

证券监管机构行政执法权行使的 理论剖析

——以证券市场的现实为背景

陈儒丹*

摘要:证券市场失灵为国家监管权力介入市场的运行提供了理论上的依据,而且由于证券产品的特性导致了证券市场比一般商品市场有着更大的不稳定性,为各种证券违法行为的大量出现提供了条件。为此,证券市场的监管制度设计要有别于其他领域的经济管制,应当赋予监管者更多的手段来实现其监管目标,这样才能保障这一特殊市场的稳定运行。对于中国来说,市场机制自身要发挥作用所依赖的制度环境还很不健全,法律的不完备程度也较高,在这种情况下,现时的次优选择就只能是通过扩大证券监管机构的权力行使范围,丰富和强化监管者的执法能力来保障证券执法效率,进而为新兴加转轨的中国证券市场的逐步规范化成熟化创造条件。

关键词:证券市场监管 经济管制 证券执法 监管措施

* 法学博士,华东政法大学国际金融法律学院助理研究员。

尽管已经经历了二十余年的高速发展,但是我国证券市场“新兴加转轨”的特质仍然十分明显,在追求建设一个成熟市场的过程中,努力提升证券法治水平是必不可少的。在我国证券法律制度的沿革历程中,对于证券立法授权监管机构执法权力的行使范围和方式一直以来都有不少的争论,但是以往的讨论要么是就事论事,缺乏理论剖析的基础,要么是过于空泛,未能结合中国证券市场的现实。本文的研究目的即是在当下中国证券市场的背景下去讨论关于证券监管机构行政执法权力行使的理论基础究竟为何,以期待为中国证券市场法律制度的未来发展提供有实际针对性的方向指引。

一、证券市场失灵与监管权力的介入

在以现代经济学创始人亚当·斯密为代表的古典经济学家们看来,市场就像一只“看不见的手”,可以通过价格和竞争机制,对经济活动进行自发有效的组织,从而让每个人追求个人利益的经济活动的总和使整个社会的经济效率达到最佳状态。^①而福利经济学第一定理对此表述为:在完全竞争的市场结构下,帕累托最优(Pareto Optimality)状态可以实现。基于这样一种对私人经济部门和市场机制的推崇,政府所扮演的角色被定位为“守夜人”,它要做的仅限于维护公共秩序、保障司法运行、国防建设等,而不能积极介入经济活动,以免破坏“自由放任”的市场逻辑。

理论上能够使资源配置实现帕累托最优状态的市场必须是完全竞争市场,然而这只存在于教科书的假设之中,因此市场失灵(market failure)在现实中往往是一种常态,尤其是伴随着人类经济活动在广度和深度上的拓宽,再加上周期性经济危机的不时爆发,对于国家应当担负起何种经济运行的责任这一问题逐渐成为主流经济学界的关注焦点。在此基础上,公共部门介入经济活动的正当性得到不断加强,反映

^① Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London: W. Strahan and T. Cadell, 1776.

到公众经济生活中就表现为公权力行使的范围和纵深不断加强,私人经济活动附着了越来越多的国家影子,无论是反托拉斯法、产品质量法和环境保护法的制定和实施,还是宏观财政和货币政策的使用,都在不断地宣告国家的身份不再是经济活动的旁观者,而已然成为了一个经济活动的管制者。

证券市场也存在市场失灵问题,也因此产生了对证券监管的社会需求。按照经济学的一般结论,政府对经济活动的管制主要针对3种情况:自然垄断(natural monopoly)、外部性(externalities)以及信息的不对称性(asymmetric information)。

与电力、自来水、城市交通等产业不同的是,证券业不是自然垄断行业,在理论上是可以实现充分竞争的。故而证券市场的失灵主要表现为外部性和信息的不对称。作为金融业的有机组成部分,证券业可以起到为国民经济的“造血”和“输血”作用,促进社会财富的创造,这是证券业的“正外部性”;同时,证券业也存在大量的“负外部性”,即单个市场主体的风险有可能借助金融系统的资金链条向整个市场扩散。^② 证券市场的信息不对称性指的是信息在资本市场参与者之间的不均衡分布,尤其是大量普通投资者因不具有完全的信息而承担了更多的交易风险。概括起来说,不完全信息会导致资本市场的系统不稳定性并且降低市场的效率。^③

证券市场的失灵为公权力的介入提供了一个必要的理论前提,但是比较一下经济活动的其他领域,我们会发现证券市场监管在国家经济管制中是有着相当另类风格的,即国家对证券市场的监管的广度、深度和力度远远超过其他大多数行业,主要表现为以下四种现象。第一,各国普遍设有一个专门的证券监管机构,例如我国国务院直属的中国证券监督管理委员会和以独立管制机构身份存在的美国证券交易委员会(SEC),即使传统上追求自律监管的英国,在2000年《金融服务与市场法案》(FSMA)颁布之后也将证券监管大权授予了单一金融监管机

② 参见王俊豪:《政府管制经济学导论——基本理论及其在政府管制实践中的应用》,商务印书馆2004年版,第10~11页。

③ 参见孙涌:《资本市场监管的系统分析》,四川大学出版社2001年版,第68~69页。

构英国金融管理局 (Financial Services Authority, FSA), 这种针对一个特定市场而设立专门监管机构的做法并不是国家干预经济运行的常规手段。第二, 证券监管机构的监管目标被设定为保护投资者利益、确保市场公平、公开和透明以及降低系统性风险,^④这意味着证券监管较之其他领域的经济管制要承担更多的职责, 而不仅仅是做一个消极被动的事后执法者。第三, 证券监管的范围之广是其他行业的经济管制所不能比拟的。从证券的发行上市、证券交易、证券业的市场准入、从业人员的资格一直到市场退出和风险处置, 几乎证券市场活动所涉及的每一个环节都是证券监管的“领地”, 在中国这一新兴加转轨市场, 甚至上市公司治理都属于证监会的“份内事”。第四, 证券监管机构往往被赋予了大量的行政权力, 以保障市场的稳定运行, 实现其自身的监管目标, 例如美国 SEC 被授予了广泛的调查权、起诉权以及与当事人和解的权力, 中国 2006 年起施行的《证券法》在第 180 条中增加了大量授权中国证监会行使强制性执法权力的内容。比较而言, 这种不断扩充执法者权限的做法在经济管制的其他领域是很少见的。

要解释以上四种现象存在的合理性, 其实就是要回答这么一个问题: 证券产品、证券业以及证券市场的特殊性体现在哪? 换句话说, 是什么原因导致证券监管成为另类的国家经济管制?

二、证券监管的特殊性分析

(一) 证券产品的虚拟性与证券监管的特殊性

较之市场上的其他产品种类, 证券产品具有典型的虚拟性特点, 表现为证券本身没有价值, 它并不能在生产过程中直接发挥作用, 而是独立于在生产过程中发挥职能的实际资本之外的一种资本存在形式。

有价证券是投资者进行金融投资或者发生与金融投资相关联的经济活动而取得的书面凭证, 它所代表的是对一定数量的某种特定资产

^④ *Objectives and Principles of Securities Regulation*, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

的所有权,持有者因此而获得所持有的这部分资产的增值收益。但是,由于证券的虚拟性所造成的证券价格变动与实际资本运动状态的不一致以及由此导致的证券价格与上市公司业绩之间的巨大背离,将使得这部分增值收益的取得带有极大的不确定性和不等值性。

一方面,和普通的商品交易不同,证券投资的增值收益不是发生在取得证券产品的同时,而是发生在取得证券产品之后,投资者面临的是一种以现实利益换取未来预期利益的交易,在这种情况下,证券产品的投资收益面临着极大的不确定性;另一方面,由于证券产品的特殊供求机制,证券价格不能真实反映实际资本运动状态的情况几乎是永远存在的,而且发生背离的程度远远超过普通商品。如果证券价格远远背离了上市公司的真实业绩,与实际资本的运动状态毫不相干,那么这种变动就是非正常的变动,它是证券市场失灵的表现,会导致资本配置效率的下降。^⑤

从证券产品的需求特性看,证券产品与普通商品是截然不同的。普通商品满足购买者的消费需求,所提供的是当前效用,购买者与供应者之间的关系是一次性的,而证券产品给购买者所提供的不是当前效用,而是预期效用,投资者在购买证券产品时不可能事先就知道实际投资回报率,只能对未来作出一个预期,由此造成的后果就是证券产品的购买者最终所获得的实际效用是不确定的,它完全有可能与购买者的预期效用不一致,更何况证券产品购买者所获得实际效用的大小不仅与购买者自己有关,而且还与供应者在出售证券产品之后的行为有关。

理论上,对普通商品的消费需求存在一个物理方面的限度,^⑥而证券产品的虚拟性使得其在满足购买者效用方面不存在任何的物理限制,只要资金供应许可,其需求的区间可以从零到无穷大,需求弹性非常大,使得证券产品市场价格与其投资价值之间的超常背离成为可能。

证券产品因其展示出不同于普通商品的虚拟性特点,使其可能对证券市场机制和功能的发挥产生负面作用,预示着证券市场将比普通

^⑤ 参见赵锡军:《论证券监管》,中国人民大学出版社2000年版,第92~95页。

^⑥ 普通产品的物理特性决定了购买者的需求限度,边际效用递减规律决定了消费潜力的有限性,而以虚拟状态存在证券产品满足的是购买者的增值欲望,它不占用任何物理空间,不会变质,还能轻易变现。

的商品市场具有更大的灵敏性和波动性,也意味着证券市场的投机性更浓、更容易被操纵,具有更高的风险性,如果控制不当的话,所带来的危害性将更大,同时也表明了证券市场监管的难度更高,复杂性更大,具有一般经济监管所无法比拟的特殊性。^⑦

(二) 证券产品价格决定的主观性与证券监管的特殊性

证券产品的价格,尤其是股票价格决定的主观性主要是指人们对证券产品价值或价格的评判依据缺乏充分真实可信的材料和事实等可资依靠,在很大程度上取决于人们的主观想象,甚至人们心理情绪上的波动和反应。因此,证券产品价格决定的主观性也有价格决定不完全理性的含义。^⑧

正是由于证券产品价格机制中的主观性色彩,才诱致了各种市场操纵和欺诈行为的普遍发生,这是证券市场与普通商品市场之间的一个重大差异。证券产品内在价值决定中不可避免的主观性,导致证券价格决定具有内在的无法克服的缺陷,这一缺陷为股票价格操纵提供了“合理”的基础,形成了股票价格非理性波动的动因。

证券产品价格决定的主观性和信息的不完全性和非对称性也是密切相关的。首先,由于股票未来的收益和风险是高度不确定的,只有依靠带有强烈主观解释的预测来完成。在绝对意义上所有人关于未来的信息都是不精确和不足的,而市场上每一个投资者又必须作出判断和决策,在信息不完备(也不可能完备)的条件下,决策所需的信息不足就只有通过自己主观的推测去弥补,而主观推测不可避免地带有任意性,由此决定的股票价格并不能真实地反映理论上的“内在价值”,市场价格的有效性本身就值得怀疑。其次,在市场买卖交易的层面,股票价格决定的内在主观性,一定程度上也使制造虚假信息很长时间不被发现和揭露,因为这些信息是关于未来的,需要在未来才能被验证,而且关于未来的信息人们的认识可以发生偏差,因此缺乏信息的中小投资者极易被市场上传播的虚假信息所左右,以致被不公平

^⑦ 赵锡军:《论证券监管》,中国人民大学出版社2000年版,第125~126页。

^⑧ 参见龙超:《证券市场监管的经济学分析》,经济科学出版社2003年版,第81~82页。

地“掠夺”。^⑨

可见,证券产品价格,尤其是股票价格决定过程中的主观性为各种证券市场不当行为的滋生提供了土壤,这是绝大多数普通商品市场所没有的现象,为此证券市场监管的体制设计必须对此作出特别的回应,在监管模式、机构设置、执法资源等方面构建起一套能切实克服证券市场失灵的制度安排,以实现保护投资者利益这一证券监管的头等目标。

(三) 证券执法的信息理论与证券监管的特殊性

证券市场投资人决策的基础,是与证券有关的各种信息。如果投资人是理性的,信息是完全的,欺诈就无以为生。但信息的收集、整理、传递和处理,都需要资源,要付出成本。资源的约束,理性的有限,导致了信息的不完全,表现为不对称,不充分,不准确,不及时。《证券法》的强制性信息披露制度,可以在一定程度上减轻以上问题,但不能完全消除。当有人利用信息的不完全谋利时,证券欺诈就发生了。例如,利用不对称性,构成内幕交易;利用不准确性,构成虚假陈述;制造虚假买卖信息,构成操纵市场。

站在投资人的角度,信息是不完全的,站在全市场的层面,证券信息还有五大特点。第一,渠道的多样性。信息是无形的,传递方式多,记录的媒介易灭失、易隐匿、易毁损。第二,极强的外部性,信息可以在瞬间扩散,并立即在大范围内造成影响,波及整个市场。第三,内容的流变性。在传递过程中,信息的含义总是在变,其真实性也会随着时间的推移,相关信息的公开,不断发生变化。第四,影响的间接性。经过多次加工、转发、应用后,信息源与受其影响者之间,不再有清晰的脉络。第五,作用的综合性。投资人的决策,是多种信息综合作用的结果,证券的价格,是若干人集中交易形成的,要准确分辨出某条信息的影响大小,几乎是不可能的。这些特征,使得证券欺诈完全不同于一般的欺诈。普通的欺诈行为也是基于信息的,但往往限于某一信息对某一交易的影响。

以上特征,给证券欺诈的规制带来了特殊的困难。第一,难以取得有效证据。第二,难以循寻因果关系认定责任。第三,难以用“恢复原

^⑨ 龙超:《证券市场监管的经济学分析》,经济科学出版社2003年版,第81~82页。

状”提供救济。同时,也提出了证券执法的特殊要求。第一,时效性,否则影响会不断扩大。第二,专业性,否则难以解决复杂的技术问题。这些特征、困难和要求,导致传统的法律,如合同法、侵权法等,在规制证券欺诈时并不好用。传统法律的基本思路,是一种救济的概念,针对单个事件,以证据为基础,在确认损害大小、致害原因、行为责任后,公平补偿。而这几方面,在证券市场上是难以做到的。

制造和传播虚假信息的成本本来就很低,加上传统法律失效,意味着在证券市场上,欺诈的成本低,风险小,收益高。这样一来,证券市场就会成为一块法制的“洼地”,欺诈的污水,自然流向这里。因此,必须在执法上,采取某种“倾斜”政策,才能填平这方“洼地”。

为此,执法者的调查权力要有充分保障,被调查者的私密权利应受到适当“压缩”;在仲裁中,证据规则、证明标准、证明责任、追诉时效,都应向控方适当倾斜;对潜在的违法行为,应强制有关主体遵守法律,防止欺诈的发生;对进行中的违法行为,应有权要求停止,予以纠正,防止恶化;应有灵活的和解策略,避免费时耗力的诉讼过程等。^⑩ 由此看来,一个权力广泛的证券监管机构是实现证券市场有效执法的必要前提,即对执法效率的追求优先于对公权力(尤其是自由裁量权)的严格控制;与此相反的是,在经济管制的其他领域,政府权力的界限远比证券监管权要窄,行政执法相对人的实体和程序权利保障至少是应当和保证执法效率等量齐观的。

(四) 证券市场的外部性考察与证券市场监管的特殊性

这里首先应当厘清一个观点,即市场失灵只是国家通过积极的权力行使来管制经济活动的一个必要条件,而非充分条件。理论上,国家执法行为的主体既可能是行政部门,也可能是司法机关,前者代表的是政府监管模式下的积极执法和公共执法,而后者代表的是私人诉讼模式之下的法庭消极执法。换句话说,并不是任何市场失灵情况的发生都需要依靠行政权力的积极行使来恢复被扭曲的资源配置关系,事后的私人诉讼在某些情况下是一种更优的解决市场失灵的方案,例如大

^⑩ 参见陈舜:“证券执法的信息理论——美国证券执法考”,北京大学2006年博士学位论文。

量的民事侵权以及合同争议的处理通常情况下并不需要政府行政执法资源的事先介入,因为这样做的话社会成本可能太高。

按照卡塔琳娜·皮斯托和许成钢的观点,法律天生具有不完备性,因而就产生了剩余立法权和执法权分配的问题,至于将这样的剩余立法权和执法权分配给行政监管机构还是非赔给法庭,则取决于两个因素:预期损害的程度以及损害行为的标准化。只有当法律不完备所带来的预期损失会很大且监管者具有能力预测损害行为类型的时候,将剩余立法权和执法权分配给行政执法机构才是最优的选择。^①

其实,法律不完备的程度和市场失灵的程度往往是密切相关的。如果假设存在完备法律的话,那其自身就可以实现违法行为的最优阻吓,在这种情况下,所有市场失灵都可以通过制定一部具有“充分预见力”以及“完美条文设计”的法律来得以全部解决。反过来说,正是法律天生的不完备性使得市场失灵问题的克服必须以剩余立法权和执法权的合理分配为先决条件。

至于卡塔琳娜·皮斯托和许成钢提到的法律的不完备性所带来的损害行为的严重程度则可以解读为损害行为负外部性的大小。对于证券市场来说,我们可以明显地发现其巨大的外部效应。首先表现为证券市场的公众参与性。对于普通商品市场来说,尽管也存在外部性,但受影响的范围毕竟有限,然而证券市场的每一次价格波动却能影响到整个市场的参与者,若出现某种违法行为,损及的对象往往是不特定的,造成的损失可能是惊人的。例如,同样是欺诈行为,在普通商品交易过程中只是影响到直接交易对手,而与之相比较,证券市场的虚假陈述行为所带来损失的严重程度则远在其之上。其次,证券市场牵涉到复杂的经济利益关系,各类市场参与者时刻受其运行状态的影响,单个

^① See Pistor Katharina, Xu Chenggang, *Incomplete Law - A Conceptual and Analytical Framework and its Application to the Evolution of Financial Market Regulation*. *Journal of International Law and Politics*, 2003, Vol. 35, No. 4, pp. 931 - 1013. 中文译本参见卡塔琳娜·皮斯托、许成钢:“不完备法律——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的应用(上)”,载吴敬琏主编:《比较》(第3辑),中信出版社2002年版,第111~136页,以及卡塔琳娜·皮斯托、许成钢:“不完备法律——一种概念性分析框架及其在金融市场监管发展中的应用(下)”,载吴敬琏主编:《比较》(第4辑),中信出版社2002年版,第97~128页。

主体对市场的损害行为可能发生连锁效应,甚至会撼动投资者信心这一资本市场的基石,尤其当我们考虑到金融混业经营的发展趋势,证券市场的不稳定就可能超出自身的界限,向其他金融领域扩散,进而危及国民经济的各个方面。此外,现时证券市场的作用已超越国界,成为影响全球经济发展的一个重要因素,任何一国证券市场的波动都会迅速影响和波及其他国家的证券市场。所以说,特定证券市场不当行为的损害范围正随着经济全球化趋势的强化而逐步扩大。

所以说,证券市场巨大的负外部性使得市场动荡所造成的危害性,其波及范围之广、破坏性之强、影响之深远,较普通商品市场要剧烈得多。^⑫ 因此一方面在剩余立法权及执法权分配上应当倾向于以政府监管模式为主;^⑬而另一方面,关于监管机构的职能和权限的制度设计方面,则要保证其有足够的行政资源来应对各种负外部性的挑战,避免成为“没有牙齿的老虎”。

三、探讨证券市场行政执法权力行使的中国策

对于中国而言,证券市场一方面具有证券市场的诸多共性特征,即上文提到的证券产品的虚拟性所导致的证券价格易波动性,证券产品价格决定的主观性,证券信息的不完全带来的欺诈行为以及证券市场负外部性所可能引起的严重损害结果。

同时,另一方面,中国证券市场还有着自身的某些“特色”,这些特质性因素的存在使得中国证券市场监管的复杂性和艰巨性超越了一般发达国家的市场。首先,中国证券市场的价格波动性极大,股票换手频率极高,而且同时证券市场的民众参与热情也越来越高,但大多数投资行为又是以获得二级市场差价为目的,因此监管者对中国证券市场稳定性的维护已经超越了它本身的经济含义。其次,中国证券市场长期

^⑫ 参见赵锡军:《论证券监管》,中国人民大学出版社2000年版,第101页。

^⑬ 当然,在分配剩余立法权及执法权时,潜在的损害严重程度只是考虑因素之一,根据卡塔琳娜·皮斯托和许成钢的理论,行政监管机构行使分配剩余立法权及执法权的另一个必要前提是具备将损害行为标准化的能力。

以来特有的股权分置、一股独大、股权国有等现象严重影响着市场资源的优化配置并且扭曲了价格机制的作用,换句话说中国证券市场的失灵成为了一种常态,因而对于监管权力的纵深介入有着极大的社会需求。此外,我国证券公司经营失败所引发的系统性风险加重了监管者的职能负担。从理论上讲,由于证券公司并不经营吸收公众存款的业务,因此不像商业银行那般,由社会公众共同承担其经营失败的风险和后果。然而在我国,券商长期以来大量挪用客户保证金、委托理财资金以及用于回购交易的国债,故其一旦出现偿付危机就有可能将风险扩散到整个证券市场。正因如此,我国证券监管机关特别强调对券商的准入、经营及退出监管,设计出了净资本核算、个人债权收购、同业托管等监管手段,为了与监管范围的拓宽相适应,监管者职权的扩充也就是应有之义了。

中国证券市场法律制度的“不完备性”是中国证券市场失灵表现出的另一面。这一方面缘于证券市场的迅猛发展超出了法律制度变迁在正常情况下可以承受的速度,这是法律的本质属性使然;另一方面则是人为的原因,即现实立法资源在总量以及结构上的缺陷导致证券市场的立法始终给人“慢半拍”的印象。如果把沪深交易所的成立视作中国证券市场的开端,那直到第十个年头左右才有了第一部《证券法》。然而,这部法律似乎一“出生”就显得落后了,以至于不得不依靠证监会此后大量的规章、指引和通知来弥补法律的不完备性。^⑭但是,当面对纷繁复杂的市场现实境况时,这些法律制度仍然显得相当单薄。根据中国现有的法律框架,对于行政主体的行政处罚行为和行政许可行为,全国人大及常委会已经先后颁布了《行政处罚法》和《行政许可法》来加以规范,但除此以外,中国证监会出于监管的需要,其所行使的行政权力不可能只限于行政处罚和行政许可两种,必然会涉及各种

^⑭ 一个典型的例子就是,从1998年的年末到2001年的年初,上市公司康达尔(中科创业的前身)的“庄家”调动了54亿元的资金用于股票“炒作”,牵涉到的股票账户达到了1500多个,其中大多是以自然人的名义进行开户的。然而,依照那时《证券法》的规定,证监会无权查询个人的银行账户,因此无法通过反向调查的方式追踪流向证券账户的巨额资金,所以也就失去了及早遏制市场操纵违法行为的机会,而事后对于“庄家”的处罚也已无法挽回市场和投资者已经遭受到的损失了。

行政命令行为、行政强制行为、行政指导行为、其他行政事实行为等。然而,对于这些行政法律行为或者行政事实行为,既无全国人大的专门立法授权,《证券法》的规定也是十分有限。所以,我们可以发现中国证监会行使大量监管权力的依据都是自己颁布并普遍适用的规章、通知、指引等,而不是出自最高民意权威的国家法律。^⑮

目前,从证监会对自身监管权力的分类来看,除了行政处罚和行政许可之外,其他行政监管权力的行使均被归入“监管措施”这一大类(如出具风险警示函、高管谈话、责令整改等)。所谓证券监管措施,是指中国证监会针对监管对象的违法违规行为,基于公共利益的考量,为了防止损害后果的发生或者扩大,而采取的行政处罚之外的手段和措施。当违法行为尚未发生或者正在发生,当违法行为显著轻微,或者当法律法规并未对违规行为设立行政处罚时,行政处罚尚不能适用,但为保护公共利益,证监会不能对正在发生或者即将发生的违法违规行为视而不见,坐视损失后果的发生和扩大。由于行政处罚只是在违法行为和损害后果发生之后的责任追究机制,证监会只能在法律规定的行政处罚之外采用种种措施以制止违法行为的发生、进行,防止损害后果的出现或者扩大。^⑯这种监管权力的授权来源即是证监会剩余立法权行使的结果,从内容上看多为预防或及时制止证券市场违法行为而由监管者依职权主动实施某些监管行为;从实施的方式看,既包括带有强制性色彩的行政强制和行政命令,也不乏不具强制力以便监管者灵活采用的行政指导和行政事实行为。大量监管措施的使用恰好是回应了证券市场监管本身的特殊性以及中国证券市场的个性特质,如果能够使之在恰当的范围内得到良好使用的话,相信能够极大地弥补证券法律不完备的现状,同时也是为我国证券市场“基础设施”建设(如投资者结构、上市公司股权结构、券商治理水平等)的逐步和有序完善提供

^⑮ 中国证监会内部已实施了审查分离机制,由稽查局专司涉嫌违法案件的立案调查以及结案报告的拟定,由于《证券法》授权中国证监会行使监管过程中的诸多强制性调查权力以证监会稽查局的立案为先决条件,因此负担日常监管职责的证监会各业务部门唯有从立法机关制定的法律之外来寻求其大量权力行使的合法性来源,从而保证其监管职责的顺利实现。

^⑯ 参见北京大学金融法中心课题组:《证券监管措施研究》,2007年9月。

了一个必要的制度缓冲地带。

经过修订之后于2006年起实施的《证券法》在其第150~154条中明确规定了在证券公司风险加大时,证监会可以采用的诸种措施,包括责令限期改正,限制业务活动,责令暂停部分业务,停止批准新业务,停止批准增设,收购营业性分支机构,限制分配股利,限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利,限制转让财产或者在财产上设定其他权利,责令更换董事、监事、高级管理人员或限制其权利,责令控股股东转让股权或者限制有关股东行使股东权利,撤销有关业务许可,责令股东转让其所持证券公司的股权,限制其股东权利,撤销证券公司董事、监事、高级管理人员的任职资格并责令公司予以更换,责令证券公司停业整顿,指定其他机构托管、接管或者撤销,对证券公司的董事、监事或者高级管理人员依法阻止其出境,依法禁止其转移、转让或者以其他方式处分财产或者在财产上设定其他权利。

此外,在《证券法》的下位法中,针对上市公司的监管,《上市公司检查办法》授权了证监会使用发出限期整改通知书、内部批评或者公开批评等监管措施,《上市公司信息披露管理办法》则规定了责令改正、监管谈话、出具警示函、将违法违规、不履行公开承诺等情况记入诚信档案并公布、认定不适当人选等监管措施;《上市公司收购管理办法》所涵盖的监管措施类型则包括了责令暂停或者停止收购,在改正前,相关人员不得对其持有或者控制的股权行使表决权,不受理相关文件申请等。而在证券公司监管领域,《证券发行与承销管理办法》中所规定类似的监管措施包括监管谈话、认定为不适当人选、记入诚信档案并公布、在一定期限内不得参与证券承销等。

不过,我们同时也应当意识到,目前各类监管措施的使用在很大程度上还欠缺制度的严密规范,往往只有一个抽象的授权,在证券监管措施的设定、适用对象、适用标准、适用程序等方面都缺乏统一的标准。考虑到监管措施的适应已是证券监管机构的一项常态化的工作,故而这个问题应当在未来我国证券市场法制的完善过程中得到高度的重视。从更加深层次的长远的视角来看的话,证券监管机构的行政执法权力的逐渐扩展,这一方面是应对证券市场各种违法行为的必要举措,另一方面也不免会引起人们对证监会是否会滥用手中的公权力,从而

侵害市场参与者正当权益的担忧,毕竟权力的边界往往与腐败的边界是合二为一的,以往在证券发行领域的种种“往事”也证明这种担忧并非杞人忧天。从这个角度上来说,未来中国证券执法体制的变迁绝对不应当让“扩权”唱独角戏,而是要同时融入“限权”的法律元素。^① 不管是为了实现监管目标而授予监管者以一定的执法权限,还是为了防止权力的滥用而限制监管者权力行使的范围、方式和程度,都有赖于未来中国证券法律体系的进一步完善,而这项工作的推进毫无疑问是离不开对中国证券市场现实的充分认知基础之上的理论指导的。

^① 参见黄韬：“证券执法：‘扩权’与‘限权’”，载《法人》2006年第5期。