

## 《证券法》的市场与监管分析\*

席涛

**摘要:**修订《证券法》首先要坚持市场机制的理念,平衡证券发行核准制与注册制的“双轨制”关系,以强制性信息披露为核心,厘清证券市场主体发行、保荐、上市、投资、交易与审核之间的民事法律关系,以及民事主体与行政主体之间的行政监管关系,发挥证券监管矫正市场失灵的作用。同时,需要解决证券违法的先行赔付、行政和解、行政处罚与司法诉讼对接的程序冲突,协调行政罚款和没收、上缴国库与投资者保护之间的关系。从实证分析,《证券法》应当界定市场主体与行政主体之间的权利配置与责任边界;从规范分析,《证券法》需要权衡市场与监管之间的公正与效率、成本与收益。

**关键词:**《证券法》修订;市场机制;监管机制;公正与效率;成本与收益

《证券法》1998年颁布,1999年生效,至2019年,证券法实施20年。期间,《证券法》经过二次修订。2005年的修订,主要是修改了原来法律中许多禁止性规定,增加了“国务院另有规定的除外”条款,扩大了证券交易范围,并为功能监管预留了发展空间。2015年4月,全国人大常委会第二次修订《证券法(修订草案)》(简称“一审稿”),“一审稿”建立了证券发行注册制度框架,以信息披露为核心,修改了证券发行、交易、信息披露、投资者保护、法律责任等条款,从市场、监管与诉讼上,加强了投资者保护。2017年全国人大常委会第二次审议《证券法(修订草案)》时,删除并暂停审议证券发行注册制。<sup>①</sup>2019年4月全国人大常委会公布了《证券法(修订草案)》(简称“三审稿”),“三审稿”维持现行《证券法》核准制,为了与上海证券交易所正在试点的科创板实行证券发行注册制衔接,在证券发行一章中增加了“科创板注册制的特别规定”。一部法律,两种证券发行制度、两种上市标准、两种审核机制,今后几年的中国证券市场实行“双轨制”除了在上海交易所科创板实行证券发行注册制之外,沪深两市交易所其余板块证券发行继续实行核准制。

《证券法》实施与证券市场建设的绩效又如何呢?理论界与实务界对证券法的讨论主要有以下观点:一是证券法具有阶段性特征,适合我国从计划经济向市场经济转型的国情。厉以宁(时任证券法起草组长)<sup>[1]</sup>、李飞(全国人大常委会法工委)<sup>[2]</sup>、刘鸿儒(时任证监会主席)<sup>[3]</sup>和曹凤岐<sup>[4]</sup>等认为,中国证券法不可能一步到位,现阶段只能规定证券发行核准制、现货交易、不对外开放、禁止性规定较多。而且证券市场为国有企业改革和发展服务,适合国企筹集资金,是无法回避的,也不应该回避。但陈甦、吴晓

作者简介:席涛,经济学博士,中国政法大学教授、博士生导师。

\* 本文系全国人大常委会财经委委托项目“中国立法、修法和废法的制度研究”(LXFFFD05)的结项成果。

① 2015年12月《全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》2018年2月,十二届全国人大常委会又作出决定《全国人民代表大会常务委员会关于延长授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的期限的决定》,将上述授权期限延长了两年至2020年2月29日。

求认为,尽管证券市场实行政府审批、规模控制和为国企服务,但不能忽视市场机制,要向证券市场机制转变<sup>[5] [6]</sup>。二是行政监管控制了从证券发行核准、上市、交易、调查到行政处罚,既没有界定私权利与公权力的边界,也没有处理好证券市场机制与政府行政的关系。吴敬琏<sup>[7]</sup>、高西庆<sup>[8]</sup>、吴志攀和罗培新提出了修改证券法的建议,改变政府主导证券发行审批的行政方式,界定市场机制与政府机制的行为边界,发挥市场机制作用<sup>[9] [10]</sup>。应当承认,2005年修订的《证券法》,相当程度上满足了当时证券市场的阶段性制度需求,但并没有改变行政管控主导与市场机制的关系。现在看来,证监会目前还交不出一个“好市场”<sup>[11]</sup>。三是行政监管措施与行政处罚的问题。王利明<sup>[12]</sup>、陈工孟和高宁<sup>[13]</sup>、陈国进<sup>[14]</sup>、郝旭光、张嘉祺等,分析了证券法重行政处罚和刑法,轻民事赔偿责任,但证券市场监管有效性程度较低,行政处罚的违法收益大于违法成本,行政处罚后被处罚公司的股价降低,投资者遭受了损失,行政罚款与没收上缴国库,投资者并没有得到补偿<sup>[15] [16]</sup>。基于此,陈洁提出了建立行政罚款、刑事罚金等暂缓入库制度和行政罚款、刑事罚款财政回拨制度<sup>[17]</sup>。郭雳建议设立公平基金制度,体现行政执法补偿性的制度价值<sup>[18]</sup>。

美国1934年实施证券交易法、成立证券交易委员会以来,对证券的市场机制与政府监管也存在持续地争论。科斯(Ronald H. Coase)<sup>[19] [P. 1-44]</sup>、斯蒂格勒(George J. Stigler)<sup>[20] [P. 117-142]</sup>和本斯顿(George Benston)<sup>[21] [P. 132-155]</sup>研究认为,对证券市场发生的虚假陈述、内幕交易和欺诈行为,需要法院依据普通法、合同法、侵权法进行裁判,或者通过私人执行解决。证券法或者无用的,或者是有害的,政府监管增加了交易成本并干预了市场机制。在1984年美国证券交易法颁布50周年和美国证监会成立50年讨论会上,伊斯特布鲁克和费歇尔(Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel)认为,恰当的比较不是市场与监管的比较,而是一种监管方式与另一种监管方式的比较,但现在的监管并不令人满意<sup>[22] [P. 669-716]</sup>。科菲认为在一系列制度条件下,证券交易法规范的强制性信息披露、反欺诈、限制内幕交易等制度,促进证券市场的健康发展<sup>[23] [P. 717-753]</sup>。马霍尼(Paul G. Mahoney)在论述美国证券法的发展时认为,美国证券市场存在两种范式,市场契约自治为第一种“合同范式”(contracting paradigm),政府监管为第二种“监管范式”(regulatory paradigm)<sup>[24] [P. 325-347]</sup>。从法律与金融的视角,拉波塔、洛佩兹、施莱佛和维什尼(Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, 简称LLSV)通过49个不同法系国家法律与金融的实证研究,得出法律渊源对该国的投资者保护程度、私有财产保护程度与金融发展具有显著的影响作用<sup>[25] [P. 1113-1155]</sup>。在这个研究基础上,LLS对证券法作用的研究,得出强制性信息披露和私人执法(私人诉讼)是证券法发挥的主要作用,公共执法的效率较低<sup>[26] [P. 1-32]</sup>。近期,芝加哥大学法学院亨德森(Todd Henderson)教授论证了美国证券法三大支柱的作用:强制性信息披露、反欺诈和内幕交易,强调从监管发行人转变到监管强制性信息披露<sup>[27] [P. 1313-1393]</sup>。

修改证券法,建设资本市场,首先要理顺证券法律关系。证券发行与证券交易是证券市场资金需求方与资金供给方的直接融资,因为证券市场信息不对称、不完备,通过证券公司、中介服务机构的审查核实,以声誉资本担保信息披露的真实、准确与完整,减少投资后的不确定性与风险。但证券市场失灵产生的虚假信息、内幕交易、操纵市场等问题,就需要证券监管。证券市场发生的违法违规行为,需要提起民事诉讼、行政诉讼和刑事诉讼。因此,证券的发行、承销、上市、投资、交易的关系,主要是发行人、保荐人、证券公司、中介服务机构、投资者、证券交易所之间的民事法律关系;发行人、证券公司、证券中介服务机构与证券交易所签订的发行上市协议、保荐协议,要遵守证券交易所的自律监管规则,并形成自律监管关系;证监会是证券市场的专业监管机构,与市场主体是监管与被监管的行政关系。证券市场发生的违法违规行为,尤其是证券民事侵权责任,投资者或者相关机构提起民事赔偿诉讼,法院是证券市场最后救济机制。正如春鹰指出:“《证券法》的灵魂应该是投资者权益的保护,其他的制度都应该围绕这样的一个核心理念去设计。”<sup>[28]</sup>

基于上述分析,文章建构证券法分析的市场机制与证券监管的一个逻辑框架。本文结构安排如下:

第一部分,讨论证券发行核准制的行政许可机制,政府替代市场选择发行人,行政关系主导了市场机制与民事法律关系,扭曲了直接融资的资源配置方式。第二部分,阐述证券市场注册制的程序与实质问题,强调信息披露是连接发行人与投资者的桥梁,从发行人申请、保荐人与中介服务机构查证核实、证券交易所发行审核与上市审核、证监会履行注册程序审核,界定市场主体各方权利、义务、责任与风险。第三部分,证券市场因为信息不对称产生的证券市场失灵,需要政府监管,维护证券市场秩序。第四部分,理解证券监管产生的原因,比较事前、事中与事后监管执法的措施,协调市场与监管的平衡。如中国证监会前主席肖钢在讨论证券法修订时指出“我认为修改后的《证券法》应该是一部市场运行法,而不是一部市场管制法。”<sup>[29]</sup>第五部分,关注行政处罚对证券市场的影响,讨论证券违法与先行赔付、行政和解、行政处罚、上缴国库与投资者保护之间的程序冲突。最后是结论。从实证分析,《证券法》应当界定市场主体与行政主体之间的权利配置与责任边界;从规范分析,《证券法》需要权衡市场与监管之间的公正与效率、成本与收益。

### 一、证券发行核准制的行政许可模式

我国股票发行体制经历了从审批制、核准制到现在注册制试点的变化。2000年3月以前,证券发行实行审批制,采用“指标分配、行政推荐”的方法,由各省级政府和国务院有关部委进行初审并推荐公司发行上市,证监会进行复审。2000年3月开始实行核准制,从政府选择企业改为由中介机构(证券公司)推荐企业上市,取消了发行额度和指标<sup>[30]</sup>。

#### (一) 证券发行核准制

核准制是指发行人发行证券必须获得中国证监会的审批同意。核准制下公司发行证券需要满足两个条件:一是需要公开披露所有相关信息。二是符合证券法和相关法律法规规定的若干实质条件。实质条件主要是指发行人的公司治理、股权结构、财务状况、资产结构、盈利记录等一系列标准。证监会有权否决不符合法定条件的公司发行证券的申请。因此,核准制的实质是行政审批,核准制发行条件就是是否通过审批的主要构成要件。

证券发行核准制模式:发行人申请——发审委审核(证监会代理人)——证监会核准(核准或不予核准)。<sup>①</sup>

《证券法(修订草案)》“三审稿”在“第二章证券发行第一节一般规定”中坚持了现行《证券法》核准制的发行条件,第14条规定了四个条件,<sup>②</sup>关键是条件二“具有持续盈利能力,财务状况良好”,坚持了实质发行条件与实质审核标准。

#### (二) 核准制以政府替代市场选择发行上市公司

核准是政府的行政许可权力,只有符合发行条件的企业才能够申请发行,发行条件规定的“具有持续盈利能力,财务状况良好”是指发行标准,就将暂时没有盈利、或者财务报表具有负债的企业排除了发行申请。但是,企业是否持续盈利,是企业由市场生产、经营、销售、供给与需求一系列情况决定的,既有企业本身经营规模、产品性质、处于产业结构链状态的问题,还有国内产业结构调整引起的生产经营问题,也有国际市场外部冲击的不确定性与风险问题,这些问题都是动态调整的。发行人即使明确规划了具有持续盈利能力,也经过发行保荐人、中介服务机构出具的签字意见书、律师签字意见书,遇到国内、国际不确定性与风险问题,是否能够保证持续盈利能力呢?质言之,行政权力审批主导了证券发行的直接融资,扭曲了市场资源配置功能。

核准制设立了发行审核委员会(简称“发审委”),“发审委”对发行人的申请文件进行实质审核,决

<sup>①</sup> 参见《证券法(修订草案)》“三审稿”第20条。

<sup>②</sup> 《证券法(修订草案)》“三审稿”在第二章证券发行第一节一般规定中坚持了2005年的证券法的核准制的发行条件,“三审稿”第14条规定“公司首次公开发行新股,应当符合下列条件:(一)具备健全且运行良好的组织机构;(二)具有持续盈利能力,财务状况良好;(三)最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大违法行为;(四)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。”

定发行人募投项目是否有发展前景、是否上市、何时上市、股票溢价多高。证监会与“发审委”的关系是委托代理关系,证监会是委托人,“发审委”是代理人,在信息不对称状态下,只有“发审委”通过的申请企业,才能得到证监会的核准。在“发审委”实质审核下,一方面,“发审委”代替了市场对发行人进行了投资价值判断,另一方面,公权力发行审核,对上市股票承担了隐性担保。政府行政权力审批发行股票是行政权力对市场资源又一次重新配置,在争取证券发行上市的稀缺资源中,不可避免产生斯蒂格勒教授发现的监管者被被监管者利益诱惑的“监管俘获”问题<sup>[31]</sup>。

### (三) 核准制以行政关系主导了市场机制与民事法律关系

《证券法》始终以政府行政方式主导证券发行、交易、行政处罚以及民事诉讼,而证券的发行主体、投资主体、中介服务机构之间建立的证券法的基础民事法律关系、证券民事侵权法律关系、证券民事诉讼关系,都变成了证券法的行政隶属关系。因此,全面评估《证券法》的各项制度,《证券法》并没有实现价格发现与资源配置的作用。

如现行《证券法》第51条规定了“国家鼓励符合产业政策并符合上市条件的公司股票上市交易”;证监会规章规定“发行人生产经营符合法律、行政法规的规定,符合国家产业政策”,<sup>①</sup>实质是产业政策替代了市场机制选择;证监会2018年修改的首次公开发行股票并上市管理办法中第36条规定“中国证监会在初审过程中,将征求发行人注册地省级人民政府是否同意发行人发行股票的意见”,<sup>②</sup>实质是当地政府意见替代了市场机制选择;证监会对虚假信息、内幕交易、市场操纵的行政处罚、没收违法所得,上缴国库,但投资者并没有得到补偿和赔偿;最高法院为证券诉讼设置了行政处罚或者刑事判决的前置条件,抑制了投资者的诉讼权利;<sup>③</sup>证券市场只进不出,形成ST公司,没有市场破产机制,降低了证券市场效率,等等。

因此,《证券法》的修改,首要的是坚持市场机制理念下的修改,理顺证券市场机制与监管机制的逻辑关系。

## 二、证券发行注册制的市场机制模式

上市公司发行股票融入资金,投资者购买股票付出资金,证券市场以股票作为标的商品买卖,实质上是卖方与买方的直接融资交易关系。上市公司通过证券市场直接融资是公司制发展过程中产生的权利与方法。上市公司发行证券实行注册制,是因为股票商品的特殊性质,避免公司与投资者信息不对称,需要中介服务机构审核信息并把关。因此,证券发行注册制度,就是需要筹集资金的企业,即发行人,准备招股说明书等相关文件,并保证相关文件的真实、准确与完整,通过保荐人向证券交易所申请,证券交易所审核发行人的招股说明书、发行保荐书、上市保荐书、审计报告、律师意见书等文件,证券交易所审核同意后,报送证监会履行注册程序。证监会在履行注册程序审核发行人相关文件后,若没有发现问题,同意注册。<sup>④</sup>简言之,证券发行注册制度,实质是企业使用发行证券公开募集资金的权利。

证券发行注册制模式: 发行人申请( 保荐人) ——交易所审核——证监会注册。

### (一) 证券发行注册制的基本条件

注册制以发行人信息披露为核心,但为了减少发行企业与投资者之间的信息不对称,防止发行人虚

<sup>①</sup> 《证券法》“一审稿”、“三审稿”,删除了证券发行符合产业政策的规定,但证监会《关于修改〈首次公开发行股票并上市管理办法〉的决定》,证监会令第141号(2018年6月6日公布并施行)第11条规定“发行人的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定,符合国家产业政策。”《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》,证监会第153号令(2019年3月实施)第13条规定“发行人生产经营符合法律、行政法规的规定,符合国家产业政策。”

<sup>②</sup> 证监会《关于修改〈首次公开发行股票并上市管理办法〉的决定》,证监会令第141号(2018年6月6日公布并施行)。

<sup>③</sup> 参见《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(法释〔2003〕2号)。

<sup>④</sup> 《证券法》“一审稿”与“三审稿”科创板注册机制不同。“一审稿”规定是向证券交易所注册,证监会履行备案程序。“三审稿”规定证监会履行注册审核程序并注册。郭峰观点“建议由证券交易所担任注册机关进行发行申请文件审查。由交易所将发行注册审查与上市审查合二为一,职能和责任都十分清晰。”参见中国法学会证券法学研究会郭峰等“股票发行注册制改革风险评估与对策建议”,载《财经法学》2016年第6期。

假陈述、误导性陈述与重大信息遗漏,国家通过证券法律规范证券发行。证券发行注册制需要符合基本的发行条件。

1. 发行人具有符合法律规定的组织机构。发行人具有公司法人的构成要件,建立符合法律规范的公司治理机构,是发行人公开募集资金基础的合规性标准,从而确保发行证券的民事主体,承担基本的权利、义务、责任与风险。

2. 发行人最近三年财务会计报表被出具标准无保留意见。财务会计报表记录发行人的资产与负债、市场供给与需求、经营收入与经营成本、净利润和亏损,等等。企业过去投入的资金,从形态上看已经沉淀为固定资产,从投向上看已经处于某种产业结构链条中。如果发行人三年财务会计报表被审计出具无保留意见,财务信息就披露了财务的真实性、准确性与完整性,投资者依据财务信息而做出是否投资的价值判断。

3. 发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内没有贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏市场经济秩序的犯罪记录。这是对发行人及其控股股东的法律行为规范,衡量的是遵纪守法的标准,也考量发行人的诚信与道德水准。<sup>①</sup>

## (二) 强制信息披露制度划分责任边界与责任标准

证券发行注册制本质是以信息披露为中心,信息披露制度是现代证券市场的核心内容<sup>[32]</sup>。市场参与各方主体通过发行人的信息披露,判断发行人的公司治理、财务结构、生产经营、成本收益与发展前景,作出是否投资的价值判断。证券市场各方主体行为是市场行为,并承担由市场供给与需求发展变化带来的风险与责任。

发行人与投资者是一种信息不对称状态,上市公司拥有完全信息,对公司治理结构、财务结构、产品技术水平、市场供给与需求状态非常清楚。投资者只有通过上市公司的信息披露,才能够了解上市公司的这些情况,尤其是是否投资的重大信息。发行披露的信息必须真实、准确与完整,防止虚假陈述、误导性陈述和重大遗漏。因此,注册制以强制信息披露为实质要件,信息披露是连接发行人、上市公司与投资者的直接桥梁,证券市场公开募集资金是连接资金需求方与资金供给方的市场直接融资。

### 1. 发行人作为信息披露第一责任人

发行人提供需要披露的信息资料,都是已经发生的事实,是生产经营过往的历史记录。但对应这些信息披露的各种资格证件、发明专利、创新产品、经营模式、市场供需、营业收入、成本利润与发展前景,却是吸引投资者高度关注和作出投资价值判断的物质载体。如果发行人提供的信息符合生产经营的合规性、财务数据的真实性、内控机制的有效性,保证提供的信息真实、准确、完整,发行人的信息披露就能经受得住市场的检验。如果发行人提供的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏,发行人应当负第一责任人的责任。

### 2. 保荐人、证券公司和中介服务机构负把关责任

信息披露链条中,保荐人、证券公司和证券中介服务机构是保障证券市场秩序的第一道门槛,是证券市场的看门人(gatekeeper)。<sup>②</sup>看门人的职责在于通过核实、查证、对照、落实相关证件、资产、实物是否真实、准确与完整,从中发现问题。当且仅当保荐人、证券公司和中介服务机构认为发行人的资料符合生产经营合规性、财务真实性与标准,符合发行条件、上市条件,然后才同意签字,出具招股说明书、发行保荐书、上市保荐书、律师意见书等无保留意见的发行注册文件。而且,保荐人与中介服务机构承诺的是“保证发行人信息的真实、准确与完整”。因此,保荐人和中介服务机构是以“声誉资本”(reputational capital)的无形资产做担保,抵押给发行人,承担把关责任。同时,为了约束证券承销商,科创板规

<sup>①</sup> 参见《证券法(修订草案)》“一审稿”第20条规定。

<sup>②</sup> See Ronald Gilson & Ranier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, Virginia Law Review (50 Years of Federal Securities Regulation), Vol. 70, No. 4 (1984), pp. 549-613-21.

定了承销商的跟投机制,承销商与发行人的发行价格、发行数量、责任与风险捆绑在一起。

为什么保荐人、证券公司与证券中介服务机构能够承担证券市场看门人的作用?这与保荐人和证券中介服务机构的性质有关。保荐人、证券公司与证券中介服务机构经营的是无形资产、声誉资本。根据投入产出原理,证券公司、证券中介服务机构投入的是人的智力资本、专业技能和专业判断,产出的是精神产品和物质产品,精神产品就是出具的招股说明书、发行保荐书和律师意见书等发行文件,物质产品就是同意意见书中的发行人,发行人就是信息披露的载体。如果保荐人、证券公司和中介服务机构签字的信息披露存在虚假陈述等问题,就要承担过错推定责任,并与发行人承担连带赔偿责任,除非举证免责。保荐人、证券公司与中介服务机构是在为证券市场的众多发行人、上市公司服务,是经过多次重复连续博弈,才逐步树立起声誉资本<sup>[33]</sup> (P. 857-890)。而每一次对信息披露的真实性、准确性与完整性的“保证”都是将声誉资本抵押给发行人、抵押给市场,降低发行人、上市公司信息的事前不确定性<sup>[34]</sup> (P. 1293-1297) <sup>[35]</sup>,以换取市场与投资者的信任。

### 3. 证券交易所的发行审核、问询与同意

证券发行注册制度下,证券交易所负责审核发行人提交的发行申请文件。证券交易所内设证券发行、上市审核委员会,根据证监会注册制发行办法,由发行人的保荐人经保荐人和中介服务机构同意签字的发行申请文件,交易所发行上市审核委员会主要审核发行人的招股说明书、发行保荐书、上市保荐书、审计报告和律师意见书,通过问讯方法审核,但重点审核与关注发行人申请是否符合发行条件、上市条件和信息披露的规定,审核与关注发行保荐人、上市保荐人、审计报告、律师意见书得出的无保留意见是否明确、客观、合理,以及是否具备充分的法律、事实与逻辑依据。问询函与回复函,关键在于交易所审核发行人的申请资料后,针对合规性、财务合理性、生产经营数据之间一致性问题等提出的问题,发行人、保荐人、会计师事务所、律师事务所对问询函问题的回复,既是对发行人信息问题疑虑的发现,也是对问题疑虑的解释说明。交易所审核问询在于“问出一个真公司”,而发行人、保荐人与中介服务机构的回复,逐步实现信息披露的真实、准确与完整。

交易所审核并同意发行人发行与上市,与交易所的竞争和发展有直接关系。第一,发行人的信息披露质量影响交易所的声誉。如果发行人的信息披露质量高,发行阶段与交易阶段的信息披露,并没有发现举报或者调查发行人具有虚假陈述、误导性陈述和重大遗漏,交易所就可能争取到比较多的发行人,与交易所签订发行上市协议,交易所的声誉资本扩大交易所的竞争能力。第二,交易所依据法律、行政法规和规章制定的交易所自律监管规则,对所有发行人、上市公司、保荐人、证券公司、中介服务机构具有约束力。如果发行人的产品在产业结构链中具有竞争能力,产品具有一定的市场规模,个股股价就会反映企业产品的价值,股票市值保持比较稳定,投资者能够获得股票红利收入与股票交易价差收入。如果微观上这种企业多,宏观上交易所的交易规模、市值规模就比较大,这是交易所发展壮大的基础,发行人、上市公司、保荐人、证券公司、中介服务机构、投资者,是证券交易所的重要资源。

### 4. 证监会履行注册程序审核与同意注册

证监会在履行注册程序中,也可能发现发行人招股说明书等发行文件的问题,返回证券交易所,如果没有发现问题,履行同意注册。证监会收到发行人、证券公司、证券服务中介机构的文件后,关注文件的真实性、准确性和完整性,对相关财务数据、生产经营、发展前景和风险问题会提出问题,发行人、保荐人、证券公司、证券中介服务机构也会对相关问题进行说明、核实和解释,在满足证监会的程序与实质问题之后,如果证监会没有异议,同意发行人股票发行注册。

证监会对证券交易所审核同意的发行人申请发行文件进行注册程序审核,因为根据注册制的性质与注册制的发行条件,证监会都不是行使行政审批权力,只是履行注册制的注册审核,从中发现发行人的申请发行文件是否符合注册制规定的发行条件、上市条件与信息披露的规定。根据注册制发行条件

对证监会职责与监管措施的规定,这是证监会事前监管执法。<sup>①</sup>

科创板上市条件以市值与营业收入为主导,设置了5套上市标准,规定了证券公司承销证券的跟投机制,并实行退市制度。

注册制的发行条件、上市条件和信息披露所要求的是发行人的信息披露的真实性、准确性、完整性,发行人的股票是否有投资价值,上市企业是否盈利,上市后股票是否有投资回报,必须也只能由市场来决定,由投资者来判断。

### 三、证券市场失灵

证券市场失灵(market failure)是指证券市场由于信息不对称(asymmetric information)、信息不完全(imperfect information)产生的虚假信息、内幕交易、操纵市场以及市场欺诈等问题,证券市场价格机制并不能调解与平衡这些问题。

在证券发行与证券交易过程中,尽管经过保荐人、证券公司和中介服务机构的审核与保证,仍然存在着由信息披露引起的虚假陈述、误导性陈述和重大遗漏的问题。证券市场的信息不对称就会出现阿克洛夫教授讨论的“柠檬市场”,导致二手车市场问题,因为投资者并不了解发行人的全部信息。<sup>②</sup>另一个问题是由交易过程引起的内幕交易、操纵市场和市场欺诈行为。内幕交易本质上就是利用信息不对称、信息不完善实施的交易。操纵市场是利用资金优势,通过买进或者卖出,干扰个股正常价格与交易。这些行为干扰了证券市场的交易秩序,侵害了投资者利益,降低了市场效率。为了减少和矫正证券市场失灵,维护证券市场的运行秩序,保障证券市场的交易安全,就产生了证券监管。

基于1929至1932年的经济危机导致证券市场的崩溃,美国国会通过了《1933年证券法》(The Securities Act of 1933),建立了以强制信息披露为核心的联邦证券发行注册制度。为了遏制虚假信息、内幕交易和操纵市场,国会又制定了《1934年证券交易法》(The Securities Exchange Act of 1934),成立了证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC),加强了证券市场监管,也称为公共执法(public enforcement; 相对于私人提起证券诉讼称为私人执法, private enforcement)。

2001年美国发生安然公司(Enron)、世通公司(WorldCom)和安达信会计师事务所(Arthur Andersen)上市公司信息造假丑闻,美国国会2002年通过了严格的《萨班斯—奥克斯利法案》(Sarbanes - Oxley Act of 2002),标志着美国证券法律理念的转变,从强制信息披露监管转向实质性监管。<sup>③</sup>美国学者对安然公司等暴露的公司造假丑闻,从不同角度分析了安然丑闻案例中发行人、证券公司、会计师事务所、律师事务所等问题,提出了证券市场系列性质疑,科菲教授提出了“看门人失灵”(gatekeeper failure)、“声誉资本”(reputational capital)或者“声誉中介”(reputational intermediaries)的“声誉失灵”(reputational failure)已经动摇了市场信息,“监管失灵”(regulatory failure)引起社会对SEC监管能力的怀疑<sup>[36] [P. 140] [37] [P. 301]</sup>。但现在还没有发现一种替代声誉中介的机制与方法,只能从制度上加强监管。但也有反对这部法律的,如耶鲁大学法学院若曼努教授(Roberta Romano)认为,萨班斯—奥克斯利法案质量低劣,影响美国证券市场竞争,应该修改或者废除<sup>[38] [P. 1521 - 1614] [39] [P. 229 - 341]</sup>。

在加强监管与放松监管的争论中,2008年美国又爆发了金融危机。美国学者更多分析了放松监管与金融危机的相关关系与因果关系,进而质疑监管失灵。施瓦茨(Steven L. Schwarcz)发表的《系统性风险》是金融危机后第一篇论文<sup>[40] [P. 193 - 249]</sup>,识别并评估了应对系统性风险各类监管工具的适用性,建

<sup>①</sup> 沈朝晖认为,联邦注册制以信息披露为主,联邦证券监管权限受到严格限定,而各州的证券发行监管一百多年来普遍实行实质审核,控制证券的投资风险。这是完整的美国本土公司IPO监管制度。而事实上,美国的双重注册制审核中充满了实质审核。参见沈朝晖“流行的误解:注册制与核准制辨析”,载《证券市场导报》2011年9月号。

<sup>②</sup> See George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (Aug 1970), pp. 488 - 500.

<sup>③</sup> Sarbanes - Oxley Act of 2002, Public Law 107 - 204, 该法案对美国《1933年证券法》、《1934年证券交易法》做出大幅修订,在公司治理、会计职业监管、证券市场监管等方面作出了许多新的规定。

议设立“流动性最后提供者”(Liquidity - provider of Last Resort)的方式,防范系统性崩溃<sup>[41]</sup>(P.211-268)。科菲从金融机构经营风险的内部冲动出发分析系统性风险持续存在的原因<sup>[42]</sup>(P.795-847),并分析金融监管出现松懈的必然性和周期性,主张设立应急资本金(Contingent Capital)方式抵御风险<sup>[43]</sup>(P.1019-1082)。2010年美国国会通过了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》(Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act),建立了沃尔克规则,设立了金融消费者保护局,规范了金融衍生品交易。<sup>①</sup>但法律规范与法律执行并不是一回事,如果法律规范难以执行,法律规范就成了一纸空文。哈佛大学法学院科特斯(John C. Coates IV)教授以金融六部法律的实施效果为例,针对成本与收益分析的监管方法(Cost - Benefit Analysis of Regulation, CBA),包括《萨班斯 - 奥克斯利法案》第404条规定的信息披露规则、美国证券交易委员会(SEC)共同基金治理改革、《巴塞尔协议 III》中对银行资本金的更高要求、《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》的沃尔克规则、SEC的跨境互换提议、英国金融服务管理局(FSA)的抵押贷款改革,结合监管实践,认为有些规定不切实际,根本无法执行。<sup>②</sup>

2012年国会通过的《JOBS法案》(Jumpstart Our Business Startups Act of 2012)却是为了应对中小企业上市成本高、融资困难的问题,简化和降低了对成长型公司首次公开发行募股和公开披露的要求,放松了监管的相关规定。

因为市场机制与证券监管机制是完全不同的理念、资源配置方式与证券市场失灵的纠错机制,学者对市场与政府之间的关系、公共执法与私人执法的效率问题,会持续地讨论、争论,并形成不同的观点与结论。

#### 四、证券监管

证券监管从实证方法分析是市场与监管的责任边界划分问题,从规范方法分析是公正与效率的权衡取舍问题,核心是处理市场机制与行政监管的关系。

《证券法(修订草案)》“三审稿”规定,上海证券交易所科创板实行股票发行注册制,其余板块实行股票发行核准制。证监会在股票发行阶段实行两种制度,股票发行核准制模式中,证监会实行实质审核;股票发行注册制模式中,证监会履行注册程序审核并注册。证监会在股票发行核准制与股票发行注册制的两种不同发行制度下,仅仅是在事前监管性质的不同。但对信息披露与交易过程的事中、事后监管,包括监管对象、监管客体、监管内容、监管措施、监管目标,是一致的。

##### (一) 证券监管是基于法律法规的监管

监管是政府监管机构基于法律法规对市场主体和市场行为进行的干预。市场与监管的关系实际上是私权利与公权力的关系,在维护市场机制的基础上,发挥政府的监管作用。美国哥伦比亚大学施瓦茨(Peter L. Strauss)提出了美国联邦独立监管机构已经成为无上级的第四部门,监管已经改变了美国宪法规定的立法、行政与司法的权力制衡结构<sup>[44]</sup>(P.573-669)。针对经济社会中,自然人、法人从出生到死亡、从地下的水污染、地上的市场不确定性与风险、空气污染,都要受到政府监管部门的干预。美国芝加哥大学法学院桑斯坦(Cass R. Sunstein)教授从法学的视角,提出了监管型国家的概念(Regulatory State)<sup>[45]</sup>(P.405-508)<sup>[46]</sup>(P.407-441)<sup>[47]</sup>(P.1-129);哈佛大学经济系施莱佛(Andrei Shleifer)教授从经济学的视角,分析了监管型国家兴起的原因(Rise of the Regulatory State)<sup>[49]</sup>(P.401-425)。尽管美国学者强调了市场经济监管型国家的重要性,但不能忽视监管失灵<sup>[50]</sup>(P.549-609)。

中国证监会是证券市场的专业监管机构。证监会与市场主体之间的关系是行政监管关系,监管主

① Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law 111 - 203, July 21, 2010.

② Detailed case studies of six rules: (1) disclosure rules under Sarbanes - Oxley section 404; (2) the SEC's mutual fund governance reforms; (3) Basel III's heightened capital requirements for banks; (4) the Volcker Rule; (5) the SEC's cross border swap proposals; and (6) the FSA's mortgage reforms. John C. Coates IV, *Cost - Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications*, *The Yale Law Journal*, Vol. 124, No. 4 (2015), pp. 882 - 1011.



体是行使公权力的证监会,监管的对象是行使私权利的市场主体,监管的客体是股票,监管的内容是规范市场主体行为,惩戒违法行为。

证券市场、证券法律与证券监管是在证券市场的发展过程中不断平衡的。证券市场制度完善的程度、市场主体遵守契约的状况、国内宏观经济的周期波动、国际经济不确定性与风险的外部冲击、证券市场的羊群行为等,都对证券市场机制与监管机制形成影响。证券市场就像钟表一样,有时候市场机制作用大些,有时候监管机制作用大些。监管机制的有效性,如高西庆指出“都是相对于其成本而言的,为了在有限资源的条件下提高监管效率,必须考虑就多个相关变量作成本收益分析,比较其相对利弊,以达成大致的平衡。”<sup>[51]</sup>质言之,监管就是解决证券市场失灵,保护投资者利益,维护证券市场秩序。

中国金融业实行分业经营与分业监管,但随着金融业综合经营的扩大与深化,金融监管已经形成了机构监管、功能监管与穿透式监管并存的监管制度。<sup>①</sup>机构监管是分业监管,功能监管是根据金融产品的交易特征与法律行为关系,同一产品的金融法律关系,归于同一机构监管。穿透式监管主要是防范金融系统性风险,从资金来源上要了解资金的性质,从资金投向上要了解资金的投资去向。证券监管即在坚持机构监管为主的制度设计上,属于证券产品范围、证券交易特征、和证券法律关系的金融产品,统一归口证券监管,防止由于证券特征的金融产品交易出现监管真空。

证券监管的对象是证券市场主体,包括发行人、保荐人、证券公司、中介服务机构、机构投资者、个人投资者等,监管的内容是发现、调查、查阅、取证——由初次发行信息披露与持续信息披露引起的虚假信息问题、由交易过程发生的内幕交易、操纵市场价格和交易欺诈问题。证券法规定了证监会的监管职责、监管措施与行政处罚。

监管有事前监管、事中监管和事后监管。《证券法(修订草案)》“三审稿”第180条列举了10项监管职责,第181条列举了8项事中检查、询问、调查的监管措施,第182条列举了证监会调查中与结束后,分别采取9项监管措施。第186条规定了证监会依据调查结果,对证券违法行为作出行政处罚决定。第189条规定了发现证券违法行为涉嫌犯罪的,应当将案件移送司法机关处理。

## (二) 事前监管机制

《证券法》规定的强制性规范、倡导性规范、禁止性规范和处罚性规范,就是证券监管事前机制的规则,给证券市场参与主体一个明确、稳定的预期。法律法规规定了证券市场应该做什么,不应该做什么,违法者明确知道违法应该承担的责任。

事前监管机制包括:一是证券市场准入资格认定。证券市场不确定性与风险特征决定了证券市场实行准入制度,既有对证券公司的经营范围与营业执照的许可制度,又有对证券从业资格的认定,也有对发行人、上市公司、中介机构高管与管理层人员的资格认定。二是对证券发行条件、上市条件、信息披露的具体内容、标准和格式的规范要求。三是对违反法律法规的法律责任规定,包括监管措施、行政处罚、吊销营业执照、禁止市场准入和移送刑事犯罪,等等。

这些规则都是事前规范,具有规范市场主体法律行为、警示与威慑违法行为、维护证券市场秩序的功能。如果违反了法律法规,明确知道应该承担什么责任。

## (三) 事中监管机制

证监会的事中监管机制,主要是根据《证券法》的规定,进行执法,包括抽查、检查、通知、立案调查、警告等。

证监会启动证券市场检查、调查,包括但并不限于三类问题:一是虚假信息;二是内幕交易;三是操纵市场,等等。根据《证券法》“三审稿”第182条规定“国务院证券监督管理机构依法履行职责,可以

<sup>①</sup> 美国金融体制从分业经营转向综合经营、分业监管转向功能监管,经历了长达66年(1933年开始实行分业经营与分业监管,1999年实施综合经营与功能监管)的历史演变。参见席涛“复杂的市场、细致的变法、漫长的改革——美国66年金融体制演变的启迪”,载《国际经济评论》2005年第9-10期。

采取下列监督管理措施:(一)责令改正;(二)监管谈话;(三)出具警示函;(四)责令公开说明;(五)责令参加培训;(六)责令定期报告;(七)暂不受理与行政许可有关的文件;(八)认定为不适当人选;(九)法律、行政法规规定的其他监督管理措施。”这9项措施是一个从轻到重的监管措施。事中监管发现的问题,取决于监管者与被调查人对问题的看法、事实与法律依据,被调查人是否说得清楚、出示证据。证据是否充分有效,成为证监会采取何种措施的关键。因此,事中检查、调查以及与被调查人之间达成协议,是证监会根据法律定性的关键环节。

但证券市场一对一、一对多、多对多复杂的发行与交易特征,证监会调查取证、分析、定性、得出结论,也是一个持续过程。在此期间,一经证监会公告对某一上市公司立案调查,某一上市公司的股票价格就要受到影响,股票价格开始下跌。为了减少证监会调查结束后的行政处罚决定,也为上市公司争取诚信机会与改正机会,《证券法》建立了证券和解制度与先行赔付制度。

证券和解制度与先行赔付制度具有共同点。第一,证券市场相关主体违反了证券法,涉嫌虚假信息、内幕交易和操纵市场,造成了相关投资者损失,干扰了证券市场秩序。第二,违法主体愿意达成和解,赔偿投资者损失。第三,避免行政处罚,减少了行政调查时间或者提起诉讼的交易成本,效率较高。

证券和解制度与先行赔付具有不同特征。《证券法》“一审稿”和“三审稿”增加了证券先行赔付制度,<sup>①</sup>先行赔付是市场调解机制,也称为先赔后偿。违法主体与受损投资者达成先行赔付协议,先行赔付后,赔付方向发行人以及其他连带责任人进行追偿。中国证券投资者保护基金有限责任公司(以下简称“投保基金公司”)是作为赔付基金的管理人,具有公益性、独立性与中立性。“投保基金公司”先后担任了万福生科和海联讯两个虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的管理人,暂且搁置责任认定和份额划分等问题,先行补偿投资者的损失<sup>[52]</sup>。在2个月内高效率、高质量完成了对众多适格投资者的补偿工作,其意义不仅在于开创了资本市场投资者保护方式的先河,更是证券市场对于投资者权益保护模式的一次机制创设性探索<sup>[53]</sup>。

行政和解是行政调解机制,行政和解协议应当属于行政合同<sup>[54]</sup>。行政和解是证监会在调查涉案上市公司期间,被调查的当事人主动提出申请,承诺纠正涉嫌违法行为,赔偿有关投资者损失,消除不良影响,证监会中止调查,被调查的当事人履行承诺后,证监会终止调查。<sup>②</sup>证监会于2015年3月制定了《行政和解试点实施办法》的规章,<sup>③</sup>第6条规定了行政和解的构成要件:一是证监会正在调查过程中的案件,但案件的事实与法律关系还不明确;二是采取行政和解机制有利于减少争议,稳定市场预期,保护投资者利益;三是被调查的当事人愿意补偿投资者损失;四是采取行政和解结案不违反法律法规,不损害社会公共利益,等等。<sup>④</sup>

行政和解机制发生在证监会调查当中,被调查当事人确实有涉嫌违法行为,但调查案件事实、确定法律关系并决定案件的性质,还需要时间。为减少争议,被调查的当事人申请同意和解,赔偿投资者损失。被调查的当事人申请承诺与履行赔偿责任,减少了证监会的其他处罚责任,程序简单,也不影响被调查当事人的经营业务,既避免了监管造成的声誉损失,更重要的是投资者得到了补偿。与行政处罚后投资者提起诉讼机制比较,行政和解是一种较高效率的机制。

根据《行政和解试点实施办法》第35条规定,投资者可以通过行政和解金补偿程序获得补偿,或者对行政相对人提起民事损害赔偿诉讼请求赔偿。<sup>⑤</sup>和解协议与提起诉讼是两种不同的程序,投资者是否可以按照第35条规定,直接向法院提起诉讼,而不受最高人民法院2003年法释第2号规定的证券市

① 参见《证券法(修订草案)》“三审稿”第103条和第104条的规定。

② 参见《证券法》“三审稿”第183条。

③ 《行政和解试点实施办法》证监会令114号,2015年2月17日公布,2015年3月29日起施行。

④ 参见《行政和解试点实施办法》第6条。

⑤ 参见《行政和解试点实施办法》第35条。

场民事诉讼必须具有“行政处罚”或者“刑事裁判”的诉讼前置程序的约束?或者依据最高人民法院与证监会2018年联合发布的《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》第10条规定,非诉讼调解、先行赔付等,均可与司法诉讼对接?<sup>①</sup>

但法律、规章、2018年最高人民法院、证监会规范性文件与2003年最高法院法释的规定发生冲突,又如何协调呢?《证券法》“三审稿”第103条先行赔付制度、第183条行政和解制度、《行政和解试点实施办法》第35条的行政和解可以提起诉讼制度、2018年最高法院证监会联合发布的《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》第10条规定的“非诉讼调解、先行赔付等,均可与司法诉讼对接”的规定,与2003年《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第6条规定的证券市场提起诉讼的前置程序规定,都存在冲突(关于行政和解、先行赔付与最高法院证券市场诉讼前置程序的冲突,这里不再赘述,另文讨论)。

#### (四) 事后监管机制

监管的事后机制,一是证监会对各种违法违规行为执行行政处理措施,二是证监会实施行政处罚。根据《证券法》“三审稿”第十三章法律责任归类,证监会作出的行政处罚种类包括:没收违法所得、处以罚款、暂停或者撤销相关业务许可、证券市场禁入。<sup>②</sup>

证监会的行政管理措施与行政处罚是有区别的。

首先,《证券法》第182条规定的证监会9项监督管理措施,可以视为“精神罚”,包括责令改正、公开说明、责令参加培训、责令定期报告,或者暂不受理相关行政许可,以及认定为不适当人选。这9项措施,具有使行政相对人认识、纠正违法违规问题,预防并制止行政相对人再次发生违法违规问题,提供了行政相对人的补救机制。但这些措施具有一定时间限制,在此期限内,行政相对人保证达到监管规定和标准,保障证券市场秩序稳定运行。

其次,行政处罚系指依法拥有行政处罚权的行政机关,对违反行政管理秩序而尚未构成犯罪的公民、法人或者其他组织所实施的行政制裁<sup>[55]</sup>。行政处罚具有行政性、具体性、外部性、最终性、制裁性和一次性六个方面的特征<sup>[56]</sup>。

第三,行政罚款,包括没收违法所得、处以违法所得一定比例的罚款。行政罚款主要是从财产上惩罚违法行为人,起到制裁作用。

第四,暂停或者撤销相关业务许可。如果是暂停相关业务许可,行政相对人纠正违法错误后,还有恢复业务许可、市场经营的希望。但如果是撤销相关业务许可,上市公司就被行政强制措施终结了证券业务。

第五,市场禁入。现行《证券法》第233条第2款规定的市场禁入是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务、证券服务业务,不得担任证券发行人的董事、监事、高级管理人员。《证券法(修订草案)》“三审稿”又增加了一款“或者一定期限内不得在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易证券的制度。”市场禁入包括任职禁入、业务禁入和交易禁入(新增条款),市场禁入的行政处罚措施的依据是证监会的行政许可制度。证券市场实施行政许可准入制度,符合一定条件的证券公司,经证监会审核,同意准入,证券公司获得营业执照,具有经营证券资格。证券从业人员也是经过证券资格考试、相关法律认定,具有从事证券市场的从业资格。根据违反证券法律规定,吊销营业执照与市场禁入,是证监会执行法律。但吊销营业执照与市场禁入的时间长短,证监会具有裁量权。

#### 五、行政处罚的影响

证监会具有行政处罚的权力,但行政处罚需要考虑对证券市场的影响。

<sup>①</sup> 参见最高人民法院、中国证券监督管理委员会《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》第10条规定。

<sup>②</sup> 参见《证券法》“三审稿”第233条。

### (一) 行政处罚对上市公司声誉的影响

投资者之所以买卖股票,是因为股票有红利收入与买卖交易的价差收入。但红利收入与股票价格都与上市公司的声誉有直接联系。证监会对违法违规公司或者行为人的立案调查、开出监管函,作出行政处罚决定,已经影响到上市公司的声誉,股票价格可能已经对监管行为做出了反映,即股票价格出现大跌或者持续下跌,投资者手中持有的股票,有的可能亏损,有的可能赔本。但赔偿只是对在虚假信息、内幕交易、操纵市场的发布日、实施日至揭露日期间投资或者卖出的投资者损失,而违法违规上市公司股票价格下跌,影响的是所有手中持有该公司股票的投资者,这正是证券市场股票交易与商品市场实物交易的本质区别。

但证监会是否考虑违法违规公司的声誉损失呢?由监管处罚引起的违规公司声誉损失导致贸易条件的恶化,可能比监管处罚的损失大。

牛津大学法学院阿莫尔(John Armour)通过实证研究得出结论:受罚公司的股票价格出现了统计上显著的异常损失,约为罚款和赔偿金的9倍,把这种超出法定偿付的股票市值下降称为公司的声誉损失<sup>[57]</sup>(P. 1429-1448)。事实上,更多时候企业要支付的是应对投资者集体诉讼的费用,而不是监管机构的罚款。卡尔波夫等人(Karpoff)选取了美国SEC从1978-2002年被警告和处罚的585家企业不实陈述行为(financial misrepresentation)的数据实证分析,其中231起案例属于集体诉讼,只有47起属于违规罚款,违规罚款仅占8%<sup>[58]</sup>(pp. 594-595)。

因此,中国证监会的行政处罚在多大程度上反映了监管的公正与效率、成本与收益?是需要继续讨论的问题。

### (二) 行政处罚的罚款上缴国库还是赔偿相关投资者

证监会履行证券市场的监管职责,发现、监管和惩罚违法违规行为。现行《证券法》第232条规定:“违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金,其财产不足以同时支付时,先承担民事赔偿责任。”第234条规定:“依照本法收缴的罚款和没收的违法所得,全部上缴国库。”

行政处罚的罚款和没收由监管机构指定的商业银行收缴违法行为人的罚款后上缴国库,上缴国库形成了国家收入。投资者并没有因证券市场的虚假信息、内幕交易、操纵市场等行政处罚获得投资损失赔偿,监管者并未实现投资保护的义务与责任。问题就转化为,行政处罚的罚款和没收是否应该对投资者损失进行补偿?

但《证券法》第232条与第234条存在冲突。因为行政处罚实施机制在先,又根据2003年《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第6条规定的证券市场提起诉讼的前置程序规定,投资者提起民事侵权赔偿责任诉讼,必须满足行政处罚决定或者刑事裁判判决的前提之一。即使满足了民事侵权赔偿责任诉讼的前置条件,但行政罚款、刑事罚金已经上缴国库。民事侵权赔偿责任诉讼即使胜诉,投资者又能获得多少投资损失的赔偿?

从证券市场融资与投资的视角分析,投资是融资的来源,投资者提供了股票的流动性。违法者的违法收入与投资者的损失具有相关关系与因果关系,证监会对违法者的行政罚款、没收就是相关投资者损失的构成部分,这也是支撑证券市场法律规定“先承担民事赔偿责任”的法与经济学的学理基础。当然,从监管者维护证券市场秩序的视角看,行政罚款、没收上缴国库有一定道理,但不是设立证券市场的目标,也不符合证券市场投资者保护理念,既没有执行“先承担民事责任”的法律规定,也没有实现对相关投资者保护。

因此,在监管者、违法者、投资者、上缴国库与证券市场的关系中,如果将对违法者的行政罚款、没收等补偿给投资者,既执行了“先承担民事责任”的法律规定,也实现了投资者保护理念。证券市场的发展,最根本的是投资者保护的观念、原则、规则、方法的规定与执行。因为,投资者提供证券市场的流动性,承担因市场不确定性与风险导致的损失。监管者履行发现、调查和惩罚违法者的职责,虚假信息、内

幕交易、操纵市场等违法行为引起的投资者损失,不应该由投资者承担,法律规定了应该赔偿。只有赔偿投资者损失,才能激发投资者信心。

如何赔偿投资者损失?短期建议是将行政罚款、没收等“暂缓入库”或者实行“财政回拨”制度,按照赔偿原则、计算标准与程序,赔偿给相关投资者。长期制度建设建议,借鉴美国《萨班斯-奥克斯利法案》中的设立公平基金制度,把行政罚款、没收和刑事罚金纳入公平基金中,用于赔偿投资者<sup>[59]</sup>。

### 结 论

《证券法(修订草案)》“三审稿”实行证券发行核准制与注册制两种制度,除上海证券交易所科创板实行注册制以外,沪深两市交易所其他板块仍然实行核准制。

在证券市场实行“双轨制”的制度下,证券市场机制与行政机制的权力配置与责任边界,从理论上可以界定,但实践中就相对困难。基于证券发行核准制主导下的证券市场,《证券法(修订草案)》“三审稿”仍然未能解决市场机制与核准机制、产业政策、地方政府干预的关系,也存在证券违法先行赔付、行政和解、行政处罚与司法诉讼对接的程序冲突,需要协调行政罚款和没收、上缴国库与投资者保护之间的关系。《证券法》要实现证券市场公正与效率的目标,但不能以普通投资者的高成本为基础。

中国证券市场建设发展已经30年,《证券法》实施已经20年,如果以《证券法》还处在各项制度不完善、试点中,解释或者说明推迟实施证券市场机制、和解机制、诉讼机制、赔偿机制、退市机制的规范制度与协调,证券市场能否发挥资源配置的作用呢?

### 参考文献:

- [1] 厉以宁(证券法起草小组组长):“关于《证券法》的若干问题”,载《中国党政干部论坛》1999年第3期。
- [2] 李飞“关于如何确定证券法的调整范围问题”,载《中国法学》1999年第2期。
- [3] 刘鸿儒(时任中国证监会主席):“中国资本市场的发展”,载《宏观经济研究》1999年第6期。
- [4] 曹凤岐“《证券法》实施的几个问题”,载《经济学家》1999年第5期。
- [5] 陈甦、杜甲华“证券立法中若干问题的理论探讨”,载《辽宁大学学报》1998年第2期。
- [6] 吴晓求“建立公正的证券市场秩序与投资者利益保护”,载《教学与研究》1999年第5期。
- [7] 吴敬琏“股市泡沫与规范股市”,载《经济管理》2001年第19期。
- [8] 高西庆“论证券监管权—中国证券监管权的依法行使及其机制性制约”,载《中国法学》2002年第5期。
- [9] 吴志攀“《证券法》适用范围的反思与展望”,载《法商研究》2003年第6期。
- [10] 罗培新“我国证券市场和谐生态环境之法律构建—以理念为研究视角”,载《中国法学》2005年第4期。
- [11] 陈甦、陈洁“证券法的功效分析与重构思路”,载《环球法律评论》2012年第5期。
- [12] 王利明“我国证券法中民事责任制度的完善”,载《法学研究》2001年第4期。
- [13] 陈工孟、高宁“我国证券监管有效性的实证研究”,载《管理世界》2005年第7期。
- [14] 陈国进、赵向琴、林辉“上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果”,载《财经研究》2005年第8期。
- [15] 郝旭光“中国证券市场监管有效性研究”,载《中国工业经济》2011年第6期。
- [16] 张嘉祺、郝旭光“中国证券监管行为特征与实际监管效率”,载《财经科学》2018年第7期。
- [17] 陈洁“证券民事赔偿责任优先原则的实现机制”,载《证券市场导报》2017年6月号。
- [18] 郭雳“证券执法中的公共补偿”,载《清华法学》2018年第6期。
- [19] Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 3 (1960).
- [20] George J. Stigler, *Public regulation of the securities market*, *Journal of Business*, Vol. 37 (1964).
- [21] George Benston, *Required disclosure and the stock market: An evaluation of the Securities Market Act of 1934*, *American Economic Review*, Vol. 63 (1973).
- [22] Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Mandatory Disclosure and the Protection of Investors*, *Virginia Law Review* (50 Years of Federal Securities Regulation), Vol. 70, No. 4 (1984).
- [23] John C. Coffee, Jr., *Market Failure and The Economic Case for A Mandatory Disclosure System*, *Virginia Law Review* (50 Years of Federal Securities Regulation),

- Vol. 70 ,No. 4( 1984) .
- [24] Paul G. Mahoney ,*The Development of Securities Law in the United States* ,Journal of Accounting Research ,Vol. 47 ,No. 2 ( 2009) .
- [25] Rafael La Porta ,Florencio Lopez - de - Silanes ,Andrei Shleifer and Robert W. Vishny ,*Law and Finance* ,Journal of Political Economy ,Vol. 106 ,No. 6 ( 1998) .
- [26] Rafael La Porta ,Florencio Lopez - De - Silanes ,and Andrei Shleifer ,*What Works in Securities Laws?* The Journal of Finance ,Vol. LXI ,No. 1( 2006) .
- [27] Kevin S. Haeberle & M. Todd Henderson ,*A New Market - Based Approach to Securities Law* ,The University of Chicago Law Review ,Vol. 85 ,No. 6 ( 2018) .
- [28] 信春鹰 “我国《证券法》的发展历程及其修改完善” 载《证券法苑》2014 年第十卷。
- [29] 肖钢 “证券法的法理与逻辑” 载《证券法苑》2014 年第十卷。
- [30] 尚福林 “我国的证券法律制度” 载《中国人大》2005 年第 5 期。
- [31] Stigler ,George J. ,*The Theory of Economic Regulation* , Bell Journal of Economics and Management Science , Vol. 2 ,No. 1 ( 1971) .
- [32] 张忠军 “证券市场信息披露制度基本问题探讨” , 载《中国人民大学学报》1996 年第 1 期。
- [33] Reinier H. Kraakman ,*Corporate Liability Strategies and the Costs of Legal Controls* ,Yale Law Journal ,Vol. 93 ( 1984) .
- [34] John C. Coffee ,Jr. ,*The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC* ,Columbia Law Review ,Vol. 103 , ( 2003) .
- [35] 胡旭阳 “中介机构的声誉与股票市场信息质量——对我国股票市场中介机构作用的实证研究” 载《证券市场导报》2003 年 2 月号。
- [36] John C. Coffee ,Jr. ,*Understanding Enron “It’s about the Gatekeepers ,Stupid”* ,The Business Lawyer ,Vol. 57 , ( 2002) .
- [37] John C. Coffee ,Jr. ,*Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms* ,Boston University Law Review ,Vol. 84 ,No. 2 ( 2004) .
- [38] Roberta Romano ,*The Sarbanes - Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance* ,The Yale Law Journal ,Vol. 114 ,No. 7( 2005) .
- [39] Roberta Romano ,*Does the Sarbanes - Oxley Act Have a Future?* Yale Journal on Regulation ,Vol. 26 ,No. 2 ( 2009) .
- [40] Steven L. Schwarcz ,*Systemic Risk* ,The Georgetown Law Journal ,Vol. 97 ,No. 1( 2008) .
- [41] Steven L. Schwarcz ,*Regulating Complexity in Financial Markets* ,Washington University Law Review ,Vol. 87 , No. 2( 2009) .
- [42] John C. Coffee Jr. ,*Systemic Risk after Dodd - Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight* ,Columbia Law Review ,Vol. 111 , No. 4( 2011) .
- [43] John C. Coffee Jr. ,*The Political Economy of Dodd - Frank: Why Financial Reform Tends to Be Frustrated and Systemic Risk Perpetuated* ,Cornell Law Review , Vol. 97 ,No. 5( 2012) .
- [44] Peter L. Strauss ,*The Place of Agencies in Government: Separation of Powers and The Fourth Branch* ,Columbia Law Review ,Vol. 84 ,No. 3 ( 1984) .
- [45] Cass R. Sunstein ,*Interpreting Statutes in The Regulatory State* ,Harvard Law Review ,Vol. 103 ,No. 2 ( 1989) .
- [46] Cass R. Sunstein ,*Paradoxes of the Regulatory State* ,University of Chicago Law Review , Vol. 57 ,No. 2 ( 1990) .
- [47] Richard H. Pildest and Cass R. Sunstein ,*Reinventing the Regulatory State* ,The University of Chicago Law Review ,Vol. 62 ,No. 1( 1995) .
- [48] Thomas O. McGarity ,*The Expanded Debate over the Future of the Regulatory State* ,The University of Chicago Law Review ,Vol. 63 ,No. 4 ( 1996) .
- [49] Edward L. Glaeser and Andrei Shleifer ,*The Rise of the Regulatory State* ,Journal of Economic Literature ,Vol. 41 ,No. 2( 2003) .
- [50] Stephen Breyer ,*Analyzing Regulatory Failure: Mismatches ,Less Restrictive Alternatives ,and Reform* ,Harvard Law Review ,Vol. 92 ,No. 3( 1979) .
- [51] 高西庆 “论证券监管权——中国证券监管权的依法行使及其机制性制约” 载《中国法学》2002 年第 5 期。
- [52] 汤欣、杨祥 “虚假陈述损害赔偿的最新实践及法理检视——以万福生科与海联讯补偿方案为例” 载《证券市场导报》2015 年 3 月号。
- [53] 投保基金公司专项补偿基金工作组( 中国证券投资者保护基金有限责任公司: “证券市场投资者保护新机制探索” 载《证券市场导报》2015 年 3 月号。
- [54] 张红 “证券行政执法和解问题剖析” 载《行政管理改革》2015 年第 5 期。
- [55] 姜明安 主编 《行政法与行政诉讼法》,法律出版社 2003 年版。

- [56] 胡建森 “‘其他行政处罚’若干问题研究” 载《法学研究》2005年第1期。
- [57] John Armour ,Colin Mayer and Andrea Polo ,*Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets* ,Journal of Financial and Quantitative Analysis , Vol. 52 ,No.4 ( 2017) .
- [58] Jonathan M. Karpoff ,D. Scott Lee ,and Gerald S. Martin ,*The Cost to Firms of Cooking the Books* ,Journal of Financial and Quantitative Analysis ,Vol. 43 ( 2008) .
- [59] 徐文鸣 “证券民事诉讼制度实施效果的实证研究——以虚假陈述案件为例” 载《证券市场导报》2017年4月号。

## An Analysis of the Market and Regulation of Securities Law

Xi Tao

**Abstract:** This paper discusses the IPO merit regulatory regime and registration regime of the Securities Law in China. The revision of Securities Law should stick to the concept of market mechanism and center around the institution of mandatory information disclosure. It is important to clarify the civil relationship among market participants in the stages of offering ,underwriting ,listing ,transacting and reviewing ,and the administrative relationship between civil subjects and administrative bodies ,which should facilitate the regulation to correct market failure. At the same time ,the beforehand compensation ,administrative settlement ,administrative penalties and civil litigation should be streamlined to avoid conflicts. From the empirical perspective ,Securities Law should define the allocation of rights and boundary of liabilities between market entities and administrative bodies. From the normative perspective ,Securities Law should tradeoff the justice and efficiency ,and the costs and benefits of the market and regulation.

**Keywords:** Revision of Securities Law; Market Mechanism; Justice and Efficiency; Cost and Benefit

(责任编辑 寇 丽)