

# 政府性证券监管批判及 与民事诉讼之权衡

缪因知\*

---

## 目次

- 一、政府监管者在干预经济和金融活动中的缺陷
  - (一) 政府监管者干预经济活动时的固有缺陷
  - (二) 政府监管者干预金融活动时的特别缺陷
- 二、中国政府性证券监管的实际运行缺陷
  - (一) 繁复的事前管制流于形式, 弊案丛生
  - (二) 事后执法力度和明晰性不足
  - (三) 过大的行政权妨碍了市场自律机制发挥
  - (四) 偏离监管者中立本位, 直接干涉市场运作
- 三、中国的政府性证券监管存在不足的原因
  - (一) 证券监管目标时常受到其他政策目的的影响
  - (二) 国有经济主体有较强的政治经济游说能力和抗拒监管执法的能力
  - (三) 监管者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多
- 四、政府监管的弥补者: 作为法律实施机制的民事诉讼
  - (一) 民事诉讼的发起机制有益于证券法律实施
  - (二) 民事诉讼的处理机制有益于证券法律实施
- 五、“诉讼进、监管退”之可行性的制度环境分析

**摘要** 政府性监管是一种主导性的证券法律实施机制, 但其内在缺陷不可忽视。在中国, 尤其存在如下问题: 繁复的事前管制流于形式, 事后执法力度和明晰性不足, 过大的行政权妨碍了市场自律机制发挥, 偏离监管者中立本位, 直接干涉市场运作。而其原因主要是: 证券监管目标时常受到其他政策目的的影响, 国有经济主体有较强的政治经济游说能力和抗拒监管执法的能力, 监管者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多。作为一种针对性的平衡策略, 证券民事诉讼的发起和处理

---

\* 中央财经大学法学院副教授、法学博士。感谢两位匿名审稿专家的意见。本文与缪因知:《中国证券市场法治化的道路》(《交大法学》2013年第4期, 人大复印报刊资料《经济法学-劳动法学》2014年第3期全文转载)系出于同一成果, 感谢《交大法学》编辑提出一并刊登, 以更全面地体现相关研究结果。

机制都能相应地予以裨益。

**关键词** 证券监管 证券民事诉讼 证券市场 证券法

当前，政府性监管即由中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）实施的监管是我国主导性的证券法律实施方式。政府性监管在大多数国家的证券市场治理中有着较为显著的地位，这是由其本身固有的诸多制度性优势所决定的。政府性监管者作为规则制定者，可以厘定必需的证券法律制度细节；作为规则执行者，更是具有诸多优势，如拥有相对雄厚的公共资金支持、较强的执法能力和动机，可更主动灵活地行事，相对节省社会资源，实现更高的执法统一性等。在我国，受到大陆法系传统<sup>〔1〕</sup>和政体的影响，证券市场长期维系着政府主导的秩序维持模式，在问题出现如股市弊案时，人们往往近乎条件反射地呼吁“加强监管”。

不过，政府的强制性监管对经济、金融和证券市场可能的局限性值得重视。监管本身涉及公权力的运用，并非无成本无危害。尽管政府性监管者有上述优势，但如允许其对经济活动太多的环节拥有掌控权，其种种局限性就会放大并损害经济特别是金融发展。本文第一部分将阐述政府监管者在干预经济特别是金融活动时可能的缺陷，第二部分重点阐述中国背景下相关缺憾的体现，然后第三部分说明民事诉讼如何在发起和处理机制两方面对应性地化解这些问题，继而在第四部分分析指出我国证券市场环境下减少政府监管、加强民事诉讼对社会成本总体减少是有利的。

## 一、政府监管者在干预经济和金融活动中的缺陷

### （一）政府监管者干预经济活动时的固有缺陷

在假定政府只是对市场的“帮助之手”的福利经济学之后，管制经济学等新兴学派开始注意到政府在经济活动中的弊端，甚至目之为可能是自私自利的干预市场和经济生活的“掠夺之手”。<sup>〔2〕</sup>

首先，政府监管者并非大公无私，其可能会追求政治利益，而不以市场利益最大化、社会福利最大化为行动目标。<sup>〔3〕</sup> 所以监管者可能会滥用公共权力，实施不符合市场最优之公平与效率安排的监管措施。<sup>〔4〕</sup> 其中，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的倾向最为明显。<sup>〔5〕</sup> 当国家面临多种策略选择时，更常见的结果总是中央集权、监管和国有化。在证券市场上也出现了太多的对股票交易的国家控制和限制竞争<sup>〔6〕</sup>（而对违法行为的遏制并不因此更加

〔1〕 参见缪因知：《国家干预的法系差异：以证券市场为重心的考察》，载《法商研究》2012年第1期。

〔2〕 Andrei Shleifer & R. Vishny, *The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 2002). 施莱弗、维什尼：《掠夺之手——政府病及其治疗》，赵红军译，中信出版社2004年版。一个简单介绍见缪因知：《维什尼和“法律与金融学派”研究》，载苏力主编：《法律和社会科学》第12卷，法律出版社2013年版。

〔3〕 Sam Peltzman, “Towards a More General Theory of Regulation”, 19 *Journal of Law and Economics* 2 (1976).

〔4〕 Djankov, Simeon, La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, “The Regulation of Entry”, 117 *Quarterly Journal of Economics* 1 (2002), 1-37.

〔5〕 See Buchanan & Tullock, *The Calculus of Consent, Logical Foundations of Constitutional Democracy* (Ann Arbor, MI: University of Michigan Press, 1962).

〔6〕 Andrei Shleifer, “Understanding Regulation”, 11 *European Financial Management*, 448.

奏效)。

对缺乏控制与制衡(check and balance)的国家来说,特别存在着监管的政治化(politicization)的问题,即监管的实施更多的是为了打击不听话的对象,而非违法者。<sup>〔7〕</sup>

其次,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。<sup>〔8〕</sup>许多被监管的产业都发展出了一系列高明的技巧,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,而不是维护公共福利的体制。如有学者认为,美国证券和交易委员会(SEC)对信息披露要求过高,给上市公司和投资者带来了太多的成本,是屈从于会计师、律师和承销商利益所致。<sup>〔9〕</sup>此外,尽管美国司法部多次反对,SEC在20世纪六七十年代始终坚持股票固定佣金,被指责为是满足了证券公司的利益,牺牲了小投资者。<sup>〔10〕</sup>中国的金融监管者积极打击所谓非法/场外集资活动,也与捍卫高度垄断性、高度管制性的现有金融既得利益集团(如以国有资本为主的银行、上市公司)有关。

第三,监管者自身的能力有限,即使出于提高社会福利之心,也很少能成功。<sup>〔11〕</sup>如1999年开始,就有人开始向SEC举报麦道夫公司的重大欺诈行为,但该公司一直没有得到有效调查,最后是金融危机来临才引爆了这个惊天大案。在资源配置领域,业内专家也慨言,“一定程度上,政府失灵的概率比市场失灵的概率还要大”。<sup>〔12〕</sup>

第四,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。<sup>〔13〕</sup>

第五,良好的市场秩序或者说对违法行为的遏制是一种公共物品,而监管只是获得此等公共物品的手段。由于政府性监管者本身具有垄断性以及上述的弊端,所以如果过分倚重他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。

总之,政府监管者恒有过度扩张自己权力的趋势,故而在一个对国家干预心存警惕的环境中,其不良影响能多少被中和;而在一个鼓吹国家权力对市场进行干预的环境中,其不良影响就会加倍凸显。所以哈耶克断言英国法律传统比法国法律传统更为优越,不是因为法律规则的实体差异,而是不同法律传统对个人和国家角色的设定不同所致:与普通法相连的有限政府较少限制经济自由和其他自由,更保护财产安全和合同权利,故更能促进经济增长。<sup>〔14〕</sup>史学家也指出,英国工

〔7〕 Id. at 446.

〔8〕 George J. Stigler, “The Theory of Economic Regulation”, 2 *Bell Journal of Economics and Management Science* (1971), 3-21. George Stigler, “Public Regulation of Securities Market”, 37 *Journal of Business* (1964).

〔9〕 Philips and Zecher, *The SEC and the Public Interest* (Cambridge, Mass.: MIT Press, 1981), pp. 51, 87, 111-119.

〔10〕 See Woodward, “Regulatory Capture and the United States Securities and Exchange Commission”, in Barth et al. (Eds.), *Restructuring Regulation and Financial Institution* (Boston: Kluwer, 2000).

〔11〕 Peltzman, “The Economic Theory of Regulation after a Decade of Deregulation”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Special Issue (1989), 1-41. Andrei Shleifer, *supra* note〔6〕, at 446.

〔12〕 国家发展改革委员会经济体制与管理研究所所长聂高民语,见王仁贵:《投资体制三年改革冲刺》,载《瞭望》2013年第25期,第43页。

〔13〕 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。

〔14〕 See Friedrich A. Hayek, *The Constitution of Liberty* (South Bend, IN: Gateway Editions Ltd, 1960), Chap. 4, 6.

业化的快速崛起和一度成为头号强国，在很大程度上有赖于英国很早就颇为独特地演化成了一个“高度发达的个体市场社会”，并以私有财产的“绝对所有权”和高度的劳力流动性为特征。<sup>[15]</sup> 当代法学家亦通过数据表明指出：从1960年到1992年，对市场干预更少的普通法国家总体上比大陆法国家（包括法国、德国和斯堪的纳维亚国家）有着更高的真实人均GDP增长速度。<sup>[16]</sup>

## （二）政府监管者干预金融活动时的特别缺陷

金融市场本身的特殊性使得其对国家不当干预的敏感度更高，可能受到的伤害也更大。具言之，相对于普通经济活动，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，而更容易受到过度的金融监管的压制。

### 1. 政府监管者会有压抑金融市场创新的倾向

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。但是面对此局面，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。且前一标准是可见和较为清晰的（未发生重大违法事件、市场骚动），后一标准却是较为模糊的，人们很难精确判断金融的发展应在多大程度上归功于监管者。政府性金融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，<sup>[17]</sup>所以他们会倾向于用取消问题的方式来解决，从源头上不鼓励、限制、禁止金融创新、非典型投资和交易活动来避免争议的发生，对市场交易方式创新引发的骚动过度反应。

例如，我国1995年轰动证券市场的327国债期货事件<sup>[18]</sup>本质上是交易规则存在技术性瑕疵以及财政部有信息泄露嫌疑所致，<sup>[19]</sup>可以通过规则制定和日常监管之完善来解决。但在行政主导的模式下，最终的处理方式是让整个国债期货交易（并累及其他金融衍生交易品）暂停了十多年。2013年8月光大证券公司在软件出错后，创造性地使用ETF与期货卖出方式来对冲风险，却被证监会错误按内幕交易定性处罚，反而掩盖了内控失灵的真问题。<sup>[20]</sup>

### 2. 政府对金融资源的配置易于导致低效

由于政府自身的任务目标不限于金融市场发展，所以当政府拥有过多的金融监管权时，便会有诱因利用市场、损害市场的效率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。而普通法系的交易所大都处在国家干预较少、竞争激烈的环境中，反而通过自

[15] Alan Macfarlane, *The Origins of English Individualism: the Family, Property and Social Transition* (Oxford: Blackwell, 1978), p. 165. 这本书广泛地论证了分权带来经济增长。

[16] Paul Mahoney, “The Common Law and Economic Growth”, in Fox and Heller (Eds.), *Corporate Governance Lessons from Transition Economy Reforms* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2006), pp. 94-99.

[17] 参见Becker和Stigler对公共执行和私人执行的著名比较，Gary Becker & George Stigler, “Law Enforcement, Malfeasance and the Compensation of Enforcers”, 3 *Journal of Legal Studies* 1, 1974.

[18] 交易方违规在无保证金的情况下近乎无限地下单，产生了巨额盈亏，迫使监管者最终取消了交易日最后若干分钟的交易结果。

[19] 凌华薇、李菁：《中经开之死》，载《财经》2002年第12期。

[20] 参见陈洁、曾洋：《对“8·16光大事件”内幕交易定性之质疑》，载《法学评论》2014年第1期。缪因知：《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》，载《法学》2014年第1期。而且值得指出的是，尽管涉案金额巨大，当事人却没有被追究刑事责任，足见公权力机构内部的歧见。被处罚的杨剑波就此起诉证监会后，尽管案情实际上并不复杂，相关行政诉讼却被延期宣判三次，耐人寻味。

我实施的监管而积累了信誉。<sup>[21]</sup>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。事实上,即使同属发达经济体,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、日本这样的协调型经济体的证券市场。<sup>[22]</sup>

### 3. 政府缺乏更优的降低金融市场风险的能力

政府控制、干预金融市场活动的一个前提是很多人幻想政府可以通过对金融的加强监管来增进市场安全和市场效率,如加强对特定主体能否公开发行证券的审核、对过高过低的证券价格进行干预。这种认为政府可以通过监管剔出太“次”的金融产品的观点实际上假定了政府能拥有比市场更准确的信息。可从人力和信息资源分配的角度看,这种假设是不可靠的。因为一方面受价值规律支配,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;另一方面,即使资质相同,大量金融業者在对市场的一线接触、参与中获得的各种分散、个体化、非标准化的市场信息必然比少量的金融监管者所掌握的信息更为有效,更能够用于准确判断市场价格、风险和优势。

故而,如果政府监管者草率地或夹杂着多种动机地干预金融运作,如决定证券发行价格、随市场指数而起舞,并不能带来更多的公平,而更可能导致低效。

## 二、中国政府性证券监管的实际运行缺陷

在改革开放和转轨阶段中的中国,证券市场发展和法律实施绝非易事。为了“前进中的问题”“付学费”还是有必要的,不能因为政府监管的一般性缺陷而简单质疑政府性监管在法律实施中的作用。号称第四部门的专业性的特定市场行政监管者的兴起,重新组合了立法、行政、司法权,是20世纪的一个具有普遍性的重要现象。<sup>[23]</sup>结合中国证监会的具体实践来认识这一问题,可能更为恰当。

对此,我们可以参照国际证券委员会组织(IOSCO)在2003年修订的《证券监管的目标和原则》(Objectives and Principles of Securities Regulation)提出的合适的证券监管者应当满足的条件:职责被清楚客观地界定;在功能和权力的运作中独立和可问责;有适当的权力、资源和能力去履行功能、行使权力;监管程序清楚连贯;工作人员遵循最高水平的职业准则包括保密准则等。<sup>[24]</sup>相比之下,我国显然存在着相当的差距,尤其如下问题较为突出:

### (一) 繁复的事前管制流于形式,弊案丛生

和所有的监管活动一样,决不是说没有违法行为或违法行为发生得极少才算是有效的证券监管。但是如果管制成本很高,违法行为却频频发生,甚至情节极为严重,则监管的正当性就值得考究。

中国证券监管的一大重点是事前的发行管制。《证券法》第179条赋予了证监会对证券市场活动进行审批或核准的权力。《行政许可法》实施后,《中国证监会行政许可目录》相关项目仍然有六十多种。一方面证监会通过发行部工作人员、专家组成的发行审核委员会审查,另一方面又通

[21] See John C. Coffee, Jr., "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.

[22] 协调型市场经济体指企业“严重依靠非市场的方法协调其他参与人和他们的努力以构建其核心竞争力”的经济体,此种分类详见 Peter Hall et al. (Eds.), *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage* (Oxford: Oxford University Press, 2001), p. 8.

[23] 参见[英]维尔:《宪政与分权》,苏力译,三联出版社1997年版,第265~270页。

[24] 见国际证券委员会组织网站(<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>,最后访问时间2014-01-02)。

过承销商、保荐商、律师、会计师乃至社会公众(通过预披露)进行监督。企业发行周期漫长,成本高。但即便如此,在多轮制度强化后,还是出现了较为严重的欺诈发行,如2013年被法院判决认定欺诈发行股票罪的云南绿大地生物科技公司案。该公司2006年第一次申请上市时“因招股书破绽百出而失败”后,还能在2007年上市,乃是因为其有针对性地根据上市要求,在会计师事务所协助下进行了“反向工程”包装,如把公司粉饰为“发审委喜欢的”高科技公司,做假账,伪造销售合同。<sup>[25]</sup>类似的,号称创业板财务造假第一案的湖南万福胜科股份公司2013年浮出水面,公司2011年上市,被曝光2008—2011年间财务造假,虚构了90%的营业利润,虚增度达1.8亿元,虚增营业收入则为7.4亿元,上市当年的虚增利润达到五十多倍。<sup>[26]</sup>

诚然,道高一尺魔高一丈,“防不胜防”也情有可原。但高成本的事前管制流程到底是有效遏制了其他潜在的弊案,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。

## (二) 事后执法力度和明晰性不足

“证券监管”严格的说可分为事前监管(ex ante regulation)和事后执法(ex post enforcement)。<sup>[27]</sup>前者指在市场交易行为发生前进行预先的控制、批准、审查,如发行审核、收购审核等,而后者指对已然发生的违法行为的责任追究。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。<sup>[28]</sup>而中国证监会却把事前监管作为工作重点。

相比之下,证监会的事后执法却相当缺乏。这一是表现在案件查处力度偏小。根据2012年证监会官网通报的数据,2008年至2011年四年间,共立案调查内幕交易案件154起,行政处罚31起,移送公安47起。平均每年只有十多起。<sup>[29]</sup>其中证监会2000年在北京只查处了5起内幕交易案件,大概是实际案件数的5%。<sup>[30]</sup>

就总体执法情况而言,较为乐观的统计是刘燕教授给出的,其认为自1993年1月1日至2012年12月31日,中国证监会共计对685起案件采取了行政执法措施。<sup>[31]</sup>持中的是郭锋、蒋大兴教授等根据证监会网站的统计,认为2001年至2012年5月3日,证监会共做出463份处罚(图1)。<sup>[32]</sup>

而较不乐观的统计是北京大学中国企业法律风险管理研究中心根据证监会网站公布的处罚信息,统计出其2001—2011年做出的涉及信息披露违法、市场操纵以及内幕交易的行政处罚决定及时间分布如下表(表1):<sup>[33]</sup>

<sup>[25]</sup> 《绿大地破发审委上市密码过程:答案背得滚瓜烂熟》,载凤凰网财经(<http://finance.ifeng.com/stock/special/ldd/20120316/5761074.shtml>,最后访问时间2014-01-02)。

<sup>[26]</sup> 金彧:《创业板造假第一股遭警方调查》,载《新京报》2013年3月12日,经济新闻-公司版。

<sup>[27]</sup> John C. Coffee, Jr., “Law and The Market: The Impact of Enforcement”, 156 University of Pennsylvania Law Review (2007), 254.

<sup>[28]</sup> Id. at 269-276.

<sup>[29]</sup> 转引自陈锋、葛爱峰:《证监会内幕交易重案被地方法院意外轻判》,载《华夏时报》2013年7月6日。

<sup>[30]</sup> Stephen Green, *The Development of China's Stock Market, 1984-2002: Equity Politics and Market Institutions* (London: RoutledgeCurzon, 2004), p. 211.

<sup>[31]</sup> 刘燕、吕玉梅:《我国上市公司财务造假行政处罚实践(1993—2012)述评》,载中央财经大学金融服务法研究中心等编:《金融服务法咨询报告》2012年第7期,第3页。

<sup>[32]</sup> 郭锋、蒋大兴、戚云辉:《中国证券法学三十年》,载郭锋主编:《金融服务法评论(第五卷)》,法律出版社2013年版。

<sup>[33]</sup> 北京大学中国企业法律风险管理研究中心(沈晖执笔):《证监会对证券市场违法行为行政处罚的实证分析》,载《2011年中国上市公司风险管理高峰论坛论文集》(2011年7月9日)。

证监会做出的行政处罚书数量(2001—2012年)

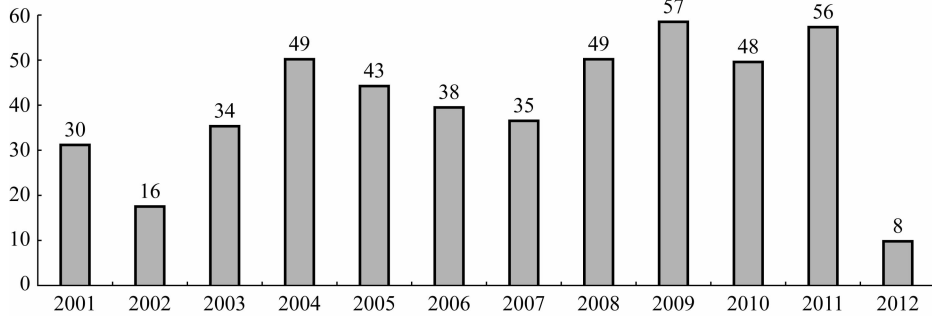


图 1

出处:郭锋、蒋大兴、戚云辉:《中国证券法学三十年》,第 14 页。

表 1

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合计
信息披露违法	14	10	21	33	18	26	26	23	17	16	3	207
操纵市场	2	0	0	0	0	0	1	3	4	1	0	11
内幕交易	0	0	0	2	0	0	1	3	6	9	0	21
合计	16	10	21	35	18	26	28	29	27	26	3	239

注:2011 年仅包括上半年公布的数据。

类似的是黄辉副教授根据证监会网站信息的统计认为 2002—2011 年间,共有 192 起关于虚假陈述的行政处罚决定。<sup>[34]</sup>

不难发现,在弊案连连的证券市场中,竟然多年操纵市场、内幕交易的执法数量为 0 或者 1,这显然不是“天下太平”所致。尽管信息披露违法的处罚在技术上难度不大,其执法数量也不令人满意,2007—2011 年更是处罚数量年年下降。虽然一种解释是证监会自 2007 年后开始以打击内幕交易为主要精力所在,但造成“顾此失彼”总非佳事。从总数看,有研究者发现 1998—2004 年期间,证监会执法案件数有“一个不断下降的趋势”<sup>[35]</sup>。而上表也显示 2008 年以来有此趋势。另一项根据证监会官方网站做出的 2001—2006 年间行政处罚措施的统计,也认为其数量和市场实际违法行为的严重程度相比过于温和(modest)。<sup>[36]</sup> 诚然,近年来证监会执法数量大为增加,<sup>[37]</sup>但这

[34] 黄辉:《中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议》,载《证券法苑(第九卷)》,法律出版社 2011 年版,第 972 页。

[35] Katharina Pistor、许成钢:《转轨经济中证券市场的治理:来自中国的经验》,徐菁译,载吴敬琏主编:《比较》第 19 辑,中信出版社 2005 年版,第 112 页。

[36] Benjamin L. Liebman, Curtis J. Milhaupt, “Reputational Sanctions in China’s Securities Market”, 108 Columbia Law Review (2008), 942.

[37] 2013 年披露的信息称:近 5 年来,证监会共新增案件调查 1 458 起,做出行政处罚决定 276 件,罚没款金额总计 6 亿元,移送公安机关案件 125 起,处理打非线索 1 325 起。2012 年共受理证券期货违法违规线索 380 件,新增案件调查 316 件,比 2011 年增长 21%,移送涉嫌犯罪案件 33 件,增长 32%,对 195 名当事人做出了行政处罚,涉及罚没款共计 4.36 亿元,增长 24%。《给中小投资者提供更大实惠——中国证监会有关负责人谈改善投资者维权环境》,载《人民日报》2013 年 3 月 15 日。2011—2013 年,“违法违规受理”数为 290、380、611 件。2013 年审结案件 86 件,同比增长 11.7%;做出处罚决定 79 项,罚没款总额 7.3 亿元,同比增长 66.6%。《中国证券监督管理委员会年报(2013)》,中国财政经济出版社 2014 年版,第 43~44 页。

多少也反证了之前执法的不足。

二是体现在查处速度迟缓。大量的案件停滞在繁琐的调查取证中。<sup>[38]</sup> 1998年5月大庆联谊职工举报公司内部职工股发行中的问题,尽管“材料非常详实”,经调查发现“问题基本属实”,证监会仍然以“查处力量”有限为由,而让“事情一时搁了起来”,直到举报者上访到中纪委书记尉健行处才得以反转。<sup>[39]</sup> 对于市场操纵案件,证监会只有在股价在六个月内升幅超过200%时,或其被其他政府部门要求之后才会展开调查。常见的做法是发布一个内部通知,表示证监会已经了解了问题的状况,并要求对方在限期内改正。<sup>[40]</sup> 2009年媒体曝光融通基金“老鼠仓”案一个多月,证监会才公开称该案“调查已经完成,进入后续审理阶段,但是还不能公布处罚决定”,反而是财经网首先指明了涉案者。

从长期看,证监会对财务造假案件的调查期限一般为26个月左右,有的甚至耗时61个月,如成都聚友网络股份有限公司财务造假案从2005年1月立案调查,至2010年2月方最终做出处罚决定。<sup>[41]</sup> 又如2014年2月证监会网站公布的2013年12月做出的《行政处罚决定书(吴伟、谢霞琴)》显示,被处罚人2007年1—2月间从事违法行为,2007年9月就向公安缴纳了赃款。显然那时公权力部门已经开始调查违法行为,不知为何又拖了63个月才处罚。

三是处罚力度偏轻。例如,大唐电信自2003年起就因为年报不实而被证监会和上交所屡屡批评和要求整改,2007年又在年报中虚增利润3719万元,却只被按照法律下限的规定罚了30万元。操纵市场依法应没收违法所得,并处以违法所得一倍以上五倍以下的罚款,亿安科技案涉案数额和市场影响巨大,又另有法人以个人名义设立账户买卖股票的情节,但还是只按照其非法盈利额的一倍罚款。这往往导致公司持续进行违法行为,如2001年爆出造假大丑闻的蓝田公司,早在1999年就被查出上市时存在多种严重造假行为,却只不过被警告并罚款100万元了事。<sup>[42]</sup> 在119起可获处罚信息的上市公司财务造假案件中,从2000年到2012年间有10起被证监会立案的上市公司财务造假案未受到任何行政处罚,也未被责令改正违法行为,证监会也未在处罚决定书中指出上市公司得以免责的理由,从处罚决定书的案情描述看,也没有任何证据显示公司有免责的理由;有15起案件的董事高管未受处罚,包括银广夏在内的5起重大财务造假案件。<sup>[43]</sup>

值得注意的是,上述问题发生的制度背景是证监会拥有广泛的可监管执法范围和相应的调查权能。因此,正如郭锋教授所指出的:“问题不是证监会权限不够,而是监管不到位。”<sup>[44]</sup> 对大量的证券市场违法违规,特别是确已发生但未被查处的所谓“违法暗数”的打击,仍有力度不够的问题。<sup>[45]</sup>

此外,证监会的工作方式也存在问题,明晰性不足,具体包括经常缺乏耐心、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

[38] Benjamin L. Liebman, Curtis J. Milhaupt, *supra* note [36], at 942.

[39] 《大庆联谊:内部职工股的泛滥》,载《国际金融报》2010年12月16日,第3版。

[40] Stephen Green, *supra* note [30], at 211.

[41] 见前注[31],刘燕、吕玉梅文,第15页。

[42] 张炜:《蓝田,假货中的精品》,载《中国经济时报》2002年1月28日。

[43] 见前注[31],刘燕、吕玉梅文,第16~17页。

[44] 参见刘欣:《证券法修改:为何赋予证监会准司法权》,载《21世纪经济报道》2005年4月9日。

[45] 北京大学法学院-世纪证券联合课题组:《证券违法违规惩戒的实效和制度成本分析》,载上海证券交易所联合研究计划第13期法制系列课题报告(2005)。



界定,等等。<sup>[46]</sup>“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。涉案人员的审理到底进行到了哪一步,除了猜测,无从获悉”,“给市场带来了大量信息不对称”。<sup>[47]</sup>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。故而其执法决定不仅没有提供充分的指引和透明度,反而让人对其合理性和合法性疑窦丛生。<sup>[48]</sup>证监会自己也承认监管有效性和执法效率有待提高。<sup>[49]</sup>

### (三) 过大的行政权妨碍了市场自律机制发挥

证券市场自律组织层面的监管有着政府监管所不可替代的作用,但中国证监会牢牢控制了证券交易所、证券业协会,这些自律组织的功能发挥受到了极大的限制。深圳证券交易所研究部门曾发布报告称:“行政权力对证券市场的全面干预,不仅使上市公司成为中国最为稀缺的资源,也造就了现有的股市文化及种种负面的股市行为”,“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陷,反而妨碍了市场机制作用的正常发挥”,“自律监管缺乏层次,监管独立性、刚性和主动性不足”。<sup>[50]</sup>即便是协助指导证券交易所的博士后这样本来与监管机构职权无关的事情,也出现了交易所不堪其扰的状况。<sup>[51]</sup>

### (四) 偏离监管者中立本位,直接干涉市场运作

中国的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,<sup>[52]</sup>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,如在特定时期要求它们只能在上午进行交易,或在下午收盘前15分钟不能交易,以避免大笔资金在尾市拉盘或者砸盘。更有甚者,监管者还会选择性地向一些大基金公司暗中发布政策意向。2007年10月,上证综指创下历史新高。有关监管部门召集了一些资产管理规模较大的基金公司举行会议(业内称此为“小事开大会,大事开小会,特别重要的事不开会”),会上指出:有些基金持有的蓝筹股过于集中,应当减持,以免因持股过于集中引发相关投资风险。结果大基金公司突然减持,股指大跌,而中小基金公司没有到会,不知道证监会有此意图,大量被套牢。<sup>[53]</sup>

---

[46] 焦津洪等:《证券监管与公司治理》,载《比较》第22辑,中信出版社2006年版,第134~136页。焦时任证监会法律部副主任。

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

[48] 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), 479-480. 对一个典型执法个案的细致分析,见袁明圣:《合法性质疑:评‘亿安科技’处罚决定》,载《法学》2001年第10期。

[49] 中国证监会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,第124页。

[50] 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)第37页,载深圳证券交易所网站(<http://www.szse.cn/main/files/2008/07/16/767081321333.pdf>,最后访问时间2015-01-18)。

[51] 上海证券交易所一名博士后称,该所近年因为“嫌麻烦”,不再请证监会官员充当博士后合作导师,其中一个原因是这些人每次到上海都“劳师动众”。肖铮:《李量“落马”:爱金条的证监会诗人》(2014年12月2日),载腾讯财经(<http://finance.qq.com/original/lenjing/prism29.html>,最后访问时间2015-01-18)。

[52] 如《证监会两主席:拟推六措施救市 警告基金勿砸市》,载雅虎财经(<http://biz.cn.yahoo.com/050606/16/a9y3.html>,最后访问时间2014-01-02)。

[53] 付刚:《大跌真相:监管部门要求基金减持蓝筹减少交易》,载《华夏时报》2008年3月22日。

### 三、中国的政府性证券监管存在不足的原因

中国证券监管中之所以存在种种不足，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，证券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。但结合中国的实际情形，如下体制方面的原因值得重视：

#### （一）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，而是通过“大包大揽的方式”来对“资源进行倾向性的分配”，有着一种对市场不信任的专制家长式的管理理念。<sup>[54]</sup>

与此同时，其他国家机构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的监管者的角色。在证券市场建设初期，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，<sup>[55]</sup>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，<sup>[56]</sup>从而吸引投资者。在证券日常交易中，严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”。

一个典型的例子是 1993 年证监会《关于上市公司送配股的暂行规定》规定了一系列严格要求，包括配股之间必须间隔 1 年，当年配股数量不得超过上一年公司股本总额的 30%。1994 年《关于执行〈公司法〉规范上市公司配股的通知》重申前一次募足股份后的工商注册登记日或变更登记日至本次配股说明书的公布日其间隔不少于 12 个月，又规定上市公司必须在最近三年内连续盈利、净资产税后利润率三年平均在 10% 以上才能配股。然而，中央政府出于宏观调控目的，往往不能坚持其政策。1997 年后，为配合促进股票市场为国企融资的新形势，配股标准被降低，上市公司只要三年中每年有 6% 的资产回报率，三年的平均值超过 10% 即可。于是配股数量又猛增。甚至在地方证管办的配合下，很多财务指标不合格的企业也从事了配股活动。其方式包括直接伪造利润，或是声称资产回报率是在 10~11% 之间，既符合配股要求，又不太引人注目。<sup>[57]</sup>

2004 年证监会曾收到上千份揭发“基金黑幕”的举报，并对部分较严重的立案调查。但由于当时上证指数正处 1300 点的近 5 年最低点，为避免对证券市场造成过大负面影响，侦查工作相当低调，也没对外公布调查处理结果。2005 年基金公司以公众基金为社保基金利益输送的丑闻也引发市场哗然，但证监会调查结果依旧息事宁人。<sup>[58]</sup> 2010 年底，时任证监会山东证券监管局副局长坦言：尽管国际证券委员会组织等提出通行的证券监管的目标和原则只包括保护投资者，维护公平、高效、透明的市场和减少风险。“但在我国，维护社会稳定，培育发展市场，支持经济发展，支持国

[54] 黎四奇：《对我国证券监管理念的批判与反思》，载漆多俊主编：《经济法论丛（2009 年下卷）》，第 318 页。

[55] 值得注意的是，直到现阶段，地方政府特别是欠发达地区的地方政府还是会把强行推动包括民企在内的各种企业上市作为政绩。如被曝造假的湖南万福生科公司被当地市政府“反复动员十多次”，接受财政补贴数千万元。吴敏：《万福生科龚永福：从被上市到被刑拘》，载《新京报》2013 年 8 月 26 日，第 B03 版。

[56] Stephen Green, supra note [30], at 211.

[57] Id. at 77.

[58] 陆一：《闲不住的手：中国股市基因体制演化史》，中信出版社 2008 年版，第 123 页。

家新兴产业,等等都是监管目标,目标多了势必会给执法带来难度。”<sup>[59]</sup>

即便是近几年证监会在力推改革,屡屡强调不对股市涨跌负责之际,其仍然不时需要维稳式干预,如调控新股发行审核节奏,甚至影响具体个股的发行价和发行数量。<sup>[60]</sup>

(二) 国有经济主体有较强的政治经济游说能力和抗拒监管执法的能力

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。<sup>[61]</sup> 证券市场中大量的国有经济主体给证券监管(包括公安部门的经济侦查)带来了难度,也降低了监管者的执法积极性。2013年,证监会主席肖钢撰文称:“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”。<sup>[62]</sup>

中国大多数上市公司的终极控制人是政府,这些被监管者不仅本身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。如三名部级官员曾由于在湖北康赛股份公司上市中的不当助力和收受内部职工股而被处分。证监会前成都证管办副主任、贵阳特派办主任高勇受贿则和川贵及证监会的一些干部从中积极斡旋和施加压力颇有关系。<sup>[63]</sup> 许多依照《证券法》应该摘牌的上市公司长期不能退市,在本于《证券法》无据的ST、PT制度下苟延残喘,后来又能通过所谓资产重组的“卖壳”行为净赚一票,显然也和退市会严重危及这些强势国有经济主体及其背后的地方政府利益有关。

2011年10月郭树清就任证监会主席后,力推诸多市场化和自我限权的改革,如审批和非审批部门处长轮岗、<sup>[64]</sup>发行定价机制改革、促进公司债券发行,甚至提出了初次公开发行审核能否取消的设想,改革色彩鲜明。结果2013年3月被撤任,几乎是最“短命”的证监会主席。国际货币基金组织前中国研究专家、康奈尔大学教授埃斯瓦尔·普拉萨德(Eswar Prasad)表示,郭树清可能威胁到了大型国有银行、省级政府部门以及国有企业等一贯偏爱政策性垄断的既得利益者。<sup>[65]</sup>

(三) 监管者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多

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。从行业准入、业务审批、发行审查,到交易监管、违法查究、风险处置,乃至投资者教育保护、市场发展,证监会都处在领导地位。“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

[59] 周荣祥:《陆泽峰:证券监管执法面临三大困境》,载《证券时报》2010年12月6日,第A006版。

[60] 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。

[61] 参见李波:《公共执法与私人执法的比较经济研究》,北京大学出版社2008年版,第37页。

[62] 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。

[63] 康庄、何忠平:《高勇案庭审目击记 少年高官在资本运作中坠落》,载《21世纪经济报道》2005年4月17日。《受贿千万被判死刑 前证监会官员高勇的坠落轨迹》,载人民网案件传真,2005年4月21日(<http://legal.people.com.cn/GB/42733/3337641.html>,最后访问时间2014-01-02)。

[64] 2012年3月开始,证监会拥有行政审批权的发行部、创业板部、上市部等9个部门工作5年以上的处级干部将与没有行政审批权的部门相关岗位干部进行对调。不过,业内一种消极的观点认为,在证监会过大的审批权限的制度背景下,单纯定期更换具体的审批人员,不仅降低了办事效率,还可能增加法纪观念不强者越轨的可能性。

[65] 《传郭树清将调任山东 调职或因触动利益集团》,载《中国经营报》2013年3月14日。Lingling Wei And Bob Davis, Beijing to Sideline Top Securities Regulator (March 13, 2013), available at <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887324392804578358303154198298.html>, last access 2014-01-02.

大漏洞”。<sup>[66]</sup>

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。例如2007年太平洋证券公司换股上市案，完全不符合法律和常理，只凭证监会办公厅的一纸公文即为之，虽然市场议论汹汹，证监会却安之若素。据称，此事和已被判刑的证监会前副主席王益有关。<sup>[67]</sup>

证监会主管的直接融资市场领域牵涉到的利益甚多甚大，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。2014年12月，证监会创业板发行监管部前副主任李量又被立案调查，据称可能还只是“冰山一角”。<sup>[68]</sup> 作为一个成立不到二十年的机构，落马官员的数量和级别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。其中证监会前副主席王益是整个金融监管部门中级别最高的被判刑的领导人。

中国证券监管不力的一个重要方面还在于监管官员和证券公司的高官关系过于密切，甚至对流频繁。有约三十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不断来回调动。这可以说是我国证券业的高国有经济比例的必然现象，也可以说有其工作需要。但这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。如曾任证监会上市公司监管部副主任的银河证券总裁肖时庆2009年被捕时，有关部门还在拟议让他回任证监会原职。其案涉嫌违规批准国金证券公司借壳重组及自我保荐，而国金证券董事长雷波又是王益的前秘书。

#### 四、政府监管的弥补者：作为法律实施机制的民事诉讼

指摘政府性证券监管的缺失，并不是简单否定监管，而更多是为了在政府性监管独大的中国证券市场为其他选择探究制度空间的可能性。一般认为，政府性监管以外的证券法律实施机制可以包括证券民事诉讼、交易所监管、<sup>[69]</sup>境外上市<sup>[70]</sup>等。本文在此拟特别强调证券民事诉讼机制。因为该种机制的相对优越性可尤为“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。

##### （一）民事诉讼的发起机制有益于证券法律实施

1. 市场相容性。民事诉讼是一种在平等主体之间提起，由法院被动、事后、中立地裁断的纠纷解决方式，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

[66] 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。

[67] 《音乐家的另一面 王益二三事》，载《经济观察报》2008年6月15日，经济版。

[68] 李德林：《证监会李量被查或案涉令完成 就是冰山一角》，载新浪财经（<http://finance.sina.com.cn/zl/stock/20141202/112820975352.shtml>，最后访问时间2015-01-18）。

[69] 参见缪因知：《论证券交易所竞争与监管的关系及其定位》，载《时代法学》2008年第6期。

[70] 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). 缪因知：《境外上市对国企治理之影响研究》，载《证券法苑》第十一卷，2014年6月号。

讼应当是一种最基本的纠纷解决手段。

曾有一些研究者主张证券市场参与者可以通过契约型安排自动地实现对不当违法行为之惩戒和震慑。此即所谓缔约理论(contracting theory)。但实际上即使是这种最强调市场自制能力的观点也还是把一个高效、公正的法院充当最后保护人视为默认前提。所以在此制度性背景下,纵使没有强制性的监管,人们也还是会受激励去遵守合同,减少违法行为。因为不自愿履行的合同会及时有效地被法院强制执行,违约的当事人不仅无法占有额外利益,还会遭受信誉损失。故从一定意义上说,一个有效的民事法庭体系(包括类似功能的组织,如民间仲裁机构)是市场运作最基础的外部条件,监管等成本和副作用更高的法律实施机制乃是对不完美的现实的一种应对。

2. 分散性。通过证券诉讼实现损害赔偿的机制在美国也被形象地称为“私人执法”(private enforcement)。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。

诚然,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。<sup>[71]</sup>

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,不仅“使受害者得到赔偿,更有私人协助政府执法之意义。由于民事责任之巨,可使犯者三思而后行。故吾人对提起诉讼者不宜以好讼目之,而应视为志愿协助政府维持市场秩序”。<sup>[72]</sup>“如所有之被害人皆能借民事责任之规定而列举该等之不法行为,则证券交易必可维持稳定之秩序,故民事责任之规定及其适用,确有协助管理市场之机能。”<sup>[73]</sup>利用民间力量来监督证券违法行为,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。<sup>[74]</sup>

进一步的,如果法律制度能够对小股东原告赋以更多便利,如实行有利于他们的证据开示程序、举证责任规则(允许以间接证据指控关联交易等)、允许集团诉讼性质的有助于联合众多投资者行使小额请求权的程序规则、胜诉酬金安排/风险代理收费(contingency fee arrangements,即原告律师可从胜诉金额中按比例提成)等,都能杠杆化地扩大证券诉讼机制的威力,形成社会监督氛围,从而遏制不法行为。<sup>[75]</sup>对四大法系(普通法、德国法、法国法、斯堪的纳维亚/北欧法)49个国家的实证研究也表明:对跳跃式地发展的国家的证券市场而言,广泛的强制信息披露要求和便利证券投资者在信息披露不实时请求损害赔偿的责任标准,比起依赖监管机关的公共执行,是一种更为有利的市场发展机制。具有这些制度的国家的证券市场发展指标(如上市公司数量、IPO规模、流动性等)总体更好。<sup>[76]</sup>

3. 公开性。证券诉讼的发动把股市弊案推到了阳光之下,不会存在暗箱操作和公权与私利交

[71] 何美欢:《公众公司及其股权证券》(中册),北京大学出版社1990年版,第1098页。

[72] 余雪明:《证券管理》,台北“国立”编译馆1983年修订版,第536页。

[73] 陈春山:《证券交易法论》,台北五南图书出版公司2000年版,第294页。

[74] See Myriam Gilles & Gary B. Friedman, “Exploding the Class Action Agency Costs Myth: The Social Utility of Entrepreneurial Lawyers”, 155 University of Pennsylvania Law Review (2006), 108-111.

[75] 对这些法律手段的作用分析参见 Bernard Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets”, 48 UCLA Law Review (2001), 791, 807-808.

[76] La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, “What Works in Securities Laws?” 61 Journal of Finance (2006). 中译文见《证券法中什么起作用》,载《比较》第23辑,吴飞、郭雳译,中信出版社2006年版。

换的问题。其还能引发业界与社会的关注与思考,从而提高整个证券市场的法治水平。例如当年的凯立诉证监会案虽未实质改变中国的证券发行制度(因为制度已经由于其他原因而变革),但推动了社会公众深入认识和检讨中国的证券发行和整个监管制度。<sup>[77]</sup>如根据证券市场专家刘纪鹏教授的看法,此案代表了旧的审批体制的败诉。<sup>[78]</sup>

诉讼机制还能持续对监管机制产生推动作用。当证券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。事实上,美国证券与交易委员会积极起诉违法行为的动因之一就是避免遭遇当民事诉讼已然证明不当行为的存在,而自身却对同一案件尚无所作为的尴尬。

4. 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。只要一国不存在政策性地阻碍法院受理案件的状况,任何自认为受到了不公正待遇的主体都会有激励把未获解决的民商事法律纠纷诉诸法院。证券诉讼机制的健全赋予了市场参与者更多的救济机会,减少了公共执行不足所可能导致的违法行为得不到惩罚、其造成的损失也得不到补偿的问题。而且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的使用。即使在证券监管机构相对有力的美国,其最高法院也在四十多年前即指出:证券领域的私人执法行动是美国证监会监管工作的必要补充。<sup>[79]</sup>

#### (二) 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。但显而易见的是,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的主要原因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。<sup>[80]</sup>

较之银行主导的间接融资市场,证券市场(特别是发展较为完整的多层次证券市场)作为直接金融资源配置方式有两个基本特点:一是融资的分散决策机制,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商业银行。交易契约(如不同的证券招募说明书)的个别化、定制化(customized)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的股权、债权、结构性融资产品、资产证券化产品等安排得到不同风险偏好的投资者认可,实现成功融资的机会越来越大。但在此过程中,对证券类金融产品收益和风险的平衡考量也越来越难。因为金融活动的实施会遭遇各种因素,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,可能只有转瞬即逝的盈利机会,可能从来就没有稳定的回报机会,甚至从来就有很深的欺诈性。这些随着金融技术发达化导致日益复杂化的商事行为模式的合法性是难以通过立法事先予以标准化处理的,故而在金融商品表现不如预期、事后决定各方面责任承担,溯回判断事前融资条款和条件与当事人先期行为的合法性和合理性时,具体问题具体分析个案判断十分重要。

[77] 如著名学者应松年、证监会高官高西庆都对此表示了肯定,见《凯立案:到底有没有历史意义》,载《中国青年报》2001年11月21日。《梁定邦重申:凯立状告证监会是件好事》,载《中国青年报》2001年9月6日。梁定邦大律师(香港)时任证监会首席顾问。

[78] 《海南凯立状告中国证监会胜诉告诉我们什么》,载《中国青年报》2000年12月20日。该案2000年12月一审判决,2001年7月二审判决。

[79] 张子学:《美国证监会监管失败的教训与启示》,载《证券法苑》第二卷,法律出版社2009年版,第128页。

[80] 详见缪因知:《法律与金融市场关系研究的一项进阶: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》,载《华东政法大学学报》2014年第1期。

这就意味着需要一个裁决者有意愿和能力来对复杂的证券市场个案进行一一分析、确定各种活动效力和责任归属,例如,公司之前对业绩和业绩预期的表述是否具有误导性,公司管理者和控制者是否违反了受信(fiduciary)义务。多国比较研究证明,面对此类问题时,较之政府性监管者,法官如果能够具有较为灵活的权限,就能表现得比政府更好。这被很多学者认为是普通法系国家的证券市场总体上优于大陆法系国家的重要原因,因为前者的法官具有较强的司法能动性。<sup>[81]</sup>

政府性监管者不能替代中立司法者的作用。经济和社会生活的主动管理者和纠纷的中立被动裁决者具有不同的激励机制,前者往往会倾向于通过限制、取消复杂和新型金融活动发生的可能性来减少金融风险,故而对法院拥有的争议解决机能无法产生替代作用。金融资源的配置效率也可能在国家主动干预中受到损失。中立的法官通过民事诉讼机制来进行金融纠纷的个案分析、一一界定,或许能更有效地维护市场公平与效率,遏制侵害性行为。

## 五、“诉讼进、监管退”之可行性的制度环境分析

众所周知,证券民事诉讼的作用还不太大,甚至可谓受到了制度性的压制。而有关美国证券集团诉讼中出现的“滥诉”,也令人们心存疑虑。诚然,证券诉讼的作用和正当性不宜被过分夸大。然而我国证券诉讼机制的运用完全没有达到和制度环境、知识储备实际相称的程度。其或许不能有效强力地实施法律的弱点,但就其被滥用的风险而言,还属于杞人忧天的阶段。我们无须期待像美国那样令证券民事诉讼的案件金额不时超过政府性监管机构的执法金额,<sup>[82]</sup>但加强我国诉讼机制的功能,令其成为一个有效的、可选的证券法律实施机制,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。这不妨结合社会环境来看待。

詹科夫(Djankov)等美国经济学家提出的一种指标体系认为任何社会都存在着专制(dictatorship)和失序(disorder)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。为了应对这些成本,一个社会存在四种控制战略:私人秩序(private orderings)、私人诉讼(private litigation)、政府监管(regulation)和国家所有(state ownership)。这四种控制战略选择所代表的由无序所导致的社会成本是递减的,而由专制所导致的社会成本是递增的。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,无序成本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,结合实际地考察监管与诉讼这些消除成本的手段所能起到的总体效果。<sup>[83]</sup>

---

[81] Josh Lerner and Antoinette Schoar, “Does Legal Enforcement Affect Financial transactions? The Contractual Channel in Private Equity”, 120 *Quarterly Journal of Economics* 1 (2005), 223-246. Nittai Bergman and Daniel Nicolaievsky, “Investor Protection and the Coasian View”, 84 *Journal of Financial Economics* 3 (2007), 738-771.

[82] See Howell E. Jackson, “Variation in the Intensity of Financial Regulation: Preliminary Evidence and Potential Implications”, 24 *The Yale Journal on Regulation* (2007), 253-291. 该文比较了2000—2002年间的相关数据。

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

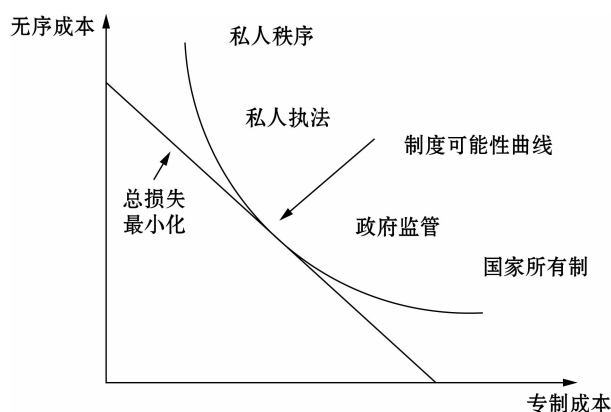


图 2

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，因而不需要任何公共实施者。在一个证券发行者之间充分竞争、发行者和投资者信息对称的完美市场里，通过声誉机制的鼓励和约束，证券市场各方参与者都有足够的积极性来提供信息，自觉消除一切不当行为。但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，虽然能最大化地减少失序成本，却不能满足社会和市场的多样化需求，对证券市场来说尤为不适宜，我国之前“半国有”状态下的证券市场即主要以为国企融资为目的的股市沉痾深重，已然表明了这一点。

政府监管和诉讼由此成为了实施证券法律的主要手段。政府监管者的主动行为能较好地减少社会失序成本，但由于监管俘获、公权力寻租等，本身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，仅仅利用法院来保障契约的实施会面临作为执法者的法官缺乏足够激励的问题，但诉讼不会带来太大的专制成本。

综合考虑这两种成本和两种手段在市场中的运用，则如著名经济学家、哈佛大学教授安德烈·施莱弗 (Andrei Shleifer) 所言，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。<sup>[84]</sup> 因为从经济运行的逻辑上看，毕竟是市场机制发生在前，政府监管实施在后，市场是自发的，监管是人为的，监管本身又是有成本的，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，<sup>[85]</sup> 过度监管导致的低效可能会格外明显。<sup>[86]</sup>

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，我国宏观上经济持续快速发展，政局稳定，政府对社会控制力强。微观上，证券诉讼专业性、技术性较强，每一个诉讼通常只针对一个上市公司和特定的投资者，不涉及公共政策问题，一个上市公司出事，不太会直接连累其他特别是其他行业的上市公司的声誉，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，目前广泛被认为有一定的滥诉趋势，但这更多的是特例而非普适情形。美国的司法氛围比较利于平衡实力悬殊的原被告，令原告乐于起诉。如对抗制诉讼文化，积极进取、少受限制的律师业，法官较大的造法权限，联邦和州双重法院体制带来的更

[84] Andrei Shleifer, *supra* note [6], at 444-447. Simeon Djankov et al., *supra* note [83], at 604.

[85] Simeon Djankov et al., “Who Owns the Media?” 46 *Journal of Law & Economics* 2 (2003), 341-381. Rafael La Porta, Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “The Quality of Government”, 15 *Journal of Law, Economics and Organization* (1999), 222-279.

[86] Simeon Djankov et al., *supra* note [83], at 610-611.



多诉讼空间,等等。<sup>[87]</sup> 实际运行的一些具体制度安排更是助长了这一趋势,如民事裁判中的陪审团制(容易对大公司做出不利判决)、没有实行“败诉者承担诉讼费用”(loser pays)的规则等,因此,即使相应的制度移植到中国来,也不一定会发生类似的滥诉问题。<sup>[88]</sup> 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》,<sup>[89]</sup>但集团诉讼的适用比美国严格,实践中诉讼较少,更不用说产生类似美国的弊害。<sup>[90]</sup> 故有韩裔学者认为既然韩国诉讼风气不盛、律师职业操守和团体凝聚力强,滥用风险远小于美国,法律可考虑进一步放宽对集团诉讼的限制,以便制约政府执法时往往会“手下留情”的大公司<sup>[91]</sup>(虽然韩国的大公司多是私人财阀而非国企,但政府执法者可能不会对大公司太严格,中韩可谓有共通之处)。就中国而言,显然从制度到文化上都不具备很快出现美国式的低门槛、扰动性集团诉讼实践的情形,故相关社会失序风险尚十分遥远。

从专制风险看,显然在中国证券市场这一成本可谓不低。如前所述,市场总体法治水平有待提高,政府滥权、寻租行为并不鲜见,政府监管在证券法律实施中占据着主导,事前过度监管对市场和创新的压制与事后执法不足并存;中央政府占据主导,地方和证券行业自主权有限。

因此,中国更需要通过加强诉讼机制,并相应减少监管,来降低证券领域高企的专制成本。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。

诚然,在中国这样的发展中转轨国家可能法官会受到较多的外部压力,能力或许也不足,从而导致诉讼结果出现偏差。但这个问题必须动态地予以认识。首先,法官能力和独立性的提高只能通过不断的司法实践(伴之以必要的对司法权和司法审判结果的复核与制约机制)而得到加强,等待、观望和单纯的理论学习并不能解决这个问题。其次,相比将大量证券违法行为设为不可诉,或将多种证券市场行为一律事前禁止,法院在断案摸索时发生偏差属于“前进中的问题”。毕竟,即便法庭不能在法律模糊地带很好地界定公司和证券市场参与者的权利和义务,其他主体也未必能做得更好。<sup>[92]</sup>

(责任编辑:黄 韬)

[87] 参见[美]史蒂文·苏本、玛格瑞特·伍:《美国民事诉讼的真谛》,蔡彦敏、徐卉译,法律出版社2002年版,第194页。

[88] Wallace Wen-Yeu Wang & Chen Jian-Lin, “Reforming China’s Securities Civil Actions: Lessons from PSLRA Reform in the U. S. and Government-Sanctioned Non-Profit Enforcement in Taiwan”, 21 Columbia Journal of Asian Law (2008), 141-142. 汤欣:《私人诉讼与证券执法》,载《清华法学》2007年第3期。

[89] See Bernard Black et al., “Final Report and Legal Reform Recommendations to the Ministry of Justice of the Republic of Korea: Introduction to the Report”, 26 The Journal of Corporation Law (2001), 546, 569. 该法2010年修订版的中译文,见《韩国证券集团诉讼法》,董新义译,载郭锋主编:《金融服务法评论(第五卷)》,法律出版社2013年版。

[90] 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,第443页。

[91] See Stephen J. Choi, “The Evidence on Securities Class Actions”, 57 Vanderbilt Law Review (2004), 1507-1525.

[92] Katharina Pistor and Xu Chenggang, “Fiduciary Duty in Transitional Civil Law Jurisdictions: Lessons from the Incomplete Law Theory”, in Curtis J. Milhaupt (Ed.), *Global Markets, Domestic Institutions: Corporate Law and Governance in a New Era of Cross-Border Deals* (New York: Columbia University Press, 2003), pp. 77-106. Also available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=343480> (October 2002). 中译文见《转型的大陆法律体系中的诚信义务:从不完备法律理论得到的经验》,黄少卿译,载《比较》第11辑,中信出版社2004年版。