

## 证券法的调整范围与立法体例研究

华东政法大学课题组\*

**摘要:**在酝酿《证券法》修改时,对“证券”的准确界定是制度设计的逻辑前提,建议借鉴域外的制度经验,对“证券”的认定朝着“宽口径”的方向发展;同时,转变现行《证券法》的立法理念,并以此为指导对我国当前的《证券法》结构体系进行调整,进一步体现保护投资者的理念。由于证券市场的发展离不开合理有效的监管机制,《证券法》的修改尤其应当调整监管思路,由机构监管模式向功能监管模式转变;同时,尽快使自身适应资本市场国际化的制度需求,建立起完善的跨境监管机制,促进资本在全球范围内的合理流动。当然,《证券法》的修改并非是孤立的,应将其与《公司法》等法律制度中的相关内容进行联动修改,以保证制度间的协调和统一。

**关键词:**证券定义 《证券法》结构体系 证券监管体制 跨境监管

---

\* 课题组负责人为华东政法大学顾功耘教授,课题组成员包括罗培新、李海龙、胡改蓉、梁爽、王东光、赵渊、武俊桥、林海。

## 一、证券法调整对象的界定

### (一) 我国关于“证券”定义的立法现状

目前,我国证券领域的法律法规体系有四层位阶:一是法律,主要包括《证券法》、《公司法》和《证券投资基金法》;二是行政法规与司法解释;三是部门规章;四是行业规定。关于“证券”定义与调整范围的规定,散见于上述四层位阶的各部规范性文件中。

通过对现行证券法律法规及行业规定等规范性文件的梳理,不难发现:

1. 实践中,市场上发行与交易的证券已经远远大于《证券法》目前列举的范围,包括但不限于:证券投资基金、期货、期权、资产支持证券、权证、交易所交易基金等。

2. 除《期货交易管理条例》之外,国务院基本没有在证券法之外另行公开认定过其他证券。在更多情况下,顺应市场创新变化、及时制定规范对新型证券进行监管的是中国证券监督管理委员会、上海证券交易所以及深圳证券交易所。

3. 实践中,对于超越《证券法》列举范围的证券,相关法规和其他规范性文件或行业规定基本上都将其归属为“证券”,这也从侧面反映出资本市场的实践已经普遍认可这些金融产品属于“证券”范畴。对于这些证券,迫切需要从《证券法》层面予以认可,并将其纳入监管范围。

### (二) 我国现行“证券”定义所引发的问题

#### 1. 资本市场的功能性监管难以实现

近年来,我国资本市场生机勃勃,业务交叉型的产品也层出不穷。种种金融产品纠纷的出现表明,传统的分业监管模式已经难以应对形势的发展,亟须构建以“功能监管”为代表的新型监管体系。

所谓功能监管,是指“一个监管过程,在这一过程中,一种特定的金融功能由同一监管者进行监管,无论这种业务活动由哪一个金融机

构经营”。<sup>[1]</sup> 现阶段我国不断更新的金融产品包括银行理财产品、信托理财产品、艺术品份额等基于投资合同而从他人经营中获得利润并可在市场中流通的利益份额,此类产品的特征恰恰符合证券的实质要求。由于新型金融产品并不在《证券法》规定的“股票、公司债券、政府债券、证券投资基金份额”的范围之内,而且其发行机构通常是银行、信托公司等,因而《证券法》无法对其进行有效监管。这些金融投资工具直接增大了证券市场容量,并在实际上影响着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。<sup>[2]</sup>

## 2. 资本市场的投融资需求受限

我国经济的发展带动了民间融资需求,但目前国内对投融资渠道的管制相当严格。这不仅阻碍了资本市场的深层次发展,还迫使众多合法经营者铤而走险,走上了非法集资的道路。

监管部门曾对非法集资活动进行归纳,将其划分为债权、股权、商品营销、生产经营等四大类,并列举出“地下钱庄”等十一种主要表现形式。<sup>[3]</sup> 然而,监管部门所列举的非法集资活动并非都带有欺诈性质,当中许多是为了经营而进行融资并确实能获得约定收益;且有许多是采用投资份额式融资,符合证券的实质性定义。实际上,对于民间投融资渠道进行监管最有效的措施并非高强度的打压,而应该修改《证券法》中对证券的定义,将这些实质性证券融资活动纳入《证券法》的调整范围内,引导其走向有序发展。

## 3. 资本市场中的投资者利益受损

我国资本市场中,大量投资者购买委托理财产品等实质性证券产品进行投资,但过窄的证券定义无法将这些产品纳入监管范畴。这些游离于监管之外的金融产品很容易损害投资者的利益。对于这些金融产品引发的纠纷,由于缺乏《证券法》上的规定,只能从其他部门法如

[1] 姜立文:“金融功能监管模式新论”,载《华北金融》2008年第2期。

[2] 参见陈颍、陈洁:“证券法的功效分析与重构思路”,载《环球法律评论》2012年第5期。

[3] 参见“法工委等就坚决防范和打击非法集资、传销等答问”,载 [http://www.gov.cn/jrzq/2007-07/09/content\\_678290.htm](http://www.gov.cn/jrzq/2007-07/09/content_678290.htm),2013年7月19日访问。

《合同法》、《侵权责任法》或行政规章中寻求解决方案。如同一些学者所言,由于《合同法》、《侵权责任法》等这些民事基本法律属于普通类而非专门证券类的法律,对证券交易的特殊性没有做出专门规定或规定得不够具体,而且金融监管机关制定的行政规章等规范性文件效力较低,致使投资者获得救济的成本增加。<sup>[4]</sup>另外,实质性证券产品游离于《证券法》制度体系之外,对于该产品的发行者、承销商以及中介组织都不能够形成有效的监管,《证券法》上关于“信息披露”、“内幕交易”、“虚假陈述”等制度规则都不能起到应有的效果。一方面是对“买者”的救济措施不完善,另一方面是对“卖者”的监管混乱,这种利益不平衡的状况日趋严峻。

#### 4. 资本市场证券品种过少

我国市场经济的蓬勃发展,对资本市场产品供给提出了更高的要求。《证券法》授权国务院认定“其他证券”,但修改后的《证券法》实施以来国务院并没有公开行使过这一权力。这使得资本市场中可供选择的证券品种过少,不仅限制资本市场的多层次发展,也限制了投资的多元化。

《证券法》对“其他证券”的授权立法层级过高,将推动资本市场创新发展的具体工作过多地寄托给了国务院,并不符合现阶段证券市场发展的迫切需求。国务院作为国家最高行政机关,担负着涉及国计民生方方面面的繁重任务,难以时刻关注资本市场的发展并进行具体的论证分析和制度设计。

#### (三) 境外对“证券”定义的立法情况

美国证券法对“证券”的概念界定采用双层认定体制,在详尽列举标准化证券的基础上,司法机关还承担在具体案件中判断金融工具是否属于证券以及是否需要接受证券法律规制的任务,以应对实践中可能会出现不同于上述表现形式但具有证券性质的金融工具,通过司法裁判达到认定某类投资合同具有“证券”的经济实质,从而将其纳入监管范畴。这就使得美国证券法上“证券”的范围可以随着经济社会

[4] 参见陈洁:“金融投资商品统一立法趋势下‘证券’的界定”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版。

的发展而不断扩大,从而囊括一切采取创新形式但具有“证券”实质的金融产品。以此来看,美国的证券定义可谓十分宽泛。

日本、韩国近年来相继进行金融商品统一立法,将证券、金融期货、金融衍生品等大部分金融商品进行一揽子、统合性的规范,构建了一部横向化、整体覆盖金融服务的法律体系。<sup>[5]</sup>日本、韩国通过扩大“证券”范围,导入集合投资计划,并进一步扩大了金融衍生品的范围。可以说,日本《金融商品交易法》最大限度地将具有投资性质的金融商品、投资服务作为规制对象,不仅将“有价证券”扩大为实质意义上的金融商品的基础,有效避免法律的真空地带,还对具备证券实质功能的不同金融商品进行了业务规则和监管规范的整合和统一。

可见,我国《证券法》对“证券”定义所引发的种种问题,在境外发达国家都已得到了较好的解决。不论是美国的“投资合同”,还是日韩的金融商品统一立法,都以各种方式扩大了本国对于“证券”的定义。实践证明,境外发达国家(或地区)证券市场的发展,离不开其宽口径的“证券”定义。这些国家(或地区)将更多的金融产品纳入证券法的调整范围,不仅对证券市场进行了更为有效的监管,也推动了证券市场的创新和繁荣。

#### (四)我国“证券”界定的建议及理由

综合分析,我国《证券法》对于“证券”过窄的定义已经制约了资本市场的有序发展。修改“证券”定义,重新定位我国《证券法》的调整对象,已经成为一项紧迫任务。我国应当借鉴美国“投资合同”的定义,结合日、韩金融商品统一立法的经验,确定我国“证券”的认定标准。同时,要结合现实需要授权国务院证券监督管理机构认定新型证券。由此,才能使我国《证券法》适应市场经济的发展需要,产生良好的制度效果。

基于此,建议将我国现行《证券法》第2条修改为:“在中华人民共和国境内,证券及证券衍生品种的发行和交易,以及相关服务、监督管理等事项,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规及部门规章的规定。”

[5] 参见杨东:“论金融法制的横向规制趋势”,载《法学家》2009年第2期。

本法所称证券,包括股票、债券、证券投资基金份额及其他经国务院证券监督管理机构认定的集合投资计划份额。这里所称集合投资计划份额,是指投资人本着获利意愿以金钱出资,并可从他人经营中获得利润的标准化投资合同。

本法所称证券衍生品种,包括权证、以证券为基础资产的期货合约、以证券为基础资产的期权合约及其他经国务院证券监督管理机构认定的证券衍生品种。”

上述修改的具体理由分述如下:

### 1. 关于“证券”的界定

#### (1) 应当选取“列举+概括”的立法模式

在《证券法》的修订中,对“证券”定义采取纯列举式或纯概括式都是不可取的,不仅不符合各国立法例,而且容易造成法律适用困难。对于市场中已经成熟或较为常见的一些证券品种,有必要直接列举出来;而对于一些无法冠以确切名称或尚未得到市场足够验证的金融产品,则应当设置具有高度概括性的一般条款作为认证标准。

#### (2) 一般性条款的选择

现阶段,股票、债券、证券投资基金份额都发展得比较成熟,自然应当明确列举出来。在对证券的一般性条款选择上,则可以参考日本《金融商品交易法》,引入“集合投资计划份额”的概念。一旦将“集合投资计划份额”作为证券判断标准,将极大繁荣证券产品的种类,拓宽《证券法》的调整范围。不仅可以对目前各类正规金融机构实施的凌乱复杂的理财产品进行统合规制,还可以对游离于国家监管体系之外的各类具有集合投资性质的民间集资进行法律规制,为中小型企业提供多元化融资渠道,并最终促进市场型间接金融的健康发展。<sup>[6]</sup>

通过比较各国立法,我国《证券法》中“集合投资计划份额”可以定义为:由投资人根据其获利意愿以金钱出资,并从资产管理人开展的事业中获取的利润分配份额。该定义主要包括四个因素:①投资人以金钱出资;②投资人有获利的意愿;③资产管理人利用该出资开展事业;

[6] 参见杨东:“市场型间接金融:集合投资计划统合规制论”,载《中国法学》2013年第2期。

④投资人享有该事业产生的利润分配份额。

## 2. 证券衍生品种的规制

2005年修改后的《证券法》首次出现了“证券衍生品种”的概念,为其在资本市场中的创设和交易打开了法律之门。《证券法》第2条规定,证券衍生品种的发行、交易等事项由国务院制定相应规则。由此可见,立法者将繁荣证券市场、规范证券衍生品种的期望赋予了我国最高行政机关。然而,实践证明,国务院难以依据《证券法》的规定对证券衍生品种做统一规制,对证券衍生品种的规定仅限于一些部门规章。

目前,我国证券衍生品种的发展尚处在起步阶段,场外衍生品主要以货币、外汇、黄金为基础资产,品种比较单一,不符合我国整体经济发展形势。这一方面是由于我国证券市场起步较晚,发展时间较短,但另一方面却正是因为证券衍生品种创新授权立法层次过高所致。为提升我国证券衍生品种市场在国际上的竞争力,促进证券市场的发展,有必要改变目前的授权模式。另外,我国证券衍生品种市场不完善的深层次原因还在于其市场监管制度的缺陷。由于监管体制并未对证券衍生品种进行统一规制,《证券法》又难以对其进行直接规范和监管,造成现阶段证券衍生品种市场的发展比较混乱,暴露出一定的风险。这在一定程度上削弱了投资者的热情与信心,不利于证券衍生品种市场的繁荣发展。

因此,在对《证券法》进行修改时,可直接规定《证券法》对证券衍生品种的适用,并设立证券衍生品种的发行、上市、交易条款,建立起风险控制、信息披露、法律责任等配套措施。

## 3. 与同步制订的《期货法》保持衔接

期货合约、期权合约主要有两种:一种是以商品为基础资产;另一种是以证券为基础资产。但从本质属性来看,以证券为基础资产的期货合约、期权合约当然是证券衍生产品,应当纳入《证券法》的调整范围。

目前,我国期货市场发展迅速,《期货法》的制订也正在进行中。今后出台的《期货法》作为期货市场的基本法,将既调整金融期货合约、期权合约,也调整商品期货合约、期权合约。这样,以证券为基础资产的期权合约、期货合约就受到《证券法》和《期货法》的双重规范。这里就存在一个制度协调问题。对于以证券为基础资产的期货、期权而

言,因其在本质上是基于基础证券而产生,与基础证券关系密切,对于其发行、交易等活动应由《证券法》对其进行原则性规定。当然,证券衍生品种毕竟不同于基础证券,如需对其进行特殊规定,则可以通过授权立法的方式进行。此时,需要强调的是,由于这类衍生产品毕竟属于期货交易或期权交易,《期货法》的相关规定亦应遵守,因此,授权立法机构在对以证券为基础的期货合约、期权合约等产品进行特殊规定时,既应符合《证券法》的基本原则,也应遵守《期货法》的基本原理。

#### 4. 监管机构的权力调整

根据《证券法》的规定,国务院享有认定“其他证券”和制定证券衍生品种发行、交易规则等主导证券品种创新的权力。但限于种种制约条件,国务院无法很好地行使法律赋予的这些权力,致使证券市场的创新发展略显混乱无序。因此,在进一步对《证券法》进行修改的同时,有必要对证券市场的监管权力分配进行重新思考。

首先,证券市场的监管权力必须集中于行政部门,这是由现阶段我国实际情况所决定的。无论从理论上还是其他发达国家的实践看,现代国家的权力安排已从“权力分立、相互制衡”的分权模式日益发展为“行政中心主义”模式〔7〕。在这种整体背景下,将证券市场的监管权集中于行政机关将更为有效地发挥其推动证券市场健康发展的作用。

其次,国务院主导证券品种创新的模式已经不适应现实发展,将主导权授予证券监督管理部门更为合理。《证券法》赋予国务院较大的主导权,是当时立法不完善、对证券品种创新的风险防控不到位的历史背景所决定的。经过多年的发展和完善,无论是在立法层面还是对于新型证券品种的风险防控方面都有较好的基础,应当将主导证券品种创新的任务转移到证券监督管理部门。

此外,目前对于证券发行、交易的细则规定,由于国务院行政法规的缺位,一些部门规章便起到了暂时性的规范和监管作用。这些部门规章的出台,对于证券市场的发展起到了一定的指引作用,也是对《证券法》、《公司法》的重要补充。但从形式逻辑来考量,这些部门规章并

---

〔7〕 参见姚海放:“论证券概念的扩大及对金融监管的意义”,载《政治与法律》2012年第8期。

未得到法律的明确授权而发布,其合法性存在争议,因此也有必要在《证券法》中直接授予部门规章对证券市场的监管权力。另外,新型证券品种的结构往往会呈现出行业交叉的特点,这样便有必要确认银监会、中国人民银行等部门亦有权以发布部门规章的形式来对其职能范围内的证券及证券衍生品进行监管。

## 二、《证券法》结构体系的调整

### (一) 证券法立法理念的转变与结构调整

经过2005年的修改,我国《证券法》的结构得到明显改善,<sup>[8]</sup>但2005年《证券法》并未从实质上改变证券法既有的立法理念和框架体系,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。<sup>[9]</sup>而解决这个问题的关键首先是从《证券法》的立法理念上寻求突破,力求从一定程度上缓解我国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的现实问题。<sup>[10]</sup>

有报告指出:2005年《证券法》制定时,立法者已带有对证券市场发展的前瞻性思考,一些制度规定亦对市场发展趋势做出了一些长远安排。<sup>[11]</sup>但也有研究表明:2005年《证券法》在总体上还是强调证券法作为“硬法”的功能,法律条文设计也始终在如何监管等政策倾向上做摇摆,市场机制始终未能得到充分重视。该制度的实施可能影响市场创新、市场自治和市场效率,尤其难以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

[8] 参见周友苏:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第38~40页。

[9] 参见陈旻、陈洁:“证券法的功效分析与重构思路”,载《环球法律评论》2012年第5期。

[10] 参见陆泽峰、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”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷)(上),法律出版社2011年版,第42页。

[11] 参见陆泽峰、王升义:“证券法功能定位演变的国际比较与我国《证券法》的完善”,载上海证券交易所官网“研究出版——上证联合研究计划”栏目,2011年11月。

求。摆脱这一困境的根本途径是使法律符合我国的市场现状,使证券法从以往的“行政监管法”的体系特征转向体现“市场”以及“服务型”法律的特征,然后全面立体地展开《证券法》体系结构与规范内容的再造过程。在该理念下,对《证券法》的结构调整,就应当从过于注重风险防范向保护投资者权益和为创新服务改变。

## (二)《证券法》目的性条款对结构调整的引导

实现“市场法”的实质内容,首先必须在立法目的中有所明确。我国2005年《证券法》第1条规定:“为了规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展,制定本法。”该表述体现了浓郁的行政监管色彩,且其存在两个更深层次的问题:

其一,“维护社会经济秩序和社会公共利益”的含义不够清晰。促进并发展健康公正的证券市场秩序可以从一个侧面维护我国社会经济秩序,但在《证券法》中规定这样的目的性条款却会使《证券法》不堪重负。且证券监管部门在执法中,可能会对上市公司违法行为予以处罚,而严重的处罚甚至在未来可能会引发企业危机。如果将这些企业的其他利害关系人乃至部门或者地方利益都理解为社会公共利益的一部分,则会出现“为了社会公共利益究竟该不该处罚”的悖论问题,造成对市场主体保护上的不公。

其二,“促进社会主义市场经济的发展”在法律语言表达上存在歧义。证券市场或许可能成为我国资本市场的“晴雨表”,但《证券法》本身无法成为促进经济成长的直接工具,而只能是促进我国资本市场深入改革和规范发展的法律保障手段。

因此,将《证券法》的目的性条款修改为:“为保护证券投资者的合法权益,维护市场公正和保障社会主义市场经济的健康发展,制定本法”,更为合理。这样就能体现“市场”要素,而其排列正好体现出《证券法》的首要目的、核心价值以及高层次目标。

## (三)结构调整的主要思路

### 1. “证券发行”制度亟待完善

现行《证券法》未能辐射到整个证券市场的证券发行行为,比如:对不同板块(尤其是创业版)和不同产品未设立不同的发行条件和标

准;未对非公开发行制度作出规定;境外企业境内发行上市存在空白;债券发行制度存在缺陷。<sup>[12]</sup>尤其是,现行《证券法》未对“非公开”发行的概念及相关程序作出规定。而随着“证券”定义的扩展,建议或可参考日本《金融商品交易法》的做法,根据市场风险、流动性风险、信用风险(债务风险)、结算风险的不同,将流动性比较高的证券规定为“第一款有价证券”,<sup>[13]</sup>对于流动性较低的证券定义为“第二款有价证券”(我国台湾地区学者称为“准证券”)。<sup>[14]</sup>对于第一款证券的“募集”,日本法要求只需达到50人;而对于“准证券”则要求达到500人,而且,该500人必须是最终取得证券的人数。<sup>[15]</sup>

## 2. 针对场外交易设立专章

我国现行《证券法》以规范场内交易市场为主,对容量巨大的场外市场的立法基本上处于“空白”状态。换言之,现行《证券法》对证券交易市场的理解仅局限于证券交易所的集中交易,将证券交易关系仅限于场内交易关系。然而,实践中我国存在众多的场外交易情形,已处于监管中的有退市证券的柜台交易市场、公开征求受让人的协议转让市场、司法委托拍卖市场,因不规范经营已被撤销的部分地区的店头市场和网上市场,处于规范边缘的尚有非集中竞价交易的产权交易所、技术交易所等。<sup>[16]</sup>上述现实情况的存在既不利于建立多层次资本市场体系,也不利于我国证券市场的健康发展。<sup>[17]</sup>

为建设完善多层次资本市场体系,更好地满足多样化投融资需

---

[12] 有研究认为,我国可模仿美国公司债券管理制度。参见陆泽峰、王升义:“证券法功能定位演变的国际比较与我国《证券法》的完善”,载上海证券交易所官网“研究出版——上证联合研究计划”栏目,2011年11月。

[13] 该第一款有价证券衍生品的市场交易,外国市场证券衍生品交易以及店头交易,必须按照第一种金融商品交易业的登记标准进行登记(《金融商品交易法》第28条第1款第2项)。

[14] 对于第二款有价证券以及有价证券以外的衍生品交易,只需要满足第二种金融商品交易业的标准进行登记即可(《金融商品交易法》第28条第2款第3项)。

[15] 参见日本金融商品交易法研究会编著:《金融商品取引法制の现代的課題》,日本证券经济研究所2011年版,第47页。

[16] 参见吴弘:“我国证券法调整对象的扩大”,载《政治与法律》2004年第1期。

[17] 参见李响玲、周庆丰:“试论我国场外交易市场法律制度的完善”,载《证券市场导报》2010年第9期。

求的目标,我国应当加快场外交易市场的建设,有必要在借鉴国外先进国家立法经验的基础上,在我国《证券法》修订中设立场外交易专章,<sup>[18]</sup>主要就场外交易中的市场准入制度、交易制度以及信息披露制度等进行规定。

### 3. 强化信息披露规则

为确保“公平、公正、公开”的资本市场环境,在今后《证券法》的修订中,应当将现行法律中散见在各部分的信息披露制度进行整合,并在立法体例上单列成章。这主要是基于如下几方面的考虑:

其一,这符合将证券监管的重心转向信息披露的要求。该章的内容应主要包括:信息披露的基本原则、信息披露的内容和方式、信息披露义务人的范围及责任。同时,可以参照德国《证券法》第五章至第七章,以及日本《金融商品交易法》第二章<sup>[19]</sup>的规定,在该章依次规定:发行(募集与销售)时的信息披露、交易中的信息披露(劝诱行为规制)、发行的核准与注册、企业持续性信息披露(报告书制度和适时披露)、收购时的信息披露、虚假陈述的责任等。

其二,增加简明性要求,即考虑借鉴美国的做法,要求信息披露尽量避免使用过分专业性术语等。

其三,要规范证券信息电子化披露制度。

其四,继续建设和完善上市公司实际控制人信息披露以及大量持股报告制度。<sup>[20]</sup>在此点上,新加坡《证券暨期货法》第七章规定利益披露(§ 130 ~ § 137B)以及有价证券利益登记与实质股东披露的做法或

[18] 参见张元萍、蔡双立:“境外柜台交易市场分析及对我国的启示”,载《北京工商大学学报》(社会科学版)2008年第3期。

[19] 以下为日本法的立法体例:日本《金融商品交易法》企业之信息公开(第3~27条)规定了有价证券之募集或销售时的申报程序、表格、公开说明书之编制内容,及公开说明书记载不实之责任。于新修正第20条、第21条、第21条之三规定了对于公开说明书不实记载损害赔偿责任的计算。第二章之二规定了有价证券公开收购时的信息公开[第27条之2~第27条之22(4)];第二章之三规定了大量取得股票公开制度(第27条之23~第27条之30);第二章之四规定了电子化信息披露处理组织相关程序之例外规定[第27条之30(2)~第27条之30(11)]。

[20] 日本证券交易监视委员会网站对日本证券市场的信息披露违法处罚程序以及标准进行了归纳和简介,可参见<http://www.fsa.go.jp/sesc/support/kaiji-ihan/seido.htm>。

许值得借鉴。

#### 4. 设立“投资者保护”专章

为体现我国《证券法》的首要目的是保护投资者,建议在《证券法》中设立专章对投资者制度予以专门规定。

首先,随着产品结构的日趋复杂,《证券法》必须针对不同风险的证券投资产品进行规制,在产品劝诱和销售过程中规定销售主体的行为规则,例如说明义务。其次,建立投资者适当性管理制度。这是资本市场发展到一定阶段的产物,是资本市场健康发展的重要维护工具。按照通常的观点,投资者适当性管理制度是在金融创新背景下出现在金融市场(主要是资本市场)中的一项规则设计和安排。这里的“适当性”是指“金融中介机构所提供的金融产品或服务与客户的财务状况、投资目标、风险承受水平、财务需求、知识和经验之间的契合程度”。<sup>[21]</sup>这一制度肇始于美国,但至目前才被普遍接受。我国在修改《证券法》时也应将其引入,可以原则性规定投资者分类机制、证券公司的“投资者适当性”义务以及不履行“投资者适当性”义务的法律责任等。而对于具体的规则,可授权国务院证券监督管理机构制定,即结合创业板、融资融券、股指期货等新业务中投资者适当性管理的实践,对风险相对较大、专业知识相对较强的创新产品,进行具体管理。<sup>[22]</sup>最后,还应进一步完善我国的证券投资者保护基金制度。对此,可以借鉴日本《金融商品交易法》的规定,该法主要就投资人保护基金之会员资格、设立及管理、业务范围、财务及会计之处理方式、监督及解散事由等进行比较详细的规范。

#### 5. 强化证券法的责任机制

##### (1) 对民事责任条款进行补缺

现行《证券法》第232条规定:“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和交纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任。”可见,我国理论界和实务界很早就意识到了民事责任对投资者保

[21] 曾洋:“投资者适当性制度:解读、比较与评析”,载《南京大学学报》(哲学社会科学版)2012年第2期。

[22] 参见徐明:“进一步修订和完善《证券法》,促进证券市场可持续发展”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第39页。

护具有极高的重要性。但纵观《证券法》的全部条文,关于民事责任的规定非常之少。

如前所述,此次《证券法》修改应该以保护投资者为首要目的,以切实维护市场公正为核心价值观。在一定程度上应借鉴日、韩等国的先进立法经验,特别是在法律中明确内幕交易、操纵市场等证券违法行为发生时的民事责任。例如,日本《金融商品交易法》第二章第20条、第21条之二、第21条之三的规定<sup>[23]</sup>以及德国《证券交易法》第七章§37b~§37c的规定。

### (2)对行政责任条款进行强化

我国证券法律的许多责任规范条款与表述行为构成的条款相互脱节,<sup>[24]</sup>外加行政处罚准据条文中规定的行政责任大多与证券违法行为的性质不符,造成了行为后果和处罚力度的不平衡,并导致了行为人“宁交罚款也不守法”的冒险心理。对此,首先应综合考量违法行为对市场的影响,从危害程度和行为主体的主观方面把握违法行为性质,恰当规定违法行为的行政责任。其次,应加大行政处罚力度,增强违法成本,发挥法律的威慑作用。<sup>[25]</sup>

### (3)对刑事责任规范进行细化

我国现行法律对证券犯罪的规范过于笼统,法官的自由裁量权过大,对此应当细化并严格执行。以内幕交易罪为例,《刑法》第180条第1款规定,证券内幕交易犯罪“情节严重的,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金;情节特别严重的,处五年以上十年以下有期徒刑,并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。单位犯前款罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处五年以下有期徒刑或者拘役”。仔细分析该条

[23] 该条文规定了对于虚假记载损害赔偿责任的具体计算方法:当财务报告有虚伪记载等事实公开后,于该事实公开日前一年内取得有价证券,且至公开日止持续持有该证券者,得以事实公开日前一个月该证券市场价值平均值之金额,作为其因虚伪记载等所生之损害额。请求权人若能证明损害超过该项损害赔偿额的推定,可依第21条之一第1项规定,于不超过该项规定的上限额度内,请求损害赔偿。

[24] 譬如,《证券法》第193条规定了上市公司违法信息披露的行政责任,但未能区分发行信息披露违法和持续性信息披露违法。

[25] 参见高基生:“证券行政处罚证明标准探讨”,载《证券市场导报》2007年第1期。

文,可以发现其存在以下问题:首先,情节问题应该放在《证券法》的框架内进行探讨更为合理;其次,以“违法所得”作为罚金刑的衡量单位并不利于投资者保护;再次,“一倍以上五倍以下”的裁量权规定未免有些过宽,应当予以细化;最后,对法人的罚金应明确,甚至可以考虑在一定情形下对直接负责的主管人员和其他直接责任人员也处以罚金。

### 三、证券监管模式的转变

#### (一)当前证券市场机构监管模式存在的问题

自2003年银监会成立后,我国金融业分业经营、分业监管的体制正式形成。在该体制下,各监管部门的职责划分以机构监管为标准,对不同金融机构从事的金融业务由不同的监管部门负责监管。但是,随着金融业的快速发展,该体制逐渐暴露出了一些问题:

其一,容易破坏不同性质的金融市场主体间的公平竞争。在机构监管模式下,经营同类金融业务的不同金融机构由不同监管部门采取不同的监管规则、监管手段和监管标准实施监管。这样有些金融机构就能从差别监管中获得特殊的竞争优势,从而破坏了金融市场上公平竞争的基础。

其二,容易产生监管套利。在金融创新推动下,当形式上不同业务种类的金融机构所提供的金融服务在经济功能上有相互替代的可能时,机构监管模式就很容易受到金融机构的规避,从事混业经营的金融集团可以通过将某项业务或产品转移到受监管最少或者监管成本最低的下属机构,寻求监管套利。

其三,容易造成监管重叠、监管空白以及监管资源的浪费和低效。随着业务管制的放松以及金融创新的不断推进,各金融机构原本形式上的业务种类界定日益模糊,监管机关的管辖权限也就难免出现相互重叠;而对于非正规金融主体从事的金融活动往往也难以进行有效监管,产生监管空白。此外,在机构监管模式下,为实施对被监管机构的有效监管,不同监管机构内部都必须安排职能或性质相同或相似的业务部门,这就造成了监管资源的浪费和低效。

其四,容易抑制金融创新。由于机构监管模式很难对跨行业的金融创新产品实施有效监管,为了保障金融市场的安全,防范金融风险,各个监管机构往往容易通过严格的监管手段限制金融创新。

其五,容易造成监管协调性的不足。目前,混业经营的金融控股公司在我国不断出现。在对金融控股公司的监管上,尽管会根据其主要业务确定主监管机构,但是,当主监管机构需要其他监管机构协助时,因三个机构地位平级,很难协调与配合。尽管现在有联席会议制度,但仍存在沟通不足和信息共享度低等问题,影响监管的有效性。

## (二)域外代表性国家证券监管模式的分析

面对金融业的创新和发展,世界主要资本市场国家大体形成了三种监管模式:

### 1. 统一监管模式

该模式对于不同的金融行业、金融机构和金融业务,不论是审慎监管,还是业务监管,均由一个统一的超级监管机构负责,这个机构或是由中央银行担任或是由单独成立的金融监管局来担当。英国是该模式的典型代表。

该模式的优势在于:其一,能够获得“监管规模经济”。单一监管者不仅可以节约监管机构运行成本,而且权力相对较大,在降低监管部门协调成本的同时,能够更为充分地共享信息资源。其二,可以避免监管机构行使职权时出现管辖重叠或者管辖空白。其三,适应性强。较之分业监管,集中监管更能适应金融创新和金融业综合经营发展的需要,能够快速适应新金融业务。其四,更有利于防范金融风险。由于不同领域的金融产品和服务逐渐融合化,各监管机构不容易发现融合业务中的潜在风险,而将金融监管权集中在单一的监管机构可以较为清晰、准确地了解风险。

然而,该模式也有弊端,主要是可能出现监管权力的过度集中,一定程度上会导致监管垄断,缺乏监管竞争,还可能引起执法权行使者的懈怠,使监管机构不能及时回应市场发展的需求;同时,由于金融市场的各种监管职责之间可能性质不同,需要采取不同的监管理念,特别是市场监管与审慎监管在性质和方式上存在重大区别,由同一机构监管容易导致内部监管理念的冲突,顾此失彼。上述担心并非没有道理。

事实上,英国的统一监管模式目前也正进行着改革。2008年的金融危机让人们开始质疑以金融服务管理局为核心的统一监管体制的有效性。2010年,英国宣布了新一轮的金融法律制度改革。新的《金融服务法》于2012年12月获得通过,并已生效。新法从两个层面对英国金融监管体系进行了改革:首先,英格兰银行作为中央银行,从宏观层面对金融体系的监管权力得到扩张。新法在英格兰银行内部创设了一个“金融政策委员会”,由其负责监控可能影响整个金融体系稳定性的风险因素。其次,原来的金融服务管理局被拆解为两个独立的监管机构,即审慎监管局和金融市场行为监管局。前者从属于英格兰银行,负责对各类金融机构的风险控制和管理活动进行持续监管,以便能够更积极、及时地采取具体的监管措施来维持金融机构的审慎、安全运营;而后者作为独立机构,负责监管所有金融企业的商业行为,以实现“市场诚信”、“消费者保护”和“良性竞争”三大目标。<sup>[26]</sup> 由英国的改革可以看出,统一监管模式的有效性正在面临挑战。

## 2. 多头监管模式

该模式是根据金融业内机构主体或其业务范围的不同,在银行、证券和保险等金融业务领域内分别设立专职的监管机构,负责对各自行业的监管。分业监管模式根据“业”的标准不同,又可分为机构监管模式和功能监管模式,前者是根据金融机构性质进行的区分,后者是根据金融业务和功能进行的区分。<sup>[27]</sup> 在金融分业经营条件下,因为银行、证券、保险甚至信托机构都只能局限在各自的行业范围内经营,因此,实行分机构监管事实上等同于实行分业务监管。但是在金融混业经营的背景下,不同金融机构之间的传统业务界限变得越来越模糊,“盯住”特定的金融企业未必能够实现对一定金融行业的监管,经营范围

[26] 参见陈向聪、滕凡:“英国金融监管体制改革立法及对我国的启示”,载《海峡法学》2011年第3期;Marcus Killick, “Twin peaks” – A New Series or A New Chimera? An Analysis of the Proposed New Regulatory Structure in the UK, *Comp. Law.* 2012, 33 (12), 366 – 382.

[27] 不管是功能监管,还是机构监管,监管区域都相对隔离,监管机构都数量众多,只是监管职能的划分标准不同而已,因此,这两种监管模式可以统称为“多头监管”。参见黄辉:“金融监管现代化:英美法系的经验与教训”,载《广东社会科学》2009年第1期。

的调整与固有的盯住“金融机构”的监管方式存在明显冲突,此时,“功能监管”就开始与“机构监管”分离,且变得极为必要。

多头监管模式的优势主要体现在:其一,由不同的专业监管机构负责不同金融领域的监管,具有专业化优势,有利于提高监管质量。其二,分业监管能够根据不同金融行业的特殊性,区别对待不同的金融机构或金融业务,确定相应的监管标准和要求,采取适当的监管手段和措施,从而有针对性地防范金融风险。其三,不同监管机构会形成彼此制约、相互竞争的局面。在外部竞争的压力下,各监管机构为了赢得金融消费者的信心,会不断改善监管手段,提高监管效率。

当然,该模式也有不足之处,主要缺陷在于会导致监管权力的争夺或推诿,进而可能出现监管重叠或空白;此外,还可能存在监管信息沟通机制的欠缺、监管的协调性差等问题。

### 3. 双峰监管模式

该模式对金融市场设置了两类监管机构:一类负责对所有金融机构进行审慎监管,控制金融体系的系统性风险;另一类负责对不同金融业务的微观监管。因而,该模式也被称为双头监管模式,介于统一监管和多头监管之间。澳大利亚是该模式的典型代表。

该模式的优势在于:其一,相对于多头监管模式,其不会出现没有监管机构对被监管者整体负责的问题。对于一个金融机构,其经营活动由业务监管者监管,其稳健运营和系统风险由审慎监管者监管,因此做到了市场风险和业务风险的全覆盖。其二,相对于统一监管,其不存在监管者内部审慎经营的目标和业务经营目标之间的冲突,由于各监管机构独立监管,不必顾忌对方监管职责,因此在监管执行上更有保证。当然,双峰监管模式也有不足,即同样存在监管权力过度集中,一定程度上可能会导致监管垄断,缺乏监管竞争的问题。

#### (三) 影响证券监管模式选择的考量因素

上述三种监管模式各有优劣。在进行制度选择时,应从本国证券市场乃至金融市场的发展现状出发,结合监管制度的理念、监管体制的形成及改革成本等多种因素,选择出最适合本国证券市场的监管模式。

其一,证券市场乃至金融市场的发展现状。从域外典型国家金融业的发展来看,尽管混业是当前各国金融发展的主流,但混业的组织形

式和混业程度并不完全相同,进而对监管机构的要求也就会不同。目前,各国金融混业的组织形式主要包括德国的全能银行、英国的金融母子公司和美国的金融控股公司三种。前两者是整合程度较高的混业经营形态,风险的传染性强,所以监管机构之间加强协调的要求也较高,要求建立相对集中统一的监管机构;而后者的整合程度相对较浅,利益冲突和风险传染等问题不及前二者突出,因而可适合多头监管。<sup>[28]</sup>就我国当前金融混业的发展现实来看,较多采取的也是金融控股公司的模式。

其二,监管理念的选择与确定。监管理念是证券监管模式选择的逻辑前提。从目前各国证券监管制度的发展来看,如下三个理念极为重要:一是更加注重防范证券市场的系统性风险。这已在美国《多德—弗兰克法案》以及次贷危机后欧洲金融监管体制的改革中予以诸多体现。二是更加注重保护投资者利益。韩国在2009年的《资本市场整合法》中,便加强了这一方面的立法,例如引进“适合性原则”、“利益冲突防止体制”、扩大内部交易的禁止对象以及内部人的范围,等等。<sup>[29]</sup>三是更加注重监管制度的成本与效率,强调监管体制设计的科学性与合理性。

其三,监管体制的依赖及改革成本的考量。任何制度变迁都有明显的路径依赖。以美国为例,美国的双层多头监管体系是美国近百年金融发展史中自然形成的。这既是监管业务上的需要,也是联邦政府与各州权力分配和权力制衡的结果。而美国的民主政治也使得任何一个重大改革都需要国会经过长时间的讨论达成共识,因而,对原有金融监管体制做彻底变革是极其困难的。为此,美国回应混业挑战的方式自然是对原有体制进行改良,一方面继承了大危机以来形成的分业监管的架构;另一方面,规定美联储为金融控股公司的监管机构,从而形

---

[28] 参见鹿小楠:“混业经营下金融监管体制发展趋势与选择”,载《商业时代》2007年第2期。

[29] 参见朱黎霞:“韩国证券市场投资者保护:经验与启示”,载《中国证券报》2013年2月25日。

成了功能监管基础上的“伞型监管”体制。<sup>[30]</sup>

#### (四) 功能监管模式在我国的确立与补正

在综合考量上述三个因素后,我国不少学者认为,尽管从长远看我国应当采纳统一监管模式,<sup>[31]</sup>但目前并不适宜一步到位。<sup>[32]</sup>改多头监管中的“机构监管模式”为“功能监管模式”,同时,借鉴美国的做法,在多头监管中,设置伞形结构,构建出一个多头监管机构之上的伞形监管者可能是一种较好的折中选择。<sup>[33]</sup>

##### 1. 功能监管模式的合理性分析

功能监管是依据金融服务或产品基本功能而设计的监管模式。凡是同一业务活动,不管由谁来做,均归一个监管机构监管。在这一框架下,金融监管关注的是金融机构的业务活动及其所能发挥的基本功能,并以此为依据设计监管结构和监管规则,实行跨产品、跨行业、跨市场的监管。该模式的优势在于:

其一,能够实现专业监管的效率。<sup>[34]</sup>现代金融市场瞬息万变,金融产品纷繁复杂,很难有一个监管机构能够拥有全面监管所有金融业务和金融活动的人才、资源和专业知识。在此情况下,把特定类型的金融业务置于对该业务最熟悉、最有经验的监管机构的监管之下就有其合理性。

其二,能够适应不同金融服务和产品的监管理念。在金融机构跨

[30] 参见鹿小楠:“混业经营下金融监管体制发展趋势与选择”,载《商业时代》2007年第2期。

[31] 参见曹凤岐:“改革和完善中国金融监管体系”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2009年第7期。

[32] 参见郭峰:“大金融视野下的证券监管理念和证券法修改路径”,载《中国证券报》2012年6月11日第A17版;刘晓星:“金融监管模式选择——从牵头模式向统一监管模式的过渡”,载《现代财经》(天津财经大学学报)2012年第10期;郭田勇:“国际金融危机对我国金融监管模式选择的启示”,载《甘肃金融》2009年第9期;刘晓纯、王颖:“论我国金融监管协调机制的完善”,载《现代财经》2009年第12期;任碧云、郭昱:“论金融业综合经营趋势下的监管模式选择”,载《现代财经》2007年第7期。

[33] 参见巴曙松:“主要监管模式对中国金融监管改革的启示”,载《中国经济时报》2012年10月8日。

[34] See Stigler G J. *The Theory of Economic Regulation*, *The Bell Journal of Economic and Management Science*, 1971, 2.

业经营的背景下,同一金融机构可能会从事着性质和特点上大相径庭的不同金融业务,而与这些业务相关的监管理念也可能大为不同。在机构监管模式下,这种不同会抑制金融产品和服务的创新,也不利于金融消费者的保护。以我国商业银行个人理财业务为例,银监会对该业务的监管一直是以风险管理的有效性为基本。这与银监会注重审慎性,关注银行的安全和稳健经营的监管理念一脉相承。但在银行理财产品遭遇因“零收益”、“负收益”而引发的各种争议之后,监管者发现理财产品市场中存在的一个重要问题是产品的复杂程度与投资者的风险承受能力不匹配。自此,银监会更加重视投资者权利的保护。

其三,更有利于金融创新。功能监管关注的是金融产品与服务的基本功能。据此设立相应的监管机构和监管规则,能够有效解决有关金融创新产品的监管权力和监管责任归属问题。监管层不必再通过限制金融产品创新的方式来维护金融业的安全,从而促进金融创新。

其四,可以有效防止监管套利。按金融行为划分监管界限,能够为金融市场的供需双方带来监管规范的一致性和连续性,促进市场的公平。

其五,具有灵活性和良好的适应性。传统的机构监管模式把现有的金融机构看做既定不变的,其关注的监管目标是,如何使现有的金融机构能够生存和发展下去;而功能监管则把注意力集中在最有效地实现金融体系的基本功能上,具有一定的超前性和预见性,它可以把名称不同但具有相同功能的金融机构置于同一监管机构的监管之下。

其六,有助于平稳推进我国金融制度的转变。经过多年的金融监管体制改革,我国已经形成了较为完整的分业经营、分业监管体制。目前,希望通过一部立法就改变既有的金融监管权力格局,甚至采取统一监管模式,无疑是非常困难的,也是不现实的。而功能监管模式则可以在监管体系没有太大变革的情况下推动金融制度的转变,在推行新的金融监管制度的同时,比较顺利地与既有监管权力实现协调。这种平稳的机制转变有利于市场稳定。<sup>[35]</sup>

---

[35] 参见黄辉:“金融监管现代化:英美法系的经验与教训”,载《广东社会科学》2009年第1期。

## 2. 功能监管模式的补充机制

尽管功能监管模式具有诸多优点,也是当下《证券法》修改的基本方向。但任何事物都不是完美无缺的。功能监管模式也有不足之处,需要其他监管机制对其进行补充和修正。

从目前域外的实践来看,功能监管模式可能存在如下问题:其一,功能监管更偏重于金融产品或业务的微观层面,缺乏一个机构为金融机构整体的审慎性监管负责,因而无法识别被监管对象所面临的总体风险和全社会的系统性金融风险。在这种情况下,金融机构整体的审慎性监管可能会出问题。其二,容易产生功能监管的滥用。一些监管部门名义上实施功能监管,实质上却可能是将其作为扩大该部门管辖范围的手段,把许多并不属于自己监管的业务纳入管辖势力范围,与此同时,各金融机构也可能假借功能监管为名,力图让自己向监管较松、限制较少的领域靠拢,规避监管和干预。<sup>[36]</sup>其三,功能认定的困扰。随着融资技术的不断发展,在一些新形态的金融商品中,银行活动、证券活动和保险活动相互融合,彼此间的区别变得模糊,金融产品难以确切地归入一种特定功能,随之监管机构也就难以认定。

正是因为功能监管存在上述不足,因而需要制度补充和修正。目前,美国的“伞形监管”模式对我国具有较大的借鉴意义。<sup>[37]</sup>在该监管机制中,金融控股公司的各子公司根据所经营业务的种类接受不同行业监管机构的监管,美国联邦储备理事会作为金融控股公司伞状监管者,负责评估和监控混业经营的金融控股公司整体资本充足性、风险管理的内控措施和程序的有效性等。经过次贷危机后,美国的“伞形监管”进一步加强了美联储的监管权。2009年6月奥巴马政府提案了“金融改革白皮书”,并于2010年获得参众两院的通过。“白皮书”分别从金融机构监管、金融市场监管和救市措施三个方面全面恢复和扩大了美联储的监管授权。随后出台的《多德—弗兰克法案》也集中反映了这种改革趋势,将所有“系统重要性金融机构”一起纳入其审慎监

[36] See Howell Jackson, *Regulation in a Multi - sectored Financial Services Industry: An Exploratory Essay*, Harvard Law School. Discussion papers 8 /99, 1999: 193.

[37] 参见黄辉:“金融监管现代化:英美法系的经验与教训”,载《广东社会科学》2009年第1期。

管范围。从上述美联储的扩权可以看出,美国监管当局对混业经营监管思路的变化,即由强调市场纪律、关注局部微观风险到重视金融体系整体的系统性风险,强调宏观审慎监管。<sup>[38]</sup>

在我国,尽管2004年银监会、证监会和保监会通过了《三大金融机构金融监管分工合作备忘录》,建立了“监管联席会议机制”。但由于这种协调机制只是以《备忘录》为基础来建立,而按照《立法法》,《备忘录》只属于部门联合规章,在效力层级上存在诸多问题。因此,由三个没有行政隶属关系的机关以《备忘录》的形式为自己和对方设置权利和义务缺乏组织法上的充分依据。而同时,作为协商过程的谈判,可能会因三方各自的利益而无法达成一致意见,致使有效监管更加困难。此时,美国的“伞形监管”模式为我们弥补多头监管的不足提供了解决思路。今后,我国也可以构建一个“伞形监管者”,由其负责对金融业的宏观审慎监管,同时协调各个监管机构。对于这个“伞形监管者”的选择,学界和实务界有多种观点。较多的主张由中国人民银行担任;<sup>[39]</sup>也有的主张由银监会担任;<sup>[40]</sup>还有的主张单独组建金融监管协调委员会,<sup>[41]</sup>等等。在我国现行监管体制下,相较而言,由中国人民银行担任可能较为合适。事实上,我国对该模式也已开始逐渐认可。2008年7月颁发的《中国人民银行主要职责内设机构和人员编制规定》第2条“主要职责”第7项就规定,中国人民银行“负责会同金融监管部门制定金融控股公司的监管规则和交叉性金融业务的标准、规范,负责金融控股公司和交叉性金融工具的监测”。当然,由于由谁来担任“伞形监管者”牵涉的不仅有《证券法》,还有《中国人民银行法》、《商业银行法》、《保险法》等,因此,在立法技术上还需要深入论证和分析。

[38] 参见马君潞、常殊昱:“美联储权力结构变迁与混业经营监管的发展趋势”,载《金融论坛》2012年第1期。

[39] 参见刘晓星:“金融监管模式选择——从牵头模式向统一监管模式的过渡”,载《现代财经》(天津财经大学学报)2012年第10期;刘晓纯、王颖:“论我国金融监管协调机制的完善”,载《现代财经》2009年第12期;匡桦、张俊超:“风险监管和而不同——兼论‘伞形监管’趋势”,载《金融发展评论》2012年第3期。

[40] 参见李艳:“论我国金融监管模式的现实选择”,载《武汉金融》2008年第6期。

[41] 参见黄德权、苏国强:“从金融分业监管向混业监管的新模式”,载《经济导刊》2006年第7期。

## 四、证券跨境交易监管的制度补正

随着证券跨境交易的不断发展,我们的制度设计应如何防止跨国资本流动对本国造成的不利影响,从而实现证券市场开放和法律监管的良性循环?如何解决不同国家之间对跨国上市监管的法律冲突?如何准确区分对待境内企业境外上市与境外企业境内上市监管上的差异性问题都亟待明确,并在《证券法》修改的过程中予以规定。

### (一) 境内企业境外上市的监管

企业境外上市又被称作海外上市、跨境上市。在现行法律监管框架下,我国境内企业到境外发行上市主要可采取两种方式,即直接上市和间接上市。<sup>[42]</sup> 相应的监管框架也是以这种划分标准为基础建立起来的。

#### 1. 境外直接上市监管

##### (1) 监管制度的现状分析

在我国,随着实践的不断发展和对境内企业境外上市认识的不断深入,以《证券法》为基础,境外直接上市的监管框架从无到有,逐步建立并完善起来。总括起来,现行关于境外直接上市的监管规范体系包括三个层次,即《证券法》(基本立法和监管依据);1994年国务院制

[42] 按照学者的观点,直接上市是指境内注册的股份有限公司发行境外上市外资股并到境外上市,它们多是中国和行业中的大型骨干企业,特别是国有大中型企业。这些企业多是符合国家规定的特定的境外上市条件,并且完全经过境内证券监管机构批准,然后获得境外上市地的证券交易所和证券监管机构批准后上市。境内企业采取直接上市方式的企业多是在香港上市,同时采取存托凭证的方式在美国乃至全球其他国家进行两地或多地上市。间接上市是指境内企业先外资产化,再到境外上市地申请获准上市。这里又分为两种方式:第一种是国有企业或国有股权经过国务院或视情况经过监管机构批准,在境外注册,在香港上市,其业务和利润来源主要在境内,并且由中资控股(通常高于35%)。人们把它简称为“大红筹股方式”。第二种是民营企业先以股东(境内居民)个人名义在境外注册公司,再通过境外公司融资后,反向收购境内企业的股权或资产,将其变更为外商投资企业,然后以境外公司名义申请在境外上市。人们把它称为“小红筹股方式”。参见刘李胜:“中国企业境外上市背景与经验”,载《中国金融》2012年第15期。

定的《关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》(境内企业境外上市的基本制度框架得以确立);以《香港创业板上市指引》、《境外主板上市通知》、《必备条款》等为代表的其他规范性文件。梳理这些规范性文件所规制的相关内容,从调整事项来看,可进一步划分为发行上市、持续监管、公司治理与规范运作、外汇管理等四个模块。<sup>[43]</sup>

## (2) 监管面临的问题剖析

我国目前针对境内企业境外上市的监管框架、具体制度以及相关实践存在不少问题。对大多数中小型企业而言,其所试图搭建国际资本平台的通道并不顺畅。具体而言,问题主要体现在以下几方面:

第一,现有的监管框架不尽合理。主要表现出如下缺陷:首先,有的领域中的监管权限形同虚设。从国际私法等相关理论上讲,跨境上市活动应当同时受到发行人本国法和上市地国法的双重调整:涉及《公司法》的事项应主要适用发行人“本国法”,涉及证券法的事项应主要适用“上市地国法”。其次,现有规范散乱、杂多,不利于规范的有效适用和援引。最后,部分规范性文件略显陈旧。随着情况的不断发展和变化,新的规范性文件陆续出台,但在这一过程中,原有的规定并没有完全被废止,易造成适用方面的混乱。

第二,跨境监管的效率及透明度不高。这主要体现在如下几点:监管内容繁多,监管审核程序冗长;部分规定过于弹性,自由裁量余地大;基于某些特殊考虑,往往以政策的名义限制境外上市。

## (3) 监管制度的改进举措

针对以上问题,结合国外有关境内企业境外上市监管的相关经验,建议从以下几个方面入手,统筹改进境外直接上市监管工作:

第一,从宏观角度,优化监管重点,构设合理、科学的监管框架。一方面,对包括涉及境外发行上市条件和程序的规范性文件进行梳理和整合;另一方面,结合我国政府对境内企业境外上市的基本态度,确定境内主管机构之间合理的联动与合作机制,实现监管机构间的高效互动,并着力提高监管效力,提升境内企业境外上市的审批效率。

---

[43] 参见刘秩:“境内企业境外直接上市:亟需明晰的监管框架和明确的监管标准”,载《国际金融研究》2010年第10期。

第二,从微观角度,着重改善如下几方面:首先,结合鼓励境内企业境外上市的基本精神,找出并剔除那些与该精神相悖且给企业境外上市增加“重担”的不合理性规定,为形成合理化、体系化的监管规则提供制度保障。其次,逐步放宽上市条件,降低净资产、税后利润以及预计融资额等方面的要求。再次,根据境外直接上市监管的基本精神与宗旨,废除以保护境外投资者利益为出发点的规定或者制度,如争议解决和法律适用制度、类别股东制度等。最后,鉴于境外上市企业的持续信息披露由境外上市地证券监管机构或者证券交易所负责进行监管,建议及时修订《信息披露若干意见》。

第三,根据中央“简政放权”的基本精神,逐步合理简化或者规范行政许可程序,同时,不断增强监管工作透明度。在这一方面,可以采取的有效措施包括:首先,在取消“456”条件的基础上,基于鼓励境内企业境外上市的指导精神,逐步取消其他行政许可项目或者简化其他行政许可项目的审核程序。其次,在修订整合《境外主板上市通知》等规定并制定体系化的行政法规过程中,确立合理、科学、准确的相关标准,明确各项行政许可的审核标准、申报文件和审核时限等,建立公平、公正的行政许可程序。最后,尽量减少借助监管对境外上市企业不合理、不必要的干预。<sup>[44]</sup>

第四,建立境内外监管机构的长效合作,逐步完善跨境合作监管机制。对于境内企业境外上市而言,由于公司诸多经营行为发生在境外,因此对其行为的监管也多发生在境外。在这种情况下,保持境内外监管机构间的合作对于保证监管质量来说至关重要。因此,针对跨境监管问题,境内外机构之间应当建立双边、多边甚至区域化的常态合作机制,彼此之间应为对方调查相关资料提供方便,保证监管的顺畅进行。

## 2. 境外间接上市监管

### (1) 监管制度的现状

通过考察我国境内企业境外上市的发展历程就会发现,境外间接上市监管框架经历了一个从无到有、从简单到复杂的演变过程。而且,

[44] 参见刘轶:“境内企业境外直接上市:亟需明晰的监管框架和明确的监管标准”,载《国际金融研究》2010年第10期。

这一监管的框架独立于境外直接上市的规范框架。在“大红筹”与“小红筹”<sup>[45]</sup>上市监管分立的格局中,前者同时适用国务院1997年发布的《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》和2006年商务部等部门联合发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》两个规范性文件,而后者则仅适用《关于外国投资者并购境内企业的规定》。从目前的规定来看,现有的规范体系已较为全面,覆盖了境外间接上市的各项操作环节,包括在境外设立特殊目的公司、特殊目的公司取得境内企业的控制权以及特殊目的公司境外发行上市等。并且,相关监管事项的审批层级较高,监管权力大部分集中在国务院主管部门的层级上。这种监管权力的配置格局便于国务院有关主管部门之间的沟通、协调,确保有效监管。<sup>[46]</sup>

## (2) 监管存在的问题

尽管针对不同种类的间接上市企业制定不同规则的做法具有相当的针对性,可以在很大程度上实现细致化规制,但在实践中,随着间接上市规模的不断增加,相关问题也逐步暴露出来:

第一,“双轨制”监管框架的模式不合理。基于“大红筹”和“小红筹”两种不同上市类型,分别建立不同的监管规则,在现实中存在的问题越来越多:一方面,这一做法的前提存在模糊性,“大红筹”和“小红筹”之间在区分上没有严格的界限,导致它们之间的区分变得越发模糊。更为重要的是,这一区别对待的做法严重挫伤了“大红筹”和“小红筹”上市的平等性与公平性。

第二,监管范围不周延,存在监管“盲区”。现行的《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》和《关于外国投资者并购境内企业的规定》两个规范性文件作为《证券法》的下位法,并没有为所有境外间接上市情形设定相应的监管要求。

第三,现行规定存在缺陷,往往导致适用不当。由于监管机构制定

---

[45] 境内企业境外间接上市时,境外企业取得或者控制中国境内企业的权益(形成“红筹架构”)后,以该境外企业为主体在境外发行证券或上市。以境内企业的所有制性质为标准,境外间接上市可进一步区分为“大红筹”上市和“小红筹”上市。

[46] 参见刘轶:“财务信息造假漩涡中的中国企业境外间接上市监管:历史和前景”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第349~350页。

的规范性文件在制定时,有的地方考虑不周,因此往往存在缺陷。在这一情况下,“漏洞”往往被利用。

第四,境外间接上市监管制度与境外直接上市监管制度存在错位,容易产生监管套利空间。

第五,监管规范位阶较低、监管标准弹性空间较大、监管执法的透明度较差。一方面,有相当一部分监管规定的效力层次较低;另一方面,由于制定规范性文件的部门较多,各监管部门从自身监管职能出发制定相应的规范,在制定过程中,相关标准并不具体,造成弹性空间极大的局面,不利于规范的准确适用。

### (3) 监管机制的完善

针对境内企业境外间接上市监管制度存在的问题,可以从以下几个方面予以改善:

第一,统和境内企业境外直接上市与间接上市的规范框架,制定一体化的监管法律规范。今后,可以在已经颁布的相关规范的基础上,在国务院层面制定关于境内企业境外上市的监管行政法规,统一上述两种境外上市的监管制度。

第二,合理配置监管权力,建立跨境监管的协调机制。一方面,在境内形成对境外企业上市以一监管部门为主,其他部门予以配合的联合执法机制,以提高公司申请境外上市的效率;另一方面,在境内外监管机构联合监管方面,创设常态化的监管合作机制,以清除跨境监管过程中存在的“盲区”与“死角”。

第三,增强监管标准和监管实践的透明度。

## (二) 境外企业境内上市的监管

### 1. 境外企业境内上市的实践

2009年4月,国务院发布了上海建设国际金融中心和国际航运中心文件,提出在2020年上海要建成国际金融中心。此后,扎实推进国际板建设成为上海证券交易所的重要目标。2012年,国家发改委正式印发《“十二五”时期上海国际金融中心建设规划》,明确推进上海证券交易所市场国际板建设,支持符合条件的境外企业发行人民币股票。

根据现有的资料,目前学术界围绕境外企业境内上市的模式探讨一般集中在以下几种:第一,存托凭证模式,即CDR模式;第二,直接

发行 A 股,即 IPO 模式;第三,在境内设立一个空壳模式,即联通模式。三种方式中,与发行 CDR 模式和联通模式相比,IPO 模式最大的优势在于其操作过程简便,发行成本较低,同时也不存在较大的法律上的障碍,是境外企业境内上市的首选方式。

## 2. 监管面临的挑战

境外上市企业具有广泛的国际性、离岸性和“两头在外”等特征。正是这些特殊性,给境外上市企业的监管带来了一系列挑战:

第一,企业境外上市赋予了更多国家(地区)以监管根据,从而使得对企业境外上市的监管趋于复杂化。当境外上市作为现代国际融资的主要手段,对其进行监管已不同于传统意义上的国际金融监管。境外上市企业的股票在上市地挂牌交易,为维护投资者利益,自然要接受其上市地法律的监管。

第二,境外上市企业融资结构的复杂性直接增加了有效监管的难度。相对而言,国外的公司融资结构以及融资方法比较复杂,很多问题在国内没有出现或者关注较少。在这样的情况下,允许境外企业境内上市,就会遇到诸多前所未有的困难和矛盾。对于特殊类型的运作方式,我们应当提前予以充分的了解和学习,否则就会因为立法上的疏忽而造成监管的缺位。

第三,法律适用中的冲突对境外企业境内上市的规范运作造成了一定的障碍。如学者所言:“境外公司作为境外法人,要受其属国法的约束,同时,境外公司因发行上市等行为在我国境内,还需遵守行为地法即我国境内法律。”<sup>[47]</sup>如果没有各国证券监管部门的协作,仅仅依靠各国政府之间正式的司法互助,跨国界监管的有效执行是较为困难的。<sup>[48]</sup>

## 3. 监管问题的对策

首先,规范并完善相关立法。针对境外企业境内上市问题,制定合理、全面的规则至为重要。对此,有学者分析到:“我国应和发达国家

---

[47] 郭洪俊:“境外公司发行 A 股的法律适用问题研究”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第 1 卷),法律出版社 2009 年版,第 209 页。

[48] 参见杨宏:“中国公司境外上市法律监管研究”,西南政法大学博士学位论文 2006 年,第 19 页。

的做法一样,首先强化自己的单边法律监管模式,再在此基础上加强国际合作监管。”<sup>[49]</sup>在这一方面,从国内角度来看,主要应从以下两个方面着手:第一,在《证券法》修改时,增加有关外国公司的冲突法规范。<sup>[50]</sup>如果详尽规则无法全部体现在《证券法》中,比较可行的做法是,由《证券法》做出原则性规定,同时授权证券监督管理机构制定详尽的外国公司冲突规范。第二,由国务院证券监督管理机构制定详尽的境外企业境内上市的管理办法,同时对证券交易所有关外国公司上市的上市规则进行适当的修订。

其次,建立跨境监管合作机构,确立常态化的合作机制。由于证券的交易行为已由一国进入另一国,证券的交易行为实际上已经常常由两国甚至多国依据其各自国内法律的域外效力行使监管,因此监管冲突也就不可避免。这种冲突表现在管辖权、监管实体法和监管调查执行三个方面。其中积极冲突使得证券跨境交易的风险加大,而消极冲突又造成证券跨境交易规避法律监管现象泛滥。鉴于此,各国有必要在行使各自管辖权的同时加强证券国际协调监管。<sup>[51]</sup>

综上所述,在证券跨境交易监管中,应当着重于境外企业境内上市的监管,并完善相关制度。针对这一问题,有学者认为应当设立专章,专门规定证券跨境交易过程中可能会遇到的问题。我们认为,采用设立专章的方式,可能并没有太多的条文,从而造成这一章内容与其他章内容上的不协调。事实上,除了几个原则性的规定之外,更多的有关跨境监管的问题实际上可以分配在每章之中。而这几个原则性的问题可以在总则中做出规定。当然,无论采用怎样的规定模式,在证券跨境交易监管领域中,应当明确规定如下基本问题:境外企业的相关规定、境外投资的相关规定、境外经营机构的相关规定、证券跨境监管合作制度及相关权限、信息披露制度以及相关的交易规则等。

[49] 邱润根:“证券跨境交易的监管模式研究”,载《当代法学》2006年第3期。

[50] 这一做法的意义在于:现行《证券法》对证券交易行为的监管有民事、行政、刑事责任追究制度,只是这些制度由于缺乏域外效力而无法对证券跨境交易性进行监管而已。参见邱润根:“证券跨境交易的监管模式研究”,载《当代法学》2006年第3期。

[51] 参见邱润根:“证券跨境交易的监管模式研究”,载《当代法学》2006年第3期。

## 五、证券法与相关法律的关系及联动修改

### (一) 证券法与公司法之间的关系

世界各国关于证券立法有两种立法体例。一种是将证券法作为公司法的延伸和发展,证券制度是公司法的组成部分。这主要是在未采用证券单行立法的国家,如英国,直接在公司法中对证券的发行、证券商的登记及欺诈防止等问题作出规定,至于交易办法则由证券交易所自行规定,实行自律管理;另一种是单独制定证券法,这是大多数国家所采用的立法例,如美国、日本及我国等。<sup>[52]</sup>从证券立法的可选模式可以看出,公司法与证券法之间存在非同寻常的紧密关系。

关于证券法与公司法的关系,主要有“特别法说”和“关系法说”两种观点。“特别法说”认为,证券法是公司法的特别法,“关系法说”则认为证券法为公司法之关系法。“特别法说”认为:(1)公司法是关于企业组织形态的法,是一般法;而证券法是关于企业这种公司形态的股份交易的法,是特别法。<sup>[53]</sup>(2)证券法是公司法的发展,我国《证券法》第2条规定,“本法未规定的,适用公司法和其他法律、行政法规的规定”,显然,我国立法态度是:证券法是公司法的特别法。<sup>[54]</sup>

“关系法说”认为,两法之间不存在一般法与特别法的关系。有学者认为,公司法与证券法属于同一层次的商事法,相互之间并无优先适用和补充适用的关系。<sup>[55]</sup>公司法和证券法本无一般和特殊之分,只是分工不同而已,前者以公司组织规范为主,后者则围绕公司证券发行、上市和交易展开。证券法非但不是公司法的特别法,反而积极影响和推动着公司法的发展。<sup>[56]</sup>有学者还指出,公司法与证券法都具有组织

[52] 参见杨峰、刘兴桂主编:《证券法》,中山大学出版社2003年版,第10页。

[53] 参见周芬棉:“专家称公司法证券法应同步修改”,载《法制日报》2013年3月26日。

[54] 参见杨峰、刘兴桂主编:《证券法》,中山大学出版社2003年版,第10页。

[55] 参见陈旻:“论公司法与证券法的立法协调——对公司法中证券法律规范的修改建议”,载王保树主编:《商事法论集》(第5卷),法律出版社2000年,第70~118页。

[56] 参见张辉:“证券市场与中国公司法的发展”,载《中州学刊》2008年第5期。

法和交易法的规范,但两者侧重不同。公司法规定股份的发行与转让是服务于公司组织运营的,而证券法规定的组织体规范服务于交易规范。<sup>[57]</sup>

我们认为,公司法是规范各种公司的设立、组织、经营、解散、清算等活动的一种法律,其中关于证券募集和发行的活动准则,自然成为证券法的重要组成部分,公司法与证券法互有交叉,但法律调整的内容各有侧重。<sup>[58]</sup>“既有交叉,又有侧重”不仅是对当前立法的总结,也是对两部法律在功能、任务、内容上的界分。《证券法》并非《公司法》的特别法,在两部法律交叉的部分,《证券法》的相关规范对于《公司法》而言属于其他法律另有规定的情形。《公司法》与其他法律之间也存在这种情况,例如《保险法》和《商业银行法》对于保险公司和商业银行的注册资本都有不同于《公司法》的规定,但这两部法显然不是《公司法》的特别法,而属于“其他法律另有规定”的情况。

根据《公司法》第16条之规定,证券公司可以为股东提供担保,但必须经股东大会作出决议;而根据《证券法》第130条之规定,证券公司不可以为股东提供担保。《公司法》第200条和201条规定,公司的发起人、股东虚假出资、抽逃出资的,由公司登记机关责令改正,处以虚假出资金额5%以上15%以下的罚款;《证券法》第151条规定,证券公司的股东有虚假出资、抽逃出资行为的,国务院证券监督管理机构应当责令其限期改正,并可责令其转让所持证券公司的股权。在前款规定的股东按照要求改正违法行为、转让所持证券公司的股权前,国务院证券监督管理机构可以限制其股东权利。

在上述交叉的第一个问题上,适用法律的结果很容易让人产生《证券法》优先适用的结论,但运用这一结论处理第二个交叉问题时,就会出现不当。《证券法》存在一些有别于公司法的特殊规定,但《证券法》本身并非《公司法》之特别法,《证券法》的适用并不排除其他法律的可能适用。

---

[57] 参见朱慈蘧:“公司法、证券法修改需要良性协调”,载《上海证券报》2004年4月14日。

[58] 参见顾功耘:《商法教程》,上海人民出版社2006年版,第205页。

## (二) 证券法与侵权责任法的关系

证券法与侵权责任法的关系主要聚焦于证券侵权责任问题上。《证券法》第68、76、77条分别对虚假陈述、内幕交易和操纵市场的侵权责任做出了原则性规定。这些原则性条文可操作性不强,对各类侵权行为的构成要件、因果关系、赔偿范围和损失计算、享有赔偿请求权的投资人范围等具体问题规定较少或没有规定。<sup>[59]</sup>除了2002年的《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》,最高院也未就证券侵权的民事赔偿问题作出进一步的司法解释,2008年就已报送最高人民法院的《证券法》司法解释建议稿《关于审理证券侵权纠纷案件的若干规定(试拟稿)》至今没有下文。<sup>[60]</sup>

2009年的《侵权责任法》在要不要规定证券侵权民事责任制度方面曾引发了非常激烈的争议,但最终因为问题复杂,而未能作出规定。<sup>[61]</sup>保护投资者是证券法的重要使命,而证券侵权责任制度是投资者保护的重要组成部分,是衡量投资者保护水平的重要标准。尽管有意见认为《侵权责任法》的一些规定也适用于证券侵权,<sup>[62]</sup>但证券侵权具有其特殊性,不能依赖侵权责任法中的一般性规定来解决证券侵权民事责任问题,而应参考、借鉴美国《1934年证券交易法》、韩国《资本市场整合法》、我国台湾地区“证券交易法”等域外立法经验,在证券法中对侵权责任进行明确的、具体的规定,让证券侵权责任落到实处,而不是停留在纸面。

## (三) 证券法与民事诉讼法之间的关系

2002年最高人民法院针对虚假陈述侵权纠纷先后发布了《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》和最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的

[59] 参见宋晓明:“关注证券市场的发展变化,逐步完善证券侵权民事责任制度”,载《人民司法》2007年第17期。

[60] 参见王光平:“证券法司法解释建议稿报送最高法院”,载《中国证券报》2008年12月9日。

[61] 参见王利明:“关于完善中国证券侵权民事责任制度的几点思考”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第6卷),法律出版社2012年版,第18页。

[62] 参见王胜明:“侵权责任法中已有涉及证券侵权的内容”,载 <http://npc.people.com.cn/BIG5/14957/53050/10657537.html>,2013年7月3日访问。

若干规定》。从上述两个文件可以看出,我国对于证券侵权民事诉讼采取的是共同诉讼方式,排除了《民事诉讼法》规定的代表人诉讼。据称,这样规定是因为证券侵权受害人过于庞大,且侵权行为和侵权行为人往往不是单一的,投资人不可能起诉完全相同的被告,每个投资人受到侵害的情况和实际损失很难相同;且我国没有类似美国的中介机构对数以万计的投资人及其损失进行登记和计算,仅依靠人民法院完成公告、对权利人登记以及权利人选择加入诉讼和适用裁判等工作,是不现实的。<sup>[63]</sup> 上述理由固然有一定道理,但证券诉讼中共同诉讼模式的局限性却也极为明显,例如规模难以扩大、无法解决“搭便车”问题等。<sup>[64]</sup>

有意见认为,应该通过完善我国代表人诉讼制度来解决证券侵权诉讼问题,即在我国《民事诉讼法》代表人诉讼制度的基础上通过修改登记程序、改变代表人产生方法、扩大代表人权限以及建立胜诉酬金制度等方式完善代表人诉讼制度,解决目前诉讼方式上的困境。<sup>[65]</sup> 但更多的人则是将目光集中到集团诉讼上。我国学者在对集团诉讼的运行机理、制度设计、国外立法等进行了深入研究后,提出在我国证券侵权诉讼领域引入、改良集团诉讼制度的建议。<sup>[66]</sup> 我国现行的人数不确定的代表人诉讼与集团诉讼虽有相似性,但差别也是明显的:其一,我国代表人诉讼采取明示参加、默示退出的方式,而集团诉讼则采取明示退出、默示参加的方式。其二,代表人产生的方式不同。我国代表人诉讼是由其他当事人明确授权产生或由人民法院与多数人一方商定,而美国的集团诉讼则以默示方法消极认可诉讼代表人的代表地位。其三,判决扩张的方法不同。集团诉讼的判决具有扩张力,除了明示退

[63] 参见贾纬:“如何理解《关于审理证券市场虚假陈述民事赔偿案件的若干规定》”,载《人民法院报》2003年1月22日第3版。

[64] 参见钟志勇:“美国证券集团诉讼与我国证券民事诉讼形式之完善”,载《现代财经》2005年第11期。

[65] 参见胡晓霞:“完善证券纠纷代表人诉讼制度”,载《中国社会科学报》2013年5月29日第A07版。

[66] 参见胡永庆:“证券欺诈民事赔偿案件中集团诉讼模式之构建”,载《比较法研究》2004年第4期;钟志勇:“美国证券集团诉讼与我国证券民事诉讼形式之完善”,载《现代财经》2005年第11期;郭雳:“美国证券集团诉讼的制度反思”,载《北大法律评论》2009年第2辑;任自立:“美国证券集团诉讼变革透视”,载《环球法律评论》2007年第3期。

出集团者外,其效力及于遭受相同侵害的全体受害人,而我国代表人诉讼判决则是对未作登记的权利人间接有扩张力,即在权利人独立提起诉讼后,人民法院裁定适用对群体诉讼的判决和裁定。<sup>[67]</sup>

经过半个多世纪的发展,证券纠纷的集团诉讼已经超出了不同法系的局限,成为各国解决证券欺诈等群体性纠纷的共同思路。我国证券集团诉讼制度的设计应借鉴其他国家的成功经验,并依据我国证券市场投资者群体的特征做相关调整,合理构建证券集团诉讼的启动制约机制、正当程序机制、激励机制、赔偿分配机制,以便更好地保护中小投资者的权益。<sup>[68]</sup>

#### (四)《证券法》与相关法律的联动修改

我国的立法和修法工作通常都是单独进行,即单独就某一部法律进行立法或修改。虽然有时在一次人大会议上审议并通过多部新法或修改多部旧法,但仍然是分别审议、分别通过、分别公布,相互之间没有任何联系。2013年6月29日第十二届全国人大常委会通过了关于修改《文物保护法》等十二部法律的决定,对《文物保护法》等十二部法律的个别条款进行了修改,但其效果也仅在于提高立法效率,因为这些集中修改的法律之间本身没有关联,集中修改的目的并不在于避免或消除因一部法律的修改而引起的与其他法律之间的矛盾、冲突。在我国近年来的法律修改中,如果说能够体现出联动修改思想的,应该就是2005年《公司法》与《证券法》的同步修改,但这种联动的“面”还不够,并没有涉及其他与之相关的法律。

由于一部法律往往不是封闭和自成一体的,大多与其他法律之间存在关联性,因而,一部法律的修改往往要求与之关联的其他法律也必须修改,以达到立法之统一。对此,一些国家的“包裹立法”模式值得参考和借鉴。“包裹立法”是指为了达到一个整体的立法目的,立法机关在一个法律性文件中对散布在多部法律内的有关规定,一次性地作

[67] 参见潘剑锋、陈福勇:“论证券侵权民事赔偿案件的诉讼方式”,载《政法论坛》2004年第3期。

[68] 参见石晓波:“国外证券集团诉讼制度比较研究及启示”,载《国外社会科学》2012年第6期。

出“打包”修改。<sup>[69]</sup>

在我国酝酿《证券法》修改时,必须同时考虑到该法之修改对其他法律的影响,在拟订《证券法》修改草案时,应同时拟订其他相关法律与修改草案相适应的修正案,一同审议,一体通过和公布。以《证券法》与《公司法》为例,鉴于二者间的密切关系,有学者主张两法应如同2005年的修订一样,联动修改,同步实施。因为没有《公司法》的同步跟进,《证券法》修改的孤军深入弊大于利。倘若新《证券法》在《公司法》修改前仓促出台,必然沦为日后《公司法》修改的羁绊;倘若早产的新《证券法》规定了不合理的制度,即使立法者想在《公司法》中纠偏也无能为力;倘若《公司法》的既有内容需要纳入《证券法》,一旦新《证券法》抢先出台,立法者也将无法在两法之间进行内容的增减和调节。<sup>[70]</sup>

## 六、境外资本市场证券立法趋势及对我国的启示

### (一) 境外资本市场证券立法的体例

目前境外资本市场的证券立法体例大致可以分为两种。第一种模式为:专门制定以证券为调整对象、规范证券发行和证券交易活动的法律,证券立法与其他金融部门法并存;同时,依法设立单独针对证券市场进行监管的执法机构,证券监管部门与其他金融监管部门并存,形成资本市场“多头监管”的格局。一般而言,这种立法模式源起于分业经营的市场格局,美国是其中最典型的代表。第二种模式是:不区分传统证券、保险、银行、信托等金融行业,取之以“金融商品”或“金融服务”的宽泛概念,从而将所有或大部分的金融业态整合在一部法律中,即统合金融立法;抛弃纵向和分布式的监管结构,不再根据行业或业务的类型来划定监管职责,而是建立统一横贯的执法机构,从全局的角度对资本市场的运作进行监管。这种立法模式的出现显然是顺应了金融市场混业经营以及创新加速的发展趋势。同时,根据统合立法中监管机构

[69] 参见王洪宇:“看国外的‘包裹立法’”,载《中国人大》2009年第7期。

[70] 参见刘俊海:“建议《公司法》与《证券法》联动修改”,载《法学论坛》2013年第4期。

设置和分工的差别,这种模式下又存在两个子类:(1)一体化监管(integrated regulation)模式,即由一个超级监管者对整个金融市场和所有金融机构进行监管,英国是采用这一模式的第一个国家。(2)双峰监管(two-peak regulation)模式,即根据金融监管的两个目标——金融稳定和投资者保护——分别设立审慎监管机构和商业行为监管机构,采用这种监管模式的代表性国家为澳大利亚。

## (二)境外资本市场证券立法的趋势

通过对境外资本市场证券立法的研究,我们可以发现如下几个趋势:

首先,传统的分业立法和机构监管模式日渐式微。此种模式最早是由美国在20世纪30年代确立,旨在消除经济大萧条中暴露出来的资本市场监管缺失的严重漏洞。立法者按照证券、银行、保险和信托等金融行业的分类,分别制定各项金融部门法,由专门的监管机构根据对应的法律来单独监管某一行业内的金融机构和金融活动。这样一种立法体例无疑是与当时资本市场的格局状况相吻合:一方面,在资本市场发展的初期,各个金融行业之间泾渭分明,不同种类的金融产品(证券、保险、存款、信托)很容易区分,分别立法的模式不难理解;另一方面,金融机构的业务相对单一,分业经营为主流,因此“一人各管一段”的纵向规制结构能够完全适应当时的监管需求。然而,随着全球资本市场的成熟与发达,各种金融创新不断涌现,原本不同金融产品之间的差异变得越来越模糊,兼具证券、存款和保险特征的新型金融产品的相继问世,让传统上以单一产品为调整对象的金融部门法无所适从。同时,不同行业的金融机构之间的业务壁垒在混业经营的大势冲击之下变得异常脆弱。即便是在严格奉行分业经营和管理的国家和地区,从事单一业务的金融机构还是可以通过设立子公司或控股金融企业的方式,事实上进入了其他业务领域,让“多头治理”的监管体制难免顾此失彼。虽然在最近几十年间,过去实施机构监管模式的国家和地区(如美国)纷纷采取改革行动,转向功能监管的路径,但这种监管权限的扩张并不足以从根本上克服金融分业立法的弊端,不同监管法律之下多个监管部门之间存在的监管重叠、监管真空以及监管套利的问题依然难以彻底解决。

其次,资本市场统合法已然成为大势所趋。目前,相当一部分的金融发达国家已经或开始着手对本国与资本市场相关的法律进行重新整理和改编,不同程度地将具有投资属性的金融商品及服务作为统一的规制对象,或是扩张传统证券法的适用范围或是制定单一的金融商品/服务法。这个立法运动可以统称为“资本市场统合法运动”。<sup>[71]</sup>其中,英国是推动金融统合法最早、最积极、最彻底的国家,2000年《金融服务与市场法》在附录2中罗列了几乎全部的金融产品和服务类型,将所有相关的金融活动皆纳入其安排的监管框架之下。日本和韩国等借鉴英国的经验,也制定了《金融商品交易法》和《资本市场整合法》。虽然上述两部法律对整个金融行业的统合程度尚不达到英国,但无疑都已实现了资本市场的法制整合。这种统合法的趋势乃是对现代资本市场潮流——金融衍生品的快速发展和混业经营——的回应。在快速变化的资本市场环境下,原本构成不同法律规制基础的“对象商品”(股票、债券、基金、期货等)或“行业机构”(证券公司、基金公司、信托公司)之间的界限逐渐消失,促使现代金融法律必须重新寻找规制的“立足点”,从现行的“商品类”和“从业者”规制转换成对“经济实质相同的金融功能”进行“统一规制”。<sup>[72]</sup>

最后,为了配合资本市场统合法的趋势,各国纷纷进行以集中监管为方向的监管架构改革。统一的金融法制必然意味着要有统一的监管机构来负责监督法律的实施。据统计,目前世界上有近56个国家和地区在金融监管上采用或正朝着统一监管机构的模式迈进,可以说金融业集中监管已经成为国际金融监管发展的主流。<sup>[73]</sup>但对于监管机构的具体设置,集中监管体制则分化为两种彼此竞争的模式,即由单一监管机构“大包大揽”的一体化监管,以及分别设置审慎监管机构和商业行为监管机构的“双峰”监管(也称“目标型监管”)。在2007年金融危机之

[71] 许凌艳:“资本市场统合法研究”,载《月旦财经法杂志》2009年第16期。

[72] 参见杨东:“论金融法制的横向规制趋势”,载《法学家》2009年第2期。

[73] 参见杨东:“后金融危机时代金融统合法研究”,载《法学杂志》2010年第7期。

前,英国式的一体化监管模式(由 FSA 主管对金融行业的监督<sup>[74]</sup>)一直备受推崇,被日韩等国家和地区所借鉴。但是在 2007 年金融危机中,北岩银行、苏格兰皇家银行、苏格兰银行和劳埃德 TSB 银行等英国商业银行遭受重创,以 FSA 为核心的一体化监管模式遭到质疑:单一监管者需要同时承担维护金融体系稳定和保护投资者这两个可能暗含冲突的监管职能,难免会出现顾此失彼的尴尬。有鉴于此,英国在 2012 年放弃了一体化监管的模式,将 FSA 拆解为审慎监管局(PRA,负责对金融机构的审慎监管)和金融市场行为监管局(FCA,负责监管所有金融企业的商业活动),从而完成了向“双峰”监管模式的转型。<sup>[75]</sup>英国的这种立场转变是否意味着“双峰”监管模式会成为未来国际金融监管体系的主流,值得我们继续予以关注。

### (三) 资本市场统合立法或金融服务立法的必要性

#### 1. 肯定的观点

从境外资本市场立法趋势而言,正如有学者所断言,“金融衍生产品和混业经营使金融法制进入根本变革的时代——资本市场统合法的诞生”。<sup>[76]</sup>传统的证券概念已经很难完全涵盖市场上出现的各种新型金融产品。对于一些产品特征较为模糊或者兼具多种产品特征的金融商品,往往会引发法律适用上的难题,进而导致监管职责划分的不确定性,由此产生监管机构互相推诿或者重复监管等损害监管效率的弊端。要克服这些问题,一个可行的方法就是推动金融横向到统合立法,将所有“经济实质相同”的金融商品都能纳入到单一法律(如日本《金融商品交易法》)的适用客体中,<sup>[77]</sup>同时,坚持集中式的金融监管体制,由统一的机构坚持统一的标准对资本市场中具有同一经济实质的产品进行

---

[74] 需要注意的是,FSA 虽然是英国金融业的核心监管者,但不是唯一的监管者——英国财政部和英格兰银行仍保留一定的监管权,因此与 FSA 并称为“三驾马车”式的监管体系(tripartite system)。但是相比于 FSA,财政部和英格兰银行的监管范围较窄,可运用的监管手段也相对有限,因此 FSA 在“三驾马车”中无疑处于“领头者”的角色。

[75] 参见 Laura Cox et. al., *United Kingdom Regulatory Reform: Emergence of the Twin Peaks*, C. O. B. 2012, 95 (Apr), 1-33.

[76] 许凌艳:“金融监管模式的变革及资本市场统合法的诞生——以金融衍生产品监管为视角”,载《社会科学》2008 年第 1 期。

[77] 参见陈洁:“日本《金融商品交易法》中的集合投资计划”,载《法学》2012 年第 10 期。

监管,以消除“多头监管”可能引起的“监管套利”现象。

## 2. 谨慎的观点

虽然全球范围内金融横向规制立法的趋势明显,且大多数学者对资本市场统立法的合理性和必要性予以认可,但是仍有学者对金融服务横向规制究竟能走多远持谨慎的态度。这种疑虑主要是基于两点理由:首先,从市场发展阶段来说,金融行业内部的细化分工本身就是市场走向成熟的标志,而且在很长一段时期内依然会存在于市场之中。虽然混业经营日渐流行,代表了未来金融行业的发展方向,但是这并不意味着分业经营的模式会彻底被灭绝,也不意味着所有专业性的金融机构都将从市场中消失。<sup>[78]</sup>因此,在这个意义上,统立法的步伐大小需要以本国资本市场的实际状况为依据。其次,从各国法律传统和文化等因素考虑,资本市场统立法的困难程度不应当被低估。以日本和韩国为例,虽然两国都在一定程度上实现了资本市场统立法,但是距离真正的涵盖整个金融服务行业的统立法还相去甚远,没有做到真正意义上的金融业横向规制。日韩的经验告诉我们,统一金融法制的制定,是一个循序渐进的过程,其中还受制于本国国情的因素(比如新兴的“金融商品”概念如何与大陆法系传统的“有价证券”概念结合、一体化监管模式如何因各个监管部门之间的利益争夺而举步维艰)。又以英国为例,从1986年至2012年之间,监管架构经历了3次剧烈的变动(从负责牵头监管的SIB到一体化监管的FSA,再到目前“双峰”监管模式下的PRA和FCA),这本身就证明了金融法制改革的复杂性。因此,对任何一个国家而言,完全模仿他国做法而贸然推动统立法是存在很大风险的。

### (四) 中国现阶段开展资本市场统立法的思考

目前,主张中国进行资本市场统立法在学界呼声不少,<sup>[79]</sup>但是从现阶段实际情况出发,统立法的条件仍未完全成熟:首先,在长期的分业经营和管理的模式下,我国根据金融行业的分类采取纵向立

[78] 参见冯果:“金融服务横向规制究竟能走多远”,载《法学》2010年第3期。

[79] 比如,刘迎霜:“金融创新时代的金融监管法制变革趋向——次贷危机的启示”,载《浙江社会科学》2012年第4期。

法的方式(《证券法》、《保险法》、《商业银行法》、《信托法》、《证券投资基金法》等),若现在要一鼓作气制定所谓“金融服务法”,势必需要对大量的法律法规进行修改和整合,面临的立法政策和技术上的难题不容忽视。况且,由于我国资本市场法制建设的历史仍不算长,各项法律法规仍不健全、成熟,尚未形成完整、合理的体系,因此将进一步加剧整合的难度。其次,金融统立法以集中式监管模式为必备制度,而对不同监管机构的职能进行整合必然牵扯各个机构之间的利益争夺。美国之所以一直没有采取所谓集中监管的结构安排,各个监管机构的纵向割据乃是重要的原因。而在我国,“一行三会”的监管格局目前仍难以撼动,这就注定了我国的监管体制改革很难立即抛弃行业分类而走上一体化监管或双峰监管的路径。最后,从实现改革目标而言,统立法未必是唯一的选择。正如学者指出,“是否制定统一的金融立法以及是否采取一元化的监管体制,在当前更多的是一种技术上的考虑”。<sup>[80]</sup>统立法的技术本质,乃是通过扩张法律规制的范围,将原本证券法所无法包容的金融创新归入法律调整的对象(如以“金融商品”取代“证券”的概念,或者引入“集合投资计划”的概念)。但是要实现这一目的,完全可以通过对现行证券法律进行修改完善(如扩大证券法的调整范围)来做到,而不一定要制定一部新的统立法来取代既有的法律。<sup>[81]</sup>事实上,虽然美国的资本市场法制体系如今饱受质疑,但仍能维持有效运作。究其原因,美国《1933年证券法》对“证券”的宽泛定义起了重要的作用,<sup>[82]</sup>确保在金融市场不断变化的大环境下,依然能够将相当一部分新型的金融产品纳入自身的规制范围中,而不至于使资本市场陷入“无法可依”的严重困境。综上所述,我国当前并不适宜抱着一劳永逸地解决所有金融问题的愿景,开展全方位的金融服务立法。

[80] 冯果:“金融服务横向规制究竟能走多远”,载《法学》2010年第3期。

[81] 中国政法大学陈景善副教授的观点,转引自冯兴俊:“中国法学会商法学研究会2008年年会综述”,载《法商研究》2009年第1期。

[82] 美国证券法在定义“证券”时将“投资合同”包含在内,并通过最高法院在1946年Howey案中确立判断某一合同是否构成“投资合同”的标准,从而将大多数的直接融资手段界定为“证券”,从而成为联邦证券法和SEC规则的调整对象。