

中国证券市场法治化的道路

缪因知*

目次

- 一、三大证券法律实施机制：一般性优劣
 - (一) 作为证券法律实施机制的政府监管
 - (二) 作为证券法律实施机制的民事诉讼
 - (三) 作为证券法律实施机制的交易场所监管
- 二、中国现实环境中的三大证券法律实施机制
 - (一) 政府监管的现状与得失
 - (二) 民事诉讼的现状与前景
 - (三) 证券交易场所监管的历史与现状
- 三、政府性证券监管的优化
 - (一) 将工作重心从事前向事后转移,减少对市场涨跌的关注
 - (二) 确保证券执法力量的规模性和稳定性
 - (三) 加强对证监会的体制制约,增加其运作透明度、说理度
- 四、推行多元化的证券法律实施机制
 - (一) 增强证券民事诉讼使用的便利度
 - (二) 证券民事诉讼受理机制的优化:克服消极性的法院因素
 - (三) 证券民事诉讼提起机制的优化:公权和私权结合的探索
 - (四) 增强交易场所之间的竞争
 - (五) 小结:多元并进的证券法律实施机制

关键词 证券法 证券监管 证券诉讼 证券交易所场所

推进证券市场治理对一国经济和金融发展的必要性已经得到了广泛共识。而较之法律规则的制订,更关键、也更艰难的方面是一个高效的法律执行机制。证券法律通常通过三大机制来实施,以达到保障证券投资者权益和市场繁荣之目的。这三大机制是政府监管、民事诉讼和交易场

* 中央财经大学法学院讲师、法学博士。

所监管。

这三大机制当然并非囊括了一切。其他机制也存在并发挥着作用,如对证券违法行为的刑事公诉、财经媒体监督、中介机构(律师、会计师、资产评估师、评级机构等)监督、境外上市^{〔1〕}乃至提倡有关决策和行为者的道德自律等,不过总的来说,这三大机制是最主要、最基本、最主流,在无论何种环境下都应该坚持提倡、推进的证券法律实施机制。

本文将研究它们将如何在中国的法制环境下得到最优的运用,以促进我国证券市场和整个金融生态走向法治化。在叙述时,本文将穿插进行,随时比较这三大机制的一般功效、在中国的制度环境下被使用的状况和改进它们之适用的方略。总的来说,尽管我国目前明显居于主导地位的是政府监管机制,但优化证券市场法治需要的不是惯常思维下的“加强政府监管”,而是制约、柔化政府监管的行使,同时加强民事诉讼和由交易场所实施的监管。

一、三大证券法律实施机制:一般性优劣

首先,我们可以探究一下这三种实施机制的一般性短长。特别值得注意的是它们之间的关系:政府监管和民事诉讼分属由公权和私权发动的法律实施方式,二者在相当程度上互补。简言之,政府监管有权威,但这种权威在惩治违法行为之余也会压制市场运作。而民事诉讼与市场的相容性较高,但打击违法行为时的针对性和效率则有所不如。而交易场所监管与政府监管有作用方式上的类似性,但本身的驱动力却在于追求自身的市场利益。

(一) 作为证券法律实施机制的政府监管

1. 政府监管机制的一般优势

这主要包括两方面,首先是作为规则制定者的监管者,可以厘定必需的证券法律制度细节。证券活动具有复杂性,所以强制性的法律规则体系的存在颇为重要。虽然法制体系的框架可以由立法机关通过制定证券法典来实现,但是对于神经末梢的种种技术性细节,还是需要由证券监管者来完成。

不过,作为规则执行者的监管者在法律实施中的优势更为明显,具体包括:

相对雄厚的公共资金支持。证券市场通常的违法行为主体是上市公司、证券公司等大型机构,和往往是受害人的普通投资者在物质、人力和信息资源方面的占有程度上明显不均衡。对于证券市场因投资者分散所可能造成的投资者对民事起诉成本高的问题,监管者是一个有效的应对之道。

较强的执法能力和动机。专设的证券监管者由于目标任务单一,机构和工作人员的个体荣誉都与监管成果相连,它们比法官和一般的政府经济管理机构更具有视证券监管为己任的理念,会因此更不容易受到游说和贿赂的侵蚀。^{〔2〕}

更主动灵活地行事。专设监管者通常具有主动对违法行为进行调查的法律权限、物质资源和

〔1〕 对中国企业特别是国企来说,境外上市是一种特别有效的公司治理机制,对境内证券市场环境的改善也有积极作用。See Miao Yinzhi, “The Governance Effect of Oversea Listing on the Chinese SOEs: The Role of the State Matters”, 4 Peking University Journal of Legal Studies (2013). 不过这毕竟主要不是实施境内证券法律的体制,作用机理也较为复杂,所以在此暂不作讨论。

〔2〕 参见 Edward L. Glaeser and Andrei Shleifer, The Rise of the Regulatory State, 41 Journal of Economic Literature (2003), 401-425. S. Johnson, J. McMillan and Woodruff, “Property Rights and Finance”, 92 American Economic Review 5 (2002), 1335-1356.

专业监管与执法人员，可以对具体情形灵活处理，更好地为了不断增强法律的完备性而改动现有规则以适应社会经济与技术变革的需要。

相对节省社会资源。普通投资者可能会意气用事，对不严重但为自己所不喜的行为提起诉讼，或者是通过对不严重的行为起诉来要挟被诉公司。而作为专业公共执法机构，监管者拥有更好的选择合适的典型个案予以处理的能力和公心，从而能在有效执法的同时相对节省社会资源、减少耗散。

更高的执法统一性。民事诉讼机制可能会造成各个法院对类似案件处理结果的不同，特别是在不实行判例法和不承认集团诉讼的国家。而统一性的证券监管执法机关则能解决这一问题。

特别是转轨国家往往缺乏良好的市场经济和法治基础，法院不够独立和有力，这时候监管机构的作用就会相对凸现。正如中国的历史所表明的，当法院普遍的还在为缺乏法律专业知识背景的复转军人大量进入所困扰时，监管机构却可以单兵突进，大量招募海内外高素质专业人才，形成专业化能力。

2. 监管机制可能的局限性

不过，监管本身涉及公权力的运用，并非无成本无危害。如果允许监管者对经济活动太多的环节拥有掌控权，种种局限性就会得到放大。

首先，监管者干预经济活动时可能会具有一些固有的缺陷，包括：监管者并非大公无私，其可能会追求政治利益。可能会滥用公共权力，通过实施过度的、本无必要的监管以增强监管者预算和政治影响力；业界可能会努力左右监管者的政治决策过程，产生所谓监管俘获，把监管变成了一种保护市场既得利益和对新进入者的限制手段。监管者自身的能力也是有限的。同时，监管总是伴随着设租和腐败的可能，在政治透明度不高、权力制衡不足的国家尤其如此。实证研究表明我国金融监管机构腐败指数从高至低为证监会、银监会、保监会、人行，恰与它们对市场的监管权力大小成正比。^{〔3〕}

此外，良好的市场秩序是一种公共物品，而监管者只是获得此等公共物品的一种手段。由于政府监管者本身具有垄断性以及上述的弊端，所以如果过分倚重它们来提供这一公共物品，则社会总体上在获得市场秩序时就会耗费更多的社会资源，并对市场可以提供的同类公共品（如经由交易所监督形成的良好市场秩序）产生挤出效应。

其次，政府在金融监管中具有一些特别的缺陷。金融活动具有复杂性并且更依赖于市场参与者的信心和积极性，而更易受到过度监管的压制，这包括：

监管者会本能地压抑市场创新。金融活动的生命力在于顺应不断变化的技术进步和市场需求进行不断的创新。但行政机构维护经济社会秩序而非持中裁断的基本定位却导致其会倾向于用取消问题的方式来解决，通过不鼓励、禁止新型投资和金融活动来避免争议的发生。因为监管者的主要绩效评估标准是维持良好的市场秩序而非促进市场繁荣。政府监管者在市场不出事时领取大致固定的预算与工资，出了事却可能要被特别问责，所以它们会倾向于从源头上限制、束缚金融活动的展开，对市场交易方式创新引发的骚动过度反应。

政府对金融资源的配置易于导致低效。政府自身的任务目标不限于金融发展，所以有诱因利用市场来满足其政治或其他目标。政府若能配置金融资源，就易于扶植特定对象甚至制造垄断者，损害竞争和淘汰机制。例如，以巴黎交易所为典型的大陆法系证券交易所大都处在国家的严密控制下，具有垄断地位，缺乏自我改革、提高监管的动力，故而信誉低下、证券市场孱弱。而普通

〔3〕 谢平、陆磊：《中国金融腐败的经济学分析》，中信出版社 2005 年版，第七章。

法系的交易所大多处在国家干预较少、竞争激烈的环境中,反而通过自我实施的监管而积累了信誉。^{〔4〕}我国不少质量不佳的国企在特惠的融资政策支持下,仍能获得贷款、发行股票,并最终形成呆账和垃圾股,也是例证。一般的数据均表明,美国、英国、香港、新加坡这样的自由型经济体中的证券市场都要显著优于法国、德国、日本这样的政府协调型经济体的证券市场。

政府缺乏更优的降低金融市场风险的能力。很多人迷信政府通过对金融的加强监管来增进市场安全,如加强对证券发行的审核、对证券价格进行干预。这实际上是假定政府能拥有比市场更准确的信息。可是,受价值规律支配,逐利的金融专业人才必然在整体上会更多地聚集在市场而不是政府;大量金融業者在对市场的一线接触、参与中获得的分散、个体化、非标准化的市场信息也必然比少量金融监管者所掌握的信息更为有效。故而,如果政府监管者简单干预金融运作如决定证券价格、操控市场指数,并不能带来更多的公平,而只会导致低效。

(二) 作为证券法律实施机制的民事诉讼

1. 证券民事诉讼的一般优势

证券民事诉讼在许多方面具有较为明显的相对优越性,特别是可以“针锋相对”地弥补政府性监管的不足。一方面,民事诉讼的“起点”即发动者在于私人主体,有益于较有效率地促进证券法律进入“被实施”的轨道;另一方面,民事诉讼的“终点”,即中立裁决的司法者的存在,有益于更好地解决证券市场纠纷。

(1) 民事诉讼的发起机制有益于证券法律实施

这具体包括:

市场相容性。民事诉讼意味着在平等主体之间,由法院被动、事后、中立地裁断纠纷,属于市场交易双方民商事活动的自然延伸;来自外部的第三方强制性色彩较少,较为缓和且与市场自治相容。因为当事人可以自愿选择是否采用这种方式来帮助解决纠纷和制止侵害行为,以及在什么时候,对哪种行为、哪些主体发起。作为市场自治、自我调整机制的必然内容,诉讼应当是一种最基本的纠纷解决手段。

分散性。通过证券诉讼实现损害赔偿的机制也被称为“私人执法”。其发动权掌握在不同当事人手中,从根本上赋予了投资者主动维护自身权利的可能性。

上市公司股权相对分散、股东众多,而容易产生“理性冷漠”、“搭便车”等现象,民事起诉或许是小概率事件。但每一个受到侵害的股东都是潜在的“地雷”,只要有一个愿意出头,就能引发对公司行为的质疑与追究。该种执行费用由市场供应和调节而不借助政府预算或政府机构的认知,不必受官僚机构的态度与效率之影响。故而,民事诉讼触发方式的分散性意味着充分挖掘市场参与者的积极性,既可节省监管成本,也能对证券违法行为维持一种较大的潜在震慑效应。

公开性。证券诉讼的发动,意味着把股市弊案推到了阳光之下,不会存在监管中可能有的暗箱操作和公权与私利交换的问题。当争议能够顺利进入法院审理流程时,也在外围形成了对证监会执法的一种监督与制约。

对证券监管的有效补充。作为社会纠纷的最终解决者,法院实际上必然、必须承担在法律模糊地带做出决断的功能。只要一国不政策性地阻碍法院受理案件,一切在其他途径不能获得解决的民商事纠纷都会流向法院。诉讼机制能赋予市场参与者更多的救济机会,减少公共执行不足所可能导致的问题。事后责任追究机制如果充分发达的话,还可以减少具有更强干预性的事前监管

〔4〕 See John C. Coffee, “The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control”, 111 Yale Law Journal (2001), 1-82.

的使用。

(2) 民事诉讼的处理机制有益于证券法律实施

上述对于证券民事诉讼作用的阐述主要着眼于原告层面，并不以法官具有较高的素质为前提，其本质上是民事诉讼的固有属性的价值体现。当然如果法院本身能够有较高的业务水平与廉洁度，有权限、有意愿以较为灵活的方式处理纷争，则能起到更大的作用。著名的“法律与金融”学派或曰 LLSV 学派认为普通法系总体上比大陆法系国家有着更好的证券市场，其主要理由之一就是前者司法的灵活性和独立性较强，并具有较好的保护商业运作的意识。^{〔5〕}

具言之，经济和金融活动的发展催生出了很多复杂的商事行为模式，导致其合法性难以通过立法事先予以标准化。特别是证券市场作为直接金融资源配置方式有两个基本特点：一是分散决策机制，即资本提供者是为数众多的不同主体，而非数量较少且偏好近似的银行。交易契约（如不同证券的招募说明书）的个别化、定制化程度较高，需要当事人进行复杂的评估、谈判，有特色的企业的融资需求通过灵活安排找到青睐者的几率也要比在间接融资市场大得多。这就又和其第二个特点紧密相连：金融产品在执行中会遭遇各种因素，投资回报不确定性很大。特定金融产品可能有很好的盈利前景，也可能没有，甚至从来就只有很深的欺诈性。故在事前决定融资可行性和融资条件，以及在金融产品表现不如预期、事后决定各方面责任承担时，具体问题具体分析的案件判断十分重要。这就意味着，需要一个专业的中立裁决者来对复杂的证券市场个案进行分析、确定各种活动效力和责任归属。

2. 证券民事诉讼可能的缺陷

诉讼机制的主动权掌握在了私人手中，这既是其优势所在，也是其缺陷所系，具体来说这些缺陷包括：

成本和收益的不对称。证券市场违法行为符合传统大规模侵权行为的特征，胜诉所得往往不能弥补损失甚至诉讼成本，普通投资者对于运用民事诉讼机制来获得损害赔偿的热情不高。

随机性。而现实中一个民事诉讼是否会发生，除了取决于案情本身的是非曲直外，还在于起诉者进行诉讼的意愿、动机，从事诉讼的能力，证据被搜集到的程度甚至其它偶然因素。所以，被提起民事诉讼的行为不一定是最恶劣的。在不理想的状态下，民事诉讼本身消耗的社会资源可能大于其通过匡正、震慑违法行为所获得的效益。

侵扰公司正常经营。如果制度过于便利起诉，则侵扰性的无聊案件就会发生。诉讼机制会成为不良投资者敲诈上市公司的武器，损害上市公司从事商业创新和必要冒险的积极性。

且诉讼结果如果是公司做出经济赔偿，则实际上还是股东对股东的赔偿。现代证券市场中，理性投资者通过分散投资，本可以大大降低非系统性的投资风险。通过证券诉讼来填补损害，在一定程度上是令理性投资者来补贴非理性投资者。

不过，正如下文将论述的，结合我国实际，加强证券民事诉讼在法律实施中的作用，在现阶段的利益远远大于可能的弊害。

(三) 作为证券法律实施机制的交易场所监管

政府监管可能强制性过高、而民事诉讼则可能失于无序，相比之下，基于市场机能做出、又具有一定权威的交易场所监管就有了独到之处。

以证券交易所为例，其为证券集中交易提供场所和设施，并组织 and 监督证券交易。交易所

〔5〕 详见缪因知：《法律与证券市场关系研究的一项进路：LLSV 理论及其批判》，载《北方法学》2010 年第 1 期。缪因知：《法律如何影响金融：兼论法系渊源在其中的作用》，未刊稿。

提供的产品主要是为公司提供挂牌服务和为投资者提供交易市场。收入和投资需求和交易规模成正比。^{〔6〕}故交易所为增加收入,需要扩大交易规模,吸引更多的投资者和拟挂牌公司。而交易所用来招揽客户的是提供一个运转流畅、具有信誉的市场。所以,交易所完全可能有自利动力去监管。如果不同交易所间产生了持续的市场竞争压力,交易所就会在看不见的手的推动下,自愿加强监管性服务。^{〔7〕}

当然,如果政府监管明显更为有效,则可以以政府监管为主,而不必考虑交易所是否可以有效进行监管。但事实并非如此,政府监管权威性大,有强制力为后盾,但相伴生的是成本高、手段刚性化、程序复杂、反应迟缓,过于频繁的运用会影响市场运作的效率和活力。

而交易所受自利动机驱动,处于市场一线,反应相对迅速,往往能在早期觉察问题,并及时解决,使市场风险和潜在危机尽早得到缓解。交易所也可在法律之外施加要求市场参与者遵守的行业标准。交易所监管在三个方面要优于政府:灵活性、专业化、低成本。

此外,从监管“供应”的角度看,如果监管基本上来自政府监管部门,其往往因为不存在竞争压力而缺乏改进和提高监管水平的动力。实证数据研究揭示,即使在发达国家,政府监管占主导的国家反而要比交易所等市场监管者权力较大的国家的执法力度(如执法数、执法预算投入)来得小。^{〔8〕}

总之,交易场所监管具有独到的作用,可以成为一项值得重视的、独立的证券法律实施机制,而与政府监管、民事诉讼相并列。

二、中国现实环境中的三大证券法律实施机制

在对三大证券法律实施机制的一般性优势劣势有所探究后,我们将开始结合中国的现实来分析三大机制的贡献和缺失,它们被推进、优化的前景和方式将在第三、四部分讨论。

(一) 政府监管的现状与得失

1. 以“三权合一”的证监会为中心的监管体制

中国证券监督管理委员会(证监会)是中国主要的证券监管机构,拥有极大的权力。与法治发达国家的情形相比,证监会的行政权受到的法律约束明显更少,一是不受立法机关的定期检查、不需要向立法机关定期报告;二是受到的司法审查也极少;三是已有法律对其也规制较少。

证监会还拥有相当可观的准立法权。在许多领域,证监会规章绝非只是对上位法的细化和解释,而是为市场主体创造了很多权利义务。对实务操作来说,证监会规章往往是最有实际效力的法律渊源。

此外,证监会对很多证券民事纠纷具有准司法权。一方面,证监会的行政处罚决定是很多证券民事纠纷案件被法院受理的前提依据之一。另一方面,中国证券民事诉讼领域存在着“无明文列举则不受理”的实际惯例。证监会是大量争议真正的最终裁决人。这一点即使在金融领域也很突出,因为法院能无障碍地受理并裁判投资者和银行、保险公司的纠纷,而证券民事纠纷有很多最终只能仰仗证监会来处理。

〔6〕 彭冰、曹里加:《证券交易所监管功能研究——从企业组织的视角》,载《中国法学》2005年第1期,第85页。

〔7〕 同上,第86页。

〔8〕 Stavros Gadinis & Howell E. Jackson, “Markets as Regulators: A Survey”, 80 Southern California Law Review (2007). Howell E. Jackson, “Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications”, 24 Yale Journal on Regulation (2007).

2. 中国证券监管的实际运行缺陷

笔者并不一般性地反对证监会拥有这些多类别的权力。但在实际运行中的如下问题不可忽视：

繁复的事前管制流于形式，弊案丛生。中国证券监管的一大重点是事前的发行管制。但即便如此，还是出现了较为严重的欺诈发行。高成本的事前管制流程到底是有效遏制了其它潜在的弊案，还是更多地徒具文牍意义，值得反思。把监管资源更多地投向上市后的巡检、稽查，可能更为重要。

事后执法力度不足。“证券监管”严格地说可分为事前监管和事后执法。市场化程度较高的国家如美国证交会的事前审批很少，但事后执法相当突出。而中国证监会把事前监管作为工作重点，事后执法却相当缺乏。这一是表现在案件查处力度偏小，二是体现在查处速度迟缓，三是处罚力度偏轻。

执法明晰性不足。监管执法“工作作风”方面的问题包括经常缺乏耐心、朝令夕改，对引入的规则不根据本地情况进行适当调整，监管强制性、模糊性、随意性较强，监管权限没有得到明确界定等。“在查处股价操纵案或者内幕交易案时，从来都是查处完毕一年半载之后才会发布一个格式化的通告”，“给市场带来了大量信息不对称”。^{〔9〕} 执法结束后往往只公布一页纸的调查处罚决定，未能充分说明事实和法律适用认定的过程和依据，为何追究和不追究具体涉案主体的责任等。执法决定没有提供充分的指引和透明度。^{〔10〕}

过大的行政权妨碍了市场自律机制发挥。证监机构牢牢控制了证券交易所、证券业协会，自律组织的功能发挥受到了极大的限制。深交所研究部门曾发布报告称“监管机构对市场的干预无限扩张，超出行政力量应该调控的范围、层次和力度，不仅没有弥补市场机制缺乏，反而妨碍了市场机制作用的正常发挥”，“行政权力对市场的全面干预，造就了现有的股市文化与股市的种种负面行为”。^{〔11〕}

偏离中立本位。证券监管者时常会干预市场的运作，特别是通过对基金的干预。这种干预有的是针对集体的，如在市场低迷时，告诫基金不得砸市，或要求基金提高持仓比例。有的是针对规模较大的基金公司的交易行为。

3. 中国证券监管存在不足的原因

这些种种不足，当然有一些客观的发展阶段性上的原因。如证券监管本身对技术和资金投入水平要求较高，监管人员也需要时间来积累经验。板子不能都打在证监会及其工作人员身上。但结合实际情形，如下体制方面的原因值得重视：

(1) 证券监管目标时常受到其他政策目的的影响

虽然证监会名义上以证券监督管理为唯一使命，但实际上其还多少扮演着证券市场的主管者、发展者、保护者的角色。证监会并不随着市场的成熟而积极认可与培育其相应的自治力，而是有着一一种对市场不信任的专制家长式的管理理念。

与此同时，其他国家机关也对证券市场有着强烈的利益需求，而不容证监会扮演一个纯粹监管者的角色。例如，证券市场建设初期，中央和地方政府都明显希望让证券市场帮助国企融资脱困，这不仅意味着在一级市场制定有利于国企上市的宽松政策，也意味着政府有意识地保持一个活跃的二级市场，让高股价和交易量抬高证券发行价格，从而吸引投资者。在证券日常交易中，严

〔9〕 李德林、尹锋：《黄光裕真相》，经济日报出版社 2009 年版，第 5 节。

〔10〕 See Gongmeng Chen, Michael Firth, Daniel N. Gao, and Oliver M. Rui, “Is China’s Securities Regulatory Agency a Toothless Tiger? Evidence from Enforcement Actions”, 24 Journal of Accounting and Public Policy (2005), at 479-480.

〔11〕 深圳证券交易所综合研究所法律研究小组：《2007 年证券市场主体违法违规情况报告》（2008 年 6 月 2 日，深证综研字第 0165 号），<http://download.chinagateway.com.cn/ch/pdf/080717.pdf>，第 37 页。

格执法会减除股价中不合理的泡沫、降低市场活跃度,也会抬高证券发行人的合规成本,从而被有关部门认为是“打击市场”。

(2) 国有经济主体有较强的政治经济游说能力和抗拒严格监管执法的能力

当利益集团试图影响政府执法决策时,容易出现公共执法不力,执法强度小于社会最优水平的问题。证券市场中大量的国有经济主体给证券监管带来了难度,也降低了监管者的执法积极性。2013年8月证监会主席撰文称:“资本市场案件查实率只有60%~70%,主要就是因为执法手段不足,调查困难。当事人往往不配合调查,暴力抗法事件时有发生。”他认为地方保护主义、“人情世故”、“不敢碰硬、不坚持原则”等因素长期存在,“致使相当一部分责任追究不了。近年来证监会每年立案调查110件左右,能够顺利做出行政处罚的平均不超过60件。每年平均移送涉刑案件三十多件,最终不了了之的超过一半。”^[12]

中国大多数上市公司的终极控制人是政府,被监管者拥有丰富的行政和人脉资源,与其利益相关的行政机关等也会加入到寻租和阻碍证监会有效执法的流程中来。

(3) 证监会权力行使的受制约度和被问责度较低,掌控的市场资源却很大

在行政体系内,证监会独家负责对证券事务的集中统一监管;在行政体系外,人大、法院及自律组织对证券市场可实施的权力也不多。“证券市场执法难的关键难题不在于人才的缺乏或技术的制约”,“缺乏对监管者的有效监督是中国证券市场执法体系的最大漏洞”。^[13]

由于权力运作透明度和问责性有限、受到外部审查的可能性也较低,证监会往往不需要对自己的行为做出必要和合理的解释,而可径行为之。而其主管的直接融资市场领域牵涉到的利益甚多,寻租空间可观,所以证券监管中一方面事前审批核准要求依然繁多,另一方面事后执法却不足。迄今,证监会已有约十名的前官员被判刑,作为一个成立不到20年的机构,这无论是在金融监管还是整个经济管理机构中都是很突出的。

中国证券监管不力的一个重要方面还在于证券监管官员和证券公司的高官关系过于密切,甚至对流频繁。目前,有近30名基金公司高管曾在证监会任职,不少甚至在证券公司与证监会之间来回调动。这可以说是我国证券业的高国有经济比例的必然现象,带来了被监管者事后游说公关、杯葛执法,甚至事前与监管者合谋违规的问题。

(二) 民事诉讼的现状与前景

我国的法律整体实施机制有着“重行政、轻司法”的特色,在证券法律实施上也是“重监管、轻诉讼”。诉讼机制在证券法律实施中的潜能还有待通过制度革新来发挥。

1. 受束缚的现实、可有为的前景

证券民事诉讼在我国还处在较为边缘的地位,而其原因与前述的诉讼机制的一般性缺点关联不大。问题的根本在于:高层决策者更愿意由行政部门来执掌证券市场这个事关经济生活核心并且日渐占据舆论关注焦点的领域,而对自治性相对较强的司法机制发挥作用心存疑虑,唯恐事态“失控”。至今也只有已被刑事判决或行政处罚裁定确认为证券虚假陈述的行为方可被提起证券民事诉讼。这不仅限制了当事人应有的司法权利,而且认为法院只有在对行为人确认了举证标准较高的刑事责任后才能追究举证标准较低的民事责任,也存在着逻辑上的缺陷。实践中法院超越制度要求做出的对证券诉讼的消极应对更是屡见不鲜,导致普通投资者追诉证券违法行为的热情被大大地压抑了。

[12] 肖钢:《监管执法:资本市场健康发展的基石》,载《求是》2013年第15期。

[13] 上海证券交易所原副总经理、时任上海市金融办公室副主任方星海语,见安明静:《证券执法检查应建立人大监督制度》,载《国际金融报》2006年1月18日。

但实际上，中国已经有不少较适合证券诉讼进一步展开的现实条件。

首先，如何完善中国证券诉讼制度一直是法学研究的一个热点，相应的知识储备已经颇具规模。相关主题的论文已经有千余篇。

其次，2002年以来大庆联谊虚假陈述案等司法实践的艰难推进，已经为法院界、律师界和学界积累了宝贵的实践经验。不少人士已经总结出了相当有针对性的认识。

中国法律和社会对律师风险代理容忍度也相对较高。司法部有关规定允许协商收费、风险代理，但2006年后禁止对群体性诉讼案件实行风险代理收费。可这显然只是出于控制诉讼的目的，不具有明显的法理必要性和正当性，废止该禁令只是一个技术问题。律师在已有的风险代理实践中积累的经验，很容易转换到证券诉讼中去。如2004年审结的大庆联谊虚假陈述案中，原告律师已成功实行“不胜诉、不收费”的风险代理安排。

2. 证券民事诉讼机制在实际运行中受到的两大现实阻力

证券民事诉讼机制在中国现实中受到的束缚一方面受执政者宏观决策考虑的影响，另一方面也受微观制度生态的制约。证券民事诉讼机制在实际运行中受到了两大现实阻力，构成了下一步改革必须解决的问题。

一是人数不确定的共同诉讼被禁止使用。我国《民事诉讼法》规定了两种共同诉讼，一是第52条规定的人数确定的共同诉讼。另一种是第54条的人数在起诉时不确定的共同诉讼。虽然最高法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》规定“法院应当采取单独或者共同诉讼的形式予以受理，不宜以集团诉讼的形式受理”，但因为我国法律本来就没有规定集团诉讼，所以这里说的不宜采行的其实是第54条规定的人数不确定的共同诉讼。

二是地方法院对证券案件的畏难情绪和保护主义。不少地方法院对证券诉讼存在一些主客观条件不足而造成的畏难情绪。一方面，客观上不少法官法律背景薄弱、金融知识欠缺，对新型证券案件知识储备不足。另一方面，证券案件经常涉及地方利益，诉讼请求额又往往巨大，行政部门对司法的干预和法院主动“趋福避祸”的地方保护主义念头时常会影响案件受理与审理。

(三) 证券交易场所监管的历史与现状

1. 地方主导时代的证券交易场所竞争及其监管

中国大陆的证券交易所在90年代初的重建是中央政府给政策，而由地方政府直接推动的产物。交易所虽然在彼时名义上属于地方和证监会的双重领导，但交易所人事方面的管理以地方政府为主，业务方面的监管才以证监会为主。

交易所对于沪深地方政府来说意味着印花税收收入等带来的财政好处和促进打造金融中心地位的无形价值，沪深交易所在地方政府推动下出现了竞争的格局。双方都提出了不少常规或非常规、合法或不合法的市场发展与扶植政策。

没有交易所的省份也有着不少类似于交易所的交易场所。这些场外交易场所特别是所谓“证券交易中心”是由省级和副省级政府在未经中央政府明文授权(但得到了默认)的情况下，自发牵头办理以促进地方经济发展的，具有技术密集和资金密集特质的一种非正式机构。

1991~1997年间，未经中央明文批准而设立的场外证券交易场所四十多个，其中半数以上较为高级的场所即被称为证券交易中心。由于集中登记和清算体系的运作，这些场所和交易所并无技术上的实质区别。我国还曾有过两个基于计算机网络进行证券交易、主要为定向募集公司法人股提供挂牌交易的系统，一个是证券交易自动报价系统(STAQ)，另外一个是全国电子交易系统(NET)。这两个市场当年曾与交易所合称“两所两网”。更重要的是，这两个系统代表了不同的经营思路，是对美国最重要的场外交易市场纳斯达克市场而非传统证券交易所的仿效。但由于背后牵扯到的种种政治经济因素(如主管机构的不同)而发展极为不顺。

2. 证券交易场所的集中化和证监会统一监管模式出现

受亚洲金融危机推动,国务院办公厅1997年7月发布了《关于将上海证券交易所和深圳证券交易所划归中国证监会直接管理的通知》。1998年3月,证监会《清理整顿场外非法股票交易方案》被国务院办公厅转发,到1999年底,41个场外股票交易市场和STAQ、NET市场都被关闭。

1998年9月,国务院明确改组后的正部级单位证监会是全国证券期货市场的主管部门。1999年7月,证监会在各地的派出机构正式挂牌,中国证券市场集中统一监管体系正式形成,但也带来了对其他渠道的法律实施机制的压制。随着交易所日益陷入监管者的微观管理,1997年前常见的市场动力和创新自此消失了,市场被政府用于自身的政治目的。高度追求金融稳定、可控的证券市场的思路和低层次资本市场的萎缩带来了中小企业融资需求和市场创新和竞争的压抑。

3. 证券交易场所体系的竞争现状

在当代中国,证券交易场所是由政府直接兴建和管理的,而且一开始就是自上而下地、以最高级别的证券交易所主板为中心,然后再推行到中小板、创业板。期间各种场外市场此起彼伏,但一直处于被“清理整顿”的状态。证券交易所明显“独大”,其他证券交易场所处在只是“拾遗”的境地。这造成了许多不利于证券市场治理的问题。

1997年沪深交易所被中央收管,形成并行的结构,经过证监会批准和核准公开发行的企业基本上是轮流到两地上市。2000年后深交所停止在主板挂牌新的上市公司,2004年转型为面向中小企业板和后来的创业板(2009年开始)证券上市的专门场所,两家交易所之间已经出现了错位格局,形式上展开竞争的潜在可能性大为减少。

不过,从实际上市和监管标准来看,主板、中小企业板、创业板的要求区分度不明显,可以说还是“大主板”的一部分。上市后,无论公司规模业绩有何变化,也基本不存在退出并转到另一个板块或交易所上市的可能性或必要性。

目前,交易所之外的交易场所体系再次成型。耐人寻味的是,历史又似乎在复制。只是这次中央扶植、具有垄断优势的是证券公司代办股份转让系统升级而来的全国中小企业股份转让系统(“新三板”),而地方性股权市场则多少在被打压。

三、政府性证券监管的优化

在初步探究了三大法律实施机制在通常情况下的优劣与在中国实际制度环境下的运行后,我们将研究如何改进它们的运作,以便最好地实现证券市场发展和法治化。

政府监管是我国主流的证券法律实施方式,证监会虽然存在着权力受制约度较小、行使不透明一类的问题,但中央层面的专业一元化监管机构的设置思路应当坚持。1998年前的实践表明,地方政府监管者会更在意通过促进当地经济发展来获取更多的政治利益,而不惜令整个证券市场秩序和外地的市场参与者付出代价。中央政府实际上早在1992年、1995年和1996~1997年的几次证券市场动荡中就开始承担最终的风险承担者的角色,故而当其对股市存废的根本问题做出积极判断后,自然就走到了前台。确立唯一专属的中央监管机构可以集中执法资源,更好地贯彻政府的意图,这至少在中期内将一直会是我国证券法律实施的主导机制。下一步改革的总体策略是增强执法的力度和法治度,更多地尊重市场机制,包括:

(一) 将工作重心从事前向事后转移,减少对市场涨跌的关注

公开发行之行政审核的弱化、公开发行与上市挂牌的逐步脱钩是证券市场法治化的大方向。多层次证券交易场所的浮现,意味着企业挂牌标准的下限不断下移和多样化、符合挂牌企业的数量的激增,也意味着证监会维持以往的公开发行审核体制将成为不可承受之重的工作负担。

证监会应当从审核审批向监管执法转型，将工作重心从事前把关向事中、事后监管转移。从无所不包的市场管理者，转变为以监管执法为主的中立机构，减少政府动用公信力和自身资源来刺激市场发展的做法。

此外，一个必须解决的痼疾是令监管者减少对市场涨跌的关注。即使在市场化改革色彩较重的郭树清时期，证监会表示不会在意股指的同时，也不免要鼓吹股市已经具有投资价值等，并通过暂停新股发行来应对熊市等。^[14] 这不只是证监会及其官员个人的选择，整个经济管理体制都需要有所调整。

（二）确保证券执法力量的规模性和稳定性

业界资深人士尖锐地指出：“中国的执法者更多地需要靠个人觉悟进行自律，一旦执法机构的人员变更，则很难保证执法效果的持续性和有效性。”^[15] 所以，改进证券监管需要强化监管队伍，以保证执法力量的规模性、独立性、稳定性和长期性。

根据证监会主席在 2013 年 8 月披露的数据，证监会系统专司执法的人员不到 600 人，不及职工总数的 20%。而美国证券和交易委员会经过 2011 年的部门重组，执法部门人员达到 1236 人，占总数的 32%。此外，他也坦诚证监会对执法科技投入还不足。^[16] 在年轻优质的法学院毕业生数量庞大的今天（青年律师也不无投身公共执法的意愿），强化执法队伍本质上并无技术障碍，而有赖于改革主政者的决心。

（三）加强对证监会的体制制约，增加其运作透明度、说理度

对证监会自身保有高度期待的同时，也应加强外部对其的监督，如全国人大常委会或其下属的专门委员会可以通过定期检查，令证监会向这些机构定期报告等。这种外部制约实际上既是给证监会压力，也让他们有了抵御不当干扰的后盾。

证监会在行使规则制定权力时，应当进行充分的成本收益分析，与被监管对象进行沟通、听取意见，坚持有所为有所不为，不是大包大揽，而是注重发挥市场自律。执法时应当优化审查分离、办案时限等制度，增加行政处罚的说理性。较为成熟的美国行政法可资借鉴，如要求证券监管者制定行政性规则、做出行政决定时，行为必须具有内在一致性，必须考虑各种因素，对“所发现的事实和所做出的选择之间的理性关联”做出非政治性的、技术性的、符合科学的法律解释。如果这些解释有悖于该机构所发现的事实，就可能被视为是专断、变化无常的而被法院否定。行政机构还必须在制定规则前考虑不同的选项，解释采取特定干预措施之原因。^[17]

四、推行多元化的证券法律实施机制

所谓多元化机制以证券民事诉讼和证券交易场所监管为龙头，但也不排斥其他任何可用的机制。在现实的制度环境约束下，重要的不是哪种机制在抽象层面具有最优价值，而是哪种机制能够向前突破，取得正收益。这也是强调多元化机制的要义。

（一）增强证券民事诉讼使用的便利度

1. 是否应当推进证券诉讼？专权与失序成本的现实权衡

在中国，证券诉讼机制的运用完全没有达到制度环境、知识储备、实际需要所能允许和接受的

[14] 参见缪因知：《从洛阳钼业事件看询价制度改革》，载《法学》2013 年第 2 期。

[15] 上海市金融办公室副主任、上海证券交易所原副总经理方星海语，见前注[13]，安明静文。

[16] 见前注[12]，肖钢文。

[17] *Chamber of Commerce v. SEC*, 412 F.3d at 145 (D.C. Cir. 1989).

程度。加强我国诉讼机制的功能,还是相当有益且潜在弊害较少的。为了更深层次地说明这一问题,我们可以先去权衡一下到底中国是否可以“冒险”推进证券诉讼机制。

詹科夫(Djankov)等经济学家提出:任何社会都存在着专制和失序这两种社会成本,专制成本高的表现是个人财产容易被国家侵占,或国家经常通过限制新的竞争者进入市场来间接侵占人们的经济利益。而失序成本高的表现是个人财产容易被其他个人侵占。为了应对,一个社会存在四种控制战略:私人秩序(orderings)、私人诉讼、监管和国家所有。在不同的选择之间的切换,意味着两种社会成本的消长。而在不同的社会环境下,无序和专制成本消长的幅度又是不同的。故而,应当在一个给定的社会环境下考察不同的手段所能起到的总体效果。^[18]

具体来说,私人秩序意味着市场本身可以提供完善的机制来满足证券市场的需要,这显然在现实中较难实现。而国家所有基本上禁绝了私人主体的参与,不能满足社会和市场的多样化需求,故而这两者不如较为中庸的诉讼与监管。相比较来说,监管手段能较好地减少社会失序成本,但会带来较大的专制成本。诉讼手段在消除失序方面不如监管手段那么有用,但不会带来太大的专制成本。但综合考虑,包括证券监管在内的任何形式的公共干预的做出都应该有一个基本前提条件,那就是市场约束甚至法院机制已经无法控制失序成本了。^[19] 毕竟,市场是自发的,监管是人为的,监管又是有成本的,如果这种成本的付出不能弥补对市场成本的消弭,那发动的正当性显然不足。发展中国家政府透明度、新闻自由、官僚体系运作效率都较低,过度监管导致的低效可能会格外明显。

中国证券市场的现实恰恰是专制成本较大,而失序成本较小。从失序风险看,宏观上我国经济持续快速发展,政局稳定,政府对社会控制力强。微观上证券诉讼通常只针对特定上市公司,不会造成社会负面情绪的大面积扩散和波动。尽管在证券民事诉讼最为兴盛的美国,有一定的滥诉趋势,但这更多的是美国特殊的司法环境和体制造成的。相应的制度移植到中国不一定会发生类似问题。与我国文化近似的韩国2003年底在美国学者推动下通过了《证券集团诉讼法》,但集团诉讼的适用比美国严格,实践中诉讼就较少。^[20]

从专制风险看,显然在中国证券市场这一成本可谓不低。市场总体法治水平有待提高,政府滥权、寻租行为并不鲜见,事前过度监管对市场和创新的压制与事后执法不足并存。

因此,中国更需要通过加强证券诉讼机制,并相应减少监管,来降低高企的专制成本。证券诉讼本身的特点、整体较为稳定和被有效控制的社会环境、经济体制和政府威权可以保证在此过程中不会大量增加社会失序成本。证券市场既有的较深地被监管压抑的状况也意味着即使失序成本略有增加,与相应的专制成本的下降相比,仍然是较小的。

(二) 证券民事诉讼受理机制的优化:克服消极性的法院因素

为了减少当前法院本身存在的不利于民事诉讼展开的一些因素的消极影响,较为可行的改革路径是通过渐进的方式,首先通过对共同诉讼方式的松绑,让现有框架下的制度可能性被用足,使得证券诉讼的正常“供给”得以实现。然后通过集中管辖等并不激烈的制度变革,实现诉讼环境的改善,使得证券诉讼有一个正常的“接收”方。

1. 《民事诉讼法》中人数不确定的共同诉讼的落实

一个符合当前法律制度但又能显著改善证券诉讼生态的办法是由最高法院明确要求符合《民

[18] Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes and Andrei Shleifer, “The New Comparative Economics”, 31 *Journal of Comparative Economics* (2003), 595-619.

[19] Andrei Shleifer, “Understanding Regulation”, 11 *European Financial Management* (2005), 444-447.

[20] 参见郭雳:《美国证券集团诉讼的制度反思》,载《北大法律评论》第10卷第2辑,北大出版社2009年版,第443页。

事诉讼法》第 54 条的案件，应当按该法条执行，公告通知潜在的当事人，落实“法院做出的判决、裁定，对参加登记的全体权利人发生法律效力。未参加登记的权利人在诉讼时效期间提起诉讼的，适用该判决、裁定”。

如不能实现，即使法院只愿意就已经登记的当事人提出的案件进行审理，也不得无端对原告进行分组，而是用足第 54 条规定的诉讼代理人、代表人的制度之作用。

2. 实施证券案件集中管辖，克服地方法院的畏难情绪和地方保护主义

证券案件集中管辖的做法已经有了苗头，最高法院 2003 年《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》已经规定由上市公司所在直辖市、省会市、计划单列市或经济特区法院管辖。但现实中的证券纠纷显然不止这么多，各种非典型证券市场民事案件会不断涌现，完全放开受案范围是大势所趋。

单纯在全国范围内放开证券诉讼的受理，可能会对法院特别是中低级法院的能力和受案意愿造成压力，“强人所难”也不能保证案件审理质量。故指定集中管辖的思路可以考虑。

较激进的一种方案可以考虑让证券交易所所在地的沪深法院对上市公司为被告的案件实施公司上市地专属管辖。这样既可以让目前稀缺的证券审判专业人才得到集中（专门的培训强化也更为可行），也可统一审判标准，还能大大提高被告司法寻租的难度，有效摆脱目前在证券赔偿案件审理中由上市公司所在地法院审判带来的地方保护主义或对司法的行政不当干预所造成的影响。上海和深圳等地由于有建设金融中心的政治定位，即使有利益考量，也会更加偏重于更有效率、更公正地审理金融案件。上海三级法院金融审判机构体系已基本形成，也为全国性的证券诉讼体制改革提供了更多的物质基础，使指定管辖能以更小的制度变迁成本实现。

较温和的替代方案则包括令一些金融较为发达的地方法院承担集中审判的功能，或由中级法院或省会市中级法院集中审理证券案件。2011 年最高法院等《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》第 10 条曾规定涉嫌证券期货犯罪的第一审案件，由中级法院管辖。不过实践中这似乎没有得到严格遵守，如 2011 年 9 月云南绿大地公司涉嫌欺诈发行股票、违规披露重要信息案是在昆明市官渡区法院一审。但该案由于判决结果畸轻，导致昆明市检察院抗诉，昆明市中级法院重审，凸现了由中级法院集中审理的必要性。

除集中指定管辖外，还可以借鉴德国 2005 年施行的《资本市场示范案例法》。针对证券虚假陈述和违约案件，原告可通过电子系统查询、登记，参与潜在的团体型案件并分摊诉讼费用。届时先由特定法院审理后给出示范性案例判决，受理法院据此再针对个案裁决。从而既减少了对已有诉讼体制和理论框架的冲击，又充分利用了技术进步与专业法庭的作用。^[21]

（三）证券民事诉讼提起机制的优化：公权和私权结合的探索

在中国国家强势主导的背景下，不追求“纯粹”的民事诉讼机制，而是允许公权力介入其中，或许更为理想。具体来说，这主要包括以下路径：

1. 在民事诉讼制度设计中引入公权力因素

这可以包括对公共规则的私人诉讼机制，这指法律较为细致地规定公司及经营者应当履行的义务尤其是程序义务，当其被违反时，投资者可据之起诉。作为一种介于纯粹的民事诉讼和直接政府监管之间的法律实施机制，这种机制的优势一是在于投资者的诉讼举证责任大为减轻。二是由于裁量权受到了限制，法官无能、被操纵和腐败的可能性所带来的危险也大为减少。

此外，也可以考虑让行政监管机构以“预审查”的方式参与到证券民事诉讼中，对案件进行过

[21] 参见上注，郭雳文，第 442 页。

滤挑选,以提高起诉的质量。其实施的版本可以分为两种:一种是只有经过行政机构“认证”通过的案件才能被提起民事诉讼。另一种是经过行政机构“认证”通过的案件在案件受理、举证等方面可享受快速通道,如优先受理,简化举证程序。

2. 倚重公共投资者保护机构发动诉讼

美国1995年私人证券诉讼改革法开始鼓励机构投资者的作用。在中国台湾,政府设立的证券投资人保护基金在发动证券诉讼的过程中也发挥了很大的作用。此种机制既能有效地承担诉讼成本,保护投资者,又可减少滥诉:

首先,投资者保护机构专业能力较高,拥有一定的物质和人力资源,可有效承担应诉成本。其次,公共机构的目的较为纯正,其没有太强的逐利和冒险动机以至于滥诉,和潜在被诉主体私下勾连和利益交换的可能性也较低,故而更可能选择有影响力、有代表性的案件起诉。第三,在中国的现实环境下,让一个政府背景的公共保护机构控制诉讼进程,会比较容易得到国家机构的认可。法律在不可能赋予证券诉讼的普通原告诸多诉讼便利时,可以先行赋予公共保护机构相关便利。

我国2005年成立了证监会下辖的中国证券投资者保护基金有限公司。虽然该保护基金的主要职责中还不包括代理证券诉讼,但是完全可以通过法律修订,像台湾那样赋予其从事此类活动的权利。最新的动态也符合这一趋势。2013年3月证监会批准设立了中证投资者发展中心有限责任公司。

(四) 增强交易场所之间的竞争

证券交易场所作为私主体,其监管动力源于市场竞争。故这个问题的思考可以和多层次资本市场建设结合起来,主要方略即增强交易场所之间的竞争。

虽然之前交易场所繁多之际不是没有违规和乱象,但一律取缔无异于因噎废食。正如两大交易所本身也一直有着接连不断的违法违规情形,却没有因此成为关闭之的依据。诸家证券交易中心和两网市场能坚持存在,本身是投资者用脚投票的结果,政府将其断然关闭,既缩减了市场的选择权,也使得交易所的外部竞争压力被消除,自我监管的动力降低。

国外成熟资本市场是随着经济和金融发展自然形成、逐步复杂化的,而国内的资本市场相反,是从主板开始做,然后再推行到中小板、创业板,期间各种场外市场此起彼伏,但一直处于被“清理整顿”的状态。直到近年才建立起了全国性的公众公司场外股份转让系统,初步确立了区域性证券交易场所的设立和管理体制。但总的来说,场外市场非常薄弱,一方面不利于创新企业和中小企业的融资发展,另一方面也不利于形成金字塔形、层层筛选的挂牌公司体系,不利于高级的证券交易所的发展。

多层次证券交易场所的合法化规范化既可以满足企业需要,也能减轻场内市场的压力。另外,竞争性的多层次证券交易场所体系不仅能满足不同层次的企业直接融资需求,也能促进间接融资业的健康发展。因为企业即使在初级证券市场挂牌,也能提高财务和运作透明度、改善公司治理、提高股份变现能力、担保能力和私募资本的退出能力,减少银行等信贷机构向这些企业及其股东发放贷款时的信用风险。

为了构建更和谐、更有效率的多层次证券交易场所体系,本文有如下建议:

(1) 促进证券交易所主板之间的竞争和内部板块的区分化

A. 将深圳证券交易所的主板、中小企业板合并。主板和中小企业板现有上市规则和其他监管、公司治理规则中的少许不同之处,可由深圳证券交易所统一进行整理,按照从严的标准统一制定。

B. 将创业板独立出深圳证券交易所,明确其必须只吸纳成立年限较短的创新科技型企业。

C. 更多地赋予交易所自律权限,如可设立不同的体现板块以使得二者能体现上市标准、监管

和公司治理方面差异的板块，增强竞争。

D. 另一种思路是可以考虑将两大交易所合并，以增强规模经济优势和国际竞争力。在此基础上，还是可以允许沪深市以不同的板块的形式相对独立地存在。板块之间可在监管标准上有所差异，并且上市公司可以选择在板块之间进行迁移。

(2) 充分赋予地方发展初级证券交易场所的空间

除了天津股权交易所等特例外，目前区域性股权交易市场基本上定位于省内四板市场。它们的主要功能是满足企业的融资需求和一定程度上的股权流动性需求，但前者更为主要。因为挂牌后，随着公司挂牌后信息透明度、治理程度和受监管程度的提高，其融资需求可以通过股权质押、定向发行、私募债等多种方式进行，不必完全依赖于一个可以方便转让股份的市场。

所以，应当尽量允许地方在省级政府的控制下，根据实际需求建设初级证券交易场所，履行较低的挂牌、治理、监管和信息披露标准，来为当地实体经济、中小微企业服务。在“非标准、不连续”的层面即不构成对证券交易所的模仿的层面应当尽量放开，在市场复杂度逐级而上的时候逐步加大挂牌和监管标准。地方证券交易市场既可以成为新三板在一省区域内的后备挂牌资源提供者，也可以成为三板的跨区域竞争者；也可以只是为企业提供存量股份的流动性和信息服务。

这并不必然会带来太多风险。一方面，我们要相信地方政府合理权衡本区域经济发展和金融风险的能力。吴志攀教授曾经提出中国证券市场的特点是“无法有天”，即通过行政治理在法律并不健全的情况下维持市场秩序和促进发展。现在国家对维持社会稳定十分重视，地方政府必须对区域证券交易场所的稳定负责，也十分重视之，无须过分担忧区域性证券交易场所因为挂牌证券质量低下和市场违法活动而造成的风险。此外，不少地方性证券交易场所的财务准入标准已经在名义上高于新三板的挂牌标准。退一步说，就算出现了此类问题也不必因噎废食。毕竟 20 年来，证券交易所中也出现了很多严重的弊案。

另一方面，证监会可以扮演专业“警察”的角色，维护市场秩序。特别是在核准权限下放、淡出后，证监会的工作重心应当后移。2012 年 5 月证监会《关于规范区域性股权交易市场的指导意见（试行）》（征求意见稿）曾提出的省级政府负责对区域性市场进行监督管理并可指定专门机构负责日常监管、证监会及其派出机构提供业务指导和服务的框架，可以写入法律。证监会为了降低风险，可以通过整顿清理交易所部际会议的相关运作，提出设置必要的一般性风险控制、信息披露和报备要求，并与区域性交易场所的主管部门达成监管合作协议，以实现规范与发展的平衡。

而且，防止区域性证券交易场所“一哄而上”的最好办法恰恰是放松管制，让实践中出现的领跑者通过市场竞争力来自然“吸附”其他省域的挂牌证券，从根本上避免出现一省一个、一省多个小而散的区域性交易场所。

(3) 贯通各交易场所之间的层次和转板机制

当前，企业可以选择从新三板和地方证券交易场所退出并升入证券交易所，但是从证券交易所退市的企业是否可以不选择新三板，而是加入地方性证券交易场所，还存在不确定性。退市公司及原 STAQ、NET 系统挂牌公司应当有权选择在地方性市场挂牌。

此外，在未来，如果交易所主板和创业板差别化明显后，或者说在设计主板和创业板的区别时，应当考虑到主板上市公司退到创业板的可能性（如果仍然满足创业板的上市标准且被创业板经营者接受）。

(4) 完善、充实对场外交易市场/其他证券交易场所的法律规定

应尽快整合梳理当前的法规规章条文，通过修订出台相关法律法规，对场外交易市场的法律性质、监管归属、交易方式、功能定位、上市标准、监管制度等问题做出明确规定。法律应当明确《证券法》关于交易所的规定是否适用于或参照适用于其他证券交易场所。

(5) 培育其他证券交易场所的自律监管能力

场外证券交易活动非常复杂、分散,市场主体却是以合格投资者为主,故强调自律监管更为重要。在现阶段,政府监管应该集中在交易所和新三板。对其他证券交易场所应主要通过立法与对自律监管者的再监管进行间接监管。过度的监管与过严的信息披露既压制了市场活力,也会导致监管资源的浪费。

在自律监管者中,市场化、企业化的自律主体更值得培育。2012年9月成立的全国中小企业股份转让系统有限责任公司取代了证券业协会成为了新三板的市场自律管理主体,值得推广。地方性的证券交易场所也必然要走向以交易场所的自律监管为“内环”,地方政府和证券业协会为“中环”,证监会为“外环”的监管框架。

自律监管者应充分重视并发挥以证券公司为核心的金融机构作为保荐商、做市商的作用。保荐机构同挂牌融资企业利益相关,对企业有更深入的了解,掌握着更多的内部信息。做市商是市场交易的主导者和发动者,它们应当成为自律监管的重要节点与着力点。可通过系统的券商培训、考核与资格管理制度,强化它们对挂牌企业与市场交易进行有效的尽职调查、持续督导、实时监控的能力。

(五) 小结:多元并进的证券法律实施机制

总之,我们必须仍然非常倚重政府性的监管,但如下方略应当被坚持:

1. 增强政府监管法治化和内部化制约,如提高对行政透明度、确定性的要求。确立监管机构的中立性,将市场监管与对市场规模、指数等的“调控”功能分离。

2. 通过在国家机构体系内部实施对政府监管的外部化制约。让立法和司法机关占据更重要的治理地位。特别是加强诉讼机制在证券市场治理中的作用,树立法院作为终极裁判者的权威。这既包括对更多民事诉讼的受理,也可以在此基础上逐步纳入对行政性证券监管行为的司法审查,从而逐步强化政府法治程度、监管的透明性和合理性。

证监会早在“中国资本市场发展的战略措施(2008~2020)”中已承认“目前过于依赖行政监管的局面已经明显不能适应资本市场发展的要求”,^[22]要“大力推进多层次股票市场体系建设”。“调动股东投资者和律师等专业人士的积极性和资源加入监管框架,可以补充公权执法资源、效益和经验的不足,并强化上市公司及管理层认真守法的压力。”^[23]

3. 坚持放松政府监管特别是事前管制,让竞争和市场秩序发挥作用,培育中介机构和自律组织生长的空间,树立其处理市场纠纷的权威。强化证券交易场所监管以及财经媒体、市场中介等非官方渠道的市场监管力量,可在国家权力体系的外部增强市场对违法行为的运作力。这些专业化力量既能有效补充专门证券监管者的力量;也能在监管者出于主观因素不能在特定环境下作为时,填补相应空缺;还能形成一种隐性的竞争机制,促使监管部门积极行事。

立足于现实,重要的是秉持“多元并进”的观点,不必拘泥何种法律实施机制在绝对意义上最为有效,而是把握现实,灵活适时地突破,以投资者保护为导向,注意发挥市场效率,以最大化地优化法律实施和缔造证券市场法治。

(责任编辑:黄 韬)

[22] 中国证监会:《中国资本市场发展报告》(2008年),摘要,第27页,见中国政府官方网站(http://www.gov.cn/gzdt/2008-01/24/content_868460.htm).

[23] 张宪初:《近期西方证券监管理念论争及对中国的一些启示》,载《中国资本市场法治评论(第一卷)》,法律出版社2008年版。