

全球金融危机后中美证券稽查执法 变革比较研究

张清华*

摘要:自全球金融危机以来,中美两国几乎同时对其金融证券执法制度进行了改革。本文通过中美两国证券执法改革的比较研究,分析我国的证券监管及其执法存在一些盲区和弱点,从证券监管的理论与实践规律入手,通过对我国证券监管执法经验与教训的总结,借鉴和吸取国外先进的证券监管执法成功经验与失败教训,试图对证券监管执法机制全面思考,进行理论上的研究和创新。

关键词: 证券执法 变革 机制 理论 创新

自全球金融危机以来,美国对其金融证券执法制度进行了改革,其影响之大超过以往,而我国自2006年证券执法机制改革以来,中国证监会创立了执审分离机制,重塑了证券执法流程,按行政区划设立了各地的证券监管分局证券执法稽查局,进而自今年以来,进一步地将部分行政许可与处罚权下放,这些改革措施从源头上廓清了原来执审一家有失公正的嫌疑,使监管权力的运行与配置更加贴

* 中美法律交流基金会项目协调人。

近市场贴近基层,对树立公正证券执法形象具有重要的作用。中国证监会根据我国证券市场的具体情况,运用这些改革措施对证券市场的各种违法行为进行了打击和处理,取得了一定的成效,维护了市场的公平公正和秩序,在一定程度上对进一步树立证券市场有效监管秩序、保护证券投资者、维护市场公开透明与公正,防范市场风险具有重要的作用和意义。然而,由于对证券执法机制和原理的认识不清,对证券监管理论与实践规律的陌生,我国的证券监管及其执法存在一些盲区和弱点,证券监管执法机制不健全是其突出的缺陷,致使我国的证券监管水平和能力与市场经济建设的需要不相适应。这些盲区和弱点存在的原因复杂,如果不对其运行机制进行理论上的全面思考,就无法进一步地改革创新我国的证券监管及其执法能力和水平,在全球金融危机进一步深化的今天,面对全球金融危机与证券市场及其监管的竞争,就无法保护和巩固我国的改革开放成果,无法进一步地取得改革开放的胜利,甚至会威胁到我国现有的国际经济秩序中的地位。本文从证券监管的理论与实践规律入手,通过对我国证券监管执法经验与教训的总结,借鉴和吸取国外先进的证券监管执法成功经验与失败教训,试图对证券监管执法机制全面思考,进行理论上的研究和创新。

一、美国证交会稽查执法的经验与教训

(一) 美国证交会稽查局设置概况

美国证交会稽查局成立于1972年8月,是一个联合统一原来由证交会总部的各个执法部门负责的不同的强制执行行动而设立的。证交会稽查局雇员对可能违反联邦证券法的行为进行调查,并在联邦法庭提起的民事诉讼和证交会的行政诉讼案件中提出指控。在民事案件中,证交会寻求禁令,以便禁止未来的违法行为;对违反禁令的人处以罚款甚至是处以监禁。除此之外,证交会常常寻求金钱民事赔偿和追回违法行为所得。法庭也禁止或暂停某人担任公司高管或董事。证交会稽查局还提起各种行政诉讼,这是由行政法官或证交会自己主持的法律程序。其中一种诉讼程序,叫停止和终止令,可能会对任何一个违

反联邦证券法的人提出。证交会在这些诉讼程序中可能命令应诉人返还非法所得。对于被监管者(例如经纪人、自营商和投资顾问等)以及他们的职员,证交会可能会撤销或延缓注册,或者发布禁止令或者对其职员暂停执业。在对被监管人提起的诉讼中,证交会被授权命令作出民事处罚赔偿以及返还非法所得。除此之外,证交会还对民事诉讼和解以及行政法官发布的初步裁决以及对强制执行诉讼的上诉和自律监管组织的纪律处分的上诉作出决定。美国证交会的职责是保护投资者。在有些案件中,被告人的非法所得将返还给受欺诈的投资者,但证交会无权代表个人投资者。

美国证交会稽查局下设3个办公室,稽查局的市场监视办公室(OMS)、证交会稽查局总法律顾问办公室(OCC)、信息自由法办公室(the Office of the Freedom of Act, OFOIA)。稽查局的市场监视办公室(OMS)是处理国内自律监管组织(SROs)转交事项的相关交易的主要联络处。每一股权和期权交易机构都有责任监管自己市场,如果自律监管组织认为不属于它的管辖范围,它将把潜在的违法行为经由自律监管组织的市场监视转交机制转交给证交会。证交会稽查局的市场监视办公室(OMS)审查所有的自律监管组织转交的情报并与执行公开调查的高级雇员磋商,把案件分派给地区和总部的相应雇员。证交会稽查局总法律顾问办公室(OCC)负责解释与稽查调查有关的法律事务,包括诉讼与非诉讼事务、行政诉讼事务、证交会的意见等。在证交会稽查局的雇员提出任何具有法律意义的执法意见时,都必须首先向稽查局咨询,有的还必须取得其批准。证交会稽查局总法律顾问办公室还负责对稽查执法活动有关的规则和规章提出改进意见和建议。稽查局分管雇员在作出结束调查稽查时,应向信息自由法(the Freedom of Act, FOIA)办公室核实。这些记录根据《信息自由法》将供公众查询因此不能销毁。如果没有信息自由法问题,分管雇员可以准备好处理文件。如果有信息自由法问题,信息自由法官员将建议分管雇员正确的处理案件文件。例如,可能要求分管雇员把可能成为《信息自由法》申请对象的记录放入到将要储存起来的文件当中去,即使这些记录在案件结束后并没有被保留。

(二) 美国证交会在金融危机后的具体改革措施

自2007年起源于美国的金融危机爆发以来,美国进行了自“大萧条”以来最重大、影响最深远的金融改革。从立法上看,2009年10月27日美国众议院通过了专门针对系统性风险的立法——《金融稳定促进法》,该法设立了包括美国证交会主席和财政部长等众多证券金融监管高级官员组成的金融服务监管委员会,同时终止了美国证交会与美联储共同对投资银行监管的“综合监管对象计划”,投资银行由美联储统一监管。2010年7月21日,美国总统奥巴马最终签署了《华尔街改革与投资者保护法》(又称《多德—弗兰克法》,因其由多德参议员和弗兰克参议员共同提出而得名),这项金融改革法案被称为是自“大萧条”以来最重大、影响最深远的金融改革方案。围绕金融危机进行的各项改革中,对美国证交会的质疑与变革是其中重要的一环。因为证交会作为监管机构受到国会和总统的制约和领导,证交会的改革必须涉及权力的分配,依法治原则权力的分配必然地要经过立法与行政方面的授权,因此,国会的立法与行政改革以及特定的事件引起的公众反映对证交会影响是非常巨大的。美国证交会的监管改革具体措施按照金融危机中的改革发展阶段分为三个阶段:第一阶段,金融危机爆发初期,此时证交会虽然受到公众的质疑,但是证交会通过自身努力与已有的监管法律规则执行来改变公众对其的偏见;第二阶段,麦道夫案件爆发,引起了公众对其的信任危机,美国证交会被迫进行重大的调查和调整;第三阶段,2010年7月21日美国金融改革法案《多德—弗兰克法》签署生效,对证交会的权力与监管规则进行了重大的改革,引发了证交会的重大变革。

1. 危机第一阶段的改革举措

金融危机初期,人们大声地质疑监管者到哪里去了。起初对此质疑,美国证交会的主席考克斯并不是很担心,因为事实上美国证交会已经很努力了。据美国证交会2007年的年报显示它的中心任务还是实施《格拉姆—林奇—布利莱法》(即《美国市场现代化改革法》),推动美国证券市场的现代化国际化和建立适应其要求的监管规则,推进美

国证券监管的国际化 and 加强证券监管的国际化合作。^①

然而由于金融危机的不断深化,面对国会议员的质询听证以及社会公众的质疑,美国证交会采取了很多的措施和行动,来提高其监管活动水平,应对所谓的“信任危机”(credit crisis)。

首先是稽查部加大了执法检查的力度,据其 2008 年年报统计证交会稽查部在 2008 年度对内幕交易的执法检查案件和市场操纵的执法检查案件以及执法调查数都达到了历史最高值,而采取的稽查行动达到了历史第二高水平。对公司处罚案件数也达到了历史最高值,并根据萨班斯法动用公平基金返还了受损害的投资者 10 亿美元。为执行如此之频繁的稽查行动,证交会甚至动用了超过 1/3 的全体员工,并且是在执法人员增长了 4%,是近 20 年来的最高水平。

其次加强了对信用评级机构的监管,根据《信用评级机构改革法》对证交会的授权,制定发布了对信用评级机构的监管规则,并对三大信用评级机构:穆迪、标准普尔和菲永进行了检查和监管。根据新的规则,信用评级机构必须解决利益冲突问题,按照新的信息披露规则增加其透明度、职责和信用评级机构之间的竞争。

最后加强了对经纪自营商和投资顾问的检查监管,防止错误信息的扩散,并联合财务会计标准局(FASB)对会计师行业的监管规则进行改革,提高会计师在提供价值评估指南时的责任。

其他措施还包括禁止卖空(short selling)、与美联储商品期货委员会一起共同对信用违约交易(credit default swap)进行监管,并与美联储和商品期货委员会一起建立信息共享机制。

然而,由于监管制度和规则的缺失,例如对投资银行控股公司(investment bank holding companies)缺乏监管导致雷曼兄弟投行 193 家公司没有一家纳入到证交会监管范围;对价值 55 万亿美元的信用违约交易采取的是自愿接受监管的原则,由于没有立法授权因此证交会的监管几近空白和无效;对经纪自营商和投资顾问的监管规则不统一造成两者监管存在差异(regulatory gap);还有对价值几万亿美元的地

^① 参见“美国证交会 2007 财政年度成就与责任报告”,载 <http://www.sec.gov/about/secpar2007.shtml>, 2011 年 10 月 21 日最后访问。

方政府证券市场的监管也存在监管黑洞,而这一市场也面临着历史上最大的地方政府破产,投资者面临的欺诈和风险也在显著增大。美国证交会还要在信息披露、国际合作等方面进行进一步的改革。事实上,尽管美国社会对证交会的种种失误行为进行了批评,但正如时任证交会主席的考克斯先生所言,证交会还是在 2008 财政年度获得了联邦政府机构绩效等级评比第三名的历史最高成绩。^②

2. 危机第二阶段的改革措施

美国证交会在麦道夫案之后的具体改革措施就比初期来得要更加深刻得多,这也是证交会初次对证交会的监管进行全面反思得出的改革措施计划。2008 年 12 月,伯纳德·麦道夫承认了自己实施了庞氏骗局。在这之后,证交会立即采取了重大的综合步骤来减少此类欺诈犯罪在未来的发生或未被发现的可能性。证交会继续进行改革提高其运作效率。其中,证交会已经采取了以下改革行动:

(1) 重建稽查局,恢复其活力

在新领导班子的领导下,稽查部得以重建变得更好,确保了它集中注意力处理可能有重大影响的重大的案件。这一重新组建的部门包括了 2010 年 5 月组建并正式启动的全国专家小组。这些小组集中监管新产品和金融结构化、市场地位的滥用、地方政府证券和公众退休金、资产评估以及违反《预防外国腐败法》的违法行为。为了跟上证券行业的最新发展趋势,这些小组正在雇用行业内的专家直接和经验丰富的律师和会计师合作。除此之外,稽查局还精简了其管理结构使其调查程序更加有效率。

(2) 改进控告和申诉的管理办法

每年证交会都要受理大量的申诉和控告。为了提高处理效率,证交会已经更新了其政策和程序,在长期机制设立之前,设立了一个临时的仓库作为信息收集中心系统所在地。在 2010 年后,证交会将推出一个集中信息技术处理系统,以便跟踪、分析和报告申诉和控制的处理情况。同时,证交会还设计一个系统对这些信息进行数据分析以使其在

^② 参见“美国证交会 2008 财政年度成就与责任报告”,载 <http://www.sec.gov/about/secpar2008.shtml>, 2011 年 10 月 21 日最后访问。

侦查欺诈犯罪方面更加领先。

而且,稽查局还设立了市场情报办公室,以集中收集所有的控告与申诉,并将这些信息与其他关于此人或团体的公开与秘密的情报整合在一起,然后集中调查资源决定对危害投资者最大的这些申诉进行侦查。更重要的是,市场情报办公室还将执行一个战略功能,即收集数据信息以分析出证券欺诈的最新技术和趋势。这一战略功能对实现稽查局变得更加灵活和领先的最优先次序是至关重要的,它允许稽查局在欺诈行动计划期间尽可能早地发现误导行为。

(3)鼓励内幕人士提供更大合作

证监会已经设计出了一种类似于刑事执法机构使用的正式的协议,为那些提供合作的内幕人士以及其他知道内幕交易的人提供保护。这些协议其中最重要的就是“合作协议”,对那些提供真实证据和同意合作和调查的内幕人士提供可能减轻处罚的机会。这些合作协议能够确保在调查过程中更早地获得证人和证据的可行性,使稽查局更加迅速地侦查到更多情报。

(4)提高对投资者资产的保护

2009年12月,证监会采纳了更好地保护投资顾问的客户免受其顾问挪用的规则。这些规则为投资者提供了更大的保护,使他们账户上的资金与他们的投资顾问和账户上表明的资金一致。其中有条建议性的规则鼓励投资顾问把他们客户的资金由独立的公司保管,而不像伯纳德·麦道夫所做的那样放在自己兜里。

(5)突击检查

新的保管规则要求那些控制或保管其客户资金的投资顾问雇用一個独立的上市公司注册会计师对其进行突击检查以证明这些资金真实存在。这种突击检查为投资者资金的保护提供了另外一种视角,因此防止了盗窃和挪用客户资金的行为,对客户进行了额外的保护。

(6)第三方监管

根据新的保管规则,那些没有把客户的资金放在独立公司的投资顾问必须获得一个第三方出具的其客户资金得到安全保护的书面报告。此第三方必须在上市公司会计监管局注册和接受监督检查,在此报告中,须描述保护客户资金的措施已经到位,已经对此种保护措施进

行检查以及此种检查的结果情况。过去的规则并没有把那些其部门掌握了其客户资金的投资顾问公司与那些把客户资金放在一个真实独立的资金保管人手中的投资顾问公司区别开来。而且,2010年7月证交会对那些在证交会注册的投资顾问为其客户或潜在客户提供的本金披露文件进行了变革。这些变革对客户收到的信息披露的质量有了重大提高,允许他们更好地识别与之有联系的特定投资顾问的风险。

(7) 提高风险评估能力

证交会将继续在全系统内提高其风险评估能力,以更好地确认市场和投资者的风险区域。登录,证交会正在优化金融公司提交的信息,提高其技术以更好地确认那些可能遭受调查的特定公司。在2011年货币市场基金按N-MFP格式提交的新的信息披露规则将进一步提高证交会的风险评估能力。证交会也正在增强与第三方和其他监管机构的合作。最后,证交会已经创立了一个新的部门——风险、战略与金融创新部,为其提供风险评估、金融产品与金融工程方面的专家支持。

(8) 对金融公司实施风险检查

证交会正在运用其已经提高了的风险评估能力派出检查人员对那些已经确定了有特定风险特征的公司进行检查,其中包括其客户资金的真实存在。这些风险包括:那些其客户资金由其部门掌握的投资顾问,尤其是其中强烈反对由独立团体控制的顾问;那些看起来有着“稳定的”或极具欺骗性(outlier)的投资回报的巨型基金;那些使用不知名的审计师或根本不用审计师的公司;那些已经受过处罚的公司;那些售予其会员或有限合伙人超级基金的经纪自营商。有几个具有这些风险特征的公司已经成为了执法调查的对象。

(9) 改进检查人员的欺诈侦查程序

证交会已经采取了提高其检查人员侦查欺诈和其他违法行为的能力的措施。现在全国的证交会检查员在检查过程中按例经常听取诸如保管人、柜台交易相对方和消费者的第三人的意见,以证明那些由公司全部或部分保管的客户的资金的存在与诚信。除此之外,这些措施还包括在检查员进入到某公司的营业处所之前更加全面细致的监管,以及一种监管方式,它不仅注意到明显的欺诈行为信号出现,而且在那些值得进一步检查的细致信号出现时就采取行动,例如某公司雇用一名

不知名的会计师之类的信号。这些措施还包括当那些公司进行联营或双重注册时扩大对完全经济实体的检查,例如有分支机构的经纪自营商或投资顾问。

(10) 招募有专业经验的雇员

证交会已经开始招募有专业经验的新雇员,以扩大其知识基础提高其评估风险、实施检查、侦测和调查违法行为的能力以及调整我们工作的优先次序。一些最初的例子包括:高级专业检查员:证交会已经雇用了新的检查小组职员——将来要雇用更多,这些人员在一些诸如交易、操作、投资组合管理、期权控诉、评估、新的投资协议和投资策略以及法庭会计方面拥有专业的经验;编外的资本市场专家:证交会已经雇用了在现代金融产品和技术方面——例如衍生工具和超级基金——有专长的编外的雇员。现在,其他雇员可以从此类专业人才那里获取经验知识帮助他们确认出现的问题和理解本行业的变化方式。这些专业知识还对提高用于检查、收集和分析数据的技巧有帮助。

(11) 培训的扩大化和专业化

证交会已经为员工提供并将继续提供关于超级基金和特殊产品、衍生工具和期权、交易和保管人管理的证明、交易所和清算机构的数据库的使用以及其他方面的培训。而且,经过培训已经有几百名雇员成为了查证欺诈行为检查员,证交会正在计划为其员工获得金融分析证书和替代性投资分析特许状提供便利。

(12) 增强内部控制

检查计划和稽查部门每个都已经执行了季度审查计划,以帮助确保重要的问题得到彻底和及时的解决并且检查或调查没有失误落空。作为季度调查计划的一部分,检查或稽查部门管理人员将和他们的相关小组成员一起碰面审查和讨论所有公开的检查 and 调查,决定是否需请编外的专家来解决问题,完成检查作出调查结论。除此之外,通过一个包括由部门首脑和地区办公室首脑组成的全国领导小组这一新的管理框架,检查计划已经提高了其管理控制和作出决策水平。

(13) 倡导实施吹口哨者计划

2009年,证交会要求国会扩大授权,对举报违法行为的吹口哨者提供保护以及对那些对重大的违反《联邦证券法》的行为提供了真实

证据的人给予奖励。最近的《多德—富兰克法》建立了此类吹口哨者制度,现在通过禁止雇主压制个人举报,证交会已经能够获得潜在的违反证券法的行为的信息。证交会正在以简便易懂的语言和清晰的方式起草该规则。

(14) 寻求更多资源

作为《多德—富兰克法》的一部分,国会已经授予证交会额外的资金以雇用更多的检查员,进入到更多的金融公司内以检查其是否符合《联邦证券法》,在欺诈或其他违法行为被发现时雇用更多的稽查人员对其进行执法。而且《多德—富兰克法》设立了一条新的预算程序为证交会提供更加稳定的资金,包括在其资金短缺时提供一项或有项目^③(contingency fund)资金。

(15) 统一经纪自营商和投资顾问检查方法

证交会已经采取了几条措施统一经纪自营商和投资顾问的检查方法。例如,纽约地区分部已经采用了一种新的方案,将那些注册为经纪自营商和投资顾问人的公司名称的检查队伍统一起来,确保有一整套检查技能的人被分派到检查小组。在新的方案规定下,从经纪自营商和投资管理小组中抽调出来组成一只检查队伍联合对选定的公司进行此类检查。而且,这一检查计划已经扩大了检查员跨部门培训的可能性,就他们的检查计划增加了经纪自营商检查员与投资管理检查员之间的协调性。最后,选定的地区分部已经完全整合了他们的经纪自营商和投资顾问检查小组,能够对那些同时提供经纪服务和投资顾问服务的公司进行无缝监管。

(16) 改革金融服务公司的后线^④人员的执照发牌、教育和监管制度

通过与证交会高级主管一起合作,金融行业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)已经保证建立一个新的系统,以提高那些履行经纪自营商后勤支持功能的个人的职业要求和监管。后

^③ 或有项目,Contingency,是指可能会或可能不会发生的事件或情况,以某未确定的东西为条件。

^④ 后线是指金融服务公司的行政及支援人员,主要职能包括交易结算、清理、记录、合规监察、会计等。

勤支持人员一般履行关键性的保管、转让代理和账户维持功能。他们是一个重要的角色,必须有技能和诚信。根据会计行业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)正在制定的制度,要提高特定的后勤支持人员的监管能力,必须有学历要求并发给执照。这一制度将进一步提高这些履行后勤支持的人员的任职资格和职业化,以便客户资金得到更好的保护。在2010年5月,会计行业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)对执行这一目标的建议草案作出了评论。

3.《多德—弗兰克法》签署生效后美国证交会的重大变革

2010年7月21日,美国总统奥巴马最终签署了《华尔街改革与投资者保护法》(又称《多德—弗兰克法》,因其由多德参议员和弗兰克参议员共同提出而命名),这项金融改革法案被称为是自“大萧条”以来最重大、影响最深远的金融改革方案。该法共14章2319页,涉及金融的方方面面。将对银行、对冲基金、信贷评级机构、交易商、投资咨询机构、会计、上市公司和其他金融机构的运行规则进行全面的改革与修订。另外,法案还需要监管者进一步制定243项规则,进行67个领域的研究,定期发布22份报告,因此这些还只是初步的立法规定,其意义需要进一步的挖掘。^⑤就美国证券交易委员会(SEC)而言,将需制定和实施95条最新规定,^⑥据此美国证交会为执行这部法律,根据《多德—弗兰克法》的授权,进入了密集的规则制定阶段。自该法生效后的2010年7月至今,在此期间证交会进行规则制定前的草案公布与意见征求多件次,这些规则的修改与制定将对证券市场产生深远而重大的影响。

从以上内容来看,美国证交会的变革是深远而巨大的,其执法机制也发生了深刻的变化。这些变化值得我们仔细研究,认真借鉴。

^⑤ 参见李扬、胡滨:《金融危机背景下的全球金融监管改革》,社会科学出版社2010年版,第39页。

^⑥ 参见“奥巴马将金融改革法案签署为正式立法”,载<http://www.fec.com.cn/fecnews/content.php3?id=48980&subsortid=7&subsortname=%e5%9b%bd%e9%99%85%e6%96%b0%e9%97%bb>,2011年1月10日最后访问。

(三) 美国证交会执法失误与教训

这些变革有些是主动进行的,有些是被动进行的,在金融危机开始阶段,美国证交会错失改革良机,只对执法机制的某些部分进行了被迫改革,而且不彻底,在金融危机迅速变化成金融风暴之后,在面对公众和国会的质疑和质询当中才意识到危机和自身机制缺陷的严重性,才积极地参与到立法改革与执法变革之中,然而由于证交会的先天和后天因素的影响,到《多德—弗兰克法案》颁布之后,证交会才从被动转变为彻底性的变革运动。美国证交会自创立以来还未曾面对这样的危机,甚至出现了取消美国证交会这一机构的声音。美国证交会由此进行了彻底的变革,这些变化也值得我们仔细研究,认真借鉴。

二、近五年来尤其是金融危机后我国证券监管执法机制改革实践经验

2006年我国对证券监管执法机制进行了改革,将原来的执审一家变为执审分离执法机制。从那时开始,我国的证券监管执法进入了一个新的机制平台。五年来,中国证监会对证券监管执法进行了多次改革,其成绩明显,但其缺陷与不足也是严重的。

(一) 成就与经验

面对金融市场全球化和金融资本竞争日益白热化的趋势,资本市场的发展和监管模式日新月异,我国资本市场的“新兴加转轨”的基本特征,中国证监会在围绕贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》中,通过了一系列旨在加强基础性制度建设、改善市场质量和结构以及提高市场效率的重要改革,取得了积极成效,市场发生了转折性的变化。其中一条基础的经验就是注重加强法制建设和执法,为开展各项工作提供坚实的基础。^⑦自2006年以来,经国务院批准,中国证监会进行了以“查审分离”为核心的证券执法体

^⑦ 参见中国证券监督管理委员会:《中国资本市场发展报告》,中国金融出版社2008年版,尚福林序第3页。

制改革,设立了新的行政处罚委员会,成立了稽查总队,壮大了执法队伍,实现了案件处理的专门化、专职化和专业化。随着我国资本市场规模的不断扩大,各种证券市场新业务的陆续推出,证券市场违法违规活动出现了一些新情况,内幕交易、证券从业人员“利益冲突”型违法、新型操纵证券市场以及非法证券投资咨询等各类违法违规行为的数量增多,监管执法工作面临着压力和挑战,迫切需要继续深化证券执法体制改革,建立更加高效、公正、权威的证券执法机制。因此,证监会通过不断完善行政处罚机制、加强证券处罚的规则体系建设、加大违法违规案件查办处罚力度,以保护投资者的合法权益,维护公正、公平公开的证券市场。仅2011年上半年,证监会共受理案件线索124起,新增案件调查83起(含非正式调查47起),其中内幕交易案45起、市场操纵案7起、信息披露违规案7起、其他类型案件24起;完成案件调查105起(含非正式调查57起),移送公安机关案件7起;收缴罚没款4691万元,完成跨境执法协作案件12起。从执法效果上看,经过持续不断的查处和打击,上半年新增案件数量同比下降了25.9%,尤其是内幕交易案件数量明显下降。上半年新增内幕交易案件45起,同比下降26.2%,环比下降42.3%,内幕交易多发势头得到遏制。^⑧ 本文认为这些成就的取得,主要得益于中国证监会的改革尤其是执法改革,从中国证监会的角度进行分析,本文认为中国证监会对稽查执法机制进行了体制内的重塑和体制外的机制畅通变革,以适应市场的发展与需求。

1. 中国证监会稽查执法机制体制内的变革包括:

(1) 体制内的执法机制与流程的变革与重塑

自2006年以来,在总结十几年执法经验的基础上,中国证监会对证券执法体制进行了重大的变革,进一步完善稽查的集中统一指控,增强稽查力量,从制度上确立了查审分离、调查与处罚权相互制约的证券执法新体制。^⑨

^⑧ 参见中国证监会:“稽查执法成效明显 执法效能不断提升——2011年上半年证券稽查执法情况综述”,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201109/c20110907_199550.htm,2011年9月30日最后访问。

^⑨ 参见中国证券监督管理委员会:《中国证券监督管理委员会年报2007》,中国财政经济出版社2008年版,第44页。

依照《关于稽查工作分工协作的指导意见》，案件的立案和调查权由中国证监会稽查部门执行。2007年中国证监会在稽查体制方面的调整有两个：一是建立集中统一指挥的稽查体制：合并原稽查一局（首席稽查办公室）和稽查二局为稽查局（首席稽查办公室），成立中国证监会稽查局；二是增加稽查人员编制，使证监会稽查人员编制达到600名左右。首席稽查负责统一协调、指控全系统的稽查工作。稽查局（首席稽查办公室）负责拟订证券期货执法的法规、规章和规则，组织非正式调查，办理立案、撤案等事宜，组织重大案件查办，协调、指导、督导案件调查和相关工作，复核案件调查报告，统一负责案情发布，协调跨境案件的办理，组织行业反洗钱工作，办理稽查边控、查封、冻结等强制手续，组织、协调行政处罚执行，组织稽查培训、考评、奖励，负责案件统计工作。稽查总队承办跨区域的重大案件，紧急、敏感、复杂类案件，负责所承办案件的调查、内审和移送，负责总队干部的培训与承办案件相关的课题研究。派出机构负责辖区内市场主体违法违规行为的立案和调查，承办稽查局交办的案件，办理稽查局交办的案件，办理协助调查事项，协同反洗钱工作，落实行政处罚的执行。

中国证监会对涉嫌违反证券、期货法律法规行为的稽查程序进行了系统的流程重塑，包括分工、立案、调查、处理、执行五方面。^⑩ 具体包括：分工，见上文关于稽查分工的规定。立案，程序上规定，任何单位和个人对证券、期货违法违规行为的控告和检举，证监会都予以受理。证监会各部、室对于举报或外单位转来的材料以及日常监管中发现的问题，区分情况，如果线索清晰，则直接立案，如果线索需要进一步核实，则应迅速进行审查或非正式调查。经审查或非正式调查认为需要立案查处的，应当填写立案建议表，同时附上相关材料（检举材料、控告材料等）报分管副主席批准后，由稽查局立案组织调查。调查，程序规定，对已立案的证券、期货案件，应当根据案情指定专人或组成调查组，对案件实施调查。调查取证应当由两名以上调查人员参加。处理，

^⑩ 参见方家喜：“证券监管：行政稽查程序系统‘一会两所’联管机制”，载《经济参考报》，转载于中国江西新闻网，<http://www.jxcn.cn/1862/2009-8-3/30127@552286.htm>，2011年9月30日最后访问。

包括两种方式:复核或内审,对查证属实的证券、期货违法违规行为,由稽查局提出处罚意见;对重大违法违规案件,稽查局应与有关部门集体讨论提出处罚意见,需要进行行政处罚的,将案件提交行政处罚委员会,如果触犯《刑法》的,则将案件移交到司法机关。执行,2007年年底证券处罚案件执行从证监会法律部移交至稽查局,并在稽查局内部设立执行处,由专人负责执行证监会对证券、期货违法违规案件的处罚决定。^①当事人对证监会处罚决定不服的,可在收到处罚决定之日起15日内向证监会提出行政复议;也可在收到处罚决定之日起3个月内直接向有管辖权的人民法院提起行政诉讼。复议和诉讼期间,处罚决定不停止执行。为贯彻落实这些变革举措,证监会还进行了配套的改革措施,2011年5月23日中国证券监督管理委员会发布了《关于修改〈中国证券监督管理委员会冻结、查封实施办法〉的决定》,修订2005年12月28日中国证券监督管理委员会第169次主席办公会议审议通过的前述办法。2010年10月16日国务院办公厅转发了《国务院办公厅转发证监会等部门关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》,要求有关部门配合依法打击和防控资本市场内幕交易。2011年4月29日,中国证监会正式发布了《信息披露违法行为行政责任认定规则》,2011年6月15日证监会发布《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定(征求意见稿)》,拟建立上市公司内幕信息知情人登记管理制度。

而证券执法的另一块,证券违法案件的行政处罚的审理由行政处罚委员会进行,2007年新设立的行政处罚委员会主要负责制定证券期货违法违规认定规则,审理稽查部门移交的案件,依照法定程序主持听证,拟定行政处罚意见。该委员会下设办公室,作为行政处罚委员会的日常办事机构,委员会及其办公室编制为20人。^②行政处罚委员会在接到案件后,进行案件审理,对普通案件,按照“主审—合议—报批”的程序进行审理与报批,由1名主审委员和2名合议委员完成审理与报

^① 参见蔡奕、舒细麟、蒋学跃、李园园:“证券市场行政处罚执行问题的比较研究”,载刘俊海主编:《中国资本市场法治评论》(第3卷),2011年版,第145页。

^② 参见中国证券监督管理委员会:《中国证券监督管理委员会年报2007》,中国财政经济出版社2010年版,第80页。

批;对于复杂、疑难或新型案件,按照“主审—合议—审议—报批”的程序,在“主审—合议”程序后提交行政处罚委员会全体委员审议,完成报批。如果行为没有违法《刑法》的,进行告知和听证程序,在作出行政决定前,向当事人送达事先告知书,告知其作出行政处罚决定的事实、理由及依据,当事人有权进行陈述和申辩,符合中国证监会规定的听证条件的,应当事人要求可举行听证会。如果证监会认为触犯《刑法》的将案件移送司法机关。案件经当事人陈述申辩或举行听证会后,中国证监会签发行行政处罚决定书并向当事人送达该生效决定,同时依法通过证监会网站等方式向社会公开,这就是决定与送达程序。为了建立更加高效、公正、权威的证券执法机制,参考借鉴境外成熟市场的经验和做法,结合中国的实际,经与最高人民法院沟通协商,中国证监会启动了引入法官挂职担任处罚委委员的改革,由法院委派具有丰富审判经验、专家型高级法官到中国证监会交流挂职,担任行政处罚委专职委员,提高证券执法工作的公正性和权威性。^⑬

(2) 优化证券监管资源配置、行政许可和处罚权力下放

2011年2月16日证监会发布了《关于授权派出机构审核部分证券机构行政许可事项的决定》(证监会公告[2011]6号),对派出机构行政许可权进行授权。为强化派出机构一线监管职责,优化证券机构监管资源配置,提高审核工作效率,根据《证券法》、《行政许可法》、《证券公司监督管理条例》、《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》等法律法规有关规定,中国证券监督管理委员会决定授权派出机构审核部分证券机构行政许可事项。具体授权事项和工作要求如下:经中国证监会授权的派出机构,依法对辖区证券公司下列行政许可事项(以下统称授权审核事项)进行审核:①变更公司章程重要条款;②设立、收购、撤销分支机构;③变更注册资本,但下列变更注册资本事项除外:上市证券公司变更注册资本;非上市证券公司现有股东增加注册资本,未新增5%以上股权的股东,且证券公司实际控制人、控股股

^⑬ 参见中国证监会:“‘引进法官深化证券执法体制改革会议’在京召开”,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201012/t20101228_189231.htm, 2011年9月30日最后访问。

东和第一大股东未发生变化;④变更持有5%以上股权的股东、实际控制人,但上市证券公司变更持有5%以上股权的股东、实际控制人除外;⑤增加或者减少证券经纪,证券投资咨询,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,证券自营,证券资产管理,证券承销业务。中国证监会相关部门定期或者不定期对派出机构审核工作进行检查。发现申请人采取弄虚作假等不正当手段取得行政许可,或者派出机构审核工作存在重大差错的,依据法定程序撤销行政许可决定,并追究相关单位和人员的责任。撤销行政许可决定可能损害善意第三人利益或者造成其他重大社会影响的,可先采取责令限期改正、暂停业务等监管措施,减缓或消除其相关影响之后,依法撤销行政许可决定。相关行政许可决定涉及新增分支机构或者业务许可的,在证券公司按照有关规定安置客户、处理未了结的业务后,依法撤销相关分支机构或者业务许可。实施上述措施,不妨碍对相关单位和人员的责任追究。2011年7月1日证监会授权广东证监局等11家派出机构(证监会公告[2011]15号)、2011年9月2日证监会授权北京证监局等12家派出机构审核部分行政许可事项(证监会公告[2011]24号),决定施行前,中国证监会相关部门已经接收申请材料的有关授权审核事项,继续按规定办理。后续名单将视派出机构准备情况予以公布。

为了健全和完善证券执法工作,提高行政处罚工作的质量和效率,2010年10月26日中国证监会决定在中国证监会上海监管局、广东监管局和深圳监管局3家派出机构(以下统称试点单位)进行行政处罚工作试点,试点单位按照授权开展行政处罚工作,对授权范围内的证券、期货违法违规行为进行行政处罚。试点单位以自己的名义作出行政处罚,并负责行政处罚的执行。试点单位开展行政处罚工作应当依法、公平、公正,坚持“查审分离”原则,行政处罚部门及其人员与案件调查部门及其人员相分离。试点单位按照规定对自办案件进行审理、听证,实施行政处罚,但案情重大复杂、涉及司法移送以及其他可能对当事人权益造成较大影响的案件除外。试点单位在审理过程中发现案情重大复杂,或者需由中国证监会行政处罚委员会(以下简称处罚委)审理的,应当提请处罚委审理。处罚委认为有必要的,可以审理原由试点单位审理的案件。行政处罚决定书送达当事人后,

试点单位应当按照有关规定将行政处罚决定书在中国证监会网站上予以公开。行政处罚委应当加强对试点单位行政处罚工作的监督指导,确保行政处罚工作依法开展,执法尺度标准统一。试点单位实施行政处罚,应当在向当事人发出事先告知书前向行政处罚委进行备案。行政处罚决定书送达当事人后,试点单位应当按照有关规定将行政处罚决定书在中国证监会网站上予以公开。并授权试点单位应当根据中国证监会的相关工作规则,结合本单位的具体情况,制定适合本单位行政处罚试点的工作规则,在保证质量前提下减少环节,提高案件审理的效率。^⑭

2. 体制外的执法协调机制变革

证监会体制外的协调机制变革也是近年来取得的重大改革进展之一。它包括了十分丰富的内涵。它包括“一会两所”沟通协调机制、“一行三会”沟通协调机制、证(监)公安执法沟通机制以及中外证券监管机构沟通协调机制等。

(1) 一行三会监管协调机制

所谓一行三会的“一行”,是指中国人民银行,三会是指中国证监会、中国保监会和中国银监会。在国务院领导下,中国人民银行会同中国银监会、中国证监会、中国保监会建立金融监管协调机制。1998年5月,为应对东南亚金融危机,成立了中央金融工作委员会,负责综合协调全国的金融工作。2000年9月,人民银行、证监会和保监会共同创建了“金融监管部门联席会议制度”。2003年4月28日,以银监会的正式挂牌为标志,形成了目前的“一行三会”架构;同时,年近5岁的中央金融工委被撤销。^⑮央行会同银监会、证监会和保监会建立金融监管协调机制,以部际联席会议制度的形式,加强货币政策与监管政策间以及监管政策、法规间的协调,建立金融信息共享制度,防范、化解金融

^⑭ 参见“中国证监会关于发布《中国证券监督管理委员会派出机构行政处罚试点工作规定》的通知”,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201011/20101101_186099.htm, 2011年9月19日最后访问。

^⑮ 参见王自力:“一行三会‘伞形监管’优于‘超部委大监管’?”,载《21世纪经济报道》,转载于证券之星网, <http://www.stockstar.com/focus/SS2006101630467917.shtml>, 2010年9月30日最后访问。

风险,维护国家金融安全。^⑯金融监管部门联席会议架构成后,其内容不断被丰富,在监管信息沟通、预防腐败、^⑰治理商业贿赂^⑱等方面进行了深入的交流与探讨。2011年9月,中国证监会就参与建设金融业统一征信平台,并在证券期货监管工作中使用征信信息与中国人民银行达成协议安排。作为国务院社会信用体系建设部际联席会议成员单位之一,证监会认真贯彻落实相关工作要求,建立全国统一的证券期货市场诚信档案,大力协调推进部际信用信息共享工作,实现了证监会与人民银行之间的信用信息共享,不仅有助于进一步做好证券期货监管工作,提高证券期货市场诚信水平,而且有助于实现对失信行为特别是违法违规行为的协同监管,推动健全社会信用体系。

(2) 一会两所执法沟通协调机制

所谓一会两所,一会是指证监会,两所是指沪、深证交所。2009年7月27日中国证监会行政处罚委员会与上海、深圳证券交易所纪律处分委员会召开首次联席会议,正式建立了证监会行政处罚与交易所纪律处分之间的协调、沟通机制。2009年9月25日中国证监会稽查局和沪、深证所在京召开了“创业板执法暨异常交易监管三方联席会议”,研究部署创业板市场开通前后的执法工作,分析讨论了当前异常交易特点、趋势和监管重点,以有针对性地加强执法工作,确保创业板平衡推出和规范运行,建立了跨交易所异常交易监管信息通报机制,以稽查局为枢纽,互通证券、期货异常交易监管信息,实现监管联动。

(3) 证监会与公安执法沟通协调机制

由于证券市场和证券产品的特点以及证券市场在我国产生时间不长,且证券犯罪智能化专业化,具有较强的隐蔽性,发案时间滞后地域跨度大,受害范围大量广,社会危害性较大,因而与建立证券犯罪执法

^⑯ 参见张旭东、岳瑞芳:“一行三会建部际联席监管机制”,载《证券日报》2008年8月17日,转载于财富沟通网,载 <http://www.16gt.com/finance/Article.aspx?ArticleId=80255&Type=0103>,2011年9月30日最后访问。

^⑰ 参见“中国银监会认真履行职责发挥牵头作用‘一行三会’积极推进《工作规划》贯彻落实”,载 <http://www.dflz.gov.cn/12class/info1.jsp?aid=35078>,2011年9月30日最后访问。

^⑱ 参见闫立良:“一行三会出手治理金融行业商业贿赂”,载《证券日报》2010年12月16日A2版。

合作机制渐成有关部门的共识。2003年公安部证券犯罪侦查局正式进驻证监会,同时向北京、上海等六地派驻直属分局。2005年,最高人民法院、最高人民检察院、公安部发布《关于公安部证券犯罪侦查局直属分局办理证券期货领域刑事诉讼程序若干问题的通知》,其规定北京、上海等6地证券犯罪侦查局直属分局负责直接承办证券期货领域重特大刑事案件。2006年3月2日,证监会、公安部共同发出《关于在打击证券期货违法犯罪中加强执法协作的通知》,提出积极开展执法协作,不断完善执法协作机制,提高打击证券期货违法犯罪的能力,还专门出台了《关于证券公司执法协作工作流程的指导意见》,对公安部经济犯罪侦查局、公安机关专案组、证监会风险处置办公室、证监会专员办、现场工作组、清算组和托管组的各自职能作出了清晰的界定,并对案件受理、立案侦查、侦查终结等工作流程作了详尽的规定。¹⁹《刑法修正案》(六)、(七)规定了一些新的证券犯罪,为证监与公安执法合作提供了法律基础。

(二) 缺陷与不足

从以上内容来看,证监会执法改革的力度还是非常巨大的,其改革的深度和广度也是史无前例的,证监会意识到证券执法不仅仅是改革自身的一些体制或机制就可以做到,还必须要适应整个经济社会体制大环境才能满足市场的要求和需要,才能有效地保护投资者维护证券市场公开公平公正的秩序。然而,由于先天与后天的原因,本文认为中国证监会或者说中国的证券监管者存在以下的缺陷与不足之处:

1. 证券监管执法资源配置机制缺失

所谓证券监管执法资源配置机制,是指证券监管执法资源的市场化配置机制。证券监管执法资源的配置机制有两种方式:一种是计划式资源配置机制,另一种是市场式资源配置机制。在计划式执法资源配置机制下,一切资源以计划指令为依据进行配置,其出发点可能是出于公正,但未必能达到公正尤其是高效率的效果。计划式的资源配置方式下,其特点是形式僵化、效率不高、偏重形式公正有时甚至是偏离

¹⁹ 参见刘俊海等:“论治安证券监管机关的执法合作机制”,载刘俊海主编:《中国资本市场法治评论》(第2卷),法律出版社2009年版,第101~134页。

公正。其市场式执法资源配置机制下,一切资源以市场为依据进行有效的配置,在市场认同的基础上进行资源的配置,并根据市场的反馈进行有效的调整,在市场化资源配置过程中,并不完全地反对计划式的配置方式,而是把计划式的资源配置方式作为一种辅助性的手段加以运用。市场化资源配置机制的特点是灵活、高效和公开公正,是证券监管权的市场化配置机制在执法工作中的具体运用。目前我国证券监管执法资源的配置机制还是沿袭计划式的证券监管体制,行政意味浓厚,证券市场被称为“政策市”就是一个明证。

2. 证券监管执法工作创新机制不足

证券监管执法工作是一项专业化、高度化的一项工作,其运行机制非常的重要和复杂,面对瞬息万变的证券市场环境、爆炸式的海量信息和复杂多变的证券市场主体,证券监管执法不能也不应当仅仅看作是证监会一家机构的职责,它更多地要求每一个市场相关主体既要关注市场的行情变化,也要关注自身的权利(力)和权益,并通过行使市场主体权利(力)来维护和保障自身的权益,进而对证券监管及其执法产生影响来实现效率与公正。也就是说,证券监管执法工作如果仅仅在于通过以往的个案纠偏的形式可能会产生能力与愿望、现实需求与期望值相差甚远的局面。就目前的证券监管执法处罚工作机制来说,还存在执法手段匮乏、执法活动形式化、运动化、执法效果存在偏差等问题,本文认为执法工作创新机制不足是根本性的原因之一。

3. 证券监管执法评价与评估机制阙如

证券监管执法评价与评估机制是对证券监管执法效能的一个评估与评价机制,评估机制更多的是在执法活动的前期或中期根据一定的标准和原则对证券监管执法活动进行评测估算,以便为今后的执法活动提供指引。评价机制是对证券执法活动的年度或一定期间阶段结束后对整个证券监管执法活动进行评价。证券监管的评估评价机制包括很多种方式,主要是根据各国的政治经济与法律制度进行各种评估评价。证券监管执法评估评价机制从主体形式来分,可以分为监管者内部的评估评价机制和外部的评估评价机制,本文所指的是证券监管执法评估评价外部机制。对于内部评价机制,更多的是由证券监管者自身来完成,并且并不一定对外公开,而外部的评估评价机制,是由独立

第三方或立法机构、行政机构进行的公开的评估评价。独立第三方的评估评价是市场主体认可的独立第三方对证券监管者的监管效能的评价评估。立法机构作为民意代表机构,对证券监管执法主体进行常规的执法检查评估与评价,在市场与民意反映较剧烈的情况下还须进行专项的执法检查与评价。行政机构作为证券监管执法的主管机构,对证券监管执法机构的日常监管活动进行评价与评估。在这些方面,我国的证监监管执法评价与评估机制并不健全,现有的评价与评估机制也流于形式,例如证监会的决算收支总表只有简单的几项,再如证监会本来每年公布年报,其执法效能的评价与评估数据也非常的简陋,对比美国证交会的年报,可以看出两者之间的不同与差距。

证券监管执法机制的这些缺陷和不足,有些是因为体制的原因,有些是受市场环境的制约,有些是改革的配套设施的不到位所致,并不能简单的归结为某一方面因素。就根本原因而言,本文认为主要是理论上的混淆不清所致,因此行动上受到制约。笔者以为应当进行理论上的深入思考,对证券监管执法机制进行理论上的辨析思考,结合我国的实际情况,认真汲取外国市场经济发达国家的成熟理念理论,进行理论上的创新才能开创我国证券监管执法的新篇章。

三、中美证券稽查执法变革措施的一个简单比较

中美两国几乎是在同时对证券稽查执法机制进行了改革,但是两者由于各种因素的作用,存在一些共同之处,例如两国改革的时代时间几乎一致,都在全球金融危机开始形成并不断深化的时期内着手进行各自的改革,改革的过程中都面对着复杂多变的国际国内环境,改革的力度都非常的巨大,改革所取得的成果也都非常的丰富,其对各自国家的影响也极具深远,但是对比中美两国在证券稽查执法领域的改革措施,还是存在一些不同之处:

(一)改革的背景不同

中美两国证券稽查执法机制改革的背景存在很大的不同,虽然两国的改革都是发生在金融危机的开始之际,其过程也都还没有结束,但

是,美国证交会执法改革是在金融危机的发源地面对国内民众的强烈质疑和不满的情况下被迫开始的,在这之前美国证交会还处于一种制度上的优越感中,突然之间金融危机开始了,作为美国证券市场的联邦证券监管者被参议院和舆论质问失职,并且其证交会主席考克斯也因此下台,因此其改革是被迫的。而中国证监会的改革是在国务院和证监会的直接领导下,按照既定的方针政策对以往的不合理制度进行变革,其改革是一种主动进行的变革,因而显得更加从容一些。

(二)改革的幅度和力度不同

面对美国立法机构和民众舆论的强烈质疑,美国证交会作为一个独立性较强的机构这时也不得不进行力度极大的变革,以平息舆论,维护自身的形象和地位。不仅美国证交会的主席进行了更换,而且对证交会的各个部门进行了改组,新成立了一个风险、战略和金融创新部,对证券稽查执法程序进行了重塑,制定修改了很多的规则规范,可以说美国证交会还从来没有面对如此大的压力,美国国会通过的《多德—弗兰克法案》也另外成立了一个金融消费者保护局,目前其虽然只是一个搜集分析信息的机构,但是证交会如果继续犯错,则可能存在被其取代的趋势。这是美国证交会不得不加大改革力度的一个重要原因。而中国证监会的改革正如前所述,是一种自发的初级的改良,金融危机对它的影响没有对美国的影响大,加上由于中国证券市场与美国证券市场所处的发展阶段不一样,因此,中国证监会的改革力度是一种改良,而并不是一种彻底的改革。

(三)改革后制定的法律法规层次不一样

金融危机对美国的影响之大,超过了一般美国人的预料,至今还处于进一步发展的阶段,美国制定了《多德—弗兰克法》即《华尔街改革与消费者保护法》,对以往的金融证券发展模式进行了反思,美国证交会根据《多德—弗兰克法》将需制定和实施 95 条最新规定,并且对美国证交会进行重大的改组,对证券稽查执法机制的改革也是力度空前,因此,这种改革的成果的影响是空前的,其对其他国家的影响也是巨大的。而我国的证券执法改革是在目前法律框架下的一种改革,其制定的法律法规层级较低,最多是行政法规(如国务院颁布的《证券公司风险处置条件》和《证券公司分类管理条例》),当然并不意味着我国的改

革成果一般,我国的改革成果与过去相比具有重大的意义,所取得的成就也是有目共睹的。

(四) 改革所产生的影响不同

此次全球金融危机产生于美国,由于美国的超级大国地位,其金融产业占国内国际的比重很大,因此,美国的金融证券变革注定是世界性的。而中国的证券市场只是一个新兴的市场,所占国际比重不大,因此,我国的证券监管变革没有美国的金融证券变革影响巨大,这也是事实。但是这并不意味着我国的证券监管执法改革没有影响力,作为一个新兴的证券市场,中国融资额在国际上的比重逐渐在增大,这也是一个事实,因此我国的证券监管改革对世界金融体系的完善具有重要的意义和作用。作为后进国家,还有很多值得向发达市场经济国家学习之处。

结论:机遇与挑战

市场经济是法治经济,资本市场尤其如此。法制的建设是一个方面,执法是另外一个方面,从法律的运行角度,立法是根本,执法是关键,重点是形成人人守法的法治环境和氛围。证券监管执法与一般的行政执法有着非常大的不同。它具有很大的专业性。在这场“百年一遇”的国际金融危机中,美国纽约和英国伦敦国际金融中心与其他国际金融中心一样受到了巨大的打击,但结果并没有像一些学者所预期的那样,其国际地位受到削弱,相反,在全球金融交易尤其是资本市场萎缩的情况下,这两大国际金融中心的优势地位反而进一步加强。例如全球股市市值大幅缩水,但市值依然集中在美、日、欧元区和英国,全球股市融资规模下降,但欧美股市融资规模依然占据全球融资总额的一半以上,全球股市首次公开发行融资规模大幅度下降,但美国纽约两家证券交易所的成交金额占据全球股票成交规模六成以上,芝加哥商业交易所和欧洲期货交易所股指期货成交量继续保持全球领先地位,伦敦、纽约是世界黄金现货期货交易中心,全球黄金交易大幅增长,纽约芝加哥和伦敦保持在全球商品期货市场的领先地位,全球期货成交

量继续增长。在外汇市场上也同样如此。也就是说,全球金融危机中主要经济体继续主导国际金融资本市场格局,但是新兴市场经济所占市场份额继续有所上升,^②例如根据世界交易所联合会发布的数据,2010年全年,沪深两市A股的新股发行融资额已居全球主要股票交易所之首,比位居第二的香港联合交易所多筹资161.77亿美元,更是纽约泛欧交易所(欧洲部分)新股发行筹资额的128倍,从股市总融资规模来看,沪深两市股权融资总额为1438.176亿美元,较纽约泛欧交易所(美国部分)2180.05亿美元的股权融资总额少640多亿美元,居于全球交易所股权筹资额的第二位。^③在去年A股融资额及家数均创历史纪录的基础上,^④2011年上半年中国的首次融资发行IPO规模(宗数与总额)继续保持世界第一的地位。国际金融资本体系正在发生改变。因此对我国的金融资本市场既是机遇也是挑战。而金融资本证券市场的监管对金融资本市场的稳定和发展起着不可替代的重要作用。证券市场作为金融资本市场的核心,证券市场的监管也就显得更加重要。监管离不开法律和法治,执法是其中不可或缺的重要一环,这对我国的金融证券监管执法机制也发出了相应的挑战。面对全球资本市场的竞争,我们没有资本和理由骄傲自满,唯有不断进行改革,才能在国际竞争中占有一席之地。

^② 参见李豫等:《国际金融新格局下上海国际金融中心发展环境研究》,企业管理出版社2011年版,第9、18页。

^③ 参见中国人民银行上海总部《中国金融市场发展提报告》编写组:《2010中国金融市场发展报告》,中国金融出版社2011年版,第44页。

^④ 在上海证券报评选出2010年十大国内国际新闻之国内十大财经新闻第三位就是“A股融资额及家数均创历史纪录、20年来流通市值首超非流通市值”,参见新浪财经转引自上海证券报消息,载<http://finance.sina.com.cn/stock/t/20101228/02529171042.shtml>,2011年9月28日最后访问。