

清华大学商法研究中心·编

王保树·主编

第18、19合卷

Commercial Law

商事法 Review 论集

Volume. 18&19

2010

· 金融监管的法律思考 ·

三把原则和五指理论 戴立宁

金融监管的变局与路径

以金融危机为背景的法律观察 傅穹

· 公司融资 ·

论日本法中的公司种类股与风险金融 [日]布井千博

中小企业融资问题的法经济学思考 钟凯

· 金融产品交易与投资者保护 ·

从“CDS第一案”看金融衍生品创新的异化 楼建波

金融危机中对信托制度的法律思考

· 金融市场相关问题 ·

论商法的制度价值与国家金融安全 范健

SIPC在美国金融危机中的举措对中国的启示 董华春

· 金融中介机构的相关问题 ·

内外兼修

——论中国银行体制的改革 王文宇

金融中介机构在金融活动中说明义务与社会责任之探讨 朱慈蕴

· 金融监管：手段、模式与法律环境 ·

金融安全网之理论建构

金融危机之常态性及临时性机制 王志诚

监管及其变局 郭雳

· 监管 ·

中国创业板制度国际比较与市场发展趋向 李迅雷

论我国新股定价机制市场化的法制路径 雷兴虎 汪沂

· 金融危机背景下的公司治理 ·

The Need for Corporate Governance Reforms
in the Wake of the Financial Crisis Hans-Ueli Vogt

公司并购消费者权益保障机制研究 陈柱



法律出版社
LAW PRESS CHINA

本卷主题：金融危机下的商法思考

第18、19合

Commercial Law 商事法 Review 论集

Volume. 18&19

2010

 法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

商事法论集. 第18、19合卷 / 王保树主编. —北京:
法律出版社, 2011. 1

ISBN 978 - 7 - 5118 - 1574 - 3

I. ①商… II. ①王… III. ①商法—世界—文集
IV. ①D912. 290. 4 - 53

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第245625号

商事法论集 第18、19合卷

王保树 主编

责任编辑 刘文科
装帧设计 李 瞻

© 法律出版社·中国

开本 787×1092毫米 1/16

版本 2011年3月第1版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

印张 30 字数 756千

印次 2011年3月第1次印刷

编辑统筹 学术·对外出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶 松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-1574-3

定价:58.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

卷首语

应对金融危机：两种金融法机制的协调运行

从 2007 年夏天美国次级房贷开始,至今两年有余;从 2008 年 9 月雷曼兄弟公司破产后金融危机迅速扩大,至今也一年有余。经过各国采取应急措施,国家间密切合作,国际组织直接干预,金融危机已开始缓和,各国经济也在不同程度地回暖。但是,人们还未来得及总结金融危机的教训。特别是在金融危机冲击下,金融法制如何应对以及金融法制如何防止金融风险,都未经过总结和探讨。

经过金融危机之后,人们在思考:金融法在应对金融危机中能有什么作为?金融法应该建立什么样的秩序?

金融法的监管机制和交易机制是彼此消长,还是互补、协调?

金融法应追求效率,还是追求安全?

这些问题的讨论不是消极的,它既有利于应对当前还未远离我们的金融危机,也有利于防止未来的金融危机重演。

一、应对金融危机:需要多种法律机制

正确认识开始于美国的此次金融危机,是讨论应对金融危机的法律机制的前提。有的学者描述:此次经济危机有三个特征:第一是波及全世界经济。以往的经济危机大多限定于地区或产业,而现在的状况正反映了此次世界经济在全球范围相互紧密关联的现状。第二是影响非常深刻。在这次被称为百年不遇的世界危机中,以一直支撑世界经济的发达国家为中心情况尤为严重。第三是不局限于引发危机的金融领域,对汽车产业等迄今拉动世界经济的基础产业也产生了深刻影响。^①显然,开始于 2007 年的金融危机,并不是仅仅发生在金融领域的危机,而是源于金融经济领域,波及全世界的经济危机。金融是现代经济的核心,金融领域出现危机,必然影响其他经济领域。就我国而言,由于金融市场开放时间不长,开放度也相对不大,因此,金融危机对我国金融体系的影响是有限的。以次债为例,虽然工商银行、建设银行、中国银行分别持有数量不等的美国次级房贷债券,但就整体而言,次级债投资在资产中的比重较小。但是,对于中国的实体经济影响很大,改革开放以来多年形成的出口型经济遇到严重障碍。由于这次金融危机使美国“信贷驱动消费”的经济

^① “如何从国际经济的角度看待此次经济危机,怎样才能渡过难关”,日本 RIETI 电子信息访问若杉隆平研究主任的访谈录。见 RIETI 电子信息 No. 74(2009 年 7 月)。

模式不得不有所改变,其家庭消费需求、企业业务拓展受到挫折,中国对美国的出口贸易因此而受到打击,出口企业,特别是沿海地区的经济受到极其严重的影响,其深度和广度均不可低估。

面对金融危机,中国的经济发展不得不作重大调整。

首先,保民生,促经济增长。以巨额的政府投资加强基础设施建设,拉动国内消费的需求,以国内消费化解因国际贸易受挫而产生的风险;以经济发展刺激就业。

其次,从经济依靠出口到经济依靠国内需求。如有的学者所指出的那样,到2007年,即使没有次贷危机,这种增长模式也差不多走到尽头,出口市场也难以继续扩大了。在这种时候又碰上次贷危机,两者加到一起,大大改变了中国经济模式转型的必要性。转型已经是没有选择,必须通过进一步的改革强化国内需求增长的能力,让中国经济今后能靠国内民间消费的增长来带动。否则,中国经济和社会将面对比较大的挑战。^②

最后,充分发挥调整产业结构的作用,促进经济持续稳定发展。就这次金融危机的影响而言,受挫最严重的是一些外向度较高的产业和企业,它们缺乏创新能力,长期处于低附加值的分工环节,处境异常艰难。相反,有一些产业和企业拥有技术能力、自主品牌和营销渠道,受到的冲击较小。从这个角度来看,同样处于危机中,同样面临国际市场需求萎缩和融资不畅,但产业和企业遭受冲击的程度不同,在危机中保持增长的能力差别很大。因此,人们越来越注意到产业结构和经济增长之间的关系,注意从产业结构和发展方式上更好地应对危机。发挥产业结构调整对经济增长的作用,既有利于应对当前的国际金融危机,又有利于长远发展。^③

适应上述经济调整的需要,政府已经运用确认财政政策的财政预算法律调整机制,增加政府直接投资在预算中的比重;运用产业政策法律规范确认的产业政策调整机制,颁布十大产业政策;运用金融法机制,推出创业板,完善多层次资本市场,等等。这表明,化解金融危机产生的风险,使经济重新走上持续稳定发展之路,不是运用任何一种法律机制可以解决全部问题的。这一方面是因为此次发生的危机名为金融危机实为影响面很广的经济危机,所要解决的问题不只是金融法律问题,还在于化解金融风险,防止新的金融危机发生所涉及的社会关系不只是金融关系,而是包括金融关系在内的多种复杂的社会关系,调整这些社会关系超出了金融法的范围,需要金融法、财政预算法、产业政策法等多个法律领域发挥作用。

二、应对金融危机的金融法机制:交易机制与监管机制

虽然,多种法律机制应对此次危机的意义是不能忽视的,但无可否认,由于金融在国民经济中的地位,更由于此次危机开始于美国的金融体系受到重创,金融法机制在应对金融危机中的作用是尤其值得重视的。所谓金融法机制,可以被赋予不同的内涵,但在应对金融危机的意义上,更多地可以理解为金融法律手段。而金融法机制由于其作用领域不同,实现的措施不同,表现为不同的具体机制,主要是:

(一)金融法的交易机制

在广泛存在的金融领域里,因金融业者为民事主体、商人提供金融服务而层出不穷地发生着各

^② 陈志武:“消费驱动型模式不会改变”,载《国企》2008年10月24日版。

^③ 周叔莲、刘戒骄:“论应对国际金融危机中调整产业结构的重要性及主攻方向”,载《理论前沿》2009年第8期。

种具体的社会关系,就其本质而言,它们是平等主体之间发生的社会关系,其基本内容是金融交易。作为交易一方当事人,是以金融为业的商人。在我国目前仍采用分业经营体制的情况下,主要包括商业银行、证券公司、保险公司、信托公司和其他非银行金融机构。金融交易的相对当事人主要是储户、保险单持有者、股票投资者、公司(或金融)债券投资者,以及基金出资者等,它们之间尽管存在差别,但均以获得投资利益为目的;贷款者,包括消费信贷和商业信贷的贷款人,诸如住房抵押贷款者、企业流动资金贷款者等。调整金融交易关系的金融法机制应尊重交易双方的主体地位和金融交易中的权利,引导它们增强防止风险、化解风险的能力,发挥它们在防止风险、化解风险中的作用。被调整的交易关系中,任何一方当事人都不具有公权力,也不是被授予公权力者。因此,这种调整机制不具有公法性质,而只具有私法性质。

金融法交易机制的用武之地在于,为金融交易提供公平、透明的交易规则,规定金融交易中的控制风险、防范风险的措施,提出应对危机的指引。所有这些,都是为了给金融业提供一个游戏规则,而不是为金融交易作出商业判断。金融业者应建立自己的内部风险控制机制、风险隔离机制和对相对当事人的保护机制。金融业者自律是金融法的交易机制的核心,金融业者自我约束是避免和减少意外风险发生和防止扩大风险的基础,不能忽视金融业者自律在实施金融法的交易机制中的地位与作用。

(二) 金融法的监管机制

而围绕着金融服务公共性和金融监管所发生的社会关系不同于金融交易关系,该种社会关系参加者的构成有别于金融交易关系的参加者的构成。金融服务公共性的突出表现是围绕着货币政策发生的,而货币政策的提出者和实施者均是中国人民银行;就其他监管而言,虽然其监管主要不是行业监管,而是特定市场的监管,并且,其监管主体不是行政序列的政府部门,而是国务院的事业单位,但它们无一不是被授予公权力者。还应特别指出的是,许多金融监管措施是国务院直接作出并组织实施的,这种做法在国外也是经常发生的。就此意义而言,不仅国务院的工作部门是市场监管机关,而且,国务院作为中央政府也实际是市场监管主体。因此,金融监管关系不论是发生在银行领域中的银行监管关系,发生在证券领域中的证券市场监管关系,还是发生在保险领域中的保险市场监管关系,或者,在更广泛的意义上,中央政府作为监管主体的金融市场监管关系,都属于非平等主体之间的社会关系,调整该社会关系的金融法机制只能是公法规范。应对金融危机的金融法的监管机制,其任务是建立一个有利于防止风险和化解风险的秩序,就这一意义而言,这种机制是一种秩序机制。

金融市场监管的必要性,首先在于金融业者没有办法自行建立它存在和发展的秩序,即使金融业者自律也很难建立一个所有金融业者、金融业的客户、金融消费者都受益的金融秩序。金融法的监管机制不是等到金融危机出现时才得以运用,而是应成为建立与维护金融秩序不可或缺的元素。为此,需要采取多种法律措施。首先,监管机关应监控金融业者的稳健经营,如银行业监督管理机构监控商业银行资本充足率、资产流动性在内的审慎经营状况;保险监督管理机构建立健全保险公司偿付能力监管指标体系,监控保险公司的最低偿付能力;证券监督管理机构规定证券公司的净资本的比例,净资本与负债的净资本与净资产的比例,净资本与自营、承销、资产管理等业务规模的比例,负债与净资产的比例,以及流动资产与流动负债的比例等风险控制指标,对交易风险准备金等作出规定,实施监控。其次,建立风险隔离机制,防范系统风险的出现。最后,采取托管、接管等救助措施,如对证券公司违法经营或者出现重大风险,严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的,国

务院证券监督管理机构可以对该证券公司采取责令停业整顿、指定其他机构托管、接管或者撤销等监管措施。在此次金融危机中,美国等国家政府也有对受到重大挫折的金融企业 and 非金融企业采取注入资金措施的,无疑这种应急措施在救助这些企业的过程中发挥了重要作用。当然,这也带来了另一种议论,即经济危机之时是否正是扩大国有化之机?显然,不能作出肯定的回答。注入资金作为救助具有公共服务的性质,其目的是使受到重大挫折的金融企业 and 非金融企业渡过难关,并不是以取得股权为目的。一旦企业经营状况好转,政府可视时机撤回注入的资金。至于政府注入资金成为出资,只是个别情形。不能认为经济危机之时就是扩大国有化之机,更不能得出结论:国有化已经是各国应对金融危机的最佳选择。

对于评级机构等中介机构的监管是金融市场监管的应有之意。在金融的触觉伸向的领域,同样也是评级机构的魅力存在的地方。然而在此次美国次贷危机爆发中,评级机构承担了极为“重要”但极不光彩的角色,其通过与一些投资银行勾结而牟取暴利,从而导致次债产品以次充好,对金融危机的形成推波助澜。因此,评级机构在对其他金融机构进行信用评级时,需要市场监管机构的严格监管,以监督其信用评级的公平性。

三、两种金融法机制的功能性协调:效率与安全之间

以上表明,金融法机制的多元化的存在是由于金融法不同的具体机制有着不同的作用领域。同样,在应对金融危机,包括化解已经发生的金融危机风险和防止金融危机的发生方面,不同的机制也表现各异,其相互代替不仅是困难的,简直是不可能的,基于它们的功能不同,其间只可能是相互协调,而不可能是你消我长。

(一)金融法的交易机制与金融法的监管机制的协调

从我国金融的实践来看,由于金融组织曾长期是国有独资企业,它们的自由度并不大。就这一意义而言,金融业的自由仍应鼓励,并应受到法律保护。现在,并不存在金融自由过度的问题。所以,规范、保护金融交易自由的机制仍需进一步完善,使其作用充分发挥。但是,当某一个金融业者的自由侵害了金融秩序时,或者金融业者的行为可能导致风险发生时,则超出了金融业营业自由和自治的范畴,属于金融监管面对的问题。所以,金融法的监管机制也需要完善,并使其作用充分发挥。我国如上述的原因,没有发生如美国那样的金融危机,并不是我国的金融法的监管机制已经很完善、很先进,甚至其作用发挥得淋漓尽致,而是由于金融业开放度不强。因此,改革、健全监管机制与如何使其更好地发挥作用的任務仍很繁重。正因为两者都有改革和进一步实现机制的问题,所可取的只能是在应对金融危机中的功能性协调,即在保护和促进金融交易与保护金融自由上,有效运用金融法的交易机制。同时,在有效监管,实现金融服务公共性上,充分运用金融法的监管机制。

在实现功能性协调上,有一个如何对待创新与监管的问题。与其他行业相比,金融行业的竞争往往更加突出,因而金融业需要创新,从而扩大其市场份额。甚至,也有的金融业者通过创新逃避市场监管机构的监管。因此,如何处理监管和创新之间的矛盾,就成为金融领域的一个重大课题。无疑,监管机构的过度监管将会压抑金融创新,从而会影响整个金融行业的发展。而如果市场监管机关的监管不足,往往就会导致滥用创新而破坏市场秩序,从而极有可能导致金融危机的爆发,如美国次贷危机的爆发就是一些机构打着所谓“创新”的旗号,推出了次级贷款,并且利率诱人,让国

内外投资者大量跟进。因此,对于现代金融监管的监管机构而言,还是要尊重金融法的交易机制,促进金融业推陈出新,从而更好地满足客户的金融需求,但同时要用好监管机制,加强金融风险的防范,尤其是要加强对金融创新所带来的系统性风险的防范。

(二)金融法机制运行的主题:效率与安全

在商法上,如何处理效率与安全的关系,已有一般性讨论。这里的讨论是针对应对金融危机的金融法机制的。金融交易是现代的商事交易,它依赖于特定的金融市场,投资者的公众性突出,较一般交易更需要注意安全。同样,金融的发展是整个国民经济发展的核心,金融法的机制的运行必须追求效率。有一种误解,似乎只有金融法的交易机制才将效率作为自己的追求目标,而监管只能是效率的损失,而不是对效率的追求。显然,这是将两者对立起来。其实,就整个金融法的机制而言,都是实现效率的,只不过具体的不同机制,其着眼点有别。金融法的交易机制追求的是金融业的个别效率,金融法的监管机制追求的是金融业的整体效率,进而实现整个国民经济的效率。在要不要实现效率上,它们是不存在矛盾的。需要强调的是,对于监管可能强调科学比强调强化更显得必要,科学的监管不以强弱为标准,而以有利于建立一个防止和化解风险强的秩序和普遍实现效率为目标,因而更着眼于监管的创新与改革,着眼于为良好的金融秩序提供更多的机能与资源,使监管更科学、更有效,使被监管者更乐于接受。同样,还有一个误解,似乎只有金融法的监管机制才将实现金融安全作为其追求目标,金融法的交易机制则只注意效率,不能实现安全的目标。这同样是将两者对立起来了。金融法的交易机制提供的是尊重金融業者自治、自由的规则,完全有条件使金融業者能对自己的交易作出商业判断,包括如何交易才更安全。又如上所述,金融法的监管机制所关注的是金融業者稳健经营或审慎经营,即关注金融業者的经营不要导致风险的发生,同时,金融监管的任务是隔离风险,防止系统风险。可见,两者的关注点不同,但不存在金融法交易机制不尊重交易安全的问题。当然,基于防范金融危机的需要,现在更加强调金融安全,特别是通过监管实现金融安全,是十分必要的。

正如自由与管制并不是对立的一样,金融法的交易机制和监管机制也不是对立的,它们不是简单的彼此消长的关系,而是一种互动关系。即使此次中国的金融业没有发生如同美国那样的金融危机,但从消除美国金融危机给我国造成的影响和今后防范金融危机考虑,我国必须全面发挥金融法机制,包括交易机制和监管机制的作用,注意两者之间的连接点——安全与效率,在应对金融危机中既要追求安全也要追求效率。不仅要实现金融法中的交易机制和监管机制的功能协调,还要实现两者都关注的效率与安全的统一。同时,将两个目标的实现都应视为积极的,不存在哪个目标是消极的问题。



金融监管的法律思考

3 三把原则和五指理论

——金融市场管理的法律思考

戴立宁

6 金融监管的变局与路径:以金融危机为背景的法律观察

傅穹 于永宁

公司融资

17 有关债权式融资和债券市场建设的若干思考

陆文山

23 论日本法中的公司种类股与风险金融

布井千博 朱大明

30 中国企业融资创新及其法律风险防范

李有星

38 构建我国中小企业政策性信用担保机构的若干思考

——中小企业融资的难点及其对策

张世君 廖融

45 中小企业融资问题的法经济学思考

——兼论金融危机背景下的中国金融改革

钟凯

60 中小企业融资的难点与对策

李晓东

金融产品交易与投资者保护

67 THE RULE OF RISK-TAKING IN CAPITAL MARKET AND PROTECTION OF INVESTORS

Chul Song Lee

75 证券交易所、商品期货交易所的融合和 ETF(上市投资信托)的扩大 ——以《日本金融商品交易法》的修改和《日本商品期货交易法》的制定为契机 小川宏幸 著 刘 洋 译

82 从“CDS 第一案”看金融衍生品创新的异化 楼建波

95 THE REGULATION OF UNFAIR TRADING UNDER THE FINANCIAL INVESTMENT SERVICES AND CAPITAL MARKETS ACT

Soonseok Kim

103 REITs 运行模式研究:国际经验与制度选择 赵 磊

113 金融危机中对信托制度的法律思考 ——以日本新信托法相关制度变迁为中心 杨林凯

122 国有企业金融衍生品投资的制度建设 吴 弘

129 司法视野下的风险投资合同领售权条款研究 于 莹 潘 林

金融市场相关问题

137 金融危机 ——向欧美质询日本的评估核心 上村达男

140 论商法的制度价值与国家金融安全 范 健

152 DIVERSITY AND RESILIENCE: LESSONS FROM THE FINANCIAL CRISIS Cally Jordan and Ankoor Jain

179 SIPC 应对美国金融危机的举措对中国的启示 董华春

194 金融危机语境下的金融开放及其金融法制 宋一欣

198 论中央银行的核心角色:金融危机背景下的分析

——兼谈中国人民银行的法律定位

常 健

金融中介机构的相关问题

213 内外兼修

——论中国银行体制的改革

王文字

230 金融中介机构在金融活动中说明义务与社会责任之探讨

朱慈蕴

244 试论我国商业银行破产法的基本原则

顾敏康

250 THE RESPONSIBILITY OF FINANCIAL AGENTS UNDER THE
CONSOLIDATED FINANCIAL SERVICES ACT IN KOREA AND
RECENT REGULATORY CHANGES

Soo Hyun Ahn

261 金融中介法律责任体系初探

贺轶民

274 论金融业中介机构的行为独立性与责任承担

杨 奕

金融监管:手段、模式与法律环境

283 韩国信托法的改正

崔竣璿

290 金融安全网之理论建构:因应金融危机之常态性及临时性机制

王志诚

314 私募基金监管豁免及其变局

——美国法上的考察

郭 雳

325 金融混业经营框架下我国金融监管模式之构建

王延川 王 珺

337 论后金融危机时代金融集中监管趋势

——次贷危机后美国金融监管体制改革的启示

杨 东 石富元 梁 颖

证券发行与监管

351 POLICY AND THEORY IN SECURITIES REGULATION

John Lowry

373 中国创业板制度国际比较与市场发展趋向

李迅雷

382 日本证券发行市场的法律规制

——兼论中国证券发行制度的走向

周剑龙

392 面向创业板企业的日本商法修改及其借鉴

姜一春

399 创业板退市制度的比较分析

肖海军

414 全球金融危机与中国创业板

邢会强

420 论我国新股定价机制市场化的法制路径

雷兴虎 汪 沂

金融危机背景下的公司治理

433 THE NEED FOR CORPORATE GOVERNANCE REFORMS IN THE WAKE OF THE FINANCIAL CRISIS

Hans - Ueli Vogt

445 从日本法来看公司向特定者大量发行股份与维持既存股东表决权的问题

酒井太郎 朱大明

450 THE SHADOW BANKRUPTCY SYSTEM LESSONS FROM THE FINANCIAL CRISIS: INSIGHTS AND ANALYSIS FROM TODAY'S LEADING MINDS

Jonathan C. Lipson

457 妨碍检查役选举请求权行使的股份的稀释化

楠元纯一郎 赵煜琳 译

461 公司并购消费者权利保障机制研究

陈 柱

金融监管的法律思考

.

三把原则和五指理论

——金融市场管理的法律思考

戴立宁*

证券市场,以及其他各类金融市场和非金融市场,其实都是“市场”,是物物交换、交易的场所。一般市场,金钱只是交易的媒介;金融市场,金钱或其替代物(如股票、债券……)却成了交易的标的、主角。因为金融市场所涉及的钱太多、量太大、事太烦,关系到社会、民生也太切,自然而然地被另眼看待;庙堂之上,弄里之间,人人都给予太多太多的关注。顺应着这样的思路和逻辑,学者、专家著书立说,政府、法令随声应和,对于证券市场,众议金同,应给予“必要”的管理。

所谓“必要”的管理。“必要”两字正是关键之所在;也是困难之所在。凡事过犹不及。如何把管理制度打扮成如同中国古代的美人西施,增一分则肥、减一分则瘦,浓妆淡抹总相宜?更具体一点地说:证券市场管理,要管理到什么样的程度才算是恰到好处?由谁来扮演、来拿捏这个恰到好处的角色和分寸?

要管理好证券市场,请永远不要忘记,纵使千变万化、错综复杂,包括证券市场在内的金融市场,毕竟还是“市场”。市场就是市场。管理证券市场的第一原则,此时此地,也许必须大声地呼吁:请不要忘记市场的本质和市场运作的基本原则,请“把市场还给市场”。

市场有市场运作的基本规律和原则,比如说价值规律、供求规律、竞争规律;比如说等价交换原则、公平竞争原则、自愿让渡原则。市场更有一定的道德要求,比如说善意、信用、诚实、公平。这些放诸四海、举世认同的规律、原则和道德,不容任意破坏、践踏,应该严格、切实地执行和实践。

违反市场规律最常见的例子是:管理者借用各色各样的理由,从事价格的操纵。我国台湾地区的“国安基金”就是最典型的范例(国内一度曾有同样的想法,名字叫“平准基金”,幸而未见实施)。“国安基金”也好、“平准基金”也罢,冠冕堂皇的名称并不能改变它的实质。它破坏了证券市场价格机制的运作,触犯了各国证券交易法都认为应该禁止又必须加以严惩的“价格操纵”和“内线交易”行为。

但是,市场的价值机制还是要有人来维护 and 管理的,否则就会如同失控之马,任意奔腾,后果必然不堪设想。证券市场的管理者有责任出面来维护价格机制的有效执行。用“看不见的手”来规律价格,而非用“看得见的手”来操纵价格。

* 中国证监会国际顾问委员会委员、北京大学(光华管理学院、法学院)兼职教授、东吴大学专任客座副教授、原台湾地区证监会主席、原台湾地区“财政部”常务副部长、金融司司长、保险司司长、原台湾地区华侨银行董事长。

如何用“看不见的手”来规律价格？交易双方对等的信息应该是最重要的。我曾经举果汁为例：其实我们不必在意果汁的纯度，究竟是 100% 天然的，还是只有 60%、30% 的；我们真正介意的是标示是不是确实、清楚。购买者各取所需、各得其所，供需规律、竞争规律……自然会让 100% 的果汁卖出 100% 的价钱；60%、30% 的果汁各有其市场，也有其合理的价格。市场管理是要让买家明确地知道他所购买标的确实的成分。这就是证券管理上著名的“充分披露”原则。具体地说，就是“把信息臻于透明”。

信息的不公（公开、公平、公正）是证券市场的头号大敌，必须严加规范、管理。证券市场交易的标的，所谓“有价证券”，只是一张纸和一些承诺（无实体证券，连纸张都免了，只剩下一些承诺），它真实的价值，不像玉可以触摸，金可以测试，只能依靠发行者（卖方）确实、即时、充分的告知。

请问谁才能够有资格、有立场向买方作充分的告知（向不特定的大众投资人告知，就是“披露”）？谁又能确保它告知的确实、即时和充分？管理者（尤其是代表公权力的监理事务工作者），哪怕员额再多、经费再足，恐怕也会无能为力。

管理的目的是有效地运用资源去发挥最大的效益。职司监理事务工作的公务员本身的资源有限，忙死累死，未必有成；必须集合、动员市场参与者共同的努力才可能奏效。市场的参与者：上市公司、投资人、机构投资者、各种证券商、交易所、基金经理人、律师、会计师，甚至各种媒体，都需要动员协力，共同把市场管好。

林林总总、各式各样的参与者，怀着不同的目的，站在不同的立场，有不同的专长和任务，参与证券市场的运作。如何才能让这些不同层面的参与者，能够同心协力，共同把市场管理的目标有效达成？这是职司证券市场监理事务工作者不可推卸的责任。管理工作既然是要求所有参与者来共同分担，参与者如何有效地分工，才能达成管理的目标，是策划管理规范的首要任务。特定项目（比如说价格），有权力的管理者（比如说职司监理事务工作的公务员）未必是最好的、最有效率的管理者。管理的权和责（权、责，本是一物的两面）必须重新认知和筹划。“把管理诉诸效率”，证券市场经纬万端，百废待理，谁管得最好/最有立场和条件对之加以管理，就交给谁来管理。

写到这儿，可以暂且作个小结：证券市场的有效管理，应该切实地遵循“三把原则”：

- (1) 把市场还给市场；
- (2) 把信息臻于透明；
- (3) 把管理诉诸效率。

我们在前面之所以一再、再而三地提到证券市场价格的管理，不仅是因为它人人关心、个个无力，而偏偏又是证券市场管理的最核心，举足轻重，不容丝毫差错。请问这样最重要的事项，诉诸效率分配的原则，应该由谁来管理最好？答案是：投资人。证券投资人取得足够的信息，认定最适当的价格买进卖出；如果他的判断错误了，他必须为他的错误承担损失；不经一事，不长一智，下一次再买进卖出时就会乖了。如果价格由监理的官员来操控，纵使动机百分之百善良，判断错了，公务员会有什么损失？得到什么教训？（了不起被长官训一顿，严重的调离职务）也不太可能要求他为市场价格的判断错误负担起什么样的责任（所以，监理事务官永远学不会，也做不好证券价格的管理工作）。

假如我把证券市场管理工作的分配，比喻成一只手的五根手指，投资人就是大拇指。竖起大拇指，首屈一指，那是第一，最重要、最好的意思。证券投资人在证券市场中的地位，喻之为大拇指，应该当之无愧。大拇指独立一方，和其他手指的方向相对，都要配合大拇指把事情做好。

配合大拇指做事的首选是食指,最灵活的手指。穿针引线,细致、精微的工作,要有食指和大拇指的紧密配合。证券市场上的食指是证券商;灵活、准确、高效率地提供必要的服务。

中指矗立在手掌中央,高人一等,高瞻远瞩,不偏不倚,代表着证券市场信息的提供者,主要的是各色各样、多彩多姿的媒体。进一步地考虑,我把原来属于食指的律师、会计师……,稍稍地移向中指,希望他们能为证券市场信息的正确、充分和及时,提供一定程度的查核和背书。

无名指是戴戒指的手指,表示财富;那当然非上市公司和他的主要股东莫属了。把公司经营得有条理、有效率,赚得更多的财富,让大小股东分配到更多的盈余,自然皆大欢喜。

现在只剩下小拇指了,依照诉诸效率、分配工作的原则,请问:小拇指应该代表证券市场参与者中的哪一位?答案是:职司证券市场监管工作的官员。小拇指是最无力的手指。要比蛮力,小拇指稳输不赢;但是,当我们合掌礼佛的时候,小拇指永远站在最前面,最靠近佛,可以借重“佛”的力量。佛法无边,小拇指可以依靠佛“法”而不是蛮力,导引证券市场的各种力量为我所用,达成市场管理的目标和效益。

“五指理论”只是想导出另一类思维:管理者和被管理者不再是一种相互对立、零和的关系;而是相互协力、有效分工,把管理的事项做好,把管理目标达成。同样的理论也可以用之于政府不同监管机构间的分工协力。英国式的单一或美国式的分立,孰优孰劣,其实都不是重点;重点是不同职掌的监管机关间,能否建立良好的沟通和协力关系。哪怕英国式的单一主管机关(WTO/GATS称之为super-regulator),其实还是有机关、小单位间的沟通和联系问题。

很高兴地看到中国证监会会有增添证券市场层次和调整发行市场门坎的想法。证券市场是经济的橱窗;看看各大百货公司的橱窗,莫不争奇斗艳,展现的永远是最具爆发性、最有招揽力度的商品。中国大陆近几年经济的高速、高度成长,举世同欣,成为所有中国人的骄傲;但是,为什么代表经济发展的橱窗、沪深两地1615家上市公司中,成立20年以上的有692家,占全数的43%;上市超过10年以上的有836家,占全数的52%;而成立未满5年的只有92家,占全数的5.70%;这两年才上市的142家,占全数的8.79%。为什么我们的经济橱窗所展现的竟是些陈年旧货?何以致此?不能不三思。