

LAW LAW LAW 法学论丛



国际金融法系列

市场转型与规则嬗变

——WTO条件下中国证券市场法制环境面临的挑战与完善建议

◆ 吴志攀 主编

北京大学出版社

法学论丛

AW

国际金融法系列

◇ 上证联合研究计划第五期课题报告

市场转型与规则嬗变

—— WTO 条件下中国证券市场法制环境面临的挑战
与完善建议

吴志攀 主编

北京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

市场转型与规则嬗变/吴志攀主编. —北京: 北京大学出版社, 2004.5

(法学论丛. 国际金融法系列)

ISBN 7-301-07109-4

I. 市… II. 吴… III. 证券交易-资本市场-法律体系-研究-中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 022555 号

书 名: 市场转型与规则嬗变

——WTO 条件下中国证券市场法制环境面临的挑战与完善建议

著作责任者: 吴志攀 主编

责任编辑: 刘丽娟 李 霞

标准书号: ISBN 7-301-07109-4/D·0863

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

排 版 者: 北京高新特打字服务社 51736661

印 刷 者: 北京中科印刷有限公司

经 销 者: 新华书店

890 毫米×1240 毫米 A5 5.75 印张 160 千字

2004 年 5 月第 1 版 2004 年 5 月第 1 次印刷

定 价: 16.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 翻版必究

课 题 主 持：吴志攀

课题研究与协调人：上海证券交易所 张 虹 郭洪俊

课 题 研 究 员：张建伟 郑顺炎 罗培新 郭 雳

崔光磊 陈 舜 台 冰 罗 英

伏 军 丁 宁 李清池 陆忠行

摘 要

吴志攀

“中国证券市场法制环境”是一个动态的范畴。它不仅包括证券市场的法律法规以及其他规范性文件(立法),还包括相关市场主体对它的遵循(守法)、证监会等政府部门对它的执行(执法)、法院对它的理解和运用(司法)、人大对其运作效果的监督和检查等多层面的立体性范畴,这些主体在互动中发展,在发展中平衡,共同构成了中国证券市场的运作实态。加入 WTO,为中国证券市场的发展引入了极大的外生性约束,同时也带来了极大的发展契机。在此背景下,探寻中国证券市场法制环境面临的挑战及相关的完善建议,对于从宏观上把握我国证券市场的发展方向,无疑意义重大。

宏观背景与战略:

后 WTO 时代的证券立法、监管理念的转型

(一) 以精细化为特征的证券市场法制环境变迁将持续推进

受历史和现实条件的制约,我国长期由政府主导证券市场的制度供给,对证券市场的功能和定位,一度出现犹疑和摇摆,这导致了法律制度供给极不连续。另外,执法部门的职能本身存在诸多衔接不够顺畅的问题,这使得法律制度的精细设计几无可能。在法律制度的精细化无法达致的情况下,我国要开放市场,通过直接投资和间接投资的方式引入外国资本,就要另行设计一套法律规则,以回应外资对我国法治环境的需求。这就形成了公司和资本市场法律的双轨制,即《外资企业法》与《公司法》并存、A 股与 B 股的市场规则并存。这种立法范式明显带有权宜之计的痕迹。

尽管如此,中国证券市场对于中国的市场经济的培育与发展还是做出了巨大的贡献,它不仅仅体现在投融资的制度创新,更大的意义在于它启蒙并强化着市场主体的产权意识、契约观念、诚信原则,也促使着政府向与市场良性互动的方向转轨,而WTO规则的导入,将极大地加速这一进程。

加入WTO的中国,不仅有义务遵守WTO的一系列法律规则,对现行法律包括证券市场的法律体系进行清理,更重要的是,我们应当在符合WTO规则的基础上,推进“能动型法律变革”,并通过立法、执法和司法的协调有效运作,改变立法过于粗放、执法司法协调成本过高的状况,以能动地防范和避免加入WTO给我国证券市场带来的冲击和震荡。

(二) “转轨背景”和“新兴市场”:两个约束条件

然而,证券市场这场“能动型法律变革”,脱离不了“转轨背景”和“新兴市场”这两个约束条件。入世以后我国证券市场的渐进开放,不可避免地使我国证券市场必须面对以下情形:其一,外资主体进入,市场格局面临重新洗牌;其二,市场竞争的加剧使上市公司退市更为频繁,退市公司善后处理机制的建立提上日程;其三,证券纠纷解决渠道分流,探索证券纠纷的非诉讼解决机制成为必须;其四,证券市场生态化,各个市场主体之间的相互制衡程度加强,国有主体独大的局面将得到改观;其五,《公司法》和《证券法》在执法环节会出现部门间利益冲突,部门之间的“接口”问题将成为证券执法的瓶颈,法律边缘化成为可能。

另外,中国加入WTO所带来的市场精神、产权和契约意识势必对既有的宪法秩序和政治秩序的外壳形成冲击,并推动证券市场上保护投资者法制环境的构建。为增进外部投资者权利保护的法律法规,需要协调证监会、法院、央行、财政部、税务局、经贸委、地方政府等部门利益,这些部门的职权边界需要在宪法和法律层面上得到界定和说明,它们的职能接口问题也要在技术层面上得以解决。同时,民间主体如各种协会组织和媒体等的权利和权力结构也需要在国家治理的层面上重新划分。因而,从制度建设的角度来说,入世是推进

中国证券市场法治进程的一个难得的机遇,蕴藏着各种利益冲突和法律困境,同时也蕴藏着新规则产生的契机。

微观观察:多元主体应对中的利益冲突与法律困境

(一) 政府

在后 WTO 时代,我国证券市场监管框架面临的最大挑战在于政府自身定位仍欠妥当,主要体现在:第一,政府是法律规则的制定者与执行者,同时又是大量国有股权的代言人,这种双重角色与程序公正存在矛盾;第二,政府由于信息不对称等原因,对证券市场监管时有“失灵”;第三,政府与司法机关“接口”不顺;第四,政府各部门权力重叠、职能交叉现象严重,考虑到历史与现实,我们应保证程序设计的公正性,并辅之以电子化政府,而建立强大的数据库无疑是一基础条件。

我国证券发行采取核准制,在“发行审核委员会”中引入了专家,体现了相当的 market 性。但专家经验也有一定的局限性,如专家的人际关系、专家的道德风险等问题。在这种情况下,采用数据库支持就可以从技术上避免上述问题。可以考虑将行业数据库建设成为一种专家系统,用以支持专家的发审判断,这样可以弥补专家固有的主观偏好和知识结构不完全的制约,以实现专家判断的客观化、市场化。另外,证监会还可以考虑根据不同的市场层次建立不同的数据库。处于一定市场规模的企业,归属一定层次的证券市场,如“主板市场”、“二板市场”、“三板市场”等。将来公司申请上市,根据公司规模,遵循的数据库支持也各不相同。而且,公司上市后,行业数据库与上市公司的交易数据库还可以实现链接。行业数据库系统将根据上市公司持续信息披露的数据,不断地更新数据库中的信息记录;另一方面,也可以在数据库中设定报警界限,当上市公司的信息接近报警界线时,计算机就会给予特别的关注。

除了缺乏强大的数据库支持外,作为证券市场监管部门的证监会,职责过重与职权过少的矛盾十分突出。《证券法》第 167 条赋予了证监会繁重的职责,但监管职权却相对缺乏。《证券法》第 168 条

规定,对有证据证明有转移或者隐匿违法资金、证券迹象的,证券监管机关可以申请司法机关予以冻结。但在操作过程中,实际效果不尽理想。另外,证监会请求对违法公司实施财产保全时,也要与普通当事人一样提供担保,高额的担保费用使得可操作性大为降低。

这些矛盾和冲突,相当部分在行政权力框架内部得不到妥善解决。许多问题存在于立法层面,需要在今后的法律修订中得到解决,另有些问题则存在于执法和司法职能的衔接层面,需要理顺接口,协调解决。

(二) 全国人大

在后 WTO 时代,需要一个相对完善的立法体系和执法监督体系,在这方面,全国人大的作用不可忽视。因为在证券市场监管的权力配置中,存在行政权力与司法权力的博弈与制衡问题。在理想状态下,这两种力量的关系应当相互补充、相互协调,但实践中,制衡与博弈过程中常会出现偏差,在此种情况下,仅靠行政机关与司法机关两个主体难以解决问题,全国人大作为国家立法机关、最高权力机构以及行政、司法的监督者,对于行政机关、司法机关在行政执法与司法过程中的冲突与歧义,全国人大应当通过法律解释等方式,起到协调行政权力与司法权力冲突的作用。

要实现这一目的,除了加强执法检查之外,全国人大对于《公司法》、《证券法》的制订和修改,也应遵循一套不同于普通立法的程序,以适应资本市场变化迅速的特点。英国贸易与工业部(DTI)可为借鉴。DTI 每年对英国的公司立法及其实施绩效向业界广泛征询意见,以此为基础形成若干修改公司法的议案,呈报立法机关,保证了公司法每年都得到适时的修正,适应了资本市场变化迅速的需要。我国也可以考虑在全国人大下特设“资本市场法律评估与修正机构”,负责对资本市场法律的适时评估,并及时提出修正建议。总之,建立一种法律和立法的反思机制,是入世以后中国证券市场对全国人大及其常务委员会提出的挑战和要求。

(三) 法院

法院作为审判机关,是社会矛盾纠纷的调节器,更被视为健康社会的最后屏障。WTO 规则冀望各成员国构建一套制衡行政权力的司法审查机制。然而,由于历史和现实原因,我国法院在证券市场定纷止争的功能方面发挥尚显不足。

对于证券类案件,专业知识的欠缺确实是制约法院介入程度的一个重要因素。从长远来看,要取消诸如目前关于法院受案“前置程序”的规定,需要提高法官素质。作为过渡性方案,考虑到上海、深圳两个交易所所在地的法院法官,从证券法律业务素质上来说,相对其他地区应更能适应审理此类案件的需要,可考虑由最高人民法院从全国抽调精通证券业务的法官,在上海和深圳设立特别法庭,分别直属于上海市高级人民法院、广东省高级人民法院,专门负责证券民事诉讼案件的处理,在试点实践中探索和确立证券民事责任的原则,为修改完善《证券法》及《公司法》的有关规定积累经验,这样也可以比较彻底地克服法律适用不统一的弊端。

另外,根据 GATS 的相关规定,对于行政机关的政策、具有普遍约束力的决定和命令,根据申请者的请求,可以提起司法审查。如果申请人的请求有理,还必须提供相应的司法救济。这条已经突破了我国《行政诉讼法》关于抽象行政行为不属于法院受案范围的规定。为协调这一国内立法与 WTO 规定不一致的冲突,在过渡期内,可以考虑以全国人大颁布特别条款的方式加以解决,以后在修订法律时再将其一体纳入。由此,可以预见的是,在加入 WTO 背景下,承担着调控和监管证券市场职责的证监会,其发布的相当多规范性文件,都将面临司法审查的可能,由证监会一方制定规则的局面,将转化为由证监会主导、市场各方主体质疑、法院司法审查的“规则形成”格局。

(四) 协会组织

作为沟通国家与公民、政府与市场之间的桥梁,协会组织作为维持证券市场生态平衡的一支重要制衡力量,它的参与必不可少。在

后 WTO 时代,它还是分担政府风险、保护民族证券业的一支重要的民间力量。但由于经济体制转轨的历史原因,证券业中介协会组织的独立权利主体地位在很长时间内并没有得到保证。尤其是在自律和制衡两个方面,其功能并没有很好地发挥。监管部门目前进行的放权与改革,正在为协会组织创造一个自由成长的空间,以使会员制民主自治的证券业中介协会组织能够担负起更多职责,使其能够与政府以及其他监管主体一起营造一个多层次的证券监管体系。

(五) 证券交易所

发达市场经济国家中,证券交易所的产生早于政府的管制,其产权自始明晰,因此其民间机构的色彩得以一直延续。在中国,证券交易所尚未实现完全的独立,其自律功能还需进一步发挥。后 WTO 时代,在国际证券市场交易所的公司化浪潮中,随着外资进入中国证券市场并能够持有交易所的席位甚至股份,交易所的独立地位将得到加强。

(六) 财经媒体

作为立法、行政、司法之外第四种权力(力量),媒体是现代民主社会中公民权利对抗公共权力的一个制衡力量。它以其所拥有的批评权和报道权,对公共权力部门实施舆论监督,以防止公共权力治理证券市场过程中所形成的官员寻租和腐败行为;同时,作为沟通公民和公共权力部门的桥梁,它又能够减少公共政策的试错过程所需的时间成本,以有效地达成公共权力部门与投资者权利诉求之间的合意。在后 WTO 时代,作为投资者保护体系中一支重要的制衡力量,媒体的监督作用不容忽视。对我国这样一个司法相对薄弱、民间力量尚未充分发育的国家来说,媒体主动介入,行使监督权,具有维持证券市场生态平衡的重大意义。然而,从现实情况看,由于司法权地方化等原因,媒体的舆论监督地位仍很尴尬,宪法所赋予的言论自由权利仍不具有操作上的意义,相关的立法和司法应对此问题做出有效回应。

(七) 上市公司

作为市场主体的上市公司,基本上都是国有或准国有企业。融资而非投资市场的证券市场初始制度安排,给中国证券市场带来的一个先天缺陷就是:国有企业上市仅仅是为了获得资金融通。在内部治理结构存在缺陷、特别是内部人控制问题较为严重的情况下,上市公司等市场主体存在追求短期利益的倾向。国有股一股独大,已经成为制约公司形成良好治理结构的瓶颈,而如何防止层出不穷的关联交易,也是我国上市公司取信于市场的一个关键要素。在WTO背景下,外资并购引入的外生性约束力量,对于关联交易,将起到一定的制约作用。另外,监管层一直没有停止过改善公司治理结构的努力,将独立董事制度引入上市公司,正彰显着管理层的这一良好用意,但作为一项强制性的制度规定,其运作效果还有待市场检验。

(八) 外资主体

加入WTO,外资将通过与国内的市场主体合资或者并购、或者通过QFII等方式进入我国证券市场。根据《公司法》第75条的规定,设立股份有限公司,应当有五人以上为发起人,其中须有过半数的发起人在中国境内有住所,但随着外资介入程度的加深,外资主体除了以参股的方式进入我国的证券市场外,也可能与中方股东合资设立股份有限公司,或以并购的方式入主股份公司,《公司法》关于发起人的规定,就可能构成法律障碍。在资本金方面,引入外资组建合资公司还将面临实收资本制与外国授权资本制的潜在冲突。因为根据《公司法》的规定,公司必须在注册成立时一次性缴足出资,而外国相当普遍的授权资本制——即先确定注册资本额,但不是一次缴清,公司可以根据业务经营对资金的需要补足出资。这样,在成立合资基金公司和证券公司时,由于经营习惯,外方有可能倾向于采取授权资本制,而公司法关于实收资本制的规定无疑将构成法律障碍。还应注意的是,我国的公司企业法在立法之初,采取的是双轨制,生产领域的外资企业适用的是三资企业法,故而,对于如何引导投资领域

的合资公司建立内部治理结构,《公司法》并无相应准备。

(九) 仲裁机构

证券市场的纠纷或大或小,如果所有争端都诉诸法院,法院势必不堪重负,必须寻求另类解决办法。ADR(Alternative Dispute Resolution, 替代性纠纷解决机制)实质上是一组供当事人选择、用来避免正式对抗性诉讼办法的总称,主要包括调解、专家认定、仲裁、调解——仲裁、早期中立评价、小型审判、简易陪审团审判等不同方式。非诉讼纠纷解决方式的运用已在世界范围内引起广泛的重视。在WTO背景下,为减轻政府和法院的压力,在我国证券领域建立非诉讼纠纷解决机制尤其必要。具体设想如下:

其一,在机构方面,在条件成熟时,可以考虑成立专门的证券纠纷仲裁委员会。在此之前,可暂时继续由中国国际经济贸易仲裁委员会(CIETAC)负责证券纠纷的仲裁。

其二,规则方面,除了借鉴CIETAC的已有经验,还可参考海外的有关实践,如香港特别行政区于1993年通过的《香港国际仲裁中心证券仲裁规则》、美国仲裁协会的有关证券仲裁规则等。

其三,配套措施方面。虽然我国《仲裁法》对合同和非合同的证券纠纷均赋予了可仲裁性,但二者可仲裁的前提都要求订有仲裁协议或合同中包含仲裁条款。为解决仲裁协议成立和二级市场上证券流动频繁引起的当事人资格转移的难题,可以考虑在公司章程中写入仲裁条款。同时,在公司的招股说明书和股票转让证书上也都应载有一个条款,阐明签字的当事人须接受和承认公司章程中的仲裁条款。这样,通过公司的董事代表公司在招股说明书上签字、股东在股票转让证书上签字的方式,章程中的仲裁条款对持股人及其后手都具有约束力。类似地,发生在其他市场主体之间的证券纠纷,亦可采用相应的格式“仲裁条款”获得可仲裁性。

政策建议

根据以上分析,我们认为,在宏观上,应对WTO的法律和政策

策略必须解决以下三个关键问题：

(一) 抓住 WTO 机遇, 积极推进以投资者保护为核心目标的监管体系与法制环境的改革

在后 WTO 时代, 随着市场的变化, 政府的监管目标、形式和机制也应进行相应的调整。政府主办市场应转变为市场主体共同参与治理市场; 政府承担多数责任要转变为市场参与者共同承担责任; 政府单一主体监管要转变为自律和多层次多元主体监管。各种协会组织作为政府和市场之间沟通的桥梁, 应得到独立的发展, 依靠其协调、自律和制衡机制, 建立一个多层次的主体多元化证券市场。

在监管环境的建设方面, 构建主体多元化、多层次监管体系, 形成全国人大、证监会、协会、交易所、媒体、法院等利益主体相互制衡的监管格局, 以共同应对入世可能带来的金融风险。

在法制环境的建设方面, 抓紧完善以公司法和证券法为核心的立法体系, 包括商法领域的《投资者保护法》、《信托法》、《投资基金法》, 民法领域的《民法典》、《民事诉讼法》, 公法领域如《刑法典》、《刑事诉讼法》和《行政诉讼法》等, 构建严密的法治体系。

(二) 理顺立法与执法的“接口”

要完善证券法制环境, 就必须对法律条文与实际执法部门的“接口”问题予以足够的关注。证券法体系如同城市自来水管系统, 证券主管部门即如同“骨干管道”, 如中国证监会系统, 其他各主管经济部门对于证券业务来说, 就是其他骨干管道或支干管道。只有管道质量好, 同时管道之间的接口没有问题, 才能达到“输送自来水”的理想效果。

证券法体系中的“接口问题”, 主要可以归纳为以下两点:

第一, “管道系统”的设计环节, 即证券法的立法环节。在立法过程中, 尽管立法者已经考虑到了部门之间的“接口”问题, 但由于这类问题有时表现为“部门利益冲突”, 加上时间及其他因素的制约, 法律在通过时不可能将这些“接口”问题完全理顺, 这就成为遗留问题。

第二, 在经济发展的过渡阶段, 会遇到许多新问题。由于立法阶

段未来得及加以考虑,或者是本来就遗留了“接口”问题,解决起来就表现为动用多方面的资源,集中起来解决一个接口问题,不惜突破原来的工作程序。但这样的做法形不成惯例,形不成法定程序,更形不成法律制度。

这些“接口”问题,需要在以后的立法、执法和司法实践中加以解决。

(三) 完善《公司法》

证券市场的法律体系相当复杂,影响因素繁多,其中最直接的因素是《公司法》。1993 颁布的《公司法》虽然相当不错,但由于历史原因,现在看来已经有许多条款不适用,有些规定在 10 年前还是改革的象征,现在已成为进一步深化改革的障碍。根据资本市场的发展需要和 WTO 规则的要求,进一步修改完善公司法,已是当务之急。

(四) 改良《证券法》的“生态环境”

要改良我国资本市场的法律环境,必须考虑以下四点关键要素:

其一,财务公信度。资本市场的透明度最高,因为法律要求定期公布上市公司的财务状况。只有公布的财务资料是真实的,市场的透明度才可以真正体现出来。反之,市场就没有透明度,更没有投资者的公信度了。所以,财务的公信度便成为证券法执法效果的衡量之一,成为证券法存在与发挥作用的环境要素之一。

其二,产权清晰度。财务公信度与产权要素密切相关。财务描述了公司财产状况,这种描述不但要数量准确,还要性质清晰。而且产权性质清晰还具有实际操作的意义。证券法与产权的清晰度(操作环节的清晰度)互相影响:当出现产权“虚无”情况时,在操作层面出现“不实在”情况时,证券法的执法效果就大受影响。

其三,契约文化。契约文化并不是就道德意义而言,而是就商业意义而言。换句话说,它不是道德意义上的诚信,而是商业意义上的诚信。商业契约的可操作性与产权息息相关,商业契约是在两个产权清晰、操作实在的主体之间进行的。而我国目前国有公司产权模糊化影响着契约的实际履行。另外,契约文化与商法的执行也是互

相作用的:商业契约文化的缺乏,直接影响包括证券法在内的商业法律的执行效果。因为法不责众,在一个缺乏商业契约文化的社会执行合同法,诉讼成本过高,时间过长,打官司变成“打关系”。

其四,信用记录机制。信用记录机制记录着公司和个人遵守信用的情况,不讲信用的人将受到最严厉的处罚。美国等西方经济发达国家,尽管其商业规模与交易额都比我国大许多,但其法院系统处理合同纠纷的压力却比我国法院要小,其中美国健全的信用记录机制发挥了重要的作用,对此我国要加以借鉴。

目 录

关于本报告的研究进路	(1)
1 宏观背景与战略:后 WTO 时代的证券立法、监管理念 的转型.....	(2)
1.1 遭遇 WTO:站在证券市场开放与全球化的门槛上	(2)
1.1.1 法治中国:美国人眼中的“中国与 WTO”	(2)
1.1.2 WTO:外生性规则约束	(3)
1.1.3 立法范式转换:从粗放式向精细化的嬗变	(6)
1.2 中国股市的历史方位:“转轨”背景与“新兴市场”	(7)
1.2.1 转轨时期中国证券市场制度供给的不连续性	(8)
1.2.2 “股权双轨制”与国有企业本位和国有股权本位 的中国股市.....	(14)
1.2.3 作为新兴市场的赶超战略与股市的“公有化”	(17)
1.2.4 二级市场的网状结构——“地下庄网”	(18)
1.3 技术挑战制度:信息时代的证券监管理念转型	(20)
1.3.1 《证券法》执法监督应适应信息化社会的发展趋势	(20)
1.3.2 证券发行的信息化监督	(23)
1.3.3 证券交易的信息化监督	(26)
1.3.4 上市公司要约兼并中的信息化监督	(27)
1.4 应对 WTO:制度建设与风险防范的若干理念	(30)
1.4.1 后 WTO 时代的证券市场利益格局:新的经济关系诱致新 的法律关系.....	(30)
1.4.2 市场主体多元化制度生态平衡理念:危机管理中 的应对策略.....	(32)
1.4.3 投资者保护与“人本主义”:“善待资本” 与“以人为本”相统一.....	(33)

2 微观观察:多元主体应对中的利益冲突与法律困境	(43)
2.1 政府	(43)
2.1.1 政府的双重角色与程序公正的矛盾	(43)
2.1.2 部门之间权力重叠	(46)
2.1.3 中央政府与地方政府:利益摩擦和博弈	(52)
2.1.4 政府监管的“失灵”与“失信”	(56)
2.1.5 证监会:游移于职责过重和职权过少之间	(59)
2.1.6 解决方案:程序设计公正性与“电子化政府”	(66)
2.2 全国人大	(69)
2.2.1 全国人大的执法监督职能	(69)
2.2.2 全国人大与后 WTO 时代的证券立法与执法	(71)
2.3 法院	(73)
2.3.1 GATS 对法院的要求	(73)
2.3.2 司法边缘化:证券市场中的法院失灵现象	(74)
2.3.3 法院“逃避”证券纠纷的背后	(76)
2.3.4 后 WTO 时代的司法介入:证券监管的有力补充	(80)
2.3.5 制衡的界线:司法与行政监管的边界	(83)
2.3.6 全面的司法审查:WTO 条件下法院的未来之路	(84)
2.4 第三部门:协会组织	(85)
2.4.1 转轨背景下的证券市场中介协会组织:逆向生长中的功能异化	(85)
2.4.2 后 WTO 时代的行政分权:协会自律与政府监管的边界	(91)
2.4.3 另类民间制衡力量:投资者协会的崛起	(95)
2.5 证券交易所	(96)
2.5.1 证券交易所:职能的错位	(96)
2.5.2 整个市场监管架构下的交易所	(98)
2.5.3 自律机构行政化的背后:原因及后果	(100)
2.5.4 后 WTO 时代中国证券交易所组织及监管职能的可能发展	(102)
2.6 第四种权力:财经媒体	(103)
2.6.1 第四种权力的监督作用	(103)

2.6.2	媒体言论自由与上市公司名誉权的冲突	(104)
2.6.3	法律困境	(106)
2.6.4	媒体监督权的边界	(108)
2.7	上市公司	(109)
2.7.1	WTO 背景下上市公司面临的压力	(109)
2.7.2	上市公司的“理性”与“迷惘”	(110)
2.7.3	上市公司关联交易的规制及其存在的问题	(112)
2.7.4	上市公司并购重组程序的缺陷	(123)
2.8	外资主体	(127)
2.8.1	中国的入世承诺对外资主体进入的影响	(127)
2.8.2	渐进路径选择:外资主体进入中国的两种通道	(129)
2.8.3	外资进入的两种方式:实体方式和工具方式	(129)
2.8.4	法律困境:外资的实体进入方式	(133)
2.8.5	市场风险:外资的工具进入方式	(136)
2.9	仲裁机构:证券纠纷非诉讼解决机制	(139)
2.9.1	后 WTO 时代证券纠纷非诉讼解决机制的重要性	(139)
2.9.2	合法性与适用范围	(141)
2.9.3	实施建议	(142)
3	政策建议	(144)
3.1	抓住 WTO 机遇,积极推进以投资者保护为核心目标 的监管体系与法律体系的改革	(144)
3.2	理顺立法与执法的“接口”	(144)
3.3	完善《公司法》	(150)
3.4	改善《证券法》的“生态环境”	(154)
	参考文献	(158)

关于本报告的研究进路

本报告着力克服了从“规则到规则”或“规则——应对”范式所固有的局限性,尝试以“主体——外生性规则约束——行为——利益冲突——法律困境——法律应对”为思维路线进行分析论证,在主体行为利益诉求的逻辑展开中,结合转轨背景和新兴市场这两个约束条件,探寻在 WTO 背景下中国证券市场的内生性规则需求,并在此基础上提出入世以后中国证券市场法律体系的相关完善的建议。

本报告所理解的“中国证券市场法制环境”是一个动态的范畴。它不仅包括证券市场的法律法规以及其他规范性文件(立法),还应当涵盖相关市场主体对它的遵循(守法)、证监会等政府部门对它的执行(执法)、法院对它的理解和运用(司法)、人大对其运作效果的监督和检查等多层面的立体性范畴。

在结构和方法上,本报告从宏观战略和微观主体行为两个层面展开论证,并采用案例分析、走访调查、问卷调查与统计分析等经验实证分析手段,结合法学和经济学两门学科的分析方法进行研究。为此,我们对深圳证券交易所和位于深圳市的几家上市公司、证券公司进行了走访调查,同时也对中国的一些上市公司和证券公司及基金管理公司进行了问卷调查,共向上述机构发放问卷 1200 份,回收 76 份。然后我们对所设计的每个选择项被选的频次占所有选项被选择的总频次的比例,做了描述性统计分析,最后在这些调查、统计研究基础上形成第三部分的政策建议。

1

宏观背景与战略： 后 WTO 时代的证券立法、监管理念的转型

1.1 遭遇 WTO:站在证券市场开放与 全球化的门槛上

1.1.1 法治中国:美国人眼中的“中国与 WTO”

重温以下这段历史,无疑将有助于深化我们对 WTO 的理解。1999 年 11 月 15 日,美国贸易谈判代表、律师出身的巴尔舍夫斯基女士在代表美国政府与中国政府签署具有里程碑意义的关于中国加入世界贸易组织(WTO)的双边协议之后,发表评论说:

“中美 WTO 协议将加强中国的法治,我想这是本协议最重要的方面。WTO 是一个建立在法规基础上的贸易体系,WTO 有关透明度、非歧视、公正、无行政干预等方面的基本原则绝对是一个现代经济体系所必须具备的。”^①

中美两国政府达成该协议后,美国总统克林顿于 2000 年 2 月在呼吁国会通过关于给予中国永久性正常贸易关系地位的一次演讲中,这样阐述中国加入 WTO 对美国的战略意义,他说:

“30 年来,每位总统,不论属于哪一个党派,都曾经为了这样一个中国的出现而不断努力:能够促进亚洲的稳定,而不是导致亚洲的动荡;对我们的产品和我们的企业敞开她的大门;允许人们接触各种思想和信息;在国内实行法治,同时遵守世界的法律原则。”^②

另外,包括肯尼斯·阿罗、萨缪尔逊、米尔顿·弗里德曼、罗伯特·卢卡斯等 14 位诺贝尔经济学奖获得者及 10 位前白宫经济顾问委员

^① 《环球时报》,2000 年 1 月 7 日。

^② 《参考消息》,2000 年 2 月 25 日。

会主席在内的 149 名美国著名经济学家于 2000 年 4 月发表联名信,表示坚决支持中国加入 WTO,他们强调:中国加入 WTO 不仅有利于美国经济的发展,而且有利于中国在 20 年前开始的以市场为导向的改革和开放得到持续发展;同时,这些经济学家又指出,加入 WTO 有利于中国的法治建设。^①

由此,我们可以发现,在美国政府和经济学家眼中,中国加入 WTO 对美国的意义并不仅仅限于对美国产品和企业所带来的商业利益,而更在于以此促进中国的法治,促使中国成为一个“遵守世界法律原则”的国家,这一点甚至被视作是中美入世协议的“最重要的方面”。在他们看来,只有开放、法治的中国才能担当起大国的责任,这才是他们支持中国加入 WTO 的更广泛的经济、安全和战略利益所在。

撇开美国企图借中国入世之机来推动其国家利益、推行其价值观的意识形态因素,上述美国政要及经济学家对我国加入 WTO 的评论也促使我们清醒地认识到:中国加入 WTO,不仅仅对我国经济领域产生巨大影响,而必将引发一场影响深远的法律变革。在这场法律变革中,关涉证券市场的规则转型正以前所未有的广度和深度推进着。

1.1.2 WTO:外生性规则约束

二十多年来,证券市场对中国的贡献绝不仅仅是投融资的制度创新,更大的意义在于,在千万次的重复交易中,它启蒙并强化着市场主体的产权意识、契约观念、诚信原则和自律操守,也教育着政府向与市场良性互动方向转轨,尽管步履艰难,但趋势已经不可逆转,而 WTO 规则的导入,将极大地加速这一进程。(参见专栏 1.1)

就证券市场法律制度而言,中国必须按照 WTO《服务贸易总协定》(GATS)和 1997 年 12 月达成的《全球金融服务协议》的要求,以及中国入世的承诺做出相应的调整(参见专栏 1.2)。

^① 《国际商报》,2000 年 4 月 28 日。

专栏 1.1

WTO:强有力的“宪法性”协定

WTO 作为主权国家之间正规的国际组织,为强化监督 WTO 体系中一系列实体条约群的有效执行奠定了组织基础;同时,乌拉圭回合达成的《建立 WTO 协定》清除了 GATT 的“祖父条款”,该《协定》附件 2《关于解决争端的规则和程序的谅解》明文规定了 WTO 争端解决机制的司法强制管辖权,附件 3《贸易政策评审机制》赋予 WTO 审核各成员国贸易政策和法律的权力,WTO 协定第 16 条更强调,各成员方都要保证使其国内法律、法规与法令均符合 WTO 所有文件规定的义务,为达成此项“保证效果”,WTO 许多协定均设有司法审查条款,如《服务贸易总协定》在第 6 条要求“每个成员应维持或尽快建立司法、仲裁、或行政法庭或程序”,就各成员在已做出具体承诺的服务部门中的行政决定,应当事人请求,提供司法审查的途径。

凡此种种都表明,WTO 体制为国际贸易行为制定了更强大、更清晰的法律结构。另外,还应强调指出,与原 GATT 体制迥然相异的是,WTO 法律制度和规则具有优先于各国国内法的“宪法性”地位。加入 WTO 的中国,不仅有义务遵守 WTO 的一系列法律规则,对现行法律、包括证券市场的法律体系进行清理,更重要的是,我们应当在符合 WTO 规则的基础上,推进“能动型法律变革”,并通过立法、执法和司法的协调和有效运作,改变立法过于粗放、执法司法协调成本过高的状况,以能动地防范和避免加入 WTO 给我国证券市场带来冲击和震荡。

专栏 1.2

中国证券市场的“WTO”

WTO 体系纷繁复杂, 关涉中国证券市场法律体系的规定, 主要体现为以下三方面:

一、市场准入。发挥了类似有形货物进口关税措施的功能, 是外国证券服务提供者进入他国市场的通行证。各成员国应以不低于其在减让表上已经同意提供的待遇, 给予其他成员国的服务提供者。我国承诺的市场准入主要体现为以下四方面:

(1) 外国证券机构可以(不通过中方中介)直接从事 B 股交易;

(2) 外国证券机构驻华代表处可以成为所有中国证券交易所的特别会员;

(3) 允许外国机构设立合营公司, 从事国内证券投资基金管理业务, 外资比例不超过 33%, 加入后 3 年内, 外资比例不超过 49%;

(4) 加入后 3 年内, 允许外国证券公司设立合营公司, 外资比例不超过 1/3。合营公司可以(不通过中方中介)从事 A 股的承销, B 股和 H 股、政府和公司债券的承销和交易, 以及发起设立基金。

二、国民待遇。GATS 第 17 条对“国民待遇”规定: “在列入承诺表的[服务]门类中, 在遵守其中所列条件与限定的条件下, 每个成员方给予任何其他成员方服务和服务提供人的待遇, 在影响服务提供的所有措施方面, 在优惠上不得低于它给予本国相同服务和服务提供人的待遇。”就 GATS 中的国民待遇而言, 欧共体的解释颇为精当: “国民待遇只是一个(GATS 要实现的)最终目标, 而不是起点。”也就是说, 处于“起点”状态的国民待遇是不完全的, 它必须以市场准入为基础。

三、最惠国待遇。GATS 第 2 条规定, 成员国有服务贸易

协定所规定的任何措施,以及给予其他任何第三国的服务和服务提供者的最有利待遇,必须同时无条件地以不低于前述待遇给予其他任何成员国的服务和服务提供者。简而言之,最惠国待遇是指:甲乙两方相约,任何一方若给予第三方更大优惠,此事本身就像打开机器开关一样,触动最惠国机制自动运转,把该优惠同样给予对方。

1.1.3 立法范式转换:从粗放式向精细化的嬗变

我国对证券市场开放做出了有限制的承诺,外资的深度介入也为期不远。在未来五年的过渡期内,市场各方、尤其是政府必须保有足够的危机管理意识:在欠发达的证券市场上,外资利用法律、政策的漏缺,“热钱”呼啸而来,“卷钱”随风而去,频繁诱发金融风险,金融危机的教训不断上演。在这一关键转型期内,中国证券市场的立法范式将面临一场艰难的嬗变,即从粗放式向精细化的回归。

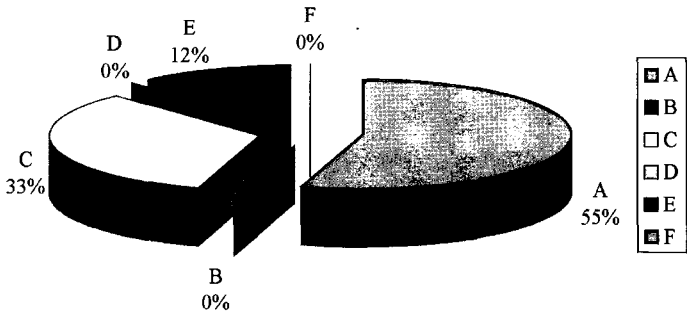
从理论上说,法律制度的设计必须有足够的精巧和细致,注重执法、司法部门的权责衔接,以确保法律预期功能的实现。但我国长期由政府主导着证券市场的制度供给,受历史和现实条件的制约,对公司、证券市场的功能和定位,一度出现犹疑和摇摆,导致法律制度供给极不连续(详见 1.4.1)。更重要的是,在公司和证券市场国有化和政治化的大背景下,行政权力的介入和协调也要求法律制度相对粗疏,以便为政府主导的后续性制度安排提供空间(详见专栏“法律的空白授权”)。而且,由于计划体制形成的企业隶属条块分割、市场多头管理的格局,执法部门的职能本身存在诸多衔接不够顺畅的问题(详见第二篇),这使得法律制度的精细设计几无可能,进而言之,由于单一的国有性质,市场主体对精细化的制度设计的追求也并不强烈。

在法律制度的精细化无法达致的情况下,我国要开放市场,通过直接投资和间接投资的方式引入外国资本,就要另行设计一套法律规则,以回应外资对我国法治环境的需求。这就形成了公司和资本市场法律的双轨制:即《外资企业法》与《公司法》并存、A 股与 B 股的

市场交易规则并存。这种立法范式明显带有权宜之计的痕迹。

在后 WTO 时代,可以预见的是,随着外资主体的进入,政府权力介入证券市场的逐渐消减,以立法精细化、执法职能衔接紧密、司法救济有效为特征的法律体系变迁,将持续推进。现在,资本市场要求立刻修改《证券法》的呼声,也正回应着这种可预见的趋势。

问题:《证券法》修改的必要性



选择项	比例
A. 应当立即进行	55 %
B. 有法或者无法都无所谓	0 %
C. 等一段时间后修改	33 %
D. 有证监会调控市场,无须修改《证券法》	0 %
E. 不清楚	12 %
F. 没有做任何选择	0 %

1.2 中国股市的历史方位:“转轨” 背景与“新兴市场”

中国虽然已经加入 WTO,一场证券市场的变法运动即将开始,但我们也应清醒地认识到,在短期内,由于转轨背景和新兴市场两个条件的制约,股市的中国特色不会很快消隐。我们在为应对 WTO 而进行制度结构改革时,需要对这两个约束条件和我们当前所处的历史方位有一个清醒的认识。

中国目前仍处于转轨期,而中国证券市场是产生和发展于这一时期特殊的政治结构和社会结构之中,也就被打上了转轨时期所固有的“规范虚无主义”的烙印。尽管中国股市的产生初期很大程度上应归功于民间制度创新行为(企业的筹资冲动),从这种意义上说,中国股市在初期的制度变迁具有诱致性制度变迁的特征。但是在1996年中央政府全面介入股市以后,股市的制度变迁模式就发生了重大变化,中央政府正式将股市列入国家中长期发展计划,并着力推动股市的发展。此时,中国股市制度变迁显示出强烈的政府主导下强制性制度变迁特征。中央政府首先赋予中国股市许多政治功能,例如:转移国有银行风险、减轻国家财政压力、为国有企业筹资、充实资本金并为国企解困,解决就业问题等。在这种政治定位下,就形成了一系列相互关联和互补的制度安排:国有股一股独大、股权双轨制、审批制(后改为核准制)、机构投资者的国有和准国有化、政策市等。由于中央政府确立以“筹资”而非以“投资回报”作为股市的初始定位,就必然要求以“赶超型发展”作为股市发展的主基调,具体表现为超常规推动国有企业上市、超常规地发展国有机构投资者,以活跃股市和吸引更多的外部投资者。

这种战略使中国的新兴股市充满了活力,也充满了各种获利机会。在获利机会的诱导下,各利益集团或个人也自发地参与到股市中去,并自发地进行各种制度创新,并在中央政府的政治秩序框架下形成了一个私人秩序演进的潜流。这些制度创新和私人秩序的演进,在转轨时期不确定和法律不健全的环境下,又表现出脆弱性和两面性,具体表现为“权钱交易”,圈内人合谋欺骗外部投资者,各种有组织犯罪等等。

这就造成了公共秩序和私人秩序的错位与断裂,具体表现为法律边缘化、公司治理失灵和政府管制失灵等现象。为了走出这个低效率制度均衡陷阱,制度结构的改革就成为必需。而中国加入WTO则提供了加快制度改革的契机,同时也规定了改革的时间表。

1.2.1 转轨时期中国证券市场制度供给的不连续性

20世纪90年代初,中国长期实行的计划经济体制开始向市场

经济体制转轨,作为市场主体基础的大量国有企业,要转换经营机制,建立现代企业制度,因而,和大多数发展中国家一样,在这个经济转轨的特定阶段,中国一直强调证券市场是一个融资市场,承担着国有企业改革的重任——先是为国企改革服务,后是为国企脱困服务。而这种目标的实现,主要是通过 1993 年颁布《公司法》来实现的。(参见专栏 1.3)

专栏 1.3 《公司法》的相关规定

《公司法》第 152 条规定,股份有限公司申请其股票上市必须满足的条件包括:公司股本总额不少于人民币五千万元;开业时间在三年以上,最近三年连续盈利等。同时还规定原国有企业依法改建而设立的,或者本法实施后新组建成立,其主要发起人为国有大中型企业的,可连续计算。通过这些上市门槛的规定,就基本上把非国有企业挡在了门外。因为受政治意识形态的影响,非国有企业在政策上得不到扶持,起步较晚,其发展规模和盈利记录,在 20 世纪 90 年代初尚达不到上述要求。

另外,由于政府在推进国企公司化方面知识和经验准备不够,出于担心国有资产流失的考虑,以行政意志取代了原属于公司内部合约安排。如在《公司法》中详细规定了股东会、董事会、经理的职权,以及股东会、董事会的召开条件,甚至哪些事项应由持股占多少比例的股东通过,《公司法》也作了一体规定。

《公司法》还就公司上市的条件、发行新股的标准等原可由交易所上市规则规定的事项,作出了详细的规定。这些都使证券市场的初始法律制度安排过于刚性。但由于绝大多数公司的国有性质,在这种法律制度安排上,公司自身的利益诉求并不强烈。

初始制度安排的时代局限性、不可避免的设计偏差给我国证券市场带来了许多先天缺陷,对市场制度供给也产生了深刻影响。在市场主体的国有化和单一化条件下,证券市场的政治化也就合乎逻

辑地产生了,而“政策市”反过来又大大加强了证券市场制度供给的不连续性。

但如果将证券市场放到我国融资制度这一更为广阔的背景下来进行考察,不过是“新瓶装旧酒”,由计划经济体制下的国有银行主导型融资,在向资本市场制度变迁过程中,转变为证券市场的直接融资,因为无论是证券市场还是国有银行,都是为国有企业提供融资服务。

另外,与西方不同的是,中国历史上一直有一个强大的政府,拥有着广泛的行政权力,其对证券市场干预的深度和广度以及所秉持的“政府父爱”主义哲学,使我国证券市场呈现出独特的东方文化风格。

在中国证券市场中,中央政府是主要的制度供给主体,与此同时,为推进法治国家的进程,中国政府参考和引进了成熟市场国家的大量法律制度。因此,中国证券市场实际上是一场以引进为基础的政府供给主导型的制度变迁,而这个变迁不是自然演化形成的。以此为背景,中国的证券市场法律体系中,一些规定由于“过于超前”而被“虚置”,另一些规定则因过于刚性而成为市场发展的障碍,还有一些规定,则因为行政决定固有的不稳定性,破坏了人们对市场规则的预期。(参见专栏 1.4)

专栏 1.4

《公司法》和《证券法》的相关规定

1993年《公司法》确立了“股东会——董事会——监事会”的公司治理架构,并明确赋予了监事会检查、监督等职权,但却无法改变监事会极度弱化、乃至沦为“橡皮图章”的境地,公司“内部控制”、贪污、腐化严重。为此,1999年修订《公司法》,规定“国有独资公司监事会主要由国务院或者国务院授权的机构、部门委派的人员组成,并有公司职工代表参加。”以此为背景,国家新成立了稽查特派员公署负责财务审计。后者是一个独立的机构,直接对国务院负责。通常一个稽查特派员配有5—6名助手,负责5—6家企业。经过稽查,稽查特派员需就企业管理的业绩作出评价,并就企业现职高层管理者的留职、升迁或辞退提出建议。

2002 年,作为一项完善公司治理的举措,独立董事制度被强制性地导入治理结构中。但有关的制度绩效还有待市场检验。

另外,前已述及,《公司法》就公司发行股票、债券以及公司发行新股的条件作出详细的规定,但几年之后这些规定都无法适应市场的变化。但因为修订法律程序繁琐,这些规定迟迟得不到修订,许多公司只好造假与这些标准“博弈”。

《证券法》在第四章就上市公司要约收购的程序和公告、披露作出详尽的规范,但由于我国上市公司中流通股在公司总股本中所占比例极低,通过要约收购不但成本极高,而且无法取得公司控制权。故而,实际大量发生的是,大股东通过协议的方式,将股权划转,由于《证券法》没有对协议收购的披露义务作出规定,在实践中引发了相当多的关联交易问题。

作为证券市场的组织者、发动者和建设者,中央政府对证券市场的管理、调控和培育是通过各种层次的制度供给来实现的。这些制度除了 1993 年颁布并于 1999 年修订的《公司法》、1998 年颁布的《证券法》外,还包括证券监管部门发布的 200 多项规范性文件以及其他相关法律制度(参见专栏 1.5)。

专栏 1.5 既有的证券市场法律体系

1993 年,《中华人民共和国宪法修正案》将原宪法第 15 条“国家在社会主义公有制基础上实行计划经济”修改为“国家实行社会主义市场经济”,为我国实行股份制奠定了宪法基础。党的十五大文件更进一步指出,“股份制是社会主义公有制的有效实现形式”。这为我国证券市场立法提供了党政支持。

1993 年 4 月,国务院发布了《股票发行与交易管理暂行条例》,明确在中国境内从事股票发行、交易及其相关活动,必须遵守该条例。同时,该条例还规定,国务院证券委员会是全国证券市场

的主管机构。在全国统一的证券法尚处于酝酿起草阶段,这部条例发挥了重要的作用。该条例的实施,为我国颁布统一的证券法提供了宝贵的市场经验。

1993年7月,全国人大常委会颁布了《中华人民共和国公司法》,对公司的组织形式、股票发行、上市等作出了详细的规定,发挥了证券市场主体组织规范的重要作用,特别是为国有企业的公司化转轨,提供了法制保障。时隔6年后,1999年该法第一次修订,对国有独资公司的监事会、高新技术的股份有限公司注册资本、公司发行新股、申请股票上市的条件等作出了新的规定。

1998年12月,全国人大常委会颁布了《中华人民共和国证券法》,对证券的发行和交易行为作出了规范,并明确对证券市场实行全国集中统一的监督管理。这部统一证券法的出台,标志着我国证券市场朝着法制化、规范化、市场化的长期目标又迈进了历史性的一大步。

而在此过程中,相关的刑事、民事法律也发挥着配套的作用。1997年全国人民代表大会对《中华人民共和国刑法》做出修订,对擅自发行证券、虚假陈述、内幕交易、操纵市场等构成犯罪的行为,作出了相应的处罚规定。而1991年颁布的《中华人民共和国民事诉讼法》、1996年修订的《中华人民共和国刑事诉讼法》,则对证券纠纷、违法犯罪行为的审理,提供了程序法上的依据。

由于证券市场复杂多变,多年来,证监会(或证券委)顺应时势,单独或与国务院其他部委联合发布了200多项监管证券市场的规范性文件,它们对促进我国证券市场的健康发展,发挥了不可替代的作用。

转轨时期的中国证券市场由于政治、社会利益甚至意识形态的约束,中央对证券市场缺乏总体长远设想,其所下属部门在证券市场上的利益诉求也不完全一致,这无疑更为证券市场制度供给的不连续性推波助澜。这种情况在证券法律和政策方面突出表现为:法律的颁布落后于时代发展,为政府在执法中提供后续性制度安排来弥

补立法留下空间。于是“立法行政,行政立法”的本末倒置现象长期存在(参见专栏 1.6)。但即使在此情况下,市场各方对法律制度、尤其是《证券法》在保障证券发行和交易的公平、公开和公正方面,仍保持着相当高的期望。(参见下表)

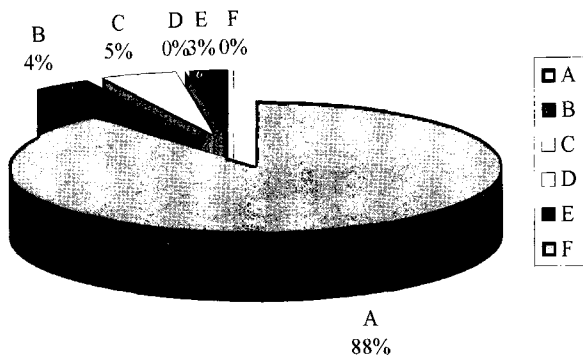
专栏 1.6 法律的空白“授权”

《证券法》第 2 条规定,在中国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法。本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。我国《证券法》以“国务院依法认定的其他证券”来包括股票、公司债券以外的证券品种(如投资基金凭证),表明了中央政府在开设证券品种上的犹疑,限制了证券主管机关以及证券交易所创新证券品种的空间。

另外,《证券法》在表述证券市场的主管部门时,通篇没有出现“中国证券监督管理委员会”字句,而代之以“国务院证券监督管理机构”,这就使得财政部、经贸委等国务院直属机构,都可以在监督管理证券市场方面表达自己的利益诉求。事实正是如此。如在国有股减持问题上,按市价向流通股股东减持,这种方案在很大意义上代表了财政部的意志。而在这方面,证监会更为倾向的态度是平稳发展证券市场。

《公司法》对独立董事未作规定。2001 年 9 月 11 日,证监会与经贸委联合发布《上市公司治理准则》,再次强调上市公司必须建立独立董事制度。这项制度的导入,能否如愿实现改善公司治理的初衷,或是因增加公司成本而带来相对多的负面效应,尚有待市场检验。

问题: 证券法最主要的作用



选择项	比例
A. 保障证券发行和交易的公平、公开、公正	88%
B. 保护中小投资者权益	4%
C. 促进直接融资的发展	5%
D. 限制和约束监管者权力	0%
E. 其他_____ (请根据自己的见解补充)	3%
F. 没有做任何选择	0%

在经济持续转轨的惯性作用下,这种制度供给的不连续性本来应该持续更长的一段时间。但在 WTO 的外部压力下,外资介入中国证券市场,对规则可预期性的利益诉求,将构成强有力的外生约束(如“国有股以市价减持”、“增发门槛的突然提高”等行政随意性行为将受到市场有力的质疑),中央政府对证券市场的制度供给方式必须做出相应的调整。

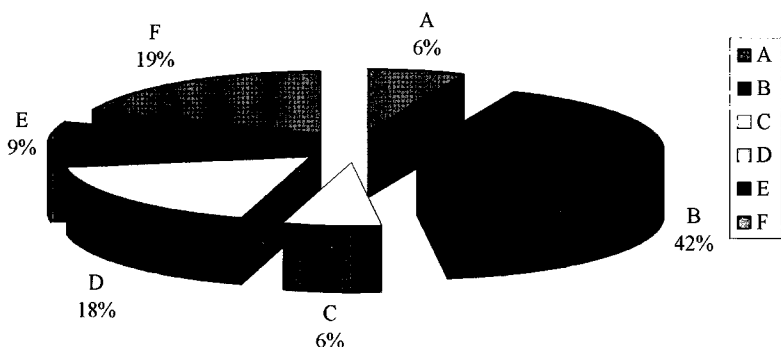
1.2.2 “股权双轨制”与国有企业本位和国有股权本位的中国股市

中国证券市场制度供给的不连续性也与中国整体的渐进改革战略有关,正像中国整体体制改革路径一样,股市的制度演进也体现出政府导向的渐进色彩。其中股权双轨制和赶超发展战略就是这种改革战略的制度遗产。改革伊始,中央政府在利用股票市场为国有企业改革服务时,并没有采取立即私有化的战略组建一个全流通的私

有产权明晰的公众公司,而是引入民间资本以多元化的方式使公权力与私人产权和平相处,以期携手共进,走向现代企业制度。公有股权和私有产权在政府部门和民间部门的分配和比例,被认为是中国股市性质的决定性因素。为保持国有资本的垄断地位,国家在政策上设计非流通股(包括国家股和国有法人股)、流通股即社会公众股的“股权双轨制”。

实证资料表明,中国股市发展至今仍是一个以国有企业和国有控股公司为主体,以国有股权垄断为基本特征的国有股市。据统计,截至 2002 年 1 月 31 日,深、沪两市 1,131 只股票中国有股的平均比重为 45%,更高的高达 89%。沪深交易所中只有 117 家上市公司和 130 家股票没有国有股痕迹,也就是说中国政府共持有 1,131 只股票中的 884 家,即 78% 以上。而美国在过去的五年中,其政府持股比例按股市市值计算最高只有 0.83%,日本更是保持在 0.30% 以下。中国股市的这种格局,既是既定权力结构下政府各部门如国有资产管理局、财政部、证监会、人民银行、税务局、地方政府、其他国有企业主管部门之间权力博弈的结果,也是特定宪法环境和意识形态环境约束下的产物。市场各方对此问题的回应,也显示了对转轨时期的资本市场相当程度的理解,一种较为普遍的看法是,证券发行应向大中型国企提供倾斜政策,最主要的理由是“促进国有企业经营机制的转换”。(参见下表)

问题:证券发行应向大中型国企提供倾斜政策的最主要理由



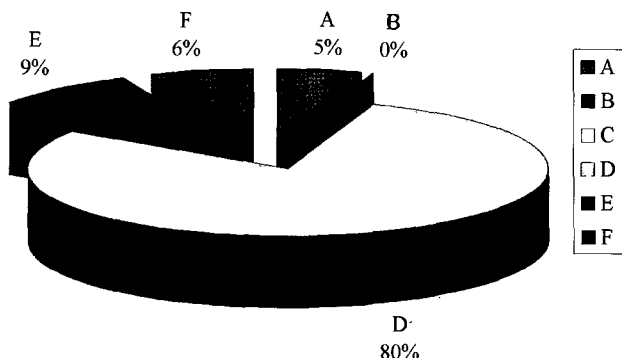
选择项	比例
A. 保护国有经济的主导地位, 保证国有资产的保值增值	6%
B. 促进国有企业经营机制的转换	42%
C. 保障税收, 保证充分就业	6%
D. 保持社会稳定	18%
E. 其他理由_____ (请根据自己的见解补充)	9%
F. 没有做任何选择	19%

为了保证国有股权的垄断地位和国有资产的保值增值, 1993年, 中央政府开始采取审批制(后改为核准制), 实行额度计划管理的办法来决定上市公司的筛选。配额由中央政府分配给地方政府和各部委, 然后再由它们分配给其管辖范围内的企业(主要是国有企业)。在发行配额确定之后, 由中国证监会审批“发行申请”, 实际上是证监会在审查另一些政府机关已经作出的行政决定, 其审批过程往往也是证监会、相关部委和地方政府权力较量的过程。地方政府和企业为争取上市额度或通过审批, 进行一系列公关活动。据调查, 每个企业用于发行的公关费用在 50—300 万元不等。这就意味着每年每发行 100 元股票约需公关费用 0.34—0.98 元(周业安, 1998)。在争取到“配额”以后, 就是上市过程中的黑箱操作过程——某些地方政府、一些承销商和其他某些中介服务机构会同拟上市公司的发起人一起为企业“化妆”^①。事实证明, 这些“包装”费用又势必转嫁给外部投资者。郑百文、银广夏、大庆联谊、麦科特等上市公司的欺诈案例都说明了这一点。发行市场的腐败导致股市资源配置功能扭曲, 大量劣质上市公司得以混迹于证券市场, 而这又进一步扭曲了二级市场上的投资行为, 成为中国股市风险之源。基于此, 市场对国有企业与非国有企业在证券发行的“公平性”方面, 保持着相当高的期

^① 在审批制下, 上市公司常得到地方主管当局和某位政府首长的鼎力相助。据报道, 一家纺织厂在上市前的资产评估时, 主管工业的副省长亲自坐镇, 指示会计师将一台旧机器的价值评估为新机器的价值。而有些券商则成为拟上市公司进行“包装”的总设计师。天华会计师事务所合伙人李俊宏曾讲过这样一个故事, 一证券公司的发行人员与他谈条件, 要求他将一个公司的每股利润由原来的两分钱做到两毛钱, 李不同意, 二人在咖啡厅里打了起来。参见文虎:《CPA 困局》, 载于《财经》2001 年总第 50 期。

望。(参见下表)

问题:证券发行不应向大中型国企提供倾斜政策最主要理由



选择项	比例
A. 国有企业的效益普遍比非国有企业差	5%
B. 国有企业能够提供的就业机会越来越少	0%
C. 国有企业交纳税收所占的比例越来越低	0%
D. 向国有企业提供倾斜政策,违反了证券法的公平原则	80%
E. 其他理由_____ (请根据自己的见解补充)	9%
F. 没有做任何选择	6%

审批制度与其他行业准入许可制度如:券商承销许可、经纪许可、发行申请“辅导”许可、会计和法律服务从业许可、基金管理公司从业许可、证券投资咨询从业许可、报刊杂志信息披露许可等一起形成一个有计划的资本市场制度,从而蕴藏了很大的“寻租空间”。中国证券市场上行政权力的过度介入是与 WTO 精神背道而驰的。

1.2.3 作为新兴市场的赶超战略与股市的“公有化”

为了改变中国股市二级市场上散户过多,而机构投资者比例过小所导致的投机气氛浓厚、市盈率过高等现实,监管层采取的是超常规发展机构投资者的战略,同时给一些机构投资者在一级市场认购新股的特权(如新基金)。在这种政策下,机构投资者规模迅速扩大,

现形成券商、基金、三类企业、保险公司、金融租赁公司和财务公司以及仍处于地下状态的各类资产管理公司或投资公司等相互竞争的格局。

应该说监管层的超常规发展机构投资者的战略对于活跃市场、推动资本市场深化功绩卓著。但是由于制度建设以及股市的健康投资理念和文化未到位,目前仍累积一些深层次矛盾,有些机构投资者或在特许权庇护下大肆进行违规操作和内幕交易行为,或在法律的边缘打“擦边球”,从事“灰色交易”,获取大量制度缺位“租金”。尤其值得关注的是,这些机构投资者多为国有性质或准国有性质,其代理人赌博的“道德风险”更为浓重,他们在政策特许权制度环境下寻求“政策租金最大化”,而政府信用则被这些国有机构投资者“抵押”给了股市,这进一步加重政府对股市的“隐含担保”,使中国股市的制度风险一步步放大。在后 WTO 时代,这种风险在外资的冲击下将很有可能转化为政府风险甚至国家风险。

1.2.4 二级市场的网状结构——“地下庄网”

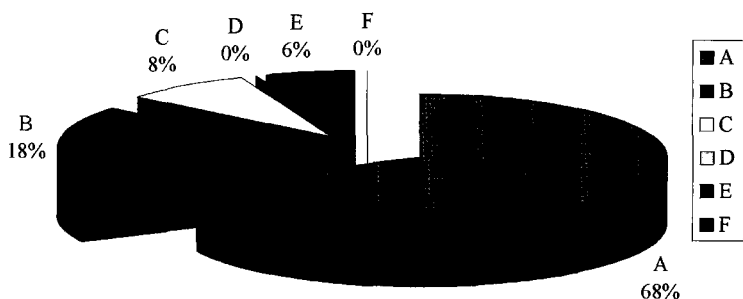
一般来说,证券市场的交易属于竞争比较充分的利用现代科技手段进行的“匿名交易”,而不是面对面的身份交易,应该是较公平的。但是中国的现实是由于流通股盘子小,一些机构投资者或上市公司内部人往往能够通过市场背后的关系网络相互勾结,来掠夺外部投资者的财富。

“庄股时代”^① 被一些业界人士用来描述中国现阶段股市的最

^① 据文锋对深圳证交所巨潮互联资讯网提供的 2000 年 8 月在深交所上市的 500 家上市公司流通股的每笔成交额的统计分析,发现每笔成交金额在 10 万元以上的占总成交额的比重在 10% 以下的个股为 315 家,占上市公司总数的 63%;10%—20% 的为 83 家,占上市公司总数的 16.60%;20% 以上的为 102 家,占上市公司总数的 20.40%。其中每笔成交额在 10 万元以上的占总成交额的比重在 30% 以上的个股为 46 家。其中超级强庄股泰山石油最高涨幅达到 382.13%,超级强庄小盘股海螺型材的最高涨幅达到 212.72%。在一般情况下,一只个股大手成交额越频繁,庄家活动越明显。从上述统计分析结果来看,中国证券市场在某种程度上来说已演变为庄股市场,尤其是 1999 年以后,此特征更为显明。参见文锋:《一部庄家史,多少散户泪》,载于《你看庄家黑不黑》,远方出版社 2000 年版。

典型特征。在过去 10 多年的发展中,中国证券市场已形成了一系列庄家群落,而且其中一些庄家已经通过其在业界的拓展,与上市公司或其他机构投资者之间形成一系列关系紧密的投资控股集团。不可否认一些庄家属于价值发现型“善庄”;但也不可否认一些庄家通过密密匝匝的关系,网络各种关联交易以操纵股价,具体表现为券商通过其下设的营业部、基金管理公司通过其旗下的基金、控股集团或一些地下准私募基金则通过其控股或参股的关联企业进行频繁的关联交易。这些关联交易往往又有上市公司内幕消息配合,或借助媒体的宣传攻势,或利用重组造势来操纵股价。虚假陈述、内幕交易、操纵市场等活动猖獗,构成了监管者和广大中小投资者共同的切肤之痛。(参见下表)

问题:证券交易中最主要的问题



选择项	比例
A. 虚假陈述、内幕交易、操纵市场等活动猖獗	68%
B. 证券交易品种过于单一	18%
C. 融资渠道不畅	8%
D. 交易系统的技术故障	0%
E. 其他问题 (请根据自己的见解补充)	6%
F. 没有做任何选择	0%

2000 年《财经》杂志揭露了“基金黑幕”,即公募基金在二级市场上的“对倒”、“倒仓”等行为,由于基金管理公司和发起人(一般为信托公司或证券公司)关系过于密切,熟人关系网络使基金发起人、托

管人与基金公司经营者之间很难形成一种相互制衡的关系。

由于目前条件下市场健康运行赖以存在的私人产权基础以及合同履约机制的不健全,股东私人产权和国有股的国有产权在股市为国企服务的政治目标下,仍不能得到同等地位的保护,立法机构、司法机关也没有能力对广泛存在于证券市场中的各种“关系”合同作出有效反应,已有的法律也就难以成为“行动”中的规则,市场机制则在行政权力和关系网络的夹缝中被扭曲了。

加入 WTO 给中国法制建设带来了第五次革命,它对政府行为的可预期性、透明度要求、对行政法规的司法审查机制等一系列外生性变量的引入,势必将强烈地改变着转轨时期的证券市场法律制度环境,从而矫正扭曲的市场机制。

1.3 技术挑战制度:信息时代的 证券监管理念转型

与 WTO 背景相伴随的是信息社会的来临。证券市场是信息化程度非常高的市场,从证券载体、发行方式、交易方式、并购方式、公司财务披露方式等各个方面都已信息化了。政府管理方式本身也正在朝电子化、信息化方向改变。信息社会的来临改变了证券立法与执法环境,并对传统政府“监管”方式也提出了新课题,后 WTO 时代的公司法与证券法及执法理念应适应这个潮流。

1.3.1 《证券法》执法监督应适应信息化社会的发展趋势

《证券法》在信息化社会发展过程中的执法应适应新环境。信息环境有下列一些特点:

其一,证券纸制载体已经被电子数据载体替代,证券数据化使其传播的范围更加广泛,传播速度更加迅速,这样,原来法律管辖范围在今天的电子网络环境下,就变得不再适应了。

其二,在纸制证券交易环境下,中介机构是必要环节,在信息环境下,中介机构变成不必要的环节,因为它的成本高,非中介化交易程序可降低成本。非中介化交易操作如果与手机连接使用,将成为

在移动中完成交易的更简便方式。原来美国传统的证券法律设计的思路是监督中介机构和上市公司间接监督证券交易的,因为只有通过中介人,监管机构才可能在纸制证券基础上“看到”交易。最终的投资者(买者或卖者)是难以找到的。如果纸制的交易被电子数据化,买卖双方直接“下单”,监管机构可以直接“看到”最终的投资者时,原来的监督机制将不得不改变,否则就会出现“有法而无用”的局面。现在已经出现了这样的尴尬局面:一方面现实中需要的法律条文严重缺乏,另一方面已经制订的法律条文不适用实际情况。

其三,当中介机构在交易过程中在技术上和理论上都不再需要时,投资者实现了直接下单的交易。此时的投资者们就像在自动售货机上购买饮料或食品:投入货币或刷卡,然后就自己选择要买的饮料或食品,然后再按下“确认”键钮,被选中的商品就自动落下来了。当然,传统券商在承销和价格发现机制等方面,仍然保持着相当重要的作用。

其四,由于非中介化在技术和理念上都可行,证券行业的权威就不再像原来那样占有“统治”地位了。在网络上的任何人,都可以很容易地挑战原来的权威。从“国有股减持方案”争论过程中就可以看出这种情况:更加合理与聪明的方案,并非来自于经济权威,而是来自于名不见经传的操作者或富有实践经验的年轻人。

其五,网络技术不但使原来的经济权威地位受到挑战,而且,政府政策出台后,来自网络上的参与者用“匿名化”和“电子化”文本表达的意见多数是批评性的或反对的声音。原来在纸制证券的环境下通过媒体来传播的反对意见,现在市场参与者可以直接通过网络来表达,由于可以采用隐名表达,其理性与非理性、感性与非感性、逻辑与非逻辑、经验与非经验、体验与非体验混合在一起,在网络上如同洪水涌现到监督者的面前,翻江倒海,历史罕见,其冲击力和影响力之大,是从来未曾估计到的。

其六,由于网络信息真实性受到很大程度的挑战,人们逐渐习惯了对网络上的信息半信半疑。由于时间与空间在网络信息时代的改变,原来传统媒体的真实性或真理性地位,也受到媒体信息“垃圾化”、“非主流化”和“另类化”的挑战:真理与谬误的界限正在变得模

糊,信息的真实性与虚假性的边界也不容易划定。政府如果希望像控制纸制媒体上的信息那样,来控制网络媒体电子化信息,越来越不容易,或者说根本就不可能了。在媒体信息已经到了对社会大众选择性、对投资者的行为有导向作用、甚至对上市公司有负面“杀伤”作用的时候,司法机关对网络媒体依然采取原来的证据形式,就显得风马牛不相及了。

其七,借助于信息化平台,中小投资者也可能获得比在纸制环境下更大的力量。由于交易的直接化和低成本化,中小投资者的作用比以往扩大了许多。以往中小投资者处于弱势地位的原因是因为他们的行动是分散的、单位投资规模是细小的,所以法律保护他们。现在,通过网络技术,他们可以“联合”起来,变成“共同选择”和“一致行动”了,他们成为整体化的市场中带有某种“自杀性”的“人质”了。如果政府对市场的法律与政策在他们看来不是利好信息,他们就会集体出走,大盘下浮,市场下跌。直到政府与他们在网络上进行“谈判”或交换意见(征求意见稿)。中小投资者不需要自己来陈述,有市场上最有经验的实践高手来为其表达。目前,由于待遇等方面的吸引力,大学毕业生中的精英多数在金融界,特别在证券界工作,少数在政府和大学服务。

市场监督制度与程序的设计,从计算机自动监控的角度来看,应该考虑以下若干特点:一是公示监督程序;二是计算机自动采集原始信息,保持完整记录;三是设定自动监督报警界线;四是事后快速调查机制;五是司法处罚与赔偿。

证券法的信息化执法,可以借鉴交通规则执法转型的经验。在信息时代以前,我国大城市的交通管理由于没有计算机数字压缩记录设备和录像设备,执行交通规则主要依靠警察。警察站在交通路口处,指挥交通和纠正违反交通规则的情况,并依法开罚单。这样执法的优点在于,具有较大的灵活性,例如在车辆出现意外故障的时候,能够及时疏导交通。在那个时代,交通警察的作用是监管交通,既是监督,又要管理。而且,这种监管是事前监管,以警察在现场预防违章情况发生为主。预防作用还在于警察站在那里,对于司机依法行驶有一定的威慑作用。然而,这种做法也有一定的负面作用,例

如随着交通道路的发达,需要越来越多的交通干警出勤。人们越来越依赖“真人警察”的出现。当警察不在岗位的时候,有些司机就会有闯红灯、违章掉头、违章并线、开车打手机、逆行或任意停车等违章行为。

现在采用了计算机和录像机,如同有了“电子警察”。现在路口不用站真人警察,只需安装电子摄像机自动监控。如果有闯红灯的车辆,摄像机就会自动将违章车辆录像,交通警察根据录像向违章车辆的单位邮寄罚单。违章司机自己到警察指定的代收罚款的银行交罚款。

计算机压缩与储存技术和摄像机的使用,使得原来警察执法特点发生了变化:其一,真人警察不在现场,只有“电子警察”(摄像机)在现场;其二,“电子警察”对违章车辆“监而不管”;其三,定期检查录像,对违章车辆进行“事后调查”;其四,只要有车辆违章的原始记录,就有罚款的结果;其五,对于执法中产生的争议,由司法程序来处理。

这种“电子警察”的信息化执法制度设计,最大的效果是对汽车司机守法的预期程度提高。当违章罚款数额越高,司机守法的预期就越高。信息化监督执法的另一制度效果就是,绝大多数司机的守法预期更加长久,追求长远的预期目标:“零”违章记录。当守法者追求长远的预期目标时,执法环境便从根本上得到改善。

1.3.2 证券发行的信息化监督

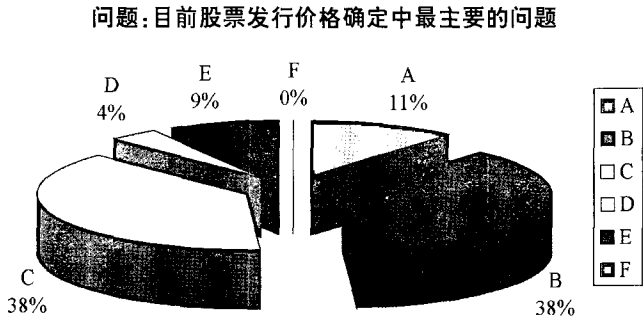
我国目前对证券发行所采取的核准制与过去采取的审批制,都属于信息化社会以前的制度设计。采用审批制的部分原因在于没有足够的信息数据库进行比较和监督。

虽然核准制与审批制相比有所改进,但还存在一些不足:

其一,公示监督程序不完整。例如,凯立公司状告中国证监会案,就说明了申请与审查程序设计中存在缺陷;

其二,没有使用计算机自动采集原始信息,而是依靠上市公司提供纸面信息。这些信息与行业数据库信息没有比较,所以,这些信息可能存在记录不完整或缺乏可比性等问题,故而对于募集资金所投向的市场前景预测不准, IPO 价格偏高,造成资金的闲置浪费。(参

见下表)



选择项	比例
A. 政府干预	11 %
B. 再融资渠道不畅导致首次发行掠夺性定价	38 %
C. 公司资产评估不实,募集资金投向的市场前景预测不准	38 %
D. 承销商为追求高额佣金回报盲目高溢价发行	4 %
E. 其他问题_____ (请根据自己的见解补充)	9 %
F. 没有做任何选择	0 %

其三,没有设定明确的监督报警线。中国证监会“发审委”中的部分成员存在主观上的自由裁量权,或存在行业选择偏好,对自己熟悉的行业审查得仔细,对自己不熟悉的行业审查得不细;

其四,事前调查。第一次审核不被通过,可以第二次审核,经过两次审核通过后,如果再出现问题,对包括“发审委”在内的审批机构就难以说清有无责任(如“蓝田股份”就是经过两次发审会通过的);

其五,行政审批、专家审核以及事前监督均与司法不衔接。司法以行政处罚为前提,行政处罚又以违反法律为前提,认定违法的责任不在司法机关,而在行政部门。最终裁决是否违法的权利又在司法部门。这种循环化的制度设计在遇到具体问题时,就表现出“有法无用”或“有法等于无法”的现象。

相比之下,美国与欧洲的许多市场经济国家采取证券发行的注册制,就更加符合信息化要求。虽然注册制也有专家聆讯的程序和投票的程序,它本身带有的自律模式使得证券发行工作趋于符合市

场发展的长远预期。

我国的证券市场虽然发展的历史比较短,短也有短的好处,因为我们没有历史包袱,可以采用最新的设计思路,适应信息化社会的要求。在此情形下,可以考虑采取以下思路:

将各个行业的市场数据建立专门数据库,并保持数据库的随时更新。专家根据数据库提供的行业信息对申请上市的数据进行比较,作出基本的数据判断。如果两者都是电子表格的,可以实现计算机数据的自动判断。这些数据库随着时间的延续,将积累越来越多的数据,形成基本能够描绘市场现状的数据信息系统,属于某一行业中的企业将被其提供的数据信息在系统中定位,如同“GPS 地理定位系统”确定地理位置那样,确定企业市场空间的定位。

举例来说,证监会建立了铝电市场的数据库,通过铝电行业协会就可以将国内和国际上这个行业的数据做成数据库。在数据库中可以对国际与国内市场中的企业进行市场定位,从规模上分出大、中、小,从经营水平上分出高、中、低,从盈利水平方面分出上、中、下。如果新的公司申请上市的话,将按照电子表格提供的数据提交到中国证监会后,企业的数据就可以同数据库里的数据自动进行比较,经过比较就可以看出申请企业所处的市场位置。中国证监会已经对上市企业有了不分行业的一般性规定,如果具体到铝电行业的具体规定,就可以从数据库评价中获得行业评价。

我国证券发行采取核准制,在“发审委”中引入了专家,体现了相当的市场性。但专家经验也有一定的局限性,例如,知识的更新问题、专家的个人偏好问题、专家的人际关系问题、专家的道德风险问题等。这些专家制度内部的问题,难以用法律方法解决,特别不容易在事后纠正,也不容易让专家承担过重的责任。在这样的情况下,采用数据库支持就可以从技术上避免上述问题。

行业数据库可以作成一种专家系统,用来支持真人专家发审判断。真人专家们的发审判断需要客观化、行业化、完整化、技术化、市场化,也需要与时俱进。过去我们只依赖真人专家,现在辅之以行业数据库形成的“专家系统”,不但提供了专业知识,更提供了全面的专家意见。

证券市场发展也将分出层次,处于一定市场位置的企业,归属一定层次的证券市场,如“主板市场”,其他企业根据自己的市场定位分别属于“二板市场”和“三板市场”。将来的上市公司申请到哪个市场上市,需要的数据库支持也是不同的。更应该引起注意的情况是,在香港,当香港交易所自身也成为上市公司时,香港的证监会如果没有一个强大的信息数据库,对包括交易所在内的所有上市公司的监督,就会十分困难。我国还没有将这个问题提到议事日程。但是,行业数据库不是一日能建立起来的,需要通过各个行业协会的数据积累。“专家系统”设计到成熟应用也需要时间。所以,我国从现在起就要开始着手做这项工作。古谚云“凡事,预则立,不预则废”。

公司上市后,行业数据库与上市公司的交易数据库链接起来。计算机数据库系统根据上市企业持续信息披露的数据,季报、中报和年报中披露的数据,不断更新数据库中的信息记录,不断与市场行业信息数据进行比较,得出即时的信息判断;另一方面,也可以在数据库中设定报警界限,当上市公司的信息接近报警界线时,计算机就会给予特别的关注。

1.3.3 证券交易的信息化监督

如果说中国证券交易过程中,有一点已经超越美国华尔街今天的水平的话,那就是计算机对交易市场的实时监控系统。直到今天美国华尔街还做不到这一点,因为美国华尔街证券交易有许多中介环节。保持庞大的交易中介系统是美国证券交易安全的一项特殊设计。例如,在美国,一个股票的购买人要买股票的话,首先要找经纪人,经纪人再将委托报给市场内的交易人员。该交易员自己还不能做,他还要再找做市商、专业证券经纪人。经过三个或更多的中介人,才能完成股票买入交易。同样,卖出股票也要经过三个或更多的中介人,才能卖出股票。

如前所述,在华尔街交易系统中只能看到出场的经纪人和专业经纪人的交易记录,看不到真正股票买或卖的委托人是谁。如果股票交易出现了违反法律的行为,美国证监会要调查就非常不容易。而且,这些委托的记录不一定是数据化的,有些甚至还是纸面或电话

委托的,所以收集证据也非常困难。从美国证券市场调查违法行为的时间较长这一点,就可以看出收集证据的难度。而在较长的时间内,违法证据有可能被销毁。在安然公司案件中就发生销毁证据的情况。

在我国,上海与深圳两个交易所的信息化水平不但不比美国低,反而比美国还要发达。在上海和深圳两个市场上,实现了证券交易的交易信息的实时数据监控。沪深两个交易所的实时监控,是指计算机对所有交易接受的每一笔交易情况都有记录并保存。

两个交易所的监督人员根据每日或每一段时间交易市场行情,调整设定监控报警的界限。如果某一具体交易出现超过报警界限的情况,计算机就会自动报警。红色的报警信号提醒监督人员关注具体某一笔或某几笔交易。在监督人员关注这些股票交易一段时间后,可以判断这些交易是属于故意超越界限的交易,还是无意超越界限的行为。

对于故意违法的交易行为,交易所一线监管人员要进行事后调查,并将调查结果,包括具体证据情况、建议处理方法等报告中国证监会稽查部门,中国证监会进一步研究后决定移交司法机关,转为法院立案后的司法调查。在我国的证券交易环节,已经实现了监督的信息化。接下来的问题就是如何处罚及法院诉讼环节了。

我国目前的市场信息监控系统已经超越了“券商”阶段或“中介化”阶段,进入了非中介化的数据库自动监控阶段。这方面已经表现出我国在交易系统方面的电子化发展,实现了跨越式发展,赶到了美国华尔街的前面。

1.3.4 上市公司要约兼并中的信息化监督

上市公司在证券市场中的并购,在信息化社会不仅仅是资金数量与股票价格的博弈,还表现为众多的、分散的投资者对收购信息的自主选择。收购的信息披露得越充分、越完整、越准确,市场上的大众投资者所做的信息反应也就越符合他们的预期。

在中国证监会公布《上市公司收购管理条例》前,国有法人股的协议收购个案中,几乎所有收购只向证监会披露有关信息,中国证监

会批准后,二级市场上就会有被收购的上市公司股价的波动,其中伴随而来的内幕交易成为市场上的大众投资者心理永久的猜疑。由于信息没有被充分提供给市场,市场上的投资者也就不得不作出扭曲的反应。

由于信息不充分,政府监督部门的信息也不充分,所以,政府长期以来也不敢贸然放开要约收购除现金和现货以外的渠道。直到最近公布的《上市公司收购管理条例》,换股等更多的要约收购渠道才打开。政府在其中的角色也发生了不小的变化:从直接管理要约收购,转变为信息披露的监督者。

一度引发广泛争议的郑百文公司重组案件,与其说是司法判决解决了最后的问题,不如说是信息技术帮了收购者的大忙。这个案件从媒体披露的第一时刻起,网络上的跟踪与大众化的讨论就没有停止过。大众象观看电视连续剧一样时刻观看“剧情”的发展:政府、市场、公司、法院、股民都成为这出“电视连续剧”中的角色。大众一边观看,一边随时作出评论。如果没有网络技术的支持,如果没有今天信息社会的背景,很难想象郑百文重组能够在政府不支持、市场、同行中反对的声音不断、股民中也不乏反对意见的情况下做成,这应该是史无前例的。

信息社会来了,它带给我们的是一套全新的理念,改变了原来的生活与工作方式,改变了人与人交流的方式,也改变了证券交易的方式。后 WTO 时代的立法与司法应该适应信息社会的要求。(参见专栏 1.7)

专栏 1.7 美国大公司信息化危机

全世界媒体都在报道美国最大的一些公司财务做假账的丑闻。就已经看到的报道来分析,做假账的公司可分为两类:一是新兴起的大公司,如安然公司;另一类是历史长久的老牌大公司。前者出现假账问题,并不令人感到十分突然。因为这些后来兴起

的大公司增长得实在太快了。要保持这样快的增长速度,一定要采用最先进的科技手段,还要采用最先进的金融工具才能实现。同时,风险也就在其中了。采用最先进的科技,投资非常高,成本非常大(从报道中没有看到安然公司采用高科技的具体情况)。主要是采用最先进的金融工具,特别是虚拟性的衍生金融工具。在这种情况下,一旦资金链中的利润增加速度下降,资金链就会断裂,后果不堪设想。安然公司就属于这类大公司。

后者出现假账问题,就让人难以理解了。因为这些历史悠久的老牌大公司,在漫长的发展过程中,已经知道创造现金利润是多么的不容易。他们在其他上市公司高速发展的神话压力下,好像也失去了稳重和灵魂,铤而走险了。美国华尔街出问题的两类公司,我认为,还与另外一个情况有关,这个情况就是数字化、信息化交易带来的问题。在时间、空间、规模、系统风险性和衍生产品交易契约的复杂程度方面,数字化与信息化交易都比以往非信息化有本质上的不同。

上述这些公司能够制造如此大的利润的时间,都是发生在交易信息化技术革命之后。在此之前,华尔街很少听说这种情况。同样,在这场危机中,一些著名的老牌大会计师事务所和大投资银行也在不同程度上参与了。这些也都与数字化与信息化有关。由于法律都是在 10 年前、或 5 年前制定的,而金融信息化高速发展是在最近几年内的事情,所以,其中可能有法律规定方面的漏洞或“灰色区域”,现在司法审查认定在程序上的为干预司法性的违法。例如,销毁财务资料。还没有一家公司承认违法,只是它们愿意缴罚款,愿意进入司法程序审查或申请进入破产程序重整。司法结果最终只对这些公司的高级管理人员不利,他们被市场抛弃,但是,对于大公司而言,经过重新组合后,换个牌子重新托生。

我们的看法是,应该将华尔街的这场危机定义为“美国上市公司财务信息化危机”,更具体地说是,“公司高级管理人员财务信息化的公信力危机”。故此,治理这种危机也同样要注重采用信息化的方案。美国政府处理这场危机采取了法律手段,通过了新的财

务方面的法律,加重了对做假账的高级管理人员的刑罚。同时,政府首脑多次在媒体上表示了情感上的愤怒和道义上的谴责。但是,这些处理手段依然是信息化时代以前的传统手段,对于在信息化条件下制造假账的行为并不能从根本上治理。美国政府对于这场财务信任危机的处理方法,对我国来说,也有正负两方面经验与教训。正面的经验是,美国政府仍然坚持事后监督,在信息社会中,这种监督是符合信息化财务发展规律的。负面的教训是,仍然缺乏第一手具体交易过程的信息化记录,这对事后调查、寻找证据不利,因而最终在法律上对问题的定性增加难度,增大了诉讼成本。

1.4 应对 WTO:制度建设与风险防范的若干理念

1.4.1 后 WTO 时代的证券市场利益格局:新的经济关系诱致新的法律关系

中国入世以后,会出现一些新的市场主体和新的经济利益关系,这些新的主体和新的利益关系需要新的法律来调整。

由入世所引起的中国证券市场利益格局最为重要的变化主要体现在两个方面:其一是外资主体的出现,围绕外资主体而发生的交易行为和竞争格局变化对新规则的潜在需求。这种需求决定了政府在短期意义上的制度供给;其二是 WTO 对政府行政行为的要求,它会改变政府行政行为的方式,并可能引致宪法和行政法层面的变革,从而导致市场运作空间的扩张,以及证券市场上民间力量的崛起和自律组织等中间层力量(第三部门)的日益强大。这种国家、地区和民间社会之间、政府、市场及第三部门之间力量对比的变化也将会导致一个新的法律框架的出现。

总的来说,入世以后证券市场将会渐进开放。这种开放将至少包含两层含义:其一为对外(资)开放;其二为对内(资)开放。两种开放都是消除意识形态偏见和资本市场上民营公司的进入壁垒,给国内的民营企业与国有企业相平等的上市融资的机会。可以预见由两

层开放所引致的新利益格局的形成。

1. 外资主体的进入。合资券商和合资基金将浮出水面,并与中资证券经营机构争夺市场份额,中国监管层需要考虑在股市稳定前提下规制这些市场主体的行为。在上市公司方面,将会出现一股外资并购中国上市公司的热潮。而中国企业在境外上市、外资企业和合资企业在中国上市,也会改变国内上市公司的资本结构。这些市场主体及交易行为将会对现有的外资类法律法规和《公司法》形成冲击。

2. 市场竞争的加剧将使上市公司退市和券商之间的并购行为更为频繁地发生,建立退市之后的善后处理机制提上日程。在上市公司方面,退市所引发的资本市场的层次化发展趋势将不可逆转,场外交易日趋频繁。对于券商来说,市场竞争会加剧券商并购行为,混业经营再次成为业界呼声。

3. 证券纠纷解决渠道分流。在后 WTO 时代,随着证券市场主体多元化和各主体权利意识的觉醒,各种类型的证券纠纷将会越来越多,如果这些纠纷都流向法院,法院将可能难以承受这种压力,探索证券纠纷的非诉讼解决机制将成为必需。

4. 证券市场生态化。中国证券市场规模化、信息化、主体多元化的趋势,将在后 WTO 时代越来越显明,信息交流加快和市场竞争的加剧,使各个市场主体之间的相互制衡、相互依赖程度加强,国有主体独霸天下的局面将得到改观。但是也必须承认的一个现实是,目前的中国证券市场上强势群体仍过于强大,要维持生态平衡,仍需政府、立法、司法和市场对弱势群体(主要指中小投资者)予以保护,以使得弱势群体能够“与强共舞”,而强势群体可以与弱势群体“和平相处”。否则,如果“小物种”得不到有效保护,其“生态灭绝”也会导致“大物种”因失去“游戏玩伴”而孤独致死。

5. 《公司法》和《证券法》执法环节会出现部门间利益冲突,这也是造成法律边缘化的重要原因。在后 WTO 时代,这种利益冲突将会随着证券纠纷的增多而加剧,部门之间的“接口”问题将成为证券执法的瓶颈环节。这就要求这些部门的权力在宪法或国家组织法层面上重新分割,必要时,全国人大应适时介入以平衡各部门之间的利益。

立法和执法机关应对以上即将出现的新的利益格局和利益冲突

有充分认识,并在此基础上作好充分立法准备。在立法趋势上,适应国际化潮流和以上新的利益格局,立法的系统化、立体化、层次化、配套化以及立法程序的透明化和民主化都将提上日程。

1.4.2 市场主体多元化制度生态平衡理念:危机管理中的应对策略

WTO 对中国的最大挑战实质上是对政府的挑战。中国政府要在特定的时间表中按承诺履行法律义务,并改革自身的传统行政方法。在后 WTO 时代,以政府行政权力作为单一监管主体,势必会越来越不适应股市日益规模化、复杂化和信息化的现实。

证券市场的规模化和信息化使其本身就成为一种相对独立的生态系统,但在过度管制的制度环境下,中国证券市场的生态环境遭到破坏,民间力量和中间层力量过于弱小(表现在媒体和协会的独立性与自律性较差),很难与那些证券市场上的国有既得利益集团相抗衡,因此一些本应通过声誉机制来加强自律的市场参与主体反而丧失了博弈空间,导致其自律精神以及它对其他主体的制衡功能的丧失,市场专业人士也无法以其独立的专业化职业操守为证券市场的发展提供优质服务。

在国有股市和政府过度管制的背景下,各市场主体之间通过政府或其代理人这个通道联结起来的关联关系异常错综复杂,形成一种特殊的“网状结构”。在这种结构下,一些市场主体之间存在过多的利益一致性,并形成一种“特殊主义”的信任机制,使得股市中各个“内部人”很容易处于一种“勾结状态”,以共同掠夺外部投资者并与监管者博弈。

这种掠夺势必会破坏证券市场本身的生态平衡。生态平衡有其客观发展逻辑:没有平衡就没有公正,没有公正就没有信任,没有信任就没有参与。在后 WTO 时代,市场失去生态平衡的一个最坏的结果就是大量民间资本的外逃,甚至还会导致外部投资者的生态灭绝。因此,中国在加入 WTO 以后的过渡期内,应给市场中介、交易所及行业协会、专业媒体等自律组织以生长空间,让各个主体之间保持平衡。证监会维持平衡的机制可以是:重点监控市场中介资格和

交易所安全程序,而让中介和交易所、媒体来监控数目众多的上市公司,司法机关保护媒体对公众公司发表评论的自由,证监会则致力于制度建设和公正执法。

在后 WTO 时代,中国目前的监管框架所面临的^①最大风险还在于政府承担了过多的金融风险,这些风险在西方国家,不是由政府在第一线承担的。而国内各个民间主体则处于一种过度依赖和消极抗争状态。由于政府作为所有者和监管政策制定者的双重身份,将很有可能会被外国游资尤其是对冲基金所利用。他们可以利用政府的政策制度的漏洞而投机套利,从而有可能造成很大的金融风险,甚至全国系统性金融风险,亚洲金融危机的教训尤其应当记取。^①

因此,我们应有足够的警觉和危机管理意识(参见:第二篇有关外资主体的内容)。一个可能的解决方案是,政府利用过渡期的几年时间,尽快从所有者身份中解脱出来,同时通过法律改革将风险下放,形成多元主体相互制衡共同应对股市开放所造成的风险的局面(详见第二篇对各微观主体行为的观察)。

1.4.3 投资者保护与“人本主义”:“善待资本”与“以人为本”相统一

投资者保护是衡量一个国家资本市场抵抗风险和可持续发展的重要指标。证券市场的后 WTO 时代是法治时代,而投资者的法律保护则是其核心目标。

一系列文献(LLSV, 1997;1998;1999)研究表明,是法律和司法在塑造企业控制权(这些法律包括公司法、证券法、破产法、并购法和竞争法等),并对外部投资者的要求权进行保护,而这种保护程度和水平的差异可以很好地解释国家和国家之间的资本市场发展规模之间的差异。也就是说,当股东投票权以及债权人重组和清偿权利能够被规制者和法院很好地执行时,投资者就会更乐意向公司投资。La Porta 等人(1997;1998)对 49 个国家的法律法规及其执行情况进

^① 如香港的联系汇率制度设计,其漏洞在于香港经济发展不一定与美国经济发展严格保持同步,而港币与美元汇率却保持联系,同步浮动。

行了讨论,他们发现,普通法系国家(如美国、英国、加拿大、澳大利亚、新西兰等)对外部投资者保护最好,资本市场融资规模占 GDP 的比例也最大;而以法国为代表的成文法系(法国、西班牙为代表)对外部投资者保护水平最差,因而资本市场发展规模也最小;以德国成文法和斯堪的那维亚成文法为传统的国家对投资者保护程度介于两者之间。

这说明国家对投资者保护的程度决定了这个国家资本市场发展的广度与深度。对于这种观点,尽管学术界还存在争议。(参见专栏 1.8)

专栏 1.8

公司治理与投资者保护:近期的理论争议

近几年来,随着公司治理研究的深化,从比较角度来讨论股权结构和公司治理模式的差异引发了一系列的争议。就发达国家的经验来看,公司结构呈现出对立的两种公司治理模式:

一、股权分散体制:具体表现为活跃的资本市场、严格的信息披露标准和高度的市场透明性,公司控制权市场成为有效的约束力量。这种体制以美国和英国为代表。

二、股权集中体制:特征是存在控制股东、证券市场不活跃、披露标准和市场透明程度低,公司控制权市场几乎不存在,但银行可能发挥潜在的监督者角色。以德国、法国和日本(事实上日本同时也有活跃的证券市场)为代表。

对于当前的两种模式,令人首先感到疑惑的是,这种二分法在竞争日益激烈的全球资本市场中能否长久存在下去?

理论上似乎可以认为,随着贸易壁垒的逐步降低、市场的扩充、信息流动的改善以及投资限制的取消,一个国家的投资者在另一个国家进行投资变得更加容易,由此,朝向统一的世界资本市场的运动对单个国家的公司治理模式产生了根本的影响。在吸引全球投资的竞争中,投资者显然会将资本投向采取保护股东权益的投资结构的国家。吸引投资的优势很大程度上要依赖于公司治理

提供的投资者权利保护,故此,一国的当地规范将逐步调整以迎合国际趋势。随着市场的全球化,采用截然不同的治理模式的公司之间不可避免发生直接的竞争,更有效率的治理模式将会最后胜出,淘汰掉另一模式。按照这样的逻辑,有学者预测公司治理模式之间的“达尔文”式竞争意味着公司法的终结。

不过,有另外的研究者持相反的观点。根据历史经验,制度沿着其所凭借的轨道演进,在很大程度上受制于最初的条件和原生的环境。可以看出,历史在制度变迁过程中发挥着关键的作用,因为它约束着制度变迁的路径,效率并不一定会最后胜出。

这两种对立的观点都只在理论上作了推演,而没有挖掘到根本层次的问题,即公司治理模式出现差异的根源在于何处?

最近几年,哈佛大学的三位教授 Fafael La Porta、Florencio Lopez-de-Silanes 和 Andrei Shleifer 与芝加哥大学教授 Robert Vishny 发表了一系列研究论文(包括 Legal Determinants of External Finance (Journal of Finance 52, 1131—1150, 1997)、Law and Finance (Journal of Political Economy 106, 1113—1155, 1998)、Investor Protection and Corporate Governance (Journal of Financial Economics 58 (2000), 3—27),下文将这一系列论文并称为 LLS&V),这些金融学教授采用法律变量来解释这两种不同的公司模式为什么会存在,并集中探究了法律与证券市场发展之间的联系。

LLS&V 强调法律在股权结构和公司治理模式的演进中扮演着关键的角色。他们不仅描述了两种根本不同的公司治理模式的存在,并且大胆地提出,大陆法系国家的法律未能给小股东提供足够的保护,因此,分散的公司所有权结构只能出现在普通法系国家中。为了支持这个结论,他们系统地分析比较了不同法系下 49 个国家和地区中投资者权利保护和证券市场发展之间的关系。结果证明,世界上所有资本市场的深度和流动性,与其法律体制所属的法系紧密相关,普通法系总是做得要比民法法系要好。

如果 LLS&V 的结论是正确的话,那么正在努力发展更深化、

更具流动性的证券市场的国家和地区显然面对悲观的前景。由于不可能重新将法律体制“推倒重来”，大陆法系国家似乎注定只能拥有集中股权体制和软弱的证券市场。这个结论对发展中国家不啻是当头一击。

问题是，尽管有许多发展中国家事实上已经开始采用美国的公司和证券法，但是“移植”法律的企图经常受到挫败，因为这样制定的法律规则与本地的习惯和传统并不一致。而根据 LLS&V 的研究，除非进行实质性的法律改革来保护投资者的利益，集中股权体制不可能转化成为分散股权体制。

对于股权结构模式产生的根源，有研究者也从不同的角度提出了看法。哈佛大学法学教授 Lucian Bebchuk 提出独立的理由认为，分散的所有权体制是例外，而集中所有权体制才是常态。Bebchuk 教授勾画了股权结构的“租金保护”模型，即假定当控制权的私人收益高时，集中股权体制将比分散股权体制更具优势，上市公司的创业者也就不会向公众投资者出售公司的多数股权，因为他们能够获取因占据控制权所带来的收益。这种情况下，掌握控制权的人要么出售一小部分股权，要么将控制权整体出售，而不会将控制权“打碎”出售，集中控制权也由此得以继续存在。除非发生真正的法律改革，严格限制控制权带来的收益，才有可能促发股权分散体制。

与上述理论相类似的是，另一位哈佛大学法学教授 Mark Roe 从“政治学”的角度来解释，为什么强大的证券市场与欧洲大陆“社会民主”的政治传统不相符。在他看来，社会民主体制迫使公司经理有限考虑高度就业率而非利益最大化的机会。在这种情况下，社会民主国家中的公司被迫花费股东的资本来赞助其他的选民。而且，上市公司中产生的经营者代理费用也要比一般公司高。这样的结果是，集中股权体制成为对抗这些政治压力的反应。通过透明度不那么高的会计、对管理层的监督，控制股东可以更加有力地抵制政治压力的要求（花费股东的资本来取悦选民）。

对于上述股权分散程度和公司治理模式差异的分析,哥伦比亚大学法学院教授 John C. Coffee 在最近的一篇文章中提出了质疑。他认为法律对投资者的保护当然重要,但是向分散股权体制的过渡已经在进行中,即使短期内没有进行根本性的法律变革。

首先,作者采集的证据揭示,世界范围内集中股权体制正在解体,大部分证券市场实际正在或紧或慢走向分散股权体制。

其次,尽管投资者权利保护和发展证券市场之间的关联似乎是真实的,但是在 Coffee 教授看来,LLS&V 在其分析中将因果关系倒置了。历史经验表明,法律变革总是滞后而非领先于经济发展。作者对早期的纽约股票交易所和伦敦股票交易所的发展进行了检讨,并将其情况与同一时期的法国和德国发育不良的资本市场进行了比较。尽管证券交易所在 17 世纪就已经出现,但直到 19 世纪中期一直主要从事债券交易。之后,在一段相对短的时间内,分散的所有权体制迅速在美国和英国兴起,这时候对小股东权利的保护措施仍然缺乏——相应的措施在后来才出现。从这个回顾来看,法律改革是作为公众股东的选民的要求而发生。先有大量公众股东的出现,才在政治上提出修改法律增订投资者保护的要求。

在此,19 世纪美国公司发展的历史也表明,即使缺乏足够的小股东权利保护,上市公司仍然约束自己,以明确向公众股东证明他们不会受到剥削。美国公司走向分散股权体制的事实表明,其动力并非公司法提供了足够的股东权利保护,而在于这样一个事实:作为一个面临发展资本集中的产业(例如铁路、钢铁和电力)需要的债务国,美国要更多地依赖外国资本,由此必须努力让遥远的外国投资者知道其存在足够的措施保护他们的投资。尽管巴黎证券交易所在当时足以挑战伦敦交易所,分散股权体制并没有在德国或法国产生。

在 Coffee 教授看来,驱动英美国分散股权体制早期发展的主要因素是私人领域与中央政府紧密监控的早期分离。在直接的政府监管尚未出现的时候,相对有力的自律监管体制在美国和英

国就已经出现。最明显的是私营的股票交易所,为了相互利益而对成员的行为进行规范。尽管这些股票交易所可能不是最理想的监管者,他们至少能够迅速适应新的条件和机会。相反,在法国和德国,国家不断地介入市场,有时候保护它,有时候抑制它,其采取的家长式监管阻碍了市场的发展,也没有给开放式的自律监管留下空间。对于如何判定不同法系的影响, Coffee 教授提出了一个特殊的例子,即荷兰阿姆斯特丹证券市场的发展要比伦敦来得早。荷兰虽是一个民法法系国家,但它是一个多元化的社会,私人领域相对自治,没有受到政府的直接控制,所以证券市场像英格兰那样得到迅速的发展。而且,股权的分散程度也并非源于政治体制的需要,19 世纪末期,社会民主制还没有出现。

美国自身的经验也进一步说明了小股东的保护并非证券市场发展的前提。19 世纪末期的美国,司法腐败盛行,也没有统一的联邦证券立法,但仍然发展出分散股权体制。如此,法律在所有权和控制权的分离过程中所扮演的关键角色,并不在于它是否善待小股东,而在于它对私人自律监管制度的容纳程度。相对于大陆法系,普通法制度对自律监管更加友好。(这个结论对转型经济的计划者和监管者有意义:私人自律监管的加强可能是通向强大证券市场的关键性的第一步。)因此,只要私人领域的监管可以具备正式立法的替代功能,那么分散股权体制将会兴起。从公司治理的历史发展看,美国和英国的证券监管体制正在功能上走向趋同(Functionally converged),并且早于正式立法的趋同。由此看来,在一个资本和产品竞争日益白热化的国际市场中,竞争压力将迫使不同国家的公司采取趋同的措施来降低代理成本。

在 Coffee 教授看来,尽管在转型国家和大陆法系国家中,证券市场的发展仍然面临巨大的障碍,全盘移植普通法制度并不是必须的。自律监管——包括交易所的自律——可以发挥有效的功能来弥补大陆法系对小股东权利保护的缺陷。当然,这并不是说实质性的法律改革是不重要的或者自律监管可以完全替代法律执行,而只是说,这是一个暂时可以采取的战略。

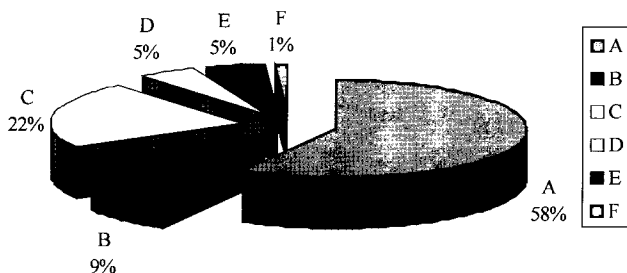
实践似乎正在印证 Coffee 教授的结论。西方国家的公司治理结构,无论是“外部人”制度还是“内部人”制度,都强调在全社会建立“健全的会计制度、企业信息披露制度、有效的调查机构和可靠的执法部门”。

从现实的情况来看,每个国家都发展了一种相对统一的公司治理结构。大多数日本公司和欧洲公司的所有权是集中的,日本主办银行不仅贷款而且还持有大公司 5% 股票。在德国,少数银行和保险公司成为许多公司的大股东。在公司运作中,存在着多种不同的公司治理结构,而且其优劣各有千秋,并不存在一种公司治理结构优越于另一种的情形。这也表明一国要选择的模式不是固定的,而是要根据该国的制度环境及约束条件,在竞争中选择适应该国或该地的模式。在条件相同的情况下,公司治理结构的选择不应该是个人主观臆测的结果,而是在公司治理模式多元化的竞争中做选择。

但有一点可以肯定,对投资者的保护与资本市场发展的可持续性之间存在着正相关关系,从这种意义上说,证券市场法律体系的设计应以投资者保护为核心目标。在投资者和劳动者合为一体的时代,这实际上也可以说是证券市场制度设计理念上的“人本主义”。

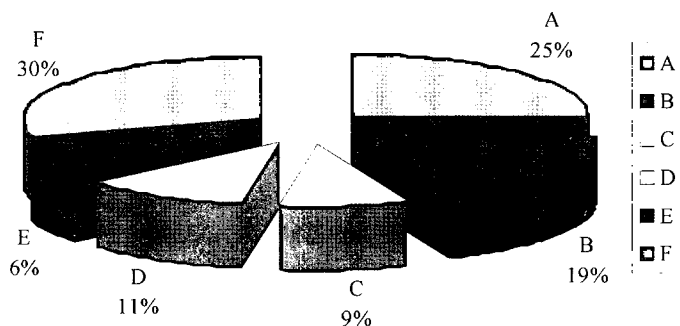
在以“保护投资者”为理念的制度设计中,尽管在一定的情况下(如因既往的规则设计不合理而迅速地予以修正)可能会不适当地改变人们对规则的预期,但普遍的做法是对此表示了宽宥和理解(请比较以下两张图表,特别是其中“没有做出选择”的占样本的比例)。

问题:目前提高增发门槛最主要理由



选择项	比例
A. 阻止相当部分公司的“圈钱”行为	58%
B. 保护中小投资者利益	9%
C. 维护市场稳定	22%
D. 原来的增发门槛过低	5%
E. 其他方面_____ (请根据自己的见解补充)	5%
F. 没有做任何选择	1%

问题: 目前不应该提高增发门槛最主要理由



选择项	比例
A. 增加了企业的融资成本和难度	25%
B. 阻止了企业有市场前景的项目	19%
C. 改变了企业对规则的合理预期	9%
D. 政府干预市场过于具体	11%
E. 其他方面_____ (请根据自己的见解补充)	6%
F. 没有做任何选择	30%

不过,需要说明的是,由于资本仍然是最稀缺的资源,这种“人本主义”所包含的财富最大化和效率导向,仍然蕴藏了作为整体阶层的资本所有者和劳动者之间利益冲突的可能性,为了解决经济发展过程中融资问题,我们甚至仍不得不忍受这个时代所特有的劳动者被“异化”的痛苦。

在中国,“以人为本”的理念在目前的宪法和意识形态环境下仍

然指的是“劳动者本位”。这在当前的转轨环境下则体现为,改革发展对社会稳定与政治稳定或公共秩序的优先考虑,在证券市场具体的政策设计上则体现为浓厚的集体主义色彩的“企业本位”(尤其是“国有企业本位”甚至“国家本位”)的制度设计理念。这种理念下的《公司法》就成为国有企业股份制改造的政策纲领;而本应以投资者保护为核心目标的《证券法》则成为证券市场管理法,在这种情况下,投资者保护这样的立法理念就很难与当前“劳动者本位”或“国家本位”的宪法理念很好地兼容,这就极大地影响了《证券法》的执法效率,尤其是投资者的民事权利很难在目前的宪法框架下得到有效保护。

从中国目前的投资者结构上来看,多以散户为主,而且投资者的身份和劳动者的身份是统一的(股民人数已达 6000 多万),保护投资者尤其是保护中小投资者,同时也就是保护劳动者的利益。中国目前仍是发展中国家,资本仍是最为稀缺的生产要素,而劳动力则相对显得过剩。从效率的角度来看,资本对劳动力的吸纳,也就是在长期意义上对社会稳定和政治稳定作贡献。因此,从这个意义上说,“善待资本”与“以人为本”是统一的,和传统的单纯的“劳动者本位”或“企业本位”的“人本主义”相比,投资者保护的立法理念就是一种“新人本主义”理念,而这种理念与中国宪法变迁中不断增强的对私人产权保护的历史潮流也是一脉相承的。

不过,需要指出的是,从目前情况来看,现有的宪法秩序与政治秩序仍滞后于中小投资者对权利维护的需求,配套法律体系的建设也是如此。中国入世所带来的市场精神、产权和契约精神势必会对既有的宪法秩序和政治秩序的外壳形成冲击,并推动证券市场上投资者保护法律体系的构建。因此从制度建设的角度来说,入世是推进中国证券市场法治进程的一个难得的机遇。

亚洲金融危机的教训表明,公司治理或者说投资者保护机制的失灵是其危机发生的根源,这说明,在后 WTO 时代,中国开放资本市场所面临的最大挑战,实际上就是以投资者保护制度建设为目标的法律改革,能否在特定时间表内顺利完成。这需要改革者对各种潜在的利益冲突和其中的法律困境有一个清醒的认识,并冲破现有

的意识形态束缚,以积极的心态去推进改革。

为增进外部投资者权利保护的法律改革,需要协调证监会、法院、央行、财政部、税务局、商务部、地方政府等部门的利益,这些部门的职权边界需要在宪法和法律层面上得到界定和说明;同时,民间主体如各种协会组织和媒体等的权利和权力结构也需要在国家治理的层面上重新划分。也就是说,在后 WTO 时代,我们将面临着重新“洗牌”,其中必然蕴藏着各种利益冲突和法律困境,同时也蕴藏着新规则产生的契机。对于这些问题,我们将在第二篇从微观市场主体行为角度作出前瞻性的分析和研讨。目前,中国正在履行 WTO 的各项承诺,各项法律改革正在进行之中,证券市场的“大变法”和“大转型”时代来临了!

微观观察： 多元主体应对中的利益冲突与法律困境

2.1 政 府

WTO对我国证券市场监管框架的最大挑战首先在于,政府仍没有一个合适的定位,主要表现在:政府双重角色与程序公正之间存在矛盾、政府对证券市场监管时有“失灵”现象、政府与司法机关“接口”不顺、政府各部门权力重叠、遇有问题时无人负责、中央政府与地方政府存在利益摩擦等。对此,相应的解决方案不是政府结构性调整,而是程序设计的公正性,并辅之以电子化政府。

2.1.1 政府的双重角色与程序公正的矛盾

我国政府在证券市场上具有双重身份,扮演着双重角色:

其一,政府是法律规则的制定者与执行者。在我国,市场经济不是自发产生的,更不是历史性恢复,而是由政府采用政策与法律方式创设而成的。市场的扩张和深化,政策与法律的作用均功不可没。例如,大型国有企业上市,特别是到海外市场上市的企业,多数不是由企业自身发起动议,而是由政府率先发起决议并积极推动而成。这种政府决议带有国有企业改革试点的性质,成功之后经验可以推广。^①

政府对于市场经济的发展,起着先导和发展的作用。同时,由于政策与法律在运作过程中,还没有完善到可以将所有环节的接口部分用程序加以衔接。因而,在遇到问题的时候,特别是遇到市场参与

^① 《国企震撼——中国石油重组上市实录》,中国石油工业出版社,2001年。

者之间、政府各部门之间存在纠纷的时候,还需要政府出面协调或干预。

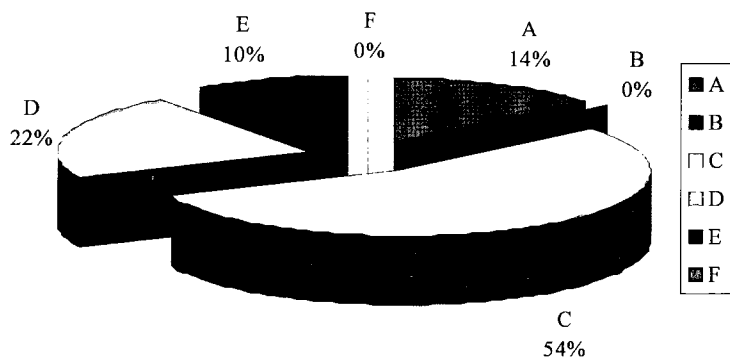
其二,政府是国有上市企业的大股东,虽然国有股不流通,但流通股的价值、增发新股或配售股票的价格及其随后的市场价值,都对国有股有着重大影响。反过来,不流通的国有股也要影响流通股。国有股要走向流通,最重要的问题是如何确定价格。流通股价格一定会因此产生巨大的波动,整个股票市场也会因此产生巨幅波动。前一段时间“国有股减持办法”对市场造成的巨大影响就可以证明。由于政府是政策与法律的制定者,于是“国有股减持方案”就规定国有股价格按市场流通股的价格来确定,尽管国有股每股原价只有一元钱,按照市场流通股的价格来确定就要增加到几元钱。投资者认为不合理,就纷纷“用脚投票”,抛弃了市场,股市因此大跌。反之,如果是由市场自身按照供求关系来确定价格,情况会乐观的多。

在政府作为立法者的同时,政府又是最大的持股者,两个角色由同一个主体来扮演,所以,在确定国有股价格时,自然会朝着有利于国有股的利益定价,不会考虑市场中小投资者的利益。等到市场因为不能接受政府的政策而接近崩盘时,政府立刻暂时停止政策的执行,市场再度恢复平稳。

在证券市场上,政府应该是与市场发展目的相一致的,而不应该是根本冲突的。例如,作为市场的立法者和执法者,政府应该居于市场参与者之间,不允许在大股东或小股东一方之间有所偏倚。但是,政府又是国有上市公司的大股东,立场很难保持中立,一定是偏重股东本身的利益。

政府作为中间裁判者时,立场必须是中立的。例如,在证券发行价格的确定问题上,问卷统计的结果显示了强烈的市场偏好,而不再倾向于由政府来代为确定价格。(参见下表)

问题:目前证券发行价格的确定应采取的措施



选择项	比例
A. 上市公司自主定价	14%
B. 券商代为定价	0%
C. 券商与上市公司协商定价	54%
D. 监管部门确定市盈率	22%
E. 其他方式_____ (请根据自己的见解补充)	10%
F. 没有做任何选择	0%

法律的本质是公正,在技术层面上则体现为程序的公正。类似上述背景情况,加之一些具体实证的经验,可以说明:作为国有资产所有者的政府,与监督市场的执法者的政府,在国有资产与中小投资者的财产交换时,就会出现利益冲突,也会出现程序设计的偏失。法律与执法的程序上的公正性就要受到质疑。

政府同时扮演裁判与运动员的角色,是历史发展过程中形成的现实情况,这本身不应当受到质疑,但重要的问题是政府与市场的关系的处理涉及程序公正的设计。例如,按照国有股的价格发行流通股,而不是国有股溢价来发行,或者当国有股减持的时候,也按照国有股原来的价格发行,而不是溢价许多倍来发行。总之,程序设计上保持同股同价、同股同权,就保持了程序上的公正。如果是那样,政府扮演两种角色,不妨碍程序上的公正就是可以接受的。

例如,香港政府在 1997 年动用外汇基金干预股市,表现上看似

来政府既充当了裁判员,又担当了运动员。但是在程序上,政府是按照当时股市的市价购买股票的,与其他市场参与者同股同价。2001年政府成立的“盈富基金”也是按照市价基础再打折优惠出售股票,将原来在市场中获得的利润,再返回给了市场。这种做法的实际效果是,政府将利益让给市场,政府又承担了市场风险。所以,香港政府的做法不但没有引起市场其他参与者“用脚投票”的情况,反而增加了市场的信心,保持了市场的稳定。尽管香港政府也扮演了双重的角色,但是,政府并没有从双重角色中获得更多的利益,反而承担了更大的风险,在程序上保持了公正,所以,香港政府的做法获得了香港市民的人心和信任。

所以,可以得出一个看法,政府扮演双重角色并不是公正与否的关键,关键的问题是程序是否公正。在法律观念上看,程序公正是法律系统中好的“基因”,有了这种基因,可以减少角色冲突带来的负面影响,实现向市场经济更加平稳的过渡。

2.1.2 部门之间权力重叠

我国政府部门内部涉及证券业务的行政部门不是一个,而是多个。多个部门管理同一个事务存在的问题主要表现在:各部门在管理权力方面表现为界限重叠,在责任方面表现为界限不清。(参见专栏2.1)

专栏 2.1

证券市场相关主管部门及其职能一览表

(1) 国家发改委(上市公司募集资金投向是否符合国家产业政策的审批)

(2) 国家商务部(对将募集资金的项目立项与批文)

(3) 财政部(国有资产价值与持有代理,国有股减持,国有股的价格,国有股协议转让批准,国有资产到境外上市的比例与价格)

(4) 税务总局(上市公司具体执行的税率。地方税务部门经常会降低中央,直接影响公司利润率)

(5) 商务部(上市公司进出口业务审批,退税及税率与进出口产品的价格。中外合资企业上市审批)

(6) 中国证监会(核准上市公司发行、增发、配股、退市,并对违规行为处罚,实际领导交易所和证券业协会,制定有关市场管理行政细则和指引)^①

(7) 外汇管理局(对B股开放的审批,B股与A股接口问题的解决,将来的QFII和目前提出来的CDR政策协调及审批)

(8) 科技部(对二板市场上市公司的高科技认定,对于属于高科技项目给予政策支持)

(9) 国家环保局(对上市公司募集资金项目的环保标准进行审查)

(10) 国土局(对上市公司使用国有土地颁发许可证,办理土地出租手续及征收土地使用费和地价补偿金)

(11) 建设部(对上市募集资金项目中基建项目进行审查批准)

(12) 国家教育部、国家民委,国家医药总局,国家体育总局,公安部等(如果上市企业所属的行业属于教育部,国家民委等,还要经过主管部门的审批。例如,大学控股的公司和少数民族地区的上市公司分别要经过各自主管部门审批。如果是生产医药产品和消防器材的企业,还要经过医药总局和公安部的审批。)如果涉及公司重大变更,及变更兼并与收购注册等事项,还要涉及工商行政管理局

资料来源:分别依次见于下列网站:

www.sdpc.gov.cn(国家发改委网站)、www.mof.gov.cn(财政部网站)、www.chinatax.gov.cn(国家税务总局网站)、www.moftec.gov.cn(商务部网站)、www.csrc.gov.cn(中国证监会网站)、www.safe.gov.cn(国家外汇管理局网站)、www.most.gov.cn(科技部网站)、www.zhb.gov.cn(国家环保局网站)、www.cin.gov.cn(建设部网站)、www.moe.edu.cn(教育部网站)、www.saic.gov.cn(国家工商行政管理局网站)

前述表格只是列举出了一些部门,还远不是全部,但是已经足够说明问题了。这里要说明的问题是,上述部门在上市公司发行证券以及有关业务中都有权力管理。例如,在《证券法》对于“证券”没有定义,只是规定了股票和债券。^①《证券法》如果只规定股票和债券,确切的名称是否叫“股票与债券发行与交易管理暂行条例”更为恰当?因为证券还包括更为广泛的内容,如存托凭证、基金交易、指数交易、证券期货交易、银行与证券混业经营后的存折、信用卡等新型交易凭证等。然而,由于管理部门权力分割与重叠的原因,这样规定将涉及更多的政府部门,例如,“存托凭证”将涉及中国人民银行,“基金”将涉及国家发改委,“QFII”和“CDR”等涉及外汇的交易品种,还将涉及国家外汇管理局等。

目前,证券法主要涉及了中国证监会和财政部,结果在《证券法》中连“中国证监会”的字样也没有出现过,只有“国务院证券监督管理机构”,这个机构是指哪家机构呢?是中国证监会还是指财政部?不清楚。如果不查看1993年国务院关于成立证监会的文件,不查看1949年政务院设立财政部的文件,就难以得知它们与证券发行与交易主管关系的相关性。也许是由于难以分清中国证监会与财政部在证券监管方面的权力,所以,在《证券法》中两个部门的名称都没有出现。这一点似乎游离于WTO的透明度原则之外。

由于权力界限不清,遇到责任的时候也必然会出现问题。例如,国有资产在协议收购审批程序上,中国证监会与财政部的责任不清晰。郑百文公司重组过程中,就涉及国有资产转让的审批问题。申请文件报到财政部时,财政部拖了较长的时间没有批。^②因为当时对该公司重组问题在业界争议较大,媒体炒得很热。如果财政部率先批准了国有股转让文件,无疑给市场一个信号,国家政府主管部门支持“郑百文”公司的重组方案。后来财政部还是在其他合法化前提实现后,才批准了转让股权的申请文件。因为拖到最后才审批就

① 《证券法》第2条规定:“在中国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法。本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定。政府债券的发行和交易,由法律、行政法规另行规定。”

② 从为该公司设计重组方案的顾问公司中调研了解的情况。

没有任何行政责任了。

从这个案例中可以看出,审批文件的合法性与否,好像不是由审批部门自己依法确定的,而是要等待市场和媒体反应来权衡。这种行政部门权责不清、职责不明的情况,在证券发行与交易中遇到的还有很多。原因是复杂的,其中一项原因就是我国政府行政管理部门缺乏文官机制、行政管理运作缺乏程序性,因而在行政工作中,容易出现“有人争权,无人负责”的权责脱离现象。

另外,备受争议的“凯立案”也显现着主管部门间接口不够顺畅的问题(参见专栏 2.2)。

专栏 2.2 凯立案的案情摘要

凯立公司是由海南长江旅业公司(以下简称:长江旅业)等六家企业发起成立的股份有限公司。1997年3月,海南证券管理办公室致函国家民族事务委员会,同意推荐凯立公司公开发行股票。1998年2月,中国证监会通知海南证管办同意凯立公司上报股票发行申请材料,并要求列入该省1997年的计划内。1998年6月,凯立公司向中国证监会上报了A股发行申请材料。

1999年6月,凯立公司收到了国务院有关部门转送的中国证监会《关于海南凯立公司上市问题有关情况的报告》,即:证监发(1999)39号文(以下简称:39号文),该报告称:凯立公司97%的利润虚假,严重违反《公司法》,不符合发行上市的条件,决定取消其发行股票资格。

凯立公司据此向北京市第一中级人民法院提出了行政诉讼,但该法院以39号文属于内部行政行为为由,裁定不予受理。就在凯立对此裁定提起上诉期间(2000年4月),又收到了中国证监会以办公厅的名义作出的证监办函(2000)50号文《关于退回海南凯立中部开发建设股份有限公司A股发行预选材料的函》(以下简称:50号文),认定凯立公司“发行预选材料前三年财务会计资料

不实,不符合上市的有关规定。经研究决定退回其A股发行预选申报材料”。因此,凯立公司以中国证监会又作出了新的行政行为为由申请撤回了上诉,并于2000年7月针对39号报告中称其97%利润虚假、取消其A股发行资格的表述和50号文认定其前三年财务会计资料不实、退回其A股发行预选申报材料的行为一并提起行政诉讼,要求(1)撤销被告作出的原告申报材料前三年会计资料不实、97%利润虚假的错误结论;(2)撤销被告作出的取消原告A股发行资格并进而退回预选申报材料的决定;(3)判令被告恢复并依法履行对原告股票发行上市申请的审查和审批程序。

北京市第一中级人民法院受理了诉讼,并于2000年12月18日作出一审判决:(1)被告中国证监会退回凯立公司预选材料的行为违法;(2)责令被告恢复对凯立公司股票发行的核准程序,并在判决生效之后的两个月内作出决定;(3)驳回凯立公司的其他诉讼请求。中国证监会不服一审判决,向北京市高级人民法院提出上诉。

二审法院经过审理,认为:“凯立公司的财务资料所反映的利润是否客观真实,关键在于其是否符合国家统一的企业会计制度。中国证监会在审查中发现有疑问的应当委托有关主管部门或者专业机构对其财务资料依照公司、企业会计核算的特别规定进行审查确认。中国证监会在未经专业部门审查确认的情况下作出的证监办函(2000)50号,认定事实证据不充分。”

2001年7月6日,北京高院裁定,驳回中国证监会的上诉,维持由北京市第一中级人民法院作出的一审判决。认定退回海南凯立中部开发建设股份有限公司(简称海南凯立)A股预选申报材料的行为违法,责令中国证监会恢复对海南凯立股票发行的核准程序。中国证监会将依照司法机关的决定,依法审核该公司的上市请求,并要在60天内作出决定。

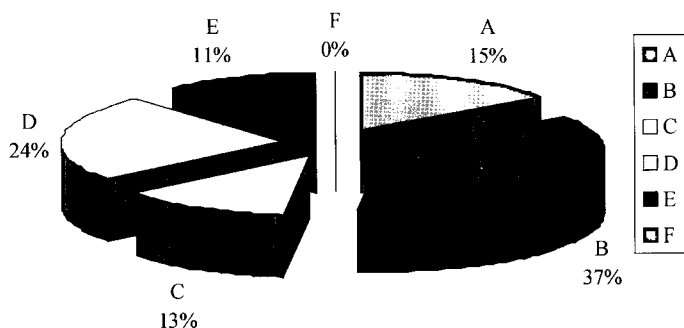
凯立一案中,如果说证监会与司法机关存在行政权与司法权的界线与关系处理问题(详见后文关于法院主体的分析),不如说在证监会与财政部之间体现出两种不同的行政权力的界线与关系协调问题。案件对会计资料真实性的争论,引发了法学界、会计界人士对证监会会计资料审查权与财政部会计规则解释权关系问题的普遍关注与广泛讨论。案件审理过程中,凯立公司出具了财政部对其会计方法的有利解释,致使法院认定证监会对凯立公司会计资料不实的行政判断缺乏充足依据从而导致证监会(二审)败诉。

实际上,证监会的会计检查权与财政部的会计规则制定与解释权,原本是两种不同性质的权力。财政部的会计制订与解释权,是证监会会计检查权得以行使的基础与前提,证监会进行会计检查,必须借助并遵循财政部制订的有关会计准则、方法。而在证监会等其他执法部门在会计检查权遇到会计规则的解释性问题时,则需要财政部介入并对争议的规则进行解释。财政部的会计制订与解释权不仅不可能取代或覆盖证监会或其他部门的会计检查权,相反,他们彼此之间还有一种相互补充、相互促进的关系^①。凯立案在二审过程中反映出来的会计问题,就是一个长期劳务收入时间确认的会计规则的解释问题。因此,财政部对相应问题的复函在审理中起到了决定性的作用。而以复函的方式在司法程序中对会计规则进行解释,恰恰属于财政部会计制订与解释权具体运用的一种形式。

证监会在具体行使会计检查权时,如何区分会计规则与非会计规则,如何及时、正确协调与财政部会计解释权的边界与互动关系,是其依法行使行政权力不可避免和必须认真对待的。进而言之,证监会在行使“集中统一的证券市场监管机关”职责的同时,还必须妥善地看待和处理与其他有关机关的权力边界和接口问题,否则,容易导致行政裁量过于随意,而招致市场的极大不满。而我们的调查统计表明,这正是证监会必须面对的一个严峻问题。(参见下表)

^① 刘燕:《会计话语权之争——凯立案周年祭(三之二)》,载《21世纪经济报道》2002年7月18日。

问题:目前股票发行制度最主要的问题



选择项	比例
A. 国有企业与非国有企业待遇不公平	15%
B. 行政裁量过于随意	37%
C. 发行标准过于刚性	13%
D. 负责审核的行政部门缺乏纠责机制	24%
E. 其他问题_____ (请根据自己的见解补充)	11%
F. 没有做任何选择	0%

2.1.3 中央政府与地方政府:利益摩擦和博弈

(1) 上市标准的统一或差异

中央政府和地方政府之间的利益冲突也会对证券市场的监管效率产生负面影响。一般来说,中央政府考虑全国市场整体的利益,保持全国市场的绝对公平与标准的统一。而地方政府考虑本地方的利益,由于各地方的经济发展程度不平衡,所以,地方政府客观上要求市场的标准最好考虑不同的标准和相对公平。

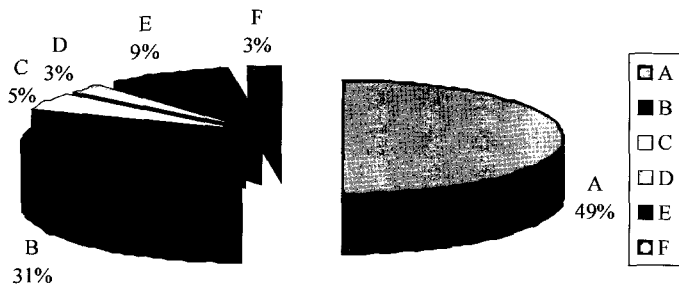
例如,在沿海城市的上市公司与在西藏高寒地区的上市公司要求的标准能否一致?在沿海大城市的上市公司,信息对称程度充分,劳动生产率较高,经济效益水平较高,投资回报率也较高,所以,沿海大城市的上市公司标准较高。远在西藏高寒山区的公司,由于地理与气候条件的限制,生产与生活条件比较艰苦,在那里进行生产的效率不如沿海地区的公司高。如果是水泥产品,从沿海地区运输到西藏的成本比在西藏本地设厂生产水泥更高,但是,西藏水泥工厂的生

产效率一定比沿海地区同类工厂效率低(因为气候的原因,一年有几个月不能正常生产)。如果西藏水泥厂上市的话,其标准是否与沿海城市地区的同类工厂一致。在中央政府看来,要求统一的证券市场,统一的上市标准。但是,在西藏地区来看,地区差别太大了,生产成本与运输成本差异也太大了,尽管生产率水平有差异,但相对成本还是具有优势的,把握好了依然有可观的利润空间。^①

(2) 行政分权体制下利益追求的分野

另外,在我国中央和地方的行政分权体制下,拥有相对独立利益和一定资产配置权的地方政府,在我国证券市场制度供给中发挥着特殊的作用。从某种意义上说,中国证券市场是在中央政策的支持和推动下发展起来的,当然地方政府也起到不可或缺的作用。我国证券市场的发展采取的是“先试点后推广”的办法,因此试点地区的地方政府事实上拥有中央政府赋予的权威,具有较大的制度供给自由度。具体来看,首先,沪、深证券交易所的相继建立是在两地地方政府的直接支持下进行的。并且,由于在中国证券市场诞生之初,经济学界关于股份制问题的讨论仍硝烟未散,建立社会主义市场经济的改革目标也还未确立,因此,中国证券市场的发展基本是在地方政府的推动下进行的,而中央政府则由于谨慎政治原则而采取了观望态度。随着中央政府的逐渐介入,地方政府与中央政府在证券市场制度供给过程中的冲突也逐渐增多,特别是当上市公司的股权融资偏好越来越强烈、进而带动了相当多的企业的上市渴求之时。(参见下表)

问题:上市公司融资的最大偏好



^① 参见:“西藏天路”(600326)招股说明书。

选择项	比例
A. 股权融资	49 %
B. 银行贷款	31 %
C. 公司债券融资	5 %
D. 应收应付账款短期融资	3 %
E. 其他_____ (请根据实际情况补充)	9 %
F. 没有做任何选择	3 %

如上所述,中央政府必须从政治、经济、社会等方面加以全盘考虑,而地方政府只对本地区的经济发展负责,而不必对其他地区负责,也不必对宏观经济的稳定负责。相反,地方政府往往基于税收利益和地方形象或社会稳定的考虑,对本地上市公司往往给予特殊优惠政策;在对上市公司的规范化运作方面,地方政府往往也并不是中央政府政策的不折不扣的实施者:上市公司作为本地面向全国的“圈钱窗口”,往往是本地政府财政的利税大户,地方政府对上市公司的一些不规范行为(如通过会计造假而“圈钱”)采取纵容、包庇甚至鼓励的态度。从地方企业的上市发行到增发股票;从配股到ST和PT退市前期,地方政府都毫无保留地支持地方上市企业。地方政府支持地方上市企业虽有经济与社会利益,但却没有法律责任。

一些公司因为造假账被处罚,有关中介机构的会计师和律师等都有被处罚的时候,却没有看到这些上市公司的当地政府受到任何批评。但是,被处罚的会计师与律师事后抱怨说,是当地政府一定要求该公司上市的,不惜造假账也要上市,因为上市公司可以从外地股市圈到钱,有了钱就可以使该本地企业摆脱困境。^①

涉及上市公司与外省企业的经济纠纷案件,如果在上市公司所在地诉讼,外省公司胜诉的可能性明显变小。而在我国法院诉讼程序设计中没有考虑到地方经济与社会利益问题,只采用单层的四级两审制度。结果司法裁判的地方保护主义无法在司法程序中得到解决,最后都指望在最高人民法院以申诉程序解决。最高人民法院的申诉程序成为解决地方保护主义的特别程序,这样一方面影响了最

^① 证监会对四川红光公司的处罚决定,2000年。

高人民法院解释法律作用,也影响其对司法活动进行指导的意义。^①因为,每年大量的申诉案件少有公布,难以形成司法指导原则,因此难以成为有意义的司法解释。

如果遇到数额巨大的经济案件,尽管是在最高人民法院诉讼,但是,有关省的领导也会来北京做工作,从本地的经济与社会发展角度来看,在资金紧缺的情况下,有了资金投入,就有经济发展与就业,反之则经济衰退,就业成为问题。所以,省领导来北京做工作的看法也是一致的:资金只能是“从外地流入本地,不允许从本地流到外地去”。在这个经济原则基础上,公正与是非都以此为转移。

同样,中国证监会处罚地方证券公司的案件也是如此,地方省级领导也会利用到北京出差的机会来做工作,或等待中央的领导到地方视察工作时,借汇报情况之机为将被处罚的当地公司做些工作。中国证监会的处罚也要顶住来自地方的巨大压力才能进行。

由于地方政府的压力太大,依据《证券法》的处罚也在变通,变得“严而不厉”了^②:所谓“严”是十分严格的,对证券公司违反法律的不当行为,中国证监会都做出了严厉的处罚决定。从处罚的数额上,可以看得出来,处以数亿元的罚款,足以使证券公司破产或倒闭。但是,在实际执行方面,又变得不那么严厉。大多数被处罚的公司并没有将罚款真正交给中国证监会指定的账户,而是由于账面上无款可交,结果就不了了之了。最后,被处罚的证券公司由其他证券公司兼并,除去原来的少数高管人员外,大部分业务与人员都会并入另一家公司中去,改换名称,继续存在、经营与发展。

中国证监会处罚的款额越大,实际执行的可能性就越小,也就是说,当处罚的决定越严,最终执行的效果也越不厉,“严厉处罚”变成了“严而不厉”的处罚,其效果已大大减损^③。

^① 钱颖一:《市场与法治》,转引自李剑阁主编:《站在市场与改革前沿》,上海远东出版社2001年版,第33页。

^② “严而不厉”是我们借助刑法学者储怀植、陈兴良教授的概念,他们用这个概念表示,刑法的威慑力要大,而处于刑罚时可以适当减轻(特别对于死刑的情况)。参见陈兴良教授的论文:《论“严而不厉”》。

^③ 中国证监会稽查局“关于浙江证券有限公司处罚决定”(证监罚2001年31号),载于www.csrc.gov.cn网站。

在《证券法》颁布后,公司上市不再由地方政府推荐,但地方政府对争取本地公司上市的愿望仍旧强烈,“政府公关”仍难以杜绝,地方政府对造假行为的态度,不可能有根本的改观。一个明显的例子是,证监会请求当地法院冻结有违规行为的上市公司账户时,常得不到积极的配合。只要这种情形持续下去,规范股市和上市公司行为的政策就会落空或被扭曲。

WTO 规则要求成员国的国内立法及执法必须保持完整和统一,地方保护主义无疑与其背道而驰。在我国资本市场供求极不平衡的情况下,如果我国中央政府要继续保持对资源予以集中配置的方式,就必须赋予集中统一的监管部门足够的监管职权,以平衡乃至消弭地方保护主义的不利影响。

2.1.4 政府监管的“失灵”与“失信”

政府监管失灵的主要原因有三个方面:其一,政府管理市场缺乏竞争性,缺乏敏感性,因而缺乏效率。造成政府失灵的原因主要是政府官僚主义和市场信息不对称;^①其二,政府在维护公共秩序的时候,有时会出现“目标置换”现象(“当公共机构的潜在职能变成对权势的维护与扩展的时候,其结果可能不是公众想要或需要的”)^②;其三,更严重的问题是,有时还会出现“寻租”行为和政府官员腐败情况(利益集团或个人利用政府谋私的行为)。

尽管政府在市场范围内表现出种种失灵情况,但是,在计划经济向市场经济转型过程中,政府的作用还是不可或缺的。在转型经济中要加强政府对市场的作用的理由主要是:

其一,“市场经济不是自然形成的,市场经济也是公共产品。因此作为一种制度安排,她的运行规则不会在自发交易中形成”,“只有

^① 我们研究了美林证券与美国 SEC 职员的情况,发现美林证券公司高级职员的薪酬与福利比 SEC 高许多,所以政府与商业机构相比较并不具备人才优势。另外,美林证券在全球许多大城市设有办事处或分公司,而 SEC 只在美国有分支机构,在全球并没有像美林那样多的机构,就了解全球金融市场信息而言,美林比 SEC 更快、更多、更广泛、更深入。而且,美林公司的历史比 SEC 更长,因此就经验和积累来说,商业机构更加富有经验和对市场的感悟能力。

^② ARTHUR A GOLDSMITH:《政府、市场及经济发展——对斯密思想的再思考》,转引自胡鞍钢,王绍光主编:《政府与市场》,中国计划出版社 2000 年 1 月版,第 73 页。

作为公共权威机关的政府才有能力将市场经济的规则强加给社会。”^①

其二,向市场经济转型不会是自发的。美国的市场制度形成过程,也是在“中央集权式的干涉主义不断膨胀的前提下,通向自由市场的道路才得以开拓并未曾再关闭。”(K POLANYI, 1957)^②

其三,向市场经济转型不会只有收益而没有成本。经济转型必然涉及资源与权利的再分配,地区、部门、机构和个人的利益将受到影响,必然要付出成本,如社会保障体系、适当的补贴,这些方面也需要政府来安排。^③

但是,在我国,政府在证券市场问题上表现出来的失灵与上述三点理由并没有直接联系,而是在法律与执法问题上出现程序缺乏公正性。为什么会出现程序缺乏公正呢?主要原因是:

其一,政府自身利益与其他市场参与者利益相冲突。这方面情况前面已经分析过了,主要是“最大的产权所有者”与执法者之间的利益冲突。这种冲突可以在程序设计中避免,但是,出台的政策与法律均未能免俗。

其二,制度公正与个案公正体验的冲突。制度是宏观的,个案是微观的。制度是难以体验的,个案是直接被体验的。绝大多数的个案体验结果都是负面的话,整体制度就难以说是公正的。所以,个案体验公正是制度公正的基础,“个案的公正才有制度的公正”(霍姆斯)。我们制定政策或法律,往往在制度公正方面考虑的多,如社会政治的稳定,如“稳定压倒一切”口号所代表的倾向性;考虑经济转型的平稳、社会整体的公平较多,如“不患寡,而患不均”的历史经验,现代的说法是“大河有水小河满,大河无水小河干”;考虑政府领导权稳定较多等,如保持一致,维护团结,保持国家主权安全等政策。这些宏观政策都会在具体市场方案制定中给予指引。其中,有一些指引会导致宏观整体利益与微观利益的冲突,有时甚至表现出前者对后

① 胡鞍钢,王绍光:《重新认识国家的作用》,载于《政府与市场》,第7页。

② 同上书,第8页。

③ 同上。

者的“剥夺”。宏观制度与微观体验需要保持一种细微的平衡,失去这种平衡,过于强调某一方面,忽略另一方面存在的话,被强调的方面也达不到目的:微观与个体都失去了参与的积极性,宏观与整体的活力与凝聚力也就失去了。

证券市场同国民经济与社会整体比较而言,属于一个有范围的局部体系。国民经济政策与社会发展政策涉及证券市场方面时,要考虑到市场的接受程度,考虑到市场参与者的体验。类似“国有股减持”政策不考虑市场上流通股参与者的体验,只考虑宏观整体利益,只考虑社会保障基金和国有资产的保值增值,而忽视中小股民以溢价数倍的价格购买面值原本仅为1元的股票的话,中小股民就要用脚投票了。我国证券市场上国有股和法人股不流通,国有企业的资金不允许进入股市,银行资金也不许进入股市,所以,证券市场上的大多数流通股是由民营大户和中小股民支撑的,如果他们纷纷离场,市场必然大跌。^①

其三,实质公正与程序公正的冲突。政策与法律的实质公正是道德性的,而程序公正是技术性的。例如,法律对一个证据确凿的凶杀罪的嫌疑人,依然要请律师为他辩护,依然要经过两审诉讼程序,甚至还要经过申诉程序等,才能定罪量刑。尽管嫌疑人的犯罪可能是由于许多社会原因(如贫富两极分化)或不容易察觉的心理与精神方面的原因造成的(精神偏执或精神乖变),但是,维护社会公正的法律依然要对他的犯罪行为定罪量刑,甚至对触犯犯罪者还要处以极刑。也许有人会问,对于由于社会原因和心理精神原因造成的犯罪,处于极刑是否公正?如果在程序上公正就认为是公正:如果因社会原因或心理精神原因犯罪就不追究刑事责任的话,对于被害人家属来说是不公正的,对于社会秩序来说也是不公正的。为了保证对加害人与被害人双方的程序公正,一定要对加害人依法处罚。

对于证券市场方面的政策也是如此,股市方面的政策与法律既要考虑宏观利益,也要考虑股市参与者的个体利益。无论在宏观利益上多么有道理,如果在客观效果上有政府大户“剥夺”市场、剥夺中

^① 方军著:《国有股减持》,中信出版社2002年6月版。

小投资者的可能,个体参与者不接受,又不能强迫他们掏钱购买的话,个体参与者就会拒绝掏腰包。

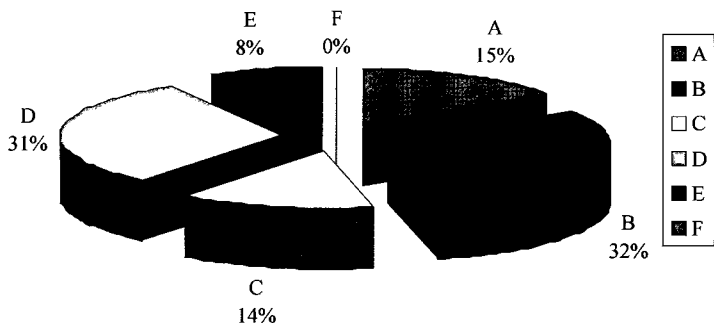
我们还要强调的是,在政府信息不对称情况下的程序设计的公正性。因为,虽然政府获得的市场信息不如商业机构多,但是,凭程序公正可以加以协调。虽然政府可能有被“置换目标”的潜在机会,但是,程序的公正与透明使这种机会的出现大大降低。特别对于“寻租”和“腐败”问题而言,在程序公正与透明以及对违法的政府官员以严厉处罚的情况下,寻租与腐败的机会都会减少,而且,即便是出现了这种机会,大多数政府官员也不敢贸然以身试法。

2.1.5 证监会:游移于职责过重和职权过少之间

鉴于上市配额制和审批制所固有的种种弊病,我国《证券法》确认了股票发行的核准制,证监会以组成专家发审委员会的形式决定是否核准发行申请,并把地方政府推荐改为由券商推荐上市,相应取消了上市配额制。

与此同时,《证券法》对证券监管部门的职责和相关稽查措施也作出了明确规定,包括实地调查取证权、询问当事人、查阅、封存有关资料文件、对资金和证券账户申请司法冻结、对违法者实施行政处罚,对涉嫌犯罪的移交司法机关等。这样,证监会就依法将核准发行和监管市场之职责集于一身。这种“一身二任”的角色安排,在相当程度上影响了其监管职能的发挥。(参见下表)

问题:目前证监会监管证券市场最主要的问题



选择项	比例
A. 证监会职权过大,干预市场严重	15%
B. 证监会职责过重,手段相对缺乏	32%
C. 证监会发行审核工作占用监管资源过多	14%
D. 证监会与财政部、公检法等行政执法、司法部门的职能衔接不力	31%
E. 其他_____ (请根据自己的见解补充)	8%
F. 没有做任何选择	0%

在供求极不平衡的证券市场中,证监会被赋予了配置资源的重任,但采取何种方式才能达至最佳效果,一直为各方利益主体所密切关注。而上市发审委制度的建立,就是在各种反对声音中寻找平衡的结果。但即使是这样一种被视为“市场化”举措的制度安排,也难以摆脱种种质疑,经受着严峻的考验。(参见专栏 2.3)

专栏 2.3

关于证券发行制度的种种质疑

质疑之一:关于证券发行核准权的配置。证监会应当以保护投资者权益为宗旨,通过制订规则,推行强制性信息披露和稽查证券违规行为来实现监管,而不应当介入证券上市的审批事项。现在的情况是,证监会让许多不该上市的股票上了市,又忙不迭地对它们实行查处。

质疑之二:关于上市发审委员。上市发审委员在各自的领域内固然都是专家,但在决定企业是否应当上市方面,却不一定具有专业水准。相当多的专家在审批时都表现了强烈的个人偏好,例如,有的对非环保企业一概否决。而且,因为是匿名投票,他们的责任心值得怀疑。

我国上市通道过于狭窄,上市成为稀缺资源,在这种供求极度不平衡的情况下,加上中国传统的“人际关系”事务治理路径,发审

委员已经成为被“公关”的对象。事实上,一些地方已经将发审委员名单装印成册,以每本 50 元的价格出售。在目前不存在有效地避免发审委员被公关“俘获”的机制情况下,股票上市的核准质量值得担忧。

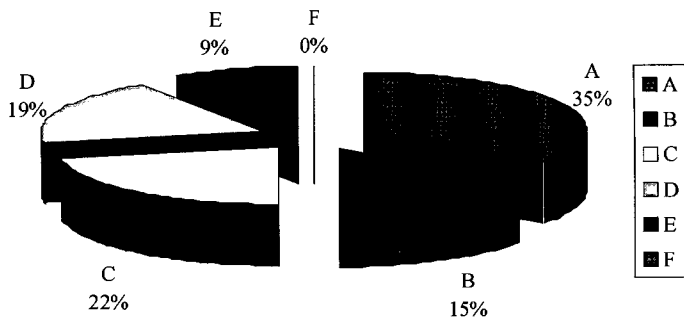
质疑之三:关于发行的法律标准。在现有的法律框架内,产生了发行和上市的联动效应。能够上市的企业,才允许公开发行股票。这样也就造成了股市的结构性缺陷,公司竭力想上市,因为上不了市,就不能发行,而且,公司上了市就不想退市。现在要退市,就必须和当地政府协商,还要动用公安、检察等行政、司法力量,成本实在高昂。

《公司法》第 137 条规定,公司发行新股,必须具备的条件之一是,前一次发行的股份已募足,并且间隔一年以上。这样,公司首发的时候,就想拼命发个够。这项规定,其实在一定程度上激励了赌博行为。而我国《公司法》的修改太难,在一些市场化程度比较高的国家,例如英国,一年可以修改数次公司法。

资料来源:根据 2002 年市场调研的记录整理

实地市场调研的结果,基本上在随后的问卷统计分析中得到了反映。市场业界人士认为,发审委的激励约束机制、发审委成员的主观偏好等都存在相当大问题。(参见下表)

问题:发审委制度中最主要的缺陷



选择项	比例
A. 发审委激励约束机制不足	35%
B. 发审委专业水平有限	15%
C. 发审委成员主观偏好过大	22%
D. 发审委易受人际关系影响	19%
E. 其他问题_____ (请根据自己的见解补充)	9%
F. 没有做任何选择	0%

这些问题的出现,很大部分不应归因于证监会,而在于法律规定本身以及有关部门的“职能接口”不够顺畅等原因。(参见专栏 2.4)

专栏 2.4

关于证监会的职权及部门间的“职能接口”

《证券法》第 167 条规定的监管机关职权范围太广,审批和核准的权利范围太大,对行政监管依赖过重。这在客观上增加了行政随意性的可能。

尽管证监会拥有一定的监管职权,但监管手段却相对缺乏。例如,根据《证券法》第 168 条第 4 款,对有证据证明有转移或者隐匿违法资金、证券迹象的,证券监管机关可以申请司法机关予以冻结。但在操作过程中,在地方保护主义的影响下,当地司法机关往往借故不予配合,协商成本极其高昂。而且往往最后司法机关答应实施冻结了,违法者早就成功地转移了资金。另外,现在法院对证券案件的认识水平相当有限,每办理一件证券案子,几乎都需要证监会的人员对法官进行相应的知识培训。最高人民法院关于受理证券虚假陈述案件要以“行政处罚”为前置程序的规定,几乎使证监会的每一个处罚决定都面临成为被告的危险。证券监管对行政依赖过重。

此外,公安部关于经济案件的追诉标准太低。按照现行的标准,几乎每一件证券案件都要移送刑事执法机关。国务院关于行政执法移送案件的规定,严禁以罚代刑,而且还由同级的检察机关

负责监督。如果发现以罚代刑的,还要追究渎职罪。这样使得证监会在监管中不但要疲于应对,还要面临渎职罪的威胁。

在法院受案方面,证券法规定的操纵市场违法犯罪行为,刑法和刑事诉讼法配套的关于证据形式的规定过于严苛。中国证监会发现的违法行为要移送公安部门,移送时要提供充足的证据。但是,中国证监会在采集证据方面缺乏手段,而这些手段只有公安机关才具备。所以,公安机关经常不受理移送来的案件,理由是证据不够充分。甚至中国证监会提出要对违法公司进行财产保全时,要与普通当事人一样要提供担保。一家证券公司的账户上都有相当多的钱,多家公司账户上的钱就更多,所以提供担保的数额也不少。中国证监会内部财务上也没有这个科目支付现金来提供公安局要求的担保费用。

证监会总的想法是,证监会转变观念、提高监管水平,这本身并不困难,但不可能证监会单兵突进,其最大的障碍还在于理顺和各个行政、司法部门的“职能接口”问题。

资料来源:根据 2002 年市场调研的记录整理

证监会与法院接口不顺,还体现在证券纠纷案件的民事诉讼与赔偿责任问题方面。中国证监会对上市公司虚假陈述造成损害后果的行为给予行政处罚,中小投资者购买该公司的股票受到损失到法院起诉,法院却以“没有法律依据”,及“违法行为与损害结果没有因果关系”为由而拒不受理。这是行政与司法机关界限不清的表现之一。法院忘记了一般民事诉讼的原则,而将证券纠纷案件的复杂性替代了民事诉讼案件当事人的诉权。

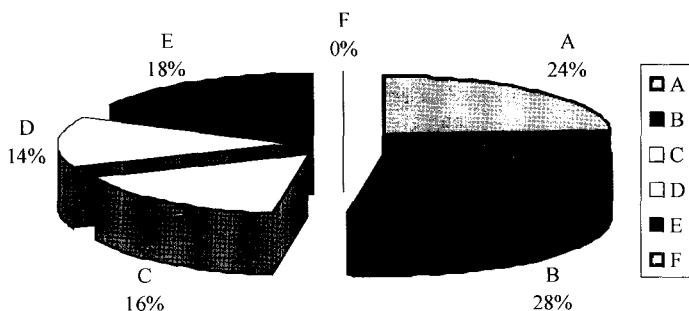
后来法院发布了一个通知,宣布人民法院开始接受上市公司虚假陈述造成的诉讼。但是,该通知有一个前提条件,即法院受理案件的前提是中国证监会已经对该上市公司的违法行为做出了行政处罚。这个看起来符合情理的前提条件,又使得司法与行政部门的界限变得不清晰了:法院受理案件的依据是法律与证据,任何法律并没有规定以行政部门的处罚为受案依据。

法院设置受理虚假陈述类的证券纠纷案件的前提条件,使得此类证券纠纷案件受理变得非常复杂:其一,行政处罚程序较长,包括对处罚不服的复议,还包括对复议不服的行政诉讼,行政诉讼还要经过一审和二审,甚至还有申诉。我国申诉阶段是没有次数限制的,最高人民法院有过受理三次民事案件申诉的记录,整个案件历时九年还没有完结。因此,法院于何时才受理经过行政部门处罚过的证券纠纷的民事赔偿案件呢?这仍是一个非常不确定的问题。

此外,违法一定要经过行政机关处罚为法院受案的前提,诉讼案件的输赢还没有开庭就已经有了结果,法院审判只是确定赔偿数额。如此诉讼可以简化为无需开庭、只认定赔偿数额的裁定即可。情况如此,诉讼也改变了性质,不需要提供证据,不需要辩论,不需要聘请律师,不需要证人证言,更不需要证据。只要有行政机关的处罚,只要征集到原告,就可以作出赔偿数额的裁决。法院对裁决能否执行都不需要考虑了。

证监会与法院、其他相关执法部门职能“接口”不顺,极大地影响了其市场监管绩效。相当比例的市场业界人士,把目前造假盛行归咎于监管部门查假、打假不力(参见下表)

问题:目前券商/会计事务所等中介机构参与造假最主要的原因



选择项	比例
A. 上市资源缺乏,遴选条件过高	24%
B. 监管部门查假、打假不力	28%
C. 市场发现造假行为的成本过高	16%
D. 地方政府保护主义严重	14%
E. 其他方面_____ (请根据自己的见解补充)	18%
F. 没有做任何选择	0%

由于在法律程序上不容易找到解决“接口不顺”问题的方案,所以,在行政部门与司法部门之上需要一个更高权威部门进行协调,才能使两个部门“接口”问题获得解决。架设在行政与司法部门之上的更高权威部门的存在在我国有其必要性。在一般情况下,全国人大及其常委会属于这样的部门:采用“决定”的方式,^①可以协调行政部门与司法机关的“接口”问题。但是,全国人大及其常委会不能保持每天日常的协调工作,而问题是时时出现的,所以,还需要有一个日常协调部门,最好由政治局常委担任领导的部门出面协调(如国务院)。

假定由国务院来协调行政与司法机关“接口”问题,在法律程序上可能出现有失公正的问题。因为国务院本身就是国家最高行政部门,在《宪法》中国务院与最高人民法院(还有最高人民检察院)是同一级别的机构,这两个机构都需要向全国人大报告工作。但是,由于这些机构的负责人在党内机构的职务不同,所以,他们的实际协调各部门接口问题的情况也不同。例如,没有听说过最高人民法院协调与国务院各部委接口问题的事例,只听说过国务院协调行政部门与司法机关接口问题的事例。

解决行政部门与司法部门接口问题的最终方案还需要采用程序方法来解决,因为这样的解决方案是可预见和评价的、可公开和透明的、可诉讼与补偿的。在最终解决方案条件成熟之前,让某个机构来协调也是有效和可行的,只是负面作用要比采用程序协调解决方案要大一些。特别在加入WTO后,要求行政行为与司法行为透明化、

^① 参见:《中华人民共和国立法法》。

要求外国公司在中国市场上享受到国民待遇或最惠国待遇、要求行政纠纷最终要经过司法审查,符合中国对 WTO 的承诺等。在这些条件下,越过法律与程序的协调解决方案,尽管有效与可行,也不宜继续采用了。因为它的不透明与不具有法律根据的特点,违背我国政府对 WTO 的承诺。^①

2.1.6 解决方案:程序设计公正性与“电子化政府”

在信息社会和网络环境条件下,政府正在从传统行政方式转向电子行政方式。政府在信息化社会中,行政工作方式的转变,特别在立法、执法、司法解释、事后监督方面,都将发生较大程度的转变。在此举两个现实中的例子进行比较:

第一个例子:春运铁路客运票价浮动听证会。铁路部门要对春节运输期间的铁路客运票价向上浮动提价。为此铁路部门按照身份证号码随机抽取了 12 位公民作为旅客代表来到北京参加与铁路部门的涨价问题的听证会。为了使听证会更加客观公正,12 位选中的公民到达北京指定的旅馆前要对他们的身份保密,以免外界对他们施加压力或诱惑,直到他们进驻到北京指定的旅馆后,媒体才公布他们的身份。每天他们到听证会现场有专门的客车接送,听证会有电视录像和现场直播,每天会后再由专车将他们送回到旅馆。在旅馆期间电话和通信暂时与外界隔离,以便保证他们发表的意见具有独立性。这是传统政府民主听证最高阶段的表现。尽管这种形式在西方已经有过许多年的历史,在我国仅有一年的历史,全国电视观众和报纸的读者对此举充满新鲜感。^②

另一个例子几乎在同时发生,中国证监会对于“国有股减持”公开在网络上征集方案。不到一个月时间,中国证监会从网络上收到了 4370 多个“国有股减持”的方案。其中不乏很合理、富有市场经验、并且很有见地的优秀方案。^③ 证监会将这些方案归纳整理,总结出七大类方案,最后再总结出“折价减持方案”。最终的方案还没有

① 《中国代表团加入 WTO 议定书》,法律出版社,2002 年 1 月。

② 参见:2001 年 CCTV 春节前铁道部在北京召开春运客票涨价听证会电视转播。

③ 参见张卫星:《中国股市向何处去》,中国商业出版社,2002 年 2 月。

确定,但是,这种方式体现了电子化政府运作方式:第一,大大节约社会与纳税人的成本;第二,争取更广泛的民众参与(任何人都可以参加);第三,可以匿名提出意见和建议,给民众更加宽泛的民主空间发表意见;第四,外界压力、干扰或诱惑等老问题已不再存在。第五,先从程序上保障了决策民主化,然后才能从实质上保障决策科学化,电子网络征集方案,使这两者融合为一体。

上述两种做法,看起来没有太大的区别,都是给公众发表意见的机会,征集公众的意见或建议的方式。但是,两种方法却代表着两个不同的时代:铁路部门的听证会代表会场加电视的工业社会时代,而中国证监会的做法代表了超越时空网络化信息时代。前者会场容纳的代表人数是有限的,每个代表发言的时间也是有限的,而且代表身份公开,没有匿名表达的保护性措施。而后者,参加者达到 4000 多人,既没有会场空间座位的限制,又没有每人发表意见的时间限制,文字表达更不受篇幅限制,还有匿名保护的措施。如果说公众参与程度越高,政府运作的民主化程度也越高的话,后者显然比前者参与程度高数百倍。

从经济学的角度来看,如果采用前者的传统方法,将 4000 多人都运送到北京来,住到指定的酒店,还有 4000 多人的每日三餐与饮水,甚至还需要在特殊情况下的医疗准备工作等,就已经是巨额的开支了。加上每天汽车从驻地到会场的接送工作,每辆公交车乘坐 100 人的话,就要动用 400 辆公交车。400 辆大型公交车同一时间在北京街头运行,一定要动用数百名交通警察清出专用线路,才能保证到达时间。最后,在北京要找到容纳 4000 座位的会场并不多,会场的安排也是非常复杂的事情,例如,代表发言的话筒与时间控制等。要安排这样大的听证会如同召开全国人民代表大会的规模(3000 余名代表)有过之无不及,而且,哪个政府机构有这样一笔庞大的经费开支呢?采用网络化的解决方案,达到了同样的目的,专门经费的开支几乎小到无须计算的程度。这就是电子化解决方案的优势所在!这就是两个时代解决方案的差别所在!

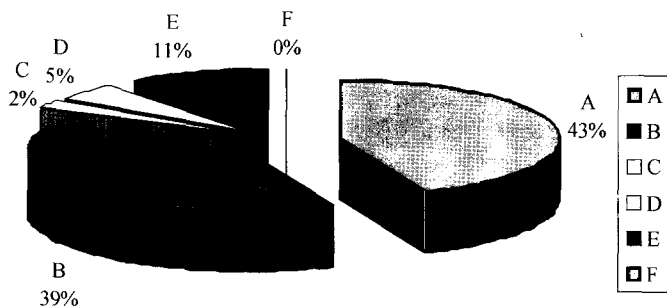
“电子化政府”方案最大的特点是比传统政府的运作方式更加透明。有了更高的透明度,民众参与的意识 and 积极性就会更高,因而政府运作也更加民主。当政府运作更加民主时,政府决策的科学化与

合理化以及可操作性就更高。同时,电子化政府方案还将更大程度地降低政府成本开支,减少政府工作人员数量。

美国经济学家斯蒂格利茨认为,“广义的参与不仅重视结果,更注重过程。强调过程不仅是人们越来越强调均等的结果,也是由于人们更加意识到机构问题。也就是说,我们现在意识到一方(比如,政府)所采取的行动同它所服务的对象的利益之间所存在的潜在的脱节的重要性”。^①

假如,中国证监会在推行“国有股减持”方案的时候,先在网络上征求民众的解决方案,在综合民众的智慧与经验基础上,再提出政府的解决方案,应该比政府自己拿出方案的效果要好得多。市场实践的效果证明,政府的方案是不合理的,也是不可行的,因为缺乏公正性。(参见下表)

问题:“国有股减持”叫停最主要的原因



选择项	比例
A. 政府过多掠夺中小股民	43%
B. 市场无法继续承受国有股减持	39%
C. 减持压低股市,恐外资进入包抄底部,致使利益外流	2%
D. 政府开始考虑向国外投资者减持	5%
E. 其他原因_____ (请根据自己的见解补充)	11%
F. 没有做任何选择	0%

^① 斯蒂格利茨:《参与和社会变革》,转引自胡鞍钢,王绍光编:《政府与市场》,中国计划出版社,2000年1月,第140页。

所以,政府在公布方案 100 天左右,就宣布暂停执行了。政府在自己的方案失败之后,才在网上征集民众的方案。亡羊补牢,虽然晚了,但是路径对了,为今后做这项工作打下了一个好的基础。

2.2 全国人大

2.2.1 全国人大的执法监督职能

在后 WTO 时代,需要一个相对完善的立法体系和执法监督体系,在这方面,全国人大的作用不可忽视。正如前面提到的凯立一案所揭示的,在证券市场监管的权力配置中,存在行政权力与司法权力的博弈与制衡问题。在理想状态下,这两种力量的关系应当相互补充、相互协调,但实践中,制衡与博弈过程中常会出现偏差,在此种情况下,仅靠行政机关与司法机关两个主体难以解决问题,这时就需要第三方力量的介入以达到权力平衡。全国人大作为国家立法机关、最高权力机构以及行政、司法的监督者,是最合适的介入主体。

实践中,全国人大对证券领域的介入路径及作用,主要体现在颁布和修订相关法律、监督法律执行方面。2001 年全国人大对证券执法的大检查,就是一个典型案例。(参见专栏 2.5)

专栏 2.5

2001 年全国人大常委会《证券法》执法检查

2001 年 5 月中旬至 6 月初,全国人大常委会证券法执法检查组,对证券法的实施情况进行了检查。

通过执法检查,全国人大提出了我国证券市场存在以下问题:

1. 证券监管力度不够。证监会现有人员的数量、质量和技术手段都难以适应证券市场迅速发展的需要。对于亿安科技、中科创业等违规行为处理严重滞后和无力;

2. 违规充斥市场。信息披露不真实是上市公司招股、上市、配股和年报工作中存在的一个比较普遍的问题。主要表现在:为

达到上市目的,高估资产、虚报盈利、虚假包装;改变募集资金投向;迎合庄家炒作披露不实信息;上市公司被大股东操纵,损害中小投资者利益;上市公司法人治理结构不完善;

3. 证券公司、咨询机构参与坐庄、操纵股价、严重扰乱交易秩序,部分券商存在向客户透支、挪用客户保护金等问题;

4. 中介机构违背职业道德,为企业做假账、提供虚假证明;

5. 工商、公安、检察院、法院等执法部门条块分割,对证券交易秩序造成不良影响;

6. 缺乏对场外交易调控的机制与法律;

7. 缺乏对B股对国内投资者开放进行规范的法律。

检查组对《证券法》修改提出以下立法建议:

1. 证券法第49条关于上市公司退市方面缺乏具体操作细则;

2. 证券法第63条关于虚假披露民事责任的规定因没有实施细则很难执行;

3. 证券法关于经纪类券商的分类制度不利于券商之间的公平竞争、优胜劣汰;

4. 证券法第13条、24条、38条、127条及133条关于发行人违反真实、准确、完整披露义务缺乏相应法律责任规定;

5. 建议赋予证监会更大的调查权与执法权限;

6. 进一步完善对证券监管部门的监督机制;

7. 在《证券法》、《公司法》中加入独立董事的规定;

8. 完善证券民事诉讼制度。

资料来源:《21世纪经济报道》,2001年7月9日,第14版。

1998年12月29日通过的《证券法》,为规范我国证券发行及证券投资与交易行为、证券市场监管提供了一部基础性的法律,但在执法方面,仍存在许多问题,为此,全国人大及其常委会对证券法执法情况作了一次检查(见专栏),通过这次执法检查,检查组发现了许多

法律漏洞和法律空白,并对证监会的工作提出了看法。全国人大副秘书长成思危在作《全国人大常委会执法检查组关于检查〈中华人民共和国证券法〉实施情况的报告》时指出,“中国证监会作为法定的证券监督管理机构,其监管力度与法律的要求和人民的期望还是有较大的差距”^①。

正如全国人大执法检查所反映的,我国证券市场发展与规范过程中仍有许多立法空白,一些法律如:《投资基金法》、《投资者保护法》等亟待出台;已颁布的《公司法》也需按市场发展进行修订;民事赔偿责任立法仍处于模糊状态。对于这些立法问题,全国人大应当更好地发挥其立法机构的职责,及时制定、出台证券市场发展需要的法律,同时,对证券法律运行中体现出的问题及时作出反映,从而修订和完善相关法律。

2.2.2 全国人大与后 WTO 时代的证券立法与执法

过去,我国对包括证券在内的经济领域的立法,一直采用行政部门提出立法建议、全国人大表决通过这一被动立法模式。这一立法模式,在很大程度上制约了立法机构作用,在后 WTO 时代将遇到越来越多的挑战。

目前,对于证券行业的法律、法规,只有《公司法》和《证券法》是由全国人大作出的立法,具体到调整我国证券领域的规范,更多的是由国务院或证监会颁布的行政法规或行政规章。这固然与我国考虑到经济体制立法的渐进过程而采用的授权立法模式有关^②,但这一立法模式的弊端也是明显的:立法受到政府部门立场的局限,而政府

① 马腾:《五重量级人物担纲,权威报告直斥监管层,全国人大执法检查,股市黑幕空前大曝光》,载《21 世纪经济报道》2001 年 7 月 9 日,第 14 版。

② 一九八五年四月十日第六届全国人民代表大会第三次会议通过《中华人民共和国第六届全国人民代表大会第三次会议〈关于授权国务院在经济体制改革和对外开放方面可以制定暂行的规定或者条例的决定〉》规定,“为了保障经济体制改革和对外开放工作的顺利进行,第六届全国人民代表大会第三次会议决定:授权国务院对于有关经济体制改革和对外开放方面的问题,必要时可以根据宪法,在同有关法律和全国人民代表大会及其常务委员会的有关决定的基本原则不相抵触的前提下,制定暂行的规定或者条例,颁布实施,并报全国人民代表大会常务委员会备案。经过实践检验,条件成熟时由全国人民代表大会或者全国人民代表大会常务委员会制定法律。”

立法又往往缺乏规范的程序与论证过程,在某些情况下,来自市场的内生要求与民意不能得到表达,有可能会制定出违反市场规律与民意的法规、规章。2001年,仅仅强调国家财政部利益的“国有股减持”方案一经出台,就受到市场的强烈抵制而不得不叫停,正是因为该方案在程序上没有经过充分论证,在实体上没有考虑广大投资者利益与意志所致。

中国入世以后, WTO 对政府行为的程序化和透明度都有较严格的要求,全国人大过去的立法模式和监督、制衡模式都应作出改进。由于信息化时代的证券市场变化很快,如何建立针对市场动向作出直接、迅速的反应并体现在法律修改中的高效机制,或者说尽快建立一种法律和立法的反思机制,是入世以后中国证券市场对全国人大及其常务委员提出的挑战和要求。在这一点上,英国贸易与工业部(DTI)可为借鉴。DTI 每年对英国的公司立法及其实施绩效向业界广泛地征询意见,以此为基础,形成若干修改公司法的议案,呈报立法机关,保证了公司法每年都得到适时的修正,适应了资本市场变化迅速的需要。我国也可以考虑在全国人大下特设“资本市场法律评估与修正机构”,负责对资本市场法律的适时评估,并及时提出修正建议。

另外,美国国会的做法,也值得借鉴。美国国会对公司法的听证、修订,就不仅仅考虑政府的请求,还考虑市场的要求,在此基础上独立地对法律作出评估,并及时修订。安然、安达信和世界通信事件出现以后,在执法机构、民间索赔机构(众多股东民事诉讼)立即采取行动的同时,美国国会也开始运作并直接介入,通过充分听证程序讨论重新立法。2002年7月,美国国会通过了专门针对上市公司造假行为的新公司修改法案,并于2002年8月正式实施。

在后 WTO 时代,为了与国际惯例和 WTO 对中国政府和法院的要求保持一致,借鉴美国经验,全国人大的工作可从以下三个方面着手进行改进:第一,对政府颁布的行政法规、行政规章进行监督,并在已有的立法授权模式下,寻求一种对行政立法工作的有效监督与回应机制;第二,对司法机关的司法活动及“法官造法”行为进行监督。但这里一个需要解决的问题是,如何在合理的司法监督与司法

独立之间找到一种平衡;第三,作为《证券法》的立法机关,作为国家最高权力机关,对于行政机关、司法机关在行政执法与司法过程中的冲突与歧义,全国人大应当通过法律解释等方式,起到协调行政权力与司法权力冲突的作用。例如,凯立公司案中体现出的司法权力对证监会行政自由裁量权的干预、令人困扰的财政部会计规则解释权与证监会会计审查权之间的协调,这些均超出了证监会权力范围。一个可能的进路是,由全国人大针对相关法律(《证券法》、《会计法》)相关规定作出解释或决定,或者对行政规章按照《立法法》的权限进行调整,以解决行政机关与司法机关对问题的不同认识与纷争。

2.3 法 院

2.3.1 GATS 对法院的要求

法院作为审判机关,是社会矛盾和纷争的调节器,更被视为健康社会的最后屏障。在 WTO 中,具有发言权并主导着规则制定的,多为经济、法制相当发达的国家。在这些国家中,法院(法官)地位崇高,在组织社会运作方面,其作用不可或缺。故而,作为强势方胜出的世贸多边谈判和博弈的结果,WTO 规则中凸显着法院的作用(参见专栏 2.6)。

专栏 2.6 GATS 中的规定及其理解

《服务贸易总协定》第 6 条“国内法规”第 2 款规定,每一成员应维持或尽快设立司法、仲裁或行政庭或程序,在受影响的服务提供者请求下,对影响服务贸易的行政决定迅速进行审查,并在请求被证明合理的情况下提供适当的补救。如此类程序并不独立于作出有关行政决定的机构,则该成员应保证此类程序在实际中提供客观和公正的审查。前述规定不得解释为要求一成员设立与其宪法结构或其法律制度的性质不一致的法庭或程序。

对前述规定可作如下理解:

第一,在服务贸易领域,WTO并不排除各成员通过行政复议的方式对行政决定作出终局性的审查或对行政行为的相对人给予最后的适当救济,只要有相关的WTO成员确保这些程序能做出客观和公正的审查。

第二,GATS并不要求各成员在服务贸易领域中所有的行政决定都经受审查,只有各成员在已作出具体承诺的服务部门中的行政决定才如此。

第三,受审查的对象既包括实施有关行政法规或行政管理规定的具体行政行为,又包括那些具有普遍适用性的影响服务贸易的各种抽象行政措施。

第四,GATS的规定,体现了GATS对各国宪政体制的足够尊重。即GATS不要求各成员建立与其宪法结构或法律制度的性质不一致的司法审查机构或程序。

上述WTO规则,主要是对各成员国司法审查机制的构建提出了要求,冀望各成员国构建一套制衡行政权力的机制。然而,且不论WTO对司法审查机制的要求,即使在WTO规则之外的、要求法院定纷止争的基础性职责承担方面,我国法院都尚有相当差距。

2.3.2 司法边缘化:证券市场上的法院失灵现象

中国证券市场运行12年来,法院面对的纠纷繁多,但是相当部分都是按照通常的刑事、民事规则和程序来处理,如受贿、贪污、侵权、违约等刑事或民事纠纷。但随着《证券法》的颁布,许多证券市场独特的行为模式,如虚假陈述、内幕交易、操纵市场等层出不穷,实难以简单地套用传统的法律规则。而且,随着市场的纵深发展,这类案件的涉及面日益广泛,投资者实现民事求偿权的愿望愈益强烈。然而,法院在这方面的介入程度和表现水准却着实差强人意,甚至广为人们所诟病。(参见专栏2.7)

专栏 2.7

证券纠纷解决中的司法边缘化

1980年以来,法院对因内幕交易、操纵市场、虚假陈述等侵权行为而引发的证券民事赔偿纠纷受理不多,即便受理了也都未进入实体审理。例如,从“红光实业”、“琼民源”到“大庆联谊”、“亿安科技”、“银广夏”等等,那些遭受损失的中小投资者至今未能通过法律途径获得补偿。这不能不说是中国证券市场的重大遗憾。

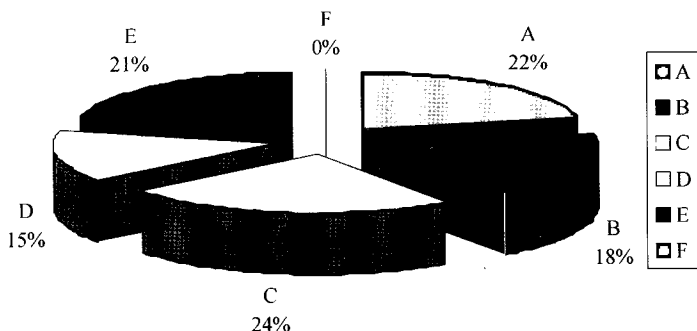
面对我国证券市场上市公司和中介机构造假事件层出不穷、投资者屡屡受损的状况,最高法院曾在2001年9月21日颁布了《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》。要求全国各地法院暂时不要受理证券欺诈民事赔偿案件。最高法院不予受理的理由,基本上可以归纳如下:(1)立法条件的局限,即目前立法对这方面的规定不明确;(2)司法条件的局限,即目前法院不具备受理和审理这类案件的条件。

在多方呼吁和批评下,最高人民法院对证券民事诉讼的态度和立场略有松动。2002年1月15日,最高院下发了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》,法院开始有条件地受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件。在该《通知》中,对案件受理条件有严格限制,例如,设置了由中国证监会及其派出机构作出生效处罚决定的受理前置条件,同时排斥了集团诉讼的案件等等。该决定受到了市场各方的质疑。(下文将详为阐述)

资料来源:根据实证材料整理

从实证材料分析,尽管目前投资者利益得不到保护的原因相当复杂,但司法缺位仍被市场视作一个极为重要的因素。(参见下表)

问题:证券市场投资者得不到保护最主要的原因



选择项	比例
A. 政府监管经验不足	22%
B. 市场中介机构自律不足	18%
C. 司法介入缺位	24%
D. 部门利益冲突	15%
E. 其他问题 (请根据自己的见解补充)	21%
F. 没有做任何选择	0%

不过,从不受理到受理,中国证券市场的法治进程还是前进了一大步。据最高人民法院统计,《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》下发至今,上海、哈尔滨、济南以及成都等地中级人民法院已经受理 200 件左右针对 ST 嘉宝、大庆联谊、圣方科技、渤海集团、ST 红光等上市公司提起的虚假陈述民事赔偿案件。此外,相关的案件还有世纪星源诉《财经》杂志侵权案、某 PT 公司原独立董事诉管理层案、ST 东源与重庆钢铁资产置换案、中科创业股价操纵案……。随着这些案子的开庭审理,法院将会对市场有更多更深的介入,司法也必将对市场运行产生更多的影响。^①

2.3.3 法院“逃避”证券纠纷的背后

我国法院长期游离于证券民事赔偿诉讼之外,目前虽然对此开

^① 金烨:《证券市场法治化程度日益提高》,载于全景网。

了个口子,但却受到了多方质疑。首先,从法理上看,它缩小了《民事诉讼法》规定的受案范围,强化了政府机构的地位,限制了公民通过诉讼取得救济的权利,与WTO所倡导的“司法救济”精神相悖。其次,从逻辑上看,“司法以行政为先导”的安排很可能将限制法院对行政行为进行司法审查,同样有违WTO的宗旨(关于这点,将于本节的最后部分予以详加阐述)。最后,从效果上看,职责的加重将有可能影响到证监会的积极性,在查处违规行为时畏首畏尾甚至“多一事不如少一事”。在市场调研期间,一些证管办的负责人强调指出,最高院的这则《通知》,使得证监会的几乎所有处罚决定都面临诉讼的威胁,因为被处罚方为了在随后的民事诉讼中争取时间或其他有利条件,都倾向于以不服证监会的处罚决定为由提起行政诉讼。这将使本来已经相当繁累的证监会更加不堪重负。

法院目前所面临的尴尬态势,真切地反映着我国证券市场法律体系和司法体制准备的不足。

从法院所处的大环境来考察。在社会转型阶段,法院的司法运作常常受到各方面的制约,难以真正实现社会弱者的保护神和社会利益平衡者的角色。

一方面,证券市场的特殊性和广泛性,决定了对每一个证券欺诈侵权赔偿案都不能简单视之。因为每个案件的背后都有数以万计的股民在翘首观望、数以千计的案件在积攒并等待着爆发。从政策风险来看,为了个案而引发不计其数的案件是现行体制下的法院决策者所不愿意看到的,因为他们要应付的任务已经足够繁重。在这种情形下,法院所面临的局面就极其微妙。如果允许同类型的案件可以集团诉讼,则因为诉讼成本低廉,广大的投资者将蜂拥而至,引发“诉讼爆炸”,法院着实无力承担。但现在要求所有案件都单独审理,法院同样面临极大的工作压力。例如在法院受理的大庆联谊案件,共有近千名投资者起诉,法院的任务极其繁重,以平均每天开庭的最大数量计算,这些案件全部开完庭需要一年多时间。从社会资源的角度考虑,这些案件的性质完全一样,只是情节不同而已,法院是在浪费自身极其宝贵的资源,同时也在浪费当事人、律师等社会资源。

另一方面,在社会转型阶段,在“角色”意识的支配下,法院往往

以社会、经济的积极角色自居。以前有“保驾护航”说,现在有“追求社会效应”说。对法院这种心理,有人表示质疑。认为法院通过对自己的高定位,动辄以社会稳定、经济发展等虚拟的目标为幌子,谋求自己的政治利益。

我们以为,对于法院这种立场或者态度,应当区分不同的情况。一方面,作为国家的审判机关,通过具体案件的审理来实现国家的总体目标,例如社会稳定、经济发展等无可厚非,尤其在中国目前司法政治化、行政化趋势明显的现状下,法院在很大程度上是因为受到了政治上的压力而被动地采取这种态度。反过来,长期以来的这种做法进一步强化了法院的心理暗示。这从法院在审理案件中的不时表态或邀功就明显可见。另一方面,无可否认,法院的这种心理,极大束缚了法院的自身真实定位。法官审理案件不论纠纷的是非曲直而坐论案件的后果,当这种情形甚至被作为所谓的经验加以推介时,更值忧虑:首先,社会稳定和经济发展问题并不是法院的法官所能够准确把握的,因此,完全可能因为法院对案件的处理不当,从而影响社会稳定和经济发展。其次,这种大而无标的目标,往往容易使法院掺杂自身利益的行为冠冕堂皇化。

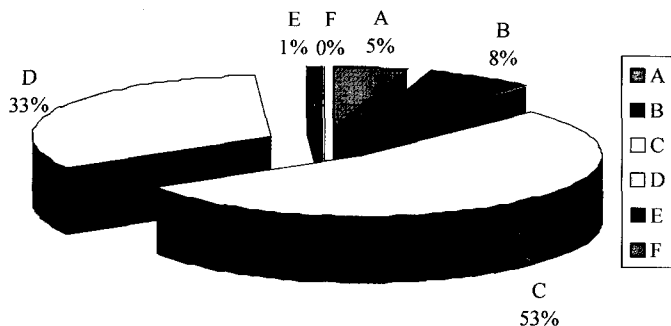
从深层次原因看,最高人民法院拒绝受理证券欺诈民事案件,其背后的缘由可能是自身部门利益的考虑,一位法官的话反映了法院系统不少人的心理:“他们把所有的权利全都拿走了,却把麻烦往法院推。”^①从法院系统正式和非正式的言论和行为来看,法院系统从上到下,对证券市场的理解都还存在一定的偏差。许多法院在执行证券案件时受到一定程度的抵制,在这种情况下,法院可能将对证券市场的感受转化为对整个证券法律体系的感受,甚至对中国证监会都存有一定的误解,认为中国证监会没有协调好法院与交易所的关系,从而对证券市场的整体监管态度并不积极。此外,我国法院对国外证券市场盛行的诉讼机会主义(或称滥诉、缠讼行为)也存在一定程度的担心。而且目前中国已经有了这方面的趋势。一般来说,如果只有股东个人起诉,往往难以形成趋势,但是,股东诉讼往往以集

^① 邵颖波:《股市的“公道”在哪里?》,载《经济观察报》2001.10.1—10.8, D1版。

团形式出现,我国虽然没有集团诉讼,但民事诉讼法规定了类似的代表人诉讼的模式。这种模式通常由律师主导。学术界一直对此存在担忧,由律师主导的诉讼往往就是以实现律师团体的最大利益为结果,这并非杞人忧天。对证券欺诈行为实体操作最为热闹的是律师团体,许多律师、律师事务所都将这个问题当作扩大名声或者收入的机会,而纷纷大造舆论,无形中给社会和司法机关平添许多压力,这也是法院对证券民事诉讼产生犹疑的另一原因。

当然,以上是相对深层的原因分析。而从表面上看,至少从市场各方认同的角度看,目前法院尚不具备足够的解决证券市场纠纷的能力,主要的问题还在于法律规定缺乏可操作性。(参见下表)缺乏操作性的问题部分根源于社会补偿机制的匮乏,另一些则正有赖于完善相关法律制度来加以解决。

问题:目前法院尚不具备足够的解决证券市场
纠纷能力的最主要原因



选择项	比例
A. 证券监管政策性过强	5%
B. 证券市场纠纷解决方式技术性强	8%
C. 法律规定缺乏可操作性	53%
D. 法院缺乏相关知识和实践经验积累	33%
E. 其他方面_____ (请根据自己的见解补充)	1%
F. 没有做任何选择	0%

2.3.4 后 WTO 时代的司法介入:证券监管的有力补充

与我国法院对证券市场民事权利的弱势救济形成鲜明对照的,是发达国家中法院的积极介入,对证券市场监管发挥了巨大的作用。(参见专栏 2.8)

专栏 2.8

美国纽约州最高法院对美林公司的禁令

2002 年 4 月 8 日,美国最大的证券公司之一美林公司(Merrill Lynch & Co.)收到来自纽约州最高法院的禁令。该禁令要求:从 4 月 19 日起,美林公司发布的任何证券分析师分析报告都必须注明:(1) 美林公司与所推荐的上市公司在过去三年中是否有过投资银行业务、目前是否仍有以及将来是否打算有此业务;(2) 美林公司所使用的股票评级系统中各档评级的百分比分布。

该禁令源于 2001 年 6 月起纽约州检察长艾略特·施皮策(Elliott Spitzer)对美林公司股评分析师的立案调查。调查发现:(1) 美林的分析师通常一面向公众大力推荐股票,一面又私下在公司电子邮件中大骂这些股票为“垃圾”;(2) 作推荐时,不披露美林是否与所推荐公司在过去、现在以及打算将来存在投行业务关系;(3) 未进行申明而在事实上只使用五级股评系统中的三级,误导投资者。施皮策认为,赢得并保住投行客户的考虑也不恰当地被置于股评分析的客观独立性原则之上,强大的利益驱动导致美林内部的“中国墙”形同虚设,这些股评师的推荐构成了纽约州 1921 年通过的《马丁法案》(Martin Act)中所界定的“欺诈行为”。

纽约州最高法院的禁令不仅对美林,而且对美国整个证券行业都有约束力。而一旦判决作出,按照美国的判例法原则,今后类似案件也将同样适用。特别引人瞩目的是,股评分析师的行为,通常是由美国证监会(SEC)通过行政规章加以规范的,而这次变革却是由司法系统主导推动的。2002 年 4 月底,SEC 也开始着手展

开一场声势浩大的调查,目标直指分析师的利益冲突问题。这次调查是迄今为止 SEC 就此问题进行的规模最大的检查,而作为州司法官员的施皮策也被要求参与这项以联邦监管机构为首的调查。紧接着,SEC 准备对一项新的提案进行投票,该提案旨在“减少分析师和投资银行家之间的联系以解决华尔街的利益冲突问题”。

5月21日,美林公司正式与施皮策达成和解协议。美林同意:向纽约州支付4800万美元,向其他州支付共计5200万美元;将分析师的收入与投资银行业务分离;成立研究推荐委员会,审查所有的股票首次评级和评级变动。与此同时,投资者针对美林及其分析师不当行为的集团诉讼仍在继续,而包括摩根士坦利、所罗门美邦、瑞银华宝在内的诸多知名投资银行也受到了广泛调查。

“Wall Street: How Corrupt Is It?”, Business Week, 2002/5/13.

陈志武:“美林案订立华尔街新规则”,《财经》,2002年第10期。

李树峰:“针对华尔街投资银行的广泛调查”,《财经》,2002年第12期。

的确,后 WTO 时代的证券市场监管,需要一个由政府机构、法院、行业协会、证券交易所、独立媒体和投资者组成的多元体系。在美国,证券监管大体上采取“行政与法院相配合”的模式,上述案例表明,包括州法院和联邦法院在内的法院系统对完善监管发挥着重要作用。在投资者保护方面,法院提供了一条与证监会并行的渠道,两者形成了既彼此合作、相互补充,又在一定程度上竞争的共生格局。法院救济的存在,促使证监会更加积极地提高自身能力,激励其更加主动地履行监管职能,同时减少其权力“寻租”的机会。仍以美林案为例,施皮策的调查以及纽约州最高法院的禁令,并没有像一些人担心的那样造成“美国证券法的分裂”。相反,通过与 SEC 现任主席哈维·皮特(Harvey Pitt)的沟通,州司法系统非常顺利地争取到了联邦证券监管机构的合作,并推动了后者在这一领域的工作。事实上,纽约州检察长和法院的介入,可能还在某种程度上减少了 SEC 的难度和尴尬,因为皮特本人在成为 SEC 主席前正是美林公司的代表律师。

在美国,法院介入证券监管的另一个职能是提供规则。尽管已相对详尽具体,但美国的证券立法也不可能事无巨细地穷尽所有问题,而众多条款的解释权必然要留给 SEC 和法院。效率高、执法严的 SEC 通常会先于法院主动设立规则,这时法院所起的主要作用是进行司法审查。而当 SEC 效率低或执法不严时,法院则可挺身而出,以判例形式设立规则。自 SEC 成立的七十年来,通过法院与行政部门的这种互动和制约,规则制定权(解释权)得以动态分配,美国证券市场取得大发展。^①

我国目前的证券监管基本上采取“行政主导”模式,中国证监会事实上承担了这项任务的主体,法院作用的发挥十分有限。诚然,中美之间在政治制度、经济状况、法律体系、历史渊源等方面存在巨大差异:中国不存在“三权分立”和“联邦制”的架构,不实行“判例法”体制,也缺乏通过法院及诉讼机制解决社会矛盾的传统,但上述理由仍不足以赋予“弱法院”现实充分的合理性。以证券民事赔偿案件为例,如上所述,2001年9月24日,最高人民法院下发通知,明确暂时不予受理证券市场因内幕交易、欺诈、操纵市场等行为引起的民事赔偿案件。据悉,这一规定的理由有三:一是法院缺乏审理证券案件的经验;二是为投资者减轻举证责任;三是防止出现滥诉。实际上,举证责任的问题可以通过调整实体法或诉讼法中的规则(如推定过错,举证责任倒置等)解决,而考虑到中国现状,滥诉似仍不应成为目前规制的重点。在美林案中,纽约州法院的禁令和检察长调查所得的证据,充分证明了欺诈的事实,便利了接下来的众多投资者赔偿诉讼,但后者并不以诸如 SEC 的处罚为前提。

对于证券类案件,法官能力上的欠缺确实是制约法院介入程度的一个重要因素。从长远来看,要取消类似“前置程序”的规定,加强法官培训、提高法官素质、增强其驾驭证券纠纷案件审理的能力必不可少。作为过渡性方案,可考虑由最高人民法院从全国抽调精通证券业务的法官,在上海和深圳设立特别法庭,分别由上海市高级人民法院、广东省高级人民法院直属,专门负责证券民事诉讼案件的处

^① 陈志武:《法院如何介入证券监管》,《财经》2002年第10期,第68页。

理,在试点实践中探索和确立证券民事责任的原则,为修改完善《证券法》及《公司法》的有关规定积累经验。实施该方案的理由如下:首先,公开股票交易市场中投资者地域来源的广泛性,决定了无论是到证券交易所所在地上海或深圳去起诉,还是到被告所在地起诉,这方面的总体费用支出并无多大差别。其次,交易所负有对上市公司、证券公司等实施一线监督职能,这也非常有利于生效判决的执行。^①第三,上海、深圳两个法院的法官从证券法律的业务素质上来说,相对其他地区应更能适应审理此类案件的需要。第四,集中审理可以比较彻底地克服法律适用不统一的弊端。

2.3.5 制衡的界线:司法与行政监管的边界

司法对证券市场的介入,具有深远的意义与影响。一方面,通过行政权力的司法审查,起到了对这一公权力的监督与制衡作用;另一方面,司法审查还保护了投资者、上市公司等行政相对人的私权利。通过行政诉讼来监督行政权的行使,有利于证监会加强对证券市场的监管,有利于规范股市秩序。曾引起广泛关注的凯立案还凸显着司法对行政的审查边界问题。

凯立案中二审法院认定,“中国证监会在审查中发现有疑问的,必须委托主管机关或者专业机构对相关会计资料是否真实作出确认之后,才能以此为根据作出查处”。二审法院的这一作法,直接干涉了中国证监会对行政相对人申报资料的会计检查权。

1999年10月31日修订通过的《中华人民共和国会计法》第33条明确规定:“财政、审计、税务、人民银行、证券监管、保险监管等部门应当依照有关法律、行政法规规定的职责,对有关单位的会计资料实施监督检查。”根据这一规定,证监会在证券监管领域享有对包括凯立公司在内的发行上市申请人会计资料的检查权。证监会的这一权力,在《证券法》第177条和第202条的规定中也得到了呼应和再次体现。无论从这些法律的文义还是从立法本意来看,会计资料的检查权与相应的会计资料真实性的认定权,中国证监会都能直接享有。

^① 王幽深:《对上市公司信息失真赔偿两个程序问题的思考》,载北大法律信息网。

而解读二审判决,不难看出,二审法院并不认为证监会可以直接对凯立公司会计资料的真实性作出独立判断,而必须求助于其他主管机构或专业机构,这无异于否定了证监会对会计资料实质上的检查权。

司法权力与行政权力的监督与制衡,应严格限定在合理的界线内,即只进行合法性审查,而不应当干预行政机关正当的行政权力和行政自由裁量权。本案中,二审法院对证监会正当权力的侵犯,暴露出了我国行政司法审查方面存在的问题:(一)微观层面上的法官专业素养问题:二审法院对于法律已明确赋予证监会的行政权力,仍通过司法程序作出不当的限制,反映了法官的法学素养及会计知识与证券等相关知识准备的匮乏;(二)宏观层面上司法权对行政权的不当干预:在证券监管领域运用会计检查权并作出相应的决定,属于中国证监会行政权力的范围与行政裁量范围,一般情况下,司法机关不应进行审查^①。司法机关通过司法判决的方式对这一权力作出任何形式或实质上的限制,均构成对行政权司法审查的失当,超越了应有的界线。

在证券监管领域,法院应当对证监会的市场监管能力保持足够的认同和尊重,这本身需要相当的专业素养,否则即使是在法律体系已足够完备、“接口”不畅问题并不存在的情况下,也会产生无形的“认识接口”问题,反过来会强化证监会对法院的排斥心理,难以形成司法和行政优势互补、共同监管市场的良好格局。只有存在彼此认同的基础,法院才有条件对证监会可能存在的不当做法予以妥当的司法审查。

2.3.6 全面的司法审查:WTO 条件下法院的未来之路

在 WTO 背景下,凯立案呈现的问题也许只是未来我国证券市场面临诸多问题的冰山一角。法院要走的道路还相当漫长。除了对行政机关的具体行政决定进行司法审查外,法院还肩负着对抽象的行政行为即行政规章或其他规范性文件进行司法审查的重任。

如前所述,《服务贸易总协定》第 6 条“国内法规”第 2 款,对各成

^① 罗豪才主编:《行政法学》,北京大学出版社 1996 年版,第 119 页。

员国司法审查提出了要求,尽管独立、公正的仲裁或行政程序也能够起到替代司法审查程序的作用,但考虑到在我国,在后两类救济安排缺位的情况下,司法审查无疑重任在肩。

GATS 第 6 条规定,当一项承诺中的服务提供需要经授权时,成员国的主管机关应在合理时间内,应申请者的要求,将有关申请的状况及时通知申请者而不应有不适当的延误。如认为根据受影响的服务提供人的请求,对影响服务贸易的行政决定进行迅速审查的理由正当有理,应当提供适当的救济。这些规定表明,在 GATS 中,行政机关的政策,具有普遍约束力的决定和命令,根据申请者的请求,可以提起司法审查。如果申请人的请求有理,还必须提供相应的司法救济。这条已经突破了我国《行政诉讼法》的规定。根据该法第 12 条的规定,抽象行政行为,即行政法规、规章或者行政机关制定发布的具有普遍约束力的决定、命令,不属于法院的受案范围。对这一与 WTO 司法审查规则不一致的法律规定,在过渡期内,可以考虑由全国人大颁布特别条款的方式加以协调,以后在修订法律时再将其一体纳入。可以预见的是,在外资进入的 WTO 背景下,承担着调控和监管证券市场职责的证监会,其发布的相当多规范性文件,都将面临司法审查的可能。国有股减持办法、抬高增发门槛的规定,假设发生在外资进入的背景下,都可能经历一番“行政——市场——司法”多方互动博弈的过程,由证监会一方垄断规则制定的局面,将转化为由证监会主导、市场方质疑、法院司法审查的“规则形成”格局。届时,法院面临的压力不难想见,同样可以预见的是,将会有更多的行政和司法审查的接口问题需要解决。

2.4 第三部门:协会组织

2.4.1 转轨背景下的证券市场中介协会组织:逆向生长中的功能异化

根据理论上的国家、市场和社会的“三分法”,中介协会组织属于第三部门。作为沟通国家与公民、政府与市场之间的桥梁,协会组织作为维持证券市场生态平衡的一支重要制衡力量的参与必不可少。在后 WTO 时代,它还是分担政府风险、保护民族证券业的一支重

要的民间力量。(参见专栏 2.9)

专栏 2.9

中国证券市场上的中介协会组织

从证券市场中介行业协会建设方面看,律师行业起步最早,于 1986 年组建了自己的行业协会,在不断发展中,现在全国范围内形成了以中华律师协会为总会,连同各省市的地方律师协会的完整行业协会体系,现有执业人员 11 万多人,各类律师事务所 9100 多个。中国注册会计师协会是由 1988 年 11 月 15 日成立并接受财政部监督、指导的中国注册会计师协会和 1992 年 9 月 8 日成立并接受审计署监督、指导的中国注册审计师协会,于 1995 年 6 月 19 日联合组成了注册会计师全国组织。联合后的中国注册会计师协会目前拥有个人会员 12.4 万人,其中注册会计师 5.8 万人,非执业会员 6.6 万人,团体会员 6700 家,是亚洲及太平洋地区会计师联合会的成员和国际会计师联合会的成员。中国证券业协会成立于 1991 年 8 月 28 日,至 2002 年 6 月底,会员为所有证券公司、基金管理公司、证券投资咨询公司以及特别会员单位 212 家,遍布全国除西藏、香港、澳门、台湾外的各个省、自治区、直辖市。中国证券业协会与证券商协会国际联合会、亚洲证券分析师公会等国际组织建立了联系,并成为亚洲证券论坛的正式成员。中国资产评估协会成立于 1993 年 12 月,成员为注册资产评估师和资产评估机构,现有团体会员 3800 多个,个人会员 14000 余名,有地方分会 31 个,并于 1995 年 3 月加入了国际评估准则委员会。可以说,中国证券市场已经形成了一个基本完备的行业协会体系。

资料来源:中华全国律师协会网页: www.lawyers.com.cn, 中国注册会计师协会网页: www.cicpa.org.cn, 《财经时报》2002 年 7 月 5 日—7 月 11 日投资新闻, 中国证券业协会网页: www.s-a-c.org.cn。

与证券市场有关的行业协会组织主要有律师协会、注册会计师

协会、证券业协会和资产评估协会(参见专栏 2.9),其作为会员制社会团体法人和自律性组织的法律地位,在《中华人民共和国律师法》第五章(律师协会)、《中华人民共和国注册会计师法》第五章(注册会计师协会)、《中华人民共和国证券法》第九章(证券业协会)和《社会团体登记条例》中,依照各协会的章程得到确立。

根据上述法律和章程,这些协会的职责主要包括:督促会员贯彻执行国家法律法规;制定同业公约和自律规则;制定从业和业务规则;管理会员;加强会员与政府部门的联系;维护会员的合法权益,制止侵害会员合法权益的行为;加强协会会员之间的交流,协调在业务方面发生的争议;促进会员间的职员业务培训和与业务有关的调查研究并提供咨询服务;促进与国外同业的交往与合作。

虽然上述行业法律和社会团体登记条例都赋予证券业中介协会以独立的社团法人地位,但其独立性还是受到多方的制约,在组织、人事、经费、权力来源上都缺乏自主性,其原因在于,与欧美国家不同^①,我国的证券业中介协会生长于转轨背景下的制度土壤中,它们的成长不是自发地组织成立并自发地生长的,而是在政府部门主导下的逆向生长,从人员配置到资金都有行政依附性^②,而这种依附使协会易受行政干预的影响。根据各协会的章程(如证券业协会章程第4条规定),协会接受主管机关如证监会和社团登记管理机关的业务指导和监督管理,但章程中没有规定指导和监督的范围,这实际上扩大了行业法律和《社会团体登记条例》所规定的监督范围(参见专栏 2.10),这同样会影响协会自律的独立性地位。协会的决定就可能被上级行政主管部门改变,会员遵守的很可能是行政机关的意图,而不是协会的自律规范。

① 欧美的中介行业协会作为独立的社会团体,相对于国家的行政部门有很强的自治独立性和很强的行政制约性,除非议会制定的法律规定,权利和职责不受行政部门干预,并只接受法律监管而非业务细节监管。

② 协会的资金来源部分是会员的会费,部分是国家的行政拨款,参见 www.lawyers.com.cn。

专栏 2.10

《社会团体登记条例》制定的职责范围

第二十七条 登记管理机关履行下列监督管理职责：

- (一) 负责社会团体的成立、变更、注销的登记或者备案；
- (二) 对社会团体实施年度检查；
- (三) 对社会团体违反本条例的问题进行监督检查，对社会团体违反本条例的行为给予行政处罚。

第二十八条 业务主管单位履行下列监督管理职责：

- (一) 负责社会团体筹备申请、成立登记、变更登记、注销登记前的审查；
 - (二) 监督、指导社会团体遵守宪法、法律、法规和国家政策，依据其章程开展活动；
 - (三) 负责社会团体年度检查的初审；
 - (四) 协助登记管理机关和其他有关部门查处社会团体的违法行为；
 - (五) 会同有关机关指导社会团体的清算事宜。
- 业务主管单位履行前款规定的职责，不得向社会团体收取费用。

由于中国证券市场里的协会组织的上述生长背景，使其功能发生了扭曲，尤其是在自律和制衡两个方面，其功能并没有很好地发挥。

在律师法第 37 条、证券法第 162 条和各协会的章程中，自律作为协会的首要职责得到了确立。但实现自律是有先决条件的，即法律允许和保护协会及其成员作为独立的权利主体。只有权利主体具有足够的独立性，才有自律的可能。

由于经济体制转轨的历史原因，证券业中介组织协会成员的独立权利主体地位在很长时间内并没有得到保证。以会计事务所为例，1999 年前基本都是属于中央和地方政府部门行政编制的

(称为“挂靠”),在1999年底才全面强制施行了称为“脱钩改制”的改革,使注册会计师事务所从人事、财务、业务、名称脱离政府部门,建立起了以注册会计师为发起人的合伙制或有限责任制注册会计师事务所,特别是使103家有证券业务资格的注册会计师事务所从体制上变成了有独立权利的主体。与注册会计师事务所的情况相似,大部分律师事务所也都长时间“挂靠”在国家机关上,在2000年才全面完成脱钩改制工作。

在“挂靠”制度下,地方部门出于本身利益,以所有者和管理者的权力进行多种行政干预,事务所没有独立性;同时,因为受行政权力的保护,事务所违规违法行为不能得到有效的查处和惩罚,协会很难起到自律的作用。在改制后,这一情况有了改善,但“挂靠”制度的历史影响无法马上消除。在地方和部门利益下,各种行政干预并没有因为改制而就此停止^①。

影响证券业中介行业协会自律的另一个方面是缺少必要的监督手段和处罚规定还不完善,致使协会在日常业务监督中虽然发现问题,但由于检查范围受限,无法定性和处理^②。同时,有关处罚的条款没有完备,造成协会无法处罚或处罚不利,以致违规、违法现象不能及时通过自律的手段得到遏制。

在证券业协会中,对违规违法现象缺乏调查和制止手段,处罚的最严厉手段是取消会员资格,或者建议证监会进行处罚,对违规成员实质上的惩罚仍嫌不够^③。目前,对违规违法的证券业中介行业协会成员的处罚权主要集中在证监会,但凭证监会的资源,很难对所有的违规违法行为进行适当的处理。所以协会应在和证监会协调的基础上,充分发挥自治的权利,建立相应的机制和制度,以自律权力进行有力的调查和处罚^④。例如,注册会计师协会在发现事务所协作

① 如:湖南省邵阳市财政局以行政手段指定会计师事务所行为,参见:www.dycpa.com.cn;财政部每年都发文重申制止相应的行政干预。

② 参见:《1999年中国经济年鉴》,第1045页。

③ 见《证券业协会会员管理办法》。

④ 在以中介协会自律为证券业监管主体的国家如德国和英国,协会拥有对会员进行调查和惩处的权利,一旦被取消会员资格,也就同时失去了执业的资格。对惩处协会成立有专门委员会或法庭,会员有申诉的权利。

造假增多的情况后,正在探索如何制定行业内部严厉的处罚条例,成立协会专门的监察委员会和惩戒委员会,赋予协会调查假账和处罚的权力,强化自律的手段^①。

证券业中介行业协会的另一个应有功能也没有得到充分的发挥,即没有起到协会的制衡作用^②。

协会组织对政府的制衡作用主要体现在:向政府部门提供情况,表达成员的共同愿望和意见(也可称为协会的传导作用);在政府措施不当时,提出改正的意见;在法律允许的前提下,采取补正措施或帮助会员寻求行政司法解决办法。由于国家的经济制度处于转轨阶段,政府的不适当干预无法完全避免,在单个中介机构或从业个人无力起到应有的制衡作用时,协会就应当担当起制衡的责任^③。例如,在国家宣布调低券商佣金,并设立了上限后,部分券商经营状况举步维艰,于是在证券业协会的协调下,一些券商共同向政策制定部门提出了行业所面临的困难和相应的解决意见,并向媒体和公众公布。不管这一行动是否有成效,但协会的制衡作用在此有所体现。

对于其他团体和个人的不当干预,在单个中介机构或从业个人无法抗衡时,或者在对于整个行业都有影响时,只有以协会集体的力量才能予以遏制。比如,对于媒体的不公正报道和恶意炒作,即使只触及协会的少数会员,但事关整个行业的声誉和信用,协会也应积极帮助会员,并以协会名义出面予以澄清。在市场经济的不断发展中,国家的干预日益弱化,经济利益的协调和分配,依靠的是在法律允许范围内的利益团体之间的博弈,证券业中介行业中整体和个体的正当利益,只有在行业协会的统一协调下才能得到最大的保护和发展。^④

在后 WTO 时代,随着外资以合资(合资证券公司)和独资形式

① 见《中国注册会计师协会 2002 年工作要点》,载 www.cicpa.org.cn。

② 例如,为了使企业能够得到上市资源,中介机构不仅在利益驱动下,也是在各种压力之下作出的非真实评估、报表、法律意见等等,协会并没有帮助进行抵制。

③ 例如对于在深圳外省司法人员对深圳证券从业人员的传讯,并不少见,至今没有解决办法和保护手段。

④ 在这方面做的较好的是律师协会,在中华全国协会和地方分会都设立了专门的律师保护委员会,制止了损害律师利益和伤害律师行为的扩散。

介入的加强,国家的措施涉及非国有主体的权利和财产,制衡机制的发挥就显得越来越重要。

在中国经济体制以政府导向为主的运作环境中,中国证券业中介协会正面临自律和制衡的功能性缺陷。现行制度下,证券中介机构主要的监督和管理者是政府机关,对于协会组织来说,虽然有了基本的法律框架和组织结构,但对同业协会实际赋予的权利和手段并不充分。在这种情况下,协会的自律和制衡功能不会自动实现,它需要监管部门的放权与改革,给协会组织一个自由成长的空间。

2.4.2 后 WTO 时代的行政分权:协会自律与政府监管的边界

在复杂的市场经济活动中,政府很难投入大量的人力、财力和物力对每一项具体的经济活动进行监管。特别在与证券有关的中介业务中,专业性非常强,变化也非常快,各种会计、审计、评估等技巧只有实务界一线的专家才能掌握,行政部门的监管就会显得力不从心^①。

外国的中介机构(如众多会计师事务所和律师事务所)在中国加入 WTO 以前已经进入了中国的市场,对行政部门监管的非透明化和任意性提出了挑战,对于业务细节上的干预和监管则采取不同的形式不予合作^②。在加入 WTO 后,中国政府承诺了证券市场的进一步开放,承诺了保证法律体制和行政行为的透明性和规范性^③,这使本已弱化的对外资中介机构具体业务直接行政监管更增加了难度。外资中介机构和国内的其他中介机构同样需要有效的监管^④,在政府对市场干预的权利受到很大的制约时,在相应的监管体制安排上也要有合适的变动,才能达到减少系统风险和保护民族证券业的目的。

① 中国证券市场的规模不及美国的十分之一,证监会的人员编制达到 1400 人左右,相对于中国证券的规模来说已经不小了(美国证监会人员编制为 3800 人),但还是不堪重负。

② 例如外国律师事务所必须每年向主管部门提交本年度的顾客名单和业务内容,被律师事物所以保护顾客秘密的职业道德准则为由所抵制,实质上无法得到完全贯彻。

③ 如承诺了政策、法律和行政法规的公开,以及相应的保护权利的仲裁和司法程序的建立。

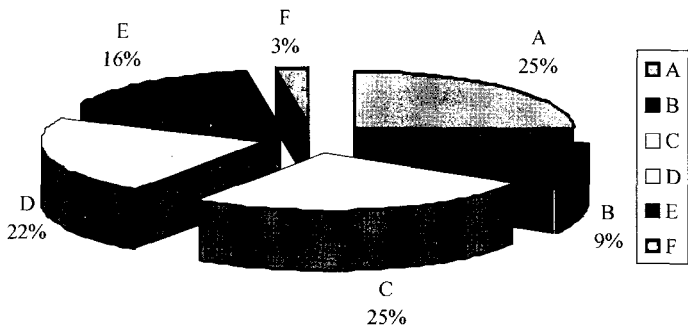
④ 参见安达信和美林证券在美国因违法被控告的相关信息。

从制度设计上解决这一问题的方法是可以考虑把中介机构的同业协会作为证券中介业务监管的主体,而政府的行政机构只对同业协会进行法律监督,监督同业协会是否履行了监管职责和监管程序是否合乎法律的要求。同时,把制定证券行业中介业务规则的权利也交给同业协会,使其有能力和权利制定和法律要求相符、并符合实际操作要求的操作规则^①。

一般来说,出于本行业的利益,虽然行业协会制定的规则侧重于保护国内行业的利益,但这并不违背中国政府对 WTO 作出的开放市场和在准入领域给予外资企业国民待遇的承诺。

为了使行业协会的监管能够真正有成效,需要从法律上确认行业协会对会员的惩戒权(批评、警告、罚款和永久取消从业资格)。这虽然不能完全防止违规违法行为,但以业内人士对于本行业的监督而言,其效率要高于国家行政机构的直接监管,而其成本相对较低,节约了纳税人的开支^②。市场问卷统计分析的结果,也提供着有力的佐证。在问及“上市公司造假盛行最主要的原因”时,“自律精神的淡薄”作为一个重要的原因,赫然浮出水面(参见下表)。“自律”的主体不仅包括广大的上市公司,还包括诸多提供上市服务的中介机构。

问题:目前上市公司造假盛行最主要原因



^① 监管制度本身的不合理性,使得中介机构(如券商)的一般商业手段也会被视为违规现象。

^② 参考余玉苗:《美国注册会计师职业界同业互查制度》,载《审计与经济研究》2000年2月,第15卷第1期。

选择项	比例
A. 监管不力	25 %
B. 地方政府保护主义严重	9 %
C. 自律意识淡漠	25 %
D. 上市门槛过高,维持上市资格的压力过大	22 %
E. 其他原因_____ (请根据自己的见解补充)	16 %
F. 没有做任何选择	3 %

通过中介机构行业协会,对于行业中缺乏职业道德的人可以及时进行惩戒;对于容易产生恶性竞争的业务,可以制定相应的准入和分配规则^①。从本身利益的角度来看,中介机构行业协会会有动力规范本行业的业务行为,因为只有在证券市场不断有序发展的前提下,中介机构行业才能有长久的收益保证。

对于国家监管机构,以中介机构行业协会作为对话对象,能够更集中、客观和有效了解相关行业的需求和问题,协商解决办法。将管理证券市场中介业务的主要权利和职责交给作为市场主体之一的中介机构行业协会,以自律监管为主,以国家行政机关法律监管为辅助,配合以证券交易所的适度监管,将会形成一个多层次的监管体系。

以中介机构行业协会作为行业监管的主体,并不意味着要把行业协会变为依附于国家机关的准政府机构,因为这会有悖于转变政府职能,实现小政府、大社会的目标。协会要担当起这些职责,不仅要有法律和组织结构作为基础,还必须得到政府在体制运行中的实际支持,证监会最近的放权举措有利于实现这一转变。(参见专栏 2.11)

^① 防止同业之间的竞争过于激烈,以上市公司的审计为例,有近 100 家会计事务所争夺 1200 家左右的上市公司业务,这种情况造成上市公司能够对中介机构施加压力,迫使其作出虚假的报表和审计报告。

专栏 2.11

证监会分权试步

在 2002 年 7 月初召开的中国证券业协会第三次会员大会上,证监会主席周小川表示将把更多适宜由自律机构承担的监管职能逐步交给证券业协会,在这一方面的变化可能在很大程度上超出人们的想象。除了承担人员资格管理、考核考试和培训工作外,协会还将承担一部分业务和产品实质监管的任务。

大会强调了协会的自律、服务和传导功能,并通过建立内部检查监察机构和风险警报等机制推动规范经营,并加强协会对会员服务,特别是起到传导的作用。同时,协会的最高领导由理事长改为会长,由兼职改为专职。

(《财经时报》2002 年 7 月 5 日—7 月 11 日;《经济观察报》2002 年 7 月 1 日。

按照现行的有关协会的法律和协会章程,协会在法律上的独立自主地位和自律和制衡功能都已经得到了基本确立,而要加强协会这方面的功能,实行政府部门职能、权力和责任的逐步转移,也就成为政府、协会、会员和社会的共识。在职责转移过程中,政府可以采取灵活的行政手段,从行业会员注册和培训,到有强制手段的自律规则制定和实施,然后授权协会全面承担起实质性的业务和证券产品管理职责。

为防止行政行为的随意性,并最终使证券业中介行业协会成为法律确认的独立权利主体地位得到实现,应该以法律形式确定政府监管机关和协会的权力边界和监管范围,以及国家委托协会执行国家行政职责的具体程序,以形成理性化的程序机制。如果协会担负的是国家委托的非自律监管任务,应以法律形式保证证券协会从国家得到资金分配。现行的行政法和诉讼法在解决协会和政府监管机构的矛盾中也可以起到一定的作用。

总之,参考成熟证券市场的历史经验,会员制民主自治的证券业

中介协会能够担负起会员赋予的职责。可以预见,在后 WTO 时代,现行的证监会分权政策,势必会培养一个相对独立的中间层力量,这个力量将与政府以及其他监管主体一起营造一个多层次的证券监管体系,共同应对“入世”风险。但另一方面也应注意到,为防止证券业中介协会组织作为独立主体失职可能引起的金融风险,应以法律形式确立政府监管机关在法律允许的例外情况下接管协会,或者在紧急情况下代替协会直接行使协会的职能。

2.4.3 另类民间制衡力量:投资者协会的崛起

与相对完整的中介机构行业协会体系和制度相比,投资者协会的发育似乎更为缓慢和滞后。

证券市场的基础是投资者,投资者利益得不到充分保证的证券市场不会得到可持续发展。但在现阶段,由于司法保护的欠缺、行政保护的力不从心,作为弱势群体的中小投资者的利益仍得不到有效保护。造成这一情况的原因之一,是中小投资者缺乏自己的利益代表去抗衡实力雄厚的上市公司等证券市场的其他参与主体。

全国各地都有了各种形式的消费者保护协会,有力地制止了侵犯消费者利益的行为,也促使了行政和司法部门能够迅速采取相应保护措施。依照美国、德国等国家的经验,专门成立投资者保护协会,以民间的非营利机构方式,批评揭露损害中小投资者的行为,并提供法律服务,或代表股民提起诉讼,对保护中小投资者的利益起到了非常积极的作用。成立这样一个机构,也有利于解决当前股民和证券公司以及上市公司之间所产生的各种纠纷与矛盾。尤其是当上市公司、证券公司等与股民之间发生了民事争议以后,可以由该协会代表股民提起诉讼,而使国家摆脱相应的行政负担。协会也可以及时反馈证券市场各种信息,帮助政府监控市场中的违法、违规行为。

另一方面,除了小投资者以外,机构投资者也是一种重要的制衡力量。一个健康的证券市场应有大量的机构投资者,这有利于稳定证券市场、减少投机,并优化公司治理结构、强化市场的信息披露。当今,中国证券交易,证券公司的自营占 6%,基金占 4%,个人投资

占 90%^①。这种结构和欧美等成熟的证券市场相比,相差甚远。在英美国家,机构投资者的交易占了证券交易额的 70%^②,在德国甚至达到 80%^③。在我国香港,机构投资者占 40%—50%。如果中国证券市场要进一步发展,必须建立起专业的机构投资者队伍。以现有的证券公司、基金公司、保险公司和社保基金为主体建立起机构投资者协会,利用市场的力量帮助培育、发展国内机构投资者群体,扩大机构投资者的影响,制定相应的行业规则,维护机构投资者共同的利益。

中国证券市场在特定历史时期的重要目标(为国企改革服务)得到阶段性实现后,证券市场的主要作用正在转变,即由市场本身决定和调节资源的分配,相应的法律体系也应转变为保护投资者权益和保证市场的公平透明。随着市场作用的变化和运转机制的转型,政府的监管目标、形式和机制也应进行相应的调整。政府主办市场要转变为市场主体共同参与治理市场;政府承担多数责任要转变为市场参与者共同承担责任;政府单一主体监管要转变为自律和多层次多元主体监管。在这种转轨过程中,只有发展各种证券业协会组织,并使其成为独立的权利主体,依靠其协调、自律和制衡机制,才能建立一个生态平衡的多层次的主体多元化证券市场。WTO 给予中国证券市场的缓冲期并不长,而只有在此之前建立起合乎市场经济的法律体系和运行机制,才能抵御入世所带来的可能的潜在风险。

2.5 证券交易所

2.5.1 证券交易所:职能的错位

我国《证券法》并没有用明确字眼直接规定证券交易所采用何种组织形式,也没有规定交易所的组织架构。但是,从《证券法》相关条文多次出现诸如“会员”、“会员资格”、“会员费”、“会员管理章程”、

① 梁定邦:《中国证券业的新发展》,载 www.s-a-c.org.cn, 2002 年 8 月 2 日。

② Chan, Louis K. C. & Lakonishok, Josef: Institutional Trade and Intraday Stock Price Behaviour, in: Journal of Finance Economics, No.33, 1993, S. 174.

③ Rosen, Ruediger von: 私人投资者和股票市场, 1993 法兰克福, 前言。

“理事会”等属于会员制交易所的字眼^①,可推断我国证券交易所的组织形式应当是会员制。《证券法》中出现了有关“会员”、“会员资格”、“会员章程”“理事会”等表述,这些都表明我国证券交易所是实行会员制管理的法人。但在实践中,交易所也存在许多非会员制的做法,例如:交易所的总理由证监会任命,理事长由证监会前副主席担任,交易所的大量人员被借调到证监会从事发行审核工作等等。可反过来看,交易所又同时具有这些组织形态的一些特征。所以,有人称其为“准会员制”。正因为如此,交易所被认为是“四不像”,既不是公司制,也不是会员制;既不是政府机关,也不是事业单位。这就产生了许多问题。(参见专栏 2.12)

专栏 2.12

业界观点:关于证券交易所的若干问题

问题之一:证券交易所的定位。目前证券交易所的目标定位不明确,究竟是以发展市场为主,还是以监管市场为主。现在我国对证券市场实行的是刚性监管,交易所不能自己开发新的交易品种,限制了它的发展。

问题之二:证券交易所的组织形式。证券交易所名义上实行会员制,但实际上却行使着准政府的职能,理事长和总经理的任命,都是由政府完成的。当然,在目前的体制下,券商对交易所也没有产权诉求。但以后随着外资券商成为交易所会员,这种运作模式无疑是行不通的。

问题之三:证券交易所的监管手段。交易所每天面对大量的交易,信息充分,理所当然担任一线监管职责,但其手段有限。交易所最厉害的手段是公开批评,但现在效果不佳,因为上市公司的高管做几年就换任,交易所对其谴责收效甚微。交易所发现有

^① 参见《证券法》第96条,第98条第2款,第99条,第103条,第111条,第113条的相关内容。

违规情形,但却不能稽查账户。因为按照《证券法》规定,调查和处罚的权力是属于证监会的。所以,交易所的监管基本上依附于证监会。

另外,如果行政机关向交易所发出行政指令,要求交易所执行,但交易所执行后法院却不认可,认为这种执行违反了法律的基本原则,这使交易所处于左右为难的尴尬境地。

资料来源:根据课题组 2002 年 8 月市场调研的记录整理。

另外,交易所的一线自律监管职能,也未予明确区分。实践中行政监管和交易所一线监管权力边界模糊、职责不够明晰、监管资源没有得到合理配置。2001 年 12 月 12 日修订的《证券交易所管理办法》规定了交易所的自律性监管机构地位,但对证监会和交易所的监管职责同样未予明确的区分。

在理论逻辑推演下,目前证券交易所实行会员制,券商通过缴纳席位费,成为其会员,自然能够对交易所的管理拥有一定的权利。但由于券商的国有性质,由其共同的股东——财政部来委任交易所的高管人员,其结果与由会员来行使这一权利,实乃殊途同归。这在一定程度上解释了交易所具有的强烈的行政化倾向和淡薄的服务意识的原因。但在 WTO 的背景下,随着外资或者合资证券机构成为交易所的会员(例如,2002 年 6 月 19 日出台的《深圳证券交易所 B 股交易席位管理规则》规定,境外机构可以申请 B 股特别席位。目前,深交所正在酝酿《深圳证券交易所特别会员管理规定》,要把境外机构转正为正式会员),它们对产权、交易所运行、管理规则的利益诉求将变得十分强烈。交易所的自身定位问题,必须作出相应调整。

2.5.2 整个市场监管架构下的交易所

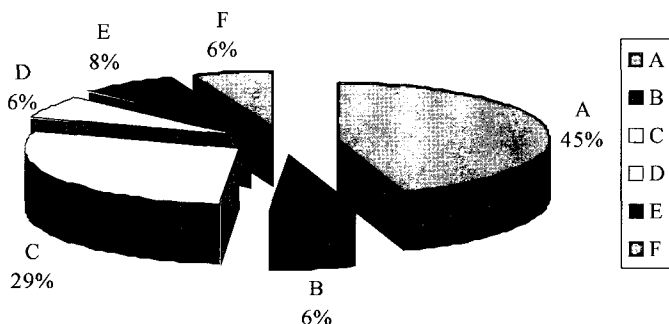
1. 交易所与政府监管机构的关系

从各国证券交易所的发展来看,无论是会员制还是公司制交易所,其本质皆为证券市场的自律性监管结构。从我国 1993 年、1996 年、1997 年和 2001 年历次修订《证券交易所管理办法》来看,规定交

易所为自律性管理机构的地位始终没有改变。

目前,我国政府监管机构与交易所之间,既有监管关系,又有上下级领导与被领导关系,由于两者的关系比较复杂,监管职责的明确划分相当困难。所以,尽管我国交易所实行会员制,但其性质和地位并不清楚。(参见下表)

问题:中国证券交易所目前实行的会员制最主要的问题



选择项	比例
A. 性质和地位不清	45%
B. 人事体制没有理顺	6%
C. 自律监管职权模糊	29%
D. 产权关系不顺	6%
E. 其他方面(请根据自己的见解补充)	8%
F. 没有做任何选择	6%

我国《证券法》对证券交易所自律管理权限的规定存在很大的局限性,将很多本应属于交易所行使的自律(监管)权交由政府监管机构行使,并规定政府监管机构可以授权交易所行使这些权力。

因此,我国证券交易所的自律功能并没有充分发挥。在现实的整体监管架构中,交易所承担的是“一线监管”职能。^①“一线监管”

^① 法律并没有规定交易所承担“一线监管”职能,但是证监会领导的讲话和证监会的会议文件都在持续强化这种概念。

与“自律监管”具有很大区别,“一线监管”强调的是交易所的市场前沿地位。而“自律监管”则是强调监管的法律性质。目前,证监会对交易所的高级管理人员具有任免权,同时对财物包括资金具有一定的支配权。^①从一线监管的定位看,证监会将证券交易所看作下属部门。

2. 交易所与证券业协会的关系

根据中国证监会的改革举措,证券业协会也将承担比较重要的自律责任。从目前的组织人事安排来看,证券业协会与交易所同样处于证监会的从属地位。

证券业协会的主要会员是证券公司,而证券公司同时也是交易所的会员。就自律监管的对象而言,两者存在交叉。两者的职能分工从理论上容易讲得清楚:证券业协会主要监管证券从业资格、佣金、市场培训、会员日常检查等方面事项,交易所对证券公司的监管将主要集中在证券公司的自营活动。但是,实际的运作可能并非如此简单,无论是行政部门还是自律机构,只要它被建立起来并赋予责任,就有扩张权力的内在倾向。因此,被赋予实质职责的证券业协会与交易所的关系值得关注。

2.5.3 自律机构行政化的背后:原因及后果

1. 悖论及其合理性

如上所述,以发达市场的标准审视中国的证券交易所,毫无疑问,将发现中国的证券交易所等自律机构正在被以“加强监管职能”的名义而逐步行政化。这种趋势与法律规定的目标有所矛盾。要寻求这种现象背后的根源,需要透过交易所在法律上具有独立地位的面纱,从原始出资人(股东)的角度考察问题。

无论是交易所、证券公司、证券业协会、抑或是证券监管机构,其初始的股东或者权力来源都是国家的代理人:政府。具体而言,交易所的原始出资来自政府出面获得的银行贷款,而且交易所的经营处

^① 例如,证监会向法院申请查封、冻结等措施,需要提供担保的资金通常由交易所承担。

于政府的特许经营保护之下。证券公司的众多股东都是国有企业甚至是政府的某个部门。证券业协会则是由这些机构的代表组成的。监管者、市场、被监管者等证券市场参与者实际上是一家人。在这种条件下,单纯地争论交易所实行会员制还是公司制,交易所应当自律还是应当行政化,意义都并不大。因为所有市场参与者的最终所有者是一致的,并没有根本的利益冲突。即使发生财务支付或者财产转移,也如同一个人将左手的财产转移到右手时。无论是作为行政监管机构,还是作为股东代表,政府加强对证券公司、交易所的控制,亦属顺理成章。亦即,目前证监会加强对交易所的控制并非没有任何合理的基础。

2. 中央与地方的利益格局

证监会对交易所的控制,还体现出中央和地方关系的矛盾与协调问题。我国交易所成立之初由地方政府管辖,地方政府由此获得巨大的经济利益。但是,地方政府在交易所管理方面的利益冲突过于明显,有时可能背离中央政府的政策目标。从“8·10事件”开始,中央政府逐步将证券交易所的控制权上收。中央政府将权力收归自己后,自然从中尝到甜头,更不愿意放弃,甚至有加强控制的倾向。从形式上看,每一次证券市场出现大的危机,对交易所的控制就愈趋严格。例如:深圳“8·10事件”间接促成中国证监会的成立;上海“327国债”事件导致地方政府失去对交易所的控制权。交易所之间的恶性竞争导致发行上市的权力被收归中国证监会。

在中央政府和地方政府博弈的夹缝中,交易所可否有自己的空间呢?能够独立于政府存在的,只能是民间机构,那么,法律定位为自律机构的证券交易所能否作为民间机构存在呢?在国外发达市场,证券交易所的产生早于政府的管制,其产权自始明晰,因此其民间机构的色彩得以一直延续。在中国证券市场发展过程中,证券交易所从来没有脱离政府的行政意志,无论是交易所的设立,还是交易所的垄断经营,都由政府决定,因此,缺乏历史根基的交易所很难在与政府博弈中坚持自我。

3. 可能产生的问题

在原始股东或者控制人是相同主体的情况下,即使将监管机构

分为 10 个部门,也只是同一平面上工序流程的差异,而非真正的纵向多层次架构。同一平面的机构越多,职能重叠现象越严重,这将造成高成本的监管,而且容易导致监管信息在多次传播中失真或丢失。

于是,问题就会产生:既然是同一主体,为什么需要设置不同的机构?在中国这样政府主导型的市场模式下,自律监管是否还具有真正意义?我们认为,交易所能否发挥其职能,并不在于其采用何种组织形式,关键在于其应当真正具有独立地位。在交易所不具有独立地位的条件下,争论交易所的自律职能似属“水中望月”。

2.5.4 后 WTO 时代中国证券交易所组织及监管职能的可能发展

1. 电子化交易对交易所监管职能的影响

在电子化时代,任何交易中介都只是市场通道的通道之一,其中,交易所的作用将有所削弱。电子化的监控手段在某种程度上可以弥补市场中介机构职能的缺陷。中国证券市场具有后发优势,交易所初始即采用当今最先进的技术,^①单纯就技术而言,我国深圳和上海证券交易所的交易系统事实上已居世界先进行列。

一个中介机构力量微薄的证券市场与一个中介机构拥有庞大实力的证券市场相比,交易所的监管职能可能完全不同。以中国如此先进的证券交易系统,是否一定需要自律监管?尚没有人作出可信的结论。这种问题可以被转换成:如果没有自律监管职能,我国的交易所是否可以正常运行?市场是否同样具有效率?假如回答是肯定的,那么,是否需要交易所行使监管职能?进而言之,这种监管职能,是由证监会统一集中行使,还是交易所以自律机构的身份行使都将不再重要。

2. 全球化对交易所监管职能的影响

在某种意义上,WTO 是全球化的重要象征。在证券市场中,全球化的具体体现是外资进入本土市场以及全球范围的市场产品和服

① 发达地区的证券市场反而受制于利益团体的压力、囿于传统交易习惯的限制,无法及时采用先进的技术。

务的竞争。因此,在方兴未艾的交易所公司化浪潮中,金融全球化是其重要推进因素。

交易所的公司化可能对交易所的监管职能具有重要意义。正如前面所述,讨论交易所的地位和职能必须以交易所真正具有独立地位为前提,公司化为先天独立性缺乏的中国本土证券交易所的真正独立提供了坚实的基础。公司的含义就是对公司控制权的分散化,当公司的股权分散达到一定的程度,交易所作为公司,将具有独立的利益诉求。尤其是外资进入证券市场并能够持有交易所的股份,或者与中国交易所横向联合的话,交易所的独立地位将实际得到加强。从这点而言,上海证券交易所推出海外特别会员,实属走出了战略性的第一步。待到“东风”具备,届时讨论交易所作为独立机构的利益冲突和监管职能问题,方属水到渠成。

2.6 第四种权力:财经媒体

2.6.1 第四种权力的监督作用

在证券市场上,媒体作为政府强制性信息披露的载体,在理论上可使证券市场信息分布更为均匀;同时,媒体对公共权力机构和上市公司的“揭丑行为”又可改善政府和投资者之间、投资者和上市公司之间的信息不对称状态,从而保护中小投资者的利益。作为立法、行政、司法之外第四种权力(力量),媒体还是现代民主社会中公民权利对抗公共权力的一个制衡力量。它以其所拥有的批评权和报道权,对公共权力部门实施舆论监督,以防止公共权力治理证券市场过程中所形成的官员寻租和腐败行为;同时,作为沟通公民和公共权力部门的桥梁,它又能够减少公共政策的试错过程所需的时间成本,以有效地达成公共权力部门与投资者权利诉求之间的合意。在后WTO时代,作为投资者保护体系中一支重要的制衡力量,媒体的监督作用不容忽视。

近年来,在体制外生长出一批以《财经》杂志为代表的新锐财经媒体(其他的如《21世纪经济报道》、《经济观察报》、《新财富》等),它们的“打假”、“揭黑”行动和独立的深度分析报告,为维护证券市场的

诚信体系立下汗马功劳,它们已经成为代表中小投资者等弱势利益群体以抗衡证券市场上强势既得利益集团的一支生力军,并以其独立的制衡力量维持着中国证券市场制度的生态平衡。

中国“入世”以后,媒体市场竞争日趋激烈,尤其是财经媒体,竞争更加激烈,揭上市公司的“黑”以吸引读者“眼球”赚取广告收入,已成为和必将成为财经媒体提升竞争力的秘密武器。在这种激烈的竞争中,也潜藏着媒体侵权诉讼的可能性。

2.6.2 媒体言论自由与上市公司名誉权的冲突

2001年3月5日《财经》杂志发表《世纪星源症候》一文对世纪星源公司的财务状况提出质疑,遭到该公司起诉并索赔108万元(后又追加200万元)(参见专栏2.13),一审结果,《财经》杂志败诉。紧接着,《财经》杂志6月5日的封面文章《贷款黑洞》一文刊出后,再次遭到成都市信用联社的起诉,另有蓝田股份诉刘姝威案、海尔集团诉西南证券公司职员陈毅聪案等^①,推波助澜,媒体侵权诉讼再掀高潮。财经媒体的监督权以及公民个人的言论自由受到空前挑战。

专栏 2.13

世纪星源诉《财经》杂志的诉状

原告:深圳世纪星源股份有限公司

被告:《财经》杂志社

蒲少平(《财经》杂志特约作者)

中国证券市场研究设计中心

诉讼请求:

1. 请求判令被告停止名誉侵权行为,消除影响
2. 请求判令被告在《财经》杂志公开赔礼道歉,恢复名誉
3. 请求判令被告赔偿原告经济损失人民币108万元
4. 请求判令被告承担诉讼费及相关费用

^① 最近媒体报道,海尔公司与陈的诉讼双方已经达成和解。

事实和理由:

被告萧少平以特约作者身份在2002年第5期的《财经》杂志上发表了一篇《世纪星源症候:一家上市公司的财务报表操纵》的文章。在该文中,被告用大量的篇幅和数据以论证其观点:“在世纪星源平凡、稳健的外表下,是一个狂热的财务报表操纵者的真面目”。其中,被告在谈及华乐大厦以楼抵债、车港工程、龙岗第二通道权益转让等项目时,使用了混淆视听的资料,或以自己的主观臆断来推测断言原告经审计并披露的历年财务报表中存在“虚增利润和资产数值多达12.3亿元”。但迄今为止,原告财务报表的真实性是不容置疑的,尚没有任何监管机构确认原告的财务报表存在虚假数据,因此被告所谈的:“虚假利润和资产”及“操纵”之说是没有任何根据,并与事实不符的。而且被告在文中使用了许多夸大其词的文字和牵强附会的语言侮辱原告的企业形象,严重地损害了原告作为上市公司的广大社会投资者和监管机构中的名誉和形象。而第三被告为《财经》杂志的主办单位,依法应承担相应的民事责任。故原告依据《中华人民共和国民事诉讼法》第108条和《最高人民法院关于审理名誉侵权案件若干问题的解释》规定,特向贵院提请诉讼,请求贵院判令三个被告停止侵权行为,消除影响,在《财经》杂志公开赔礼道歉,并赔偿原告的经济损失人民币108万元。

此致

深圳市罗湖区人民法院

原告:深圳世纪星源股份有限公司

从过去的涉及媒体名誉侵权案件中,中国媒体的败诉率非常高,达71%,而美国则为8%(参见下表)。可见,在过去的的时间里,中国媒体的言论自由权并没有得到法律和司法的有效保障。单单从“世纪星源诉《财经》杂志”一案来看,《财经》杂志的败诉以及案件审理过程中的反映出的问题已经彰显了目前中国法律和司法在媒体的言论权和监督权保护方面的苍白。

案件分类指标		媒体败诉概率	
		中国	美国
是否是当地媒体	是	60 %	—
	否	82 %	—
原告是否是公众人物	是	74.6 %	5 %
	否	60.65	24 %
报道是否关系公众利益	是	69.7 %	—
	否	70.8 %	—
原告是否是政府官员	是	75 %	—
	否	69 %	—
2000 年	前	80 %	—
	后	63.3 %	—
平均		71 %	8 %

资料来源：黄一琨：《媒体诉讼的荆棘路》，载《经济观察报》，2002 年 8 月 5 日。原数据由陈志武提供。

2.6.3 法律困境

我国宪法第 35 条规定：“中华人民共和国公民有言论、出版、集会、结社、游行、示威的自由。”这说明，媒体所行使的报道权和批评权，作为言论自由权的核心，是宪法所赋予的正当权利，只要媒体不捏造事实或故意侮辱陷害，其报道和批评行为就是合法的。1998 年 8 月 31 日《最高人民法院关于审理名誉权案件若干问题的解释》也指出：“新闻单位对生产者、经营者、销售者的产品质量或服务进行批评、评论，内容基本属实，没有侮辱内容的，不应当认定为侵犯名誉权”。而《民法通则》第 301 条则规定：“公民、法人享有名誉权，公民的人格尊严受法律保护，禁止用侮辱、诽谤等方式损害公民、法人的名誉。”从这两条法律规定中可以看出在实践中媒体监督权、言论自由权与公民和法人的名誉权之间隐藏着潜在冲突的可能性。

对于这种冲突的解决机制，现有的法律并不完备，尤其是当媒体的报道涉及公共权力机构和涉及公共利益的上市公司时，媒体的言论自由和公共机构的名誉权边界更是难以划分。而从目前的制度环境和法院的审判结果来看，现有制度明显不利于媒体监督权的成长，

也不利于中小投资者的保护。

(1) 公众机构和公众人物的名誉权问题。

当媒体的名誉侵权案涉及政府机构时,由于政府的公共权力实际上来自公民与政府之间的契约,它理应受到公民或媒体言论自由权利的制约,这时,法院在审理此类案件时,就不宜适用私法上的名誉侵权法原理,而应适用公法上的“权利制约权力”的民主原理,以激励政府和公民之间的对话机制的畅通,这同时也有利于政府治理证券市场的公开化、民主化和透明化,而这也是与 WTO 的原则精神是一致的。

当媒体批评对象为上市公司时,由于上市公司属公众公司,涉及众多投资者的公共利益(如世纪星源公司在 2000 年底时,散户股东数超过 15 万,遍及全国),而世纪星源公司的大股东和管理层则实际上享有公司资产的控制权和使用权,为减轻大股东、管理层和小股东之间信息不对称状态,媒体从公共利益或小股东利益的角度出发,对上市公司提出质疑有利于保护小股东的知情权,并有利于公司内部民主决策,立法和司法就应该保护媒体的报道权和批评权。

从目前证券市场上发生的几个案例来看,法院在审理类似案件时,仍在适用私法上侵权法原理。按照举证责任的原则,一般应该是“谁主张,谁举证”。但是,目前我国法院在审理新闻报道侵权案中,普遍采用“真实证明”规则,如果新闻媒体能够举证证明所报道或披露的事实真实性,即可获得免责,这实际上已构成举证责任的倒置。在世纪星源一案中,即属此种情况。当然,由原告方承担举证责任,也有可能出现媒体报道失实而事后原告方举证艰难的问题,但考虑到媒体的相对弱势以及它所代表的广大股民公共利益,更侧重于保护媒体言论自由就更具合理性。

(2) 司法权地方化问题。

从世纪星源诉《财经》杂志一案来看,该侵权诉讼由上市公司所在地基层法院受理,在二审终审制下,涉及公民宪法权利的案件由基层法院来审理也是值得商榷的。由于上市公司和地方政府之间千丝万缕的联系(有些上市公司的大股东为地方政府),在二审终审制下,全国性媒体或外地媒体在诉讼中败诉几乎是命中注定的。这对

那些专门揭上市公司的“黑”的新生财经媒体的成长极为不利。而这个案例所反映出的司法权地方化也是与 WTO 的要求是背道而驰的。

2.6.4 媒体监督权的边界

当然,媒体的监督权也是有限度的,其在证券市场上的监督职能是以其自身的高度自律为假设条件的,但现实是当前的媒体市场尚缺乏自律精神,这表现为,在中国证券市场上多次出现上市公司、中介机构、股市“黑嘴”(股评家)相互勾结共同设局欺骗投资者的现象。另一方面,政府拥有指定某些财经媒体披露上市公司信息的特许权,这就势必造成证券市场上的信息垄断,一些财经媒体异化为政府利益的“传声筒”,失去了媒体作为独立的民间舆论载体的监督功能。而拥有特许权的财经媒体本身由于巨额垄断利润的存在而也缺乏足够的动力和压力去行使舆论监督的职能。因此,政府在公共政策的选择上应取消对一些报刊的信息披露特许权,给媒体一个自由竞争的自律生长空间,并使其监督权生长于竞争的环境当中。

作为与政府机构、机构投资者和上市公司中的既得利益者相抗衡的民间力量,媒体在促进证券市场公开透明以及证券监管的民主化、公司决策的民主化进程方面已经和正在发挥着不可替代的作用,而这是和入世以后世贸组织对证券管制的透明度和证券监管机构的中立性要求是一致的。

在中国这样一个司法相对薄弱、民间力量尚未充分发育的国家来说,媒体主动介入,行使监督权,具有维持证券市场生态平衡的重大意义。在中国,由于媒体和小股东仍处于弱势地位,只要媒体不是恶意捏造事实,就不应构成媒体名誉侵权,法律就应该对其提供更多的保护。然而,从既有案例来看,由于司法权地方化等原因,媒体的舆论监督地位仍很尴尬,其宪法所赋予的言论自由的权利仍不具有操作上的意义,相关的立法和司法应对此问题应作出有效反应。

2.7 上市公司

关于中国证券市场和上市公司,研究者经常要面临两个看起来非常冲突的现象。一方面,在过去近二十年间,中国股票市场高速增长:从零开始到数以千计的上市公司,迅速膨胀的股民群体、总体向上的股指,都表明一个大国股市格局已基本成形。另一方面,上市公司治理结构不完善、监管能力不足、市场内在的结构性缺陷难以解决乃至市场庄家横行,投资陷阱丛生。在讨论如何理解上市公司行为方式以及提升公司治理的质量的时候,需要注意上述的双重背景。

2.7.1 WTO 背景下上市公司面临的压力

随着入世承诺的逐步实施,国内市场将不可避免地受到冲击。就资本市场而言,至少三个方面的情况正在起变化:

(1) 国内产品面临的国际市场竞争将更趋激烈。最惠国待遇和国民待遇原则的普及,把中国的工业产品进一步推向国际化市场,效率将扮演最关键的角色,国内产业结构将会因国际市场的因素而发生调整。面对“优胜劣汰”的竞争压力,大部分的上市公司有更强的动力来重视赢利能力和竞争优势。^①

(2) 国内资本市场的逐步开放,外国资本的进入将可能引发大量企业并购重组。外国资本不但可能采取并购现有企业的方式进入中国市场,也有可能直接在国内上市,显然本国企业的融资渠道也将面临竞争。

(3) WTO 的内在精神要求建立起公平、透明的市场,政府扮演中立的裁判角色。国有企业从政府方面获得的特殊优待将会弱化,政府也不可能像以前那样几乎是直接指挥市场。

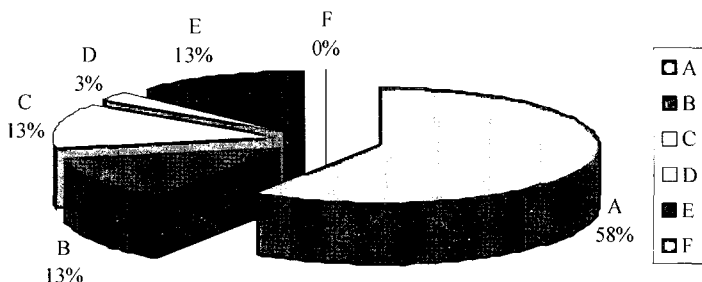
总体而言,国内上市公司将可以期待一个更加公平和透明的市场,但也将面临日趋激烈的市场竞争。

^① 国家经贸委经济法规司副司长,陈丽洁:《加入世贸组织对我国企业的影响和对策》,载 <http://www.setc.gov.cn/jjyx/setc-jjyx-main-170.htm>。

2.7.2 上市公司的“理性”与“迷惘”

作为市场主体的上市公司、证券公司等基本上都是国有或准国有企业。融资而非投资市场的初始制度安排,给中国证券市场带来的一个先天缺陷就是:国有企业上市仅仅是为了获得资金融通,因此对于通过上市建立健全现代企业治理结构不太可能受到重视。在内部治理结构存在缺陷及内部人控制问题较为严重的情况下,上市公司等市场主体更倾向于追求短期利益、进行违法违规运作,而国有性质则是其与政府监管进行博弈的一块最重要筹码。国有股一股独大,已经成为制约公司形成良好治理结构的瓶颈。(参见下表)

问题:目前上市公司治理结构不理想最主要的问题



选择项	比例
A. 国有股一股独大	58%
B. 董事会对经理层制约不力	13%
C. 母子子公司关联交易严重	13%
D. 信息披露不透明	3%
E. 其他问题(请根据自己的见解补充)	13%
F. 没有做任何选择	0%

虽然从理论上讲,政府的严厉监管制度应足以制止市场上的违法违规行为,但实践中却屡禁不止。增加监管及执行力度似乎是再明显不过的对策,其实却未必如此。姑且不论监管与执行力度能否跟上,即使能够跟上,对于上市公司等市场主体而言,对违法违规行为

为的打击在一定程度上也打击了以国有企业融资为中心的证券市场

发展。

由于上市公司质量大多欠佳,不能给投资者带来满意回报,此时,如果二级市场再不进行违法炒作,国有性质的证券公司便难以维生,更无法吸引中小投资者参与,而没有中小投资者的参与,国有企业的上市融资便难以实现。在一个面向国有企业融资的证券市场中,上市公司等市场主体的国有性质诱发了市场违法违规行为,并使政府的制度供给陷入了一个规范与发展的悖论:不打击违法违规行为,市场无法进一步发展;打击违法违规行为,市场同样不能发展。要解决这一两难问题,似乎只有完善上市公司和即将上市的公司治理结构,从根本上提升其业绩这一条路了。但这似乎也困难重重,因为只要是国有控股企业,似乎都难以完全根除恶性关联交易问题。(参见专栏 2.14)

专栏 2.14 “提款机现象”何时了

人们对 ST 粤金曼、ST 棱光沦为“提款机”的遭遇记忆犹新,ST 猴王被大股东掏空的严重事件,更是震惊全国。在这之后,大股东掏空上市公司的行为不但没有得到有效遏制,相反还有蔓延之势。

申银万国证券研究所对 2001 年 11 月以来深沪上市公司大股东及关联方占用资金的公告统计,发现至少有 70 家公司的资金被大股东占用,占用资金达 290.4 亿元,平均占用金额 4.09 亿元,其中有 9 家上市公司应收关联方欠款曾超过 10 亿元。

资料来源:《理财周刊》2002 年 4 月。

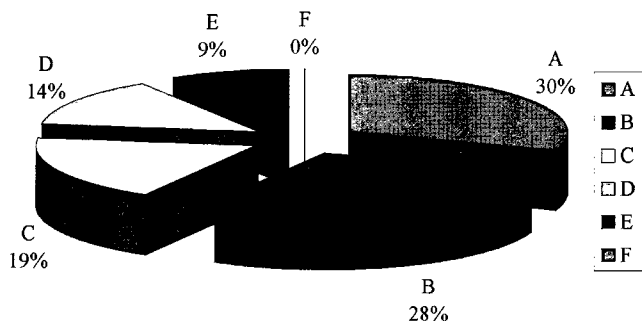
另据一项针对2001年上市公司年报的统计,关联交易在我国上市公司经营活动中非常普遍。在上海、深圳两家交易所上市的1018家A股公司中,发生各类关联交易行为的有949家,占总数的93.2%。在949家发生各类关联交易的上市公司中,有214家公司在资本经营活动中发生关联交易,占22.7%;在产品经营活动中发生关联交易的公司总数达937家,占98.7%;其中有208家公司同时在资本经营和产品经营活动中发生了关联交易。具体到关联交易的类别上,有488家上市公司向其关联方销售商品或提供服务,总金额达1217.58亿元;491家上市公司向其关联方购买原材料及劳务服务等,交易总额达1153.5亿元;有244家上市公司租赁关联方土地使用权;有39家上市公司每年需要向大股东支付一笔为数不少的商标权使用费。此外,还有一些上市公司每年需要向关联方大股东支付为数不少的房屋租赁费、管理费用、专有技术使用费等。

《剪不断的关联,说不清的交易——上市公司2000年度关联交易综合分析》, <http://sz.gtja.com/gtja/content/20010428/300759.html>。

2.7.3 上市公司关联交易的规制及其存在的问题

尽管通过关联交易,可以降低交易成本,提高企业的运营效益和盈利能力。但是关联交易也表现出相当多的负面作用。不合法、不公平关联交易已经引发诸多问题。例如上市公司利用关联交易操纵利润,“美化”会计报表以达到特定经营目的;控股股东为了实现自身利益而滥用控制权,侵害公司和中小股东的利益,如控股公司利用上市公司融资套现,募股后大量占用其他股东特别是社会公众股东投入的资金,甚至干脆通过关联交易将资金转移出上市公司;大量的关联交易也使得上市公司的经营丧失独立性,过分依赖关联企业的扶持,不利于公司的长远发展;关联交易也侵害了债权人的权益,等等。从问卷调查的统计结果中我们了解到,关联交易,已经成为广大中小投资者难解的心头之痛。(参见下表)

问题:目前上市公司中普遍存在关联交易的负面影响



选择项	比例
A. 损害了中小股东利益	30%
B. 上市公司财务不透明	28%
C. 损害上市公司的市场竞争力	19%
D. 不利于我国市场与国际接轨	14%
E. 其他(请根据自己的见解补充)	9%
F. 没有做任何选择	0%

(1) 针对关联交易的法律规制并不少

就确定关联交易范围而言,上海、深圳两家交易所的《股票上市规则》、财政部颁布的《企业会计准则——关联方关系及其交易披露》和国家税务总局颁布的《关联企业间业务往来税务管理规程(试行)》都有明确的条文。尽管如此,关联方及其关系实际操作与法律定义上的差异、有关法规规定的模糊性以及实际情况的复杂性和多变性,仍然不断给关联交易的监管带来严重的挑战。^① 需要注意的是,尽管综合《股票上市规则》、《企业会计准则——关联方关系及其交易披露》、《关联企业间业务往来税务管理规程(试行)》,可以勾画出关联

^① 例如,上市公司通过相互担保而发展起来的关联形态。有研究发现众多上市公司通过“相互担保”获得大量银行贷款,所筹资金则通过投资和占用等方式流走。而且,通过多种形式的担保与反担保,一些上市公司的信誉被严重透支。许多公司的担保额迅猛增加,盈利能力下降,整个系统的风险与日俱增。参见郎咸平等:“担保圈”,载《新财富》2001年12月号,第30—71页。

方的范围和判断标准。然而,由于三个规则为不同行政部门颁布,规范对象、概念定义、法律效力和目标也不一致,如何融合以及能否互相援引在法律执行环节并不清楚。

至于关联交易是否涉及特殊的批准程序,《公司法》中没有明确条文规定,但规定了董事、经理的忠实义务:董事和经理不得利用在公司的地位和职权为自己牟取私利;董事、经理不得挪用公司资金或者将公司资金借贷给他人;董事、经理不得以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保;董事、经理除公司章程规定或者股东会同意外,不得同本公司订立合同或者进行交易。^① 这些条文明确限制了公司对关联方借贷、提供担保的行为,也明确了董事、经理自我交易的限制。^② 从字面来理解,自我交易的合法依据来自两类:一是由公司章程确定公司董事或经理可以自行从事自我交易,并确立相关的表决程序;二是由股东会“个案”批准自我交易,即董事和经理从事自我交易时,应将该交易提交股东会讨论决定。鉴于自我交易的复杂性及对公司利益的潜在危害性,应予以更多的限制,以防止大股东利用订立公司章程的机会扩张其对公司利益的长期影响。^③ 此外,除了中国证监会发布的《上市公司章程指引》关于董事没有遵循

① 参见《中华人民共和国公司法》第59条至第61条的内容。中国证监会于1997年12月16日颁布的《上市公司章程指引》第80条细化了这些义务,但模糊的地方依然模糊。

② 这些条文的内容不够清晰和明确,造成了不同的理解。例如,“董事、经理不得挪用公司资金或者将公司资金借贷给他人”,除了明确董事、经理忠实义务的内容,是否可以理解为限制公司的借贷能力?同样含糊的是,“董事、经理不得以公司资产为本公司的股东或者其他个人债务提供担保”,是否限制公司提供担保的能力?对于后一个条款,最高人民法院在司法解释中明确了法律后果,但其含义并没有更加清晰。参见最高人民法院:《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》(2000年9月29日)第4条。相关的理解和讨论可参见李国光等:《最高人民法院〈关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释〉理解与适用》,吉林人民出版社2000年版,第60—61页;曹士兵:《中国担保诸问题的解决与展望——基于担保法及其司法解释》,中国法制出版社2001年版,第46页。

③ 对大股东的行动应当给予更多的关注。在沪、深两市的1000多家上市公司中,除了5家全流通股上市公司,其他上市公司几乎都存在占据绝对控股地位的大股东。对于制造业上市公司股权结构的研究,可参见欧阳绘宇:《上市公司质地欠佳的理由——制造业公司治理结构的实证分析》,载《新财富》2002年2月号,第74—78页。

关联交易表决程序情况下公司有权撤销交易的规定外^①,《公司法》本身并没有对公司章程规定及股东会同意的程序进行详细的明确规定。这些条款需要更多的细节规定来支持,以有效地控制道德风险,达到防范关联交易“陷阱”的目的。目前情况下,对于关联交易程序的规制,只能借助《股票上市规则》中确定的原则和程序。

在这方面,监管当局也希望独立董事能够凭借其利益中立的地位,代表中小股东对涉及控股股东或公司关联交易的行为进行监督,并在董事会决议和相关公告中发表客观公正的意见,保证公司与关联方的交易能按照独立企业之间的交易公平进行。比如,中国证监会在《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中明确要求,独立董事应当对下列上市公司重大事项发表独立意见:“……上市公司的股东、实际控制人及其关联企业对上市公司现有或新发生的总额高于300万元或高于上市公司最近经审计净资产值的5%的借款或其他资金往来,以及公司是否采取有效措施回收欠款。”^②但独立董事是否足堪重任,仍存在相当的悬疑。(参见专栏2.15)

专栏 2.15 关于独立董事制度的种种质疑

在独立董事发源地的英美,一种代表性的意见认为:以下四点限制了独立董事功能的发挥:(1)时间有限。独立董事大多另有正业,最近研究表明,独立董事平均每年为此工作123小时,一周少于3小时,每月约1.5个工作日。(2)专业知识匮乏。反托拉斯法竞业禁止的规定,使得同一个人无法在两个存在竞争关系的

^① 中国证券监督管理委员会:《上市公司章程指引》,1997年12月16日。其中第83条的内容为:“董事个人或者其所任职的其他企业直接或者间接与公司已有的或者计划中的合同、交易、安排有关联关系时(聘任合同除外),不论有关事项在一般情况下是否需要董事会批准同意,均应当尽快向董事会披露其关联关系的性质和程度。除非有关关联关系的董事按照本条前款的要求向董事会作了披露,并且董事会在不将其计入法定人数、该董事亦未参加表决的会议上批准了该事项,公司有权撤销该合同、交易或者安排,但在对方是善意第三人的情况下除外。”

^② 《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》,第6条。

公司中,同时担任独立董事,即使没有规定,也没有公司愿意从竞争公司中聘任独立董事。这样,隔行有如隔山,专业知识的缺乏使得他们在董事会中三缄其口,担心发言过于幼稚而贻笑大方。(3)信息的不利。独立董事大多依赖经理层向其提供信息,这些信息不可避免地存在虚假、误导、歪曲等种种风险,而且,由于经理层出于自身利益,总是倾向于“报喜不报忧”。这无疑更使独立董事的决策能力雪上加霜。(4)利益激励和高效运作压力的缺失。独立董事的薪酬,相对于他们自身的年收入,不值一提。而且,独立董事往往是“零董事”或只持极少量股份,其报酬通常与公司的利润无关或关系不大,在风险项目成功时并不能得到直接的金钱利益,在项目失败时却可能名誉受损或承担法律责任,这就决定了独立董事总是倾向于规避风险。

资料来源:Corporations Law and Policy, Third Edition, Edited by Lewis D. Solomon, West Publishing Co. 1994. pp.656—567.

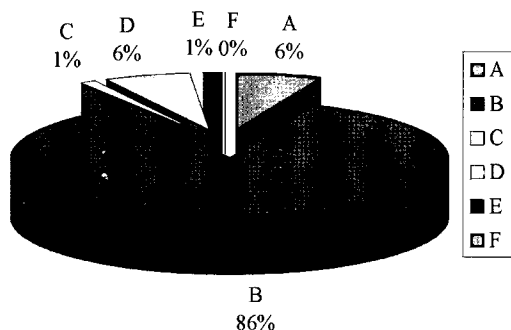
还有观点认为,独立董事制度可能是一项“保证机制”(bonding device),公司的代理人(主要是指经理)可以借此向潜在的投资昭示,他们还是愿意接受有效的监督的,这样可以降低公司的筹资成本,增强竞争力。另一种答案在于,在面对股东诉讼时,经理层可利用独立董事来保护自己。公司的管理层经常、有时候是必须地(例如,在核发薪酬时)陷入“自我交易”、或者看起来酷似“自我交易”抑或是存在利益冲突的场合之中。而此时,来自独立董事的护佑(blessing)就显得格外弥足珍贵。因为独立董事的批准,将使他们在很大程度上免受法庭追诉之苦。

该观点源自法经济学学者,例如 Easterbrook 和 Fischel,在《公司法的经济结构》(1991)(《The Economic Structure of Corporate Law》)一书中有详细的论述。

问卷调查分析的结果,证实了上述疑虑并非杞人忧天。认为独立董事对公司效用一般的比例占了绝大多数,甚至有一定比例的公

司认为,独立董事只是徒然增大了公司成本。(参见下表)

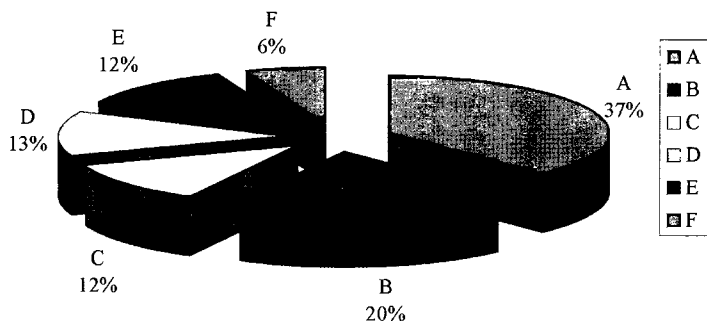
问题:证监会要求上市公司引入独立董事对公司的效用



选择项	比例
A. 很有效用	6%
B. 效用一般	86%
C. 毫无效用	1%
D. 增加成本, 只有负面效用	6%
E. 不清楚	1%
F. 没有做任何选择	0%

独立董事对改善公司治理效用不大, 绝非偶然, 其根源仍在于股权结构导致的大股东“一言天下”格局。(参见下表)

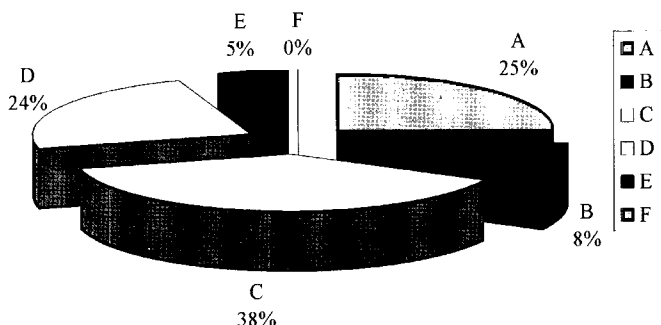
问题: 若认为上市公司引入独立董事对完善公司治理
无效或效用不大, 最主要的原因



选择项	比例
A. 大股东实际控制公司的经营管理决策	37%
B. 人情关系网络使独立董事无法真正独立	20%
C. 独立董事专业水准不够	12%
D. 独立董事激励和约束机制不足	13%
E. 其他原因(请根据自己的见解补充)	12%
F. 没有做任何选择	0%

此外,独立董事效用不佳的另一重要原因在于,它与既存的监事会部分重叠,以至于功能减损(参见下表)。这反映了我们在进行制度设计时,尚需加强全局眼光。

问题:上市公司中独立董事和监事会的职能关系



选择项	比例
A. 功能各异、优势互补	25%
B. 功能重叠、互相推诿、浪费成本	8%
C. 部分重叠、功能减损	38%
D. 都起不到作用	24%
E. 不清楚	5%
F. 没有做任何选择	0%

(2) “道高一尺”与“魔高一丈”

由上不难看出,关联交易的“盛行”与法律监管的“强化”交错上升,可谓“道高一尺,魔高一丈”。比如,控股股东利用商标专用权的

转让对上市公司现金资源进行掠夺,由此促成了沪、深交易所关于规范无形资产交易政策的出台。^①再如,针对上市公司担保行为可能带来的巨大风险,证监会于2000年6月出台了《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》,明确规定不能向大股东及其关联方提供担保,并对上市公司对外信用担保的风险防范、信息披露等作了具体的规范。^②

尽管有了上述规制关联交易行为的措施,但不当关联交易的势头并没有得到有效的遏制。从最早开始的税法调整^③,到《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》、《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则》、《上市公司章程指引》、《股票上市规则》,直到最近的《上市公司治理准则》都对上市公司的关联交易应当遵循的程序和规范作了明确的规定,但是关联交易并没有减少,违规的情况更是屡屡曝光。显然,现行制度的设计及其与社会背景的契合出现了问题,存在着漏洞。如何确立关联交易的“公正程序”,有必要从如下几个角度进行一次全面的检讨。

首先,法律和行政法规虽然对关联交易有所涉及,但缺乏全面的规定,特别是关联交易应当遵循的决策程序没有得到法律或行政法

① 财政部2001年7月23日印发的由中国注册会计师协会拟订的《资产评估准则——无形资产》,于2001年9月1日起施行。

② 目前上市公司对外担保的形势严峻,隐含着可怕的风险。根据相关的统计,2001年中期对外担保的上市公司共有433家,担保总金额高达747.19亿元,其中担保额超过净资产的有61家。

③ 我国有关关联企业的正式法律规定,始见于税收法则。根据1991年4月9日发布的《中华人民共和国外商投资和外国企业所得税法》第13条的规定,税务机关有权对关联企业之间业务往来的应纳税所得额进行调整。同年6月30日发布的该法实施细则第四章,则专门对“关联企业业务往来”作了规定。其中的第52条首次明确了关联企业的定义。但是,该法所称“关联企业”,特指外商投资企业和外国企业税收管理中与纳税人有关联关系的企业,而非公司法意义上的关联公司;其规定极为笼统,弹性很大,并未确定定量标准,不易操作;外商投资企业和外国企业虽一般采取公司形式,但当时我国尚未实行公司制度,“关联企业”不能套用于国内其他企业类型包括试点中的股份制企业(实际上就是后来《中华人民共和国公司法》中规定的公司企业)。1992年9月4日发布了《中华人民共和国税收征收管理法》,翌年又发布了该法的实施细则。该法统一了我国内外税收管理制度,有关关联企业的规定也适用于公司企业,但具体的认定标准并无修改。直到1994年1月1日的全面推行新税制,才在税法上概括确定了包括公司在内的关联企业的定义,并对关联企业的认定标准作出重大调整。

规的详细规划。关联交易决策程序的详细规定,只见于中国证监会发布的《上市公司章程指引》和证券交易所发布的《股票上市规则》。《上市公司章程指引》为上市公司章程的制订提供了统一的“版本”,似乎可以认为有强制要求上市公司制订有关关联交易时董事“回避和表决的具体程序”。^①同时,《股票上市规则》对关联交易的表决回避程序作了明确的规定,由于交易所规则对上市公司有“协议”层次的约束力,上市公司需要遵循相关的规范。^②

但需要注意,《上市公司章程指引》是中国证监会颁布的针对上市公司的规章,且只能通过公司将其“内化”到章程中来发挥效力;《股票上市规则》为证券交易所发布,只是自律性的监管规则。两者都不具有法律和行政法规的效力,不能作为否认关联交易合同效力的依据,除非是因董事违反了公司章程中的明确规定,公司有权撤销该交易。^③显然,这样的程序不足以有效地防范关联交易。

其次,虽然《公司法》明确规定了董事、经理的忠实义务,董事、经理在其履行职权过程中,应坚持将公司利益置于首位,按公司利益最大化原则处理公司事务;在处理关联交易事项时,应忠于职守,不得从事任何损害公司利益的行为。如果在关联交易过程中,董事、经理滥用其职权导致公司利益损失,则违反了忠实义务,将承担相应的法

① 中国证券监督管理委员会在《关于发布〈上市公司章程指引〉的通知》中明确,“上市公司可以根据具体情况,在其章程中规定《章程指引》包含内容以外的、适合本公司实际需要的其他内容,也可以在不改变《章程指引》正文部分内容含义的前提下,对《章程指引》规定的内容做文字和顺序的调整或变动。上市公司根据需要,对《章程指引》的内容进行删除或者修改的,应当在其向中国证监会申报的股票发行和上市及其他有关报批事项的申请材料中进行说明。无正当理由擅自修改或者删除《章程指引》所规定的必备内容的,中国证监会将不予受理该上市公司有关报批事项的申请。”

② 中国证券监督管理委员会:《证券交易所管理办法》,2001年12月12日修订。其中第52条规定:“证券交易所应当与上市公司订立上市协议,确定相互间的权利义务关系。……上市协议应当包括下列内容:……(四)上市公司定期报告、临时报告的报告程序及回复交易所质询的具体规定……(六)协议双方违反上市协议的处理……”

③ 《上市公司章程指引》第83条。另外,《股票上市规则》的法律效力,可以参见第12.1条和第12.2条的规定。对于违反股票上市规则的行为,证券交易所可以采取的处分方式包括:(一)责令改正;(二)内部通报批评;(三)在指定报纸和网站上公开谴责;(四)要求上市公司有关责任人支付3万元以上30万元以下的惩罚性违约金;(五)公开认定其不适合担任上市公司董事、监事;(六)报中国证监会查处;等等。

律责任。^①这个推断在理论上没有问题,实践起来却是困难重重。在判断公司利益有无损失时,其标准一般是判断该交易对公司是否公正、合理和适当,那么由谁来衡量关联交易的公平、合理和适当?目前的《公司法》没有明确这一点。根据《上市公司章程指引》,当董事违反关联交易的表决程序时,公司可以撤销交易,《公司法》也规定可以追究违法董事的责任^②,但困难的问题是,谁来代表公司行事?目前,股东的派生诉讼尚属未定之数,股东能否代表公司来撤销该交易,则更有疑问。而且,目前监事会的普遍弱化,更使其不堪担此重任,何况监事会在我国公司法框架内并无代表公司之权力。

中国证监会和证券交易所有权来规范公司的关联交易过程,但是关联交易属于内部事务,它们能够介入到什么样的程度值得质疑。除了事前的实质性要件和披露要求外,中国证监会和证券交易所可以对关联交易中董事、经理等责任人的严重违法行为采取公开批评、要求整改、罚款乃至稽查移送司法机关处理的措施。但是,这些措施并没有明确规定关联交易的效力问题。如前所述,尽管税法的调整有助于确定关联交易的公允价格,但是税法并没有针对关联交易的效力作规定。

根据《公司法》的规定,股东有权利就侵犯其合法权益的行为采取法律行动来加以制止。^③监事会也有责任和权利来纠正董事、经理的不当行为,不过言之不详。^④实践中股东和监事的积极性并没有发挥出来,监督上市公司的最重要的群体——公众投资者似乎为法律法规和监管当局忽略了。尽管保护投资者的口号不断在重复,但

① 《公司法》第63条规定,“董事、监事、经理执行公司职务时违反法律、行政法规或者公司章程的规定,给公司造成损害的,应当承担赔偿责任。”

② 关于这一点,可参见《公司法》第118条第3款规定:“董事应当对董事会的决议承担责任。董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程,致使公司遭受严重损失的,参与决议的董事对公司负赔偿责任。但经证明在表决时曾表明异议并记载于会议记录的,该董事可以免除责任”。

③ 《公司法》第111条规定,“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规,侵犯股东合法权益的,股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼”。

④ 《公司法》第126条规定,监事会行使下列职权:“……(二)对董事、经理执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督;(三)当董事和经理的行为损害公司的利益时,要求董事和经理予以纠正……”

投资者却没有真正掌握有力的武器——民事诉讼,无论是要求公司管理层履行职责的派生诉讼,还是针对造假欺诈者的民事赔偿诉讼,这些更使得投资者举步维艰。

再次,关联企业之间关系在法律上的模糊状态,也容易滋生关联交易。《公司法》和其他法律法规强调了母子公司之间的独立性,但一些关联企业之间法律责任的分担仍让人困惑。^① 实践中,也没有出现控股人/公司为子公司或关联公司分担债务责任的案例,除非公司股东在公司清算过程中有过错行为。^② 由此,控股人可以更加肆无忌惮地滥用人格独立人格,利用关联交易来侵犯公司、债权人和非关联股东的利益。

最后,有必要关注关联交易普遍盛行的社会根源。我国的上市公司与母公司及兄弟公司、子公司及附属公司、联营公司之间普遍存在着千丝万缕的联系,一些上市公司利用关联交易来调节业绩已是业内不争的事实。^③ 在现实经济层面上,相当多的上市公司在生产 and 经营方面仍严重依赖于控制股东,必须注意从源头上来控制关联交易的发生。监管机构已经认识到这一点的重要性,并采取了规范

① 《中华人民共和国公司法》第12条第1款规定,公司可以向其他有限责任公司、股份有限公司投资,并以该出资额为限对所投资公司承担责任。第13条接着规定,公司可以设立子公司,子公司具有企业法人资格,依法独立承担民事责任。现实中让人困惑的另一个概念是“企业集团”,根据国家工商行政管理局1998年制订发布的《企业集团登记管理暂行规定》第3条,“企业集团”是指以资本为主要联结纽带的母子公司为主体,以集团章程为共同行为规范的母公司、子公司、参股公司及其他成员企业或机构共同组成的具有一定规模的企业法人联合体。企业集团不具有企业法人资格。

② 可参见最高人民法院:《关于企业开办的企业被撤销或者歇业后民事责任承担问题的批复》(1994年3月)。当清算主体撤销所开办的企业,到工商行政管理部门办理注销手续,在其向工商管理部门请求撤销企业的申请中,承诺企业的债权债务已经清理完毕而实际上又未予清理时,清算主体应当承担对企业债务的清偿责任。见最高人民法院经济审判庭:“关于企业歇业、撤销和被吊销营业执照后的诉讼问题”(庭推),《经济审判指导与参考》第2卷,法律出版社2000年版。

③ 对于关联方如何通过关联交易安排来调节上市公司的业绩,可参见《关联交易“陷阱”:非公允收益应作为资本公积》,载 <http://www.homeway.com.cn/lbi-bin/news/create/article.pl?280155>, 2002年3月20日访问。

措施。^①在企业改制上市之初,其完整的产供销系统宜全部进入上市公司,此外企业必不可少的辅助生产设施、商标权工业产权等无形资产最好全部进入上市公司,以增强上市公司的独立自主性。^②

2.7.4 上市公司并购重组程序的缺陷

外国资本的进入,将引发上市公司的收购和重组活动。上市公司控制权市场的发展将有利于改进公司治理,约束上市公司的不当行为。在WTO背景下,外资并购引入的外生性约束力量,对前述层出不穷的关联交易,无疑将提供一剂治病良方。我们注意到,中国证监会近期发布的《上市公司收购管理办法》,也体现了管理层在这方面的努力。

然而,就目前实践来看,由于我国规制上市公司收购和反收购行为的立法不够完善,相关的立法主要有《公司法》、《证券法》、中国证监会《上市公司股东大会规范意见(2000年修订)》(以下简称《规范意见》)、中国证监会1997年颁布的《上市公司章程指引》(以下简称《章程指引》)。我国不但缺乏类似英、美等国家针对反收购的专门立法,而且从中国已有立法与上市公司收购的实践看,立法明显滞后于实践,而且法与法之间也缺乏衔接。这里仅就与上市公司收购相关的股东大会制度的完善提出若干建议。^③

(1) 关于股东大会召开制度

负责召集股东大会,是董事会的权力(《公司法》第112条);主持

① 现有上市公司的关联交易较多与企业进行改制、重组时的方案不够完善有着极大的关系。如工业类上市公司上市的原材料采购和产品销售部分留到了母体、上市公司与主要发起人的决策管理层基本相同等。

② 参见中国证监会最近签署的《关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》(2000年)。该《指导意见》明确将上市公司与大股东之间的“人员独立”、“财务独立”和“资产完整”作为其再融资的必要条件。其中要求“公司拥有独立的采购和销售系统,主要原材料和产品的采购和销售不依赖控制人进行。公司在原料采购、产品销售、生产环节以及商标使用权等方面与控制人存在不可避免的关联关系,应当以合同形式明确其与控制人的权利义务关系,并作为重大事项予以公告。”“董事会还应确定逐年减少关联交易,直至完全面向市场独立经营的时间表,并作为承诺事项予以公告。”

③ 参见梅君:“上市公司收购与股东大会制度——对2000年召开的三家股东大会的实证研究”,载《法学评论》2001年第1期。

股东大会和召集、主持董事会会议是董事长的权力(《公司法》第114条)。这种规定对于收购方是不利的。从国际上看,召集和主持股东大会并非董事会和董事长的特权。德国公司法规定在某些情况下,可以由监事会或者由法院依据代表公司股本5%的股东的请求召集;英国也规定了特殊情况下可由法院、少数股东和贸易部召集。^①中国证监会《规范意见》第26条规定特殊情况下由股东主持会议。但这只是规范意见,因与公司法规定存有明显冲突,效力存在问题。

与此相关的问题是,我国《公司法》对股东会有效召开没有设定最低的股权基数。国务院证券委、国家体改委1994年发布的《到境外上市公司章程必备条款》第55条规定:“拟出席会议的股东所代表的有表决权的股份数达到公司有表决权的股份总数1/2以上,公司可以召开股东大会;达不到的,公司应当在5日内将会议拟审议的事项、开会日期和地点以公告形式再次通知股东,经公告通知,公司可以召开股东大会”。中国证监会1997年颁布的《章程指引》第47条在注释中引用上述条文后说,公司可以根据实际情况,决定是否在章程中规定这一程序。也就是说,对于到境外上市的公司而言,这一程序是必备条款;而对于在沪深交易所的上市公司而言,这一程序是可选择性条款。为了保证股东会决议的代表性和公正性,避免大股东掠夺少数股东的情形发生,还是应在公司法中规定一个与会股东代表股份数的最低限额,否则会议无效。

(2) 关于股东大会表决制度

各国和地区立法一般都将股东大会决议分为普通决议和特别决议。对于普通决议,一般都规定简单多数通过;对于特别决议要求不同的比例通过。我国目前的立法也是如此。但问题在于,“选举和更换董事”,只需要1/2的简单多数,在收购与反收购的较量中,能控制1/2以上表决权的只有一家,其结果很可能是一边倒。比较理想的办法是引进累积投票制度。累积投票制度适用于董事、监事的选举。根据这一制度,股东所持有的每一股份都有与当选的董事和监事总

^① 参见姜战军:《股份有限公司股东大会制度研究》,载《民商法论丛》第13卷,法律出版社2000年版,第693页。

人数相等的投票权,股东既可以将所有的投票权集中选举一人,亦可分散选举数人,最后按得票数之多少决定当选的董事和监事。^①这一制度的价值在于,能在一定程度上保障少数股东将其代言人选进董事会和监事会,部分解决“一边倒”的严重失衡。

(3) 关于股东大会监督制度

从理论上说,股东大会乃公司合意机关,其决议属于公司自治范畴,由局外人监督会议的进行,理论上难以自圆其说。但鉴于股东集体行动固有的“理性的冷漠”问题,以及目前我国恶性关联交易相当普遍等情形,由一定的机构对股东会的召开予以适当的监督,应当能够收到一定的效果。《规范意见》第7条则将监督股东大会的责任赋予了有证券从业资格的律师,并规定董事会也可以同时聘请公证人员出席股东大会。但律师监督股东大会的权力基础却存在疑问。理想的方案是将这种安排导入章程指引或者上市规则。

(4) 关于股东大会违法救济制度

《公司法》第111条规定,“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规,侵犯股东合法权益的,股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼”;《证券法》第62条所列“重大事件”之(十)有“法院依法撤销股东大会、董事会决议”的规定。事后诉讼补救的方式成本高昂,实践中鲜有运用。因为诉讼时间漫长,资本市场又瞬息万变,经过一年半载之后,已经事过境迁了。在资本市场,迟到的公正,就等于没有公正。因此,应该对股东大会违法行为加以区分:对程序违法,要授权证管部门或由证管部门在紧急情况下请求法院在事情发生过程中予以制止;对明显的违法举措,实施实时监督;对内容违法或一时难以判断的,可以通过诉讼事后救济。当然,这就对股东大会监督人的责任心和业务水平,提出了相当高的要求。

(5) 关于股东大会反对恶意收购的制度安排

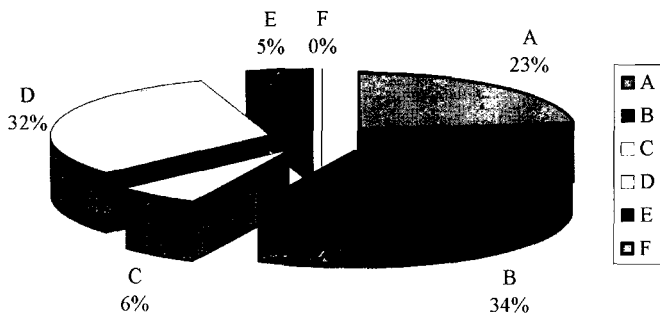
反对恶意收购不是禁止恶意收购,而是为了减少市场震荡,避免“股权大战”伤及中小投资者,保护应该由政府控股的公用事业。但是这种保护不能运用行政手段,而必须预设法律手段。

^① 参见刘俊海:《股东诸权利如何行使与保护》,人民法院出版社1995年版。

国外的反收购策略可谓五花八门,这里仅就与股东大会制度安排相关的部分提出设想。第一,加大恶意收购的成本。对出席股东大会股东所代表的股权作出硬性规定,比如 50% 以上;第二,设立法律障碍,比如限制股东大会上大法人股东的投票权,更多地听取中小股东的意见;第三,对于应由政府控制的企业建立“金股制度”。金股作为一种国家控股方式,始于 20 世纪 80 年代的英国,其后越来越多地被写入股份有限公司章程。金股不代表任何财产权利,没有受益权,也不能用来担保和抵押,通常只有象征性价格。国家是金股惟一的股东,对企业重大决策拥有否决权。国家通过行使金股股权达到维护战略产业、维护转型期社会稳定、维护具有象征意义的代表产业。^①

此外,在国内企业并购市场中,最为中小投资者诟病的问题是协议收购中的内幕交易现象严重,在涉及国有资产划拨时,国有股东和中小股东的矛盾更为突出。(参见下表)

问题:国内并购市场最主要的问题

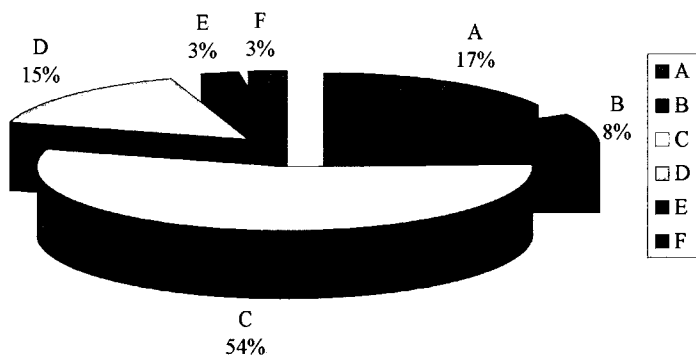


选择项	比例
A. 行业准入及地方政府保护政策	23%
B. 协议收购中的内幕交易现象严重	34%
C. 要约收购无法操作	6%
D. 审批手续、劳动力安置等环节的成本过高	32%
E. 其他问题(请根据自己的见解补充)	5%
F. 没有做任何选择	0%

^① 参见于静:《金股非金》,载《金融法苑》2000年第1期。

故而,市场强烈呼吁在《证券法》里增加协议收购中信息披露的义务。(参见下表)

问题:《证券法》中有关协议收购条款的效用



选择项	比例
A. 已经足够,不需要增加	17%
B. 本不应当规定,因为协议收购是双方之事,不影响股市	8%
C. 应当增加有关协议收购中信息披露的义务	54%
D. 程序不清,可能产生寻租现象	15%
E. 其他(请根据自己的见解补充)	3%
F. 没有做任何选择	3%

2.8 外资主体

2.8.1 中国的人世承诺对外资主体进入的影响

在入世承诺中,中国对外资银行、合资证券公司和外资保险公司予以市场准入,有人据此认为,中国开放了资本项目(实现资本项目可兑换)。这实际上是一种误解,证券、银行业市场准入开放承诺,仅仅是允许合资证券公司在中国境内依据其业务范围提供中介服务,

与证券、银行市场开放是两个不同的概念^①。证监会新闻发言人在谈及中国加入世贸组织后证券业今后的发展问题时特别指出:证券业开放与证券市场开放是两个不同的概念。前者是指允许外国服务提供者参与国内证券业务,属于WTO服务贸易范畴。具体来说,就是境外服务提供者进入我国市场,为外国居民以中国的本币投资中国证券市场提供的中介服务,不涉及资本的跨境流动(注册资本金除外),而后者是指允许国外投资者自由买卖我国国内证券,导致资本的跨境流动,属于资本项目范畴,不在WTO协议之列。世贸组织的宗旨之一是要削减非关税壁垒^②而未专门就规范外汇措施设定专门规定,整体而言,资本跨境流动涉及的外汇管制不在世贸组织管辖的非关税措施之列,GATT第9条规定:“本协定不阻止一缔约方依照《国际货币基金组织协定》或该缔约方与缔约方全体订立的特殊外汇协定,使用外汇管制或外汇限制。”《服务贸易总协定》(GATS)第11条规定:“除在第12条^③中设想的情况下外,一成员不得对与其具体承诺有关的经常项目交易的国际转移和支付实施限制。”

因此,目前资本项目管制总体上既在国际货币基金组织管辖范围之外,也不受世贸组织的约束。1996年12月1日,我国向国际货币基金组织承诺接受基金组织第八条款,实现人民币经常项目可兑换,外汇管理措施已符合基金组织和世贸组织的要求。朱镕基在我国入世前夕曾表示:中国加入世界贸易组织后,不会马上开放证券市场,有待整顿好A股市场后,才能开放股市允许外资参与。在这一过渡期内,如何完善我国的法律体系,从而加强风险防范,免遭游资突袭,是我国目前面临的突出问题。

① 温建东:《加入世贸与外汇管理政策的调整》,载《中国法律》2002年6月,第35页。

② 《马拉喀什建立世贸组织协定》引言第三段。非关税措施是指管理对外贸易的关税以外的措施,在实施中可能会对其他国家或者地区构成不公平竞争,称为非关税壁垒。世贸组织制定了一系列协定、进口许可程序协定、装船前检验协定、海关估价协定、原产地规则协定、与贸易有关的投资措施协定(TRIMs)等对此进行了规范。广义的非关税措施包括外汇管理,在世贸组织中,狭义的非关税措施不包括在IMF管辖下的外汇事物。

③ 指在世贸组织成员出现国际收支困难或者困难的威胁的情况。

2.8.2 渐进路径选择:外资主体进入中国的两种通道

在金融全球化趋势下,各国间竞争愈趋激烈,吸引外资已成为各国政府的重要课题。外资直接投资于各国证券市场成为外资投资方式之一。但是国际金融风险的教训,使得新兴市场国家在实现证券市场国际化的过程中持更加谨慎的态度,最近以来,人们更加重视放开资本市场在金融部门自由化过程中的辅助作用。大体而言,金融自由化有快速推进和渐进式转轨两种范式,这取决于各国金融业的发展成熟程度。从我国现有的情况来看,渐进式路径应是我国比较现实的选择。从我国入世承诺分析,外资进入的途径主要有实体方式和工具方式。

2.8.3 外资进入的两种方式:实体方式和工具方式

所谓实体方式是指,外资主体通过与国内的市场主体合资或者并购的方式,在国内建立一个经济实体,从而进入国内证券市场。我国已就中外合资基金管理公司和中外合资证券公司制定了相关条款。

设立中外合资基金是我国入世承诺的既定内容,也是中国基金业对外开放的必由之路。但是,由于《中外合资经营企业法》和《证券投资基金管理暂行办法》对于中外合资基金管理公司的设立均无明文规定,2002年颁布的《中外合资基金管理办法》出台后,相关设立审核程序才得以正式启动。

2002年6月1日新颁布的《外资参股基金管理公司设立规则》,从7月1日生效实施。在6月25日,国泰君安证券股份有限公司与德国安联集团正式签署了中外合资基金管理公司的合资经营合同书,成为中国证监会6月初发布《设立规则》后签订的第一份中外合资基金管理公司的协议,在合资股权中国泰君安占67%,德国安联占33%。另据有关资料统计,截至2002年6月底,已经有20多家基金管理公司、券商、银行、投资公司等,就基金领域中外合资事宜,签订了合作意向书或协议书。但要顺利运作,还需克服相当的法律障碍。(下文将详为分析)

与实体方式相对应,所谓外资以“工具方式”进入中国证券市场是指,外资主体本身并不进入国内证券市场,而是凭借金融工具进入国内证券市场。QFII、QDII 和 CDRs 和 A、B 股合并问题正是现在中国证券市场探讨的热点问题。中国证券市场存在着 A、B 股市场的分割、处于不同的发展阶段的香港、台湾和大陆证券市场的分割,再加上中国大陆市场转轨时期的自身特点,使得中国证券市场国际化的“渐进路径”更加复杂。

1. A、B 股合并问题

B 股市场是我国证券市场国际化的尝试,也使 A、B 股市场分裂成为了历史遗留问题。2002 年,为了履行我国证券业入世承诺,沪深证交所分别制定实施了《上海证券交易所境外特别会员管理暂行规定》和《深圳证券交易所境外特别会员管理规定》,突破了原来只有在境内从事证券业务的法人机构才能申请成为交易所会员的限制,为境外证券经营机构参与我国证券市场,尤其是 B 股市场交易,提供了规范依据和技术手段。是我国证券业对外开放的进一步发展^①。人们倾向认为,A、B 股应随着市场化的发展而合并,业内人士认为回购应是 A、B 股合并的一条途径。(参见专栏 2.16)

专栏 2.16 市场开放:业界的观点

一、关于 AB 股市场及其合并问题

1. 境外机构不是我们的会员,但可以申请 B 股特别席位。2002 年 6 月 19 日《深圳证券交易所 B 股交易席位管理规则》,席位费从 100 万降低为 60 万港币。另外,根据《深圳证券交易所特别会员管理规定》驻华机构可以转正为特别会员,也只能从事 B 股交易。

^① 《证券时报》,2002 年 7 月 5 日,载 <http://rich.online.sh.cn>

2. 在人民币自由兑换之后,A、B股自然就合并了,趋势是A股降一降,B股升一升。

3. B股开放后,现在B股只有10%由外资持有,可以考虑将它们回购并加以注销,这样,B股实际上就是A股了,至于其中的价差,如A股原来是10元一股,B股可能是7元一股,可以通过对B股股东配A股的方式来弥补。

二、关于QFII、QDII、CDR

1. CDR的本质是许多公司在海外市场碰得头破血流之后,再回到国内市场圈钱。

2. QFII应当放在QDII之前,而且,如果有额度的话,则QFII应大于QDII,原因都是一样的,因为中国传统上是一个资金短缺的国家。

三、关于合资券商问题

目前我国市场的市盈率比较高,国外的基金和券商对我国市场的热情可能不会太高。我们的市场在将来透明程度提高了,规则统一了,吸引力可能会提高一些。

资料来源:2002年7月调研记录。

2. QFII、QDII、CDRs制度的选择

尽管QFII、QDII、CDRs制度探讨已有较长时间,但直到2002年4月份,中国证监会副主席史美伦女士仍明确指出双Q制度推出尚没有时间表^①。作为外资进入中国证券市场的管道,人们对于其优点已了然在心,但由于制度等方面的原因,他们仍停留在讨论中(参见专栏2.17)。

^① 信息来源:青海证券数码证券网(2002/4/15)

专栏 2.17

市场和政府对实施 QFII、QDII、CDRs 的担忧

1. QDII、CDRs 的负面市场影响

对于 QDII、CDRs 制度,从 2001 年底,中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局等先后表示^①,正在考虑通过 QDII 制度投资于包括香港在内的境外资本市场,而处于困境的香港政府,则一直希望中央政府能尽快出台相关政策,但很多人认为其推出时机尚不成熟,持不太积极的态度^②;首先是担心 QDII 制度对市场的负面影响:在人民币不能完全自由兑换情况下,不可能实现 A 股、H 股、红筹股以及 CDRs 之间完全的“同股同价”,形成新的“同股不同价”市场,且造成 A 股市场价格大幅下降,造成市场剧烈波动^③。CDRs 圈钱的根源就在于利用了人民币的不可兑换性和中国资本市场的封闭性所导致的股市评价功能的双重扭曲,而这种扭曲在 ADR 中是不存在的。

2. 政府的监管忧患

在制度层面上,在现有外汇管制下,中国政府担心监管技术方案不完善,造成外汇大量流失,以及带来较大的金融风险,是政府监管的最大忧患之一。例如,一旦开设 CDRs,监管部门难以控制境外公司借此集资多少,即境内资金流入外国公司的情况,这是这两种制度迟迟不能出台的重要原因^④。2002 年 4 月 5 日《文汇报》的文章《金融部门担心 QDII 将成为灰色资金的洗钱通道》也反

① 徐宏源:《上半年出统一指数 年内启动 QDII 制度》, www.sina.com 2002/4/1。《中国概念股将于下半年回升》,载《中国经济报》,摩根大通(JP Morgan)中国研究主管称“QDII 或 CDRs 将是让投资者重新将目光转向中国的有效催化剂……”

② “金融界权威人士:QDII 推出时机尚不成熟”, <http://finance.china.com> 2001/11/12。王连洲:《目前推出 QDII 并非良策》, <http://business.sohu.com>《深圳特区报》, 2002/4/15 等。

③ “QDII 对 A 股和 B 股市场的影响”,载《商务周刊》,2002 年 7 月 30 日。

④ “证监会:尚未操作 QDII”涉及央行、证监会、外管局等态度, www.sina.com, 2002/3/31。

映了另一种担心。我国目前外汇储蓄已达 800 亿美元,但对外汇储备的运作绝大部分是非常谨慎地投资于国外金边债券。

3. 过渡时期引入外资的政策导向问题

吸引外资仍将是中国的长期的经济政策^①,这从入世后税制改革的缓慢就可以看出中央的思路,市场上企盼已久的统一内外资企业所得税最终没能实现,其最终目的也是避免外资的流出以及吸引外资的流入^②,证券业内人士持有类似观点,认为:QDR 的本质是许多公司在海外市场碰得头破血流之后,再回到国内市场圈钱。QFII 应当放在 QDII 之前,而且,如果有额度的话,则 QFII 应大于 QDII,原因都是一样的,因为中国传统上是一个资金短缺的国家^③。而 QFII 制度则相对要好一些,而且它对国内机构投资者的培育和投资理念的改变等诸多作用,因此,对于 QFII 制度,政府和市场都持较积极的态度^④。

2.8.4 法律困境:外资的实体进入方式

依据《设立规则》规定,外资参股基金管理公司设立的主要法律依据有《公司法》、《证券投资基金管理暂行办法》(以下简称《暂行办法》)和中国证监会的有关规定。外资参股基金管理公司的名称、注册资本、组织机构的设立及职责,应当符合《公司法》、《暂行办法》和中国证监会的有关规定。这方面涉及的法律问题主要有:

① 倪建国:《QDII 与 QFII:我们更需要谁》, <http://business.sohu.com> 2002 年 8 月 4 日访问。

② 国家税务总局局长金人庆在谈到税制改革时,仍然强调,内外资企业所得税将延续以前的政策;财政部部长项怀诚近日在国务院新闻发布会上,也明确回答:“中国的税制不宜大动,既不增加税赋,也不宜减去税赋。”

③ 2002 年 7 月 25 日调研记录。

④ 梁定邦:在 2002 年 4 月举行的《哈佛中国评论》“中国经济年会”上指出应借鉴台湾经验,引入 QFII 制度。见 <http://finance.china.com> 2002 年 4 月 18 日。周小川:2002 年 6 月 6 日在第二届中国证券市场国际研讨会上的讲话。“我国研究论证利用证券市场引入外资已有几年时间,研究重点是从引入机构投资者开始,也有人把此通称为 QFII ……”

(1) 发起人问题

《设立规则》第4条规定“外资参股基金管理公司的组织形式为有限责任公司”。《公司法》第75条规定“设立股份有限公司，应当有五人以上为发起人，其中须有过半数的发起人在中国境内有住所……”因此，从中外合资证券公司和中外合资基金公司以有限责任公司为组织形式考察，固和《公司法》无冲突。但是，随着外资介入程度的加深，外资主体除了以参股的方式进入我国的证券市场外，也可能与中方股东合资设立股份有限公司，或以并购的方式入主股份公司时，《公司法》关于发起人的规定，就可能构成法律障碍。而这也正是我国中外合资企业改制成为上市公司所面临的首要法律障碍。

(2) 资本金问题

在资本金方面，引入外资组建合资公司将面临以下问题：

其一，实收资本制与外国授权资本制的潜在冲突。根据我国公司法的规定，公司必须在注册成立时一次性缴足出资，这对于保护债权人固然意义重大，但也容易造成资金的闲置浪费。相形之下，外国相当普遍的授权资本制——即先确定注册资本额，但不是一次缴清，公司可以根据业务经营对资金的需要补足出资，就显得灵活一些，也提高了资金的使用效率。在成立合资基金公司和证券公司时，由于经营习惯，外方有可能倾向于采取授权资本制，而公司法关于实收资本制的规定无疑将构成法律障碍。

其二，《公司法》关于二次融资的规定，市场性较差。《公司法》第137条规定“公司发行新股，必须……（一）前一次发行的股份已募足，并间隔一年以上……”由于《公司法》规定一年内不得二次融资。这样就导致了机会主义行为。上市公司首发的时候，他们就犹如赌博，尽量争取一次性募足，容易形成资金的闲置浪费。据悉，证监会将对此采取“小步快跑”的策略，即先给比较小的发行额度，公司经营状况好了，再允许公司发行另一部分。这将是比较市场化的做法。

其三，《公司法》关于发行新股及退市的规定，灵活性较差。根据《公司法》137条，公司发行新股的条件之一是，公司在最近三年内连续盈利，并可向股东支付股利。另外，《公司法》第175条规定，“公司

最近三年连续亏损,国务院证券管理部门可决定暂停其股票上市……”;《公司法》第185条规定,上市公司在限期内未消除上述条件,不具备上市条件,亏损三年就要退市。《公司法》的这些规定,主导思想在于,通过对标准的设定,来保证上市交易股票的优质性。但存在两个问题:第一,过于刚性的标准规定,对企业生产的周期性考虑不够,尤其是当企业扩大生产时,可能非但盈利少,甚至亏损,这些规定极可能扼杀了企业的成长性;第二,企业与标准博弈的结果激励了上市公司的短期行为和造假行为。

这些问题不仅存在于外资进入、建立合资公司之时,而且现实地存在于我国的上市公司之中。

(3) 公司治理结构问题

我国的公司企业法在立法之初,采取的是双轨制,生产领域的外资企业适用的是三资企业法,故而,对于如何引导投资领域的合资公司建立内部治理结构,公司法并无相应准备。譬如,公司法虽然对股东会、董事会、经理的权利和责任有比较细致的规定,但一旦涉及合资基金管理公司、合资基金证券公司股东会召开的程序、工作语言、议决条件、董事的选任、经理的选聘等事项,公司法显然没有相应的安排,而这正是双方分歧比较集中的地方。举例而言,《公司法》第39条规定,股东会对公司增加或者减少注册资本、分立、合并、解散或者变更公司形式作出决议,必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。但根据我国的市场准入承诺,三年内合资券商和基金公司的外资比例不超过33%,这样外资在重大事项上就丧失了发言权。在外资主体对控制权相当看重的背景下,过于缺乏灵活性的制度安排,对引入外资的效果着实令人担忧。

(4) 银证分业与混业的问题

我国《商业银行法》第42条、《保险法》第104条、《证券法》第6条共同确立了的银行、证券、保险分业经营和分业管理的格局。2001年12月20日发布的《中华人民共和国外资金融机构管理条例》第21条规定“外资金融机构在中国人民银行批准的业务范围内,开办新的业务品种的,应当在开办之前向中国人民银行提出书面申请。中国人民银行应当自收到书面申请文件之日起60日内作出批准或

者不批准的决定。中国人民银行作出不批准决定的,应当书面通知申请人并说明理由。”2001年12月12日《中华人民共和国外资保险企业管理条例》第18条“外资保险公司的具体业务范围、业务地域范围和服务对象范围,由中国保监会按照有关规定核定。外资保险公司只能在核定的范围内从事保险业务活动。”从以上规定看,尽管合资券商和合资基金管理公司作为中国法人,必须遵循分业经营,但其势必会通过种种渠道、甚至由其总部通过外交渠道向有关监管部门申请混业牌照,或者在“灰色地带”事实上从事混业经营。这样,外资金融机构将比内资金融机构拥有更大的活动空间,处于竞争的优势地位。这从长远来看,势必推动我国金融业向混业经营方向转轨,这对我国的法律准备也提出了要求。

2.8.5 市场风险:外资的工具进入方式

(1) 外汇管理问题

首先,加入WTO后,根据我国的入世承诺,外资银行享有国民待遇,如果没有限制,可能会重蹈泰国国际银行便利(BIBF)的覆辙。允许外资银行开展人民币业务后,由于其来源于外汇资本金,如果对其外汇资本金和营运资金结汇做人民币业务没有限制,其实就相当于部分资本项目可兑换性质,外资银行可以进行本外币套利活动。而且,金融机构在外汇业务经营活动中,自身资金的出入境及与人民币的互换,都会对人民币汇率和国际收支产生重大影响。如果中外合资基金公司这些类似的合资金融机构,也可以进入证券市场的话,也会发生同样的问题。

其次,我国对外资金融机构和企业实行较中资金融机构和企业较宽松的管理,外资金融机构和企业境外借贷不纳入外债管理,无需借款指标,而中资银行境外借款必须纳入外债管理并且需要事前批准。对借用短期外债、外资兑换人民币、对外担保和资本输出严格控制。中外资银行施行双轨制管理,尤其是外资银行享有超国民待遇,既不公平,也是风险所在。

再次,对于中外合资基金管理公司的监管,目前还存在法律上的不足。中外合资基金管理公司的运作主要是管理信托资产及各类投

资基金,如果基金管理公司运用旗下基金与国外资金联手操纵国内市场,则很可能引起人民币或外汇的外流,所以,对合资基金的监管比国内基金要复杂得多。目前主要依靠托管银行和基金持有人进行监管的模式显然很难适应未来的发展。而《证券投资基金管理暂行办法》尚没有关于中外合资基金监管的专门规定。

最后,外汇风险还存在于央行、证监会、外管局等各部门的工作协调之间。以央行与外管局对外汇管理为例,1994年外汇管理体制改革之后,不少外汇管理权限下放到了银行,银行履行了部分外汇职能,外管局则对银行执行外汇管理政策法规进行合规性监管。因此,我国外汇管理的各项法规基本上都是以银行等金融机构作为中介,对外汇收支行为的主体来进行约束的。银行履行的外汇管理职能主要表现为银行结售付汇、外汇账户的开立和使用、国际收支统计申报三个方面。再加上银行作为商业化的经营机构,既要追求经济利益,又要履行一部分经授权的监督外汇收支的职能,监管职能和经营职能可能发生冲突,银行违规操作的可能性增大,因而对银行实行外汇监管就显得更加重要。但金融机构是否有能力鉴别资本性外汇收付和经常性外汇收付,并严格按照结售汇规定办理售汇业务,值得怀疑。从实践看,这个环节的监管有不少问题,加入WTO后,再加上外资主体的进入,尤其在证券市场上,与国外资金账户和股票账户一一对一,而且是与社会保障账户相对应不同,我国却可以一个人开出多个户头,再加上银行账户和银行外汇账户,多种账户存在不利于监管外汇风险。

再如,我国目前对资本项目实行的是较为严格的、直接的多头管理制度。我国资本项目外汇管理主要采取两种形式:一是对跨境资本交易行为本身进行管制,主要由国家计划部门(如计委)和行业主管部门(如人民银行、证监会、外经贸部)负责实施;二是在汇兑环节对跨境资本交易收付进行管制,即对资本项目有关的外汇收入、汇出及外汇和人民币的相互兑换进行管制,由国家外汇管理局负责实施。如限制购汇提前还贷,限制中资企业国际商业贷款结汇等。但如何协调不同监管部门的法规和制度相当不易,尤其是对于外资主体进入的申请及监管,情形将会相当复杂。

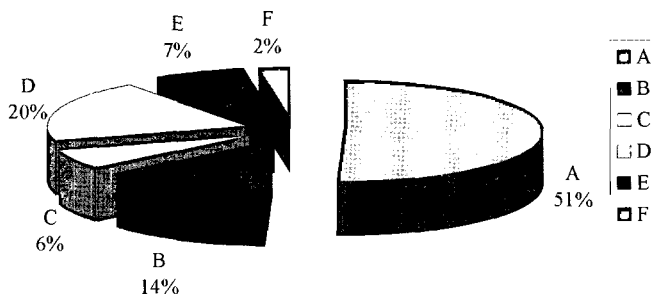
(2) 行业政策导向及反垄断问题

向外资转让上市公司国有股时,必须同时兼顾产业政策的要求和投资收益,这就要求加强产业政策的立法导向作用,明确外资进入的行业和领域。根据我国加入 WTO 所做的承诺以及外经贸部 2002 年发布的《外商投资产业指导目录》和现行的《暂行规定》,结合我国经济行业的调整和经济发展的需要,及时地对外资进入的行业和领域进行调整,对鼓励和允许外资进入的领域、限制外资进入的领域和禁止外资进入的领域有了较明确的规定,其中,对有些领域还有相当关于国有控股的规定,因此,向外资转让国有股股份的监管和审批制度还必须与产业政策的有关规定相协调。

另外,在通过 QFII 等方式引入外资时,还必须对垄断问题保持足够的注意。发达市场国家中,庞大的机构投资者凭借其雄厚的资金实力进入国内市场时,极易形成对某些行业的垄断,这是我国在进行产业扶持、培植国内产业竞争力的过程中不能忽视的问题。

除此以外,一个不容忽略的事实是,外资的进入,是我国证券市场面临的巨大而长期的挑战,不在于一城一池、市场份额的得失,而在于人才的激烈竞争及可能的人才流失(参见下表)。资本市场的管理者必须深谙“人本主义”的管理理念,才能在这场看不见硝烟的残酷战争中立于不败之地。

问题:加入 WTO 后外资进入中国证券市场带来的最大挑战



选择项	比例
A. 人才竞争	51%
B. 游资冲击	14%
C. 税收不平等	6%
D. 混业经营	20%
E. 其他_____ (请根据自己的见解补充)	7%
F. 没有做任何选择	2%

2.9 仲裁机构:证券纠纷非诉讼解决机制

ADR (Alternative Dispute Resolution, 替代性纠纷解决机制) 实质上是一组供当事人选择、用来避免正式对抗性诉讼办法的总称, 主要包括调解、专家认定、仲裁、调解——仲裁、早期中立评价、小型审判、简易陪审团审判等不同方式。非诉讼纠纷解决方式的运用已在世界范围内引起广泛的重视, 例如作为“诉讼大国”的美国, 其非诉讼解决机制也很发达, ADR 已成为其法学院教育的一门重要课程。在 WTO 背景下, 为减轻政府和法院的压力, 在我国证券领域建立非诉讼纠纷解决机制尤其必要。

2.9.1 后 WTO 时代证券纠纷非诉讼解决机制的重要性

1. 固有优势。与法院诉讼相比, 仲裁方式具有下列优点: (1) 以协议或条款方式选择仲裁地点、方式, 体现当事人的意思自治和理性选择。 (2) 程序灵活、效率高、费用低。 (3) 仲裁员专业水准高。 (4) 保密性好, 有利于维护当事方的声誉。后两点对于技术性强的证券纠纷和价格敏感的股票市场显得尤为关键, 对弥补我国目前法院处理证券案件能力不足有相当的现实意义。

2. 国际趋势。目前, 证券仲裁已被大多数国家和地区列入仲裁

范围。有的还规定了强制仲裁^①,有的则对证券仲裁施加了一定限制。^②美国判例法的演进更集中地反映了该国法院在证券仲裁问题上态度的转变。最初的 Wilko v. Swan 案中,美国最高法院以保护投资者利益为出发点,认为证券交易法上的问题属于公共法律范畴,判定以仲裁方式解决证券纠纷违反 1933 年《证券法》第 14 条,仲裁协议无效,对证券仲裁采取排斥态度。^③其后坚冰开始消解,在处理具有涉外因素的 Scherk v. Alberto-Culver Co. 一案时,虽然争议事关 1934 年《证券交易法》,但最高法院却承认了其中仲裁条款的有效性。^④到了 1987 年 Shearson/American Express Inc. v. McMahon 案,最高法院进一步就国内争议,推翻了其当初在 Wilko 案中的结论,认为“不存在任何关于联邦证券争议不能仲裁的理由”^⑤。美国法院,特别是联邦法院对仲裁持有“传统的敌视”^⑥,转化为“倾向于仲裁解决”。^⑦相应地,美国仲裁协会现在每年受理 300 件以上的证券纠纷,涉案标的达数亿美元。^⑧总之,承认证券纠纷具有可仲裁性(Arbitrability)已成为全球性趋势。

① 例如,加拿大投资经纪人协会(Investment dealers' association, IDA)规定,在某些情况下,对发生在经纪人与其客户之间的纠纷,应实行强制仲裁。但是,客户对此有选择的权利,其可以选择仲裁,也可以选择到法院诉讼。经纪人则有义务听从客户的选择。见 Mr. Richard M·Philips, Mr. Paul M·Farion, Judge Brenda P·Murray 著:《美国、加拿大证券法律的实施》,余文天译,载单长宗主编:《中外证券法期货法研究与案例评析》,人民法院出版社 1997 年版,第 208 页。

② 例如,德国《证券交易法案》(Borsengesetz)第 28 条规定,与证券交易有关的合同,只有在某一特定的情况下,才能包含仲裁条款,即只有当客户是一个注册商人、公司或处于德国之外的商人时,在德国证券交易所为交易而订立合同中的仲裁条款才有效。见李井杓著:《仲裁协议与裁决法理研究》,中国政法大学出版社,2000 年 9 月版,第 71 页。

③ 346 U.S. 427 (1953).

④ 417 U.S. 506 (1974).

⑤ 482 U.S. 220 (1987).

⑥ Judge Jerome Frank, Kulukundis Shipping Co. v. Amtorg Trading Corp., 126 F.2d 978, 985 (CA2 1942).

⑦ Moses H. Cone Memorial Hospital v. Mercury Construction Corp., 460 U.S. 1, 24 (1983).

⑧ 见姚俊逸:《在美国仲裁协会仲裁证券争议对我国证券仲裁的反思》,载《仲裁与法律》2000 年 12 月。

2.9.2 合法性与适用范围

《纽约公约》(1958年《承认与执行外国仲裁裁决公约》)第2条第1款、《国际商事仲裁示范法》第7条都将仲裁范围定位于“契约性与非契约性争议”。我国《仲裁法》对仲裁范围采取了概括式的肯定性规定和列举式的否定性规定。可仲裁的是“平等主体的公民、法人和其他组织之间发生的合同纠纷和其他财产权益纠纷”(第2条);而“婚姻、收养、监护、扶养、继承纠纷和依法应当由行政机关处理的行政争议”被排除在仲裁范围之外(第3条)。由此推论,除了诸如“证券继承纠纷案件;对公司、证券经营机构的行政处罚案件;证券经营机构内部人员或证券从业人员劳动争议与行政处罚案件等”,无论是证券合同纠纷还是侵权纠纷,其可仲裁性在我国都不存在法律障碍。《股票发行与交易管理暂行条例》还对证券仲裁有过专章规定,如“与股票发行或者交易有关的争议,当事人可以按照协议的约定向仲裁机构申请调解、仲裁”(第79条);“证券经营机构之间以及证券经营机构与证券交易场所之间因股票的发行或者交易引起的争议,应当由证券委批准设立或者指定的仲裁机构调解、仲裁”(第80条)。中国证监会也曾就此专门下发过通知。^①因此,在《证券法》修改时,有必要重新增加相关内容。

上述《暂行条例》规定之内容,可以说与境外证券市场的做法相一致,即特别是对于券商之间、券商与交易所之间的纠纷,应以仲裁解决为主。^②此外,国外还注重通过设置调解、复议等阻却程序,限制针对证券交易所的诉讼。例如在美国,接受交易所监管的主体曾经可以对其监管行为提出诉讼。1975年美国修改《证券交易法》时,规定不服交易所监管行为的,只能要求SEC进行审查,不能直接提起诉讼。该做法对于保证交易所有效履行一线监管职能具有积极

^① 《中国证券监督管理委员会关于证券争议仲裁协议问题的通知》(已废止),1994年10月11日,证监发字[1994]139号。

^② 例如,我国台湾地区《证券交易法》第166条规定:“依本法所有价证券交易所生之争议,当事人得依约定进行仲裁。但证券商与证券交易所或证券商相互间,不论当事人间有无仲裁协议,均应进行仲裁。”

意义。

2.9.3 实施建议

其一,机构方面,在条件成熟时,考虑成立专门的证券纠纷仲裁委员会。在此之前,可暂时继续由中国国际经济贸易仲裁委员会(CIETAC)负责证券纠纷的仲裁。^①考虑到其会员构成及可能存在的利益冲突,证券业协会下设证券纠纷仲裁委员会的建议恐怕不甚妥当,至少在处理投资者与券商之间争议时是如此。其二,规则方面,除了借鉴 CIETAC 的已有经验,还可参考海外的有关实践。例如,香港特别行政区于 1993 年通过的《香港国际仲裁中心证券仲裁规则》、美国仲裁协会的有关证券仲裁规则等。^②其三,配套措施方面。虽然我国《仲裁法》对合同和非合同的证券纠纷均赋予了可仲裁性,但二者可仲裁的前提都要求订有仲裁协议或合同中包含仲裁条款。而以投资者与上市公司之间的纠纷为例,在二级市场上证券流动频繁的情况下,如何解决仲裁协议成立和当事人资格转移的难题呢?一种设想是在公司章程中写入仲裁条款。尽管公司和股东不在章程上直接签字,但当事人分别签署股票交易单证后即成为公司的股东,均须承认公司的章程,接受章程的统一约束。因此,公司章程中的仲裁条款对所有持有该公司股票者都有约束力,无论交易当时是否实际签订仲裁条款。类似地,在公司的招股说明书、认股书和股票转让证书上也都应载有一个条款,阐明签字的当事人须接受和承认公司章程中的仲裁条款。这样,通过公司的董事代表公司在招股说明书上签字,初始股东在认股书上签字,之后的股东在股票转让证

① 历史上,国务院证券委员会曾下发过《关于指定中国国际经济贸易仲裁委员会为证券争议仲裁机构的通知》(已失效),1994 年 8 月 26 日,证委发[1994]20 号。自 1994 年 9 月起,该仲裁委员会也曾受理过少量证券纠纷。

② 例如,美国仲裁协会的证券仲裁规则中设置了加速程序,即当各方提出的争议额除去利息和仲裁费少于 20000 美元时,争议将在一个收费仅 300 美元的特别加速程序下进行。在加速程序中,形式极为简化和便捷,通知采用电话形式,行政文件的传送通常只有 10 天;开庭审理则通常一天结束,裁决是在庭审完毕后 10 天内作出。如争议额少于 5000 美元,则案件将被视为放弃庭审,只进行书面审理,除非一方对此予以反对。见前注,姚俊逸文。

书上签字的方式,章程中的仲裁条款对持股人及其后手都具有约束力。类似地,发生在其他市场主体之间的证券纠纷,亦可采用相应的格式“仲裁条款”获得可仲裁性。

通过以上分析我们得出的结论是:在后 WTO 时代,对证券纠纷的非诉讼解决机制,特别是仲裁机制,应给予更高的重视。建议在修改《证券法》时增加相关内容,同时注意在机构、规则、配套措施建设方面借鉴国外经验。

3

政策建议

从上面的分析中我们可以认识到,应对 WTO 的法律和政策策略必须解决四个关键问题:其一,尽快实施以投资者保护为核心目标的法律改革,构建一个严密的法治体系和主体多元化、相互制衡的多层次监管体系;其二,理顺各职能部门之间的接口,减少摩擦成本,提高执法效率;其三,完善公司法;其四,改善证券法的执法“生态环境”。

3.1 抓住 WTO 机遇,积极推进以投资者 保护为核心目标的监管体系 与法律体系的改革

1. 在监管环境的建设方面,构建主体多元化、多层次的监管体系,形成全国人大、证监会、协会、交易所、媒体、法院等利益主体相互制衡的监管格局,以共同应对入世可能带来的金融风险。具体建议可见于报告第二部分的相关论述。

2. 在法律体系的建设方面,抓紧完善以公司法和证券法为核心的立法体系,包括商法领域的《投资者保护法》、《信托法》、《投资基金法》,民法领域的《民法典》、《民事诉讼法》,公法领域如《刑法典》、《刑事诉讼法》和《行政诉讼法》等,构建严密的法治体系。

3.2 理顺立法与执法的“接口”

要完善证券法律体系,就必须注意法律条文与实际执法部门的“接口”。所谓“接口”是一种比喻的说法,如城市自来水管系统,骨干管道之间,骨干管道与支干管道之间,支干管道之间的各种衔接部位。骨干管道质量是好的,支干管道质量也是好的,但是,如果上述

接口部位出现问题,如管道尺寸大小不衔接,或有堵塞,或有跑、冒、滴、漏情况等,管道输送自来水的效果就要受到很大影响。

证券法体系如同城市自来水管道路系统,证券主管部门就好像是“骨干管道”,如中国证监会系统。各其他主管经济的部门对证券业务来说,好像是其他骨干管道或支干管道。假定上述各个政府行政部门的工作都是不错的,就如同“管道的质量”都很好,但是,如果各部门之间的管道接口出现问题,质量再好的管道也难以发挥出人们预期的功能,输送“自来水”的效果也难以发挥出来。

证券法律体系的“接口”问题,最突出表现在四类“接口”环节:一是,行政部门与司法部门的工作“接口”方面;二是,各种不同行政部门之间的工作接口方面;三是,中央与地方各级行政部门之间的工作接口方面;四是,立法部门与行政及司法部门之间的工作接口方面。这些方面属于“骨干管道”的“接口”问题。此外,还有各级行政管理部门与市场中介机构之间,投资者与行政部门、与司法机关之间的工作接口都属于支干管道的接口问题了。

证券法体系中的“接口问题”主要可以归纳为以下四点:

(1) 这类问题首先出在“管道系统”的设计环节上。在证券法体系中就是在立法环节。在立法过程中,尽管立法者已经考虑到了部门之间的“接口”问题,但由于这类问题有时表现为“部门利益冲突”,受到时间及其他因素的制约,法律不可能在通过时将这些“接口”问题完全理顺。

在“自来水管道路”系统中,从设计阶段就遗留了“接口”问题,但是在当时不容易察觉,因为它们处于不明显的表面。当实际“供水”工作开始时,立刻就可以检验到“接口”问题的存在。

从表面上看,《证券法》的条文,似乎没有多大的问题。仿佛“骨干管道”与“支干管道”的质量都很好。但是,在实际执法过程中,“接口”问题就不断暴露出来了,执法的效果受到很大影响。

(2) 在经济发展成熟期前的过渡阶段,会遇到许多新问题。由于立法阶段没有考虑到这些问题,或者是本来就遗留了“接口”问题,在现实工作中,有时会表现出“病急乱投医”或“萝卜快了不洗泥”的情况。每次遇到问题时,动用多方面的资源,集中起来解决一个接口

问题,就不惜突破原来的工作程序。这样做也有信心支撑,“理大于法”,“破例”是例,法无定法,只要有“善意”的目的,或者“只要主义真”。以这种工作方法来执法,就类似于搞运动式的做法:搞一次运动,动用许多资源,将问题解决了。总结工作经验,皆为有特殊的人物、特殊时间和特殊的背景情况,而在一般情况下,这样的做法形不成惯例,形不成法定程序,更形不成法律制度。

行政主管部门在日常执法过程中,如果遇到法律没有规定,或规定过粗,或规定不适用的情况时,以“善意”的目的在执行中“修改”法律条款,将法律本身存在的问题在立法机关正式修改前,先期做了“善意”调整。而立法机关对这样“善意”越权“立法”的行为,并不加以制止,也不表示同意,“睁一只眼,闭一只眼”。立法机关的态度等于默许行政机关“善意”立法,从时间和效果上弥补立法机关立法成本过大的空间。

最近媒体上报道死刑犯人在执行前四分钟被最高人民法院电话暂停执行的事件,^①从重视生命的角度而言,“超级干预”还是有正面效果的。但是,大部分高层级的干预无论其目多么善意,都要付出突破程序所带来的代价:一般人将对程序失去预期。更不要说,还有少数高层级的干预,带有主观性、任意性、偏好性和本位利益考虑,造成的代价也更大。

(3)“超级干预层级”的存在。依照程序工作和执法既是一种法律,也是一种习惯,习惯需要时间来养成。行政机关在日常执法活动初期,可能不习惯按照程序来执行。“法律虚无主义”表现在日常行政执法活动中就是“程序虚无主义”。行政部门在证券监督工作中的法定程序处于两种境地:要么缺乏,要么形同虚设。没有程序可依照时,行政部门的个别官员,可以乱来。形同虚设的程序随时可以被突破。我们以往在设计法律程序时,只重视形式,而不重视行政系统内部“层级”对程序的干预或影响。

行政内部的层级越高,影响与干预程序的作用就越大,处于的

^① 参见 2002 年 8 月初的《北京青年报》,福建东南电视台、《南方周末》、《京华时报》等主要媒体都报道了这个真实的故事。

“层级”越高,就越不受程序的约束。客观地说,行政干预不都是负面,也有正面的。但是,评价正面还是负面的标准是道德,还是法律?道德是特殊的、局部的、不确定的、难以预期的。而法律是普遍的、全局的、确定的、可以预期的。

(4) 政府行政管理的精细化与否,其差别既体现在大的方面(主干管道的质量),也体现在“接口”所处的水平。工业化与信息化发展程度较高的政府,其“接口”的水平精细,传输结果顺畅,传输的效率 high,不同部门的信息对称程度高,接口运作有程序规范,且执行接口程序范围的自觉程度较高。^① 不发达国家的政府在“接口”方面的精细化程度低,传输效率低,传输效果不高,不同部门的信息不对称程度反而较高。^② 如果政府各部门之间的“接口”运作能够以程序规则代替“超层级部门”个案协调,如果接口运作的程序规则越来越精细化,政府行政效率也就越高。

我们将在实践中了解到的有关《证券法》“接口”问题的条款开列如下:(参见下列表格)

《证券法》 条款	接口问题	建 议
第 2 条	在证券品种上,只规定了股票和公司债券,其他证券类型要由国务院依法认定。这使得《证券法》各条款只对应着股票和公司债券,在这之外的证券都必须另行立法,广义上的“证券法”过于庞杂;另外,它还限制了交易所创新证券品种的空间,对监管部门发展市场施加了过重的压力。	在《证券法》中多增加一些证券类型,并赋予交易所适当的创新证券品种的空间。
第 7 条	“国务院证券监督管理机构”指代不明,容易造成证监会、财政部、经贸委等部门之间职责不清,且有违 WTO 的透明度精神。	在《证券法》中,将证券市场的集中统一监督管理部门直接称为“证券监督管理委员会”,《证券法》在涉及其他部门职责问题时也应直接指出部门名称。

① 如果在发达国家出现“接口”严重问题时,甚至会成为全球的大新闻。据海外媒体的报道,美国波士顿一家医院的外科医生在给病人做手术的过程中,竟然离开到大街上的银行取钱,将病人“凉”手术室长达 30 分钟不管,成为全球的大新闻。

② 1999 年一个中国旅游团到达老挝边境准备入境旅游。边境官员不知道去向,关口也无人管理。旅游团不敢贸然入境,只好耐心在老挝边境入关处等待 3 个多小时,直到官员回来。这种情况据说经常发生,所以没有丝毫的新闻价值。

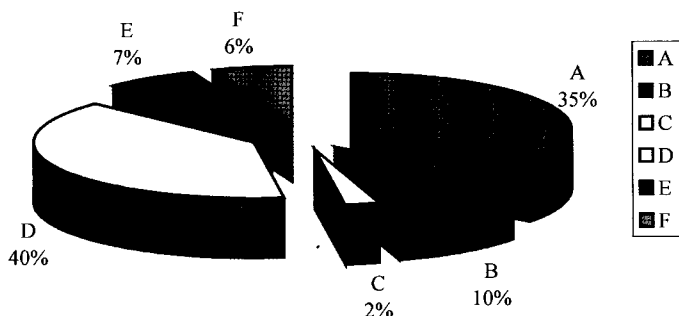
(续表)

《证券法》 条款	接口问题	建 议
第 16 条	国务院证券监督管理机构(证监会)是否应将所有的发行申请材料,不管初审结果(有的经初审,明显不符合上市条件),都报送发审委并由其做出决定?从减轻发审委压力和达到实际效果出发,究竟应采取哪种程序安排?	证券法中国可不作如此细致的安排,但在有关的发审制度中应写明这一程序,否则易酿纠纷。
第 20 条	(1) 上市募集资金必须按招股说明书载明的用途使用,但由于申请上市周期过长,有可能最终获批后所报项目已经没有市场前景,是否还应当向证监会重新申请? (2) 发行新股的条件,由公司法规定,过于刚性,难以适应市场的变化。	(1) 在资金用途方面,相关的制度安排要给市场变化留下充足的时间; (2) 发行新股的条件,宜由交易所制定规则,易于调整。
第 28 条	规定股票溢价时,由发行人与承销的券商协商确定发行价格。这样,在市场不平衡(即上市股票相对稀缺)的情况下,券商为追求高额佣金,倾向于超高溢价发行,股市泡沫一度高企,结果还是需要监管部门施以管制之手,限定发行市盈率。最后反而给市场方以监管部门“逾法”监管的嫌疑。	在中国目前证券市场极不平衡的情况下,任何彻底市场化的做法最终都容易事与愿违。《证券法》不宜规定溢价发行的市场化做法,而应由监管部门酌情确定。
第 95—100 条	虽然《证券法》没有直接规定交易所实行会员制,但法条多处出现“会员”字样,并且规定交易所设立理事会,这些都表明目前我国交易所采取了会员制。但难以理顺的逻辑接口在于,交易所的总经理并非会员选举或聘任产生,而是由证券监管部门任免,而且券商对交易所似乎并无权主张产权。这种逻辑,在券商会员都是国有的情况下可以接受,但随着外资、至少是合资券商会员的加入,这种逻辑将面临挑战。	减弱交易所对证券监管机构的依附地位,理顺其组织结构,增加其自律监管职能。
第 138 条	客户开立账户,必须持有证明中国公民身份或者中国法人资格的合法证件。这条规定,在 QFII 等外资进入的背景下,已不合时宜。	在客户“身份”方面,作出更加务实而灵活的制度安排。

(续表)

《证券法》 条款	接口问题	建 议
第 168 条	在必要时,证监会只能申请司法机关予以冻结有关的资金账户和股票账户,而没有自行冻结该账户的权力。在“司法地方化”的影响下,法院和证监会接口不顺,执法的效果大为减损。	赋予证监会冻结账户的权力。
第 173 条	证监会在履行职责过程中,发现证券违法行为涉嫌犯罪的,应当将案件移送司法机关处理。相关的移送标准太低,几乎证监会每查处一个案件,都要移送,否则有构成渎职罪的嫌疑。	证监会对证券违法行为的查处能力较强,在满足一定的条件下,应当允许其深入调查之后再行移送。
第十一章	对证券市场的犯罪行为,刑罚处罚力度畸低,如《证券法》第 184 条规定的操纵市场的犯罪,刑法规定的最高量刑为五年有期徒刑,不利于遏制证券犯罪。强化责任机制,已成为《证券法》修改中的重要内容(参见下表)	重新审视证券犯罪的危害性,调整相关的刑罚尺度。

问题:《证券法》应当修改中最急迫的部分



选择项	比例
A. 证券发行和交易	35%
B. 上市公司收购	10%
C. 证券交易所	2%
D. 法律责任	40%
E. 其他部分_____ (请根据自己的见解补充)	7%
F. 没有做任何选择	6%

3.3 完善《公司法》

《证券法》是一个复杂的法律体系,受到许多因素的影响。影响最直接的因素是《公司法》。《证券法》在学术界有时被归纳到《公司法》中的特别法,如果《公司法》的规定没有理顺,在公司法基础上的《证券法》就会有更多的条款无法落实。1993年公布的《公司法》由于当时历史发展的原因,虽然相当不错,但是现在看来,已经有许多条款不适用,有些规定在10年前还是改革的象征,现在已成为进一步深化改革的障碍。分析公司法条文,我们认为以下条款需要调整:(参见下表)

《公司法》 条款	与发展不适应的问题	修改建议
第2条、第20条	将独资公司限于国有独资公司一种,属于过渡立法,有违市场主体平等要求,并无法回应现实已存在的多元主体的企业设立全资子公司的需求。	将“独资公司”设定为与“有限公司”、“股份公司”并行的第三种公司组织形态
第4条	将股东权利设定为所有者权利,为政府这一大股东干预企业提供了依据,与WTO背景下政府职能的分解相悖。	删除“公司股东享有所有者的……权利”、“公司中的国有资产所有权属于国家”字样,严格区分股权与所有权
第5条	将所有的公司运作,都置于“国家宏观调控”之下,外资主体进入后,恐将“国家宏观调控”与“国有化”、“征收”等相混,生出不必要的疑虑。	删除这一条款,因为宣示性的条款并无实质上的法律意义
第11条	将公司的经营范围严格限于章程的规定,过于严苛,不利于公司市场化运作。	除金融等特许行业外,对公司的经营范围应作灵活规定,如可以采取排除式规定,即“除……外,公司可从事其他经营活动”
第23条、第25条、第26条、第27条	完全的实收资本制,过于强调维护债权人利益,一方面催生了虚假出资,侵蚀了诚信意识,另一方面造成了资金的闲置浪费,还与外资主体授权资本制的商业惯例相悖。	将“注册资本”界定为“全体股东认缴(而不是‘实缴’)的出资额”;还应当规定“股东认缴的出资额可以分期缴纳”

(续表)

《公司法》 条款	与发展不适应的问题	修改建议
第 32 条	只规定了股东的查阅权,而对质询权没有规定,而股东的查阅权和质询权一体规定通常是各国公司法的通常做法,这对于拓宽信息披露通道、挑战管理层滥权、保护中小投资者权益至为重要。	增加规定“股东有权在股东会上提出质询,公司管理人员应当予以认真回答”
第 39 条	对于公司重大事项,该条强制性地将决议比例设定为三分之二,过于刚性。现实中存在这样一种情形:一公司有两个股东,其中一个股东持股 51%,另一股东持股 49%,根据公司法,重大事项就变成须全体股东通过才有效,控股不控“事”,不合理。公司法相当多的规定过于刚性,体现了强烈的政府“为市场做主”的倾向,也反映了当时流失国有资产的担心。	保持三分之二比例不变,但增加一条款:股东各方可以协商改变这一比例
第 43 条	(1) 代表四分之一以上表决权的股东,三分之一的董事,或者监事,只能提议召开临时股东会,股东会还必须由董事会召集、董事长主持,股东会召集途径过于狭窄。现实中发生多起董事长控制下的董事会怠于召集股东会,侵害了一方股东利益,而股东却诉求无门的情形。相对而言,发达市场国家中的股东会召集条件则相对宽松。	应考虑规定:代表一定比例以上表决权的股东、一定比例以上的董事或者监事会,可以召集股东会 具体比例也不应由法律一体强制性规定,股东可以在章程中改变这些比例规定
第 43 条	董事长因故不能主持股东会时,由董事长指定的副董事长或其他董事主持。如此规定,极可能因为董事长个人的原因,导致股东会无法召开。	删除“董事长指定的”字样,规定“董事长因故不能主持的,由副董事长或其他董事主持股东会”
第 52 条	“监事会由股东代表和适当比例的职工代表组成,具体比例由公司章程规定”,但由于章程由股东拟就,实践中股东代表在监事会中挤占职工代表的情形相当普遍,职工监事人微言轻,尽管身处第一线,生产经营的信息比较充分,但却起不到对大股东的监督作用。	公司法应强制性地规定监事会中职工代表所占的比例,如三分之一

(续表)

《公司法》 条款	与发展不适应的问题	修改建议
第 61 条	“董事、经理除公司章程规定或者股东会同意外,不得同本公司订立合同或者进行交易”。章程乃事先拟就,而股东会召开实属不易,难以对纷繁复杂的董事(经理)与公司的利益冲突交易作一体判定,如此规定极不利于公司在瞬息万变的市场中灵活应对。	将“董事(经理)与公司的利益冲突交易”的核准权赋予独立董事,在西方,这是独立董事存在的主要作用
第 75 条	股份公司应当“有五人以上为发起人,其中须过半数发起人在中国境内有住所。”“住所”要求居住满一年,这对于急于抢滩市场的外资主体而言,“住所要求”将抑制其投资中国市场的积极性。	取消住所要求,代之以更加灵活的制度安排
第 78 条	将注册资本等同于实收股本总额,产生了与第 23 条一样的问题。	将“实收股本总额”改为“名义股本总额”,并规定“股份有限公司的注册时的实收资本不得少于名义资本的百分之四十(或五十)”(这一比例应视市场信用度而予调整)
第 86 条	“国务院证券管理部门”的提法过于含糊,有违 WTO 的透明度要求	直接改为“证券监督管理委员会”
第 106 条	只规定了股东的表决权,而缺乏股东提案权的规定,在国有股一股独大的背景下,提案权固无实际意义,但随着外资进入、公司多元持股局面的形成,提案权的重要性已浮出水面。	增加规定“单独或者联合持有一定比例以上的股东可以提出议案,董事会必须将其列入股东会议程”。(该比例可以初定为百分之一,当然,股东可以通过公司章程改变这一比例)
第 111 条	“股东大会、董事会的决议违反法律、行政法规,侵犯股东合法权益的,股东有权向人民法院提起要求停止该违法行为和侵害行为的诉讼。”依本条立法原意,不可推断股东有派生诉讼权,此为立法一大缺失,在实践中已暴露出很多问题。	(1) 将“侵犯股东合法权益的”改为“侵犯股东和公司合法权益的”。 (2) 将“停止该违法行为和侵害行为的诉讼”改为“侵权诉讼”。
第 119 条	“经理对董事会负责”的表述,有行政化倾向,难道经理对股东、对公司就不负责?如此表述,徒增歧义。	删除这一表述

(续表)

《公司法》 条款	与发展不适应的问题	修改建议
第 126 条	(1) 监事会集体行使职权, 监督绩效因内耗而降低 (2) 监事会无权以公司名义对外聘请会计师对公司财务进行审计监督并由公司列支费用, 监督效果极不理想。	(1) 规定监事可以单独行使职权, 但以监事会的名义做出决定 (2) 规定监事会可以代表公司外聘会计师对公司财务进行审计, 公司列支费用
第 149 条	将公司回购股票限于减资及与持有本公司股票的其他公司合并两种情形过于狭窄, 对股票期权制度、职工持股等股权激励计划的实施不利。	规定“公司可以根据需要, 回购并留存部分股票, 以实施股权激励计划。具体办法由国务院另行规定。”
第 152 条	将公司上市的条件规定于公司法中, 过于刚性, 不易随市场变化而调整, 也与公司法组织法的性质不吻合。	将上市条件从公司法中删除, 而规定“股份有限公司申请其股票上市, 必须符合交易所上市规则中规定的条件”
第 157 条、第 158 条	将股票暂停上市的条件及退市条件规定在公司法中, 缺乏灵活性。	删除这两条规定, 而代之以证监会发布的退市规则
第 159 条	将发行债券的主体限于股份公司、国有独资公司和两个以上的国有企业或者其他国有投资主体投资设立的有限公司, 立法的过渡色彩浓厚, 有违 WTO 的国民待遇精神。	本条修改为“为筹集生产经营资金, 公司可以依照本法发行公司债券”
第 189 条	公司破产清算时, 不能没有债权人的参与。	将“组织股东、有关机关及有关专业人员成立清算组”中的“有关机关”改为“债权人”
第 192 条	公司因违法被责令关闭而解散的, 由有关主管机关……, “有关主管机关”指代不明, 有违 WTO 的透明度原则。	将“有关主管机关”改为“有关工商行政管理机关”
关于在上市公司中建立独立董事制度的指导意见	证监会、经贸委要求上市公司中必须引入独立董事, 但对监事会与独立董事之间的责任分工却没有予以足够的关注, 隐含的假设是独立董事将完全取代监事会而发挥作用。	日常的监督职责仍由监事会来承担, 而重大事项的监督、特别是公司高管与公司间利益冲突交易的审批, 则由独立董事来承担

本表部分参考了顾功耘:《中华人民共和国公司法》修订草案(建议稿), 载顾功耘主编:《市场秩序与公司法之完善》, 人民法院出版社 2000 年 5 月第 1 版。

3.4 改善《证券法》的“生态环境”

借用自然科学的概念,法律的执行也有一个“生态环境”改善的问题。证券市场不是我国历史固有的,而是从西方引进来的。包括证券法在内的现代商业法律,也不是我国历史固有的,同样是从外国引进的。市场经济特别是(资本市场)还不是我国固有的,又是从西方引进的。WTO的规则与理念更不是我国发明的,是我国申请加入、主动承诺接受的。上述四种相关的事物,都不是产生于我国的土壤,而是从外面引进来的。我国在引进这些外来事物的时候,是否具备了相应的土壤条件?

我国古代有句话,“南橘北枳”,说得是南方的橘子树被移植到北方,长出的果实味道变酸变涩,改名为枳子。外国引进过来的证券法、资本市场及经济、WTO等事物,如果我国的本地土壤环境不同,“橘子”将面临两种路径:或者橘子变成枳子,味道变得又酸又涩,或者改造我们的土壤,使“橘子”不但保持原来的品质,而且改良得更甜更鲜。选择应该是后者,因为我们引进橘子进来是为了吃的,我们当然都希望吃又甜又鲜的橘子,这就要求改良与营造适合橘子生长的土壤。

如何改良土壤呢?我们在调研中了解到,市场参与者最希望的得到的市场是:保护投资者,特别是保护中小投资者的合法利益;市场保持更加充分的竞争;政府调控市场的规则与运作方法公开透明,参与市场服务的中介机构保持高度自律。

改善我国的资本市场的法律环境,我们认为有四点关键要素是必须考虑的:

其一,财务公信度。资本市场是最透明的,因为法律要求定期公布上市公司的财务状况。只有公布的财务资料是真实的,市场的透明度才可以真正体现出来。反之,市场就没有透明度,更没有投资者的公信度了。美国资本市场出现的信心危机,就是因为财务方面造假账导致投资者对市场失去信心。公信度是对市场信心的基础,公众对市场没有信心,就没有市场存在的必要了。

法律与财务的公信度是相互作用的,法律维护财务的公信度,例如对造假账的公司责任人进行处罚。市场财务的公信度也作用于法律效果,如果有了法律,市场财务的公信度依然不好,人们也会对法律同样失去了信心;既然人们对市场失去了信心,市场就没有存在的必要的了,有关资本市场的法律也没有存在的必要了。所以,财务的公信度便成为证券法执法效果的衡量之一,成为证券法存在与发挥作用的环境要素之一。

其二,产权清晰度。前面所谈的财务环节与产权要素有密切关系。财务描述了公司财产,这种描述不但要数量准确,还要性质清晰。而且产权性质清晰还要求其具有实际操作的意义。我们在网络上看到一则报道,可以引用来说明产权不清晰、不具有操作性的例子。该消息是一则关于“蓝田股份公司”债务的报道,^①报道说,蓝田公司距离商业银行的距离“只有一根电话线长”,意思是说蓝田公司与商业银行如果没有电话线在中间的话,两者就是“零”距离了。报道称“交通银行北京分行的一名职工向记者透露:交行北京分行对蓝田的贷款有近1亿元,由其北京三元支行发放。该行另外一名职工则透露:蓝田在向交行北京三元支行借取贷款的同时,向5位相关贷款负责人提供了460多万元的回扣”。蓝田公司共获贷款30亿,如此推算,蓝田公司给银行工作人员的“回扣”达1.5亿人民币。

最近,中央电视台的新闻联播节目披露了原光大银行董事长朱小华被开除党籍与公职的事件,同时报道称他收受贿赂,违规对某香港公司贷款几个亿,最后因无法收回给银行造成巨额损失。原中国银行董事长王雪冰在纽约分行的案件中也有类似的情况。

国有商业银行的产权从表面上看是清晰的,产权属于国家。但在实际操作中是“实在性”的,经常出现了高额“回扣”或收受贿赂的问题。为什么香港李嘉成的公司不出现这类情况呢?产权在操作层面上“实在性”,具体工作人员就会利用国有银行的产权“虚无”的一面做手脚了。国有商业银行对上市公司如此贷款,证券法如何能够

^① 2002年8月16日新浪网:《与银行亲密接触,巨额回扣揭蓝田30亿贷款黑幕》, <http://finance.sina.com.cn> 2002年08月16日10:02《财经时报》。

监管？这样的上市公司资不抵债，破产临头时，广大投资者的血汗钱付之东流，对证券法如何会有信心？所以，证券法与产权的清晰度（操作环节的清晰度）互相影响：当出现产权“虚无”情况时，在操作层面出现“不实在”情况时，证券法的执法效果就大受影响。

其三，契约文化。契约文化不是就道德意义上而言，而是就商业意义上而言。换句话说，不是道德意义上的诚信，而是商业意义上的诚信。我们以往经常将道德与商业两个层面的“诚信”混淆。前者是远期的，后者是即期的；前者是伦理的，后者是法律的。

我国古代有非常好的道德层面的“契约文化”，如“君子一言，驷马难追”，“一言九鼎”，“人无信不立，国无信不兴”，“即墨一诺，胜过千金”等。但是由于我国近代商业不发达，特别是明清时期商业已落后于西方工业社会的商业发展，我国也就缺乏建立在商业意义上的契约文化。直到今天我们还在体验缺乏商业诚信文化带来的后果。商业意义上的契约文化是即时性的，不是远期性的和伦理性的。例如，公司从银行借钱签订贷款合同，到期不能还本付息时，公司要么被处理抵押财产，要么破产。

商业契约的可操作性与产权有关联性，商业契约是在两个产权清晰、操作实在的主体之间进行的。如果公司的产权是国有的，国有财产的所有权，在市场存在中就是“虚无的”（使用权是实在的），在操作层面就是“不实在”的。法院处理抵押的国有财产，就不具有实际上的可操作性。同样，国有公司的破产，也不具有实际上的可操作性，因为公司自己不是财产的所有者，能否破产要由国家来决定。如此推论，国有公司从国有商业银行贷款就可以“不”还了。同样道理，因为国有上市公司的产权“虚无”性，在资本市场上就出现国有股“不流通”，国有股价值“不确定”，国有股“减持方案”不具有可操作性等问题。

契约文化与商法的执行也是互相作用的：商业契约文化的缺乏，直接影响包括证券法在内的商业法律的执行缺乏应有的效果。因为法不责众，在一个缺乏商业契约文化的社会执行合同法，诉讼成本过高，时间过长，打官司变成“打关系”。

其四，信用记录机制。有了信用记录机制，商业社会不怕个别公

司或个人不守约,也不怕个别公司或个人不重视信用,不怕他们没有“契约文化”。因为有信用记录机制实时记录这些公司和个人遵守信用的情况。如果他们不守信,他们就只能欺骗人一次,没有第二次了。而且,第一次欺骗的成本就足以使他们倾家荡产了。信用记录机制的目的是:对不讲信用的人进行最严厉的处罚;对市场上的善意第三者进行保护,免受前者的侵害。美国在 1899 年就开始建立信用记录机制了,发展到今天美国已经有三家信用记录公司,实时记录美国和加拿大 2 亿人的信用状况。美国国内外的商业规模与交易额都比我国大,但是,美国法院处理合同纠纷的压力并没有我国法院那样大,尽管我国法院法官的人数比美国多许多倍。分析其原因并不全都可以归咎到我国法院法官的素质高低的问题,主要是因为我国没有信用记录机制。坏的机制驱使好人变成坏人。

1999 年 4 月 1 日我国终于开始实行银行储蓄开户“实名制”,从时间上来看,我国银行开户的“实名制”比欧美至少晚 100 多年,直到今天,我国仍然没有公司和个人的信用记录机制。股票市场开户仍然没有真正意义上的“实名制”,用 10 元或 100 元在火车站购买农民的身份证开户,早是证券公司自营的手段或为客户“担保委托理财”的方法之一。连证券公司都用买来的农民身份证做交易,更不要说一般的公司和个人了。

证券法的执法也需要“生态环境”,其中,生态环境中的“土壤”因素中的四大要素是缺一不可的:财务公信度、产权清晰度、契约文化与信用记录。有了这些因素以后,我国的“土壤”才适合“资本市场”和“股票”、“证券法”及“WTO”等外来的“橘子”们的生长发育,才有可能让我们人民吃到又甜又大的“国产洋橘”。

参 考 文 献

中文文献:

1. 陈志武:《法院如何介入证券监管?》,载《财经》2002年第10期。
2. 陈志武:《美林案订立华尔街新规则》,载《财经》2002年第10期。
3. 程宗璋:《加入WTO对我国证券立法的影响》,载《重庆工业高等学校学报》2000年12月。
4. 陈一勤:《加入WTO与中国证券市场的发展》,载《财贸经济》2002年第2期。
5. 曹士兵:《中国担保诸问题的解决与展望——基于担保法及其司法解释》,中国法制出版社2001年版。
6. 程斯民:《中国金融直面WTO》,世界知识出版社2001年版。
7. 陈崎等:《走入WTO的中国金融》,海洋出版社2000年6月版。
8. 樊纲:《如何理解中国的资本市场——WTO门槛上的中国金融体系之症结》,和讯网2002年2月28日。
9. 干胜道、吴风云、赵静梅:《加入WTO与我国证券业的重构》,载《四川大学学报(哲学社会科学版)》。
10. [美]菲利普·科特勒(Kotler. P.)等:《科特勒看中国和亚洲》,海南出版社2002年1月版。
11. 方军:《国有股减持》,中信出版社2002年6月版。
12. 黄一琨:《媒体诉讼的荆棘路》,载《经济观察报》2002年8月5日。
13. 胡鞍钢,王绍光:《重新认识国家的作用》,载胡鞍钢、王绍光编:《政府与市场》,中国计划出版社2000年1月版。
14. 姜战军:《股份有限公司股东大会制度研究》,载《民商法论丛》第13卷,法律出版社2000年版。
15. 金烨:《证券市场法治化程度日益提高》,载全景网。
16. 江春:《中国金融业成功应对WTO》,武汉大学出版社2001年版。
17. 朗咸平等:《“担保圈”》,载《新财富》2001年12月号。
18. 李树峰:《针对华尔街投资银行的广泛调查》,载《财经》2002年第12期。

19. 梁定邦:《中国证券业的新发展》,载 www.s-a-c.org.cn,2002年8月2日。
20. 刘燕:《会计话语权之争—凯立案周年祭(三之二)》,载《21世纪经济报道》2002年07月18日。
21. 李金泽、刘楠:《WTO与我国证券法制的发展》,载《中国金融》2001年10月。
22. 理查德·M.菲利浦等:余文然译:《美国、加拿大证券法律的实施》,载单长宗主编:《中外证券法期货法研究与案例评析》,人民法院出版社1997年8月版。
23. 李井杓:《仲裁协议与裁决法理研究》,中国政法大学出版社2000年9月版。
24. 罗豪才等:《行政法学》,北京大学出版社1996年版。
25. 刘俊海:《股东诸权利如何行使与保护》,人民法院出版社1995年版。
26. 刘群芳:《WTO与证券监管》,载《西南民族学院学报(哲学社会科学版)》。
27. 刘文华主编:《WTO与中国金融法律制度的冲突与规避》,中国城市出版社2001年1月版。
28. 李国光等:《最高人民法院〈关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释〉理解与适用》,吉林人民出版社2000年版。
29. 马腾:《五重量级人物担纲,权威报告直斥监管层,全国人大执法检查,股市黑幕空前大曝光》,载《21世纪经济报道》2001年7月9日,第14版。
30. 梅君:《上市公司收购与股东大会制度——对2000年召开的三家股东大会的实证研究》,载《法学评论》2001年第1期。
31. 缪剑文、罗培新:《WTO与国际金融法律实务》,吉林人民出版社2001年1月版。
32. 倪正茂等:《国际规则——中国入世后的法律对策》,上海社会科学院出版社、高等教育出版社2001年版。
33. 钱颖一:《市场与法治》,转引自李剑阁主编:《站在市场与改革前沿》,上海远东出版社2001年版。
34. 申屹,刘希普:《我国证券执法权限缺陷对执法效率的影响》,载《证券市场导报》2002年6月。
35. 邵颖波:《股市的“公道”在哪里?》,载《经济观察报》2001.10.1—10.8, D1版。
36. 斯道延·坦尼夫、张春霖、路·白瑞福特等:《中国的公司治理与企业改

革》，世界银行与国际金融公司，2002 年。

37. [泰]素帕猜·巴尼巴滴、[美]马克·L·克利福德：刘崇献、王红利译：《中国重塑世贸——WTO 总干事解读入世》，机械工业出版社 2002 年版。

38. 孙南申：《WTO rules and Chinese economic law on foreign business》，法律出版社 2002 年版。

39. 唐勇：《振荡与涅槃/WTO 影响下的中国证券市场与行业经济分析》，上海远东出版社 2001 年版。

40. 唐文林等：《中国金融业与 WTO》，广西人民出版社 2000 年 4 月版。

41. 温建东：《加入世贸与外汇管理政策的调整》，载《中国法律》2002 年 6 月。

42. 王连洲：《目前推出 QDII 并非良策》，载《深圳特区报》2002 年 4 月 15 日，<http://business.sohu.com>。

43. 王玉春：《辩证看待加入 WTO 给中国证券业带来的机遇和挑战》，载《中国金融》2000 年第 7 期。

44. 文锋：《一部庄家史，多少散户泪》，载《你看庄家黑不黑》，远方出版社 2000 年版。

45. 吴建斌：《关联公司关系浅析》，载《法学天地》1996 年第 3 期。

46. 王幽深：《对上市公司信息失真赔偿两个程序问题的思考》，载北大法律信息网。

47. 魏思民、田兴国等：《中国政府直面 WTO》，世界知识出版社 2001 年 6 月版。

48. 王斌：《直面 WTO 重要行业与上市公司研究》，经济科学出版社 2001 年版。

49. 徐宏源：《上半年出统一指数 年内启动 QDII 制度》，www.sina.com，2002 年 4 月 1 日。

50. 萧灼基：《加入 WTO 对中国证券市场的挑战》，载《中国企业报》2000 年 10 月 9 日。

51. 姚俊逸：《在美国仲裁协会仲裁证券争议对我国证券仲裁的反思》，载《仲裁与法律》2000 年 12 月。

52. 约瑟夫·斯帝格利茨：《参与和社会变革》，转引自胡鞍钢、王绍光编：《政府与市场》，中国计划出版社 2000 年 1 月版。

53. 于静：《金股非金》，载《金融法苑》2000 年第 1 期。

54. 张卫星：《中国股市向何处去》，中国商业出版社 2002 年 2 月版。

55. 张经：《行业协会与中国入世 论加入 WTO 后行业协会对国内市场的

保护作用》,北京工商出版社 2001 年版。

56. 张霓、王立军、张日新、徐明威:《加入 WTO 后的中国金融业》,辽宁大学出版社 2000 年 7 月版。

57. 1999 年中国经济年鉴。

英文文献:

1. Charles P. Oman, Policy Competition for Foreign Direct Investment, A study of Competition among Governments to Attract FDI, OECD Development Centre, March 2000.

2. Chan, Louis K.C. & Lakonishok, Josef, 1999, *Institutional Trade and Intraday Stock Price Behaviour*, Journal of Finance Economics, No. 33, 1993, S. 174.

3. Frank Easterbrook and Daniel Fischel, 1991, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991.

4. Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of financial Economics* 58 (2000).

5. John C. Coffee, Jr., 2001, The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, *Yale Law Journal* 111, pp.1—82, 2001.

6. John C. Coffee, 2001, The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control, *Yale Law Journal* 111, pp.1—82, 2001.

7. Lucian Bebchuk, 1999, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control, <http://www.nber.org/papers/7203>.

8. Lucian Bebchuk & Mark Roe, 1999, A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance, *Stanford Law Review* 127.

9. Legal Determinants of External Finance, 1997, *Journal of Finance* 52, 1131—1150, 1997.

10. Law and Finance, 1998, *Journal of Political Economy* 106, 1113—1155, 1998.

11. Mark Roe, 2000, *Political Preconditions to Separating Ownership from Control*, 53 *Stanford Law Review*, 539 2000.

12. Politics and Capitalist Securities Market, 27 *Brooklyn J. Int'l L.* 477, 2002.

13. Supachai Panitchpakdi and Mark L. Clifford, 2002, China and the WTO : changing China, changing world trade, Singapore : J. Wiley & Sons (Asia), 2002.
14. Takeshi JINGU, 2002, "Moving Forward in Reforming China's Capital Market", *NRI (Nomura Research Institute) Papers* Januray 1, 2002.
15. William I. Friedman, 2002, One Country, Two Systems: The Inherent Conflict between China's Communist.
16. Wall Street: How Corrupt Is It? *Business Week*, 2002/5/13. .

法律、法规及规范性法律文件:

1. 《中华人民共和国宪法》
2. 1993 年《中华人民共和国宪法修正案》
3. 《中华人民共和国公司法》
4. 《中华人民共和国证券法》
5. 《中华人民共和国民事诉讼法》
6. 《中华人民共和国刑事诉讼法》
7. 《中华人民共和国立法法》
8. 《中华人民共和国民法通则》
9. 《中华人民共和国律师法》
10. 《中华人民共和国会计法》
11. 《中华人民共和国注册会计师法》
12. 《中华人民共和国商业银行法》
13. 《中华人民共和国保险法》
14. 《中华人民共和国仲裁法》
15. 《中华人民共和国外商投资和外国企业所得税法》
16. 《中华人民共和国税收征收管理法》
17. 《中华人民共和国外资金融机构管理条例》(2001 年 12 月 20 日)
18. 《中华人民共和国外资保险公司管理条例》(2001 年 12 月 12 日)
19. 《证券投资基金管理暂行办法》
20. 中国证监会《上市公司收购管理条例》
21. 中国证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》
22. 中国证监会《上市公司章程指引》
23. 中国证监会《上市公司股东大会规范意见(2000 年修订)》
24. 《关于上市公司为他人提供担保有关问题的通知》
25. 《关于上市公司新股发行审核工作的指导意见》

26. 《公开发行证券公司信息披露内容与格式准则》
27. 《中国证券监督管理委员会关于证券争议仲裁协议问题的通知》(已废止)
28. 国务院《股票发行与交易管理暂行条例》(1993年4月)
29. 国务院证券委、国家体改委《到境外上市公司章程必备条款》(1994)
30. 财政部《企业会计准则——关联方关系及其交易披露》
31. 财政部《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》
32. 财政部《关联方之间出售资产等有关会计处理问题暂行规定》(2001年12月21日)
33. 国家税务总局《关联企业间业务往来税务管理规程(试行)》
34. 国家税务总局《关联企业间业务往来税务管理规程(试行)》(1998年4月28日)
35. 最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》(2000年9月29日)
36. 最高人民法院《关于企业开办的企业被撤销或者歇业后民事责任承担问题的批复》(1994年3月)
37. 最高人民法院《关于审理名誉权案件若干问题的解释》(1998年8月31日)
38. 外经贸部《外商投资产业指导目录》(2002)
39. 《证券交易所管理办法》
40. 《深圳证券交易所B股交易席位管理规则》
41. 《股票上市规则》
42. 《上市公司治理准则》
43. 《上海证券交易所境外特别会员管理暂行规定》
44. 《深圳证券交易所境外特别会员管理规定》
45. 《社会团体登记条例》
46. 《证券业协会会员管理办法》
47. WTO《服务贸易总协定》(GATS)
48. 《全球金融服务协议》(1997年12月)
49. 《中国代表团加入WTO议定书》
50. 《马拉喀什建立世贸组织协定》
51. 《纽约公约》(1958年《承认与执行外国仲裁裁决公约》)
52. 《国际商事仲裁示范法》
53. 我国台湾地区《证券交易法》

54. 346 U.S. 427 (1953)
55. 417 U.S. 506 (1974).
56. 482 U.S. 220 (1987)
57. Judge Jerome Frank, *Kulukundis Shipping' Co. v. Amtorg Trading Corp.*, 126 F.2d 978, 985(CA2 1942)
58. *Moses H. Cone Memorial Hospital v. Mercury Construction Corp.*, 460 U.S. 1, 24 (1983)

网络资源:

1. www.sdpc.gov.cn (国家计委网站)
2. www.mof.gov.cn (财政部网站)
3. www.chinatax.gov.cn (国家税务总局网站)
4. www.moftec.gov.cn (对外经济贸易合作部网站)
5. www.csrc.gov.cn (中国证监会网站)
6. www.safe.gov.cn (国家外汇管理局网站)
7. www.most.gov.cn (科技部网站)
8. www.zhb.gov.cn (国家环保局网站)
9. www.cin.gov.cn (建设部网站)
10. www.moe.edu.cn (教育部网站)
11. www.saic.gov.cn (国家工商性镇管理局网站)
12. www.lawyers.com.cn (东方律师网、中华全国律师协会网页)
13. www.cicpa.org.cn (中国注册会计师协会网页)
14. www.s-a-c.org.cn (中国证券业协会网页)
15. www.cas.org.cn (中国资产评估协会网页)
16. www.chinalawinfo.com.cn (北大法律信息网)
17. www.dycpa.com.cn
18. www.rich.online.sh.cn
19. www.homeway.com.cn
20. www.sina.com
21. www.lexis.com
22. www.westlaw.com

法学论丛

简介

法学论丛是我社近年推出的大型法学专著系列丛书。该丛书共有以下几个系列：法理学系列、公法系列、比较法系列、宪法行政法系列、民商法系列、刑事法律系列、经济法系列、国际经济法系列、国际金融法系列、法律史系列、国际法系列。该丛书将以开放的形式连续出版下去。每个系列都由该领域的专家学者进行策划、审稿，作者队伍包括法学界老中青几代学者，既有德高望重的学术权威，又有刚刚展露才华的后生晚辈，体现了法学研究的繁荣昌盛、蒸蒸日上。

本丛书本着“人无我有，人有我优”的原则，所选书目基本上反映了该学科最新、最前沿的研究成果，既有重要的理论价值，又具有较强的实践指导意义。希望本丛书的出版能够为法学学术研究的发展增姿添彩，呈现出一道亮丽的风景。

法学论丛

国际金融法系列已出书目

- | | |
|---|-----|
| 资产证券化的法律解释 | 彭 冰 |
| 票据的法律冲突 | 潘 攀 |
| 内幕交易论 | 杨 亮 |
| 交易所非互助化及其对自律的影响 | 于绪刚 |
| 证券投资基金管理人的责任 | 王苏生 |
| 国际法与国际货币新秩序研究 | 杨 松 |
| 跨国银行法律制度研究 | 岳彩申 |
| 证券内幕交易规制的本土化研究 | 郑顺炎 |
| 证券监管法律制度研究 | 李东方 |
| 金融业的分与合·全球演进与中国实践 | 邵东亚 |
| 证券欺诈侵权损害赔偿研究 | 陈 洁 |
| 美国证券私募发行法律问题研究 | 郭 雳 |
| 公司法的合同解释 | 罗培新 |
| 会计师民事责任研究:公众利益与职业利益的平衡 | 刘 燕 |
| ● 市场转型与规则嬗变:WTO 条件下中国证券市场
法制环境面临的挑战与完善建议 | 吴志攀 |

LAW LAW LAW

法学论丛



国际金融法系列

ISBN 7-301-07109-4



9 787301 071090 >

责任编辑：刘丽娟 李 霞

封面设计：常燕生

ISBN 7-301-07109-4/D · 0863

定价：16.00 元