

中国资本市场战略转型的法制环境： 高透明度与国际化的法律与规则体系

□ 课题主笔:中国人民大学金融与证券研究所所长 吴晓求教授
联合策划:中国人民大学金融与证券研究所 上海证券报
执笔:中国人民大学金融与证券研究所 董安生 梅君 顾雷 李悦 陈洁

随着世界经济一体化和金融全球化的趋势,中国资本市场也逐渐朝着国际化的方向发展,愈来愈多的国外投资者和大量资金涌入中国市场,而与此同时国内的投资者也将以战略投资的目光转向了国际资本市场。此时的中国资本市场面临着战略性转型的良好时机,如何构建一个既能推动创新的市场,实现与国际资本市场的全面接轨,又能有效控制风险兼顾安全与收益的双重目标,是伴随中国资本市场转型的重大命题,而这一命题的完成,资本市场转型的成功实现,始终无法离开为战略转型提供基本支撑与运作框架的法制环境。为配合资本市场的战略转型,我国对与资本运作相关的法律制度进行了大刀阔斧地修改与完善,最具有代表性的就是2005年我国对《公司法》和《证券法》这两部在资本市场中具有基础作用的法律修改。《公司法》中新制度、新理念的介绍,《证券法》中证券发行与交易制度的改革,使得我国资本市场逐渐摒弃了以前的单一化——单一的交易市场,单一的交易方式,单一的交易品种,这些严重影响我国资本市场实现良性运作的桎梏彻底被废除,取而代之的是多重交易市场、多种交易方式和多样化交易品种等与资本市场国际化相契合的国际化市场格局。本文始终将视角锁定在以提高资本市场运作透明度及国际化为核心的法律和规则体系的调整上,展望并描绘出了一幅推动中国资本市场战略转型的法制环境的蓝图。

(本报告所刊为原报告节选)

《公司法》的进一步完善与资本市场国际化

伴随中国资本市场战略转型过程始终的一个重大命题是:应如何构建一个既能推动市场创新和战略转型,又能有效控制风险,兼顾公平与效率的资本市场法律规则体系。与中国资本市场战略转型背景相适应的法律规则体系变革,至少应包括以下四方面内容:第一,公司法的进一步完善。第二,构建与大规模证券发行相适应的法律规则体系。第三,推动证券交易制度的转型。第四,资本市场国际化的法律建设。

2005年10月27日通过的、2006年1月1日开始实施的《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)对原来的《公司法》做了重要修改和补充。在公司设立和公司资本制度,公司法人治理结构,提高内部监督程

度,突出股东话语权和诉讼权,保护投资者利益方面等有了很大的进步,并逐步与国际接轨。原来《公司法》有230条,现在新《公司法》只有219条,看起来条文少了,但内容更加丰富。我们可以概况为:“减少政府管制、加强市场监管、鼓励公司自治、完善治理结构”,同时健全了股东保护机制。

减少政府管制

降低公司设立门槛,调整出资比例和结构,对外投资限制被取消,取消股份有限公司设立的审批程序。

加强市场监管

(1)引入公司法人人格否认制度。新公司法首次引入了公司法人人格否认制度。(2)对关

联交易行为严格规范。(3)明确中介机构赔偿债权人的责任。

鼓励公司自治

减少强制性规范,增加任意性规范。按照私法自治的原则,这次修改把公司法的一些强制性规范变为任意性规范,减少法律的强制性干预,增强公司章程的法律效力,赋予公司更多的意思自治。主要表现在:A、取消了公司法定代表人由董事长担任的强制性规定;B、利润分配更加自由;C、公司权力机构运行更加灵活,允许股东通过公司章程就有限责任公司股东大会的表决权、会议通知时间和决议作出的方式等进行约定;D、公司自主对外投资;E、公司经营范围可由公司章程自由设定。股东会、董事会

和经理的职权可由公司章程进行规定等。

完善治理结构

完善股东大会和董事会制度,完善股东会、董事会召集和议事程序。增加股东会决议通过的可操作性,增加股东法律责任。主要表现在:增加股东会决议通过的可操作性;上市公司增加监事会职权,监事可以提议罢免权,直接召集和主持股东会,直接提出议案,并可对公司高管的直接起诉权;上市公司要设立独立董事;增加股份有限公司可实行累积投票制。

健全股东权益的保护机制

新公司法不仅完善和增加了小股东权利,还赋予小股东

采取司法救济的可能,规定了当小股东权益受到严重侵害后或者不公平对待后可以提起诉讼或者退出公司。主要表现在:A、增加、细化股东个人权利。如知情权、股东大会召集权、提案权、质询权以及异议股东股份收购请求权;B、强化控股股东、实际控制人的义务和责任。新《公司法》首次明确了控股股东和实际控制人的法律概念,并强化控股股东、实际控制人的义务和责任,禁止控股股东、实际控制人利用其关联关系损害公司利益;C、特殊情况下股东可以决定公司去留与存亡;D、中小股东在特定条件下的退出机制;E、建立投资者权益司法救济制度。建立股东直接诉讼制度,同时引入股东代表诉讼制度。

发行制度改革与资本市场战略转型

公开发行加私募配售的建立

证券私募发行是当今世界资本市场重要组成部分,已成为各国经济发展进程中不可或缺的投融资方式。私募发行方式的运用能节约发行融资成本、监管成本,减少信息不对称现象,具有较高的灵活性、保密性,体现出资本市场的快速融资效率,因此私募发行近年来,全球证券私募发行呈加速发展之态势,在经济领域中发挥着越来越重要的作用。我国也早

在上世纪90年代初期就引进了私募发行的模式。我国早期的内部职工股发行可以找到私募发行的影子,而近期的证券公司债券定向发行、特定机构投资者私募发行以及集合资产管理计划与集合资金信托计划也都是私募化运作的证券发行模式。尽管私募发行在我国证券市场中仍然存在不少问题,但是为了更有效地发行股票,一传统方式的同时,也应该对“公开发行加私募配售”的方式予以规制,建立起具有特色的证券

发行法律制度,而且新修订的《公司法》、《证券法》为证券私募发行法律制度的构建预留了空间,私募证券必将在我国资产市场中占据一席之地。

我国发行规模的扩张与国际接轨的法律条件

(1)国际化接轨的前提条件基本成熟,我国法律层面逐渐健全和到位。近年来,我国制定了一系列证券法律、法规,为我国尽快与国际证券市场接轨创造了法律基础;投资者投资理念逐渐成熟。经过长期调整,投资者

对市场估值水平趋向于合理,更多的是从公司基本面和预期未来发展作为价值判断的基础。同时,证券发行制度不断完善。如保荐制度的建立,首次公开发行股票中向机构投资者询价的改革措施等;此外,新股发行又采取了一系列新的措施。如简化了中小板企业上市时的询价程序,采用“机构投资者询价配售和公开发售”新发行方式,引入了国际通行的“绿鞋”机制等。

(2)国际市场接轨的法律条件。WTO过渡期即将结束,我国资本市场将面对更加开放的金融

融环境,发行方式、股票交易市场的监管环境都正在发生着深刻的变化。首先,健全证券市场监管制度,确保证券发行市场监管规范化、制度化,这也是证券市场国际化能够顺利实现的关键。其次,我们应该不断完善证券发行信息披露法律制度,建立股票、债券及其他有价证券发行的信息披露动态监管机制,对拟上市公司首次发行或者再次发行所披露信息的真实性、有效性进行跟踪核查。最后,应该提高中介法律服务资质水准和服务质量。

《证券法》调整与证券交易制度的转型

《证券法》的修改为交易制度的发展提供了契机

证券交易制度在整个证券市场发展中始终具有基础性意义。它不仅决定着证券发行市场的规模和价格水平,而且决定着整个市场的观念。新《证券法》彻底废除了禁止信用交易,禁止透支,禁止融资融券,不再强制规定进行单一的集中竞价,单一的现货交易,单一的场内交易,这就为证券市场清除了严重限制其发展的制度上的桎梏。新证券法不再强调单一的集中竞价交易原则,允许其他的集中竞价以外的交易方式的同时存在,打破了传统的单一现货交易的局面,这就为我国未来发展多重证券市场等多种交易制度,为现货交易与国务院规定的其他交易方式打开了通道,克服了我国单边证券市场的发展趋向,为期权、股指期货等多种金融衍生品品种的出现奠定了法律上的基础,刺激了做空机制和对冲交易的出现。在我国新证券法的格局下,一旦支持各证券交易制度的具体规则得到健康有效地实施,不仅我国未来证券市场的发展和趋势可以乐观地预期,而且困扰我国证券监管的证券交易

规律与投资者观念也将会根本改观。此次证券交易制度的重大变革,将彻底改变我国证券市场目前的单一的状况,为我国证券市场的多种格局的形成提供了制度上的保证。

变单一市场为多重市场

改变单一的证券市场模式,设立多重交易市场体系,除主板市场外,还要加强二板市场、三板市场的建立,为不同的投资者提供不同地点交易场所,以增强市场流动性,促进市场发展,建立包括主板、创业板、场外交易市场和柜台交易市场的多层次资本市场。

单一的主板市场已经不能适应市场发展的需求。越来越多规模相对较小的企业希望通过证券市场来实现资本流通,单一的主板市场已经远远不能满足需求,因此二板市场,三板市场就应运而生。由于二板市场的设立低于主板市场的上市门槛,刺激了做空机制和对冲交易的出现。在我国新证券法的格局下,一旦支持各证券交易制度的具体规则得到健康有效地实施,不仅我国未来证券市场的发展和趋势可以乐观地预期,而且困扰我国证券监管的证券交易

基础上,形成全国性的场外交易市场,指日可待。

变单一竞价交易制度为多种交易制度

我国新的《证券法》的修改为集中竞价之外的其他交易方式的合理存在打开了立法空间,针对不同的市场交易的需求适用相应的交易方式,不仅是满足投资者的需求,也是适应证券市场格局朝着多元化方向变动的必然,这将顺应交易市场不同客户的需求,与多种市场格局形成相辅相成。

(1)集中竞价交易。集中竞价交易适合散户进行交易,其贯彻的交易原则主要有两项,即价格优先原则和时间优先原则。(2)积极推进大宗交易制度。随着中国证券市场的快速发展,投资者结构逐步发生变化,机构投资者日益成为市场交易的主体,无论从其投资组合还是从交易行为的具体需求,都急需有与之相适应的新交易模式。大宗交易制度应运而生。这种交易模式突破了按照“价格优先、时间优先”原则进行撮合交易的单一竞价交易制,有助于提高市场稳定性和流动性,降低机构投资者的交易成本,并有利于满足投资者大宗股票转让的需求,增强交易制度的适应性,同时有利于二级市场上兼并重组的实施,

提高证券市场的资源配置效率。

(3)控制权转让协议。控制权转让一般适用于控制权交易人,采取协议定价的方式。目前我国的实践中,实际上并不存在真正的“控制权转让交易”,而常见的协议转让并非实质意义上的控制权转让。在我国股权分置改革完成之后,股票实现全流通后,协议转让已经不再以当初的目的,已经成为交易方式的一种。即便如此,协议转让的适用范围仍然很狭窄。因此,关于控制权转让协议的真正实现,仍然要有很长的一段路要走,目前我国也正在实践中进行摸索。

2006年8月14日颁布《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》规定了已完成股权分置改革的上市公司的股份协议转让行为,应满足相关公司因正常经营所产生的并购重组等特定股份转让需求,以维护证券市场秩序,满足投资者的合法权益。而目前证监会颁布的《上市公司收购管理办法》为上市公司控制权转让市场搭建了一个良好平台。

变单一现货交易为多品种交易制度

目前在证券交易的多品种演变中,首推的就是股指期货。2006年9月8日,中国金融期货交易所上海正式成立,这是我国内地成立的第四家期货交易

所,也是第一家金融衍生品交易所,将主要从事金融衍生品交易,以沪深300指数为标的的股指期货将成为首个上市交易的品种。紧跟其后,内地市场首个股指期货合约9月18日浮出水面。10月23日,中国金融期货交易所发布通知,就《沪深300指数期货合约》、《中国金融期货交易所交易细则》、《中国金融期货交易所结算细则》——股指期货的推出开始步入倒计时。

股指期货的引进对市场将产生重大影响:首先,使得股指走势客观真实,并且趋于平缓。其次,使得长期盛行的各股做庄模式将退出历史舞台。再次,股指期货为机构投资者提供了避险工具,使得对冲交易产生。最后,股指期货的推出催生了蓝筹股。

对对中国证券市场而言,股指期货推出的意义不仅仅在于增加了一个新品种,更重要的是它将结束我国只有商品期货的现状,促进证券和期货两大行业实现真正融通,从而彻底改变我国期货市场运行格局。股指期货推出后,将推动我国期货市场快速增长,我国将由纯商品期货进入金融期货时代。股指期货推出后,我们预计未来将继续推出针对各股的不同品种,使得双边市场的功能更加完善。

资本市场国际化的法律建议与设想

1、资本市场国际化的意义

随着世界经济的一体化和金融全球化趋势的加强,中国资本市场已经开始呈现出了国际化的发展趋势,这就对我国投资环境发生深远影响。资本市场的国际化将导致对投资资源竞争的良性循环的出现,促进国内金融市场重组和改革的动力,会促使我国资本市场的各项法规和会计制度与国际惯例逐步接轨,实现对资本市场的全面监管。

2、我国资本市场国际化对法律制度的要求

我国资本市场的建设和完善,需要相应的法律制度的保驾护航。我国法律制度应该着眼于世界范围内,实现与世界资本市场的法律制度的接轨。逐步放松对证券市场开放的管制,由适当的保护向实行国民待遇过渡;逐步放宽对合格境外机构投资者限制;逐步提高国内证券市场所有外国投资资金总额的最高额度、单个投资者的最高投资数额、外资投资于一只股票的最高投资额等,吸引更多的外资进入市场,鼓励更多的合格境外机构投资者参与到国内经济中;逐步调低境外机构投资者的进入门槛,缩短对投资资本回笼期限的限制;逐步放宽中外合资经营机构外资方的持股比例,降低其进入市场的门槛,鼓励外资进入市场;适时推出合格的国内机构投资者,允许其通过特许的机构投资者投资境外市场,增强我国证券经营机构的诚信意识,在国际市场竞争中提高竞争力。完全放开证券市场,需要在利率自由化和汇率浮动的前提下,放开资本项目的可兑换,实现资本项目下的自由进出,基本取消对外国投资者和证券经营机构的各种限制,实现由开放投资市场、开放中介服务等直至最终实现证券市场的全面国际化。

3、未来外汇管制的逐步放开,规模不断放大

目前,我国外汇管理体制基本上属于部分外汇管制,即对经常项目的外汇交易不实行或基本不实行外汇管制,但对资本项目的外汇交易进行一定的限制。我国外汇体制改革所订立的最初目标是:在经常项目下可兑换的基础上,创造条件,逐步放开,推进资本项目下可兑换,从而实施人民币的完全可兑换。1997年,国务院通过立法形式,明确了我国实行人民币经常项目可兑换,其中增加规定,国家对经常性国际支付和转移不予限制。外汇管后制政策对中国经济稳定起了极为重要的作用。然而时至今日,在人民币汇率制度发生根本变化之后,以及国内资本市场形势的错综复杂,外汇管制政策应该有所缓解,逐渐对外汇管制实行有层次的放开,是我国外汇管制发展的新动向。我国资本市场的国际化进程中,对于外汇管制应采取逐渐地限量放开的原则,以达到人民币实现资本项目可兑换,实现资本市场的全面国际化的目标。

4、内外资企业税收合并问题

统一内外资企业所得税法是适应我国资本市场发展的需求的。进一步规范我国企业所得税法律制度,为内外资企业创造公平竞争的环境,成为两法统一的核心,并且在统一的关键问题上理论与实践界达成了基本的共识,即实现两法统一,制定适应企业制度改革要求的规范的《企业所得税法》,同时结合降低企业所得税税率,统一规范企业所得税优惠政策。中国企业所得税法改革的方向,就是通过统一所得税法,公平所得税负,规范所得税制,建立和完善既符合国际惯例,又符合中国社会主义市场经济发展的企业所得税制。在权衡社会稳定、改革开放、经济发展等多重目标的同时,实现所得税坚持公平优先,兼顾效率的原则。

制度,为内外资企业创造公平竞争的环境,成为两法统一的核心,并且在统一的关键问题上理论与实践界达成了基本的共识,即实现两法统一,制定适应企业制度改革要求的规范的《企业所得税法》,同时结合降低企业所得税税率,统一规范企业所得税优惠政策。中国企业所得税法改革的方向,就是通过统一所得税法,公平所得税负,规范所得税制,建立和完善既符合国际惯例,又符合中国社会主义市场经济发展的企业所得税制。在权衡社会稳定、改革开放、经济发展等多重目标的同时,实现所得税坚持公平优先,兼顾效率的原则。

5、证券市场逐渐国际化的趋势

随着我国资本市场的国际化趋势的发展,我国证券市场也呈现出国际化,与国际接轨的态势,突出表现在以下几个方面:

(1)QDII制度的开闸。2006年4月13日,被市场称为“QDII开闸”的央行“五号公告”发布,这标志着,在QFII在启动三年后,我国境内资本投资于境外金融产品的大门徐徐打开。至此,中国庞大的境内资金终于获得了期待已久的海外投资机会。中国资本市场与国际资本市场的进一步融合已进入视野。QDII作为资本市场投资国际化的一种重要的制度安排,是一国资本市场国际化中后期阶段主要采取的措施,它将对我国证券市场的国际化起到极大地推动作用。

(2) QFII制度的改进与完善。2002年11月8日,大陆QFII机制正式启动,此举对大陆证券市场的积极影响是不容置疑的,但是由于目前的准入控制对目标企业行业要求,对股权比例的限制,对合格境外机构投资者进入大陆证券市场的投资比例、投资方向以及资金的快速抽逃等方面都作了较为严格的限制,很难达到以参与企业管理为目标的直接投资效果,极大地限制了我国证券市场的国际化。

针对这一问题,2006年8月出台的《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》对QFII资格标准问题作了适当的调整,这一制度上的放宽更加便利了外国合格的境外机构投资者进入中国资本市场,为中国进一步吸引外国资金拓宽了渠道。

(3)创造条件,促进A、B股市场合并。合并A、B股,统一国内的股票市场是大势所趋,但它不是一蹴而就、一步到位就可以完全实现的。我们应该重视B股市场出现的问题,在人民币资本项目不可兑换之前,大力规范B股市场的发展,为最终的A、B市场合并创造条件。(4)我国证券市场总体格局的国际化。证券市场的国际化进程在很大程度上受制于证券市场的规模和效率、监管水平、投资者的素质等多种因素的影响,因此,我国证券市场的对外开放和国际化只能在改善市场运行方式和监管能力等条件的基础上逐步实行。随着我国《公司法》与《证券法》的修改,我国证券市场在交易制度方面作出了巨大的变革,交易方式,交易场所,交易品种的多样化,使得我国证券市场的格局发生了翻天覆地的变化,市场组织制度和市场结构也在不断完善,这些都推动着我国证券市场的国际化进程。