

法律社会学语境下新三板市场投资者 准入限制制度的社会利益目标分析

徐冬根*

摘要:我国新三板市场所实施的投资者准入限制制度,从法律社会学视角检视,是资本市场的一项特殊制度安排,其目的不是要限制投资者的入市权利,而是在于保护投资者免受重大损失。这种以利益为法律价值、以目的为导向的法律规范,在我国新三板市场监管中的运用具有特殊的意义,它使得我国新三板市场监管法律规范的制订和实施更具有针对性,有利于提高市场效率,更好地保护投资者,实现法律的实质正义和社会正义,体现社会利益目标。

关键词:新三板市场 投资者准入 社会利益

法律社会学(sociology of law)的产生和发展^[1]大大改变了法和法律发展的生态,使法和法律从注重其形式性和规范价值走向注重实质性和功能意义。法律社会学理论强调社会利益(social interests)目标分析。法律社会学代表人物罗斯科·庞德(Roscoe Pound)在批判抽象个人主义观念的基础上,建立起其利益理论(theory of interests)^[2]并主张追求和维护社会利益和社会正义。^[3]庞德认为,利益是社会历史变迁的内在动力,站在利益的角度可以透视整个人类社会。法律社会学的另一位代表人物耶林(Rudolph von Jhering)也认为,法律的目的就是维护社会利益,社会利益是法律的创造者,是法律的唯一根源,所有的法律都是为了社会利益的目的而产生。^[4]法律社会学所谓的“社会利益”是指为维护社会秩序和社会正常生活所提出的主张(claims)、要求(demands)或愿望(desires)。^[5]社会利益是个人利益在一定层面上的集合,是个人利益在整体上的体现。^[6]当不同个人之间权利或者利益发生冲突的时候,个体之间必须限制彼此各自的个体行为,从达到社会资源整合的目的。社会

* 上海交通大学凯原法学院教授,法学博士。

- (1) 有关法律社会学的产生和发展的历程,庞德专门撰写了长篇系列论文,分三次分别刊载于《哈佛法学评论》。See Roscoe Pound, *The Scope and Purpose of Sociological Jurisprudence*, 24 Harv. L. Rev. 591, 591-619 (1911); 25 Harv. L. Rev. 140, 140-168 (1911); 25 Harv. L. Rev. 489, 489-616 (1912). 有关法律社会学在欧洲和美国的不同流派和晚近的发展, See Mauricio García-Villegas, *Comparative Sociology of Law: Legal Fields, Legal Scholarships, and Social Sciences in Europe and the United States*, 31 Law & Soc. Inquiry 343, 343-375 (2006).
- (2) 庞德有关社会利益的思想与理念散见于其以下学术作品: *Social Control through Law* (1942) 63-80; *The Spirit of the Common Law* (1921) 91-93, 197-203; *Introduction to the Philosophy of Law* (1922) 90-96; *Interpretations of Legal History* (1923) 158-64. See Roscoe Pound, *A Survey of Social Interests*, 57 Harv. L. Rev. 1, 1, note 1 (1943).
- (3) 参见杨晓畅《社会正义抑或个人自由?——庞德利益理论根本诉求的探究》载《法制与社会发展》2010年第1期。
- (4) 参见段威、曹胜亮《经济法价值目标——社会整体利益》载《黑龙江省政法管理干部学院学报》2007年第4期。
- (5) See Roscoe Pound, *A Survey of Social Interests*, 57 Harv. L. Rev. 1, 2 (1943).
- (6) 在法律社会学语境下,社会利益是个人利益的集合体,社会利益不同于公共利益。公共利益是指与国家有关的利益,如国家的统一、国家的政权和国家安全等, See Roscoe Pound, *A Survey of Public Interests*, 58 Harv. L. Rev. 909, 910 (1945).

利益概念的引入,改变了传统法学研究中注重分析法律结构内在的逻辑一致性的思维惯习,提供了从法律与外部世界的关系来考察法律的外部视角。⁽⁷⁾ 法律社会学关注的是法律对于自身之外的这个社会系统所具备的功能,将关注重点放到法律与外部世界的关系、法律在社会中所发挥的功能等一系列问题上。⁽⁸⁾ 就新三板市场⁽⁹⁾ 投资者⁽¹⁰⁾ 准入限制制度的检视而言,法律社会学“所强调的是法律有助益于的那些社会目的,而非制裁”;⁽¹¹⁾ 注重的是这样的法律规范是否符合社会利益目标;⁽¹²⁾ 观察法律规范“是否适合社会发展的要求”。⁽¹³⁾

一、新三板市场投资者准入限制制度的基本规则

任何一个法律规范都有一个确定的立法目的,有明确需要法律保护的制度利益。同时,法律制度不仅与其生存环境、社会状况紧密联系在一起,而且与社会利益存在紧密关联。“社会是法律发展的基础。”⁽¹⁴⁾ 社会利益对法律制度的发展具有重要的引导作用。社会利益就像一座灯塔,引领着法律制度的发展方向。而且,社会利益是法律制度发展的最强动力,牵引着法律制度沿着符合社会利益的道路向前演进。⁽¹⁵⁾ 法律在规制市场秩序和金融行为的过程中,应体现出一种与当时正在兴起的金融创新相适应并与社会发展相兼容的法律风格。⁽¹⁶⁾ 规制新三板市场的法律和法规,承载着重要的历史使命,承担着组织、协调和管理新三板市场金融活动,保障新三板市场秩序和社会利益的历史重任。2013年12月13日颁布的《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》(以下简称“《决定》”)就是承担着这样一个使命的法律规范。《决定》规定在新三板市场投资者准入方面,建立和完善投资者适当性管理制度,对入市投资者的资格实施一定的限制。该《决定》规定“建立与投资者风险识别和承受能力相适应的投资者适当性管理制度。中小企业具有业绩波动大、风险较高的特点,应当严格自然人投资者的准入条件。积极培育和发展机构投资者队伍,鼓励证券公司、保险公司、证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金、合格境外机构投资者、企业年金等机构投资者参与市场,逐步将全国股份转让系统建成以机构投资者为主体的证券交易场所。”⁽¹⁷⁾ 作为我国新三板市场的一项特殊制度安排,自然人投资者准入限制制度承载着这样的历史使命和社会利益目标。

(一) 投资者市场准入限制制度的法律特征

凯尔森(Hans Kelsen)在法学方法与社会学方法之间设定了一条明确的分界线。他指出,法学方法只关注对这些规范的逻辑批判,它导向了一种纯粹的法律理论,而这种理论的主要任务就是在那些

(7) 参见张万洪、丁鹏《法律社会学视野下的宪法解释制度——一个功能主义的分析》,载《国外社会科学》2013年第2期。

(8) 参见马姝《论功能主义思想之于西方法社会学发展的影响》,载《北方法学》2008年第2期。

(9) 新三板市场是全国中小企业股份转让系统的简称或习惯称法,是中国证券监督管理委员会为便于中小微企业融资而于2013年1月16日在北京设立的一个场外交易市场。

(10) 本文中所称的“投资者”均指“自然人投资者”。

(11) [美]罗斯科·庞德《社会学法理学》,邓正来译,载《法制与社会发展》2003年第5期。

(12) See Kathleen M. Sullivan, *Dueling Sovereignties: U. S. Term Limits, Inc. v. Thornton*, 109 Harv. L. Rev. 78, 93-94 (1995).

(13) 参见陈叶军《法律社会学以“外在的视角”研究法律现象》,载《中国社会科学报》2015年2月9日,第A02版。

(14) 公玉祥《法制现代化的分析工具》,载《中国法学》2002年第5期。

(15) 参见梁上上《制度利益衡量的逻辑》,载《中国法学》2012年第4期。

(16) 参见[英]马丁·洛克林《公法与政治理论》,郑戈译,商务印书馆2002年版,第191页。

(17) 参见《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》第4条。

构成一种法律体的规范之间建构起逻辑上的相互依凭关系,因而它所采取的首要手段是逻辑分析。但是,社会学方法所关注的却是那些制定规范的人(与那些适用规范的人相区别)的需要,以及那些规范的内容——而这与规范的系统安排、逻辑相互依凭关系及其历史沿革相区别。⁽¹⁸⁾可见,“规范的内容”对法律社会学分析方法来说是不可或缺的基本要素。在对新三板市场投资者市场准入限制制度的社会利益目标进行法律社会学分析之前,我们先来归纳一下我国新三板市场法律规范中有关投资者市场准入限制制度的具体内容及其法律特征。

第一,投资者准入限制对象具有针对性,它不是对全体投资者的限制,而是对部分投资者(自然人投资者)的限制,是对不符合特定量化标准的投资者的准入限制。我国最新颁布的新三板市场业务规则中,将自然人投资者的准入标准调整为“名下前一交易日日终证券类资产市值500万元人民币以上”。⁽¹⁹⁾自然人投资者的证券类资产市值如果达到或者超过500万元人民币以上,则符合新三板市场的投资者准入要求,可以进入新三板市场进行股权交易;反之,如果达不到500万元人民币的,自然人投资者不得进入新三板市场参与股权交易。新三板市场致力于发展成为专业投资市场,投资人大多数为创业投资基金、股权投资基金和产业资本等专业机构,以长期投资为主。通过制订具体规则,设定一定的市场准入标准,可以将不符合这个政策导向的自然人投资者排除在新三板市场之外。

第二,投资者准入限制制度在准入评估环节上设置了风险评估和检测要求。一个合格的投资者,应在进入新三板市场之前,对新三板市场具有相关的知识和对资本市场有一个比较深入的认识,同时对自己的风险承受能力有一个定量检测和评估。我国资本市场管理层在合格投资者制度建设方面一直在做不懈的努力,比如2008年9月,上海证券交易所发布实施的《上海证券交易所个人投资者行为指引》对投资者在实践中容易忽视或发生的具体问题,提出了针对性要求,引导投资者妥善评估自身的风险能力,谨慎参与高风险的证券品种和业务,依法自我保护。⁽²⁰⁾现在很多证券公司对新开户的投资者,要求其填写《个人情况表》、签署《风险承受能力评估表》,并对客户风险承受能力进行评估,贯彻了法律规范中要求对投资者进行风险评估和检测的规定。

第三,赋予了被限制准入的投资者可以采取变通方式进行投资的权利。目前,新三板市场正积极培育和发展机构投资者队伍,鼓励和推动证券公司、保险公司、证券投资基金、私募股权投资基金、风险投资基金、合格境外机构投资者、企业年金等机构投资者参与市场,引导和鼓励证券公司、基金公司等金融机构推出定向投资产品。证券类资产达不到500万元标准的自然人投资者,法律规范赋予其可以通过上述定向投资产品间接参与新三板市场的投资。

(二) 市场准入限制与投资者适当性管理制度

我国新三板市场投资者市场准入限制制度的社会利益目标是通过投资者适当性管理制度来实施的。投资者适当性管理制度是我国新三板市场投资者市场准入限制制度的一个重要组成部分。所谓“投资者适当性”,即证券公司应区别投资者的不同市场风险认知水平和承受能力,为投资者提供差异化并具有针对性的产品和服务。⁽²¹⁾建立投资者适当性管理制度的目的是为了保护投资者利益,避免投资者购买超出自己风险承受能力的产品而遭受重大损失。美国甚至将投资者适当性管理制度设定

(18) 参见注11引文。

(19) 左永刚《新三板投资者准入门槛提高 自然人证券类资产市值提升至500万元》,载《证券日报》2013年12月31日,第A02版。

(20) 参见孙清岩《投资者准入制度该如何设立》,载《上海证券报》2009年4月8日,第006版。

(21) See Lewis D. Lowenfels, Alan R. Bromberg, *Suitability in Securities Transactions*, 54 Bus. Law. 1557, 1557 (1999).

为“始终以投资者利益最大化为目标”。⁽²²⁾ 投资者适当性管理制度是新三板市场投资者市场准入限制制度设计者实现投资者市场准入限制制度的社会利益目标的载体。投资者适当性规则起源于美国, 至今已经形成了包括自律性规范、监管规则、司法判例在内的一套完整的法律规范体系。⁽²³⁾ 纽约证券交易所(NYSE) 通过“了解你的客户”(know your customer) 规则, 来体现投资者适当性管理要求。⁽²⁴⁾ 2009年5月15日, 美国最大的非政府证券业自律监管机构——金融业监管局(FINRA) ⁽²⁵⁾ 通过新的适当性规则 FINRA Rule 2111 (Suitability) ⁽²⁶⁾ 融合了先前全美证券交易商协会和纽约证券交易所规则中的要求证券公司等证券中介机构履行适当性管理的义务, 承担勤勉职责, 负责收集投资者的相关信息, 确定投资者参与证券交易是否适当。目前, 金融业监管局的适当性规则成为其他自律性证券机构的范本。⁽²⁷⁾

投资者适当性管理制度是实施投资者市场准入目标的一套监管法律规则体系: 第一, 通过投资者适当性管理建立投资者准入的定性或者定量的法定准入衡量标准。在投资者准入制度方面, 目前我国新三板市场不允许普通个人投资者参与。2009年中国证券业协会发布的《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法(暂行) 》第6条规定“参与挂牌公司股份报价转让的投资者, 应当具备相应的风险识别和承担能力, 可以是下列人员或机构: (一) 机构投资者, 包括法人、信托、合伙企业等; (二) 公司挂牌前的自然人股东; (三) 通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东; (四) 因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人股东; (五) 协会认定的其他投资者。挂牌公司自然人股东只能买卖其持股公司的股份。”第二, 证券公司是新三板市场投资者市场准入监管法律规则的实施者, 负责在投资者的开户、买卖、证券投资咨询环节中进行把关和实施, 尤其是在投资者申请开立证券账户时, 对投资者的资质和能力进行检验和测试, 将不符合法律要求的投资者阻挡在新三板市场之外, 以避免不适当的投资者参与证券交易而出现重大亏损。⁽²⁸⁾ 证券公司有责任对投资者以往的交易有没有违法违规的记录, 是否属于《证券法》规定的市场禁入者等情况, 作出调查与评估。第三, 对投资者的准入进行检验既是证券公司的权利, 也是证券公司的法律义务。证券公司违反该法律义务, 会受到证券监督管理部门的惩处。如在美国, 证券公司违反投资者适当性规则会被美国证券交易委员会认定为证券欺诈行为。⁽²⁹⁾

通过适当性管理制度对特定投资者的入市资格作出特定的限制, 并不是中国金融法律规则制订者的首创, 而是发达资本市场普遍采用的一种方式。如日本“东京高增长市场”(Alternative Investment

(22) FINRA Regulatory Notice 12-25 (May 2012), at 3-4. See also Michelle Lichtor, *How “Suitable” Is the Language of Suitability in the Modern Era?* 39 J. Corp. L. 201, 216 (2013).

(23) 投资者适当性规则最早是美国全国证券交易商协会(NASD) 为了回应1938年马洛尼法案(the Maloney Act) , 以公平交易条款(Rules of Fair Practice) 为载体确立的。参见赵晓钧《中国资本市场投资者适当性规则的完善——兼论〈证券法〉中投资者适当性规则的构建》, 载《证券市场导报》2012年第2期, 第42页。

(24) N. Y. Stock Exchange, NYSE Rule 405.

(25) 2007年全美证券交易商协会(NASD) 与纽约证券交易所监管委员会(New York Stock Exchange’s regulation committee) 合并成立金融业监管局(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA) 。

(26) 有关 FINRA Rule 2111(Suitability) 的条款, See Ronald J. Colombo, *Merit Regulation via the Suitability Rules*, 12 J. Int’l Bus. & L. 1, 10 (2013).

(27) See Jennifer A. Frederick, *Not Just for Widows & Orphans anymore: The Inadequacy of the Current Suitability Rules for the Derivatives Market*, 64 Fordham L. Rev. 97, 110, note 79 (1995).

(28) See Ronald J. Colombo, *Merit Regulation via the Suitability Rules*, 12 J. Int’l Bus. & L. 1, 1 (2013).

(29) 参见武俊桥《证券市场投资者原则初探》, 载《证券法苑》2010年第2期, 第138页。

Market, 简称 Tokyo AIM) 上的“特定投资者”准入制度就是一个典型的例子。日本东京高增长市场上的有价证券只限于在风险操控能力强的特定投资者之间流通,不得分销给其他普通投资者,后者只能通过投资公司或者信托公司等进行间接投资。东京高增长市场明显区别于日本国内其他证券交易市场。不仅如此,东京高增长市场也是世界范围内对投资者进行准入管理的公开市场。⁽³⁰⁾ 东京高增长市场特定投资者准入制度的建立带有一定的利益导向,是日本资本市场监管法律规范承载维护社会利益的目标和功能的体现,它既是东京高增长市场为贯彻日本政府竞争战略而实施特殊信息披露法律制度的产物,也是制订金融法律规则时权衡效率与公平利害关系之后的优化选择。

从法律社会学的视角看,通过适当性管理制度对特定投资者的入市资格作出特定的限制,是法律承载维护社会利益的监管理念在我国新三板市场监管法律规范中的一个体现。庞德认为,法律的目的是产生最大数量利益,或在最低程度地牺牲其他利益的情况下实现对社会整体利益的保障。⁽³¹⁾ 适当性管理制度是我国法律体现产生最大数量利益,实现新三板市场投资者准入限制的社会利益目标和功能的载体。

二、新三板市场实施投资者准入限制的目的在于保护投资者免受重大损失

以目的为导向来理解和分析相关的法律规范,是法律社会学分析的重要视角。在法律社会学语境下,“法律”有两层含义,第一,是指一般意义上的法律(如 *ius*, *Recht*, *droit*, *diritto*, *derecho*),第二是特定意义上的法律(如 *lex*, *Gesetz*, *loi*, *legge*, *ley*),前者主要是指权利或者正义,核心理念可以用“合乎道德”来表示;后者主要是指制定法,或者具体的法律规范。⁽³²⁾ 本文所指向的法律规范,主要是指后者意义上的制订法。通过具体的法律规范来限制投资者的市场准入,是立法的一种利益导向,以投资者保护为社会目标。“法律是社会各种利益冲突的表现,是人们对各种冲突的利益进行评价后制定出来的,实际上是利益的安排和平衡。”⁽³³⁾ 法律对利益冲突的平衡和控制具有特殊作用。⁽³⁴⁾ 投资者准入限制法律制度是理性构建的产物,也是新三板市场参与者各方利益平衡的产物。分析人士认为,对于像股指期货、创业板、新三板等高风险市场,建立一定的限制门槛有利于防范资本市场风险、保护自然人投资者免受重大损害。⁽³⁵⁾ 新三板严格自然人投资者的市场准入限制的出发点,不应该被看作是对投资者权利的限制,而应该被视为是对投资者风险的把控,⁽³⁶⁾ 其前提是在新三板市场挂牌的中小微企业具有业绩波动大、风险较高,而其中最主要的一个因素是新三板市场采取特殊的差异化信息披露法律制度。

法律社会学关注社会的基本条件对法律制度的影响。我国新三板市场实施的投资者准入限制法

(30) 日本“东京高增长市场”,又称“东京创业板市场”参见郭东《东京创业板“特定投资者”准入制度及其启示》,载《证券市场导报》2010年第6期。

(31) 参见王海波、马玉收《浅析庞德的利益论与社会控制论》,载《开封大学学报》2010年第2期。

(32) See Roscoe Pound, *Theories of Law*, 22 Yale L. J. 114, 115-116 (1912).

(33) Philipp Heck 语。参见何勤华《西方法律思想史》,复旦大学出版社2005年版,第255页。

(34) 参见陆平辉《利益冲突的法律控制》,载《法制与社会发展》2003年第2期。

(35) 参见注20引文,第006版。

(36) 据全国股转系统公司有关负责人介绍,经过系统测算,将自然人投资者的准入标准调整至500万元证券类资产符合市场发展和风险防控的要求。参见注19引文,第A02版。

律制度,事实上是与在新三板市场实施特殊差异化信息披露法律制度相配套的一种制度安排。所谓信息披露差异化,是指针对不同类型的公司及不同情况的同一类公司采取不同的信息披露标准和要求,使其信息披露的内容和方式不完全相同。信息披露差异化的本质不是面向特定群体进行信息披露,而是面向所有投资者进行信息披露的一种信息披露方式。对市场的投资者而言,他们所获得的某一特定公司披露的信息是相同的,即在获得信息的内容、方式和时间等方面都是平等和公平的。因而在本质上,差异化信息披露是一种公平的信息披露方式,对所有投资者而言是一种实质上的公平。⁽³⁷⁾ 在新三板市场实施差异化信息披露方式的目的是为了降低信息披露义务人的信息披露成本。在美国,规则 D (Regulation D)⁽³⁸⁾ 允许以私募方式发行证券免于向美国证券交易委员会进行登记,并进行差异化信息披露。但是,在实践中,发行人和证券公司仍然仅仅只向机构投资者或者符合资格的投资者发行私募证券,而将普通投资者拒之门外。⁽³⁹⁾ 如果私募证券向普通投资者发行,则美国法律要求发行人承担信息充分披露的责任。⁽⁴⁰⁾ 这里发行人和证券公司对普通投资者拒之门外的原因是为了降低信息披露和发行的成本。显然,新三板市场实施特殊的差异化信息披露法律制度,相对于主板、中小板和创业板等其他公开市场而言,能够大大降低在新三板挂牌的中小微企业的信息披露成本,而特定投资者由于其具有比较强的专业投资判断能力,因此能够适应这样的特殊信息披露法律制度。而自然人投资者,如果进入这类实行灵活的差异化信息披露法律制度的新三板市场,可能面临信息不对称、投资决策缺乏依据等困境。在这样的社会基本条件下,如果新三板市场对所有投资者开放,必然会对自然人投资者的利益造成重大不利影响,明显违背公开市场上法律对投资者的公平性保障要求。为了减少对自然人投资者的这种不利影响,法律必须有所作为。如何利用法律规范的控制作用,⁽⁴¹⁾ 解决好中国当前社会新三板市场的这个特殊问题,这是法律社会学所关注的一个焦点。为确保差异化信息披露这种能够体现证券市场公平与效率,有助于全面保护投资者利益,降低上市公司信息披露成本,增加监管针对性的措施能够顺利实施,限制不符合法定条件的普通个人投资者进入市场,既是新三板市场实行特殊差异化信息披露法律制度的一个前提,也是以法律体现社会利益目标和功能的监管理念为指引所作出的法律规范和法律制度的优化选择。

可见,设立新三板市场投资者准入限制,目的是保护投资者免受重大损失。以社会利益目标为导向,制订有明确的目的性和功能性的法律规范,有利于体现法律的立法旨趣。显然,在投资风险比较大的新三板市场,设立投资者准入制度,对我国新三板市场建设平稳起步、稳健推进具有保驾护航的作用,同时起到了保护投资者利益的立法目的。

三、新三板市场实施投资者准入限制所体现的是市场参与主体的整体利益

如何调整新三板市场不同市场参与主体之间的利益问题,是我国新三板市场法律规制中的一个严肃的法学理论问题,同时也是我国新三板市场立法和监管者所面临的一个重大的现实问题。对利

(37) 参见徐聪《试论我国上市公司差异化信息披露制度之构建》,载《证券法苑》(2011年)第4卷,第333页。

(38) 17 C. F. R. § 230.501 (2013).

(39) See Frederick Rosenberg, *About NCLs, Reg. D, and Suitability*, 21 No. 2 PIABA B. J. 187, 187-188 (2014).

(40) Rule 502(b) 2 of Reg. D. 17 C. F. R. § 230.502(b) 2 (2013).

(41) 法律社会学家将法律规范视为社会控制的特殊形式。See Roscoe Pound, *The Progress of the Law*, 41 Yale L.J. 174, 174 (1921).

益的追求,形成新三板市场不同市场参与主体的动机,成为推动新三板市场投资行为和活动的动因。

我国新三板市场的建立,是我国多层次资本市场体系建设和完善的基本要求。经过多年的发展,专门为中小企业提供资本市场服务的新三板,在2014年1月将市场服务范围从北京、上海、天津和武汉四地的试点高新园区扩容到了全国,中小微企业资本市场迎来重大发展机遇。⁽⁴²⁾截止2016年6月30日,在新三板市场挂牌的公司数量达到7685家。⁽⁴³⁾

立法机关有广泛的权力通过适当的法律条款来设置政府职能部门,并设定政府职能部门的权限。⁽⁴⁴⁾同样,政府职能部门也有权通过制订适应社会发展需要和体现社会利益的法规来规制金融市场和金融行为。社会利益的法律确认与法律调整是当下中国法治实践中面对的一个重要问题,由社会发展所带来的社会关系的复杂化以及社会利益更大程度地剥离于个体利益决定了当代法治实践的目标应更多地注重维护社会利益并调整个体权利与社会利益的关系。⁽⁴⁵⁾作为面向专业投资者的新三板市场,实行更为灵活的信息披露法律制度,可以降低在新三板市场上挂牌的中小微企业的信息披露成本,提高中小微企业到新三板市场挂牌融资的积极性,从而吸引更多的中小微企业到新三板市场挂牌,实现不同层级的资本市场为不同需求的企业提供融资便利的目标,繁荣我国多层次资本市场。法律社会学以社会利益为法律价值来理解和应用相关的法律制度。法律社会学派的代表人物狄骥(Léon Duguit)认为,人无法摆脱社会而单独存在,每个人都有一定的社会责任,而维护社会利益是人的基本责任。⁽⁴⁶⁾法律社会学家既关注个人的权利和权益,⁽⁴⁷⁾更注重社会利益和社会秩序。按照法律社会学的理念,每一个自然人投资者都应当承担一定的社会责任。庞德认为,为了实现社会的有序运转,减少或避免人们之间的冲突,社会需要法律这种工具对各种利益进行分配,对人性进行控制。法律调整的对象就是人类内在本性的外在表现。⁽⁴⁸⁾

新三板市场实施投资者准入限制所体现的就是自然人投资者约束自己投资权的社会责任,在不符合法律设定的投资者市场准入要求的情况下,暂时不参与新三板市场的投资交易。因此,在法律社会学语境下,新三板市场实施投资者准入限制,对不符合法定要求的部分投资者的新三板市场投资权利作出一定的制约,其所体现的是市场参与主体的整体利益。庞德在他的利益理论中提出立法或者司法造法都应该被视为社会工程。⁽⁴⁹⁾在法律社会学语境下,社会是作为一个内在功能完备的系统而存在的,社会的整体利益高于一切。有学者认为,即便是在美国等西方发达国家也有诸多的投资者限制和要求,并且还有禁止入市的规定。我国资本市场还远无法达到像美国等西方发达国家那样通过一系列体制性措施去维护投资者利益的水平。因此,在没有任何实践的背景下,新三板市场的监管层采取一定的条件对投资者入市作出一定的限制是理性的。⁽⁵⁰⁾新三板市场的信息披露标准低于创业

(42) 参见刘锬《海通证券:开拓新三板蓝海》,载《解放日报》2014年11月21日第4版。

(43) 参见《6月30日新三板日报:挂牌公司增至7685家,成交额达47426.49万元》,资料来源:全国中小企业股份转让系统 <http://www.neeq.com.cn/static/statisticdata.html>。访问日期:2016年7月1日。

(44) See John F. Manning, *Separation of Powers as Ordinary Interpretation*, 124 Harv. L. Rev. 1939, 1951 (2011).

(45) 参见张明新《通过法律调整利益关系:以构建和谐为目标》,载《江苏警官学院学报》2008年第2期。

(46) See Léon Duguit, *Les transformations générales du droit privé*, 2d ed., Paris, 1920, pp. 24-25.

(47) 法律社会学视角下有关个人权利和权益的保护问题, See Roscoe Pound, *Individual Interests of Substance—Promised Advantages*, 59 Harv. L. Rev. 1, 1-42 (1945).

(48) 参见注31引文。

(49) 参见注31引文。

(50) 参见袁华江《从德国二板市场关闭看我国创业板投资者准入标准》,载《产权导刊》2009年第9期。

板的要求,因此,对新三板市场的入市投资者作出限制,完全是适当的,既是对自然人投资者的一种保护,也是符合市场整体利益的。

自然人投资者个体利益与新三板市场社会利益是矛盾的两个方面。首先,它们存在着统一性。新三板市场社会利益是通过众多自然人投资者个体利益表现出来的,自然人投资者个体利益在一定条件下可以转化为新三板市场社会利益,特别是在新三板市场自然人投资者个体利益遭受的侵害具有经济秩序或社会正义的普遍性和典型性意义时,就可能转化为新三板市场社会利益。其次,新三板市场社会利益与自然人投资者个体利益又是相互冲突的,这种冲突构成矛盾的次要方面。在新三板市场法律规制中,利益冲突主要表现为自然人投资者个体利益与新三板市场社会利益之间的冲突,这种冲突是由于自然人投资者个体与新三板市场社会整体利益需求的差异性所引起的。从法律社会学的角度来讲,这种利益冲突是利益主体基于利益差别和利益矛盾而产生的利益纠纷和利益争夺。⁽⁵¹⁾法律作为调整社会关系的一种手段,作为保护利益的一种方式,必须对利益的价值进行判断和比较,以求在最小的成本消耗下获得整个社会利益的最大化。社会利益高于个人利益,利益关系的调整最终都会涉及社会利益的权衡与平衡。所以,在新三板市场法律规制利益选择时,必须站在社会利益的高度上,必须考虑到新三板市场全体参与者的共同利益。党的十八届四中全会明确提出依法治国,维护人民利益是国家治理的切入点,是法治国的基础策略。中国特色社会主义的现代化建设和改革必须维护人民利益,这是社会主义本质的体现。⁽⁵²⁾以保护投资者利益为导向,以投资者适当性管理为制度安排,设定自然人投资者的新三板市场入市门槛,是在资本市场法律体系建设中维护人民利益的具体表现。

在法律社会学语境下,在风险程度不同的市场,实行市场准入的差别性待遇,是政府证券监管部门以投资者利益保护为导向而采取的一种特殊法律措施和制度安排。通过投资者准入限制,新三板市场既可以达到实行有效差异性信息披露法律制度,降低中小微挂牌公司的信息披露成本,促进新三板市场发展目标的实现,又可以达到保护投资者免受重大损害的目的。新三板市场实施投资者准入限制,能够一举多得,妥善协调各方的利益,实现规范证券市场秩序和维护社会稳定的社会利益目标。

四、新三板市场实施投资者准入限制:对公平原则的挑战?

新三板市场与主板、中小板和创业板市场相比,其差异化的市场定位,必须解决好市场效率与市场公平之间的冲突。市场准入限制制度是否会引发不公平的社会利益问题,是本文需要阐述的又一个基本法律问题。学者们对此有不同的看法。有学者认为“对小资金、刚入市不久的投资者可能不公平,如果说资金量大说明抗风险能力强、开户时间长说明经验丰富,这实在是有点想当然了”。⁽⁵³⁾也有学者提出相反的看法并认为:信息披露差异化与公平披露规则,与证券市场的三公原则(公平、公正、公开)并不矛盾。在一定程度上,信息披露差异化不但对公平披露规则的补充,体现了信息披露的公平与正义,还进一步提高了信息披露的有效性,促进了证券市场的效率。⁽⁵⁴⁾事实经验证明,人总

(51) 陆平辉《利益冲突的法律控制》,载《法制与社会发展》2003年第2期。

(52) 参见元光《用法治推进国家治理现代化》,载《中国社会科学报》2014年11月7日,B02版。

(53) 同注20引文,第006版。

(54) 参见注37引文,第329页。

是追求利益的最大化,以最少的投入追求最大的产出,在各种约束的限制下,追求目标函数最大化,这就是经济学上所谓的“经济人”。⁽⁵⁵⁾ 对法律社会学而言,法律以承载社会利益为目标导向,以体现社会利益为标准,这就决定了在市场制度设计中“将利益作为制度设计的核心”,⁽⁵⁶⁾ 法律要将贯彻和实现社会利益的这一任务交付于某个具体的市场监管机构,并设定社会利益的标准,且由这些机构决定利益的大小和取舍。立法者根据社会现实需要而不是权利来规范并组织社会运行。⁽⁵⁷⁾ 在法律社会学语境下,社会利益目标代替了权利,选择性处理代替了法律的常规性的自我运行。

公平与效率始终是法律的两大基本价值。公平与效率的实现也成为当代政府职能部门的两大任务,成为新三板市场投资者市场准入限制制度社会利益目标分析所必须关注的一个重要话题。在法律上,“公平是指证券市场的参与者在法律上地位平等,在市场中机会平等”,⁽⁵⁸⁾ 在证券市场上,公平的含义更多的是指“市场机会平等、交易平等、竞争平等的公平”。⁽⁵⁹⁾ 对于证券市场来说,“效率与公平同样是隐含于政府监管目标中的焦点”。⁽⁶⁰⁾ “效率是法律的生产价值”,⁽⁶¹⁾ 法律的制定、监管的执行在保证公平正义的前提下,追求效率就变得十分重要。法律应确认效率优先,“在涉及效率与公平的各个环节,把效率放在优先的位置”。⁽⁶²⁾ 如果仅仅从形式正义的立场出发,一味强调形式上的绝对公平,就无法建立一个有效的新三板市场的运行机制和法律监管体系。为此,法律社会学主张对法律形式主义的纠正,从实质正义的视角来看待公平问题。从法律社会学视角看,市场准入限制制度所追求的是整个新三板运作系统的整体效率,其所关注的是新三板市场全体参与主体的整体利益和社会正义。市场准入限制制度所追求的新三板市场的效率,属于实质正义和社会正义的范畴,是真正的公平价值所在,符合整体的社会利益目标。市场准入限制,不但没有影响公平原则在新三板市场的贯彻和体现,而且还有助于促进公平原则从形式正义向实质正义和社会正义的升华,更好地体现社会利益目标。

五、结语

在法律社会学的视角下,法律规范是实现一定社会目的或价值的工具。就我国新三板市场投资者准入法律规范来说,法律规范的工具性表现为:一方面授予证券监管机构合法权威,使之能够公平、有效地配置新三板市场资源,为中小微企业融资提供便利,促进我国改革创新发展和经济稳定增长。另一方面,赋予新三板市场投资者进行股权投资的权利和权益,把握投资者市场准入的条件和要求,维护新三板市场投资者的合法权益和新三板市场的秩序。我国规制新三板市场的法律规范实行投资者准入限制制度,是特定历史阶段的制度安排。新三板市场实行投资者准入限制制度,是与我国新三

(55) 参见《新帕尔格雷夫经济学大辞典》第2卷,经济科学出版社1992年版,第57-58页。

(56) 强世功《法理学视野中的公平与效率》,载《中国法学》1994年第4期。

(57) 参见徐强胜《我国金融法功能主义倾向的反思》,载《中国商法年刊:金融法制的现代化(2008)》,北京大学出版社2009年版,第219页。

(58) 徐明、黄来纪主编《新证券法解读》,上海社会科学院出版社2005年版,第8页。

(59) 张维达、宋冬林《社会主义市场经济条件下的市场公平和社会公平》,载《经济研究》1995年第8期。

(60) 洪伟力《证券监管:理论与实践》,上海财经大学出版社2000年版,第9页。

(61) 胡平仁等《法律社会学》,湖南人民出版社2006年版,第167页。

(62) 同注61引书,第168-169页。

板市场实行差异化信息披露制度相关联的。新三板市场所实施的特殊的信息披露法律制度,有利于简化信息披露程序和要求,降低信息披露标准,从而降低在新三板挂牌的中小微企业的信息披露成本和费用,提高新三板市场的效率。同时,该制度限制不符合法律要求的投资者参与新三板市场交易还体现了保护自然人投资者免受投资重大损失,维护新三板市场秩序的社会利益目标。新三板市场的制度设计,以限制自然人投资者市场准入为代价,来维护灵活的信息披露法律制度,妥善解决了效率与公平的冲突问题。从法律社会学的视角,我们可以看出,我国新三板市场准入限制制度,在立法的社会利益目标上,不但注重发挥“法律法规本身所蕴含的内在的公共价值(public value)”⁽⁶³⁾而且还强调法律对各方利益的平衡:既考虑到各个市场主体的相关利益,同时也尽可能将国家政策、法律的公平正义和可操作性集于一体。⁽⁶⁴⁾我国新三板市场自然人投资者准入限制的法律规范,“将解决社会现实问题作为法律规范的价值目标来促进社会发展”⁽⁶⁵⁾,体现了法律以维护、规范和稳定新三板市场秩序为社会利益目标的时代品格。

An Analysis on Social Interests Objectives of Restriction on Investors Access in New OTC Equity Market from the Perspective of Sociology of Law

Xu Donggen

Abstract: Restriction on investors access performed in China's new OTC equity market is a special institutional arrangement of the capital market from perspective of sociology of law. The purpose of such arrangement is not to restrict the right of access into market of investors, but to protect investors from suffering heavy losses. The legal functionalism with interest as legal value and purpose as orientation has the specific functions in regulation of China's new OTC equity market. It makes enactment and performance of laws and regulations more targeted in new OTC equity market. It is also served as to improve market efficiency, to protect better investors, to realize substantive justice of law and social justice, as well as to reflect the objectives of social benefits.

Keywords: new OTC equity market; investor access; social interests

(责任编辑:丁洁琳)

(63) See Thomas O. Sargentich, *The Delegation Debate and Competing Ideals of the Administrative Process*, 36 Am. U. L. Rev. 419, 433 (1987).

(64) See William N. Eskridge, Jr., *Panel I: Relationships between Formalism and Functionalism in Separation of Powers Cases*, 22 Harv. J. L. & Pub. Pol'y 21, 21-22 (1998).

(65) 参见朱维究、徐文星《英国公法传统中的“功能主义学派”及其启示——兼论中国二十一世纪“统一公法学”的走向》,载《浙江学刊》2005年第6期。