

两会代表委员与法律专家共同研讨中国证券市场热点问题

创业板推出条件已成熟 股指期货正逢其时

中国法学会证券法学研究会常务理事、北京仲裁委员会秘书长 王红松 中国法学会证券法学研究会会长、中央财经大学法学院院长 郭锋 中国法学会证券法学研究会常务理事、太平洋证券股份有限公司董事长 董安生 国政协委员、复旦大学法学院院长 孙南申 全国人大代表、福建众和股份有限公司董事长 许金和 中国社会科学院法学所党委书记、教授 陈甦 中国法学会证券法学研究会常务理事、最高人民法院应用法学研究所副所长 曹守晔 中国法学会证券法学研究会理事、北京大学法学院教授 刘燕 中国法学会证券法学研究会副会长、中央财经大学法学院教授 曾筱清

背景

在正在召开的“两会”上，应对金融危机，发展和规范证券市场成为两会代表所关注和研讨的热点问题。3月8日上午，由中国法学会证券法学研究会主办、中央财经大学法学院协办、北京仲裁委员会承办的“金融危机背景下证券市场重大法律问题专题研讨会”在北京召开。

来自法律界和证券界的部分两会代表、委员，与证券界和法律界专家、专业人士近百人相聚一起，共同探讨金融危机背景下证券市场的重大法律问题。

会议特别研讨了创业板市场的建立、股指期货的推出、证券监管机制的完善、金融风险的防范、证券纠纷的诉讼与仲裁等问题。两会代表与法律专家纷纷建言献策，提出了很多有益的建议，比如，在充分调研的基础上，适时推出适合于我国的股指期货产品；抓住当前时机尽快推出创业板等。

出席会议的两会代表委员有：全国人大代表许金和、郑捷、迟凤生、隋熙明等，全国政协委员孙南申等；与会专家学者有：郭锋、陈甦、董安生、赵旭东、张开平、曾筱清、刘燕等；实务界人士有：曹守晔、王红松、刘兰芳、王超、卢高文、王晓国、于腾群等。

积极推广证券纠纷的仲裁解决机制

王红松 中国法学会证券法学研究会常务理事、北京仲裁委员会秘书长

在两会召开之际，中国法学会证券法学研究会、中央财经大学法学院和北京仲裁委员会(简称北仲)共同举办“证券市场重大法律问题专题研讨会”，是想表示我们对全球性金融海啸情形下，我国证券市场的走向及政府相关部门的对策的深切关注和积极参与。

北仲是一个有社会责任感的机构，愿意与中国法学会证券法学研究会、中央财经大学法学院共同搭建这个平台，为各界的专家、学者、为官方与民间，提供一个学习交流、研究探讨的场所，大家解放思想，集思广益，共同为证券市场的法制建设，改革发展献计献策。

北仲是一个坚持现代仲裁理念和独立、公正原则的仲裁机构。仲裁与证券行业有着某种天然的联系，都需要积累信誉、讲求效率，都具有很强的专业性与很高的国际化水平。金融危机势必造成大量的矛盾和纠纷，我们希望通过这样一种方式，进一步促进仲裁、调解等多元争议解决机制在金融证券领域的推广，为证券行业的健康发展提供保障。

难能可贵的是，在研讨会的主讲嘉宾和参会人员中，有全国人大代表和政协委员，他们放弃了休息时间和我们一起讨论，不仅表现了他们对这些问题的高度关注，也使这次会议的研究成果，有可能在更高的层次和更广的范围内产生积极的影响。

【专题一】 创业板市场：推出时机完全成熟

郭锋：创业板推出的时间和条件已经完全具备

我们认为，抓住当前时机，尽快推出创业板，是落实温家宝总理所说的“推进资本市场改革，维护股票市场稳定”的重要举措。

第一，创业板市场各方面的准备工作已经就绪，或者说已经完成了。早在 2000 年前后，创业板市场就进入了筹备阶段。作为分步推进创业板市场建设的重要举措，深交所于 2004 年 5 月在主板市场内设立中小企业板块。全力筹备创业板，力争尽快平稳推出创业板已被深交所确立为今年的重点工作。目前准备登陆创业板的储备企业已达 1000 余家。创业板筹备工作最核心的制度建设已经基本完备(管理办法、上市规则、交易特别规定等)。

当前对创业板的推出时机有两种观点。一种观点认为，要继续密切关注国际金融危机对资本市场的影响，在经济金融形势比较稳定的情况下择机推出；第二种观点认为，目前并非创业板推出的良好时机，相比之下，股指期货的推出对市场发展更有意义。证监会对两会代表委员的回应是要择机颁布管理办法，适时推出创业板。我们认为，金融危机现在尚未见底，“密切关注金融危机对资本市场的影响”将是一个长期的过程；绝对的经济稳定时期是没有的、难以确定的。我们认同推出股指期货的重要性，但并不意味着股指期货成熟而创业板不成熟。我们认为推出创业板与推出股指期货同样重要，同样应该马上推出。

第二，中小企业的发展急需创业板市场。当前，采取多种措施避免金融危机对我国实体经济的影响是当前全国关注的问题，除了 4 万亿元中央政府和地方政府的投资拉动以外，在资本市场方面，必须要在金融市场和品种、工具创新方面向前推进，创业板市场要为中小企业服务。2007 年的统计数据表明，我国中小企业已经达到 4200 万多万户，占全国企业总数 99.8%。这些中小企业提供了全国 75% 左右的城镇就业岗位，创造了 55% 以上的 GDP、75% 左右的工业新增产值、60% 左右的社会销售额、近一半的税收，以及 60% 以上的出口总额。同时，中小企业为大企业提供了 40% 的中间产品和配套服务。预计未来几年，中国中小企业将连续扩张，总数将达到 5000 万家。

然而，大量的中小企业所面临的问题是急需资金。当前，中小企业融资难表现在 3 方面：一是中小企业资金链断裂，出现倒闭现象；二是中小企业经济效益整体滑坡；三是中小企业失业上升和税收减少。尽管颁布了多项政策解决中小企业融资问题，但在具体落实中，由于中小企业规模实力上的不足，切实解决融资难的问题十分困难。实际上，提供直接股权投资是推动中国中小企业成长的最重要的手段。

推出创业板，首先能够支持对中小企业资金的投入。创业板的推出将推动中小企业向前发展，做大做强。创业板的推出会为中小企业进入资本市场融资提供一个非常有效的平台和渠道，这个道理不言而喻。

其次，值得注意的问题是，现在的创业板规则、上市条件对中小企业是不利的。很多人认为，为了保证新推出的创业板不出问题，所以一定要提高上市门槛。但是，我认为，创业板的门槛一定要适合中小企业，一定要降低门槛，实现创业板和主板市场完全的分隔。我国目前有上海和深圳两个交易所，这两个交易所当初都是按照主板市场的条件设立的。目前的创业板是附属于深圳证券交易所的主板市场，这样的制度设计是否科学合理值得我们深思。

第三，还有两个问题需要澄清。一是反对推出创业板的观点，主要认为推出创业板可能会引发过度炒作和市场操纵行为，引起市场的不稳定，创业板会分流主板大盘资金。我们可以回想一下，上世纪 90 年代初建立主板市场时，也有很多观点认为证券交易所就是投机和赌博的场所，发展证券交易会使得银行的资金受到冲击，银行的间接融资体系将受到威胁，股份制就是私有制等。但实践证明，我们及时推出主板市场的举措是正确的。创业板市场当然也会存在投机、操纵、内幕交易等违法行为，但如何规范市场、防止投机泛滥的问题，应由监管和执法部门予以解决。

二是如何看待境外二板市场的经验教训。从美国的纳斯达克泡沫破灭，到韩国、英国和我国香港，很多实践都不成功，有人由此质疑中国创业板市场推出的可行性。对于这个问题，需要全

面、辩证看待。比如，尽管纳斯达克出现过问题，但是它成功孵化了很多优质企业，有的甚至进入世界 500 强，微软就是纳斯达克成功培养出的典范。另外，美国的多层次市场体系是健全的，具备主板、二板、三板多层次的市场体系以及丰富的融资手段和工具，而中国正好相反。所以，中国要搞创业板市场，只要我们的制度、措施到位，监管到位，推出创业板市场是可以成功的。

王超：不要让创业板的诞生严重超过“预产期”

最近 10 年，推出创业板的呼声非常高，对此，我认为其根本问题是要把严重超过“预产期”的孩子赶紧生下来，这就是问题所在。金融危机的爆发使得有些人对此时推出创业板市场忧虑重重，但我认为完善金融监管与发展金融创新并不冲突，而且构建多层次的证券市场体系也是应对金融危机的题中之义。因此，希望监管部门不要因为金融危机的发生在监管方面片面地强调风险控制，片面地强调加强监管，妨碍了类似创业板的推出。

创业板适合推出的时间点在哪里？今年如果选择的话，我个人仍然认为在 2500 点到 3000 点左右，在上证综指的这个指标位推出是比较好的时机。因为，国家在拉动经济的政策基本上应该显现出来效果了，这既不会影响大家的信心，同时又不会分流主板市场的信心，所以推出会比较顺利。创业板现在就可以推出。如果现在不推出，我认为在六七月份应该推出了。否则的话各方面都很难受，企业难受、风投难受，证监会将面临很大的压力。

美国上一轮 10 年的繁荣，与纳斯达克有非常大的关联。美国的高科技的空前繁荣，是带动了美国这一轮经济的调整，纳斯达克在这里起了至关重要的作用。中国面临新一轮的经济增长，为了解决目前的金融危机的问题，为了解决中小企业特别是大批高科技企业融资的问题，我们应尽快推出创业板市场。

张小平：创业板的推出是经济繁荣到来之前必要的制度准备

上一个经济长波留给我们一个非常重要的理论和制度上的遗产，就是技术创新已经不仅仅是实验室里少数科学家的事情，而是更需要金融体制的支持。我们不应忘记的是，由于传统的银行制度无法满足企业的融资需要，因此产生了资本市场；又由于主板市场无法满足科技创新的需要，因此产生了创业板。创业板市场的适时推出，可能不仅是一个资本市场结构的重新构造的问题，而且是下一轮经济繁荣到来之前必要的制度准备。在监管不到位的情况下，金融创新的确会有风险。但是金融创新最直接的动因，就是规避监管，满足市场上出现的新资金需求以及获取更高的利润。这个博弈过程始终是存在的。

邢会强：要敢于在世界金融危机中推出创业板

金融创新与金融危机呈正比例关系。金融创新越多，风险就会越大，金融危机爆发的概率也就越高。从世界范围来看，在一个国家内，银行倒闭数量、涉及存款数目以及牵连各方利益当事人最多的当属美国。国外一位研究金融史的学者说道，“银行恐慌是稀有的，它们发生在美国的频率比任何国家都高。”但美国这么多银行危机、金融危机阻碍了美国成为金融业老大了吗？没有。因为金融危机中孕育着新事物的萌芽。著名经济学家熊彼特说：“危机出新生。”温家宝总理说：“没有哪一次巨大的历史灾难，不是以历史的进步为补偿的。”因此，不要因惧怕金融危机而耽误了自己的金融创新的步伐。

金融监管不力往往是金融危机发生的原因之一，为克服金融危机，往往要加强金融监管。但是，渡过金融危机后，经济一繁荣，往往就会出现放松监管的趋势。上述逻辑可以总结为：“监管不力——金融危机——加强监管——克服危机——金融创新，放松管制——经济繁荣，盛极而衰——金融危机——新一轮加强监管”。之所以会出现这样的逻辑，是因为资本天生具有逐利本性，往往会通过金融创新，突破现有的监管框架，或者游说政府通过放松管制的法律，这在短期内固然能获得一时的发展和繁荣，但物极必反，繁荣之后就是又一轮的金融危机。

几乎每次影响较大的金融危机都会带来相应的法律变革。美国《1933 年银行法》、《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》等，都是“大危机”的产物。亚洲金融危机加快了我国出台证券法的速度。美国是目前世界上经济、金融最发达的国家，美国在金融危机后的法律变革最为频

繁。我们发现，法律变革的“美国效应”非常明显。很多措施起源地并不在美国，但美国引入该措施后，其他国家往往争相效仿。这种奉华尔街为圭臬的现象不是好现象，因为美国的金融法制模式并不是最好的金融法制模式，美国的金融法也不是世界上最为先进、最好的金融法，美国的金融法成功的原因在于它是适合美国国情的、不断变革和调适的金融法。

因此，要对金融危机与法律变革的关系有清醒的认识，不要惧怕金融危机，而是要树立主动进行法律变革的意识，根据自己的国情，适时进行相应的法律变革。不管中国目前有没有发生金融危机，但中国经济目前确实遇到了困难。其原因部分在于：在实体经济方面，凭高耗能、高污染、低工资而竞争的模式难以为继，很多企业进入微利时代，其生产的低端产品在残酷地竞争，很多企业不重视研发，部分重视研发的、代表着中国企业未来发展方向的创业企业融资不畅；在虚拟经济方面，交易工具缺乏，股市暴起暴跌，市场没有弹性。这源自于市场不当行为太多，操纵市场、内幕交易盛行，公司上市门槛高，证券监管的重点在上市时的审批，而不在上市后的监管。这也暴露了证券监管的不力。

针对中国的问题，应提出中国的法律对策。这个对策我认为就是：要敢于在世界金融危机中推出创业板，同时加强证券执法、司法力度，全面开禁证券民事诉讼，并引入举证责任倒置制度。尤其是要依靠诉讼的力量，依靠股民、律师、市场和法院的力量，共同提高证券监管的有效性。美国在“大危机”之时也是在证券领域引入辩方举证制度，加大对内幕交易等证券违法行为的惩罚力度等措施，才使美国股市开始步入健康发展的轨道。

【专题二】股指期货：金融创新正逢其时

董安生：推出股指期货的必要性和紧迫性

发展金融衍生市场是我国继续金融深化进程的必然要求和现实需要，大力发展金融衍生工具为解决我国证券市场长期以来交易品种匮乏的有效路径。金融衍生品市场是保证安全性、流动性和盈利性的重要制度。根据美国经济学家米勒的观点，发展中国家经济的风险系数较高，因而更加需要衍生交易工具来降低风险。

发展金融衍生品市场是资本市场成长的必然趋势。从世界各国金融市场的发展规律来看，在金融现货市场得到初步发展之后，金融期货与期权市场必然会应需求得到迅速发展；在此基础上，反映实体经济与金融秩序要求的各种金融创新产品会层出不穷。美国领先于其他发达国家率先实现了其金融产业的换代升级，其优势是显而易见的；继美国之后，大多数发达国家均在其金融现货市场的基础上建立了金融期货交易市场，根本改变了早期以暴涨暴跌为特征的单边市场格局，此类国家的金融机构始终希望进入发展中国家的金融市场，实现其技术领先优势。

美国本次金融风暴给我们的教训仅在于：不能脱离实体经济与金融秩序的要求，任意发展有悖强行法与社会公共利益的衍生产品；不能放任对银行间柜台市场和非集中交易市场的监管，令高风险性产品在此类不受义务约束的市场中自由交易；不能忽视金融产品的特性，而应当对其任何品种均附加以信息披露约束，包括对各种固定收益产品严格的评级约束。

金融衍生品市场的发展必将改变我国资本市场的格局。我国资本市场目前仍处于初期发展阶段，其基本特点在于：市场结构单一，其主体为暴涨暴跌的主板股票市场；产品品种单一，我国的金融产品呈两极化发展趋势，或者是高风险的股票产品，或者是低风险的债权产品，缺少中间性避险工具，不利于机构投资人长期投资；证券市场中主要的盈利模式为各类机构投资人各股坐庄，其违法性已经达到了登峰造极的程度；银行间柜台交易市场基本上不受监管，相关产品的发行、持续性信息披露、信用评级均处于无规则可依状态。应当说，在我国发展起相关的金融期货期权市场与制度后，这些问题中的大部分将会基本解决。金融期货期权市场的基本作用在于形成了有规则约束的卖空机制，它可以有效地引导现货市场、平抑市场波动；它必然会改变我国机构投资人的经营盈利方式，形成以套期保值为内容的对冲交易模式。这一双边市场机制的形成，将根本改变我国市场投资人的行为方式，成为我国资本市场升级换代发展的起点。

股指期货市场将为我国的机构投资人提供有效的对冲风险工具，即投资者可以在持有现货市

场权重股的同时,又在股指期货市场上持有反方向的期货合约;当现货市场股票价格发生变动时,又通过股指期货市场上的期货合约收入弥补损失,规避系统性风险。在这一双边市场的作用下,我国现货市场将会显示出蓝筹股效应,过去被市场忽略的权重股将会成为稳定市场的主要力量,这不仅使我国市场中的证券投资基金克服了其仓位重、跑得慢之传统劣势,而且使市场中散户和多数投资人的基本利益将得到了极大的保证。

在我国股指期货制度建设的长期犹豫过程中,新加坡与美国市场已经推出了针对中国 A 股市场的 50 股指期货,形成跨市套利之盈利模式。这不仅使我国的资源流失,而且使得我国丧失了对 A 股现货市场的定价权。我国目前拟议中的股指期货产品为沪深 300 指数,这一产品在设计时就较多考虑到其一般代表性与反操纵性,与目前相关国家推出的 50 指数产品相比,其效率是较低的;不仅如此,由于我国目前拟定的股指期货交易规则采取极高的保证金比,这使得我国未来在与相关国家争夺 A 股市场定价权的对决中,将处于极端不利的地位。

我国的融资融券试点应当缓行。融资融券的本质是引入卖空机制,它一定程度上创造了仅针对个别证券的卖空交易市场。其基本交易机制在于:市场允许投资人向他人(如大小非)合同借券,并允许该投资人对借来的证券卖出,该投资人只需在合同期满时按约向出借人还券或还钱。将融券交易与股指期货制度相联系,不难看出:某些机构投资人鼓吹融资融券交易的目的实际上在于呼唤融券交易。在没有融券交易的情况下推出股指期货品种,将迫使所有的机构投资人在市场上短期内大肆吸纳权重股,此为其未来从事对冲交易所必须,从而造成市场指数大幅上涨(即所谓二八现象);而在推出融券交易后再推出股指期货品种,将使得部分机构投资人不需在短期内向市场大幅吸纳权重股,从而取得不公平之优势。

我们认为,应当在充分调研的基础上,适时推出适合于我国的股指期货产品;逐步发展适合于我国的利率期货与违约掉期产品;提高我国实体经济发展的基本外部条件。此类产品实际上与我国的各个产业的发展与振兴均有关系,通过此种企业外部软环境的改善来促进实体经济的振兴,实际上早已经是世界各国经济发展的成功经验。

股指期货推出时机与大盘点位关系不大

关于这次金融危机的形成原因,很多人认为金融衍生品是最重要的因素之一,然而仔细分析金融危机或金融事件中的衍生品交易,可以发现并非所有的衍生品都是引发风险的源头,无论是国外的金融危机还是国内的金融事件,在衍生品市场上的损失实际上都是场外交易衍生品。场外交易是交易双方直接签订一个合约,作为交易的基础。合约设计非常灵活,清算由双方之间解决,不经过交易所,基本上处于监管体制之外,往往杠杆用得非常高。

金融危机爆发之前,场外衍生品实际上在全球衍生品市场中占据主导地位,市场份额大概超过 80%,全球众多场内衍生品交易的交易量约占市场份额不到 20%。场外衍生品是金融危机一个非常重要的原因,格林斯潘对此认识也比较清楚。因此,对于场外交易的衍生品,需要更加注重风险控制。

反之,股指期货作为场内基础性衍生品的代表,在本次的金融危机中发挥了非常积极的作用。金融危机爆发之后,发达国家出现了一个新的趋势:因为场内基础性衍生产品和场外衍生品截然不同的表现,导致现在场外交易场内化,实际上就是场外交易更多地吸收借鉴场内交易制度规则的趋势。目前,金融衍生品场内交易的风险控制制度相对完善,保证金规则是其中重要的一项制度,场内商品期货交易的保证金比较高,以后推出的股指期货在保证金方面的要求会更高。

关于股指期货的可行性。股指期货推出时机是与大盘点位关系不大的,这个我们做过非常详尽的数据调查,从所有国家现货市场情况来看,不具有非常线性的关系,基本上原先是什么趋势后面还是什么趋势,如果原来上涨还会上涨,如果下跌股指期货还会继续跌,股指期货本身是对现货市场的衍生品。

相关政策法规基本齐备,股指期货监管体系健全。建立跨市场的联合监管机制是非常有必要的,目前这一机制已经得到了比较好的建立和运作。交易所和期货公司准备充分。中金所已成立

两年半，从合约设计来说，应该还是比较稳妥、严谨，规模比较大的。高标准的技术准备，仿效交易已经演练了3年多的时间。会员制度也是比较严格的，有所创新的就是分级结算。投资者教育方面也做了大量的工作，投资期货的教育工作，投资者的教育范围最大，密度最广。市场对股指期货的疑虑，慢慢随着大家的认识也在逐步打消。

【专题三】风险管理：证券市场发展的永恒主题

孙南申：上证市场的风险管理对策

美国金融危机对中国实体经济造成的不良后果，使我们认识到在上海建立国际金融中心的重要性。为了避免制造业所积累的财富从海外金融渠道卷走，应当加快建设上海国际金融中心的目标。

国际化给上海证券市场带来机遇，也使证券监管面临新的风险问题，主要包括市场风险与管理风险。市场风险以证券的金融衍生产品为代表，指金融基础产品和衍生产品的价格波动造成的证券投资者的亏损。管理风险是由于金融衍生产品的市场管理制度不健全或存在漏洞所造成的证券市场危机参与者的损失，包括信用风险、操作风险、法律风险、交易风险和结算风险等。现实中的各种风险亦可交叉反映、相互作用，使金融衍生产品交易的风险加倍放大。

证券行业容易发生市场失灵，出现过度竞争、投资泡沫、两极分化、交易风险，使市场竞争难以有效运作。为了对市场失灵进行调整，必须对证券市场进行合规管理，反思美国金融监管中过于依赖市场机制与司法救济的理念，发挥政府证券监管机构金融业务专长与优势。建议政府对证券市场的风险管理采取以下的完善政策与措施：

1、证券监管政策定位应适合中国国情

中国资产证券化主要通过信托合同(如不久前国务院提出的房地产信托政策)的方式进行，而信托有其规模限制，因此很难酿成金融危机。资产证券化是证券化的中级阶段。初级是融资证券化，目的在于资金的配置；中级是资产证券化，目的在于提高流动性；高级是保险证券化，目的在于转移风险。中国的证券市场仅仅处于起步阶段，现在研究资产证券化对策为时过早。

2、加强股票交易的信息披露监管

对证券信息披露不实与虚假证券信息传播应予以及时监管与查处，消除查处滞后或处罚不力等监管不作为现象，以免给股市造成严重不良后果。还应建立信息共享机制，中国人民银行建立情报中心和监测中心，证券监管机构与央行之间以及与被监管机构之间需要建立高效、及时的信息共享机制，及时发现影响金融稳定的潜在风险，及时采取相应措施，以保证信息监管的有效性。

3、对大股东的自身股票交易实行限制

对大股东买卖自家股票实行限制是避免股市大幅波动的重要举措。为了保持证券市场的稳定，政府可采用持股申报和持股披露的限制措施：即大股东向监管部门申报其减持计划备案，并向公众披露其减持方案。还可对大股东采取减持限购与减持限量的措施：即要求大股东在减持期间不可直接或通过关联方购进自家股票，不得在短期内集中减持股票。鉴于大股东减持股票数量巨大，政策上应考虑安排场外交易，以协议交易方式向特定投资者转让股票，这样可避免因要约收购方式带来的股市动荡。

4、出台私募基金监管政策和法规

为防止私募基金活动的蔓延而产生证券市场的混乱，应及早制定相应的私募基金监管政策和法规，将其处于金融、工商、税务部门的联合行政监管范围之下。

私募股权投资信托制度则是完善中国私募股权市场的现实选择。作为合法私募基金，主要指信托投资公司的信托投资计划和管理自有资金的投资公司，并通过立法使其成为合法私募基金。2007年1月，中国银行监督管理委员会颁布了《信托公司集合资金信托计划管理办法》，可作为对私募基金监管的重要依据。

5、对金融衍生产品经营实行许可证措施

金融衍生产品的交易主体应受到严格限制，根据银监会《金融机构衍生产品交易业务管理暂

行办法》，对金融机构从事金融衍生产品交易实行交易许可证制度，对进入相应交易所的交易进行许可证验证程序，该项措施对金融与证券风险的防范是非常必要的。

此外，在上海推出融资融券、股指期货等新型金融工具之前，必须解决金融杠杆倍数的监管指标问题，必须将其控制在宏观经济可控制的范围内。

我的结论：应当处理好金融创新与金融监管的关系。任何金融创新都必须有金融监管的制约。应当反思美国金融监管过于依赖市场机制与司法救济的理念，避免监管机制的失灵，坚持金融创新必须为实体经济服务的理念。

金融主要建构在信用基础之上，重要的金融关系无一例外以合同作为实现相关信用的工具，保证合同履行的法律制度当然有助于促进信用。但是，法律所支持的信用是有限的信用，是以实体经济为基础的。金融危机的过程是一个虚拟经济向实体经济回归的过程。在金融机构和金融产品“去杠杆化”之后，人们的信心重新建构一种新的信用关系，这种信用关系又会促使虚拟经济与实体经济的背离。在一定意义上，衍生金融产品的就是衡量人们信心的工具之一，其原理类似于通过股票价格可以使公司管理者获得用一般手段难以获得的信息(如股东财产和其他投资机会等)。总而言之，金融危机的实质是市场的自我矫正，是一种从虚体经济向实体经济的自我回归。

许金和：上市公司的发展需要商业银行的服务和支持

为了有效应对金融危机，应该改革和完善对商业银行的监管，引导商业银行向上市公司、民营企业提供灵活多样的服务。1、银监部门牵头统一制定《商业银行限时服务企业的有关规定》。明确一个合理的时间界限，从贷款业务的受理、调查、审批到发放，分别设定限时服务时间，以进一步提高商业银行服务企业的工作效率。

2、适当放宽商业银行对企业流动资金使用用途的审查把关，由于市场经济的瞬息万变，企业申请贷款时原定的资金用途，与商业银行审贷之后的用途常常发生变化，如果过于拘泥于用途的审核，必将不利于企业的发展。

3、建议在银行对企业流动资金授信品种中，增加一项：企业最低流动资金保障额，在该额度内的贷款周转，不必硬性考核以现金收回贷款，而是允许企业借新还旧，以进一步提高企业资金的使用率。

怎陈甦：市场的多样性可以化解证券市场风险

经济全球化背景下有两条路：一条是高速公路，一条是乡村公路。当前美国乃至波及全球的金融危机便是高速公路上的交通事故，我们没必要也没有理由庆幸。我国之所以受危机影响相对较小，不是因为我们的驾驶技术好，而是因为我们的公路建造水平还出现不了如此严重的车祸。美国在积极进行国有化改制和加强政府监管，这也只是暂时的经济救济措施。待其恢复之后，依旧是高速汽车的车水马龙。目前我们不能庆幸，而应着力修建铺砌自己的高速公路，改善我们的交通工具。

创业板、股指期货应当及早推出，多一个制度出台总比少一个制度好，由于有了多种选择，市场自主性才会真正体现出来，如果市场上只有一种交易方式，就谈不上市场自主了。如果要增加市场的选择性，就应当允许市场的创造性，这些需要我们法律促使市场有这样的功能角度，市场有这种功能要有有助于健全市场的结构，现在看一下我们的证券市场结构是否合理，首先从组织结构上，我们都知道市场要有多样性，要有多层次性，这个大家都是认可的，但是我们考虑到市场的组织结构的时候就想，证券交易所在数量上为什么只能局限于两个？其中的理由是什么？证券交易所为什么只能是会员制而不能是公司制或者其他形式？证券交易所总经理为什么只能是证监会委派而不能自己选？组织结构上是继续保持分业经营的市场还是过度到混业经营在市场形态上的融合性？这些都是我们需要考虑的。

刘燕：重视场外衍生产品交易的市场风险和法律风险控制

对这次危机中中国企业所遭受损失做一个归纳，实际上危机有几个层次，包括衍生品本身。分成三大类，一类是金融机构投资复杂衍生品，第二类是中国企业在这次危机当中实际上参与

了初级的避险工具的操作。企业想做套期保值投资，但可能由于其他方面遭遇的问题却造成了巨大损失。第三类是证券市场非常基础的环节，就是金融市场的法律建设问题，目前几乎没有引起媒体的关注。

对每一个损失事件，都要从交易目的、交易行为和合约来研究。

总结这些企业问题，其初衷无可指责，都是要利用金融衍生工具实现保值，但是都出现了问题。理论上中国作为资源的进口方，作为多头方，选择应该是这两个往上走的线，但实际上统统做出来的是往下走的线，这是他们普遍存在的问题，这个问题究竟由谁承担责任？当然其中也有个别企业存在公司治理的问题，包括也有投机的嫌疑。我们特别注意有一个事件，即中航油在境外做空头，所有的方面都是违反规则的，交易规模非常大，做了三年的量，一赌再赌，输了以后再加仓，在公司治理上所有的风险控制没有执行。

对于中国的企业，我们在评价金融市场风险的时候，一定要深入到企业的具体动机和目的，研究的初步结论有这么几点：

第一、中国企业加入 WTO 以后已经在做国际化竞争，因此它特别需要规避各种风险，包括地域风险、商品风险、外汇风险，实际上是金融衍生品下面的标的物。这一方面场内交易的品种非常有限，大量的的是场外的交易，场外交易有特殊的风险控制，都是企业和金融机构打交道，所以在这个里面我们可以看到中国企业遇到的问题。留给我们的问题是，我们能做些什么帮助企业，在基础环节上能做什么？

第二、是风险控制。避险工具本身是为了控制市场变动的风险，但是避险工具是双刃剑，交易不合理，交易规模太大，市场判断错误很容易出现严重的内伤，所以这就是强调风险控制的原因。希望能够把风险控制这个词进入到公司治理的范畴里面。如果企业做衍生交易是一种风险控制，企业就是要为此付出代价，该付出的成本就得付出。这是一个观念上的问题，如果不扭转，我们企业的决策直接影响到如何选择交易结构，选择什么样的产品。

第三、关于控制程序的设计，还有法律观念的强化。市场衍生品是有输有赢的，有避险的就有投机的，如果面临赔钱的合同，就要信守和约。从立法这个方面，场外和场内一定要区分，正是在场外部分我们现在专业监管的法规以及国资委的风险监管都是主要指期货，我们研究的恰恰是场外的远期合同期权，这是一个目前立法上完完全全的缺失。如果进入到场外的交易监管，我认为公司治理的问题。

【专题四】证券监管：追求公正性和效益性

郭锋：像防止市场失灵一样防止监管失灵

香港前证监会主席沈联涛认为，美国金融危机暴露出来监管的四条防线全部失守，一是银行董事会和内控防线的失守，二是律师、会计师等评级机构也就是中介外部监督防线的失守，三是政府监管防线的失守，四是市场约束的失灵。他还得出结论说，西方的监管体系已经被市场利益集团所俘虏。

中国证券市场是否存在监管失灵？我认为是存在的。2008 年全年证券市场筹集资金的功能大幅度下降，除了市场外部因素的影响外，与监管失灵不无关系。根据国家统计局公布的数据，2008 年全年上市公司通过境内市场累计筹资 3396 亿元，比 2007 年减少 3947 亿元；其中，首次公开发行 A 股 75 只，筹资 1066 亿元，比 2007 年减少 3487 亿元；A 股再筹资(包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证)筹资 1332 亿元。比 2007 年减少 1046 亿元。由此可见，在我国经济高速增长的过程中，证券市场的融资功能进一步萎缩。而从二级市场的情况来看，2008 年是投资者损失最为惨重的一年之一，很多基金公司的业绩表现也非常差。

美国金融危机所暴露出来的监管漏洞实际上也反映了美国的金融证券监管当局在相当程度上成为大型投资银行、商业银行和上市公司的利益代言人。在我国这样一个新兴加转轨的市场环境下，监管机构在履行职责过程当中受利益集团的意志和利益所左右的现象已并不鲜见。因此这些机构和部门在出台一些法律和政策时，往往自觉不自觉的以利益集团的利益为依归，甚至不惜

规避和触犯现有的法律和行政程序。究其深层原因，在于监管机构及其成员需要通过市场寻租实现其额外利益，权力寻租不仅将导致监管机构及其行为人为其付出法律上的代价，而且会极大地损害监管机构的公信力和投资者对公正监管的信心。

在证券监管中，监管效益也应当引起足够的重视。现代监管理论认为，监管机构在实施监管时必须讲求效率，降低监管成本，减少社会支出，增加社会净收益。由于监管者并不总是正确的，所以要像防止市场失灵一样减少监管失误的发生，在监管机制的设计和监管政策的执行上所存在的缺陷都将会造成额外的成本，而这些成本却是由市场上的各类主体，特别是投资者来承担，这显然是不公平的。在讲求监管效益方面，英国的做法值得我们借鉴。英国的《金融服务与市场法》(Financial Services and Markets Bill)明确将权衡监管的收益和可能带来的成本，使用监管资源的效率和经济原则作为监管者在实施监管时必须同时考虑，并作为新监管方式的指南。

应当承认，我国的金融证券监管基本上不存在成本效益分析评估这样一种机制和环节。事实上，不少监管政策的出台或者延缓出台，已经让市场主体和投资者付出了巨大的成本和经济损失，这也是使广大投资者丧失投资信心和对未来预期充满不确定性的主要原因。另外，过于严格的监管，直接介入市场的监管，片面依靠舆论的监管，短期的功利性监管，都会带来过大的监管成本，并最终由投资者负担。监管机构贯彻这些不计成本、不讲效益的监管措施，还会抑制金融创新 and 市场竞争。

因此，我国金融监管部门应当引入监管成本收益理念，对监管政策和监管措施进行成本收益分析，只有监管政策和措施的预期收益大于成本，这样的制度才能向市场推出和实施，从而通过监管带来市场效益和投资者的收益。

曾筱清：加强监管协调规范债券市场

随着《公司法》、《证券法》的颁布实施与修改，随着中国人民银行职能的三次重要调整，我国金融监管“一行三会”分业监管格局的形成，我国的企业债券市场规模和管理模式也有着今非昔比的差异。

但是，非常遗憾的是，我国的金融监管协调机制至今尚未能建立起来，其根本原因在于国务院至今尚未出台实施《中国人民银行法》第9条规定的“具体办法”。因此，尽快修改并出台新的《企业债券管理条例》，重新界定企业债券主管部门的职能、细化各主管部门的业务分工与合作机制，体现企业债券管理的新理念，建立统一的企业债券管理规则，是规范我国企业债券市场发展的当务之急。

现行债券市场的多头管理体制制约着债券市场的发展。发行与监管标准不统一，不利于不同债券市场的公平竞争。在现有体制下，不同市场，适用不同的发行审批、核准规范。对于一家企业而言，可选择的债项融资品种包括交易所公司债、银行间中期票据和企业债，但是，三大品种的审批部门和标准不一。不仅增加了债券市场的管理和融资成本，也不利于建立起公平、有序的统一债券市场。

为实现建立高效率、责任明确的监管协调机制的目标，应尽快出台一部由国务院制订的《金融监管条例》或者《金融监管协调委员会条例》，在法律和行政法规的指引下，探索并建立起适合我国国情的金融监管协调机制。尽快对1993年发布的《企业债券管理办法》进行适时修改和更新，完善企业债券管理的行政法规。为了解决中小企业直接融资难的问题，建立和完善中小企业债券发行的信用担保制度和信用评级制度，非常重要。

陈甦：人盯人防守式的监管缺乏效率

监管机构是分业监管还是综合统一的监管，需要考虑到市场协调性、互通性的情况，我们当前更需要关注的是监管体系应该如何完善。我们监管加上宏观调控的理念建立起来的整个监管机制，能否实现维持市场发展的需要？

我们现在的监管方式是人盯人防守式的监管，这个方法肯定是力不从心，总有监管不到的地方。日前，监管机构让学者讨论独立董事的监督规范问题，有人提出独立董事有不法行为时要向

证监会汇报,按此逻辑分析,独立董事就应该属于监管机构的正规编制人员了。显然不应该如此,市场经济体制和市场主体的利益诉求也不允许我们这么安排,监管当局当然也不会这么安排的。

【专题五】保护投资者:多元化纠纷解决机制的完善

曹守晔:法院积极研究应对金融危机的司法措施

面对目前金融危机席卷全球这样的严峻局面,人民法院不是要“无所作为”,而是要在自己的职责范围内始终坚持三个代表指导思想,坚持为大局服务,为人民司法的主题,针对人民法院面临的实际情况,认真研究切实的司法应对措施。所谓为大局服务,最主要是为“三保”服务:保发展、保民生、保稳定。保发展是保经济8%的增长速度。

2009年我们国家总体的经济任务,就是应对金融危机,以保持我们国家经济的平稳较快发展作为主线。法院系统就是要为这个首要任务服务,牢牢把握这个大局。

前些年,全国各级法院每年受理的民商事一审案件的数量基本在500万至550万件之间。而从2008年2月到2009年2月,受理案件数量同比上升了20%。买卖合同、借款合同、建筑工程承包合同、劳动争议案件以及房地产纠纷等类型的案件增长明显。由于经济下滑,企业借款后无法偿还银行贷款,借款合同案件去年增长了30%。

一些企业签署了买卖协议,由于受到金融危机,选择违约也不履行买卖合同,于是发生了大量纠纷。房地产行业不景气,纠纷增多,从而带来房地产案件、建筑工程承包合同案件增加。而劳动争议案件则同比上升了97%。根据全国人大常委会的授权,及时制订司法解释和司法解释政策指导意见。比如说最高法院制订的《关于为维护国家金融安全 and 经济全面协调可持续发展提供司法保障和法律服务的若干意见》,就是直接针对金融危机所采取的一些措施。另外,最高法院在相关的民商事审判工作会议上和研讨会上也认真研究了这些问题。