

## 完善诚信制度,促进市场创新\*

徐明\*\*

围绕本届论坛主题,我就创新和诚信问题谈三点想法。

### 一、创新是我国资本市场发展的主旋律

国内外资本市场的发展经验证明,无论在何种情况下,无论资本市场发展到何种程度,创新都是资本市场发展的永恒主题,是资本市场发展的动力。就我国资本市场的实际情况来看,经过二十多年的发展,虽然取得了巨大的成绩,但客观地说我国资本市场的创新还远远不够,创新不够影响甚至阻碍了资本市场的快速发展。近年来,随着一系列基础性建设的推进,资本市场发展的内外部环境不断优化,为市场加快创新发展创造了条件,我国资本市场开始进入创新发展的新阶段,创新已经成为新时期我国资本市场发展的主旋律,可以预见未来资本市场的创新将会风起云涌,齐头并进,大致可

---

\* 本文系根据徐明副总经理在2012年12月8日第三届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

\*\* 上海证券交易所副总经理。

以从以下五个方面推进:

一是市场体系创新。未来的资本市场将在创新中得到进一步的完善。在纵向方面,多层次市场将逐步建立和完善,将由主板市场、中小板市场、创业板市场、全国性的场外交易市场(三板市场)、区域性的场外市场(四板市场)和柜台交易市场等构成,市场间的转板机制将逐步建立并不断完善;在同一市场中将逐步建立多层级的市场,将同一市场的证券根据优劣大小等不同情形区分出不同的层级;在横向方面,将建立股票、债券、财富管理、衍生品等全方位的市场。实现场内市场和场外市场同步,股票和债券、基金,现货与衍生品并举的局面,从而改变我国资本市场目前主要还是交易所场内市场、股票市场和现货市场这种市场结构、层次比较单一的情况。

二是市场品种创新。未来的资本市场将在创新中不断丰富各种产品。近年来,我国资本市场在传统的股票、债券、基金之外,陆续开发了ETF、权证、股指期货、中小企业私募债等新的交易品种,但与天量银行储蓄余额和巨大的社会投资理财需求相比,投资渠道单一、品种有限的情况仍较突出,因此需要加快创新步伐,开发出更多的投资品种,例如积极稳妥地推出各种资产管理产品和股票期权等证券衍生品种。

三是市场交易创新。未来的资本市场将在创新中不断完善交易手段。我国资本市场的交易以集中竞价交易为主,随着机构投资者的发展,其对交易模式、交易策略的要求越来越高,因此需要积极研究做市商交易、程序交易、算法交易、高频交易等在成熟市场较为普遍的交易方式,适时进行交易机制的创新。

四是市场监管创新。未来的资本市场将在创新中进一步完善监管体制和机制,进一步简政放权、市场各方归位尽责,使证券市场的行政监管机构、自律监管机构和市场参与各方分工明确、职责清晰、高度有效、成本节约。将会进一步发挥交易所、行业协会等自律组织以及投资者等的作用。

五是市场法制创新。为支持和保障资本市场的发展,法制本身也需要不断地完善和创新。无论是全国人大的法律,还是国务院法规、证券主管部门规章,抑或自律机构的业务规则都应在不断地立废改中适应资本市场发展的需要,为资本市场的发展保驾护航。当前,要尽快启

动《证券法》、《公司法》的再次修订,加快《期货法》立法进程,以及完善配套司法解释、法规、规章和市场业务规则。

## 二、市场创新需要诚信保障

资本市场是高度依赖诚信的市场。诚信既是资本市场的伦理准则,也是资本市场的商业法则。资本市场创新,尤其需要诚信做支撑,这主要是基于以下原因:

第一,从创新的内容看,无论是产品创新还是交易创新,一般都带有较强的专业性和复杂性,风险相对也较大,信息不对称的情况更加突出,这就对市场主体特别是相关金融产品开发、提供、服务机构的诚信提出了更高的要求。以广受关注的香港“雷曼迷债事件”为例,其发生的一个重要原因就是,投资银行、资产管理机构、资信评级机构等中介机构丧失诚信,包括产品销售存在误导,产品运作过程中信息披露和风险揭示不到位,产品的信用评级不客观等,最终导致严重的后果。

第二,从创新的法律保障看,与新产品、新业务相关的立法往往存在一定的滞后性。例如,衍生品种是市场创新的重要方向,《证券法》规定,“证券衍生品种发行、交易的管理办法由国务院依照本法的原则规定”。但由于衍生产品的种类繁多、性质各异,由国务院制定一部统一的证券衍生品种监管法规确实不太容易,实践中衍生品种的法律关系很大程度上就是通过市场业务规则规定甚至是当事人之间的合同约定,而这也特别依赖市场主体的诚信。

第三,从对创新的监管看,当前资本市场监管的总体趋势是放松管制,减少事前审批和前端控制,在对创新的监管上,表现为减少行政许可和资质管理,强调市场主体的诚信自律,逐步从自上而下推动创新转变为自下而上自主创新,在此情况下,如何避免陷入“一管就死、一放就乱”的怪圈,如何确保证券公司等机构坚守诚信与法制的底线,就显得更加重要、更为迫切。

可以说,如果缺乏诚信机制、失去诚信保障,市场创新将难以开展,也不可能取得成功。

### 三、市场诚信建设需要制度设计

诚实信用原则,是民商法领域的“帝王条款”,对于资本市场的创新业务意义重大。而要做到诚实信用,一个好的制度设计是至关重要的。在市场创新过程当中,诚信建设的制度设计至少体现在三个方面:

一是详尽的信息披露制度。市场创新往往涉及比较复杂的技术、较高的市场风险,许多产品对投资者来说相对陌生、掌握相对困难、风险相对较高。详尽的信息披露让投资者充分获取信息是消除信息不对称、防范欺诈的有效途径。为促使创新业务的相关方诚实信用,创新业务需要明确信息披露的义务主体、内容、时限等,特别是要揭示业务的内容、特点、法律关系、风险因素等事项。要不断促使创新业务公开,逼迫创新业务在阳光下作业,真正做到真实、准确、完整、及时、公平。

二是良好的监管制度。良好的监管是对诚信的重要保障。对创新业务的监管,应当坚持公开化、公平化和法制化,向市场公开监管的制度、流程和进程,统一监管标准,规范监管程序,提高监管效率。

三是严格的责任追究制度。要使上市公司、证券公司、会计师事务所、律师事务所、信用评级机构等创新业务当事人和相关方归位尽责。切实发挥中介机构市场看门人作用,对创新业务的信息披露等方面进行审慎的核查和把关,防止各种不诚信行为的发生。要强化对相关产品、服务的提供方,中介机构,市场参与人等的责任追究,确立声誉约束机制,发挥法律的惩戒作用,让违法失信者为其不诚信行为付出应有的代价,接受应有的惩罚。