

进一步修订和完善《证券法》， 促进证券市场可持续发展*

徐 明**

一、《证券法》对证券市场的发展发挥了巨大的作用,功不可没,但是证券市场的发展又对《证券法》提出了新的要求

《证券法》是证券市场的基本法,无论是 1998 年的首次颁布,还是 2005 年的修改,都是证券市场法治建设的重要里程碑,为证券市场的健康稳定发展奠定了法治基础。从某种意义上讲,没有《证券法》就没有今天证券市场相对完善的法律制度,也不会有近年来资本场所取得的巨大成就。《证券法》颁布至今已经 12 年了,修订后的《证券法》颁布至今已有 5 年,期间我国证券市场有了跨越式的发展,发生了翻天覆地的变化,客观上要求进一步的修订和完善我国的《证券法》,主要有两点:

* 本文系根据徐明副总经理在 2010 年 12 月 4 日第一届“上证法治论坛”上的发言整理而成,未经其本人审定。

** 上海证券交易所副总经理。

一是5年来证券市场巨大发展所带来的新情况,需要我们从法律上,尤其是《证券法》上做出回应。2005年以来,随着股权分置改革,证券公司综合治理,上市公司清欠等一系列重大问题相对完成,证券市场制度性障碍基本扫除,市场的规模容量迅速扩大,证券公司、上市公司的质量明显提高,资本市场稳定性、健康性和风险可控程度明显加强。市场的成熟度越来越强,容纳范围也越来越广。我国资本市场经过20年,尤其是近5年的快速发展,已经从“新兴加转轨”的市场逐步向“成熟市场”发展。证券市场的法治化、市场化和国际化的要求越来越高,这些新的情况和特点需要我们在法律上进一步适应,需要在法律上进一步扩大《证券法》的调整范围,提供创新空间、强化市场化规定,增加国际化中所涉及的法律问题等。

二是5年来证券市场的法制实践有了新的发展,积累了许多新的成果,需要在《证券法》上得到体现。在立法方面,全国人大法工委、国务院法制办针对证券市场的一些新情况、新问题制定了一系列证券法律法规,对《证券法》做了很好的补充。《刑法修正案(六)》、《刑法修正案(七)》也对资本市场中的犯罪做了完善。在司法方面,先后出台了多个针对资本市场的司法解释。在执法方面,中国证监会探索建立了行政处罚查审分离和创业板、融资融券、股指期货等创新业务中的投资者适当性管理制度。证券市场法制实践的这些新发展,需要证券法予以吸收和借鉴。

其实,《证券法》作为商事法律的重要组成部分,是市场化程度比较高的法律,它与宪法、刑法、民法等相对稳定的大法不同,需要根据市场情况及时做出修订和完善。从境外的实践来看,证券法律的修订一般都是比较频繁的。例如,日本《证券交易法》自1948年颁布以来已进行过40多次修改,平均一年多就修订一次;我国台湾地区“证券交易法”自1968年颁布至今也修订了16次,也是2年修订一次;我国《证券法》仅做了一次较大的修改。我国《刑法》在此期间也针对证券市场犯罪的规定做了不止一次的及时修订,比较而言,《证券法》相关方面更需要更新。因此积极修订、完善《证券法》是证券市场不断发展的必要条件。

二、修订和完善《证券法》需要处理好的几个关系

一是在实体和程序的关系上，要做到程序更加的公正、周密和严谨。程序公正、程序正义是法治的应有之义，也是现代法律制度的重要标志。随着《证券法》、《公司法》及其配套法规体系的完善，我国证券市场实体上的公正不断完善，但还不同程度地存在重实体、轻程序的问题。修订和完善《证券法》应当在坚持实体公正的同时贯彻程序公正的理念，在行政执法方面，进一步严格执法程序的要求；在自律管理方面，进一步强化自律管理的机制建设；在投资者保护方面，拓展完善证券投资保护基金对投资者的保护范围和保护方式，实现刑事处罚和民事救济的有效结合。

二是在法律和规则的关系上，要进一步确立和强化规则的法律效力。在证券市场上法律和交易所依法制定的规则相辅相成，法律是制定业务规则的依据，也是广义上证券市场法律体系的有机组成部分，修订和完善《证券法》应当进一步确立和强化业务规则的法律效力，对一些暂不宜在法律中规定的事项可考虑先由业务规则作出规定，在条件成熟时再上升为法律，完善业务规则的审批制度，更好地满足市场一线监管机制。

三是在分业经营和综合经营的关系上，要为证券经营机构的综合化、差异化发展提供环境。证券经营机构是资本市场的重要组成部分，经过20年的发展其本身具有较强的经营能力和抗风险能力，具备了一定的综合经营的条件。目前，我国金融领域综合经营的趋势也越来越明显。证券经营机构一直在执行相对严格的分业经营，并且是在同质化高的基础上进行低层次的竞争，靠天吃饭。无论与银行、保险机构还是与境外的同行相比，整体上都不是很大，更谈不上强。修订和完善《证券法》，应当为证券经营机构综合经营给予必要的考虑，同时从证券市场的角度切实加强加强对综合经营的监管。

四是在有纸与无纸的关系上，要结合证券无纸化的特点，对相关证券法律关系作出基本界定。我国资本市场早期实施无纸化交易，但

《证券法》的现有规定大部分是针对纸面设计,对无纸化的法律关系缺乏明确的规定。修订和完善《证券法》,应结合有纸和无纸并存的现实情况,针对证券无纸化的特点,增加无纸化条件下证券发行、持有、交易、登记、保管、结算及证券权利的表彰、流转、担保等规定,明确证券无纸化的基本法律关系、法律制度。

三、修订和完善《证券法》的几点内容

第一,要修订和完善证券发行、上市和退市制度。

一是区别不同的发行人,发行品种与发行方式,可采取不同的发行审核机制,将实质性审核、形式性审核分别规定在《证券法》中,并为注册式发行方式预留空间。例如,对私募发行、有担保债券发行等。

二是完善私募发行制度,对私募发行进行界定,明确私募发行的条件和程序,规定私募发行证券转售限制。

三是完善证券上市条件的规定。区分发行条件与上市条件,进一步落实上市审核权,相关的量化指标可由上市规则根据实质情况来确定和调整,并报证券监督管理机构批准。

四是建立转板市场,为不同市场间的转板机制预留空间,规定场内、场外市场之间,不同的场内市场之间,以及同一市场不同板块之间的转板条件与程序,实行各层次之间的无缝对接。

五是进一步强化退市制度,细化退市条件,确定差异化“退市”标准。根据主板、创业板、中小板等不同的特点,确立不同的退市条件,将连续盈利的唯一标准作为主要标准,并将上市公司的公司治理情况、重大违法违规情况、股票长期停滞交易和微量交易的情况等作为参考条件。

第二,要修订和完善债券管理制度。

一是适当简化债券发行的条件和程序。目前的公司债券制度与股票制度大致相同,到期还本付息,没有考虑到债券市场波动较小、风险较低、收益稳定等特点。债券是证券市场的主要融资手段,也是我国证券市场的发展方向,可适当放宽证券财务指标,对发行规模实行上限,

对私募发行债券、发行有担保债券采取形式审查，一次核准多次发行。

二是完善债券上市、交易制度。目前沪深市场先后有多家公司的债券由于发行人两年亏损而被依照《证券法》规定实行暂停上市，但是这些债券大多是有担保的，发行人连续两年亏损，实际上并不影响债券的还本付息，暂停上市的安排却在一定程度上影响了企业融资的积极性和投资者参与债券交易的信心。应修改这一公司债券暂停上市的规定。

三是实行债券市场监管的统一，将公司债券、非公司企业债券的发行、上市、交易等法律制度纳入《证券法》的规定中，将债券市场的监管集中统一，避免政出多门、多头监管的资源浪费。

第三，要修订和完善市场创新的法律制度。

一是拓展《证券法》中证券的种类和范围。市场上已经出现了一些公募理财产品、资产证券化产品、“中期票据”与“短期融资工具”、非公司制企业发行的债券等，本质上都属于证券，境外证券法也明确将其归入证券法调整，列入证券范畴，予以统一监管。

二是调整对“证券衍生品种”的授权立法。将目前的证券衍生品发行、交易的管理办法，由国务院规定，改为证券监督管理机构作出规定或由交易所制定规则、报经证券监管机构审批。

三是为市场创新留下必要的补充规则空间。与美国等发达国家相比，我国的证券市场创新不足，场内市场创新相对安全。实践中，市场的交易品种比较稀少、交易方式比较单一、交易机制不够灵活。因此，应增强市场的创新力度，对属于自律组织职能范围的事情尽量避免由于法律上的刚性规定而影响到市场的发展。对一些暂不具备在法律中规定的创新事项，也可先考虑由业务规则做出规定待条件成熟后再上升到法律层面。

四是建立投资者适当性管理制度。结合创业板、融资融券、股指期货等新业务中投资者适当性管理的实践，对风险相对较大、专业知识相对较弱的创新产品，要进行投资者适当性管理。

五是对境外企业境内发行上市作出原则规定或者立法授权。