

## 法治是推动资本市场 改革的主导力量\*

尚福林\*\*

在中国资本市场建立 20 周年之际,上交所联合北京大学法学院、中国人民大学法学院、华东政法大学经济法律研究院,共同举办“上证法治论坛”,回顾资本市场法治建设的历史进程,探讨当前法治建设的重点问题,展望未来法治建设的方向,具有十分重要的意义。

以 20 世纪 90 年代初,上海、深圳两个证券交易所的成立为标志,中国资本市场从无到有、从小到大,取得了令人瞩目的成就。截至 2010 年 11 月,沪深交易所共有上市公司 2026 家,股票总市值 26.43 万亿元,投资者参与广泛,股票有效账户超过 1.3 亿户。今年前三季度,我国商品期货市场成交量为 21.47 亿手,居全球前列,我国资本市场在完善公司治理、促进资本形成、发现市场价值、优化资源配置、分散市场风险等方面的功能和作用不断显现,并为各方面普遍认同。资本市场为社会主义

---

\* 本文系根据尚福林主席在 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。

\*\* 中国证监会主席。

市场经济体制的改革和完善提供了重要的不可或缺的基础性制度安排,具备了在更高层次上为国民经济和社会发展服务的条件。

我们在推进资本市场改革和发展的进程中,始终重视加强法治建设,特别是2004年,国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》和《全面推进依法行政实施纲要》发布以来,我们始终不断加强市场基础性制度建设作为贯彻落实科学发展观、促进市场稳定健康发展的基础工作,坚持把法律制度作为调节和处理市场关系的基本准则,坚持把遵守法律作为市场主体行为的基本规范,坚持把依法行政作为履行监管职责的基本要求。

### 一、资本市场法律制度的不断完善有效地保障了 资本市场功能和作用的发挥

按照“抓法治、推改革、促发展”的工作思路,我们始终坚持将法治建设作为基础性重点工作来抓,积极推动我国立法机关适时出台或及时修订《公司法》、《证券法》、《证券公司基金法》和期货条例等资本市场基础性的法律法规,并以此为基础,狠抓法律法规体系的建立和完善。截至目前,包括法律、行政法规、司法解释、规章、规范性文件和自律规则在内的资本市场法律制度体系基本形成,并在不断完善。可以说,20年来我国资本市场的重大改革和发展都体现了法律制度的变革和创新,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和作用的发挥。

#### (一)公司组织法律制度的不断完善,增强了上市公司的内生竞争力

资本市场对企业上市有一套严格的规范要求,在对企业进行股份制改造的基础上,建立健全了公司治理机制和信息披露制度,形成股东、市场和社会对上市公司的监督和制约,促使上市公司持续创造和获取财富以回报股东。自2005年开始,我们按照国务院的统一部署,集中开展了提高上市公司质量的专项工作,重点围绕完善公司治理、健全内部控制、提高透明度、加强激励和约束等方面的问题,进一步完善上

上市公司组织制度,相关的实践为新修改的《公司法》和《证券法》所确认,不仅有效地提升了上市公司的内生竞争力,也为全社会的企业组织创新提供了范例和样本。

#### **(二) 并购重组法律制度的不断完善,提升资源配置的质量和效率**

为了适应我国经济发展方式转变的要求,我们积极推动修订《证券法》,对上市公司并购重组制度作出了重大调整,按照“放松收购管制、培育控制权市场”的总体思路,改进了全面要约收购制度,丰富了市场化的并购支付工具,建立了“一致行动人”监管制度等。根据《证券法》修订确立的并购重组法律制度,我们及时制定出台《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司并购重组财务顾问管理办法》,修改《上市公司收购管理办法》,形成了并购重组的法律制度体系,为有效提升并购重组的质量和效率提供了保障。

#### **(三) 证券投资基金法律制度的不断完善,改变了资本市场的投资者结构**

为了改变我国资本市场发展初期以散户投资者为主的局面,我们着力发展证券投资基金等机构投资者,推动出台了《证券基金法》,并以此为基础建立了比较完整的基金法律制度体系,明确了基金管理公司、托管银行对于基金持有人的受托责任,规范了证券投资基金的募集、销售、投资运作及内部风险控制机制,推动了证券基金行业的发展。同时,我们还积极协调相关方面,制定相应的政策法规,推动保险资金、社保基金以及企业年金进入证券市场投资,推动商业银行重返交易所债券市场,显著改善了资本市场的投资者结构。截止到2010年11月底,机构投资者持股占流通A股市值的比例达到70%,这70%包括国有股和法人股。证券投资基金超过了各类投资机构持股总额的50%。证券投资基金法律制度的实践,同时也为我国资产管理行业的协调发展积累了宝贵的经验。

#### **(四) 风险防范和处理法律制度的不断完善,保障资本市场安全稳定运行**

总结证券公司风险处置工作的经验,我们探索建立了一整套风险处置制度,确立了以“有限偿付”为基础的国家收购政策及证券投资者保护基金制度,建立起证券交易结算资金第三方存管、证券公司资本监

管等制度,并在相关法规中得以确认。同时我们还推动修改《证券法》,规定了“净额结算”、“货银对付”、“结算财产履约优先”等核心结算原则,确保了证券交易结算系统的安全。这些法律制度的建立,大大增强了资本市场防范、管理和化解风险的能力。

#### **(五)多层次资本市场体系的法律制度的不断完善,满足了市场多元化投融资机制**

在不断完善主板市场法律制度的同时,我们积极推进中小企业板市场、创业板市场的法律制度建设,并以稳固扩大中关村代办转让市场试点为抓手,探索完善场外市场法律制度,建立多层次资本市场法律制度的体系,为不同发展时期、不同成长阶段的企业提供了合法的股权融资和转让平台。大力发展债券市场,建立以发债主体信用责任为基础的公司债券发行制度,为不同投资偏好、不同风险承受能力的投资者提供了更多的市场产品。稳步推进期货市场基础建设,健全期货品种体系,正式推出了股指期货,进一步完善了商品期货和金融期货的法律制度,期货市场管理风险和发现价格的功能进一步增强。

#### **(六)发行融资法律制度的不断完善,强化了市场化价格形成和约束机制**

我们认真总结了我国股票发行先后经历的指标管理、政府推荐、行政审批等不同制度安排的实践经验,推动修改了《证券法》,确立了核准制发行融资制度,由专门的发行审核委员会提出审核意见后,证监会依照法定条件核准股票发行申请。近年来,我们不断深化发行体制的市场化改变,发挥市场中介机构的把关作用,实行证券发行保荐制度,取消了对股票发行价格的窗口指导。现在市场的股票发行是由市场的供需双方博弈形成发行价格的。建立完善的股票发行询价制度和发行失败制度,逐步培育形成由市场供求双方博弈的市场定价和市场约束机制。

#### **(七)监管执法制度的不断完善,维护“公开、公平、公正”的市场秩序**

近年来我们大力推进执法体制的改革和创新,以统一稽查执法队伍建设为重点,大力加强稽查执法力度,会同公安机关建立专门的证券期货犯罪侦查局,并不断完善工作机制、优化工作模式,创新建立“查

审分离”的行政处罚执法制度,优化监管执法的权力配置。在《证券法》修订中赋予了证券机关冻结查封的权力。我们还积极推动出台了一批打击证券期货行政犯罪、证券侵权民事赔偿的司法政策,有效地发挥了司法机关在维护资本市场秩序中的作用。与此同时,我们还本着依法行政的理念,严格规范监管权力的行使,对监管决策、监管措施、行政许可、强制措施、处罚听证、市场进入等监管执法行为提出了程序规范的工作要求,有效地提高了监管机关的执法水平。

## 二、法治是资本市场成熟发展的必要条件

伴随着资本市场改革发展的实践,我国资本市场的法治建设取得了令人瞩目的成就。有的评论认为,近几年中国资本市场的法律制度与成熟市场接轨迅速,在国际上代表着新兴市场的领先水平。公司治理、独立董事、金融机构破产、背信行为制裁、市场禁入措施等大量的法律制度创新在不断适应资本市场实践需要的同时,客观上推动了国家民商、行政、刑事法律制度的不断完善。我们在工作实践中深刻体会到,法治是推动资本市场改革的主导力量,是实现资本市场规范化运行的必然选择,市场越是发达,市场机制越是有效,交易安全和利益关系越是紧张,越是需要依靠法治。正如有学者所说的那样,法治不一定是市场初期发展的先决条件,但却是市场成熟发展的必要条件。

### (一) 法治是发挥资本市场功能作用的内部要求

资本市场的要义在于发挥市场在资源配置中的基础作用,市场机制作用的发挥必须通过法治的方式,依靠法治的手段来实现,只有通过法治,才能保障市场主体公平参与市场竞争,使得各种市场主体都可以依法公平地参与到资本市场的投融资活动中来;只有通过法治,才能够保障市场交易活动的正常进行,对破坏市场正常秩序的行为依法追究其法律责任,维护公平、公正、公开的市场秩序;只有通过法治,明确政府监管市场的职责,才能减少行政管制,充分发挥市场内在规律的作用,充分发挥市场主体自身的创新能力。

## (二) 法治是深化资本市场改革创新的重要力量

创新是资本市场的动力之源,也是活力所在,创新离不开法治的规范和保障,市场创新在很大程度上是法治创新,市场创新涉及每一个产品、每一种交易方式,本身都包括权利、义务、责任的安排和分配,是一种或几种法律关系的集中体现。市场创新还往往涉及对市场利益的重新分配和调整,在推行过程中不可避免地会触动既有利益的格局,需要法律在调整市场利益关系方面提供有利的制度安排。

## (三) 法治是防范、管理和化解系统性风险的治本之策

市场发展的实践证明,系统性风险的产生与法律制度的设立缺陷相行相伴,与监管执法的失效密切相关。市场性风险的防范首先有赖于单个产品的设计,单个业务的安全,需要相关主体在设计产品、制定业务规则时做到权利和义务关系清楚、权利和责任配置均衡、风险的分担公平合理。系统性风险监管需要相应的金融监管法律,根据市场的需要及时将一些具有系统性、重要性的金融机构和产品市场纳入监管范围。只有将系统性风险的防范、管理和化解纳入法治的轨道,才能守住不出现系统性风险的底线。

## (四) 法治是建立资本市场监管公信的基本保障

资本市场涉及的利益重大,而且涉及的利益十分直接,市场公平性、公正性备受关注。我国资本市场仍然处于“新兴加转轨”阶段,市场机制发育不够健全,一些市场矛盾还难以由市场自身来解决,市场各方对监管机构公开、公平、公正的期盼要求很高。从全球来看,这次金融危机以后,大家也看到市场有失效的时候,当市场失效的时候就特别需要法律部门和监管部门共同去恢复这个市场,恢复这个效率。特别是在当今网络媒体高度发达的社会环境中,任何监管执法行为都可能引起社会的关注,监管公信的确立离不开法律,只有做到依法监管,公信才能有根本保障。

## 三、当前和今后一个时期资本市场法治建设的重点工作

党的十七届五中全会明确提出了加强多层次资本市场建设,积极

发展债券市场,稳步发展场外交易市场和期货市场的工作目标和任务。资本市场 20 年的发展经验告诉我们,资本市场是法治的市场,法治对于资本市场的改革和发展具有十分重要的引导、推动和保障作用。完成“十二五”规划的各项任务,要求我们更加重视法治建设在资本市场改革发展中的重要作用,更加善于运用法治的方法推进资本市场的改革和发展,不断完善市场体系、产品业务、发行融资、并购重组、资产管理、监管执法等方面的法律制度。在当前和今后一个时期,需要重点做好以下几个方面的工作:

#### **(一) 加快多层次资本市场法律制度建设**

要立足于构建统一监管的全国性场外市场,在扩大中关村园区股份报价转让试点的基础上尽快出台《非上市股份有限公司股份上市办法》,并抓紧研究制定《非上市公众公司监督管理办法》,确立非上市公众公司监管法律制度。要以提高市场效率、发挥市场功能、保护持有人合法权益为出发点,修订完善《公司债券发行试点办法》,进一步完善债券发行方式、优化投资者结构,健全债券交易、结算、信用评级和监管体系,推动建设规则统一、互联互通的债券市场,要不断完善我国资本市场对外开放的法律制度。

#### **(二) 要积极推动基金法律制度的修改和完善**

要在认真总结实践经验的基础上,按照既要强化约束、加强监管,又要放松管制、促进创新的立法思路,配合立法机关全面修订《证券投资基金法》,特别是要适应私募基金发展的现实需要,借鉴国际监管经验,按照统一监管标准,防止监管套利的原则,建立适当的私募基金监管制度,为资产管理业务的协调发展创造条件。

#### **(三) 抓紧制定、完善期货交易法律制度**

要认真总结《期货交易管理条例》实施以来的实践经验,立足于期货市场的长期稳定发展,明确期货市场的法律定位,完善期货交易和期货风险监管制度,推动立法机关制定出台我国的《期货法》。

#### **(四) 不断健全上市公司监管法律制度**

积极推动制定出台《上市公司监督管理条例》,要立足于我国上市公司监管的需要,加强对上市公司控股股东、实际控制人的监管,建立有针对性的制度安排。要以提高并购质量和效率为目标,进一步完善

市场化并购重组的制度安排。要统筹研究上市公司退市制度改革,进一步完善上市公司的退出机制。

#### **(五) 推动建立专门的资本市场监管执法制度**

要尊重监管执法的内在规律,科学总结监管机构有效执法监管的职能和职权配置。要合理借鉴境外成熟市场的经验和做法,务实安排行政监管和司法监管的有效衔接,探索建立符合资本市场监管需要的司法专门化制度。要抓紧制定出台证券期货刑事、民事和行政执法的专门司法政策文件,不断优化资本市场监管执法的司法环境。

随着资本市场改革发展的不断深入,市场创新的日益活跃,资本市场法治建设必然会面临许多新的问题和挑战,为有效解决问题、应对挑战,需要法学界、法律界和证券期货业界的共同努力,希望大家一如既往地关心和支持资本市场的改革和发展,勇于推动理论创新和实践创新,努力为资本市场法治进步贡献智慧和力量。