

## 准确把握证券市场特性 推进证券市场法制建设\*

叶林\*\*

首先,我要祝贺第五届“上证法治论坛”在中国人民大学的顺利召开。经过五年的不懈培育、精心呵护,“上证法治论坛”已经成为证券法学术界、证券市场实务界每年的盛事,每次参与其中,总会有意想不到的收获。“上证法治论坛”已经成为证券法学术界、证券市场实务界交流观点、探索真问题的独特平台,它提供了引领证券法研究方向的重要信息,不少学者从中受益。我相信,“上证法治论坛”将逐渐成为一个智库,在我国证券法和证券市场的发展中,它将发挥更大的力量。

作为证券法和证券市场的研究者,我们持续观察着这个市场的走向、这个市场的变化、这个市场中存在的问题,注意着证券法学者讨论的不同学术问题,注意着立法机关和监管机关的一举一动,也同时注意着其他国家在证券市场法制建设中的发展经验。然而,我们不想被眼前的幻象所迷惑,我

---

\* 本文系根据叶林教授在2014年12月27日第五届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

\*\* 中国商法学研究会副会长。

们希望找到一个观察证券市场和法制的独特角度,尽力发现真问题,尽力找到自己的答案。

## 一、发现中国证券市场发展中的真问题

我时常问自己的问题是,在中国证券市场发展的过程中,究竟什么才是真正的问题,什么才是核心的问题。股票发行注册制是个问题,但是否是真问题?发展多层次资本市场是个问题,但是否是真问题?券商创新是个问题,但是否是真问题?此外,正面清单或负面清单是否是真问题?查处证券违法行为是否是真问题?等等。

真正的问题,应当是证券市场法制发展的核心问题和枢纽问题,是直接影响到具体问题的宏观和结构问题,是解决具体问题的基础问题。只有发现、解决了这些真的问题,才能奠定解决众多具体问题的基础。

在与一位已毕业并在证监会就职的学生谈及互联网金融问题时,我们共同的疑惑是,如果互联网金融是一种创新,那么,为什么典型的互联网金融首先出现在传统金融业之外?为什么典型的互联网金融最先是由非金融机构创造出来?为什么典型的互联网金融会得到如此快速的发展?以至于传统金融業者感受到互联网金融的威胁,乃至心存恐惧?在读到一份关于券商创新大会的报道时,我也产生过类似的疑惑。这就是,为什么在中国,我们要通过每年一度的券商创新大会的方式鼓励创新?创新难道不是商业组织和金融机构的天性吗?难道中国的商业组织和金融机构失去了本应具有的创新和盈利的天性吗?

我初步认为,证券法和证券市场发展中的真问题,或许就是市场化问题,或许就是市场开放的问题,或许就是竞争问题。只有循着市场化、开放和竞争的路线图,才能解决我国证券市场发展不足的问题,才能解决我国证券市场创新不足的问题,才能提升证券市场在整个资本市场中的地位,才能提升资本市场服务实体经济的能力。

## 二、重新解读证券市场的功能

证券市场无疑具有投资和融资功能。证券市场发展初期,我们将重点放在了企业融资功能上,相对忽视了市场的投资功能,存在对投资者保护不充分的问题。最近这些年,我们开始注意到投资者才是证券市场发展的基石,才开始强化投资者保护的规则。这一发展路径是比较清晰的,但反思一下,我们或许忽视了证券市场的风险转移功能和风险管理功能。

站在投资者角度,买卖证券在本质上就是买卖风险的过程,投资者或将风险转移出去,或将风险担当下来。无论是机构投资者抑或是个人投资者,风险以及与之相伴的收益考虑,是买卖证券的重要出发点。唯有如此,我们才能理解投资的损益。站在发行人角度,证券虽然是融资工具,但又何尝不是公司将经营风险以及相伴的风险转移给投资者。唯有如此,我们才能理解何以有人愿意虚假陈述。从金融机构的角度来说,它们开发并向投资者提供的各种金融产品、集合理财产品、信托产品等,莫不带有风险转移和管理的属性。换言之,风险转移和管理功能,不仅仅是期货市场的功能,也是证券市场的功能。

如果我们希望利用而不是阻却这种风险转移和管理功能,在法律上,就必须认真研究很多重要的问题,比如,现有的发行和交易制度是否过于刚性,是否缺乏合理的灵活性,能否适应风险管理和转移的客观需求,能否适合发展多样化的金融商品,现有的监管规则是否抑制了风险管理和风险转移的需求。

## 三、重新认识市场与政府的关系

最近的改革,仍旧是围绕着“市场”和“放权”这个陈旧的话题而展开的——当然,手段发生了很大的变化,包括制定正面清单和负面清单,减少行政许可和审批,准备实行股票发行注册制改革,发挥交易所

的自律监管作用。这些改革是必要的,也是迫在眉睫的。

然而,监管领域中的这些变化究竟是量的改变抑或是质的改变,仍然是值得认真研究的问题。如果这个问题认识不清,或没有很好地解决这个问题,正面清单、负面清单、权力清单难免还会拉长,减少的行政许可还会增加或者变相增加,显性的放权或许会变成隐形的收权,改革还会翻转回来。一放就乱、一管就死的局面,难免重来。

一方面,政府监管是必要的,但价格监管是否是必要的?价格的监管历史悠久,有关价格监管的法律也是长期存在的,在某些特殊的时期,针对某些特殊的商品,或许不能放弃价格监管。但在金融商品上,是否有实施价格监管的必要,尤其是,是否有限制价格的必要?如果这种限制是没有理论基础的,那么,包括股票发行的指导价格、保险费率的政府定价、债券的变相定价,就成为必须认真面对的问题。

金融商品的价格,在一定意义上,就是风险的价格。如果说风险是客观的,乃至难以避免其发生,既然我们无法控制风险,政府或监管机关又如何确定价格呢?相反,如果监管机关过分关注金融商品的价格,反倒会遏制金融创新,因为金融创新在相当程度上,就是风险转移和风险管理的创新,它就是针对金融商品定价机制的创新,而一旦采用政府限价措施,就几乎堵住了金融创新的路。

另一方面,政府监管是必要的,但政府是否需要为金融产品的品质背书?我国金融监管思路上秉持着传统的、一贯的思路,就是不让垃圾证券上市,不让高风险金融商品上市。这个思路,从《公司法》和《证券法》关于证券发行、上市和交易资格的规则中,就能清晰地表现出来。这个思路带来了现实的问题。首先,它常常误导投资者,让投资者觉得凡是获准发行、上市和交易的金融商品,就是质地过硬的商品。其次,它辅之以或伴随着国家的刚性兑付,或者迫使国家必须采用刚性兑付的政策解决风险问题,而实质上变成了国家财政或企业埋单。最后,它迫使低于法定品质的优质企业流失海外,使境内投资者无法享受本该享受的企业发展成果。

国家监管金融商品品质的做法,绝不限于此,在券商管理上也有突出表现。券商本身是逐利的、冒险的和创新的,但在经过多年的“驯化”之后,我们发现券商正在失去本应具有的创新意识。或许,创新功

能退化的原因是复杂的,企业产权也是创新功能退化的影响因素。无论如何,证券市场承担了风险转移和风险管理的功能,市场监管就必须尊重风险市场的运行规律,放弃价格监管和质量监管的思路,彻底转向到风险披露的监管思路。

#### 四、必须重新认识投资者保护的宗旨

任何改革要想取得成功,必须具有民意基础,证券市场的改革也不例外。投资者的强大信心,投资者的坚定投入,是证券市场成熟的标志,是法制改革成功的标志。为了保护证券市场秩序,必须要将投资者保护作为证券法坚守的最重要防线。

需要自问的是,证券市场法制改革中,投资者是否得到了实惠,这是在评价中国资本市场发展中不容回避的问题。多年前,我国证券市场违法行为主要是虚假陈述;现在,恶性案件已有所减少,取而代之的,在近年来,主要是内幕交易和操纵市场,也出现了其他一些不公正交易的事例。投资者无疑受益于正在逐渐变好的市场环境。

必须看到,在落实投资者利益保护的宗旨中,我们面临许多新的挑战。首先,是否应当开放地对待民间诉讼或私人诉讼问题,这是投资者切身感受到证券市场法制的重要一环。当然,投资者也应该知道,起诉内幕交易是一件不容易的事情,不仅在国内很难,在国外同样很难。然而,不能堵住投资者自我保护的制度通道。其次,清晰地认识到我国市场结构的特点,即以散户占据主导地位的市场中,改革既具有强大的民意基础,民意也很容易绑架制度改革。因此,不仅需要立法机关和监管机关具有更强的抗压性,还需要立法机关和监管机关引导投资者结构的改变。再次,投资者适当性管理是重要的,但这究竟是国家或监管机关制定的刚性的、驱逐投资者的规则,还是券商提供金融服务时的指引规则,也需要研究。最后,我们是否需要更广义的证券概念,将更多的实质意义上的证券纳入证券法的调整范围,使各类投资者得到最基础的一般保护,避免不合理的监管套利。

总之,我们面临的是最好的时代,因为我们正在经历许多崭新的事

物;我们面临的也是最坏的时代,必须要处理前所未有的新问题。正因如此,我们需要观察、发现中国证券市场的特质,发现它与境外市场的差异,创造性地解决自己市场中存在的真问题,促进证券市场法制建设的健康发展。