

构建资本市场参与主体的金融 伦理性规则*

许凌艳**

摘要:资本市场参与主体的伦理性规则基于一个牢固的动机基础,即一个对道德关怀与和谐共存不高度重视的资本市场法律制度最终将会使资本市场以及整个社会遭受严重损失。法律面对处于危机的人类伦理文化不能不积极拯救。资本市场的参与主体主要由公司(主要是上市公司)、金融消费者、金融服务业、监管部门四类主体构成。在共生共存的资本市场中,各主体不仅需要从自身利益出发,充分发挥各自的潜能,活跃市场的整体功能,更需要在较高的伦理道德基础上秉承公平、正义、诚信、善良等伦理原则,顾及到其他主体的利益以及整个市场的健康有序发展。建议我国证券法制应明确金融消费者的信息权;引入金融契约法理;强化上市公司受托责任;重视伦理投资产品的开发;加快中国证券市场的政府监管由“自利性监管”

* 本文是作者负责主持的国家社会科学基金项目:《规范、健全、发展资本市场法律问题研究——以多元证券化为核心》的阶段研究成果。

** 复旦大学法学院副教授、法学博士、金融学博士后、金融法学博士后。

到“中性监管”转变进程。

关键词:金融伦理性规则 金融契约 金融消费者信息权 商业伦理 伦理投资

作为一个信用体系,资本市场的有效性取决于参与交易者的相互信任的程度,金融市场存在使一些人牺牲而别人获利的足够机遇。金融领域比其他领域更容易发生道德风险,其根本原因在于商业银行、非银行金融机构、^①上市公司、金融中介机构等认为他们所经营的大多是“别人的钱”(other people's money),这就很难避免金融领域的“精英”们出于贪婪的欲望进行欺诈、操作、违约和诸多不公平交易,从而极大地损害了金融消费者的利益。

金融危机的发生使我们反思了很多问题。当代著名的人类学大师美国科学院院士萨林斯(Marshall Sahlins)曾说过:“西方社会哲学长久以来就把经济人作为人性和文化秩序范式。西方文明很大程度上是建立在一个对于人性的错误观念之上的。……像经济自由主义那样,将人贪得无厌的自私自利提升到普世美德的地位,这种做法确实危及我们的存在。”由美国次贷危机引发的全球金融危机的实质是人性的危机,是金融伦理的沦丧。西方精英们试图杀死“自己内心中的上帝”制造了这场危及人类文明的空前劫难。从某种意义上来说,金融危机正是源于被扭曲的金融伦理和无处不在的金融腐败。

伦理又名道德哲学,是透过哲学的方法研究道德的一门学问。^②“伦理”二字泛指世间万物的条理以及作为人类行为准则的道德原理,是人与人之间应共同遵守的,依其身份地位不同的对应关系规范。在金融领域中,忽视金融商品的社会后果会导致不道德的行为。代理理

^① 非银行金融机构主要包括国有及股份制的保险公司、城市合作社及农村信用合作社、信托投资公司、证券公司、证券交易中心、投资基金管理公司、证券登记公司、财务公司及其他非银行金融机构。银监会公布《中国银行业监督管理委员会非银行金融机构行政许可事项实施办法》,规定办法所称非银行金融机构,包括经银监会批准设立的信托公司、企业集团财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、货币经纪公司、境外非银行金融机构驻华代表处等机构。

^② 参阅林火旺:《伦理学》,三民书局2007年版,第8页;郑乃健:《法律伦理》,考用出版股份有限公司2010年版,第1页。

论断定公司只是一个法律上的虚构。它代表的是不同利益集团之间的关系。他们由于利益不同和信息不对称而处于永恒的冲突之中。所以,在金融理论勇敢的新世界中,投资者不关心单个的公司;经理对股东不感兴趣;股东与经理和债券持有人之间处于冲突之中。除了自我利益之外,似乎其他事情都无关紧要。在金融决策中,效率最终导致的只是自我满足。^③“人被假设作为一种追求功用最大化的动物——很显然鸽子和老鼠也这样。”^④整个金融体系需要彻底变革,而这场变革的深层次推动力正是全球人类伦理文化的共识。

资本市场的参与主体主要由公司(主要是上市公司)、金融消费者、金融服务业、监管部门四类主体构成,任何一方的行为绝不仅仅是关系自身,其行为后果在一定程度上波及对方甚至整个市场,各主体在市场中的相互依存度非常高。在共生共存的资本市场中,各主体不仅需要从自身利益出发,充分发挥各自的潜能,活跃市场的整体功能,更需要在较高的伦理道德基础上秉承公平、正义、诚信、善良等伦理原则,顾及到其他主体的利益以及整个市场的健康有序发展^⑤。

一、上市公司的金融伦理性规则

20世纪80年代以来,商业伦理(business ethics)日益受到西方企业界的重视。不同研究者对商业伦理有不同的定义。一般意义上,商业伦理是指人们在追求商业利益过程中应当遵循的道德原则。商业伦理治理已经成为公司治理机制不可或缺的维度。

^③ Horrigan(1987),见[英]安德里斯·R.普林多(Andreas R. Prindl)、比莫·普罗德安(Bimal Prodhon)主编:《金融领域中的伦理冲突》,韦正翔译,中国社会科学出版社2002年版,第6页。

^④ Stigler(1981),见[英]安德里斯·R.普林多(Andreas R. Prindl)、比莫·普罗德安(Bimal Prodhon)主编:《金融领域中的伦理冲突》,韦正翔译,中国社会科学出版社2002年版,第9页。

^⑤ 参见李士萍、于永宁、孙利:“资本市场参与主体的伦理选择”,载《山东大学学报》(哲学社会科学版)2007年第1期。

(一) 企业伦理形象、企业社会责任应成为衡量上市公司的重要标准

遵守证券市场的法律是上市公司的伦理底线。德国经济伦理学家施泰因曼曾讲：“经济活动，尤其是企业经营活动，可以和应该成为独立的伦理反思的一个对象。企业原则上同其他所有的潜在市场参与者一样，应该被视为市场经济竞争过程中的一个伦理行为中心。”^⑥2001年，英国伦敦股票交易所和《金融时报》联合推出了名为“FTSE4GOOD”的道德指数。这是世界主要金融证券市场首次将道德因素和伦理规范纳入到金融系统运作过程中，并将道德因素以具体的、量化的、指数的形式表现出来的一次成功尝试。道德指数一方面鼓励和促进上市公司在追寻利润的过程中承担相应的社会责任，另一方面为提倡和推动道德投资奠定基础。《金融时报》股票交易所国际公司的行政总裁梅克皮斯在回应社会各界的讲话中，明确提到推出道德指数的真实原因在于：过去的几年里，越来越多的投资者在选择投资对象以及合作伙伴时，更多地将资金投给了那些社会责任感强的公司，而且这一趋势也在不断增强。道德指数选中的公司是那些在环境保护和社会责任方面起表率作用的公司，而烟草、博彩、核能以及武器制造业理所当然被排除在外。该公司推出的道德指数分别涵盖英国、欧洲大陆以及美国等几十个国家的上百家公司。世界上许多优秀企业对道德建设和道德规范实施都非常重视，很多公司拥有一系列体现社会责任感的道德行为规范原则。随着经济全球化时代的到来，企业形象、企业道德资本、企业社会责任已经成为全球衡量企业的重要标准。面对日益激烈的市场竞争以及消费者和公众的压力早在20世纪90年代，很多欧美的跨国公司就制定了各自的社会责任守则，并在很多方面达成了共识，形成了某些行业性、地区性以及全球性的共同守则。这些守则也成为了很多国际组织的准入标准。而那些缺乏社会责任的企业将没有资格加入更多国际组织，甚至不能与其他企业在同一个平台上参与国际竞争。被挡在国际组织和国际竞争之外的很多企业都来自发展中国家。这些国家

^⑥ [德] 霍尔斯特·施泰因曼：《企业伦理学基础》，上海社会科学出版社2001年版，第6页。

的民族企业在发展过程中过分追求经济利益,忽视企业道德建设和社会责任培养,道德指数较低成为了阻碍它们进一步发展和进入国际市场的“壁垒”。

我国上市公司大多是各个行业的领头羊,上市公司理应将道德标准放到与经济指标同等重要的地位上。有学者以上市公司违规行为作为研究对象,通过事件研究的方法检验了股票市场上市公司违规行为的治理效应。结果表明,中国上市公司的投资者并不关心投资对象的历史行为,对于公司以往所做的违规行为并不关注,股票市场对监管部门所披露的上市公司违规行为没有产生显著反应。这一结果说明,决定中国投资者是否购买公司股票以及股票价格的主要因素依然仅仅是公司经营的财务绩效,而上市公司的社会绩效并不是股东所追求的目标,在缺少具有伦理观念的投资者的背景下,依靠股票市场无法对上市公司的违规行为产生治理效应。^⑦目前,上市公司的大股东越来越多地由机构投资者、养老金和共同基金等组成,越来越多的公司股票被机构投资者持有。如何积极构建投资者的伦理观念、建立“伦理投资基金”,形成真正意义上的伦理投资者,培养以伦理为导向的治理主体才是解决中国上市公司非伦理投资或违规行为的有效路径之一。

(二) 将信托法提升到与民法、行政法等基本法同等重要的地位,强化上市公司受托责任

中国证券市场最大的问题就是受托责任的缺失。中国上市公司普遍存在只增资扩股却不分红的现象。不少上市公司的高管仍把上市融资视为“圈钱”,完全没有承担起对投资人的受托责任。A股的分红比例尤其是现金分红比例总体不高。2009年国内上市公司的平均股利支付率为32.56%,2010年略有下降,为30%,但国际成熟市场这一指标水平一般在40%~50%之间,且上市公司一年两次分红是非常普遍的。同时,许多A股上市公司还将分红看作再融资的“交换条件”,这

^⑦ 薛有志、周杰:“中国股票市场上市公司违规行为有治理效应吗?”,载《税务与经济》2007年第6期。

是极其有害的。^⑧ 有学者^⑨对现金分红对股票收益率波动和基本面信息相关性的影响做了研究,发现:我国上市公司股价的波动与经营业绩间的相关性不强,存在股价的波动与基本面信息脱节的现象。侧面反映出我国资本市场尚不够成熟和理性。通过进一步区分不同股利政策的公司,发现现金分红能够显著降低公司股价的波动,同时连续的分红政策会提高公司股价的波动与基本面信息的相关性。这一结论同样也在美国市场成立,也就是持续的分红能够提高股票市场的效率,而公司分多少红利并不影响上述结论。回报股东是上市公司履行股东受托责任的重要体现,也是资本市场健康发展的内在要求。现金分红作为股东投资回报的重要形式,体现了上市公司对股东的高度尽责,有利于培育资本市场长期投资理念,促进投资者由“短期投机”转向“长期价值投资”。

中国上市公司受托责任的缺乏与金融法制的欠缺是密切相关的,应在中国法律中强化受托责任。日本会计学家井尻雄士指出,“受托责任的关系可因宪法、法律、合同、组织的规则、风俗习惯甚至口头合约而产生。”受托责任可以划分为公法意义上的受托责任和私法意义上的受托责任。鉴于此,笔者建议,应把信托法提升到与民法、行政法等基本法同等重要的地位。将受托义务以一般性条款明确加以认定,以向社会彰显上市公司的受托责任。而金融领域中的信托业法律关系仅是信托法中的一部分,可以制定《信托业法》的单行法或者放入《信托法》的基本法中。信托法从完整意义上是调整信托关系的法律规范的总称,它包括信托基本法和信托业法两个部分,但是否将信托业纳入信托法的调整范围,从立法例看,世界上有两种不同的模式:第一种为合并立法模式,即将调整信托关系的共通性规范和调整信托业的规范合并规定在一部信托法之中。如我国香港地区在《受托人法》中除规定信托关系的设立、受托人的权利之外,还专章规定了信托公司就是其中一例。第二种为分别立法模式,由《信托法》和《信托业法》分别规定

^⑧ 周小苑:“上市公司圈钱豪情万丈 分红羞羞答答”,载《人民日报》(海外版)2012年4月19日

^⑨ 宋逢明、姜琪、高峰:“现金分红对股票收益率波动和基本面信息相关性的影响”,载《金融研究》2010年第10期。

调整信托关系的共通性规范和调整信托业规范。如日本、我国台湾地区都在“信托法”之外制定了专门的“信托业法”。我国《信托法》明确将信托业排除在其调整范围之外。如《信托法》第4条规定:“受托人采取信托机构形式从事信托活动,其组织和管理由国务院制定具体办法。”这似乎说明我国信托立法采取的是分别立法的模式。但中国引入信托法其实是捆绑式的引入。由于商事信托公司出了问题,^⑩所以引入信托的基本法,但是,2001年《信托法》的基本法律出台之后,实际上是捆绑式的引入了民事信托。我们本来目的是规范商事信托,实际上把民事信托也引进来了。从而引发了不少与现有民法体系冲突和融合的问题。将信托基本法和信托业法两个概念加以明确,无疑会使信托业中的金融法理论与信托基本法中的理论冲突得以缓解。同时,金融法制要对不履行受托责任的诸多行为加以高度关注并制定强有力的归责体系,加大惩罚力度,宣扬信托责任。

二、金融服务业的金融伦理性规则

(一)金融服务业伦理性规则的7个方面

金融服务业作为中介机构既是筹资者与金融消费者之间的桥梁,又是金融消费者之间进行已上市证券转手交易的通道。在资本市场中的股票、债券、金融衍生品等金融商品的融资与交易过程中,证券交易所、期货交易所、证券经纪机构(证券公司)等金融服务业扮演着极为重要的角色。金融服务业伦理问题的实质是这些机构是否诚实、信用地服务于市场中的金融消费者,创造良好的投资环境。具体表现为以下主要方面:(1)是否具有误导投资者进行交易的评论及劝说;(2)是

^⑩ 因为20世纪80年代自从设立中国国际信托公司,作为金融工具的信托在中国广泛开展,各省、各部委都设信托公司,但是,信托公司缺乏必要的监管,产生了严重的问题,许多信托公司倒闭破产,社会影响恶劣,需要对信托公司进行整顿。政府前后进行了五次整顿,并决定通过立法进行整顿。但是,立法到底是仅仅制定信托业法,还是需要更基本的法律。全国人大接受了一个观点,认为应该引入信托基本规范,也就是2001年的《信托法》——信托的基本法。

否诚实地、以最快的速度传达了投资者的交易指令；(3)交易佣金的高低以及针对不同交易量设计不同的交易佣金策略；(4)中介机构(主要指经纪公司)的自营交易与中介业务的相关程度；(5)中介机构中的从业人员的个人交易与中介业务的相关程度；(6)是否未经投资者知晓而动用其账户中的资金或证券；(7)是否为操纵股票价格的行为提供便利条件等。^①

(二)我国证券法应高度重视金融契约的研究

我国证券法应引入金融契约的概念,即金融服务业与金融消费者订立提供金融商品或服务之契约。20世纪七八十年代,随着企业契约理论的出现,金融学家开始从契约经济学角度考虑信息非对称因素,引入委托代理理论和交易费用理论对企业资本结构进行研究,形成金融契约理论。金融契约的初始形式是赤字单位为融入资金而发行的,当专门从事金融交易业务的组织机构介入时,金融契约的形式就开始复杂化。随着金融市场范围的扩展和层次的深化,各种次级的和衍生的金融契约工具应运而生,形成了当今的金融市场结构形态。按照金融契约的契约权利与收益的配置情况,可以把金融契约工具大体上归并为四种类型:权益型、债务型、衍生型和混合型。权益型契约是企业的股权融资协议或资本市场上证券权益买卖的契约等;债务型契约包含了很多形式的金融工具,如债券、优先股、资产证券化产品等;衍生型契约工具的价值是从其他基础资产派生出来的,如期货、远期、期权以及互换等;混合型金融契约工具不能完全划归入以上三种类型中的任一种类,因为它们复合了以上多种类型契约的特点,即可以将其定义为,将多种基本元素市场结合于其结构之中的证券,例如某些债务工具同时有期权的特性;有的则带有股权的特性;还有一些同时具有期权与股权的两种特性。^② 金融市场的结构正是各种不同类型金融契约工具的比例构成。^③ 我国资本市场应引入金融契约的概念和精神。金融契约不但蕴涵了金融界的法则和风险管理原则,而且也体现了公平和合理、

^① 李士萍、于永宁、孙利:“资本市场参与主体的伦理选择”,载《山东大学学报》2007年第1期。

^② 董裕平:《金融、契约、结构与发展》,中国金融出版社2003年版,第40~41页。

^③ 董裕平:《金融、契约、结构与发展》,中国金融出版社2003年版,第17页。

诚实信用、承诺和执行等的“底线伦理”。任何契约的达成之日,就是忠实地践行诺言之始;享受权利的同时,必须履行义务;收获利益的另一面,就是要承担风险。这就是对契约精神最为通俗直白的解释,也是当今世界大多数国家和地区的大多数人的共识。可以肯定地说,走在文明世界前列的群体,无一不是契约精神的楷模。欧美国家商业文明、政治文明的辉煌,在很大程度上得益于他们优良的契约精神;犹太人之所以能够历经磨难而依然表现得十分优秀,同这个民族所具有的契约思想是相当重要的原因。金融契约关系是一种信用形态,它的承诺是以法制、道德为基础的。社会信用体系的建立是一个庞大的社会系统工程,它不能单纯地建立在诚实守信的道德规范之上,更为重要的是要建立在对市场主体之间的信用关系管理的整套法律、法规、准则、制度和有效的信用市场形式之上。资本市场是建立在自愿交易的基础之上的,从这个意义上来说,金融契约精神是资本市场的灵魂。没有金融契约精神和商业诚信,就不会有发达的资本市场。我国证券法应高度重视金融契约的研究。建议我国可以就金融服务业提供金融商品或服务的金融契约法律关系中的具体权利义务的一般原则在《证券法》的总则中予以统一地规定,并在《证券法》各个章节以及其他具体单行法规中加以细化,以此更明确地保护金融消费者,倡导契约文明。

三、金融消费者的金融伦理性规则

金融消费者在资本市场中有两种身份:一种是在一级市场中购买新发行证券的投资者;另一种是在二级市场中既购买证券,又出售已经购买的证券的投资者。我们将一级市场和二级市场中的金融消费者划分为机构投资者和个人投资者。机构投资者对市场价格的影响力和控制力较强,有的甚至具有控制一只证券或多只证券的能力。在机构投资者具备价格操纵的资金能力时,价格大幅波动产生的巨额回报的诱惑使其操纵的驱动力日益增强。从客观上看,虽然各国都用法律规制操纵行为,但由于对一些操纵行为的判断与辨别同样存在较大困难,操纵者仍面临着机会主义选择。当主、客观条件具备之后,操纵行为随之

出现,尤其是在新兴的资本市场中,具有较强资金实力的机构投资者对股票价格的操纵时有发生。因此,资本市场金融法制的伦理规则应鼓励机构投资者的投资行为根据证券的内在价值来进行,通过理性投资获得正常利润,与中小投资者以及整个市场和谐相处,共同分享经济增长的果实。

同时,我们还可以重视伦理投资产品的开发。伦理投资(ethical investment)可以被界定为运用伦理或社会标准来选择和管理通常由公司股票构成的证券投资组合(investment portfolios)。^④ 伦理投资者不仅关心预期金融回报的高低和相关的风险,而且关心公司本身的状况——公司的产品和服务的性质、环境问题、买卖所在地或公司处理事务的方式等。社会责任基金的产生正是基于这样的伦理价值。社会责任基金是以社会责任投资(SRI)准则筛选投资标的的投资基金。社会责任投资(Socially Responsible Investing, SRI),是指在选择投资的企业时,不仅关注其财务、业绩方面的表现,同时关注企业社会责任的履行,在传统的选股模式上增加了企业环境保护、社会道德以及公共利益等方面的考量。在做出一个投资决策时,社会、环境和金融因素(或金融标准、社会标准和环境标准)是等权重的,所以 SRI 又被称为“三因素”投资(“Triple Bottom Line” Investing)。因此,SRI 通常以财务、社会公益和环保表现绩优的企业为对象,并在这三个方面等权重评级。从投资者角度来看,SRI 基金实际上是在投资决定中结合了个人的价值取向和对社会的关注,不仅考虑投资者的金融需求,而且强调投资的社会影响。SRI 基金允许投资者在关注传统的金融问题的基础上,把目光投向诸如社会公平、经济发展、人类和平、环境保护等问题上来,在投资选择中加入个人或组织、团体的价值理念和信仰,表达他们对经济和社会、利益和伦理、当前状态和未来持续发展的选择。SRI 基金的发展大致可分为三个阶段:第一阶段:20 世纪 20~60 年代,SRI 始于宗教信仰者的“伦理投资”,投资理念初步形成。20 年代,循道宗教徒(创始人约

^④ 克里斯托夫·J. 考顿:“伦理投资产品的开发”,载[英]安德里斯·R. 普林多、比莫·普罗德安主编:《金融领域中的伦理冲突》,韦正翔译,中国社会科学出版社 2002 年版,第 172 页。

翰·卫斯理)投资于股票市场但排除了与酿酒和赌博有关的公司。公谊会教徒紧随其后,拒绝投资于武器制造业。在英国,维多利亚时代的一些投资者关注暴力和公正的雇用条件,促进了英国 SRI 的萌芽。第二阶段:20 世纪 60~80 年代,SRI 基金获得全面发展。60 年代兴起的公民权利运动、女权运动以及后来的环保主义运动,促进了与这些运动所代表的价值观念相一致的投资选择。70 年代,反对越南战争的一致要求使投资者在其投资选择中排除了与越南战争有关的公司,导致了第一只 SRI 基金美国 Pax World Fund 的产生。同时,传统经济政策和发展援助所忽视的,对一些小团体和社会项目的现代小型信贷(Micro-credit)开始受到重视,一些社区信贷组织出现,如美国的南岸银行、英国的 Mercury Provident、孟加拉的 Grameen 银行等。80 年代,为反对南非种族隔离政策,投资者一致抵制与南非有关的公司,相应地,几只互助基金在英、美、荷兰、澳大利亚等国建立起来,如 1984 年英国出现了第一种伦理投资产品,是由公谊服务信托基金(Friends Provident' Stewardship Trust)首开纪录。与 SRI 基金有关的一些组织也相继出现,如美国环境责任经济组织联盟、公司互信责任中心、投资者责任研究中心、机构股东服务公司等,它们的服务促进了 SRI 的进一步发展。第三阶段:20 世纪 90 年代以来 SRI 基金的爆炸性增长。SRI 基金成为发展最快的产业,基金的数量、投资者和资产飞速增长。欧洲的 SRI 基金数量超过了 200 只,美国 SRI 基金资产从 1995 年的不到 7000 亿美元增长到 2001 年的 2.34 万亿美元。立法者和机构投资者自身都意识到了 SRI 投资的重要性,一些大的机构投资者主动将 SRI 标准引入了投资策略。如英国通过养老金立法要求所有的养老基金必须披露它们 SRI 投资的信息。2008 年 4 月,中国首只社会责任投资(SRI)产品——兴业社会责任投资基金正式发行。SRI 基金在全球范围内发展,在加拿大、美国、英国都成了具有重要作用的产业,亚洲的日本、新加坡、中国香港、中国台湾都在积极推进 SRI 的宣传、研究和实践。SRI 基金成为一支全球性的投资力量,使投资成为促进公司可持续和负责任的经营行为的有力工具。与 SRI 基金相关的全球性组织机构也建立起来,如 GRI(the Global Reporting Initiative),它与联合国环境署(UNEP)合作开发公司,政府、非政府组织关于经济、环境、社会表现报

告的全球适用的指引;以及国际可持续投资研究协会,旨在促进全球范围内社会研究问题和标准的合作。^⑮

强调财富增长与社会关怀相结合的伦理投资理念已经被海外投资界广泛认可,并成为资本市场的重要发展方向。投资的决定将越来越取决于公司社会、环境和伦理的表现,越来越多的资金供应者将对这样的投资产生兴趣。SRI 基金代表了国际上基金产业的最新发展,反映了社会投资的发展趋势。

四、监管部门的金融伦理性规则

(一) 中国证券市场的政府监管正在由“自利性监管”到“准中性监管”转变

证券市场的政府监管具有“制度”和“伦理”的双重属性。从经济伦理学视角看,政府监管在价值取向上可以分为中性监管、准中性监管和自利监管三种伦理模式。^⑯ 在一个较为成熟的证券市场中,政府的“裁判员”职能基本上是“中性”的,也就是说,它所提供的制度规则和监管服务超越市场中各利益集团的束缚,政府处于超然地位,作为“裁判员”的出发点是市场公正而不是特殊集团的利益。事实上,政府的监管机构已成为一个“纯净”的、“技术性”的机构。在市场经济体系中,证券市场是最典型、最敏感的市场形态,其本质要求必须按市场规则运作。在一个成熟的证券市场,政府的职能主要是“规范”,为市场提供的基本服务是市场制度供给。但在中国证券市场政府与国企既定的制度框架下,在市场决策中,政府的政策资源往往又带有强烈的“自利”倾向,自然而然地向国企“偏袒”,甚至采取“市场强制”为国企谋

^⑮ 李清芬:“社会责任基金:海外发展及其在中国的前景”,深圳证券交易所网站, <http://www.szse.cn/szseWeb/FrontController.szse?ACTIONID=15&ARTICLEID=1170&TYPE=0>。

^⑯ 黎元奎:“政府监管证券市场的伦理模式及其转换路径”,载《改革》2006年第8期,总第150期。网址:http://hmu085032.chinaw3.com/magazine_rf.php?mid=13&wid=217。

利,政府在证券市场中既扮演“裁判员”又扮演“运动员”,这种双重职能角色必然形成了利益冲突。政府在行使监管职能时,必然带有强烈的自身特殊利益偏好,这种监管实质上是一种“自利性监管”。当市场中的非政府力量强大之后,政府监管尽管仍然不能完全摆脱自身特殊利益的影响,但毕竟已向“中性监管”靠近,这一情形便具有了“准中性监管”性质。由“自利性监管”到“准中性监管”,将是政府市场职能转变的一个质的飞跃。这既是市场非政府力量聚集与增强的必然结果,同时也是中国证券市场走出困境进一步变革的逻辑取向。^①

(二) 证券市场政府监管应明确金融消费者的信息权

笔者强调,政府监管的重要目标之一应该是充分保护金融消费者的信息权,促成金融商品合理公平报价的形成,远离掠夺性的、欺骗性的金融商品报价。

现实中,报价包括多个指标,如买卖价差和不同价格上认购或投放量的差异(即证券的价格、交易量以及流动性指标),所有这些统称“流动性指标”。^② 报价实际上是公共产品,它把信息由信息拥有者传递给无此信息的投资者,并使后者享受信息带来的福利。^③ 如果价格能够在市场上传递所有相关的信息(包括私人信息),就认为市场是强有效的。在强有效市场,证券价格确实反映了上市公司乃至整个市场的真实状况,就能够实现证券市场筹资的功能、监督企业经营管理的功能、实现产权重组优化资源配置的功能和充当宏观经济变动趋势晴雨表的功能。^④ 当市场是半强有效时,利用公共信息交易是不可能获得超额收益的。但这并不排除利用上市公司的内部信息交易获得超额收益的可能性。而当市场是弱有效时,通过内部信息以及除了历史价格以外的公共信息就有可能获得超额收益。^⑤

^① 黎元奎:“过度介入与适度退出:政府在证券市场上的角色转换”,载《公共行政》2005年第7期。

^② 马成虎:《高级资产定价》,中国人民大学出版社2010年版,第35页、第40页。

^③ 马成虎:《高级资产定价》,中国人民大学出版社2010年版,第37页。

^④ 庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社2010年版,第46页。

^⑤ 马成虎:《高级资产定价》,中国人民大学出版社2010年版,第39页。

应当注意的是,与消费者法中要求对商品质量的保证相对的,各国证券法或金融商品交易法上很少要求对有价值证券的品质(价值)做出保证。对投资者并不就有价证券的品质(价值)做任何保证,而是给予其能够对此进行判断的信息,由市场交易决定竞争价格,从而形成公平的价格,这对金融资源的有效分配是不可或缺的。所以,金融法制规则旨在促成金融商品合理公正报价的形成,建立良好有效的信息披露制度。而基于对金融消费者信息劣势者保护的伦理关怀,金融法制有必要将金融消费者的信息权加以明确规定。

在当今金融市场中,信息越来越复杂化、多样化和专业化,使信息的非对称性加剧。又由于信息产生方式的多样化、传播的广泛性和转换的频繁性,在金融领域中,明显存在信息优势者和信息劣势者。信息优势者主要包括上市公司及其高管、主要股东、职员以及金融服务业者等;信息劣势者主要指金融消费者。在铺天盖地、鱼目混珠的信息浪潮中,信息劣势者几乎处于完全盲目状态。二者关系已经在实质上成为一种支配与被支配、主动与被动的关系,信息劣势者成为任由信息优势者摆布的弱者;再加上一些信息优势者提供虚假、遗漏、过时、误导信息的败德行为,使信息劣势者的地位日趋恶化。虽然我国《证券法》已对信息披露制度进行了明确的规定,然而总体来说,我国法律并没有明确将处于弱势地位的金融消费者的信息权列为一种独立的民商事权利。笔者建议应在《证券法》中明确金融消费者享有信息权,即在《证券法》的总则中明确规定:金融消费者(或投资者)享有知悉其购买、使用的金融商品或者接受的服务的真实性、准确性、完整性、及时性的权利。明确金融消费者的信息权可以更加本质地、深刻地把握金融商品价格的形成机理,明确有效地保护信息劣势者的合法权益。

五、结论

资本市场参与主体的伦理性规则基于一个牢固的动机基础,即一个对道德关怀与和谐共存不高度重视的资本市场法律制度最终将会使资本市场以及整个社会遭受严重损失。法律不能成为人类贪婪、私欲

的实现工具;法律面对处于危机的人类伦理文化不能不积极拯救。金融市场和金融商品是一类特殊的市场和商品,理想的、完全竞争的金融市场环境应该是福利最大化的保证。当然,给定市场环境的不完备性,绝对的福利最大化是不可能达到的,但作为金融市场交易的底线,有效的伦理性规则无疑是资本市场金融法制的基石和精髓。尊重保持和谐平等的良好生命存在状态是金融法制伦理性规则的信念,即将道德关怀、平等主义、诚实信用、公正合理扩展到与金融市场具有联系的任何存在主体,同时这种道德关怀和平等主义的界定标准将沿着由简单到复杂的演变谱系而变得越来越高。