

金融创新与监管的法治基础

■ 高西庆



许多年前，中投公司刚成立不久，初期投资首先遇到的问题就是法律问题。第一年仅律师花费就近一亿元人民币。而当我与JP 摩根和摩根士丹利谈及此花费时，JP 摩根的 CEO 说你知道我花多少？每年几亿美元。

过了两年，他告诉我，原来 JP 摩根有 1000 多名律师，经过安然事件、2008 年的金融危机，又增加了一倍，变成 2000 多名律师了。其后监管机构说律师还不够，再增加一个部门，把法律部和合规部分开，分开后合规部又增加了 1000 名律师，他们现在有 3000 多名律师。这是为什么呢？

▸ 高西庆

清华大学法学院郑裕彤讲席教授、博士生导师，中国投资有限责任公司原总经理、首席投资官

资本市场的逻辑是什么？我们允许市场存在，是因为市场能够有效地配置资源。正如党的十八大上所说，我们要让市场对资源配置起决定性的作用。但市场起决定性作用是有条件的，美国就是例子。在市场经济条件下，它比我们进展早得多也快得多，可经过几次大的危机后，它的资本市场依然必须调整。在安然事件以及 2008 年金融危机之后，美国出台了几个大的金融改革的法案，这些法案直到今天在业界的争议还很大。

我想讲的问题是什么？金融创新与监管之间是有冲突的。为什么？市场需要效率，需要效率就要允许创新，需要有人不断突破边界。而这个过程中会出现状况，有一个表述叫“市场失灵”，

就是本来看着挺好的市场突然出现很大的问题。市场本身解决不了这个问题，这种情况下我们就需要监管，政府要对市场失灵的部分进行补偿，可是政府主动积极地努力补救，又把市场压住了。

我们在资本市场上既要允许创新，鼓励的同时又必须十分小心。党的十八届四中全会讲到法治社会，没有一个相对确定的、可预期的法治结构，就无法平衡好这个机制。

中国人聪明能干，与世界其它民族相比，可以一心一意、不睡觉，连续工作好几十个小时。欧洲人一周工作 35 小时意见都很大，要求改成 20 小时，中国人一周工作都快 80 小时了。像这样高强度的工作，如果希望比别人强，

还是需要创新，打破原来的机制、规则，包括法律上的突破。创新有时也带来破坏性，抑制创新去监管又等于因噎废食。

法治的基础是什么？法无禁止即可为，法非许可即禁止。我认为重点在于可预测性。我们国家有《中华人民共和国立法法》，任何法律、立法和改变都要有程序，使得整个市场是可以预测和讨论的。

当年我们在设计中国资本市场规则的时候，需要决定中国市场到底用多长时间来决定股票交易的交割时间。美国人当时经过了好几十年的讨论，从 T+5 到 T+3 都尝试过。1988 年，当我在欧洲调查证券市场的时候，发现当时欧洲有好几十个不同的系统，交割时间从 T+3 到 T+60 不等。中国决定用 T+3，当时很多人讲这个选择好、有效率。上个世纪 90 年代初期，交易所出了问题，交易不活跃了，股票交易时间差改成了 T+1；后来发现交易依旧不活跃，交易时间差改成 T+0。这些修改我们一夜之间就可以做出，而每一次修改都要付出代价。如果强调法治社会的可预测性，那么应所有利益相关方进行讨论，再决定这个规定到底能不能通过？如果通过会有什么样的后果？每项政策出台一定会对某些人有利，对另一些人不利，不可能所有人都赞同，理解这一点而早早准备，这才是法治。



监管只是手段，而不是目的。要达到的目的是让市场对资源配置起决定性的作用，我们得时时记住这一点。不只证券市场的监管是这样，各个部门的监管都是如此。听说最近整个监管部门有了很大进步，对于很多中小企业，尤其科技企业来说，登记时比原来方便了很多，而且特别强调要有督察，一个公司登记在三个小时之内实现。我认为这是好事，但要以法治的方式进行，写进法律，变成可预测的，让人们知道我做的事会有什么样的后果。大家都有清楚的预测之后，我相信绝大多数人会选择做好人，而不做坏事。

希望大家对法治问题有更多了解。创新如果只意味着政府多批经费支持科学家或政府批准新机制时间的缩短，这样的理解还是不够的。希望大家记住“法治”两个字。