

卷首语

当前资本市场实现高质量发展 迫切需要处理好三大属性之间的关系

现代资本市场具有商务属性、法律属性以及国家属性。习近平总书记指出“发展资本市场是中国的改革方向”，要“加快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护的股票市场”。2018年12月中央经济工作会议指出，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。当前，推动我国资本市场实现高质量发展，迫切需要处理好三大属性之间的关系：回归商务属性，强化法律属性，更好体现国家属性。

资本市场是直接融资市场，要充分尊重投融资双方真实的交易意愿，通过分散决策、直接决策、充分博弈，实现市场均衡、形成交易价格、提高资源配置效率。资本市场显著特点在于涉众性、分散化、高度敏感性，市场运行以信息流为主要载体，投资者以分享企业经营未来收益为目标，同时承担风险，来分担不完全合约下企业未来经营的不确定性。监管重心不仅关注市场机构的资本充足率和杠杆倍数，更在于尊重资本市场运行规律，制定并维护规则的有序运行，维护公平、公正、公开的市场秩序，保护投资者，尤其是中小投资者合法权益，便利资本形成。监管机构拥有准立法权、行政权和准司法权，是法定特设机构。

资本市场起源于商务属性。投融资功能并重、一二级市场平衡，在政府有效监管、中介机构归位尽责、市场主体充分博弈前提下，市场定价有效、体系健全、流动性充分、投资产品多元，从而优化资源配置、提高全要素生产率，促进降低宏观杠杆率，吸引长短期资金持续入市；市场多空力量平衡，衍生品市场发达，在更好发现价格的同时，也能更好管理风险，减少市场异常波动；登记结算、清算等基础设施安全、高效、开放，一般以账户体系为出发点明确权利人对账户内资产的权利义务，并在双务合同基础上对整个登记结算过程进行体系化设计；风险防范机制健全有效，货银对付机制健全、交易违约风险可控，既重视微观审慎监管，也强调宏观审慎管理。

现代资本市场是法治市场，法治强则市场兴。法治既约束市场“无形之手”，也能规范政府“有形之手”，确保市场规范、透明。理念层面强调契约精神，securities词根secure本义即为含有承诺性质的契约，要求市场主体意思自治、政府有限干预，著名的梧桐树协议奠定了现代美国资本市场的根基；实操层面体现为规则、规范、规矩，资本市场是规则导向型市场，强调成文法规范指引，但由于金融立法的天然滞后性，也重视通过习惯法堵漏补缺，法无明文时充分依赖行业规矩自律自治；形式层面体现为法律、法规、规章，各级规范性文件强调精细、快速立法，下位法不抵触上位法，特别法优于一般法；市场自治层面体现为章程、协议，通过自决、自治保证市场参与主体缔约权，尊重公司内部治理机制，强化交易所自律监管。

现代资本市场具有国家属性，服从服务于国家利益，是国家利益的延续。没有不讲政治的金融，也没有不重视金融的政治。资本市场国家属性首先表现在服务国家经济发展战略，通过鼓励符合国家经济政策、产业政策的公司上市融资，间接实现宏观调控目标；资本市场国家属性还表现为落实国内政治导向和作为国际斗争工具，突出表现为利用资本市场对特定对象进行金融制裁，实现特定政治目的，如美国凭借美元垄断地位和本国资本市场吸引力，频繁对他国进行金融制裁，禁止美国企业、个人向特定国家提供30日以上的股权投资，禁止美国金融机构与伊朗进行互换交易来对冲风险等。

长期以来，我国资本市场商务属性扭曲，存在行政手段调控一二级市场现象；一二级市场失衡，一级市场收益高风险低，二级市场收益低风险高，投资者热衷“打新”后到二级市场抛售，使得一级市场绩差股被爆炒，二级市场被抽血后又难以维持新股价格，“堰塞湖”与“三高一破”长期并存；投融资失衡，重融资、轻回报，重融资但不注重将储蓄资金引入实体经济，且融资者频繁、过度融资而较少分红，无法保证投资者共同分享成长收益；投资者结构失衡，账户资产规模50万元以下的投资者开户数高达99.77%，成熟理性的长期投资没有得到应有的回报，长期投资者不足；上市与退市失衡，常态化、市场化退市机制尚未建立，退市指标过于偏重财务类指标；多空力量失衡，机构投资者投资行为散户化，以股指期货为代表的衍生品市场还有待发展，单边市非理性暴涨暴跌现象突出。

我国资本市场法律属性弱化。严刑峻法是确保资本市场有效运行的制度保障。我国资本市场法律供给、国家法治能力、市场参与各方的守法意识等严重不足，立法机制滞后，立法周期长、成本高，《期货法》尚未出台、《证券法》《公司法》《刑法》《诉讼法》等亟待修订，授权性立法总体偏少、授权层级较高；证券发行的行政许可属性与上市的契约自由属性混为一谈；法治能力弱化，“证券”缺乏明确定义、范围狭窄，导致证券监管机构功能监管、依法治市缺乏抓手；法律责任畸轻，民事赔偿责任偏低、责任构成要件不明确，行政处罚、刑罚幅度偏低，如欺诈发行，我国对公司、个人最高罚款仅60万元、30万元，最高刑期只有5年；美国安然事件后，不仅存在集团诉讼，还提高了对证券欺诈犯罪的处罚，责任人最高可判处20年监禁以及500万美元罚金，公司罚金可达2500万美元，尽管市场认为此

举导致合规成本提高，但这正是资本市场法治特征的体现，是市场信用和品质的保证；监管执法权限和资源不足，监管机构欠缺刑事检控权、强制被调查对象到案权、搜查扣押权等权力，稽查执法力量不足，全系统监管人员 3000 余人、稽查执法人员不到 1/4，而美国证监会是 4483 人，稽查执法人员占比近 1/3；行刑衔接机制不畅，资本市场刑事犯罪移送案件证据要求高与行政调查手段不足矛盾突出；投资者保护机制还有待健全，集团诉讼制度、公平基金制度等尚未建立，惩治违法违规威慑力严重不足，违法处罚成本收益不匹配，大量不法之徒铤而走险。

29 年来，我国资本市场从无到有，从小到大，各项法律法规制度基础和具有世界先进水平的基础设施不断完善，在我国社会主义市场经济制度建设与改革中发挥了重要作用，在国际金融资源配置中正在成为重要的国家核心竞争力。改革的方向是提高政治站位，以习近平中国特色社会主义市场经济理论为指导，深入研究、准确把握资本市场本质，遵循有中国特色社会主义市场经济条件下资本市场发展和运行的内在规律，深化资本市场供给侧结构性改革，回归商务属性，强化法律属性，更好体现国家属性。

回归商务属性要坚持市场化取向，充分尊重市场自决、自由、自治原则，确实提升市场包容性和宽容度，确保各类市场主体平等利用资本市场，在遵循市场逻辑基础上加快完善资本市场基础制度。要以设立科创板并试点注册制为契机，落实好发行人的基础信用责任、中介机构的专业信誉责任、注册审核机关的忠实信任责任，强化自律管理、行政监管和司法惩戒三位一体的责任约束机制，深化资本市场市场化、法治化改革，推动资本市场双向开放与国际化，助力上海、香港国际金融中心建设，参与国际金融市场规则制定与金融资源有效配置。

强化法律属性要以“良法善治”为核心。市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用，必须以保护产权、维护契约、统一市场、平等交换、公平竞争、有效监管为基本立法导向。强化法律属性，完善市场法治，既是对市场参与者的监管，更是对政府干预市场行为的规范。法律框架层面，要完善“四梁八柱”性的基础性法律制度供给，完善资本市场基础制度，大幅提升资本市场违法违规成本，确实解决资本市场违法违规成本过低问题，既要过罚相当，又要起到震慑作用。

更好体现国家属性，着力推动有限、有效、有为监管。有限监管要求认清并严守监管边界，尊重市场主体地位；有效监管要求理性、依法、适度、公开透明监管；有为监管要求找准监管痛点、监管难点，循因施策、有的放矢。规范监管行为，更好地体现国家意志，是市场有活力、有韧性的重要保障。公平使用市场是国家属性的基础，要合理设置市场准入条件，确保各类适格市场主体平等使用资本市场资源，实现机会均等；要着力维护市场的有效运行，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用；要发挥市场失灵的纠错机制，力求首先通过市场自身进行调节，完善纠正市场失灵的“工具箱”；要防范监管失灵，落实功能监管，加强金融机构公司治理机制和透明度建设；要依法治市，建设法治市场，将各类主体行为纳入法治轨道，丰富事中监管手段，提升事后处罚力度；要尽快清理一批违反市场原则、法

治规范、妨碍资本资源自由流动、金融创新，影响市场活动、交易的法规、规则及规范性文件；坚决杜绝不必要的行政干预，遵循法治原则、市场逻辑优化必要的行政管理，避免“一刀切”式的监管；要在现代化市场条件下，打通市场与监管的人才双向交流机制，打造一支政治过硬、恪尽职守、敢于监管、精于监管的监管队伍，构建电子化、网络化、智能化的监管科技体系，提高资本市场治理能力现代化水平，实现资本市场高质量发展。

Handwritten signature in black ink, reading "刘翔" (Liu Xiang).