

证券法功能定位演变的国际比较 与我国《证券法》的完善

陆泽峰* 李振涛**

摘要: 证券法作为证券市场的基本法,固然有其内在的价值和恒定的规则,但在现代社会,它更多是作为证券市场秩序的调节器。对证券法进行研究,就是要更好地设计这种法律机制,使证券法在证券市场发展发挥更好的主导作用。证券法功能定位的研究是证券法研究的基础和核心问题之一。比较主要发达国家或地区证券法功能定位的演变历史和规律,分析我国证券法功能定位的演变特征及存在的不足,对推动我国《证券法》不断完善具有重要的理论和现实指导意义。

关键词: 证券法 功能定位 比较 完善

* 中国证监会上市公司监管部副主任。

** 中国政法大学博士研究生,供职于中国证监会山东证监局。

一、证券法功能定位的几个基本问题

(一) 证券法功能定位的法理基础——法律功能理论

“法律功能”并不是一个严格的学术术语。^① 英国新分析实证主义法学家拉兹首先将法律功能分为规范功能和社会功能,认为法律因有规范性而具有规范功能,因有社会影响而有社会功能。^② 该观点^③对法学理论和法律实践具有较普遍的指导意义,本文也采纳这一分类对法律功能的内涵进行分析。从影响法律功能定位的因素分析看,社会对法律的需求是决定因素。^④ 在法律制度调整过程中,其功能定位产生一定的价值取向,在不同的利益之间实现平衡和协调,从而维持整个社会稳定有序运行。

(二) 证券法功能定位的经济基础——证券市场

美国社会法学家博登海默把法律看作对社会实际生活的研究,认为不考虑人类社会生活的实际情况,就不可能理解法律。^⑤ 因此,对证券法功能定位的研究应从证券市场这一经济基础出发,对证券法调整的对象^⑥进行探讨。从证券法调整的证券类型分析看,因各国经济发展水平、创新程度、监管体制等方面的不同,各国证券的种类不同,故各国证券法调整的“证券”范围也不尽相同。从证券法调整的证券行为分析看,无论各国证券法如何修改,主要是调整证券发行、证券交易、证券服务和证券监管四类行为。

① 参见李佳鸿:“试析法律功能”,载《改革与开放》2010年4月刊,第20页。

② 参见沈宗灵:《现代西方法理学》,北京大学出版社1992年版,第211页。

③ 按照拉兹的解释,法律的规范功能是基于法律的规范性特性进行考察的,法律的社会功能是基于法律的本质、目的和实效进行分析的。法律的这两种功能之间的关系,是一种手段和目的的关系;法律的规范功能是手段,法律的社会功能是目的。

④ 古罗马人用“只要有社会就会有法律”这一格言高度概括了法律与社会的关系。

⑤ 参见[美]E. 博登海默:《法理学——法律哲学与法律方法》,邓正来译,中国政法大学出版社2004年版,第157~158页。

⑥ 证券法的调整对象包括两个层次的内容:一是调整证券市场的哪些证券类型,二是调整证券市场的哪些行为。

(三) 证券法功能的内涵及其特征

作为调整证券法律关系的基本法,证券法的功能不可能是单向度的唯一的,而应当具有多维的复合性的特征。在方法层面上,证券法的功能必须是以某一个或某几个功能为主体,以其他附带性的功能辅助而形成的一个有机联系的功能性整体。^⑦ 在证券法的本质层面,作为商事法律的重要组成部分,证券法功能应当定位于促进整个证券市场资源的有效配置,通过加大信息的公开披露力度避免因信息不对称而造成的交易不公平,克服或者消除整个证券业的系统性风险,促进证券市场的公平竞争。^⑧ 这方面的功能才是证券法的基本功能或者说主要功能。如果这方面的功能不能得到很好的实现,那么证券法将不是一部制定良好的法律。低能的法律也难以形成证券法治。总之,证券法的功能定位问题不仅关系到证券法作为一项法律制度的科学性和合理性,更重要的是,还关系到施行以后的证券法能否真正达到立法的目标,这一点对于证券法来说才是最关键和最重要的。

二、主要发达国家(地区)证券法功能定位演变的比较分析

(一) 证券法功能定位演变的历程

1. 源头考察:从发展功能向规范功能转变

从各国证券市场的历史发展来看,证券市场是随着国家经济的发展,尤其是政府债券、股份公司的发展而逐渐产生并发展起来的。证券交易活动一开始是分散的、不规则的,慢慢地便形成了不同形式的集中交易场所并有了一定的规则,即证券交易所的雏形。此后,证券交易从分散走向集中,证券市场不断发展。由于各国经济发展状况不同,证券

^⑦ 在这个整体中,能够体现证券法内在特性的功能为基本功能,体现一国实际需要的政策性功能为次要功能。

^⑧ 参见郭锋:“新证券法:国家干预与放松管制之平衡”,载中国民商法律网,<http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=26097>,2011年9月18日最后访问。

市场发展的主要方式也不相同。^⑨ 在发展初期,各国并未通过立法统一规范证券市场主体的行为,相关行为规则主要散见于银行法、债券发行与流通制度及公司法中,证券交易规则也大多是自发形成的。因此,对市场主体的约束较少,其行为的自由性极大。证券市场主体的过度自由与法规的缺失导致证券市场上投机行为严重,甚至引起了经济危机,如英国 1720 年的“南海泡沫”、1929 年至 1933 年的“经济大萧条”等。各国(地区)开始认识到证券市场过度自由化的破坏性,于是开始加强证券立法,对证券市场进行管制。如美国在 1929 年金融危机之后开始通过立法对证券市场严加管理,1933 年颁布了调整证券发行市场的《证券法》,1934 年颁布了调整证券交易市场的《证券交易法》,此外还制定了一些与证券市场相关的法律;^⑩英国、日本、香港地区也加强了对证券市场的立法管理。^⑪ 这一时期,各国大多没有建立统一的证券法体系,只是针对证券市场存在的问题做了局部的调整与规范。证券法制定的初衷在于抑制市场投机,规范证券市场主体行为,促进证券市场的发展,一定程度上保护投资者权利。

2. 20 世纪七八十年代:从规范功能向发展功能转变

自 20 世纪 70 年代以来,各国经济环境发生了深刻的变化,证券市场也在不断的发展中逐渐成熟,原有的严格管制的方式已不适应证券市场的发展,甚至束缚了证券市场的发展。随着 70 年代金融自由化的

^⑨ 有的是国家金融机构如银行在证券市场发展中占有重要地位,有的国家公债的发行与流通促进了证券市场的发展,还有国家股份公司的快速发展推动了证券市场的发展。

^⑩ 如 1935 年《公共事业持股公司法》、1939 年《信托契约法》、1940 年《投资公司法》和《投资顾问法》。

^⑪ 英国在 20 世纪 30 年代,由于股票交易丑闻的发生和单位信托的发展,开始加强对证券市场的立法管理。1939 年制定了《防止欺诈投资法》,1944 年颁布了《投资业务管理法》。此后又先后通过了 1948 年和 1967 年《公司法》、1973 年的《公平交易法》以及 1976 年《限制性交易实践法》等。日本为了抑制证券市场严重的投机行为,于 1872 年制定了《股票交易条例》,1878 年制定了《证券交易所管理条例》。1947 年,日本制定了专门的《证券交易法》,虽然这部法律仅部分得以施行。香港证券市场发展初期因沿袭英国自律监管模式,放任证券市场自我发展。之后也是由于市场投机成分过重,股市震荡而迫使香港政府采取措施监管股市。为此,1974 年香港颁布了《证券条例》调整证券市场,颁布了《保障投资者条例》保护投资者权利;同时,设立了证券事务监察委员会,对证券市场进行审慎监管。

启动,各国大多减少了对分业经营的限制,混业经营成为发展趋势。此时,各国为了发展证券市场,开始逐渐放松管制。证券立法也顺应了这种趋势,由管制又走向市场,赋予证券市场主体更多的自由,以促进金融创新和满足投资者日益丰富的投资需求。如美国放松了对银行业从事证券业务的限制,1987年开始,美国联邦储备委员会根据1970年《银行持股公司法》修正案,授权部分银行有限地从事证券业务。此外,证券市场创新了金融期货和期权交易,并推广至全世界。英国的证券市场放松管制由1986年的“大爆炸”^⑭得到了进一步的加强。“大爆炸”后,英国于1986年10月颁布了《金融服务法》,该法旨在配合证券交易所的改革实行相应的证券立法改革,并依该法建立起三级管理体制。^⑮这一时期,各国的证券立法放松了对证券市场的管制,赋予市场主体更多的自由,推动金融创新与证券市场的发展。与此同时,有的国家还通过证券立法建立了新的监管体制,加强对证券市场的管理并进一步加大对投资者的保护。此时的证券法律功能定位主要是促进证券市场的发展,保护投资者权利以及加强对证券市场监管。

3. 20世纪90年代:放松管制,促进金融创新

世界各国掀起的金融自由化对证券市场产生了巨大的影响。世界各国纷纷对证券市场体制进行了一系列的调整,继续深化改革,放松对证券市场的管制。这一阶段的主要特点是放松监管,强化证券市场的自律功能,提高证券市场活力。英国1986年通过了《金融服务法》,建

^⑭ “大爆炸”的主要内容包括:允许外国证券商为交易所会员;取消单一资格会员制,允许交易所会员可一身兼任经纪商和中间商,二者业务可以交叉,从事双重交易;取消固定佣金,实行自由议定;允许本国和外国银行、证券公司、保险公司申请为交易所的会员,也允许外国公司100%的收购交易所会员公司。证券交易所的这次大变革,大大提高了伦敦证券市场的国际化程度,加强了伦敦证券市场的竞争力。

^⑮ 德国长期奉行“自由经营,严格管理”的政策,金融体制在80年代的自由化浪潮中显得变化不大。但德国也采取了金融自由化的措施,这主要是在证券市场国际化和多样化方面表现出来。1985年,德国取消了对欧洲马克为单位的欧洲债券发行规模和发行时间的限制,使外资银行获得了牵头经营这类发行的权力。1986年以后,又接连采取措施,允许外国银行发行以德国马克为面值的大额存单,允许引入新的金融工具,如浮动利率债券、外汇互换交易等;允许外国银行与其他银行结为银团参与发行联邦债券、邮政债券和国家铁路债券的活动。证券市场的这些自由化措施,使法兰克福金融市场的国家化程度大大提高。

立了以自律管理为基础,英国贸工部、证券和投资局、自律组织三级管理机构组成的监管体制。^⑭ 整个20世纪90年代,英国证券市场即在这一体制下运行。美国在此时也颁布大量法律对《证券法》、《证券交易法》等证券法律进行修改,以放松监管,提高证券市场的竞争力。其中,1996年,美国通过《全国性证券市场促进法》,取消、限制了州监管证券监管机构对国家证券监管市场的监管,使美国国家证券市场的监管走出联邦双重管辖体制的模式。^⑮ 1999年通过《金融服务现代化法》,废除了分业经营金融体制,建立混业经营、全能银行金融体制。同时,在这一时期,在“反监管”思潮的影响下,美国SEC在很大程度上放弃了其积极监管者的立场,奉行无为而治的监管政策,^⑯希望通过放松管制促进美国证券市场的繁荣。这种监管体制也在一定程度上刺激了市场的繁荣。^⑰

4. 21世纪的前10年:发展与规范并举

20世纪八九十年代,各国证券市场出现了放松监管,重视自律的趋势,各国希望通过市场的自我调节,达到繁荣和规范市场的目的。然而,过度放松的监管使得市场出现了无序创新、过度创新的现象,系统风险逐渐积累,并最终造成了21世纪初的一系列的金融风险事件^⑱和

^⑭ 在这一体制中,英国贸工部国务大臣虽然依法享有《金融服务法》规定的所有权力,但通过把大部分职能转让给独立的证券和投资局执行,从而使政府对证券业的大部分管理成为通过证券和投资局进行的间接管理,避免了政府对市场的过度干预。《金融服务法》保留了自律组织的大部分独立性,把对证券的大部分直接的、实质性的管理任务交给自律组织。证券和投资局在监管体制中起传导和联结作用。

^⑮ 参见蓝寿荣:“金融创新与法律规制——美国证券立法演进的回顾与思考”,载《法治论丛》2009年第3期。

^⑯ 参见罗培新:“美国新自由主义金融监管路径失败的背后——以美国证券监管失利的法律与政治成因分析为视角”,载《法学评论》2011年第2期。

^⑰ 2000年3月,美国纳斯达克指数最高达5132.52点,道琼斯指数最高达11119.9点。

^⑱ 2002年,安然、世通、泰可等大型上市公司以及安达信国际注册会计师行主要因会计舞弊等违规行为相继宣布破产,破产公司股票价格暴跌,养老金储蓄价值所剩无几。这引起了美国证券市场的巨大震动,投资者的信心受到打击。

2008年的金融危机。^{①9}这些情况的变化也促使证券法功能定位的转变,证券市场监管开始由自由放开趋向加强干预,探索国家干预与放松管制之间的新平衡。2002年7月,美国国会以极快的立法速度通过了对1933年《证券法》和1934年《证券交易法》进行补充的《萨班斯—奥克斯利法》,^②这一法案对世界各国的证券法产生了重要影响,同时也标志着证券市场监管开始趋紧,拉开了新世纪证券法功能定位转变的序幕。2008年的次贷危机的发生使美国彻底放弃了过度放松的监管理念。2010年7月15日,被称为美国“大萧条”以来最严厉的金融改革法案——《多德—弗兰克华尔街改革和个人消费者保护法案》^③在美国参议院获得通过,美国由此开启了与新自由主义分道扬镳的金融监

^{①9} 由于长期奉行自由主义,美国次级住房抵押贷款市场积累了巨大的信用风险问题,基于次级贷款的金融衍生产品有效地连接了信贷市场与资本市场,证券化产品的集中过快增长使基础资产风险在重构中进一步传递和放大,形成次贷危机不断传导和蔓延的渠道,从而美国次贷市场中基础债权的违约问题便演化为一场危及全球金融领域与世界经济的危机。美国证券市场在这次危机中损失惨重,美国前五大投行全军覆没,大量金融机构因次贷危机出现巨幅亏损,甚至破产倒闭或被政府收购重组。危机过后,美国对证券市场体制进行了一系列改革。

^② 该法针对会计舞弊行为制定了强制性的上市公司审计制度和公司治理的制度,出台了更为严格和广泛的信息披露制度。因长期坚持的无为而治而饱受责难的SEC也随即公布了执行这一法案的规定,要求相关企业更迅速地提交年度和季度财务报告,披露公司信息,公司主管必须在财务报告上签字以保证其准确性。

^③ 法案将之前缺乏监管的场外衍生品市场纳入监管视野;限制银行自营交易及高风险的衍生品交易;赋予美联储更大的监管职责。

管路径。^②与此同时,证券法国际化的进程也在不断的推进过程之中,2000年,国际证监会组织发布了《证券监管的目标和原则》,确立了保护投资者、确保市场公平、有效和透明、减少系统风险三项目标和30项与目标相关的原则。国际证监会组织希望各国通过实现这三大目标和遵守各项原则,达到规范证券市场的目的;同时,通过规范市场,也间接达到繁荣证券市场,促进证券市场发展的作用。

(二) 证券法功能定位演变的动因分析

1. 证券市场发育水平

证券市场的发育水平是制约证券法功能定位最基本的因素之一,它直接影响着证券法的立法目的和宗旨,从而决定着证券法功能定位的选择。证券市场发展初期,并没有系统或统一的证券法存在;该时期的证券市场监管主要依靠自律组织。^③证券市场在发展阶段,证券法主要发挥其规范市场、保护投资者利益的功能。根据各国证券法发展

^② 英国在1986年确立三级监管体制实际上仍然是以自律监管为基础的监管体制,由于公众对自律体制的不信任,证券与投资局和行业自律协会组成的双重监管架构职能有所重叠,难以协调等原因,三级监管体制无法向投资者提供所期望的保护。因此,2000年,英国又颁布《金融服务与市场法》,对英国金融监管体制进行了重大变革,确立了金融服务局的单一监管机构地位,将监管体制转变为“成文法规范的单一监管机构”。在《金融服务与市场法》的框架下,金融服务局作为英国单一的金融监管机构,直接面对各类金融机构与投资者,对被监管对象实行从审批、监督、调查到处分的全程式监管,对被保护对象提供了统一的申诉、索赔与赔偿渠道,以增强监管的效果。日本自20世纪90年代以来,通过对《公司法》、《证券交易法》等进行修改,希望实现各种制度大规模的放松管制,以激发证券市场的经济活力,但是,这也导致市场上出现了恶意滥用这些新制度的现象,对证券市场的长远健康发展和一般投资者权益的保护造成了不利影响。为此,新世纪以来,日本对证券市场进行了持续改革,并最终制定了《金融商品交易法》。《金融商品交易法》对20世纪90年代末以来日本对公司法证券法制等的各种制度实施大规模的放松管制的行为进行了反思,在坚持证券市场机制市场化的同时,强化对放松管制后滥用制度行为的管制,以保护投资者。

^③ 以纽约证券交易所为例,纽交所实际是一个私人协会式的关门俱乐部,其监管的目的不是促进市场的公平和有序,而是通过协议结成同盟来获得排他性的市场权力、获取利益并规避政府的监管。此时,政府并不积极规范证券市场发展,甚至还会通过各种方式利用证券市场谋取利益。如英国在南海危机后,通过了《泡沫法案》,维护与政府有特殊关系的南海公司特权。而美国在独立战争后,债台高筑,大陆币严重贬值。为此政府实施了著名的“汉密尔顿计划”。为了保证政府债券发行成功,政府与华尔街的经纪人联手进行了市场的控制,从现代的观点看,这种行为其实就是内幕交易。

历史来看,在对证券市场自由放任的各国,证券发行均出现了严重的欺诈现象,而证券交易市场上,投机严重,操纵市场、内幕交易频繁发生,这严重损害了投资者的正当利益,从而导致投资者参与证券市场的意愿下降。在这种情况下,各国政府开始对证券市场加以管制,制定法律规范证券市场,强制信息披露,打击证券违法行为,从保护证券业者向保护投资者转变。这一时期,最具有代表性的即是美国 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易法》。证券市场进一步发展到国际化、全球化阶段时,为适应金融创新的需要和在国际金融中心竞争中取得优势,各国证券法又逐渐放松管制,加强保护金融创新的功能,从而引起证券法功能定位的进一步转变。20 世纪 70 年代以来,金融自由化进程不断推进,混业经营已经成为金融市场发展的趋势和方向,金融产品和金融创新不断推出,为适应这种需求,各国纷纷进行证券法的修改,以适应金融创新的需要。

2. 投资者参与程度

美国 SEC 前主席威廉·唐纳森说:“如果想满足投资者的需求,我们必须为他们建立一个不仅仅有效的而且公平交易、诚实的市场环境。因为我们都知道,为了能使这个巨大的市场存活,我们必须依靠投资者的眷顾。”^{②④}投资者权益保护既是证券法的核心功能定位;同时,投资者参与也是推动证券法功能定位的原因之一。证券市场发展初期,虽然证券法并不完备,但是,证券法自出现开始,就含有保护投资者权益的规定。^{②⑤}大萧条后,美国颁布了 1933 年《证券法》和 1934 年《证券交易

^{②④} SEC Chairman William H. Donaldson (quoting the Honorable William O. Douglas), Remarks to the National Press Club in Washington, DC (Jul. 30; 2003) available at <http://www.sec.gov/news/speech/spch073003whd.htm> (accessed Aug. 15, 2003). 转引自杜江:“美国证券监管政策的分析及启示”,中央民族大学 2008 年硕士学位论文。

^{②⑤} 如英国国会在 1697 年颁布了《抑制不当证券买卖防止投资风潮》,其目的在于抑制 17 世纪公司在殖民地经济扩张中因资金不足发行股票、债券集资而出现的证券过度投机、证券欺诈等行为。在美国证券市场发展之初,美国各州法律都规定股票必须有一个固定的面值(par value),之所以这么做是为了保护投资者利益,保证公司资本充分募集,解决外部投资者对公司资本总额缺乏了解的问题。自 1911 年开始,美国各州制定的蓝天法开始强制证券发行人进行信息披露。

法》，建立了以强制信息披露为核心的保护投资者权益的证券监管体制。^⑥同时，1933年《证券法》还制定了严格的民事责任制度，其目的即是为公众投资者提供权利保障的实质救济途径，将对公众投资者的保护理念落实到具体的法律制度上。^⑦第二次世界大战（简称“二战”）后，虽然美国经历过“反监管”思潮，但是，“反监管”只是反对政府过度干预市场，而主张由市场自律规范，对投资者的保护从未放松过。经历过2002年一系列欺诈案件和2008年金融危机爆发后，美国为保护投资者权益，又加强了对证券市场的监管。因此，证券法始终在不断强化投资者利益保护，以提高投资者的积极性，吸引更多的投资者投入更多的资金进入证券市场，不断将证券市场推向繁荣。

3. 金融体系结构

一国证券市场在本国金融体系^⑧中的地位对证券法的功能定位也可以产生影响。证券市场在各国金融体系中的地位不同，证券市场内部的结构不同，对证券法功能定位产生不同的影响。在以市场为主导的金融体系中，证券市场比较发达，在金融体系中占有重要地位，金融环境较为开放，金融创新频繁，同时也导致市场的波动性较大，因此，证券法较为发达，功能多样。证券市场发达要求证券法必须充分发挥其规范功能，以保证证券市场的正常运行，而金融创新频繁，要求证券法对金融创新予以支持，以发展证券市场，市场波动性较大要求证券法必须保护投资者正当权益，因此，在以市场为主导的金融体系国家中，证

^⑥ 1933年《证券法》在立法宗旨中指出，“政府以对诚实经营的最小妨害保护公众投资者”，在具体制度架构上，1933年《证券法》充分体现了保护投资者的立法意图。例如，在发行证券的信息披露具体要求上，它要求发行人除了要尽到真实的披露义务外，还应当尽到充分披露的义务，也就是发行人应当全面地披露凡是影响投资人投资决策的所有重大因素。

^⑦ 参见[美] 乔尔·塞利格曼著：《华尔街变迁史——证券交易委员会及现代公司融资制度的演化进程（修订版）》，天风译，经济科学出版社2004年版，第82~83页。

^⑧ 金融体系（financial system）是指在一定的历史时期和社会经济条件下，各种不同的银行和金融机构所形成的不同层次和系统及其互相关系的组织体系，或者说是由金融市场、银行和外部公司治理及其在金融资源配置中所形成的相互关系和制度特征的总称。总体来说，目前，世界上的金融体系分为两类：一是以英美为代表的市场主导型金融体系，二是以法德日为代表的银行主导型金融体系。在这两类金融体系国家中，证券市场发展情况各异，证券法的功能定位也有所差异。

券法非常发达,其功能也较为多样和平衡,美国证券法就是这一金融体系国家的代表。在以银行为主导的金融体系中,银行市场发达,而证券市场相对来说较为薄弱,长期处于金融市场的补充性地位,因此,证券法的功能就较为单一。日本证券市场的发展较为典型。^②近年来,随着金融市场的国际化和一体化,证券市场的重要性日渐突出,日本也已经开始意识到偏重银行,将金融风险集中于银行的严重后果,并通过改革金融体制发展证券市场,提高证券市场的地位,从而对证券法的功能和定位产生了一定的影响。

4. 金融风险防范

证券法作为证券市场的基本法律,防范金融风险是其基本功能,其制度设计也以此为目标之一。各国对金融风险的防范主要体现于各国证券监管体制。对金融风险防范的追求是导致各国证券监管体制变迁的重要原因之一。证券市场建立初期,各国并没有意识到证券法金融风险防范的功能,因而,在证券市场监管上,各国持放任态度,一般不对证券市场加以监管。然而,随着各国对金融风险破坏性的认识加深,证券监管体制开始建立。“大萧条”之后,各国对金融危机的原因进行了分析,认为银行资金过度进入证券市场是危机产生的重要原因,因而建立了分业监管体制。自20世纪70年代开始,随着金融全球化的发展,各国纷纷放弃了分业经营,实质上实现了混业经营,并形成了百货公司式的金融机构。由于“从事混业经营的金融机构作为一个整体,其风险不同于各金融分行业风险的简单叠加,因此,需要监控金融集团的整体风险。”^③在这种情况下,建立在分业经营基础上的监管模式,不再适用混业经营金融风险防范的要求,出现了很多监管空白、监管重叠,从而导致监管效率和质量下降。因此,证券监管从“机构监管”向“功能监管”转变,以适应混业经营的模式。

^② “二战”后,日本经济非常脆弱,为了优先向重点产业部门提供资金,日本采取了压制直接金融市场发展的经济政策,人为地保持利率政策以将资金纳入间接金融渠道。这就导致日本证券法仅突出了发展证券市场的作用,在投资者权益保护、金融创新方面则有所欠缺。

^③ 庄玉友:《日本金融商品交易法信息披露制度研究》,人民出版社2010年版,第3页。

5. 国际竞争

20世纪70年代以来,以资本为代表的金融资源在各国金融市场之间的流动愈加自由,因此,在证券市场领域,对国际金融资本的争夺,以及国际金融中心地位的竞争也日渐激烈。为吸引更多的资本进入,各国纷纷对本国证券法制进行改革,以适应国际竞争的压力,证券法成为各国进行金融竞争的重要手段。美国、英国和日本的证券法制改革均与国际金融中心地位的竞争有直接的关系。^④ 1983年以前,英国证券行业实行分业经营,证券承销、证券经纪和自营等业务是严格分开的,证券经纪实行固定佣金制,这使得伦敦金融市场普遍缺乏活力和竞争力。这种状况使伦敦在世界经济金融中的地位每况愈下。为集中于扩大伦敦城的市场交易量,提高伦敦城和英国证券界的国际竞争力,并加强对投资者的保护和促进公正交易,英国施行了被称为金融“大爆炸”的改革。经过这次改革,英国金融市场恢复了活力,伦敦保住了世界第二大国际金融中心的地位。2000年,英国又进行了统一监管机构的第二次改革,通过并颁布了2000年《金融服务和市场法》,成立统一监管机构FSA,统一了监管标准,大大提高了金融监管效率。经过两次改革,“英国开放竞争的环境和良好的监管吸引世界各地的投资者和

^④ 1975年,美国进行了MAY DAY改革,施行了证券交易手续费的自由化等措施,至1980年,纽约证券交易所的证券时价总额比1971年增加了1.68倍,交易金额增加了2.83倍。二战之后,日本建立了“护送舰队”式的金融体系,重视银行而压抑证券市场的发展,虽然日本经济持续发展,日本也对证券市场进行了渐进式的改革,但是,进入20世纪80年代后,日本的金融市场非但没有得到明显的发展,相反,金融业和金融市场暴露出更多的问题,而且日本金融业在国际金融业中的地位呈现下降的趋势。由于金融体制中以金融保护为核心的若干弊端在金融业的发展中得到充分的暴露,从而严重地抑制了日本金融市场的进一步发展,东京金融市场持续萎缩,1995年,东京股票市场的总成交量由1989年的世界第一下降为只有纽约股市的30%,在东京的上市企业由1989年的140多家减少到1996年的70余家,许多外国银行和证券公司在亚洲的总部因东京金融市场的种种限制及其他原因撤离了日本。日本金融交易大量流向海外,使日本金融空心化,东京的国际中心地位不仅远逊于伦敦和纽约,而且要被香港和新加坡追上。在这种压力之下,日本在20世纪90年代进行日本版金融大爆炸改革并在本世纪初对证券市场进行了持续改革,其主要目的就是提高日本金融机构的竞争力,使本国的金融市场成为和纽约、伦敦并驾齐驱的国际金融中心。

公司来到英国”。^②

6. 金融创新

金融创新是指会引起金融领域结构性变化的新工具、新的服务方式、新市场以及新的体制。^③ 金融创新是金融业发展的重要推动力,也给证券监管带来了挑战,加大了系统性风险。证券法作为规范证券市场的基本法律,既要反映金融创新的实际需要,同时也对金融创新起着反作用,两者在证券实践中进行了持续、长期的互动。以美国为例,早期的州立法,是对完全自由市场经济下,金融产品创新充满欺诈的法律规制,主要思路是保护投资者的基本利益;后来的联邦证券立法,是对经济危机反思的结果,对证券业务及其创新的限制,主要思路是维护金融安全、经济秩序;联邦立法的转型,是应对经济发展的制度变革,适应全球化经济发展的需要,促进金融创新,提高竞争力,提高经济效率。^④ 当今世界,金融创新层出不穷,固步自封只能使本国金融市场水平落后于世界。然而,金融创新必须要有适宜的制度环境,因此,证券法的功能定位对证券市场的金融创新至关重要。为了满足金融创新的需求,证券法就应适时修改,从而对证券法的功能定位作出改变。

以上这些因素,并非同时或起着相同的作用,而是根据特定时期的具体情况,为解决证券市场过程中不同时期的突出问题而发挥着各自的作用,共同推动了证券法功能定位的演变。

^② 1999年和2000年,在美国首次公开发行的外国企业规模超过800亿美元,10倍于伦敦。而到2005年,在伦敦首次公开发行的外国企业筹集了103亿美元,美国仅有60亿美元。欧洲大陆越来越多的金融服务机构都选择常驻伦敦金融城,对冲基金和私人股本基金也在伦敦发展迅速。作为领先的国际基金管理中心,欧洲超过3/4的对冲基金资产都在伦敦进行管理,私人股本资金有将近50%在伦敦管理。2002年,伦敦的基金管理着6100万美元的资产,占全球对冲基金资产的10%。到2005年,伦敦管理的资产达到了2.25亿美元,在全球资产中所占的比例升至20%。

^③ 金融市场分为四类:(1)金融工具的创新;(2)金融服务方式的创新;(3)金融市场的创新;(4)金融体制的创新。参见陆泽峰:《金融创新与法律变革》,法律出版社2000年版,第4页。

^④ 参见蓝寿荣:“金融创新与法律规制——美国证券立法演进的回顾与思考”,载《法治论丛》2009年第3期。

三、我国证券法功能定位的演变的分析和反思

(一) 我国证券法功能定位演变概述

为了解决证券市场初期各方面存在的问题,1993年4月22日,国务院以国务院令第112号颁布了《股票发行和交易暂行条例》(以下简称《暂行条例》)。《暂行条例》受到当时历史环境和思想观念的影响,确立以行政管制为主的功能定位。从功能定位的原因看,一是中国证券市场处于萌生阶段。整个证券市场处于一种自我发展、缺乏规范和监管、市场相对混乱的状态,迫切需要行政力量介入以规范和整顿市场秩序。二是尚未摆脱计划经济思维。证券市场属于改革开放后出现的新生事物,发展迅速但问题不断,管理者对证券市场性质和安全性的认识也产生一定的忧虑。^⑤在这些疑虑之下,管理层运用计划经济时期的行政管制思维控制证券市场发展的意愿十分强烈。从功能定位具体表现看,《暂行条例》在法律规范上可以说是无先例可循,只能通过摸索和借鉴国外立法经验对我国证券市场作出制度性规定。而在市场监管尚未脱离计划经济思维的背景下,《暂行条例》不可避免地带有行政管制的色彩。例如,控制股票发行数量,实行行政管制下的配额发行制,^⑥管制市场主体的行为等。^⑦

为了全面规范证券市场,防范1997年亚洲金融危机带来的不利影响,第九届全国人大第六次会议审议通过了我国第一部证券法——1998年《证券法》。1998年《证券法》的功能定位消除了《暂行条例》所带有的行政管制色彩,通过法制化来实现对证券市场风险的防范。从功能定位

^⑤ 1992年邓小平同志在南巡讲话中指出:“证券、股市,这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义独有的东西,社会主义能不能用,允许看,但要坚决地试。看对了,搞一两年,对了,放开;错了,纠正,关了就是了。关,也可以快关,也可以慢关,也可以留一点尾巴。怕什么,坚持这种态度就不要紧,就不会犯大错误。”这番讲话在体现小平同志对尝试发展证券市场予以肯定的同时,也反映出当时管理层对证券市场的主要疑虑——是否好,是否危险,是否是资本主义。

^⑥ 《暂行条例》第13条的规定。

^⑦ 《暂行条例》第42-44条的规定。

的原因看,一是随着全国性证券市场的形成和发展,证券市场呈现出新的特点。^⑳处于起步期的全国性证券市场,呈现出发展加快与风险加大并存、保证速度难保质量的特点,这就需要在保持市场发展的同时,通过制度性规定防范潜在风险的发生。二是亚洲金融危机发生后,立法者大大提高了对证券市场的投机风险和金融自由化风险的认识,着力采取各项措施预防此类现象的发生和蔓延。从功能定位的具体表现看,1998年《证券法》改变了之前《暂行条例》浓厚的计划经济色彩,取消了大部分行政审批的规定,尤其是在证券发行上变额度审批制为核准制。总体而言,1998年《证券法》以法律的形式确立了证券市场的合法地位,面对国内证券市场存在的投机和违规问题加之对1997年亚洲金融危机的反思,其防范市场风险的功能被着重强调。比如,明确集中统一监管模式,缩减证券市场层次,限制证券交易活动,^㉑投资者保护制度虚化。^㉒

为了适应我国证券市场发展的要求,2005年十届全国人大第十八次会议审议通过了重新修订的《证券法》。2005年《证券法》的功能定位在股权分置改革、处置证券公司风险和市场创新呼声日高的背景下悄然发生了变化——通过规范证券发行和交易行为,强化投资者尤其是中小投资者合法权益的保护,促进证券市场的创新和发展。从功能定位原因看,一是随着证券市场的不断发展,市场转型的历史遗留问题、制度性缺陷和结构性矛盾开始逐步显现。这些问题同对待证券市场的理念、早期制度设计的不合理、市场层次和产品品种不足等方面有着深刻的联系。为切实解决证券市场发展过程所积累的种种弊端,需要在制度设计上进行重新审视,其中对《证券法》的功能定位的反思首当其冲。二是加入WTO后亟须提高证券市场竞争力。修改《证券

^⑳ 主要的特点有:第一,市场规模不断扩张,上市公司数量、总市值和流通市值、股票发行筹资额、投资者开户数、交易量等快速增长;第二,交易品种不断丰富,由单纯的股票发展为股票、国债、企业债券、可转换债券、权证、封闭式基金并存;第三,证券经营机构快速发展,到1998年年底,全国有证券公司90家,证券营业部2412家。

^㉑ 比如,禁止信用交易,限制交易资金的来源,交易模式单一化。

^㉒ 从1998年《证券法》整体来看,其对投资者保护的规定寥寥,虚化现象严重。在对投资者权益保护非常重要的法律责任规定中,大多为行政责任和刑事责任,涉及民事责任的甚少(第42条第3款、第63条、第161条、第202条和第207条),并且《证券法》中为数甚少的民事责任条款,其内容仍然是大而化之的规定。

法》，改变其功能定位，是市场全面开放前的一次重大举措，其目的在于在制度上创造发展市场和市场主体空间，提高市场和市场主体竞争力，准备好市场开放后与境外市场和金融机构的激烈竞争。从功能定位具体表现看，鼓励市场创新，比如，2005年《证券法》在交易制度方面作出了重大突破，为证券市场清除了严重限制其发展的制度禁锢；健全了投资者保护相关制度。

（二）我国《证券法》功能定位演变的特征

1. 从外部推动到内生驱动

从证券法三个阶段的历史演变可以看出，其功能定位的变革主动性和积极性越来越高，对整个证券市场发展的影响力和推动力越来越明显，主要表现为以下几点：一是从萌生期的被动应对到转型期的主动求变。与《暂行条例》、1998年《证券法》不同的是，2005年《证券法》功能定位的转变，立法者对市场问题的解决并非疲于应对，而是带有对证券市场发展的前瞻性思考，其中的许多制度规定都是对证券市场现状和发展趋势而做的长远安排，其主动性和积极性得到体现。此时，证券法作为一种制度手段推动证券市场发展的作用得以体现。二是从借鉴国外经验到立足本国市场。随着市场实践的逐步丰富，我国证券立法也越来越具有中国特色、符合中国实际。与此同时，立法者对于场外因素判断更加自信和客观，1997年亚洲金融危机之时，立法者过度考虑了风险的防范而忽略了本身市场的发展，在制定之后不久便受到市场的质疑和不满，而在面对2008年全球金融危机的挑战之时，中国证券立法仍坚持创新发展，推出融资融券等一系列创新手段，说明证券立法更加自信，能够从本国国情出发，科学规范证券市场。

2. 从防范风险到保护投资者权益

我国证券市场诞生于从计划经济体制向市场经济体制转轨的初期，面对投资饥渴和资金短缺的双重约束，市场主体筹集资金的愿望相当强烈，这也成为证券市场在中国引入和生存的价值目标。带着“转型期”的烙印，证券市场为了扩张其规模，忽视了对证券市场操作的监控，致使投机日盛，使证券市场成为一个投机泡沫滋生的“赌场”。各种证券违法、违规行为屡禁不止，市场风险高度聚集。为此，《暂行条例》和1998年《证券法》均对市场规模和创新作出严格限制，其主要目

的便是防范风险,维护证券市场的稳定和安全。但是,防范风险并不能带来证券市场的快速持续健康发展,证券市场发展的动力和源泉在于投资者。一个市场若没有投资者积极参与,那么就无法发挥其投融资和资源配置的功能,也便失去了存在的意义。2005年修订后的《证券法》,通过相关民事责任及其他制度的完善,确立了通过规范证券发行和交易行为,强化投资者尤其是中小投资者合法权益的保护,实现正确引导证券市场发展与投资者投资行为的价值目标体系。由此,证券法将其核心功能由初始的防范风险转变为市场投资者权益保护。

3. 从单一功能定位到功能定位多元化

《暂行条例》从诞生之日起便带有强烈的行政管制色彩,其对证券市场的规范基本上是遵循行政管理的模式进行,在这一模式下证券市场的发展受到限制,市场功能难以发挥,投资者权益保护也难以实现。1998年《证券法》在亚洲金融危机爆发的国际背景下,在国内证券市场出现重大违法违规问题的市场现状基础上产生,其整体制度设计遵循了从严从重的原则,防范风险的功能得到充分体现。^④ 2005年《证券法》是在加入WTO的背景下,在制度设计上作出了一些重大突破,在促进市场发展、提高市场竞争力方面的功能体现较为突出。同时,伴随证券市场主体增多,资金需求量增大,已从“卖方市场”转变为“买方市场”,如何增强投资者对市场的信心,提高投资热情成为重大课题;反映在2005年《证券法》中,则体现为保护投资者合法权利的功能得到体现,新增了众多保障投资者权益的制度性规定。因此,2005年《证券法》的功能定位突破了单一性,确立了促进市场发展和投资者权利保护的双重功能。可以看到,随着证券市场的发展,作为调节市场的证券法律的功能定位也在不断改变。在证券市场规模较小,为国企融资的政治任务较强时期,证券法的管控功能占据绝对上风,其他功能未能得到重视;在证券市场规模日益扩大,对社会发展影响力日益加深,国际竞争日益激烈的趋势下,证券法开始完善其促进市场发展、保护投资者权益的功能。由此可见,证券法

^④ 从1998年《证券法》第1条规定可以看出,在制度设计上,1998年《证券法》确实具备保护投资者合法权利的功能,但从整体条文分析,该设计流于形式,被严重虚化。因此,1998年《证券法》实际上也只是着重强调了防范风险的功能。

的功能定位随着证券市场的发展而逐步多元化,这种多元化并非并列而分散的,而是将以保障投资者权利为核心,以促进市场发展为支撑的多元化,是一种单一目的下的、秩序化的多元化。

(三)我国《证券法》功能定位的分析与反思

1. 监管功能的分析与反思

一是集中统一监管体制未明晰。比如,证券监督管理机构性质不清、虽然法律上确立了集中统一的监管体制,但被外界一致视为“国务院证券监督管理机构”的证监会却始终处于性质不清、地位不明的尴尬境地。^{④2} 二是证监会的行使集中监管权责难以保障。我国现行《证券法》中只提及了“证券监督管理机构”,并未明确指出该机构为证监会,而且在证券法中除“国务院证券监督管理机构”之外,还允许“国务院授权的部门”对证券市场进行监管。在证券范围未明确的情况下,该项表述带来的直接后果便是证监会的监管边界不清,客观上存在其他行政机关监管证券市场的可能。三是监管制度设计欠缺科学性。^{④3} 证券监管的制度设计虽然明确了集中统一监管,但具体制度设计上却欠科学,在实际运作

^{④2} 我国证监会的法律地位首次得到明确是在1992年12月17日国务院发出的《关于进一步加强证券市场宏观管理的通知》这一政府规范性文件中,该文件明确了证监会按事业单位进行管理。而后,根据第九届全国人大一次会议《关于国务院机构改革方案》的决定,国务院除办公厅外,设29个部委、17个直属机构、6个办事机构、14个部委管理的国家局和9个事业单位。其中,证监会列入国务院直属事业单位。一般而言,事业单位所能行使的职权要比一般行政机关少且条件多,但现实情况是作为一个事业单位的证监会却行使着比一些部委还要大的权力,法律地位与其所行使的职权不相称性是证监会多年来颇受质疑和诟病的一个重要原因。

^{④3} 主要表现在三个方面:一是纵向监管缺乏层次性。《证券法》确立了集中统一的监管体系,将证券市场的监督管理权集中于证券监管机构,意在提高监管效率。但集中于证券监管机构并不仅指证监会,而应扩展到整个证券监管体系,包括派出机构、证券交易所以及其他下属单位。目前,证券市场监督管理权过度集中于证监会,派出机构、交易所和自律组织权限较小且范围较窄,未能充分发挥各自的作用。二是横向监管缺乏协调性。证监会下设派出机构和多个单位,如何协调下设机构之间的监管权限十分重要。如果不能明确各自的监管权限,建立有效的协调机制,极易出现相互推诿和争夺监管权的情况。目前,在监管实践中已经出现横向监管交叉的问题,如对上市公司信息披露监管,交易所和负责一线监管的派出机构之间并无明确的分工,也缺乏明确的直接协调机制。三是过多依赖事前监管,监管着力不均。目前,对证券市场监管的诟病很大程度也在于对产品、业务、机构和人员的行政许可上,繁多的事前监管使证券市场主体将很大一部分精力消耗在市场之外的事项上。

层面大大提高了监管成本,降低了监管效率。

2. 发展功能的分析与反思

一是市场主体的主观能动性未能充分发挥。从目前来看,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,监管机构在市场中处于核心地位,其政策和行为对市场影响巨大,“政策市”的特征特别明显,上市公司、证券公司等主要市场主体寻租热情高涨,市场创新的积极性尚待挖掘。二是自律组织的功能和作用体现不明显。从2005年《证券法》第8条、第102条、第174条规定看,可以说,《证券法》确实构建了证券市场自律监管框架,但根据现实情况看,其自律功能并未得到充分发挥。^④

3. 保障投资者权利功能的分析和反思

从证券法保障投资者权利功能的内容来看,可以分为两个方面:一方面为事前防范,即通过规范证券发行与交易行为,保护投资者的合法权益;另一方面为事后补救,即通过完善的民事责任制度对受损投资者权利进行赔偿。从该角度来看,我国证券法保障投资者权利功能仍存在有待改进的地方。比如,公开发行未明晰,^⑤民事责任制度尚待进一步完善。^⑥

四、科学定位证券法的功能,进一步修订和完善我国《证券法》

我国证券市场经过20年,尤其是近6年的快速发展,出现了许多

^④ 比如,《证券法》明确规定,股票上市的审核权限在证券交易所,但由于目前我国缺乏场外市场,导致发行和上市接近混同,从而使核准权变相转移给证监会,这使证券交易所的功能虚化,不能切实行使。同时,证券交易所属于证监会管理,在严格意义上说并不是独立的自律组织,其自律功能也难以充分发挥。

^⑤ 实践中,不仅出现过上市公司向部分股东及特定投资者的增发,还出现过非上市公司公众公司的增发,这些行为直接关系到广大投资者的切身利益,有些增发行为已经受到广泛争议,亟须在制度规定上予以解决。

^⑥ 2005年《证券法》在民事赔偿方面作出了一些完善,规定了虚假陈述、内幕交易、操纵市场、欺诈客户等的行为人给投资者造成损失的,应当承担赔偿责任,这在保护投资者的合法权益方面是一个重大进步。

影响我国《证券法》功能定位的新因素。一是2005年《证券法》实施以来,我国证券市场取得了巨大发展为进一步完善《证券法》的功能定位提供了新动因。^{④7} 证券市场的法治化、市场化和国际化的要求越来越高,这些新的情况和特点要求在法律上进一步扩大《证券法》的调整范围,提供创新空间、强化市场化规定,增加国际化中所涉及的法律问题等。^{④8} 二是2005年以来证券市场的法制实践有了新的发展,积累了许多新的成果,对《证券法》功能的科学定位提供了新的制度内涵。^{④9} 证券市场法制实践的这些新发展,需要证券法予以吸收和借鉴。三是我国证券市场目前并且在今后相当长的一段时间内,仍将处于“新兴加转轨”阶段,市场自身发展中面临的新矛盾和新问题会不断增多,影响我国市场发展的不确定因素仍然很多,维护我国证券市场稳定健康发展仍面临许多新课题和新挑战,这是我国《证券法》功能定位调整必须面对的现实问题。

面对新形势下的证券市场,借鉴成熟市场证券法的功能定位的演变规律,结合我国国情和市场发展的新阶段,以“放松管制、加强监管”为原则,确立《证券法》的功能定位,即防范系统风险、保护投资者合法权益以及促进市场发展。基于上述定位,建议从以下方面修改和完善我国《证券法》:

一是进一步理顺证券市场的监管体制。明确规定中国证监会为全国唯一的专门的证券监督管理机构,变多元监管体制为一元监管体制,加强证监会对证券市场监管的权威性和广泛性,使其具有独立的行政权、部分司法权及完整的监督权,有能力作为唯一的专门机构对证券市

^{④7} 随着股权分置改革,证券公司综合治理,上市公司清欠等一系列重大问题相对完成,证券市场制度性障碍基本扫除,市场的规模容量迅速扩大,证券公司、上市公司的质量明显提高,资本市场稳定性、健康性和风险可控程度明显加强。市场的成熟度越来越强,容纳范围也越来越广。

^{④8} 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《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版。

^{④9} 在立法方面,全国人大法工委、国务院法制办针对证券市场的一些新情况、新问题制定了一系列证券法律法规,对《证券法》做了很好的补充。《刑法修正案(六)》、《刑法修正案(七)》也对资本市场中的犯罪做了完善。在司法方面,也先后出台了多个针对资本市场的司法解释。在执法方面,中国证监会探索建立了行政处罚,查审分离和创业板融资融券、股指期货等创新业务当中的投资者适当性管理制度。

场实行集中统一的监管;进一步理顺证监会会机关、派出机构及交易所的监管职责。

二是修订和完善证券发行制度。完善证券发行分类审核制度,区别不同发行品种与发行方式,采取不同发行审核机制,将实质性审核、形式性审核分别规定到证券法中,并为注册式发行方式预留空间;明确证券发行的含义并对非公开发行作出具体规定;在新股发行中规定较为平均化的配售原则;建立健全证券发行市场的民事赔偿制度。

三是修订和完善证券交易制度。证券法在原则上允许证券从业人员持有、买卖股票的同时,辅以相应的监管措施,建立禁止内幕交易、避免和披露利益冲突、交易信息强制披露和持股报告等相关制度;将我国短线交易客体的范围扩大至包括股票、可转换公司债券、认股权证等可转换为公司股票的证券;根据融资融券业务试点情况,特别是融资融券业务转常规的制度设计,借鉴其他国家立法经验,在证券法中对融资融券业务的原则性要求、禁止性行为等规定,同时制定相应的监管措施。

四是修订和完善上市公司监管制度。加强对上市公司会计信息的监管;从强制性信息披露向差异化信息披露转变,提高信息披露的有效性;细化信息披露的方式、内容,合理区分强制披露与自愿披露的界限;完善披露审查和停牌机制,提高信息披露的效率;进一步明确和完善证监会、交易所、派出机构在信息披露监管方面的职能和分工,避免重复监管;完善内幕信息认定办法,妥善利用敏感期标准,扩大法定内幕信息知情人的范围,进一步明确认定标准;在证券法中对上市公司回购作出原则规定;对退市的标准进行细化,对退市程序予以完善,对退市责任人的法律责任予以明确。

五是修订完善债券管理制度。大力发展公司债券,适当简化债券发行的条件和程序;完善债券上市、交易制度;实行债券市场监管的统一,理顺债券市场监管机制。

六是修订和完善市场创新的法律制度。拓展证券的种类和范围,修订“证券”的内涵,明确“证券”的外延,将私募基金等纳入调整范围,进一步明确监管边界;调整对“证券衍生品种”的授权立法;为市场创新留下必要的补充规则空间和监管空间。

七是修订和完善投资者保护法律制度。按产品类别明确风险梯度,建立系统、全面的投资者适当性管理制度;修订完善投资者损害赔偿制度,完善保护投资者的机构,扩大保护措施范围;完善证券违法行为民事制裁机制,充分发挥司法机关、调解组织和仲裁机构的作用。