

中国证券市场国际化改革的法律困境及其破解

——以美国证券法制为镜鉴

刘 道 远*

摘要: 中国证券市场在改革中不断发展, 证券法制也逐步得到发展和完善。在证券市场国际化改革背景下, 中国证券法制国际化改革势在必行。《中华人民共和国证券法》的修订要坚持国际化改革方向, 并在法律规则上保证国际化的实施, 这是中国证券市场从不成熟走向成熟的必然要求, 对中国证券市场的发展也具有十分重要的作用。证券市场国际化改革的内容包括资本市场的国际化、投资者的国际化、法律制度的国际化、产品的国际化、市场的国际化、人才和服务的国际化等重要元素, 但处于核心地位的是法律制度的国际化。《中华人民共和国证券法》的修订必须因应法律制度设计的国际化要求, 构建多层次的资本市场, 建立完善的发行和交易制度, 提供多样化产品, 保障以善法促进中国证券市场的国际化改革。

关键词: 证券法 证券市场 国际化 法律困境 善法

DOI:10.16390/j.cnki.issn1672-0393.2016.04.018

一、引言

党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》(以下简称《决定》)第12条规定, 要完善金融市场体系, 扩大金融业对内对外开放, 还提出了股票发行注册制改革要求。2014年5月9日国务院发布的《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(以下简称“新国九条”)第7条专门规定了扩大资本市场开放的相关政策制度, 包括便利境内外主体跨境投融资、逐步提高证券期货业对外开放水平和加强跨境监管合作等内容。2016年3月, 中共中央发布《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》(以下简称《纲要》), 其第16章第3节也对加强金融市场监管、建立符合我国国情和国际标准的监管规则等作出了总体部署。可以看出, 我国金融市场国际化改革将进一步深入, 这也将使得我国证券市场进一步走向成熟。

金融市场的国际化需要有国际化水平较高的金融法制与之匹配。然而, 中国金融证券市场由于起步较晚, 现代化、市场化的发展水平还比较低。当前中国证券法律制度的国际化水平低, 证券市场发展实际与国际化改革目标还有很大的差距。首先, 证券市场的行政本位色彩还相当浓厚, 对自由竞争市场的塑造和相应制度的配套供给还很落后, 这大大限制了证券市场的国际化发展, 甚至对证券法制的国际化改革也形成掣肘, 如证券发行审核制度就饱受诟病。在证券发行制度改革中, 虽然政府将注册制确定为未来改革的方向, 但是具体落实仍然困难重重,^①其中的法律问题也未得到较好的解决。“注册制与核准制的纠结, 本质在于国家对于市场管制的界线何在, 深植于商事法根本的立法歧异之中。”^②而现实情况是, 因为审批制本身存在诸多问题, 已经使中国证券发行市场业务规范扭曲, 积重难返。其次, 证券市场的效率还很低, 以信息披露为核心的证券法律制度体系尚不完善, 与国际证券法制发达国家的立法差距还很大, 这些都阻

* 北京工商大学法学院副教授、法学博士
基金项目: 国家社会科学基金项目(12BFX079)

① 参见蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,《法学评论》2014年第2期。

② 王文宇:《知易行难的注册制》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2016年卷),中国法制出版社2016年版,第3页。

碍了国内证券市场与国际证券市场的接轨。^①再次,证券市场投资产品单一,交易制度单一,证券发行和交易制度的国际化水平低,以投资者保护为根本的法律规则体系不完善,这也制约着中国证券市场的国际化发展。最后,证券法制的设计未能彻底贯彻投资者保护理念。从国际证券法立法例看,其莫不将投资者保护作为证券法的根本原则,制度设计也以此为原点展开。我国在这一方面存在突出的问题,如证券民事责任制度设计就存在缺陷。鉴此,笔者拟在对外国经验分析的基础上,结合目前正在进行的《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)的修订工作,剖析中国证券市场国际化改革的法律困境,并试图提出破解之建议,以期对我国证券市场的健康发展有所裨益。

二、伴随中国证券市场发展的证券法制演进

改革开放后,中国证券市场已经历20余年的发展过程,也取得了巨大的进步。当前,证券市场又处在结构调整和战略转型的关口。在实体经济“保增长、抑通胀、促转型”的宏观经济政策指引下,证券市场也在发展转型,以使证券市场的发展更加市场化,并与国际证券市场接轨。

从一般意义上说,证券市场是指股票、债券等发行和流通的市场,是社会经济发展到一定阶段、市场信用高度发展的产物。从外国证券市场的实践看,证券市场的发展经历了从场外市场到场内市场的过程。中国证券市场发端于清末。1872年中国第一家近代股份制企业轮船招商局成立,并发行和交易该企业的股票;近代中国的第一部证券交易所法,是北洋政府于1914年颁布的;1918年成立了近代中国本土的第一家证券交易所——北京证券交易所。与此同时,上海证券物品交易所和上海证券交易所也先后获准成立。^②早期的中国证券市场与世界其他国家证券市场早期的发展相似,投机性强,欺诈横行。另外值得注意的是,鸦片战争之后,外国列强肆虐中国,证券市场也被外国列强侵略。在此期间,长期存在外国在中国设立证券交易所的现象,如日本在上海设立的日商上海取引所和帝国主义侵略者合力创办的上海西商众业公所,这些交易所为外国企业股票、公司债券提供交易场所,体现了当时中国证券市场的殖民性质。

新中国成立之后至改革开放之前,由于历史原因,证券市场被取消,直到改革开放之后才开始恢复。1990年12月1日,深圳证券交易所开始试营业,1991年7月3日正式营业。1990年12月19日上海证券交易所正式开业。沪深交易所的设立,开创了中国证券市场发展的新时期。

沪深证券交易所自1990年正式运营至今已有20余年。20多年来,中国证券市场不断发展壮大,对实体经济的影响也越来越大。就其自身来说,从最初的为国有企业改革服务的功能发展到现在为所有企业提供资本市场服务,实现了相对彻底的转变:从最初有限的资源和市值发展到当前全球第二大市场;从最初阶段的无效市场发展到现在的相对有效市场;从最初阶段的行政管制色彩浓厚的市场发展到现在的市场化程度不断深化的市场;从最初相对封闭的市场发展到现在的相对开放并具有一定国际化程度的较为成熟的市场。纵观中国证券市场的发展过程,如同其他国家的证券市场发展经历一样,其也发生了各种各样的证券欺诈和疯狂投机行为,市场也经历过多次浴火重生。

针对证券市场出现的上述问题,为了保护投资者的权益,维护市场的效率和公平,国家制定了一系列政策、法律法规,大胆进行资本市场的法律制度创新。^③具体可以概括为以下4个方面:

第一,1998年底颁布《证券法》,之后分别于2004年8月28日、2005年10月27日、2013年6月29日进行了修订。此次《证券法》的修订是为了完善证券法律制度的第四次修订。证券法和公司法是证券市场的基本法,1998年颁布的《证券法》奠定了中国证券市场的规范体系,对中国证券市场的规范发展提供了重要指引。虽然目前实施的《证券法》还存在一些问题,立法机关也正在酝酿对它进行大修大改,但是它过去对中国证券市场的规范作用不可低估,为中国证券市场的发展提供了重要的制度依托。

^① 参见徐明、蒋辉宇:《外国公司在我国证券发行与上市的法律问题研究》,《东方法学》2009年第2期。

^② 参见朱荫贵:《试论近代中国证券市场的特点》,《经济研究》2008年第3期。

^③ 参见郭雳:《证券欺诈法律责任的边界》,《中外法学》2010年第4期。

第二,我国于2005年5月启动、2007年4月基本完成的股权分置改革,是中国证券市场市场化改革的一个重要事件。股权分置改革是中国证券市场独特背景下的特殊改革,是中国式的制度创新,在中国证券市场发展的历史进程中具有里程碑的意义。^①它完成了一个从半流通市场到全流通市场的重大转型,把股份公司的股东利益统一起来,维护了股权平等,给证券市场注入了强大的流动性,使得中国资本市场更具活力。毋庸置疑,没有股权分置改革的成功,就不可能有今天中国证券市场的繁荣和发展。

第三,围绕建设中国多层次资本市场进行的一系列金融创新,接轨发达资本市场。例如,2004年5月在深圳证券交易所开设中小板,2010年3月31日开始正式启动融资融券业务,2007年6月推出证券交易第三方托管制度,2009年10月30日深圳证券交易所开设创业板,2010年4月16日在上海开设股指期货交易,2014年11月17日“沪港通”开通,未来不远的时间内还要推出“深港通”,等等。这些改革不断深化中国多层次资本市场,加快了我国资本市场市场化步伐。

第四,以市场化为导向的新股发行体制改革。我国于2009年再次启动新股发行体制改革。与此前的7次改革相比,政府部门以建立完善的多层次资本市场为目标,以市场化、法治化、国际化为导向,旨在提升中国资本市场新股发行制度的发展水平。^②从未来改革取向看,完善信息披露和监管制度,健全证券市场新股发行的价格博弈机制,提高新股发行市场定价效率,尽快与国际股票发行体制接轨是新股发行体制改革的根本目标。因此,要以我国现有的市场发展条件为基础,改善市场结构,培育市场投资者,完善资本市场授信制度,变目标监管为过程监管,构建新股发行定价市场化机制。

从上述中国证券法律制度发展过程看,中国证券市场虽然起步较晚,但是发展取向一致追求科学性和先进性,尽可能地增强市场的国际化和市场化,以与发达国家的证券市场接轨。但是不容否认,由于我国证券法制建设发展历史较短,加之市场经济实践时间也很短,因此我国证券市场国际化之路仍很漫长。

三、中国证券市场国际化改革的制度困境

由于中国证券市场是在市场经济基础十分薄弱的条件下发展起来的,加上中国经济长期处于转型变革之中,因此制度供给也呈现了转型时期的特征。为此,在这样的环境下推动证券市场国际化改革,需要在制度设计方面突破以前的禁锢。然而不可否认,中国目前的国际化改革遭遇很多制度困局。具体而言:

1. 中国金融结构失衡严重制约中国证券市场国际化和市场化的改革进程,其结果导致证券市场产品结构单一,产品设计缺乏竞争力,限制了证券法律制度的发展。改革开放以来,我国一直努力实现金融结构从单一型向多元化转变,注意金融产品设计的多样性发展改革,并尽可能提供可供选择的多样化制度。实质上,近几年互联网金融的飞速发展增加了金融市场结构的复杂性,同时也带来很多亟待解决的法律问题。^③

总体上,当前中国金融结构仍然存在严重失衡的问题,主要表现在:(1)在存贷款结构上,银行金融机构占据核心地位。(2)在银行和非银行金融机构的结构上,证券公司、信托公司和保险公司金融虽然发展迅速,但是银行金融机构的资产比重远远高于非银行金融机构。(3)资本市场结构不均衡。不可忽视,中国金融结构失衡已经严重制约证券市场国际化和市场化的改革进程,建立在此基础之上的证券法律制度缺乏活力,也没有国际竞争力。^④首先,传统存贷银行和非银行金融机构的结构失衡直接导致证券市场缺乏活力。目前国有商业银行、上市公司等市场占比很大,国有资产构成我国证券市场的主体部分,已经引发市场不公平。并且,这还会引起国有金融机构与政府的职能边界模糊不清,在证券市场运转的过程中,常常接受政府财政政策的引导,或直接扮演政府角色发挥财政功能。这种被压制的金融机构处于主导地位,显然会扼杀我国证券市场的生机。其次,这种失衡的金融结构容易导致金融风险的财政化,单一的金

^① 参见吴晓求:《资本市场和现代金融体系——兼谈股权分置改革问题》,《中南财经政法大学学报》2006年第2期。

^② 参见廖士光:《中国新股发行体制改革研究》,《当代经济管理》2012年第11期。

^③ 参见杨东:《互联网金融风险规制路径》,《中国法学》2015年第3期。

^④ 参见杨少华:《证券市场的层次结构与中国金融市场改革》,《当代经济科学》2002年第3期。

融所有权结构往往具有公共风险属性,以致在金融风险潜在或现实发生时常常由政府来买单和控制。这其实是变相地加强了政府对证券市场的管制,长此以往必然使得我国金融机构的竞争能力和反应能力降低,证券市场的市场化程度削弱,以致无法适应复杂和多变的国际证券市场发展形势。再次,非银行金融机构的资产占比很低,严重制约证券公司、信托投资公司和保险公司的发展空间,不利于多层次资本市场的形成,无法实现金融在国内外的自由化。最后,在市场规模上,股票、债券和信托金融证券不均衡。股票具有更强的流通性,较之债券和信托金融证券更有利于资本的优化配置,增强证券市场的活力。而这种失衡的金融结构无疑制约了证券市场的资源整合,阻碍金融机构的发展和革新,进而影响证券市场的国际化和市场化的改革进程。

从国际金融实践的发展经验看,当今时代是金融时代,金融制度在国家制度体系中处于核心地位,并影响一国的竞争力。同时金融法律制度对一个国家的资源配置和产业结构调整都具有重大意义。美国在这一方面堪称典范。美国证券市场建设既注意发展多层次的资本市场,也注意按照市场化要求,建立符合市场经济规律的法律制度。^①其具体表现是:(1)在公平条件下注意证券法律制度设计的效率,通过制度维护市场化,促进市场效率的提高。(2)为了符合市场需要,美国在证券市场发展初期即关注多层次资本市场的建设和完善。因为证券市场上的投资者和融资方都有不同的主体特征,制度设计上也相应的量身定做,以免有限资源被浪费,表现在众多商业银行的存在和较为发达完善的多层次证券市场的建立。^②(3)不断完善证券交易所治理,加快证券交易所并购步伐,以增强国际竞争力。(4)完善的多种交易制度的共存为证券市场的高效率提供了制度基础。^③

2. 证券市场市场化程度低,行政权力对资源配置的影响能力仍然十分强大,严格的监管模式难合国际证券市场适度有效监管的节拍,^④这制约了中国证券法律制度的国际化发展。市场经济是市场对资源配置起基础性作用的经济,市场作为交易的场所或机制,能够有效促进资源优化配置。一个有效的证券市场必须具备自我调节功能,从而发挥对资源的配置功能,但在我国股票一级市场,政府实行的新股发行审核、额度控制、行政保荐等制度,完全垄断了股票的发行市场,甚至股票的发行时间和发行价格都由行政权力来决定,在很大程度上弱化或排斥了市场作用。政府对市场的参与是有原因的,一方面是计划经济的余温尚在,另一方面也是行政权力与民争利。同时,必须注意到,《证券法》赋予了中国证券监督管理委员会(以下简称中国证监会)很大的权力,而在实践中中国证监会通过自行制定、颁布行政规章、决定、命令等形式,进一步拓展自己的权力领域,广泛涉及公司并购重组、证券的发行交易等。这种事无巨细式的监管方式必然会导致行政权力过分干预市场经济,排斥市场经济的基本原则。

从美国的经验看,其证券市场在发展过程中始终以市场经济为其方向,政府尊重市场发展的规律。首先,美国证券市场从1725年场外交易市场开始到现在近300年,证券市场基本沿着市场经济轨道演进,市场需求是证券市场发展的唯一动力。其次,政府参与证券市场是有条件的,参与范围也十分有限。从美国证券市场演进过程可以看出其发展是自下而上的自发发展模式,整体上美国证券市场是依靠市场自身力量和自我修复能力不断发展完善的。但是不可否认,市场体制自身不可克服的局限性也会给市场以致命的打击。20世纪30年代大萧条、2007年因次贷危机所引发的金融危机都对市场自身产生巨大影响,付出了沉重的代价。为此,美国政府开始对证券市场进行干预。1933年罗斯福政府对证券市场进行改革,推出一套以法律规范为基础的监管框架,颁布了《证券法》(1933年)、《证券交易法》(1934年)、《公共事业控股公司法》(1935年)、《信托契约法》(1939年)、《投资公司法》(1940年)和《投资顾问法》(1940年)等;2010年推出了《多德-弗兰克法案》。但是,所有这些干预都是在法治的前提下进行,并且充分尊重市场规律。

① 参见王丽、李向科:《美国资本市场分层状况及对我国建设多层次资本市场的启示》,《中国金融》2006年第6期。

② 参见王啸:《美国资本市场转板机制的得失之鉴——基于多层次资本市场中的定位视角》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第75—76页。

③ 参见刘道远:《多层次资本市场改革语境下证券交易制度研究》,《法学论坛》2010年第1期。

④ 参见冯果、袁康:《国际板背景下证券法制的困境与变革》,《法学杂志》2013年第4期。

另外,在中国现有证券法律制度体系中,法律规则仍然是以行政审批为导向的规范这一问题也必须得到解决。这种规范不仅留有很深的计划经济的印记,与市场经济格格不入,而且规范之间相互冲突。尽管如此,改革起来却又十分艰难。归纳起来,这种规范有以下特点:(1)市场划分不是依据市场特征进行的科学划分,部门利益化色彩浓厚,市场成为不同部门的市场,成为各个部门为争夺利益进行角斗的市场。(2)所有的制度设计不是以科学的法理为基础,而是从部门利益方面来思考问题。(3)证券市场发展的动力不是来自于市场需求,而是来自于政府。从未来中国资本市场国际化发展要求着眼,这些问题必须得到妥善的解决,一些流弊必须根除。

3. 证券市场的国际化水平不高,市场相对封闭。证券市场的国际化已经成为证券市场发展的基本特征。它不仅要求证券发行、上市和交易的国际化,服务的国际化、市场的国际化,而且要求证券价格信息的国际化。目前跨国证券发行和交易已经十分普遍,这已经倒逼中国资本市场扩大开放,增强国际化。从理论上说,证券市场国际化不仅能够促进中国经济发展融入世界经济发展中去,同时也能够规范和完善中国证券市场,促进证券市场改革的深化。但是从实际情况看,当前中国资本市场仍然是一个相对封闭的市场。虽然中国资本市场 2002 年推出了“合格境外投资者”,但是截至 2013 年底,“合格境外投资者”占资本市场总市值仍然很低。2014 年,从机构收集的数据看,虽然“合格境外投资者”持有的 A 股市值不断创历史新高,但是仍未超过千亿,与 A 股总市值相比,尚不足 1%。^① 为了改变国际化程度较低的局面,2014 年 11 月 17 日,证券市场推出“沪港通”,在一定程度上推进了中国资本市场的国际化,但迄今为止,外国企业仍然不能在中国资本市场上市。

当前影响证券市场国际化进程的另外一个重要原因是中国目前实行的严格外汇管制政策。外汇管制是指一国政府为平衡国际收支和维持本国货币汇率而对外汇进出实行的限制性措施。目前,我国外汇管理体制基本上属于部分外汇管制,即对经常项目的外汇交易不实行或基本不实行外汇管制,但对资本项目的外汇交易进行一定的限制。从实际情况看,实行资本项目的外汇管制对证券市场国际化具有很大的负面影响,它既影响境外投资者对境内股市的投资,也影响市场的流动性。

美国证券市场的国际化特征十分明显并日益成为其证券制度建设的重要内容。在美国证券市场发展的过程中,伴随金融全球化的发展趋势,其及时调整,能够从全球化视角设计其法律制度。为了因应证券市场发展的国际化趋势,美国在制度上进行了以下改革:(1)证券交易所的公司制改革。早期美国证券交易所实行会员制,交易所也不以获取收益为目的,但 20 世纪 90 年代以后,全球各大交易所都实行公司制改造,不仅不再局限于身份限制,而且还将追求收益作为交易所运营的根本目标。交易所的公司制改革为交易所的国际化改革提供了条件。随着证券交易所全球并购的兴起,美国证券交易所也不甘示弱,力拔头筹。(2)因时制宜,因人制宜,不断改革自己的业务规则和交易制度,以面对激烈的国际市场竞争。以阿里巴巴在美国纳斯达克上市为例。阿里巴巴是一个电商企业,2013 年其与香港联合证券交易所谈判,并欲在香港上市,但因为香港联合证券交易所不愿意改变其上市规则而将其拒之门外。在此情况下,阿里巴巴转而投向美国,欲在美国上市,美国纽约和纳斯达克两大证券交易所都愿意接受其双重股权结构,同意其在美国上市,后来在美国纳斯达克成功上市。^② 这并非个案。在 20 世纪末,纽约证券交易所为了在激烈竞争中能够立于不败之地,主动降低自己的上市门槛,并调整相应的业务规范和会计准则,以吸引外国企业到该交易所挂牌上市。(3)始终不渝地贯彻执行金融自由化原则,不断深化金融创新,以符合国际社会其他国家投资人和融资人的不同需求。但是,金融自由化和交易管制的放松并不是放任自流,其规则必须严格执行。(4)在证券市场监管方面,美国除了政府监管以外,自律监管在市场中发挥着不可或缺的作用,这是美国政府坚持金融自由化原则的必然结果,同时,也为证券市场的国际化提供了重要条件。

4. 以信息监管为核心的证券市场监管法制体系尚未真正建立。实践表明,信息是证券价格的决定性

^① 参见巫燕玲:《QFII、RQFII 持股比例提至 30%,上交所欲突出蓝筹市特征》,《21 世纪经济报道》2014 年 3 月 20 日。

^② 参见刘道远:《效率与公平:公司法律制度设计的价值选择》,《中国工商管理研究》2013 年第 12 期。

因素,因此对信息的监管是证券市场监管的根本。美国经济学家费码的有效市场理论将有效市场分为强有效市场、半强式有效市场和弱式有效市场,^①并认为虽然证券价格随机性强,无法预测,但是信息却是其不断变化的内在因素。因此,对证券市场的监管应该从信息着手。

从理论上说,要求企业进行信息披露是由市场经济本身特点决定的。市场经济遵循的基本原则是竞争生存原则,对企业披露的一般信息,多数投资者都无法以自己的能力独立作出判断,更遑论经过恶意专业人士精心设计用来误导或者欺骗投资者的信息。但是,由于现实中前端控制和监管的困难,也由于行为自由仍然是企业不可或缺的主体价值目标,因此从国际上的多数立法例看,都要求企业承担持续性信息披露义务,以平衡投资者与企业之间的信息不对称。实行注册制的国家,都肯定政府强制企业主体公开信息的正当性,以保持市场信心,防止少数无良企业的欺诈,以不同阶段的信息披露要求,落实政府对投资者的保护。

由于在注册制语境下对信息披露的要求更为严格,因此要研究在注册制条件下信息披露的重要性,探讨信息披露义务主体因为信息披露虚假或者存在误导而应当承担的法律责任,强化信息披露责任。“证券发行权是一种特殊的商事权利,政府仅需从投资者权益保护的角度对信息披露把关,而不实质性否定发行权,构成以信息披露为核心的注册制基础。”^②市场采取注册制并非对证券市场放任自流,而是还原证券发行权的商事权利属性,将有限的公共资源用在信息披露监管之上,对信息的判断交由投资者自己负责。这也是以信息监管为核心的证券市场法制体系的应有之义。

美国证券市场不仅十分重视市场信用法制,而且建立了完善的以信息披露为核心的市场监管体系,证券执法活动也显现出公共执法方式与私人执法方式相结合的“双轨”特点。^③证券市场是一个信用市场,证券交易的直接参与者以及其所代表的买卖双方必须相互信任,市场建设也必须以此为中心。^④从20世纪30年代开始,美国完成了对证券市场的统一立法工作,之后根据实际情况的变化,对已有法律进行了修改和完善,继而又推出《格拉斯—斯蒂格尔法》、《萨班斯—奥克斯利法案》和《多德—弗兰克法案》等法律,对促进证券市场公开、公平、公正目标的实现和持续健康发展起了重要的保障作用。在美国证券市场制度演进过程中,对证券市场的信用维护始终十分重视。因为信用在证券市场具有重要意义,是证券市场的定海神针。一个国家的证券市场是否具有可持续发展能力,是否具有资源配置能力,是否能够为实体经济提供金融支持,与这个市场的诚信度具有很大的关系。一个证券市场缺乏诚信,造假盛行,将大大降低该市场的持续发展能力和国际竞争力。2001年美国安然公司宣布破产,财富500强的企业一夜之间轰然倒塌,动摇了美国证券市场的诚信制度,市场信心也备受打击。痛定思痛,美国政府改革方案着眼于通过公司治理的完善,向投资者提供更为准确、及时的信息披露,促使公司执行人员对自身行为承担更密切的责任以及强化审计体系的独立性,^⑤试图借此恢复市场信用和信心。

值得研究的是,过去信息披露主要是对过去的财务性信息的披露和对控股股东、董事、监事等持股变动情况的披露,因此披露的多是量化的、既成的事实。然而投资人更关心的是企业未来的成长性和获利可能性,且在有效市场条件下,既成的事实已经反映在现有的股票价格中,对投资者来说已经没有太大的价值。所以,新近在美国发展起来的管理层讨论和分析制度,便是在反省过去对既成的、量化资料信息披露局限性的基础上提出的新的信息披露范围和要求。根据美国证券交易监督委员会的要求,对公开企业,就任何其已经知晓的趋势,若是可以合理预见其发生的可能,且该结果对公司营运可能带来严重影响,无论好坏,企业都必须及时将其公之于众。美国证券交易监督委员会还要求如果管理层也知悉上述信息,并且

① 参见张维:《资产定价理论与有效市场假说:简单的历史线索》,《金融评论》2012年第1期。

② 李文莉:《证券发行注册制改革:法理基础与实现路径》,《法商研究》2014年第5期。

③ See James D. Cox, Robert W. Hillman & Donald C. Langevoort, *Securities Regulation, Cases and Materials*, Aspen Publishers (3rd., 2001), pp. 799-800.

④ 参见[美]拉里主编:《监管下的交易所:经济增长的强劲助推器》,上海证券交易所译,中信出版社2010年版,第8页。

⑤ 参见张新、陈幅钊:《美国证券市场监管体制改革与信用制度的重建》,《经济社会体制比较》2002年第3期。

可以合理预见其发生可能性,那么企业亦有义务依据相关规则披露该信息。^①近几年,美国证券交易监督委员会更是通过行政指导和法院的判决,对管理层讨论和分析制度的披露要求愈加严格。所有这些做法对未来中国信息披露制度的完善都具有重要的借鉴意义。

四、中国证券市场国际化改革法制困境的破解

中国证券市场国际化发展的步伐已经不可逆转。良法导人向善。在我国证券市场国际化改革中,证券法律制度的国际化是关键。从我国证券法律制度体系的发展现实看,推进我国证券法制的国际化改革,使证券法注入世界主要市场经济国家先进的证券法律制度,主要应该改革现行的证券发行和交易制度,完善信息披露制度,强化信息披露监管,加快建立和完善国际证券发行制度,以保障投资者利益,实现中国证券市场的国际化发展目标。具体而言:

1. 完善中国证券法律制度体系,建立符合国际化要求的科学证券法制体系。符合现代国际化要求的中国证券市场,需要证券法律制度根本变革。综观世界发达资本市场国家的证券市场发展经验,证券市场法律制度的完善是其公正、有效证券市场建设的制度基础。

(1)改革和完善中国新股发行体制,设计符合市场化要求的新股发行规则。我国自改革开放后开始发展证券市场时即开始探索中国新股发行模式,至今已经发布10余次新股发行体制改革意见,但是都逃脱不了头疼医头、脚疼医脚的怪圈,甚至虎头蛇尾。2013年11月中国证监会发布的新股发行体制改革文件,直接针对新股发行“三高”问题,再次加大新股发行股票定价监管力度,监管部门甚至直接规定发行价格市盈率要求,但皆因违背市场规律而遭受诟病。^②笔者认为,股票发行体制改革的重点是尽快进行注册制改革,改变当前由中国证监会行使核准权的审核制。^③从外国注册制实践经验看,注册制的本质是发行注册与上市审核职能的分离,这对我国注册制改革有重要价值。^④一直以来,新股发行定价问题是新股发行体制改革的核心问题,目前仍未解决。新股发行定价问题根源于以下几个方面:一是供求失衡。在供求失衡的状态下新股成为稀缺资源,发行定价与投资者需求之间难以充分博弈。二是投资者对严格的审批制有依赖心理,轻视对投资价值的分析,造成新股定价可能背离股票真实价值。三是监管主体的过度干预容易造成新股定价扭曲,这也是当前新股发行体制缺陷的必然结果。实行注册制后,A股市场化程度会进一步提高,市场机制将发挥更大作用,在一定程度上会解决上述新股定价问题。^⑤值得注意的是,在国际化背景下,股票定价还要考虑不同国家之间股票面值差异,要求境外公司发行股票时考虑不同国家股票面值匹配。^⑥因为根据目前外国证券市场的股票面值和股票价格,个股股票价格若为20美元,根据人民币兑换美元的汇率,则以人民币计价价格为120元左右,这已经远远偏离我国证券市场的股票价格最佳售卖区间。外国企业股票发行定价偏离我国股票市场最佳售卖区间,不仅违反公司法上的同股同权、同股同价的规则,损害其他股东利益,而且会破坏外国企业股票在中国的交易预期,限制其发行规模,也会消磨其在中国市场发行上市的积极性。

(2)改革我国的外汇管理法律制度,建立符合市场化、国际化的外汇管理法律制度体系,促进中国证券市场开放。尽管实行一定程度的外汇管制是各国的普遍做法,然而各国的手段却不尽相同。相对而言,我国是实行外汇管制较严的国家。一般而言,严格的外汇管制在一定程度上能够使一国经济不受外来影响,有利于保障本国国际收支平衡,但是其对经济发展的消极影响也不容忽视,我国严格的外汇管制已经阻碍

① 参见王文宇:《知易行难的注册制》,载郭锋主编:《证券法律评论》(2016年卷),中国法制出版社2016年版,第5页。

② 参见廖静池:《试论IPO制度改革的目标取向》,《证券市场导报》2015年第1期。

③ 参见郭锋:《以〈证券法〉修改为契机,建立股票发行注册制》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第10卷),法律出版社2014年版,第43页。

④ 参见蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,《法学评论》2014年第2期。

⑤ 参见李文莉:《证券发行注册制改革:法理基础与实现路径》,《法商研究》2014年第5期。

⑥ 参见刘道远:《证券跨市流通法律障碍对策研究》,《新视野》2010年第3期。

境外直接投资。^① 鉴于1996年之前我国承诺履行国际货币基金组织《国际货币基金协定》(以下简称《协定》)第14条第2款规定的“过渡性安排”义务的条件已经发生很大变化,中国人民银行于1996年11月27日正式宣布不再适用《协定》第14条第2款的过渡性安排,从同年12月1日起接受《协定》第8条义务,实行人民币经常项目的可兑换。^② 与经常项目有条件开放不同,我国对资本项目的外汇兑换和流动仍然实行严格控制,这既与《协定》的宗旨相悖,也与其他多数经济发达国家的做法不同,因为这些国家在实现经常项目可兑换之后,都陆续开始推行资本项目的自由兑换。中国2001年加入世界贸易组织之后,资本项目可兑换要求又被重新提上议事日程,步伐开始加快。2003年10月,党的十六届三中全会正式重新提出资本项目可兑换,《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》提出“在有效防范风险前提下,有选择、分步骤地放开对跨境资本交易活动的限制,逐步实现资本项目可兑换”目标;2010年10月,党的十七届五中全会决定将“逐步实现资本项目可兑换”目标写入“十二五”发展规划;2013年11月,党的十八届三中全会通过的《决定》明确提出:“推动资本市场双向开放,有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度,建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系,加快实现人民币资本项目可兑换”。这些决策需要通过法律形式固定下来,并通过法律具体规范加以实施。限于篇幅,本文不再展开论述。

(3)建立和完善中国多层次资本市场和多种交易制度。国际社会对一个成熟的资本市场的评价体系主要是市值、交易量、国际化和与之匹配的市场制度,而市场制度是资本市场评价体系的核心因素。资本市场制度体系设计不仅要考虑为不同类型、不同发展阶段的企业融资提供制度支持,同时也要为不同投资人手中拥有的财产流转提供制度支持。现代证券市场国际化的竞争日益明显,各国为了争夺证券市场资源,竞相对本国的证券法律制度进行改革,以不断满足市场需求。^③ 资本市场对国际投资者的吸引力除了一国的经济发展状况之外,在一定程度上还依赖该国资本市场法律制度体系的完善程度,国际资本市场对境外投资者的争夺本质上就是资本市场法律制度的较量和竞争。因此,我们要建立国际化的证券市场,吸引境外投资者进入中国证券市场,必须完善我国的证券市场法律制度,其核心在于完善中国多层次的资本市场,建立和完善符合投资者特点的多种交易制度。例如,与外国证券市场相比,中国证券市场是一个以散户为主的市场,机构投资者所占比例远远低于散户所占比例,这不仅导致中国资本市场特有的“机构投资者行为散户化”、机构投资者在证券市场中碌碌无为的问题,而且还导致投资者远离大盘股,热衷于选择中小股的投资倾向问题,这些扭曲行为皆因不成熟的制度所致。所以,要实现中国证券市场的开放和国际化,必须完善多重资本市场制度和与之相适应的多种交易制度。^④

2. 改革境外发行主体的资格限制,大力推进证券法律制度创新,建立符合国际证券市场发展需求的发行主体标准。国际股票发行和上市交易是符合上市条件的公司按照法定程序向境外投资者发行可交易股票的行为,因此国际股票发行遇到的首要问题是发行人是否符合发行地和上市地公司法和证券法所认可的主体资格标准,包括境外公司是否需要经过我国法律规则的承认才能在国际板上市,境外公司属人公司法与我国公司法资本制度、资本结构、种类股结构、公司治理结构等方面的差异问题等。

外国公司到中国国际板发行股票,是否需要依据《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)在中国境内重新设立股份公司?对此问题国内学者有不同的认识。有学者认为,结合《公司法》第2条、《证券法》第2条和《首次公开发行股票并上市管理办法》第3条的规定进行体系解释,《公司法》第2条的规定本质上是禁止非中国公司在中国境内发行上市,外国公司未依《公司法》设立,因此存在市场准入障碍。^⑤ 笔者认为这一观点值得赞同。不仅如此,境外公司属人法在公司资本制度、公司资本结构制度、公司治理方面都存在实质差异;境外公司属人法在股权结构尤其是种类股结构方面,如境外公司法允许存在复数表决

① 参见董安生:《国际货币金融法》,中国人民大学出版社1999年版,第48页。

② 参见刘丰名:《国际金融法》,中国政法大学出版社2007年版,第422页。

③ 参见刘道远、王晓锦:《自由和创新:中国金融市场制度变革的内生力量》,《北京工商大学学报》(社会科学版)2009年第4期。

④ 参见刘道远、王晓锦:《交易制度改革语境下协议转让功能及其构造》,《河北法学》2009年第3期。

⑤ 参见冯果、袁康:《国际板背景下证券法制的困境与变革》,《法学杂志》2013年第4期。

权条款、合伙人条款、金股条款、限制流通条款等,也与《公司法》的相关规定存在诸多差异,因为《公司法》对这些内容尚未作出明确的规定。这些问题是在设计中国国际板市场以及考虑境外公司到境内上市主体资格问题时必须认真解决的关键问题。

3. 在中国证券市场推出中国存托凭证,打通国内与国外证券市场连接通道,发挥国际证券市场产业调整和对中国资本市场改革转型的整合功能。中国存托凭证的推出具有重要的实践价值。首先,中国存托凭证是连接国内市场与国外市场的有效手段,有利于推进中国资本市场国际化。^① 中国目前证券发行的国际化水平很低,国内市场与国外市场相互割裂,通过发行中国存托凭证方式可打通国内市场与国际市场之间的障碍。其次,中国存托凭证股票发行方式作为一种直接挂牌融资手段,能够有效利用境外市场的市场机制,不仅能够有效利用外国证券定价机制,解决国内股票定价难题,而且也能够有效利用外国的先进制度和管理经验。不可否认,证券市场的国际化是一个市场整体的国际化,既包括市场主体的国际化,也包括法律制度、市场运行和管理的国际化。目前中国的证券公司与外国的证券公司相比,无论是在资产规模、资金规模方面还是在市场效率等方面差距都比较大,通过中国存托凭证方式,可以提升中国资本市场的国际地位。以美国证券市场为例,其 20 世纪 80 年代国际证券发行的会计准则制度一度成为外国发行人进入美国证券市场的障碍,^② 2007 年美国证券交易监督委员会则直接改革,不必选择适用美国通用会计准则;阿里巴巴双重股权结构被美国证券市场所接受也给了中国市场更多的启迪。^③ 再次,从理论上讲,实行中国存托凭证方式要大大优越于“沪港通”、“深港通”等证券国际发行手段,对中国现行的外汇管理制度的冲击也最小。最后,从中国资本市场的现实看,无论是在香港上市的内地企业,还是在美国上市的中国企业,对发行中国存托凭证都有强烈的市场需求。而对广大投资者来说,也需要像中国存托凭证这样的金融产品来丰富其投资选择。这也成为中国证券市场推出中国存托凭证的市场基础。

从国际发达国家证券市场的发展经验看,证券市场在现代金融市场整合方面发挥着日益重要的作用,具有强大的市场整合能力。资本在资本市场的运作机制方面与现代市场资源整合和经济结构转变具有天然耦合性。资本具有趋利特性,资本趋利的本质驱使有限的资本在效率不同的产业间流动,这将导致资本自发地由利润率低的产业流向利润率高的产业,这样的运行机制进而促进市场资源配置和经济结构调整优化并趋于合理。在现代市场经济快速发展过程中,资本和资本市场充分发挥着市场整合功能,主要表现在:首先,在市场融资方面,资本市场本身固有融资功能,能够有效解决目前市场融资难的问题,尤其是针对中小企业,能够不断促进其优化企业融资结构。其次,在多层次的资本市场建设方面,应该逐步发展复杂而又科学合理的多层次资本市场,提高资本效率,加速资本流通,吸引不同层次的企业上市,逐渐让处于各种不同经营状况、具有不同融资需求的企业都能够适得其所,找到合适的融资场所并获得融资服务。^④ 再次,不断进行产品创新,通过提供多样性的金融产品,以满足不同层次投资者的需求。可以肯定,产品创新在证券市场发挥整合功能方面具有重要价值,是实现市场整合的手段之一。最后,需要说明的是,在市场资源国际化配置方面,证券市场发挥着日益重要的作用,不断成为现代国际市场整合的关键因素。

不可否认,由于国家的发展存在差异,即便是同样的制度,在不同国家的实践效果也不一样,不可避免地出现“淮南为橘,淮北为枳”的现象。目前,我国正处于经济转型的重要时期,原本赖以生存的“小农经济”模式已经无法适应现代市场经济的发展要求,亟须不断完善证券市场,发挥国际证券市场产业调整功能,推动经济转型,促进现代市场整合。

4. 改革和完善我国信息披露制度以接轨主要市场经济国家证券市场信息披露规则,因应我国未来注册制条件下的信息披露要求。证券市场的核心理念是信息披露。构建信息披露规则遇到的第一个问题是

① 参见刘凤元:《存托凭证相关法律问题研究》,《上海金融》2007 年第 12 期。

② See Hal S. Scott, Anna Gelper, *International Finance: Law and Regulation*(3rd ed.), Sweet & Maxwell, 2012, pp. 193-196.

③ 参见陈若英:《论双重股权结构的公司实践及制度配套——兼论我国的监管应对》,《证券市场导报》2014 年第 3 期。

④ 参见董安生:《国际金融中心与国际板建设的若干问题》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第 1 卷),法律出版社 2009 年版,第 197 页。

需要披露的信息内容的范围问题。因为过度披露信息会增加披露义务主体的财务负担,增加其财务成本,影响企业的发展。同时,有些信息也没有必要予以披露。也正是基于这一原因,美国管理层讨论和分析制度在司法裁判中仍然举棋不定,法官自有其考量,但对信息披露义务的扩张问题法官仍然持谨慎态度,法院在2015年裁判的一个相关案件中指出,“发行人的沉默所致的不充分信息可能导致误导,是以未能满足Item303之揭露义务将构成违反Section10(b)之依据”,^①但是违反前者并非必然违反后者,因为两者对披露信息的重要性程度要求并不一致。

笔者认为,以公共权力介入证券市场信息的监管尤其是对企业未来经营的前瞻性信息披露的管制,需要谨慎为之。对一个企业而言,首先要负责任的是持有企业股份的股东,其次才是潜在的投资人。虽然社会投资人具有广泛性和涉众性,但是披露信息需要一定的成本,同时对企业经营来说存在一定的风险。企业作为市场主体应由其自由决定是否披露一些涉及未来经营信息的资料,这也符合市场经济条件下的法治原则。

五、结语

从《决定》、“新国九条”以及《纲要》的要求看,我国证券市场进一步对外开放已是必然选择,证券市场的国际化改革也是题中之义。首先,我国应尽快落实股票发行的注册制改革。注册制改革的实行将会逐步改变我国目前证券市场的行政本位色彩,中国证监会的权力也会发生结构性调整,中国证监会的实质审核权也会下移,包括向地方政府、证券交易所和证券中介服务机构等适当转移。其次,我国要完善证券交易制度,丰富证券投资产品,完善证券金融市场的监管,以进一步推进证券市场化水平。针对我国证券市场制度建设单一的问题,我国要不断完善适合现代证券发行和交易的法律制度,增强制度的选择性,提供适合于投资者的多样化的制度选择,如可供选择的会计制度、合伙人管理制度等。对证券金融市场的监管改革,一个基本的原则是对具有投资内容的金融产品均应该受到类似证券类产品的严格监管。申言之,完善金融证券市场意味着要完善证券市场、期货市场、银行间投资品市场、保险信托投资品市场、其他柜台交易市场、某些低杠杆率的远期合约交易市场等,并对其进行统一、有效的监管。在金融证券交易制度上,应当根据投资者的交易需求提供多样化的合理交易制度。金融证券交易的本质要求是意思表示一致,任何交易制度都必须符合这一要求而不是违背这一要求。最后,我国要改革现行的严格的外汇管理制度,放松管制,增强外汇市场的市场竞争力,尽早与先进国家外汇制度接轨。良法导人向善,劣法逼人向恶。证券市场也是如此,良好的法律制度是中国证券市场国际化改革的根本。

责任编辑 翟中鞠

^① Stratte—McClure v. Morgan Stanley, 2015WL136312(2d Cir. Jan12,2015).