

迎接资本市场的新发展: 信心 透明 法制*

王保树**

回顾我国资本市场所走过的历程,充满了曲折和丰富多彩的变迁。从无到有,从小到大,中国资本市场已立于世界资本市场之林。从切块发行到择优上市,从股权分置到股权设置一元化,从 A 股市场一家独秀到中小板、创业板的建立,这中间无不充满了改革与发展。并且,改革已成为我国资本市场发展的巨大动力。

我国的资本市场经历了前所未有的世界性金融危机的考验,虽然,我国金融体制没有受到破坏性影响,但不论是金融商品的创新还是市场监管的改革,都面临着机遇与挑战。可以说,我国资本市场的产品多元化和市场监管的完善都存在非常大的空间,因此,我们对资本市场的发展充满了期待。

首先,资本市场的发展需要投资者的信心,未来的资本市场应该是使投资者更有信心的市场。

当然,这不意味着市场监管者允诺投资者能获

* 本文系根据王保树教授在 2010 年 12 月 4 日第一届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经其本人审定。

** 中国法学会商法学研究会会长,清华大学法学院教授。

得多少利益,而是使投资者享有公平受益和承担风险的资本市场秩序。资本市场不应被少数投资者操纵,投资者不应被虚假信息侵害,市场也不允许被内幕交易破坏。前不久,国务院办公厅转发了五部委《关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》,这是结合市场实际贯彻《证券法》的有力措施。应以此为契机,有效遏制内幕交易,改革相关制度,保护投资者的利益,给投资者以充分的信息。

其次,未来的资本市场应该是更加透明的市场,这是增强投资者信心的必然要求。

在各国资本市场的发展中,一直存在公开哲学与封闭哲学的争论,其两者的价值追求,导致了资本市场透明度的重大差别。公开哲学引导人们建立与发展透明的资本市场,反对资本市场中任何灰暗乃至阴暗。实践证明,只有透明的市场,才能荡涤阻碍市场发展的污泥浊水,才能照出危害资本市场的“老鼠”,使他们无处存身。为了营造资本市场的透明环境,必须进一步完善信息披露的措施。应该强调,与自然人不同,上市公司作为企业法人,除法律、行政法规特别规定不予公开的信息之外,都应依法充分披露。因此,信息披露是上市公司必须履行的义务。如果说,信息披露会给上市公司带来一定的成本,那这个成本是必要的。事实表明,信息越是充分,市场才越是透明。所以,资本市场的监管在一定意义上主要是信息披露的监管。

市场的透明在很大程度上取决于规则的透明,因此,资本市场的发展必须依赖于良好的法制基础和健全的法制机制。市场的参与者人人遵守法律、行政法规,毫无例外地接受资本市场法制的约束。在这方面,市场交易者如此,市场监管者也是如此;民营企业如此,国有企业也应如此。这是自由、公平的市场秩序的需要。还应强调,市场对法制的需求不因市场发展顺利与否有所区别。即使市场发展遇到了困惑,我们对法制的需求也不能改变。

最后,应对资本市场发展的机遇与挑战,还应特别注意资本市场上的交易法机制与监管法机制不能相互替代的作用,它们各自特有的功能都应该受到人们的尊重。

在多层次、多种类的资本市场中,因资本的需求与资本的供给之间层出不穷地发生着各种具体的社会关系,就其本质而言,它们是平等主

体之间发生的社会关系,其基本内容是资本交易。资本市场交易法机制的用武之地在于为交易者提供公平、透明的交易规则,保护交易者的合法权益,引导交易者控制风险、防范风险和化解风险,提出应对危机的指引。当然,所有这些都是为了给资本市场上的交易提供一套游戏规则,而不是代替资本市场上的交易者做出商业判断。上市公司、证券公司等应建立自己的内部风险控制机制、风险隔离机制和对相对当事人的保护机制。它们的自律是这种机制的核心,上市公司、证券公司的自我约束是避免和减少意外风险发生和防止扩大风险的基础,不能忽视上市公司、证券公司自律在减少风险发生和防止扩大风险中的地位与作用。

而围绕资本市场的社会公共利益和市场监管所发生的社会关系不同于资本交易关系,调整这种社会关系的金融法机制是监管法机制,其任务是建立一个有利于防止风险和化解风险的秩序,就这一意义而言,这种机制是一种秩序机制。市场监管法机制存在的必要性,首先在于市场交易者没有办法靠个别主体建立它存在和发展的秩序,即使它们自律也很难建立起一个所有交易者受益并顾及社会公共利益的资本市场秩序。

交易法机制的功能侧重于实现交易的自由与交易的创新。现在,我国实质上并不存在金融自由过度的问题。所以,规范、保护资本市场交易自由与创新的机制仍需进一步完善,并使它的作用充分发挥。但是,解决资本市场秩序存在的问题和实现社会公共利益,则超出了资本市场交易自由的范畴,属于金融监管法机制面对的问题。所以,监管法机制也需要完善,并使它的作用充分发挥。我国资本市场的发展阶段和成熟状况不同于发达国家。我国的金融体制没有发生如美国那样的剧烈破坏,并不是我国的监管法机制已经很完善,改革、健全监管法机制的任务仍很繁重。正因为两者都有改革和进一步实现功能的问题,所可取的态度只能是在两者之间实现功能性协调,即在保护和促进资本市场交易及其自由方面,有效运用资本市场法的交易法机制。同时,在有效监管,实现金融服务公共性上,充分运用资本市场的监管法机制。在实现两种机制功能性协调上,既要解决金融创新动力不足的问题,也要解决监管进一步革新的问题。

应对资本市场的发展,还应充分尊重自治法的地位与功能。在过去的20年,沪深交易所的规则已初具规模,对公开资本市场的完善起了很大的促进作用。但资本市场面临全球化的发展趋势,上市公司、投资者,特别是国外投资者更关注自治监管和交易所的地位。未来只能是政府监管回归政府监管机构,自治法在交易所等资本市场自治组织主导下更具有自治的本色。因此,自治规则在交易所进行功能性改革中应有更多的创新与发展空间。

我国资本市场的过去告诉我们,资本市场发展的机遇,也是资本市场法制发展与完善的机遇。回应资本市场发展不断提出的完善资本市场法制的任务,应进一步完善我国资本市场的法律、行政法规等,理顺国家制定法和自治法的关系,协调好资本市场法制与整个金融法制的关系,使整个资本市场法律更加体系化,以形成一种法制的合力,充分发挥我国资本市场在全球资本市场中的地位和作用。