

## 证券法的功效分析与重构思路

陈 甦 陈 洁

**内容提要:**对于现行证券法的修改,可以沿两种思路展开:一种是以技术完善为主导的集中力量“打制度补丁”的修改方式;另一种是在立法理念转换的基础上进行制度重构的修订方式。本文旨在通过对现行证券法功效的分析与主要修订方案的论证,展示并倡导后一种修订思路的必要性与可行性。具体而言,本文在探讨证券法的建构理念是证券法的效能先导的基础上,从科学确定应当由证券法规制的证券市场边界、证券市场法律关系结构的完备化与合理化以及证券监管机制的理念转换与功能再造三个方面对我国具体证券法律制度的重构展开论述,以裨益我国相关立法。

**关键词:**《证券法》修改 证券市场边界 证券市场法律关系 证券监管机制

陈甦,中国社会科学院法学研究所研究员。

陈洁,中国社会科学院法学研究所副研究员。

我国证券法于2005年进行了重大修订,<sup>(1)</sup>既对严重影响市场机制发挥的制度障碍予以革故除弊,又根据证券市场发展的内在需求预设制度措施,证券法的效能有了很大提高。但毋庸讳言,2005年对证券法的修订,仍然是在原有证券市场建构理念特别是监管理念决定的法律架构下,侧重于制度技术完善的拾遗补缺式的法律修改,并未在实质上改变证券法既有的建构理念、体系框架和实施机制。尽管2005年证券法修订曾得到理论界和实务界的普遍认可,<sup>(2)</sup>但其实施效果却并不尽如人意,一个显著表现就是其规制下的证券市场状态与我国整个经济社会发展状况反差巨大。在理论界实务界对证券法主要问题不断深入研究的基础上,再次修订证券法的呼声渐次高涨。<sup>(3)</sup>

对于现行证券法的修改,可以沿着两种思路展开:一种是以技术完善为主导,根据证券

(1) 2005年修订后的证券法共12章、240条,在1998年证券法214条的基础上,新增53条、删除27条,还有一些条款做了文字修改。见范健、王健文《证券法》法律出版社2007年版,第73页。虽然2005年修订前后的证券法是同一部法律,但本文为表述方便,将2005年修订之前的证券法称为“1998年证券法”,将2005年修订之后的证券法称为“2005年证券法”或“现行证券法”。

(2) 参见周友苏《新证券法论》,法律出版社2007年版,第38-40页。

(3) 例如,上海证券交易所组织了“证券法修改与完善”的专题研究,其成果汇编为《证券法苑》第5卷(上、中、下),法律出版社2011年版。

法实施经验以及中外制度比较,在保留证券法原有理念基础与制度架构的前提下,对现行证券法具体法律规范及其体系进行修改、补充和完善,这实际上属于集中力量“打制度补丁”的证券法修改方式。另一种是以理念转换为主导,根据证券市场的应有建构理念确定证券法的应有功能,根据证券法的应有功能确定其制度结构,全面立体地展开证券法体系结构与规范内容的再造过程,这实际上是在立法理念转换基础上进行制度重构的证券法修订方式。本文旨在通过对现行证券法功效的分析与主要修订方案的论证,展示并倡导后一种修订思路的必要性与可行性。

## 一 证券法的建构理念是证券法的效能先导

从法律制度的系统性展开分析,我们会发现,单一法律规范的实施效率与功能效果受制于该法律体系结构的整体效应,而一个法律的体系结构是基于立法理念的选择性建构的结果。就现代证券市场法制而言,虽然各国证券法中含有大量基本相似或相同的具体法律规范,但因其立法理念不同,对各个具体证券法律规范的功能预设、结构安排和实施机制的立法选择也不相同,从而决定了不同的证券法有不同的实施状态和适用效果。例如,尽管我国证券法中借鉴了许多美国证券法律中的具体规范,但是中美两国证券法在实施状况和适用效果上却存在巨大差异,而这种巨大差异绝不仅仅是执法效能上的差别所导致的,证券立法理念上的差异才是根本的建构性原因。

### (一) 证券法建构理念决定了证券法结构功能

从我国证券法制的发展历史来看,立法理念对证券法体系结构与实施机制的决定效应是非常明显的。1998年证券法制定之时,我国市场经济体制确立不久,证券市场处于初创阶段,并且适逢东南亚经济危机爆发。由此决定了当时制定证券法的基本立法理念,诸如,充分保障投资者权益;为促进证券市场发展而加强规范,为防范市场风险而强化规制;借鉴吸收国外的经验,采纳国际通行的一些规则;实行集中统一的证券市场监管体制,建立强有力的监管机制等等。<sup>(4)</sup> 1998年制定的证券法虽然包括了一般证券法应有的基本制度和大陆法系证券法通常的体系结构,但是强力行政监管和多重计划控制却是其中更为突出的特色。例如,对证券发行与上市实行计划控制,<sup>(5)</sup>对证券经营机构设立与经营实行审批制,对证券交易方式严格限制等等,以证券监管机构“严父加保姆”的市场角色定位,体现1998年证券法为证券市场发育与发展保驾护航的功能目标与实施机制。

2005年证券法修订之时,我国证券市场已有较大的发展,也积累了很多证券法实施经验,完善证券法以促进证券市场发展,成为证券法制建设的新目标。由此决定了当时修订证券法的基本立法理念体现:一是稳定原有的市场机制和制度体制,二是强化行政监管的执法力度,三是强化对证券投资者权益的保护措施,四是给市场组织与交易以一定的自治空间,五是尽可能的实现制度措施周密和规范技术完善。<sup>(6)</sup>从规范设置的整体效果来看,虽然

(4) 参见卞耀武主编《中华人民共和国证券法释义》,法律出版社1999年版,第10-13页。

(5) 虽然1998年证券法规定证券发行实行核准制,但在其实施后的几年里,对证券发行仍然实行计划经济色彩强烈的“指标管理”、“通道制”等。(参见陈洁《证券法》,社会科学文献出版社2006年版,第63页。)这些措施能得以实行,显然是有体制基础和制度保障的。

(6) 参见周正庆在第十届全国人民代表大会常务委员会第十五次会议所做的《关于〈中华人民共和国证券法(修订草案)〉的说明》。

2005 年证券法在市场运行的某些环节予以一定程度的制度松绑,如对证券的发行与上市完全实行核准制,但总体上还是强化了证券法作为硬法、严法的功能,如大幅度增加并强化证监会的执法权力,进一步严格行政法律责任体系等。应当承认,2005 年证券法在相当程度上满足了当时证券市场的阶段性制度需求。

当然,2005 年证券法在当时就不是完美的,并没有彻底消除当时本应清除的缺陷。例如,在上市公司收购制度中,缺乏对收购要约变更范围或方向的合理限制,<sup>(7)</sup>甚至“要约收购”这一法律术语本身就是缺乏法理分析的不当表述。<sup>(8)</sup>其实,我们不必拘泥于规范细节与文本表述上的瑕疵,因为从我国证券市场发展和监管实践深入的制度需要来看,现行证券法还存在着比法律技术细节不完善更为严重的功能障碍和结构缺陷。

其一,证券法制度体系与证券市场体系、证券法实施机制与证券市场运行机制,在一定层面和一定程度上存在割裂或疏离。诸如,证券法所确定的证券市场与实际上的证券市场,在内涵上不一致、在外延上不吻合,主要表现为证券法目前规制的证券范围并不能涵盖所有应当由证券法规制的证券,也就是说,证券法形式上确定的证券市场小于实质上的证券市场。这种情形的存在,一方面导致部分证券市场活动游离于监管机制之外,一些需要由证券法规范的市场关系或活动并不在证券法的调整范围内,使得投资者权益在交互影响的金融市场中得不到充分的有效保护;另一方面导致庞大的证券监管体制的效能得不到充分利用,特别是其中的功能监管不能充分发挥作用。

其二,证券法因体系上存在结构割裂而导致其功能不畅。例如,证券法中既有基于市场经济理念建构的制度,也有基于计划经济理念建构的制度;证券市场行政监管机制中,既有功能监管,也有行业监管;证券交易所既有私法人特征,也有公法人特征;在证券发行核准制度中,股票发行的核准部门只是证监会,而公司债券发行的核准部门还包括“国务院授权的部门”等等。像股票与公司债券发行审核机构的二元体制,其割裂证券市场的制度后果是显而易见的,但是证券法的制度建构却屈从于行政体制分权不合理的现状。<sup>(9)</sup>

其三,在证券法整体功能运行机制设计层面,表现为行政体制机制与证券市场机制之间的紊乱纠结,两者之间既有过度黏结、分野不清,又有过度区隔、互动无着。在证券法的实现机制上,民事法律关系的实现机制与行政法律关系的实现机制相互干扰,尤其是前者受到后者的过度压抑以至取代。例如,在现行证券法的整体制度结构中,证券交易所具有显著的公法人色彩,一方面在其与上市公司之间,与其说是具有合同性质的交易服务关系,不如说是具有行业监管属性的管理与被管理关系;而另一方面,在其与证监会之间,与其说是监管部门与市场主体之间的监管关系,不如说是行政体系内部的隶属关系,由此导致 2005 年证券法赋予证交所的自治权限得不到真正的落实。再如,2005 年证券法在文本上特别强调了民事责任制度,对于虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为,都明文规定了相应的民事责任条款。当时许多论者为此欢呼,以为如此就强化了证券法实施的民法机制。但在实际上,真正

(7) 参见陈甦《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年版,第 150 页。

(8) 这是对国外证券法的知识转述残缺在证券立法上的文本体现。把“tender offer”望文生义地译为“要约收购”,并在证券法中衍化成“要约收购制度”,并附合建立了与之对应的“协议收购制度”。其实,所谓“要约收购”最终也要订立收购协议,“协议收购”一开始也要发出“收购要约”。就其法理实质,两者之间的根本区别在于上市公司收购行为过程的“公开”或“不公开”,所谓“要约收购”应为“公开收购”;所谓“协议收购”应为“不公开收购”。

(9) 参见陈甦《证券法专题研究》,高等教育出版社 2006 年版,第 85-86 页。

通过民事诉讼成功追究虚假陈述、内幕交易、操纵市场者民事责任的案例少之又少。例如在2005年证券法颁行后,仅有3起内幕交易民事赔偿案件,但都以原告败诉或撤诉而告终。<sup>(10)</sup>究其原因,并不是投资者不知道法律规定或不愿意利用这些规定追究虚假陈述、内幕交易、操纵市场者的民事责任,而是行政监管的过度控制在制度和实施效果上都压缩了司法机制的作用空间。

其四,虽然证券法立法时大胆借鉴,有熔各种有用制度于一炉的设想,但大陆法系或英美法系中的具体制度是在其特有的市场机制、法律体系和文化环境中发挥作用的,证券法借鉴的各种具体制度在我国的市场环境和法制环境中,因缺乏体系配合和环境支撑而未能充分发挥预期功能。例如,虽然证券法也规定了明确而严格的退市条件,但惧于上市公司退市可能产生的不稳定因素,大量依法理应退市的上市公司或受益于制度性的缓冲机制(如“ST”、“PT”制度)或受益于体制性的人为安排(如所谓的资本重组),而苟延于二级市场,使得退市机制发挥不了应有的作用。又如,虽然证券法也试图通过强化民事诉讼机制来助力实现证券市场正义与秩序,但集团诉讼机制迟迟不能建立,使得证券民事诉讼机制发挥不了应有功效。因此,虽然理论界实务界努力弥补证券民事责任制度的技术缺陷(如缺乏因果关系推定制度),<sup>(11)</sup>但在整体上存在行政抑制司法的证券法制环境中,技术上的弥补措施难以发挥其应有功能。

现行证券法存在结构性缺陷和功能性障碍,其主要原因是理念性的而不是技术性的,即不是立法者缺少有关证券法的技术性知识,而是立法理念偏离了应有的证券市场状态与证券法理想。由证券法理念决定的制度设计,始终在如何监管、管制、管控等政策倾向上做程度摇摆,证券市场机制始终未能得到充分重视。其制度的实施结果是,在相当程度上影响了市场创新、市场自治和市场效率,尤其是不能充分满足当前金融市场交易产品日益多样、交易范围日益扩大、交易模式日益丰富状态下的制度需求。

## (二) 行政管控与市场机制的关系是证券法建构理念选择的核心范畴

问题其实是明显的,但关键所在不是对问题没有清晰的认识,而是对问题解决方案的选择存在犹疑,其中主要就是如何处理行政管控与市场机制的关系。可以说,现行证券法存在的所有主要问题,都可以从这个理念选择的根据和结果上找到原因。例如,证券法范畴中形式意义的证券市场小于实质意义的证券市场,证券发行审核部门二元并存等,实质是现行金融市场行政管理体制的职权划分结果;证券交易所公法人化,证监会对上市公司、证券公司深度控制,实质是行政监管全面管控证券市场的具体反映;证券业协会功能不昌并缺乏独立发展空间,司法机制在维持和恢复证券市场秩序上功效不显,实质是证券市场行政监管机制运行产生排他效应的自然结果。因此,如何认识行政监管机制在证券市场运行中的功能,怎样恰如其分地安排行政管控与市场机制的关系,是证券法修改中首先要处理的建构理念问题。

中国的证券市场在很大意义上是借助政府的推动发展起来的,<sup>(12)</sup>而政府推动证券市场建立、发育与发展,首先就要利用自身固有体制机制的功能,即行政的力量与机制。直至目

(10) 刘俊海《进一步弘扬股权文化,塑造投资者友好型的〈证券法〉》,载《证券法苑》第5卷(上),法律出版社2011年版,第49页。

(11) 参见陈洁《证券法》,社会科学文献出版社2006年版,第314页。

(12) 高西庆《论证券监管权》,载《中国法学》2002年第5期。

前,证券市场的发展主要靠监管机构主导和推动,证券市场的市场化程度较低,监管机构在市场中处于核心地位,其政策和行为对市场影响巨大。<sup>(13)</sup>

应当承认,行政机制在中国证券市场运行与发展中,发挥了重要作用并取得巨大成就。在证券市场得以建立与维持的基本要素与诸多方面,诸如证券市场规则体系的建构,证券市场组织体系的系统建立与角色定位,证券市场秩序的初始形成与继后发展,投资者市场信心的建立与维持,金融危机与系统风险的应对等等,都得益于行政机制特别是证券监管体制的有效运作。但是,事情的另一面也同时存在并愈加彰显:证券市场体系僵化而缺乏创新活力,市场机制功能不昌而只能维持乏力运行,证券市场信心动摇近乎于溃散,监管事务庞杂而使监管部门力不从心。虽然我们相信,可以先通过行政力量建构市场、培育市场、规范市场,然后在市场能够有效运行,也就是形成一个“好市场”时,行政力量再逐渐退出市场,最后让市场机制发挥主要作用。但是现在看来,证监会目前还交不出一个“好市场”。面临的“好市场”建设路径有两个:一是坚持现行证券法建构的体制机制,主要通过加强证券法实施,特别是执法,来实现建造一个“好市场”的目标;二是调整现行证券法建构的体制机制,主要通过改善证券市场运行机制,来实现建造一个“好市场”的目标。法律与市场的互动机制告诉我们,合理而可靠的选择应当是后一个路径。

市场与法律的关系是互动的,在一定意义上,有什么样的证券市场,就有什么样的证券法;反过来也可以说,有什么样的证券法,也就有什么样的证券市场,而且后者更体现人(包括立法者)的能动选择。在现行证券法所确定的证券市场制度环境与运行机制中,行政权力过大过强,市场机制未能发挥应有功能,不是证监会工作不力或贪恋权力造成的,而是证券法预设的市场体制造成的。

行政机制内在特性决定了其只能在法定机制中运作,只能在法律既定的轨道上加速行驶,而不能自行越轨或转轨。首先,证券市场上的行政监管具有固守权限的功能,证监会越负责任,证券法赋予的权限就越被固守,就越在其权限范围发生排他效应,阻止其他机构或机制介入证监会的固守职权范围。其次,证券市场上的行政监管具有扩张权限的天然机能,法律设定的行政权限若无法律的明确限制,政绩激励和责任压力就会促使行政监管权力扩张膨胀。最后,证券市场上的行政监管具有对证券法进而对证券市场的反塑功能,即通过监管机构的运作过程,自然会沿着监管机构的意图,建构监管机构“偏好的”证券法和证券市场。证监会对证券法的制定与修改有极大的专业发言权和部门决定力,2005年证券法虽然加进了一些体现市场机制的条款,但是与证监会增加的权力相比,2005年证券法的行政法色彩其实是更为强烈了。证监会还制定了大量的部门规章以补充和丰富证券法,使得实质意义的证券法更加符合证监会的制度偏好。

因此,如果不进行自觉主动的证券法变革,在现行证券法确定的制度环境与规则机制中,最大可能也就是形成符合现行证券法的证券市场,何况目前的证券市场现状远未符合证券法。人们在现行证券法既定的框架下,不可能建构超出立法想象的证券市场。因为市场现状是证券法实施结果塑造出来的,市场主体对证监会职权及其行使效果的识别结论,不是基于逻辑而是基于经验。因此,要打造符合理想的证券市场,就必须脱离拘泥于现行证券法

(13) 陆泽峰、李振涛《证券法功能定位演变的国际比较与我国〈证券法〉的完善》,载《证券法苑》第5卷(上),法律出版社2011年版,第42页。

的制度想象,修改证券法并且在应有理念主导下修改证券法,就成为证券市场制度环境建设的必然选择。

如上所述,证券法建构理念的重新确立,实质是行政体制与市场机制之间功效分配与措施配置的观念选择。其一,如何从整个金融市场的运作现实中,切割并抽离出作为证券法适用范围的“证券市场”,这一立法技术上的选择实质上是对行政监管体制、功能和能力的选择,也是对证券市场成熟程度和信任程度的选择,决定了证券法的适用范围、体系结构与功能设置。其二,如何在整体上建构证券市场中的各种法律关系,不同的法律关系之间应当如何设置、衔接与互动。其三,如何建构行政监管体制与证券市场机制的关系,也就是如何使行政监管体制恰如其分地融入到证券市场机制当中,以确保证券法的宗旨、目标及功能措施切实而有效的实现。

## 二 科学界定证券市场的法律边界

科学界定法律上的证券市场边界,是科学界定证券法适用范围的客观依据,也是构建整个证券法制的起点和基础。证券市场实然范围与证券法适用范围的吻合程度,也是提高证券法制度效益的前提条件。如果证券市场的实然范围小于证券法的适用范围,证券法的部分制度措施就等于虚设;如果证券市场的实然范围大于证券法的适用范围,证券法的制度机制就会顾此失彼。

应当由证券法规制的证券市场边界,本质上就是根据证券法的性质和功能,以证券市场“公开性”特征为基础,对证券法的适用范围和调整对象,从证券产品、投资行为以及投资者三维视角,予以准确界定和整体把握。当然,目前金融市场行政监管权限划分的体制状态,也是划定证券市场边界的重要现实基础,但出于建构理想证券法的制度设想,金融市场行政监管体制理应随着证券法的变革而变革,因而是可变因素而不应作为决定因素。

### (一) 形式上的证券与实质上的证券

证券法于2005年修订时,对“证券”概念并无实质性的重大修改。依据《证券法》第2条,我国证券法上的“证券”,是指股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额和国务院依法认定的其他证券。其中“国务院依法认定的其他证券”,由于事实上国务院至今也没有认定任何一个“其他证券”,该项制度预设实际上形同法律文本虚设。

由于缺乏对“证券”的一般性定义,因此难以从制度内涵上界定应由证券法规制的证券外延;而证券法列举的又限于立法当时识别的证券种类,<sup>[14]</sup>不能涵盖其后出现的具有与法定证券相同内涵的新型证券。在金融市场日新月异、金融创新产品多样化的时代背景下,许多金融投资工具,包括一些具有证券属性的理财产品,如银行理财产品、信托理财产品、资产证券化产品等,现身于资本市场却游离于证券法调整机制之外。这些金融投资工具直接增大了证券市场容量,并在实际上影响证券市场的运行和投资者权益。证券法对这些“溢出”适用范围之外的金融投资工具不能调整,直接限制了证券法在我国资本市场上的适用效能。

从立法技术角度分析,证券法对“证券”概念以“形式证券”方式界定,即通过列举证券名称的方式界定证券的种类与范围。因而在法律实施机制中,名称符合证券法列举的证券

[14] 参见李飞《关于如何确定证券法的调整范围问题》,载《中国法学》1999年第2期。

项,才受证券法规范;内涵上或性质上与证券法列举证券相同或相类,但在名称上与证券法列举的不同,则不受证券法规范。与之相对应的,“实质证券”的立法处理模式则是,通过描述内涵的方式界定证券的种类与范围。因而在证券法实施机制中,任何金融投资工具,不管其名称是否符合证券法的列举,只要在内涵上或性质上符合证券法对证券内涵的界定,都要受证券法规范。

“形式证券”还是“实质证券”的立法理念选择,其意义并不限于学理讨论范畴,实际上还决定着我国证券立法与实施能否做到名实相符,决定我国金融市场的行政监管权限能否做到有效划分。将证券法规制的证券从“形式证券”向“实质证券”转化,是提升证券法制度效能的必要措施。

首先,“实质证券”真正体现了全面保护投资者权益的立法宗旨。从立法技术角度看,当立法上采纳较宽的“证券”外延时,其制度效果是通过规制尽可能多的证券品种,使通过证券公开发行渠道进行投资的社会公众,都能得到充分的信息披露保护和公平交易保护。“实质证券”的法律界定方式,可把实践中那些没有证券之名而有证券之实的金融商品纳入证券法规制范围,无疑可缩小投资者保护法律体系的制度空白。

其次,规范“实质证券”是实现功能监管的基础。金融衍生产品和混业经营的发展,对以金融组织机构性质为标准而形成的传统金融监管模式提出挑战。在分属不同金融业别的金融机构所推出的理财产品具有很大同质性的情形下,纵向式的具有行业分野性质的监管体制分割,带来了非常突出的紊乱与低效问题,诸如监管资源浪费、监管标准混乱以及监管机制疏漏等。为有效解决金融业混业经营格局下金融创新产品的监管归属问题,应当实行对经济实质相同的金融功能进行统一规制。但证券法只规制形式证券的体制前提,则是我国分业经营和分业监管,实际上不符合功能监管的体制建构原理。因此,采取界定“实质证券”的立法模式,是实现行业监管向功能监管转变的必要条件。

第三,规范“实质证券”可以有效协调与其他法律的配套问题。现在证券法的修改目标之一,就是解决与投资基金法、信托法、商业银行法以及将来期货法的协调问题。金融市场法律协调的主要立法技术方法,就是用“实质证券”来区分不同金融法律的制度分野。

至于“实质证券”的具体制度设计,可以采取以下方式:(1)在证券法上明确界定“实质证券”的内涵。其应把握的要素,包括具备投资性的权益证书、文件或载体,具有批量公开发行的特性,能够在金融市场流通,对其所代表投资权益的内容与价值需要信息公开等。(2)明确规定证券法的适用范围是“实质证券”,即不管一个证书、文件或载体的名称如何,只要在内容上、性质上符合证券法界定的证券内涵,均纳入证券法的统一调整范围。(3)现行证券法列举适用范围内的证券名称方法可以继续保留,但在列举具体证券名称的同时,要有对“实质证券”内涵予以一般表述的条款内容。(4)调整对“证券衍生品种”的授权立法,金融工具创新的产品形式,由证券监管机构认定和核准即可。

## (二) 证券市场上“公开”的属性界定与规制标准

证券法的主要任务是对证券公开市场进行监管,其基本立法宗旨,是在公开的投资市场中维护不特定多数投资者的权益。因此,证券市场上“公开”的属性,主要是指向证券法上“实质证券”的发行对象具有广泛性、不特定性和潜在性。

将金融市场或金融产品的公开属性,作为证券市场监管机制中确定监管对象范围的核心标准,其依据在于法定证券发行与交易的公开性会产生市场放大效应和联动效应。其一,

法定证券因其公开发行为和交易,会同时影响多数投资者的投资判断,由此直接产生较大的市场影响。其二,因证券市场活动的公开性,公开进行的证券发行或证券交易具有联动效应,会对同一发行人的其他已发行证券的市场行情产生影响。其三,因证券市场的关联性以及投资者心理的相互影响,特定证券的公开发行为和交易,会对整个证券市场行情产生不同程度的关联影响。

依据《证券法》第10条和第39条的规定,证券法只规制公开发行的证券。有些证券虽然在种类上与证券法上的证券相同(例如不公开发行的股份有限公司股票),但因其是不公开发行的,一般就不归证券法规制。但现行证券法对公开市场行为的界定范围过窄,只限于公开发行为和公开收购。其实,投资市场上还有其他的公开市场行为应当受证券法的规制,诸如,在证券市场中的公开出售已发行证券的行为,即投资者将其持有的已发行证券再公开地向不特定的多数人出售或转售的行为;公开发行“实质证券”的行为,如公开与不特定多数人订立的“投资合同”、“合作协议”,公开募集“投资合作者”等行为。这些行为在实质上属于公开的涉及公众投资者权益的投资行为,应当纳入证券法规制和证监会监管范围。

具体就私募而言,通常在实质上属于私募的市场活动,不应由证券法规制。虽然目前的私募活动(如民间私募基金)确实存在很多问题,但如果不加区别地将市场上的私募活动一概纳入监管范围,无论是在执法权限、监管机制还是在监管能力上,都会遇到制度障碍和能力限制。当然,这绝不意味着对私募活动存在的问题放任不管,一个较为合理的做法是,通过对当前私募市场状况的调查研究和统计分析,合理划分私募的公开性标准,把一些名为“私募”实为“公募”的市场活动,纳入证券法的调整范围和证监会的监管范围;而将仅限于少数投资者之间的私募活动,继续留给纯私法性质的法律(如合同法)进行规范。

在这里要采取科学的立法技术,对不同的市场活动采取不同的公开性标准。现行证券法上的“公开”是单一标准,如规定“向累计超过二百人的特定对象发行证券”视为公开发行,这是对不同的市场活动采用单一的公开性标准。但实际上,私募股票与私募基金对证券市场秩序及投资者权益的影响差别很大。通常而言,私募股票的安全风险要小于私募基金的安全风险。因为,私募股票有公司法上的约束,投资者的参与权、知情权、分配权等,能够得到公司法上基本法定措施的制度保障;私募基金只有合同法上的约束,投资者的参与权、知情权、分配权等,主要靠相互间的合意保障。因此,对于投资基金的私募与公募的划分标准,应当不同于公司股票、债券的私募与公募。例如,证券法可以规定,“向累计超过五十人的特定对象募集投资基金”即视为公开募集,从而纳入证券法的适用范围。这样,就可以把当前大量的“私募基金”,通过证券法适用范围的重新界定而划入“公开”范围,纳入证券市场行政监管机制中。

### (三) 证券持有者的投资者属性与金融消费者属性及其法律分野

投资者是证券市场体系结构中基本而重要的主体要素,各国证券法均以保护投资者合法权益为基本宗旨。随着金融创新的发展,金融产品日益抽象化、复杂化,金融交易模式日益综合化、专业化,导致金融市场投资者群体的进一步分化,其中重要的分化结果,就是部分投资者的身份向金融消费者角色的转化。

投资者向金融消费者的转化不只是学理演绎的结果,也是金融市场演进和商业实践演变的结果。大体而言,金融消费者是循着两条轨迹游离出投资者群体的:一是依据投资判断能力的不同,从整个投资者群体游离出来的一般投资者或公众投资者;二是在利用作为投资

活动中间环节的金融产品或服务时,从整个投资过程中游离出来的阶段性金融消费者。从法律意义上说,金融消费者概念的提出体现了金融法律制度的宗旨变迁和理念更新。对于金融领域存在着的某一类特殊主体给予法律上有针对性的保护,是有效实现金融市场法律制度的宗旨并有力促进金融市场有序运行与发展的应有之义。

我们认为,法律上的金融消费者概念应当是:在金融服务法或金融消费者权益保护法的适用范围内,为满足非营业性的个体金融需要而购买或使用金融产品或者享受金融服务的自然人。<sup>(15)</sup>据此定义,可以在调整与金融消费者相关的社会关系时,最大限度地利用现有制度资源,提高现有法律制度的利用效率,并降低有关金融消费者制度的立法成本。首先,可以实现个人投资者与金融消费者在法律上的并存,使之依据不同的法律得到保护。例如,在我国的金融市场格局和法律格局中,个人投资者购买上市公司股票时可以根据证券法上的信息公开制度等获得保护,其为购买股票接受作为市场中介的金融机构服务时,则可以获得对金融消费者的法律保护。其次,可以继续维持证券法作为保护投资者权益法律的独立地位。金融消费者概念法定化及其相关法律规范体系化的结果,将会对保险法、商业银行法、信托法等金融法律产生较大的结构性影响,但是对于证券法的结构性影响则相对较小,因为金融消费者的概念不能取代证券投资者的概念,作为股票、债券、投资基金份额持有人,其相对于证券发行人的投资者地位与权益,并不能被金融投资者概念所涵括,其投资者权益保护的制度需求,也并不能被金融服务法所充分满足。

当然,证券法也不能忽略因证券投资者向金融消费者的身份转化所产生的制度需求,应当在证券法建构中反映或体现这一制度演进趋势。具体到证券法修改时的立法技术安排上,可以在证券法总则部分、证券公司制度部分、证券服务机构制度部分,规定投资者或客户获得相当于消费者权益保障的原则、情形、标准、方法等制度规范。

### 三 证券市场法律关系结构的完备化与合理化

#### (一) 证券市场中法律关系的系统结构

从抽象法律关系的角度分析,证券法通过将证券市场上的经济关系设定为法律关系来实现其规制目标,通过证券法设置与实施形成的证券法律关系总体,就是证券法所要实现的证券市场法治状态。在建构证券法律制度体系时,应当根据证券市场应有状况和证券法宗旨设置抽象的法律关系体系。证券市场上所有法律关系的系统构成,基本上由三个层面两个维度组成,其各自内容的合理性和相互之间的协调性,是证券法律规范和实施机制具有适当性的前提。

证券法律关系的三个系统构成层面,表现为个别法律关系、相关法律关系束和整体法律关系。其一是个别法律关系,即在证券市场活动中形成的独立单一的法律关系,如股票发行时一个认购者与发行股票公司之间的法律关系。其二是相关法律关系束,即在一个证券市场活动中,为构成该项活动而形成的多个具有关联性的法律关系,如为股票发行活动时,形成的发行人与认购者之间的关系、发行人与承销商之间的关系、发行人与证券服务机构之间的关系、发行人和发行审核机构之间的关系等等。其三是整体法律关系,即在整個证券市场

(15) 参见陈洁《投资者到金融消费者的角色嬗变》,载《法学研究》2011年第5期。

中依据证券法形成的所有法律关系总和。

证券法律关系的两个系统构成维度,表现为民事法律关系和行政法律关系的并行建构,两者既在法律性质上不同而在事实上又交织衔接。一是证券民事法律关系,即法律关系双方或多方都是民事主体,如证券交易双方之间的证券买卖关系,或者证券公司股东之间的企业组织关系。二是证券行政法律关系,即法律关系中至少一方是具有行政权限的公法主体,如证券市场监管关系。为实现证券法宗旨而设置制度措施时,在相关主体之间设定法律关系时选择为民事法律关系还是行政法律关系,决定了该项制度措施不同的法律实施机制。

因此,在证券法修改时,应当对证券市场中的法律关系进行性质、结构、功能分析,进而逐步明确哪些是应当由证券法调整的法律关系,对法律关系进行调整的证券法目标应当如何设定,为实现证券法目标而如何设计法律规范的制度功能,为实现法律规范功能而应当采取哪些具体的制度措施,为实施具体的制度措施而应当建构什么样的法律机制。最终要实现的制度建构目标就是:个别法律关系的内容结构合理适当,意味着以权利义务体现的具体市场主体之间的利益结构合理;相关法律关系束中各个法律关系相协调,意味着对证券市场活动形成的利益格局实现了有效的统筹兼顾;相关制度措施协调有效地发挥功能;证券市场上整体法律关系具有整体协调性,意味着证券法的整体结构合理,所有制度功能发挥出最大系统效应;民事法律关系与行政法律关系之间既分野清晰又相互协调,意味着证券法有效处理了行政监管与市场机制之间的关系。

目前证券法在法律关系结构设置上存在的主要问题是,在许多个别法律关系中,无论是证券民事法律关系还是证券行政法律关系,均有内容不合理不完备之处;在许多相关法律关系束中,各个法律关系体现的利益结构不平衡,相关制度措施及其实施机制不协调;特别是在证券民事法律关系和证券行政法律关系之间,存在较为严重的行政法律关系过度压抑民事法律关系的倾向。

## (二) 证券民事法律关系的完备化

对于证券法究竟是私法规范为主导还是公法规范为主导,尽管学者间还存有很大争议,但普遍认为“证券法是一个渗透着公法因素的私法领域”。<sup>(16)</sup>然而,证券法中的民事法律规范体系却极不完备,其对证券法规范体系的搭建功能远大于对证券法实施机制的适用功能。也就是说,建构整个证券法体系必须要有民事法律规范作为结构要素,但在证券法实施过程中却对民事法律规范适用不充分。究其原因,一是证券法制定重要动因是防范市场风险和制裁违法违规行为,行政管控措施在证券法中得到充分吸纳,而民事法律措施的研究与设计均有不足;二是证券法的制定过程受行政机关主导,立法者偏好影响了证券法体系建构,如证券法中的行政法律规范的精细繁复程度要远大于民事法律规范;三是证券法的实施机制是以行政为主导,如投资者权益保护主要是通过证监会的执法实现的。

证券法在设计民事法律规范时,对证券经济活动的经济动因、利益与风险分配模式、交易运作方式,对当事人的人性假定、动机预测、规避反应等等,往往缺乏深入周延的分析,导致一些强制性的证券民事法律规范极易被规避,制度措施的目的极易落空。例如,依照《证券法》第91条规定,在收购要约确定的承诺期限内,收购人不得撤销其收购要约,可以变更收购要约的。但是,如果收购人以较劣的收购条件变更收购要约时,如收购价格变低、收购

(16) 陈洁《证券法》社会科学出版社2006年版,第28页。

数量变少,会迫使被收购公司股东拒绝接受要约,这同样会起到撤销收购要约的作用。对于这种规避法律的可能性,国外证券法上已有相应防范措施的立法例,如规定在变更公开购买条件时,不得降低购买价格、减少预定购买股票数额、缩短公开购买期间。<sup>(17)</sup>因此,证券法应规定收购人变更收购要约时,不得以较劣的收购条件取代原收购条件,而必须以更优的收购条件(诸如更高的收购价格、更多的预定收购数额或更长的收购期间)取代原收购条件。

民事法律关系设置不完备的一个结果就是导致证券民事责任制度不合理。例如,证券法所谓的“欺诈客户”行为发生在证券公司与其客户之间,是其承销、经纪业务中发生的经济联系和法律关系。证券法把禁止欺诈客户条款放在第三章“证券交易”第四节“禁止的交易行为”中,而证券公司与客户之间的关系,不在证券法第三章所界定的“证券交易”范围内。其次,构成欺诈客户应当是故意行为,但在《证券法》第 79 条所列举的欺诈客户行为中可以包括过失行为,例如出于过失而不按客户委托买卖证券,或者出于过失不在规定时间内向客户提供交易的书面确认文件等。这些过失行为只能认定是证券公司的违约行为,而不能认定为欺诈行为。所以,有关欺诈客户的条款,最好放在证券法第六章“证券公司”制度中去,并根据是故意行为还是过失行为,分设不同的法律责任。

在一个证券市场活动涉及多个民事法律关系时,其不完备的现象则更多,导致多个当事人或交易群体之间利益配置不平衡。例如,《证券法》第 26 条规定,“对已核准证券发行的决定,发现不符合法定条件或者法定程序,尚未发行证券的,应当予以撤销,停止发行。已经发行尚未上市的,撤销发行核准决定,发行人应当按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人。”这一规定过于严苛,只考虑到投资者群体的利益,而对其他交易群体的合理利益兼顾不周。证券发行数量巨大,一旦因发行核准撤销而返还,很可能置发行人于不复之地。但证券法所谓的“不符合法定条件或者法定程序”,其中各种情形差异很大,有的情形(如不符合法定程序但情形并不严重)完全可以采取补正的方式,不分情形地只用一种撤销核准的处理方式,过于简单粗糙。再者,因“不符合法定程序”而获得核准,其中的主要责任应当由证券发行审核部门承担。所以,证券法应区分不同情形,对不符合法定条件或者法定程序的发行核准,分设不同的处理方案,或撤销核准,或采取补正措施。

可见,要实现证券民事法律关系完备化,就必须进一步完善证券民事法律规范。首先,必须对证券市场活动及其内在机制有更为深入的了解,充分掌握每一类证券市场活动的基本经济动因、利益与风险分配模式以及交易运作方式,以使证券民事法律关系与公平合理的证券市场经济关系相契合,各种证券民事法律关系配置的利益结果相平衡。其次,要充分深刻地了解和掌握民事关系当事人的人性假定、动机预测、规避反应等,以使建构证券民事法律关系的制度措施能够有效实现。再次,要充分吸纳其他法律中民事法律关系的建构理念与技术,充分做到证券民事法律规范内部合理、外部协调以及整体完备。

### (三) 证券行政法律关系的合理化

我国证券法是行政法色彩浓厚的法律,其中的行政法律规范,不仅在精细化系统化上均有优势,尤其是在实施机制上更占优先地位,即使是对于民事法律规范的违反也往往伴随着行政责任后果。证券法上行政法律规范占优,固然有其合理性,并且我国证券市场执法实践也证明了这种占优态势具有很大的可行性。但是,对于证券行政法律规范的占优态势也应

(17) 日本《证券交易法》第 27 条之六。

有适度限制,尤其应根据发展了的证券市场及其法治状态进行适应性变革。当前证券法所存在重要的问题之一就是,其所设定的抽象行政法律关系占优过度,这与证券行政法律规范的过度占优是一个问题的两种表现。

证券法所设置的抽象行政法律关系在总体上存在两个问题,一是过度扩张,二是强力覆盖。所谓过度扩张,是指证券法过于扩张行政法律关系的范围,将证券市场中传统上或机制上属于民事法律关系的经济关系,设定为行政法律关系。所谓强力覆盖,是指在同一证券市场经济关系上既设定了民事法律关系又设定了行政法律关系时,通过行政法律规范实施机制的优先设置,使得行政法律关系的具体建立与实现,必然取代或压抑民事法律关系的具体建立与实现。这两个问题的存在,不是立法技术原因导致的,而是行政管控优先市场机制的证券法建构理念导致的。其后果,就是民事法律规范得不到有效实施,实质上反映出证券市场机制不能有效发挥作用。

现代证券法的一个特点,就是行政法律规范大量渗入传统民事法律规范领地,在我国证券法中,这种渗入程度更甚以致过度。例如《证券法》第48条规定,申请证券上市交易,应当向证券交易所提出申请,由证券交易所依法审核同意。就其实质功能而言,所谓“上市核准权”不过是交易所一类的市场主体基于上市产品的技术标准而行使的选择权,在本质上应当是一种私权利。将上市申请核准权交给证券交易所,符合国际惯例,顺应市场化改革的方向,有利于发挥自律管理的作用。然而,证券法把证交所与上市公司之间的关系实质建构为行政法律关系,在企业上市决定中,交易所的审核权仍然是形式上的,企业发行股票是在上海还是在深圳交易所上市,仍然由行政监管机构根据市场规划和定位而确定。证交所和上市公司在上市选择上,仍旧没有自主权,双方所签订的上市协议,很难说是证交所和上市公司合意的结果,仍旧带有深厚的行政色彩。<sup>(18)</sup>

把本应属于证券市场主体之间或者证券业自治团体内部的民事法律关系,转化为行政法律关系,也是证券法设置法律关系体系的一个特点。例如,证监会对于上市保荐人违反勤勉义务的行为予以处罚,实质就是把民事法律关系当作行政法律关系处理。所谓“勤勉义务”本身是民事义务的表述,这也符合保荐人由发行人聘请并负担费用的制度安排。<sup>(19)</sup>据此,保荐人勤勉义务的履行对象应是发行人,在保荐人违反勤勉义务时,应当由发行人追究保荐人的民事责任,而不需证监会越俎代庖。当保荐人的不当保荐给投资者造成或可能造成实质损害,证监会则可追究保荐人的行政责任,但其处罚根据应当是保荐人行为侵害了证券市场公共利益或公众投资者权益,而不应是违反了勤勉义务。当然,保荐人违反业务规则时,即使没有对发行人或投资者造成或可能造成实质损害(如只是致使发行申请未能通过核准),但必定损害保荐人行业的信誉,在此情况下,由保荐人行业团体依据自律规则予以处罚较为合适。在证监会追究保荐人违反勤勉义务的处罚案例中,许多受处罚保荐人违反业务规则但并未给投资者造成或可能造成实质损害,证监会对其处罚只能表明,保荐人的勤勉义务应当为证监会履行,保荐人的勤勉义务实际成为行政法上的义务。有观点主张通过公共选择方式,由证监会负责组织用抽签方式选任保荐人,以防止发行人与保荐人之间出现

(18) 卢文道《证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析》,载《证券法苑》第5卷(下),法律出版社2011年版,第1038页。

(19) 见《证券发行上市保荐业务管理办法(2008)》第2条、第27条。

利益合谋。<sup>(20)</sup> 此建议的制度设想能否实际达到预期目的暂且不论,<sup>(21)</sup> 起码反映出证监会对保荐人的实际控制程度足以建立起行政法上的委托关系。也有观点径直认为,中国证监会与保荐人之间构成一种委托代理关系,证监会对保荐人的治理手段具有两面性,一面是委托代理关系中的契约治理,另一面则是计划经济体制内生的行政治理。<sup>(22)</sup>

行政法律关系的过度扩张与强力覆盖,实际上抑制了证券市场机制的有效运行和应有功能。例如,《证券法》第 91 条规定了变更收购要约审批制度,要求收购人每变更一次要约内容,就要事先向证券监管机构及证券交易所申请批准。这种制度安排明显不能适应市场需要,明显不能适应发生了竞争收购的情形。再如,《证券法》第 82 条规定,禁止任何人挪用公款买卖证券。看起来这是一个很好的规定,其实真正实施起来,就会产生很大的问题。根据这一规定的合理推论,就是挪用公款来买卖证券没有效力,否则该条规定就没有任何证券法上的意义。但是依据证券交易规则,“挪用公款买卖证券”并不影响该项证券买卖的法律效力,即一个证券买卖合同关系,并不因一方支付的价款是挪用的公款就变成无效,否则,证券交易所进行的大量交易行为就不具有确定效力。所以,挪用公款的违法性只限于挪用公款行为本身,而与证券交易的效力无关。也就是说,如果发生挪用公款买卖证券的行为,只能根据民法和刑法来处理,而不能根据证券法来处理。《证券法》第 82 条有关禁止任何人挪用公款买卖证券的规定,完全应当废除。

在现行证券法建构的规范体系中,实现行政法律关系合理化的主要措施,就是纠正行政法律关系的过度扩张与强力覆盖,为民事法律关系的实现机制释放应有的制度空间,这实际上就是为证券市场机制有效发挥作用释放足够的制度空间。证券法对行政法律关系的制度设置,应限制在与证券市场公共利益有密切关联的场合。对于仅仅设置民事法律关系就能实现证券市场秩序的场合,则不必再行设置行政法律关系。

#### 四 证券监管机制的理念转换与功能再造

在证券法律制度体系中,证券监管机制是核心要素。证券监管机制运行的有效性,是证券法实施效果的决定因素。因此,建构更为有效的证券监管机制,是证券法修改中最为重要的任务。

我国证券市场监管机构为实施证券法付出了巨大的努力,通过执法工作的不断强化,保障了证券发行活动、证券交易活动等得以有序展开,防范了证券市场的系统风险,努力维护了证券投资者的权益。但另一方面的事情也应当看到,诸如证券市场上的违法行为依然还很严重,投资者对证券市场的信心明显低于对我国市场经济的信心,证券监管中同时存在监管不足与监管过度的双重现象,监管成本不断上升而监管效能却未获得相应增长。特别应当注意的是,在证券监管效能上同样存在边际效用递减现象,并不是监管成本付出越多就越

(20) 蒋大兴、沈辉《从私人选择走向公共选择——摧毁“保荐合谋”的利益墙》,载《证券法苑》第 5 卷(上),法律出版社 2011 年版,第 222 页以下。

(21) 在证监会组织下,通过抽签方式选择保荐人,这只能防止发行人与保荐人之间出现事先合谋。但是据蒋大兴、沈辉《从私人选择走向公共选择——摧毁“保荐合谋”的利益墙》一文所言,目前一个 IPO 项目从立项到上会所需时间一般为 12 个月至 18 个月(《证券法苑》第 5 卷(上),法律出版社 2011 年版,第 265 页),这么长时间的私下密切接触,有足够的机会建立事中的利益合谋。所以,解决问题的关键不在这里。

(22) 沈朝晖《监管的市场分权理论与演化中的行政治理》,载《中外法学》2011 年第 4 期。

能取得相当的监管效果,何况基于体制上和组织上的因素,也不可能通过无限扩大证券监管的财力、人力和权力来提高监管能力和监管效果。因此,必须通过对证券市场监管机制的合理调整,特别是进行证券法的修改完善,来提高证券市场监管的行政能力与行政效益。

### (一) 证券监管机制应由行业监管向功能监管转型

在我国的证券市场监管体制与机制中,功能性监管和行业性监管之间的性质差别和功效价值往往不易分清。在市场经济体制条件下,对于最能体现市场经济本质与特点的证券市场,相应的行政监管应当以功能监管为主、行业监管为辅。但是在我国的证券市场监管实践中,功能监管的功效却往往需要借助行业监管的手段来实现。为维持基本的证券市场监管效果,不得不愈来愈加大了监管成本与负担,也使证监会愈来愈像证券行业主管部门。这里固然有体制惯性与行政习惯的因素,证券法确定的监管制度模式也是一个重要的原因。

在有关市场监管体制的论述中,许多观点将功能监管与机构监管作为一对范畴予以论述。如果将功能监管与机构监管只作为监管权限范围的划定依据,这确是一对范畴。<sup>(23)</sup>但如果从监管机制层面讨论问题,功能监管与机构监管并不是一对范畴,功能监管与行业监管才是一对范畴。功能监管与行业监管是不同监管体制的划分依据,是对整个监管体制的建构理念、监管对象、监管内容、监管方式和运行机制做出的概括性区分。如果单从监管方式和监管对象层面来看,无论是功能监管还是行业监管,都是既有对行为的监管,也有对机构的监管。正如有观点指出,在市场监管实践中,功能监管与机构监管不能截然对立、非此即彼,而是既要有功能监管也要有机构监管。<sup>(24)</sup>

证券市场上行业监管的主要特征包括:(1)以行业范围作为监管范围的划分依据,不同行业之间即使具有相同的监管内容,仍然分属各自行业的监管部门行使监管权限,如当前的证监会、保监会、银监会之间的监管范围划分。(2)以机构的行业隶属作为监管对象的确定依据,凡属证券业的公司机构即属于证监会的监管对象,而非属证券业的公司机构即使从事证券业务,也往往脱离证券监管部门的监管。例如,商业银行向不特定多数人发放的理财产品,信托公司向不特定多数人推销的信托投资产品,都具有公开发行实质证券的性质,但从事这类活动的公司机构却不能纳入证监会的监管对象范围。(3)行业监管往往包含宏观调控的职能,市场发展的经济指标会成为监管效果的评价依据。例如证券发行中曾经存在的额度控制,就是宏观调控手段。(4)基于行业监管理念建构的监管体制中,其监管机构更类似计划经济体制下的行业主管部门,常常自觉不自觉地成为行业及其中公司企业的领导机构,监管职能经常滑向领导职能。例如在证券监管中,监管机构对上市公司经营活动的深入介入,对证券交易所总经理拥有任免权等,都是行使行业主管机关特有权限的例子。

证券市场上功能监管与行业监管在理念、模式与机制上均有所不同,其主要特征包括:(1)以证券法确定的宗旨、理念、任务为监管目标与依据,凡是与公众投资者权益有直接关联的金融市场活动或行为,都应纳入证券市场监管范围。(2)功能监管不以市场主体的行业归属作为监管对象范围的划分依据,不论是证券公司、商业银行或信托公司,其业务只要涉及公众证券投资者的权益,即应接受证券监管机构的监管。(3)功能监管不仅对形式证券的发行与交易进行监管,对实质证券的发行与交易也进行监管。(4)功能监管基本上不

(23) 参见黄韬《我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径》,载《法学》2011年第7期。

(24) 参见廖凡《功能监管与机构监管应“双剑合璧”》,载《经济日报》2012年2月13日第6版。

行使宏观调控的权限,有关证券市场的发展与调控职责,交由其他专门行使宏观调控职责的部门行使。(5) 功能监管不过度介入证券市场主体的内部事务,证券市场主体的行为只要不直接涉及证券市场的公共利益,即不在证券法的适用范围内,也就不受证券市场监管机构的监管。

我国证券市场的体制特点与发展阶段,决定了现行证券市场监管体制是功能监管与行业监管的混合,并且其中行业监管的色彩更为强烈。在证券市场发展的初期阶段,为培育和发展证券市场,强调行业监管有其现实性。由于我国市场经济法治尚不健全,证券业公司机构还不具备完全脱离主管部门而完全自治的自觉与能力,实行证券市场行业监管也有其合理性。

但是,随着证券市场体制向深度发展,行业监管的弊端正逐步显现。(1) 行业监管割裂了金融市场的密切关联性和统一性,使本来就一体运行的金融市场被人为地划分为不同的监管领域。(2) 行业监管在一定程度上限制了市场自由与公司自治,既不利于证券市场创新和企业经营自主,也不利于证券市场的尽快成熟。目前对证券市场监管的诟病很大程度也在于对产品、业务、机构和人员的行政许可上,繁多的事前监管使证券市场主体将很大一部分精力消耗在市场之外的事项上。<sup>(25)</sup> (3) 行业监管易于形成投资者对监管机构的过度依赖,一方面弱化了投资者的素质水平和市场承受力,另一方面对监管机构施加了较大的社会压力。(4) 行业监管给监管机构带来了巨大的任务压力和运行成本压力,过度介入和人盯人防守式的监管模式,即使造成监管疲惫也难以有效提高监管效能。(5) 尽管行业监管与功能监管在维护市场秩序、保护投资者权益上具有相同的价值目标,但其基本理念、具体任务和运作机制却有较大差异,在两者的实施过程中,可能存在监管政策的抵触甚至冲突。(6) 由于现行证券市场监管体制具有较强的行业监管色彩,极大抑制了证券市场自治功能的发挥。例如,虽然 2005 年证券法增加了证券业协会、证交所的自治权利,但法律的规定并没有在其后的证券法实施中展现出来,证券业协会、证交所作为自律组织的功能和作用体现不明显,<sup>(26)</sup> 仍然是自治能力低效的市场主体。(7) 行业监管具备对一个市场实行全行业控制的机能,而对全行业的控制很容易转化为全面控制,进而导致行政监管权力的过度扩张。

因此,在证券市场的监管理念与监管机制上,由行业监管向功能监管转型,有利于促进我国证券市场进一步成熟与发展,有利于从根部上提高证券监管的效能,应是证券法修改的主要任务。1998 年 9 月“国际证券管理委员会组织”(IOSCO) 发布的《证券监管目标和原则》所提出的证券监管三大目标,即保护投资者权益,保证市场公平、有效和透明,减少系统风险,就是具有功能监管实质的目标设定。虽然我国政府完全主导型的证券市场监管模式的选择,是我国证券市场形成过程的一个合乎实践逻辑的结果,并且会在证券市场今后的发展中长期继续存在,但这并不意味着我国证券市场监管体制已经不再是深入研究和深化改革的对象,相反,即使在政府主导型的市场监管模式下,功能监管与行业监管的相互关系、行政监管与自律监管的权限配置等问题,仍然是一个基本而重要的证券市场法制问题。

## (二) 证券监管体制转向功能监管的主要措施

从制度建构与体制运行的角度看,证券市场监管体制中的行业监管与功能监管只能大

(25) 陆泽峰、李振涛《证券法功能定位演变的国际比较与我国〈证券法〉的完善》,载《证券法苑》第 5 卷(上),法律出版社 2011 年版,第 41 页。

(26) 陆泽峰、李振涛《证券法功能定位演变的国际比较与我国〈证券法〉的完善》,载《证券法苑》第 5 卷(上),法律出版社 2011 年版,第 42 页。

致区别,并不能截然分离。行业监管向功能监管转型的具体思路,是由全面监管向有效监管转型:(1)证监会的职责应当以功能监管为主,以公众投资者权益的保障需要为基本标准界定其监管范围,行业监管的职能应当逐步移转给其他机构。(2)有关证券市场宏观调控的职能,应当交由宏观调控部门行使;有关证券市场发展的具体职能,如证券业从业人员的资格认定、业务培训等,应当交由证券业协会行使。(3)上市公司、证券业公司机构等的证券发行核准、证券业务审批、信息公开等活动,属于功能监管的范围,其监管方式与机制功能应进一步加强。属于市场组织内部治理的规则建构、运作活动等,应当通过企业自治和法律规范的方式实现,不应再属于证券市场监管事项。所以,证券法修改时所面临的根本不是加强或放松管制的问题,而是如何提高有效监管能力以切实加强监管的问题。

#### 1. 以强化功能监管为目标完善监管体制

首先,科学界定功能监管的范围。从目前情况看,我国金融领域综合经营的趋势越来越明显,《证券法》第6条关于“证券业和银行业、信托业、保险业分业经营、分业管理”的规定,就显得不合时宜。从金融市场发展的中长期前景来看,保险资金、银行资金通过各种渠道(包括证券承销或并购项目贷款)进入证券市场已然可期,银行、证券和保险之间资金融通渠道的愈发顺畅,对证券市场的资金面构成了有力的支撑。因此,不应再以机构的行业归属划分证券市场监管范围,应删除证券法中有关“分业经营”的规定。

其次,通过制度建设,调整证券市场监管偏好的重心与次序。从现行证券法规定的监管体制和证券监管实践经验来看,对不同市场主体的监管侧重是不同的,实际上是以证券交易所为监管核心区域,顺次是证券公司、机构投资者、上市公司、证券服务机构、证券业协会。这种监管重心差序格局的配置,反映了典型的行业监管特征。从向功能监管转型、强化市场自治的理念出发,今后的监管重心格局应当以证券交易所、证券业协会同为行政监管的核心区域,顺次应是上市公司、证券公司、证券服务机构、机构投资者。这种监管格局安排的目的,就是让证券交易所和证券业协会(目前情形下尤其应是后者)在监管机制中发挥更大的作用。

#### 2. 真正向证券市场自律团体转移权力

合理处置证券市场监管体制中功能监管与行业监管的比重、范围、措施、相互关系和运行机制,行政监管与自律监管关系的模式选择是首要解决的问题。只有合理确立行政监管与自律监管的关系定位,才能进一步寻求证监会与证券业协会、证交所职能设置上的科学合理以及功能上的良性互动。

首先,要把适于证券业协会行使的权力移转给证券业协会。例如,《证券法》第179条第(四)项将制定证券业务人员的资格标准和行为准则,作为证监会的职责范围。其实,在证券市场监管体制中,证券监管机构的基本职责是市场维护,监管体制中必须保留的市场发展功能,有些应由自律机构行使,如证券从业人员资格管理事项可由证券业协会负责。

其次,应当将证交所转化为真正的私法人。按照现行证券法规定的证券交易所制度,我国的证交所形式上是私法主体,实质上是公法主体。例如,《证券法》第107条规定由证券监管机构直接任免证券交易所的总经理,实际上控制了证交所的经营管理权,使证交所的市场经营功能实质上转给了证券监管机构。在实践运行层面,证监会对证交所的监督是全面的,很多场合下,人们把证交所视为证监会主管和领导下的下属机构。<sup>(27)</sup>特别是2005年证

(27) 卢文道《证券交易所及其自律管理行为性质的法理分析》,载《证券法苑》第5卷(下),法律出版社2011年版,第1014页。

券法已经为证交所公司化预留了制度空间,如果继续维持证交所的公法人地位,实际上将妨碍证交所采取公司制形式。因此,今后的证券法应当把证交所设置成真正的私法主体,应当充分保障证交所的自治能力,例如将总经理的任免权交还给证交所。法律应当相信,不是行政机构直接任命的人也能管好证交所,证交所作为私法人也能有效运作。

### 3. 大胆向证券市场机制释放权力

市场机制具有优胜劣汰的功能,也就是具有证券市场秩序的自我建构、自我恢复的功能。虽然有观点认为“中国现阶段的市场规制力量是不可信的”,<sup>(28)</sup>但在不相信市场机制的法律环境中,永远也不能形成值得相信的市场机制。证券法应当相信证券市场机制的力量,将一些市场权力从行政监管体制中释放出来交还给证券市场。当然,证券市场机制发挥功能也有一些局限,如证券市场发挥作用需要较长的时间,需要监管体制的保驾护航,需要通过经验而不是推理才能形成对证券市场机制的普遍信任等等。但是,如果不把市场机制应有的权力交还给市场,市场机制就永远不会有力量。

首先,应当把对上市证券的选择权真正交还给证交所,这就是要把上市条件与退市条件的制定权,把对具体上市公司或退市公司的选择权,完全交由证交所行使,当然是在证监会的监管下行使。由于证券市场的层次性,上市条件与退市条件的标准应该多样化,不能只是一种或者是一个标准。因此,应当由证交所确定差异化的上市或退市标准,根据主板、创业板、中小板等不同的特点,确立不同的上市条件或退市条件。同时,为不同市场间的转板机制预留制度空间,规定场内市场与场外市场之间、不同的场内市场之间、以及同一市场不同板块之间的转板条件与程序,实行各层次市场之间的有序对接。

其次,对证券公司等市场主体的介入程度,应当适当并符合比例原则。证券市场上的机构主体,主要包括上市公司、证券公司、证券服务机构、证交所、证券业协会、机构投资者等。依据市场经济法律的一般规则而言,政府监管的主要目的是防止主体行为的负外部性,因此对主体内部的组织关系通常交由其内部自治机制处理。由于证券市场的特殊性,及证券法的特殊宗旨与机制,行政监管也必须适当地介入市场主体的组织关系内部,甚至经验表明,中国证券监管者的积极引导对上市公司内部治理水平提高、治理机制完善,发挥了至关重要的作用。<sup>(29)</sup>但是,这种介入必须适度并符合比例原则。在证券市场,监管机构应当是监管市场主体的警察,而不应该是管理市场主体的老板。监管机构一旦成为证券市场主体实质上的老板,就可能出现监管异化现象,即由监管者去代行被监管者角色,去操心本应由被监管者自行操心的事务。因此,应当根据向功能监管转型的理念与机制,合理设定行政监管介入证券市场主体内部的程度,改变当前监管部门对证券公司等市场主体的内部事务过度介入的局面。

### 4. 进一步完善功能监管的实施机制

加强功能监管必须在证券市场法治环境中进行,必须依法强化和完善功能监管的实施机制。功能监管同样要靠证监会的执法活动实现,只不过其实施机制与行业监管有所不同,要更多地体现有效监管的理念,而不是全面监管的理念。

(28) 蒋大兴、沈辉《从私人选择走向公共选择——摧毁“保荐合谋”的利益墙》,载《证券法苑》第5卷(上),法律出版社2011年版,第268页。

(29) 焦津洪、丁丁、徐菁《论我国证券监管者对上市公司内部公司治理的监管权限之界定》,载《公司法与证券法论丛》,对外经济贸易大学出版社2006年版,第45页。

其一,做到直接监管与间接监管的有机衔接。在直接监管最能发挥制度效用的领域,应当赋予证监会以充分的监管权力,保障证券监管执法的效能与效力。在适于发挥自律监管的领域,应当充分发挥自律机构的监管功能,证监会通过督促自律机构的有效运作,间接实现证券法相关措施的制度目标。

其二,做到事先防范与事后处理的合理配置。采取事先防范措施,固然能最大限度地防止违法违规行为对证券市场秩序的影响,但过多的事先防范措施,如多重繁复的各种事先审查、严格而复杂的各种准入条件、分片把关的人盯人防守监督措施等,既不成比例的损耗市场效率,又过于消耗监管部门的执法精力。因此,应当根据效能最大化原则设定事先监管与事后处理的制度措施,对事先防范成本过高的事项(如防范不公平关联交易),可以通过事后处理的示范效应起到事先防范的效果。

其三,做到加强执法效能与诱导市场机制效能的相辅相成。通过行政执法实现监管目标,固然有强力性、快捷性和有效性,但行政执法一来不能面面俱到、包办一切,二来行政执法过度反倒会导致市场懒惰,即市场运行过度依赖行政主导,市场机制迟滞不畅。证券法应当根据市场机制的作用规律,市场主体博弈反应的模式预测,利益配置的纠偏效能,合理安排行政监管措施。当证券公司违法违规时,证监会可以通过处罚公司、限制公司经营利益,以迫使证券公司的治理机制发挥作用来改善其人事、财务和经营,没必要由证监会直接介入公司内部事务。例如,当证券公司的董事、监事、高级管理人员被撤销任职资格时,如果证券公司继续聘用,将会导致公司业务许可被限制或撤销,证券公司自然要予以更换,证监会不必去直接“责令公司予以更换”。又如,当证券公司风险控制指标不符合规定时,证监会可限制其业务范围,以迫使证券公司改善财务状况,也没必要直接采取诸如“限制转让财产或者在财产上设定其他权利”等介入措施。因为转让财产时做到了等价交换,则有利于公司改善财务状况;做不到等价交换,则可通过公司法上的措施(如利益受损的股东提起民事诉讼)进行纠正。对市场机制功能的认识不能停留在理论上,关键是在实践中,要有对市场机制的信心,以及等待市场机制发挥作用的耐心。

进一步强化证券市场行政监管的程序制度建设,也是当前完善功能监管实施机制的重要方面。证券法有关监管权限行使的程序性规定过于简陋,仅仅如第181条所规定的,“证券监管机构依法履行职责,进行监督检查或者调查,其监督检查、调查的人员不得少于二人,并应当出示合法证件和监督检查、调查通知书”,否则,被检查、调查的单位有权拒绝。这一程序规定与证券法授予的监管权限相比,是极不相称的,而且在证监会有极大的许可权和处罚权的情况下,相对人的拒绝权根本不能有效行使,不能对监管权力的行使形成有效约束。因此,对于证监会的执法权力与行使方式,应当规定相应的效力与责任规范,如未出示合法证件和监督检查、调查通知书时,被检查、调查的单位即使没有拒绝,该项检查、调查也没有法律效力,相关执法人员要为此承担相应的法律责任等等。

在证券法中规定的证监会权限体系中,应当规定与之相称的法律约束制度。证监会权力的行使及其结果,往往涉及相对人的重大利益。例如,《证券法》第180条第(六)项规定的查询账户、冻结或查封财产的权力,其执法效果及其影响丝毫不亚于民法中司法机关的类似权限,但相关的程序与责任约束制度却远不如民法的配套规定严格、清晰。因此,对于证监会涉及相对人重大利益的权限,应当以法律形式明确规定相关的约束制度,在证监会有效执法与相对人权利保护之间把握合理的平衡。因为执法权力只有在权益平衡的制度架

构中 ,才能发挥最好的综合制度效应 ,才能形成制度实施的长效机制。

综上所述 根据我国证券市场的现实状态和发展趋势 以及现行证券法存在的结构性缺陷和功能性障碍 在证券法的修改中应当体现应有的立法理念。一是建构能够充分发挥证券市场机制功能的制度体系 提高证券市场运行的有效性和证券法适用的有效性。二是鼓励和保障证券市场创新 ,包括交易品种、交易模式、组织结构的创新 ,提高证券市场的效率与效益 ,增强我国证券市场投资者的可持续吸引力。三是提高保护投资者权益的有效性 ,为投资者的投资活动提供安全、公平和有效益的市场制度环境 ,切实有效地保障和增强投资者的市场信心。四是提高证券市场监管效能 ,由行业监管与功能监管并重转变为功能监管为主、行业监管为辅 ,由全面监管向有效监管转型 ,降低市场监管成本 ,提高市场监管效益。五是充分发挥证券市场机制的系统效益 ,提高证券市场的自治能力 ,增强各种社会组织在规范证券市场秩序方面的角色功能。坚持这些证券法建构理念 ,通过对证券法全面而适当的修改 ,真正构建一个既能推动市场创新又能有效控制风险、且能兼顾公平与效率的证券市场法律制度体系。

---

**[Abstract]** Regarding the modification on current Securities Act , there are two approaches that could be followed: one is to modify the Securities Act by focusing on the technical perfection; the other is to reconstruct the systems of the Securities Act on the basis of the conversion of the legislative concepts. This paper aims at the analysis of the efficacy of current Securities Act and demonstration on the major amendments proposal to demonstrate and advocate the necessity and feasibility of the latter modification approach. Firstly , it explores the construction philosophy of the Securities Act which is the precondition to determine the performance of the Securities Act. Then , it scientifically defines the boundary of the securities market which should be regulated by the securities laws. Finally , it puts forward some suggestions on the completeness and rationalization of the legal relationship of the securities as well as the philosophy conversion and function reconstruction of the securities supervision. The analysis above all is all around the reconstruction of the domestic concrete securities legal systems and it would be beneficial to the relevant legislation.

---

(责任编辑:姚 佳)