的整体,还应将已有的行政手段与法院监管进行整合,建立公正高效的破产执行程序。王佐发的“预重整制度及其对上市公司拯救的效应”一文从预重整的视角分析公司拯救行为,文章对我国预重整的司法实践进行了分析,认为需通过司法解释为上市公司预重整实践拓展适宜的法律空间。高长久、汤征宇、符望的“上市公司重整中的法律难题——以‘华源股份’重整为例”对“华源股份”重整案进行了层层剥笋式的深入剖析,有助于了解目前我国上市公司破产重整的司法程序和法律难题。

(九) 关于地方政府与资本市场

程金华的“中国公司上市的地理与治理”一文对1990-2009年间在A股证券交易市场所有上市公司的地域来源做了实证分析,揭示了企业首发上市在地理上的“集中—平均—再集中”态势及其背后“公司治理”与“行政治理”的关系演变,指出在淡化(地方)政府干预公司上市方面,中国证券市场在过去的20年呈现了良性的发展态势。沈朝晖的“地方政府与企业上市”对地方国企2006-2009年间申请首发上市审核的企业数据进行了分析,指出地方政府对企业上市的选拔与结果影响日益式微。

(十) 关于境外交易所上市规则的研究

吴祺的“解读东京证券交易所上市规则2009年最新修改”和范志鹏的“香港证券主板市场停复牌制度浅析”则分别对东京和我国香港

地区证券交易所规则进行了研究,提供了境外交易所规则发展的相关信息。

本届“上证法治论坛”的举办恰逢我国资本市场建立 20 周年。20 年来,伴随着市场的快速发展,相关法治建设也取得了长足的进步。本次论坛的宗旨就是为了梳理资本市场法治建设的历史轨迹,厘清当前法治建设的重点问题,展望未来法治建设的发展方向。论坛广泛联系立法、司法、理论和实务界的力量,发挥各自优势,共同探讨我国资本市场法治建设的问题,以切实推动资本市场法治建设的发展。近年来,上交所通过“上证联合研究计划”法制课题研究、举办《证券法》及《公司法》等法制研讨会、创办《证券法苑》学术集刊等形式,积极开展资本市场的法制研究,以此参与和推动资本市场的法治建设。“上证法治论坛”的创办,将资本市场立法、执法、司法等理论和实务部门的合作又向前推进了一步,为资本市场法治建设提供了新的平台。

今后,论坛将持续举办。