

■ 张保红
著

证据法论



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

证券法论

张保红 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位

图书在版编目 (CIP) 数据

证券法论/张保红著. —北京: 知识产权出版社, 2017. 4
ISBN 978-7-5130-3756-3

I. ①证… II. ①张… III. ①证券法—研究—中国
IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 210030 号

内容提要

证券法的根本目的是促进融资和保护投资, 这个目的通过信息公开和证券流通得以实现。本书意在精练介绍证券法的基本原理和体系结构, 基本上不涉及复杂的技术规则。学习证券法的最佳办法是掌握基本原理, 而不是记住一些表面条款, 法律条款交与计算机即可。

责任编辑: 崔 玲
封面设计: 刘 伟

责任校对: 王 岩
责任出版: 刘译文

证券法论

张保红 著

出版发行: 知识产权出版社有限责任公司	网 址: http://www.ipph.cn
社 址: 北京市海淀区西外太平庄 55 号	邮 编: 100081
责编电话: 010-82000860 转 8121	责编邮箱: cuiling@cnipr.com
发行电话: 010-82000860 转 8101/8102	发行传真: 010-82000893/82005070/82000270
印 刷: 北京中献拓方科技发展有限公司	经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店
开 本: 720mm×1000mm 1/16	印 张: 14
版 次: 2017 年 4 月第 1 版	印 次: 2017 年 4 月第 1 次印刷
字 数: 250 千字	定 价: 42.00 元

ISBN 978-7-5130-3756-3

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

自序

初学证券法时，常为纷繁而又技术性的条款所迷惑而不得要领。由此，剥开这些技术性条款以扼要介绍证券法的基本法理就非常重要。理解证券法，要了解证券的本质与来源，要明白证券法的根本目的是促进融资和保护投资，要知道这个目的是通过信息公开和证券流通得以实现的。本书意在精练介绍证券法的基本原理和体系结构，基本上不涉及复杂的技术规则。学习证券法的最佳办法是掌握基本原理，而不是记住一些表面条款。

是为序。

目 录

第一章 导 论	1
第一节 证券权利的地位	1
第二节 证券法的基本原理	4
第三节 证券法的价值、原则和性质	7
第二章 证 券	12
第一节 基本理论	12
第二节 权利证券化	18
第三节 投资证券	44
第三章 证券发行	54
第一节 基本原理	55
第二节 相关主体	69
第三节 公开发行	78
第四节 非公开发行	87
第四章 证券交易	118
第一节 一般理论	118
第二节 证券市场与相关主体	122
第三节 证券交易制度	137
第四节 上市公司收购	177

第五章 证券登记与变动	184
第一节 证券登记	184
第二节 证券变动	199
参考文献	209
后 记	217

第一章

导 论

第一节 证券权利的地位

经济学家 H. 麦克劳德 (H. Macleod) 在其著作《经济学原理》中提出了一个广泛被征引的名言：“假如有人问我们，谁的发现对人类财富产生了最为深刻影响？在经过深思熟虑之后，我们会毫不犹豫地回答——就是那个首先发现债权是可以买卖的商品的人。”^① 这一论断反映了近代经济扩展了权利交易的宽度，已经由先前以物权交易为主导的时代进入了以债权交易为主导的时代。这一论断也反映了近代财富债权化的经济现实。“商业时代的财富主要是由允诺构成，”^② 债权已经取得了对物的“优越地位”。^③

① See H. Macleod, *Elements of Economics*, 1881, p. 327. 转引自申建平. 债权让与制度研究——以让与通知为中心 [M]. 北京：法律出版社，2008：1.

② Roscoe Pound, “Wealth, in a commercial age, is made up largely of promises.” See Roscoe Pound. *An Introduction to the Philosophy of Law* [M]. New Haven: Yale University Press, 1922: 236.

③ 我妻荣. 债权在近代法上的优越地位 [M]. 王书江, 译. 北京：中国大百科全书出版社，1999：6-10.

商业时代，经济形态由“相对静止”到“频繁交易”^①，交易成了经济活动的基本形式，财富在交易中增值。^② 不仅所有权有交易的需要，越来越作为财富重要形式的请求权自身也产生了便捷、安全流动的迫切要求。但是，无论是过去还是现在，依请求权制度本身，请求权并不能实现便捷、安全的变动。

证券化结果之证券权利满足了人们对财物的高度利用。财物并不意味着都能得到即时和充分利用，这就使财物有了交与他人使用以获取租金或者其他利益的需要。这样所有人与利用人就创设了债权或者物权（他物权）关系。以种类物交与他人使用还意味着所有权人所有权的丧失：所有权完全债权化。债权的经济实质就是信用，信用即意味着权利或者利益的延期实现，延期意味着风险，意味着对财物控制权的丧失，意味着财物利益没有最大化。证券化或者直接采用证券的方式，是规避风险并最大化的利用这些延期的、并不现实掌控的利益的一个比较好的选择。证券权利的流动性化解了众多风险并使权利人重新夺回了对延期利益（财物、利息、地租）的控制权、利用权。当然，采用证券化的结果可能使权利丧失了个性和自治。如同世上本没有十全十美的事物，也就没有十全十美的权利。

证券权利的出现标志着人类权利史第四个阶段的来临。人类权利史共分为四个阶段：①物权阶段。自然经济时期，人类的财富以物权表现。财产主要由自己使用，或者利用身份奴役他人使用，财产没有交易的欲望，表现在法律制度上就是防止财产转移。为此，罗马法将交易形式的繁琐演绎到极致。罗马法上的要式移转物（*res mancipi*）必须采取非常复杂的要式买卖（*mancipatio*，又译曼兮帕蓄）的方式。^③ “仪式不但和允约本身有同样的重要性，仪式并且还比允约更为重要。”^④ 注重仪式是不发达的自然经济在法律制度上的反映，没有成熟的商品经济，自然也很难有成熟的契约制度。②债权附庸阶段。简单商品经济时期，财富依然以物权为主导，

① 许多奇. 债法现代化的法理基础与债权地位提升 [M] // 梁慧星. 民商法论丛 (第31卷). 北京: 法律出版社, 2004: 5.

② 自由交易可以“促进资源由较小价值用途向较大价值用途转移。”理查德·A·波纳斯. 法律的经济分析 (上册) [M]. 蒋兆康, 译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1997: 92.

③ 周枏. 罗马法原论 [M]. 北京: 商务印书馆, 1994: 339-343.

④ 梅因. 古代法 [M]. 沈景一, 译. 北京: 商务印书馆, 1959: 177.

债权不过是手段^①，沦为物权的婢女。《法国民法典》把债法统统规定于“财产及其取得方法”一编，显然是把债权看作是物权的附庸。^② ③债权主导阶段。资本主义商品时期，随着身份关系的废除，财物以自己使用为主逐渐转变为以他人使用为主，财物逐渐债权化。以《德国民法典》为标志，债权取得了独立的地位。实践中，财富也越来越体现为债权，债权成为支配他人的重要工具。^④ ④证券权利阶段。经济发展到金融经济时代，“债权表现的权力欲及利息欲，都是经济目的。债权已不是取得对物权和物所利用的手段，它本身就是法律生活的目的。经济价值不是暂时静止地存在于物权中，而是从一个债权向另一个债权不停地移动。”^⑤ 债权“自身具有完全的财产价值乃至经济价值”，^⑥ 于是，债权经证券化而财产化，证券权利地位优越的时代来临。^⑦ 值得说明的是，债权的优越地位主要以其流动性为支撑，我妻荣所述处于优越地位时债权实已证券化。债权的优越实际上是证券权利的优越。

然而，证券权利的实际经济作用与其目前的理论地位并不相称。长期以来，理论界把债权视为物权的婢女，而证券权利，则只能算是婢女的婢女了。在理论上证券权利屈居于债权或者物权等权利之下，没有独立的地位。但在实践中证券权利已经占据了权利与财富的主导地位。^⑧ 证券权利应当“一改从前的婢女地位，而如女王般君临财产关系”。^⑨

① 拉德布鲁赫 (Radbruch). 法学导论 [M]. 米健, 朱林, 译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1997: 64.

② 谢怀栻. 大陆法国家民法典研究 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2004: 44.

③ 拉德布鲁赫语. 转引自我妻荣. 债权在近代法上的优越地位 [M]. 王书江, 张雷, 译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1999: 6-7.

④ 我妻荣. 债权在近代法上的优越地位 [M]. 王书江, 张雷, 译. 北京: 中国大百科全书出版社, 1999: 22.

⑤ 法国学者 E. 利维早在 60 年前就预言证券权利将逐渐取代所有权. 伊夫·居荣. 法国商法 [M]. 罗结珍, 赵海峰, 译. 北京: 法律出版社, 2004: 796-797.

⑥ 截至 2015 年 4 月 30 日, 沪深两市全部上市公司总市值为 63 万亿元. 搜狐财经. 沪深两市总市值达 63 万亿 相当于去年全年 GDP [EB/OL]. (2015-5-8). <http://business.sohu.com/20150430/n412198271.shtml>. 这还不包括国债、非上市公司股票等其他以证券权利为形式的财富.

⑦ 于保不二雄. 日本民法债权总论 [M]. 庄胜荣, 校订. 台北: 五南图书出版公司, 1998: 2. 此语于保不二雄意在形容债权, 而本书认为将其适用于证券权利则更为恰当.

第二节 证券法的基本原理

证券的高度流通性使得证券成为投资的最佳法律形式之一。融资分为间接融资和直接融资。形式上，二者的区别是需不需要金融中介，但实质上的区别上则在于风险的分配。间接融资由银行承担经营和违约风险，而直接融资则由投资者自己承担经营和违约风险。实现融资需要激起投资者的投资欲望。仅仅付出利息或利润是不够的，投资者不但追求投资收益，还追求投资安全。影响投资安全的主要是欺诈。债权、股权的直接投资方式无疑收益相对较高。然而，投资者与融资者之间的信息不对称使得投资往往只能依靠融资者的陈述来判断是否进行投资。“这就存在很大的道德风险——企业很可能在需求资金时过分夸大成功的可能，在获得资金之后不去控制风险甚至扩大风险”。^① 为了规避这一风险，投资者最初采取的是间接投资的方式，即将资金交与银行，由银行承担相应的风险，但这种方式收益较低。证券投资正是为了满足投资者收益高、风险低的需求应运而生的。证券投资主要通过两种方式化解投资风险。

(1) 信息披露。信息披露的哲学基础（简称披露哲学，the disclose philosophy）是：市场中的每个投资者都是理性人，“在信息得到充分披露的情况下，每个投资者都将选择对自己最为有利的投资和保护方式，每个投资者都将是自己利益的最佳维护者”。^② 加拿大皇家价格委员会在1935年的一份研究报告中更直白地指出：“国会并无意剥夺人们自我愚弄的神圣而不可侵犯的权利。”^③ 我国学者则举了一个稍显夸张的例子：如果有人，“本公司是一个专长于坑蒙拐骗的皮包公司，特发行优质证券一亿元，打算自募集完毕之时起3日内携款潜逃，欢迎购买”。^④ 这样的发行也是应当允许的，因为它的公开相当充分，没有隐瞒，政府无权干预这样的发行。信

① 彭冰. 中国证券法学 [M]. 2版. 北京: 高等教育出版社, 2007: 3.

② 叶林. 证券法 [M]. 2版. 北京: 中国人民大学出版社, 2006: 101.

③ Louis Loss. Fundamentals of Securities Regulation [M]. Little, Brown & Company, 1988: 32-33.

④ 朱锦清. 证券法学 [M]. 3版. 北京: 北京大学出版社, 2011: 94.

息披露的理论基础是有效市场假说。在半强式有效市场，证券价格反映了所有的公开的信息。^① 易言之，只要公开，证券价格便不会偏离其真实的价值，投资者也不会受到损失。遵循这种披露哲学的结果是，政府对证券发行采形式审查制。理由是：“充分公开为投资者提供了评估其投资价值的充分机会，使其能够自我保护。投资者有对适宜的投资进行评估的能力，不需要一些观察家所想象的政府对证券销售进行的耗时耗钱的实质性分析。”^② 然而，这样做可能并非妥当：①假定投资者有对投资进行评估的能力可能太高估了投资者的能力。现代财会制度复杂纷繁，不要说普通人看不懂财务报告，即使专业人士看财务报告往往也很吃力，投资者特别是散户投资者缺乏基本的投资评估能力。②即使拥有评估能力，投资者也未必拥有理性投资能力。几百年前“郁金香泡沫”和2008年雷曼兄弟等金融巨头的破产事实告诉我们，哪怕是深知投资风险的投资者也未必有理性投资能力。投资者面对有毒证券总是侥幸认为自己不是最后的接棒者。于是，金融市场就不断上演击鼓传花式的“比谁更傻”的游戏。③即使深信投资者有自我愚弄的权利，但投资者也没有愚弄整个社会的权利。美国金融危机揭示了一个事实，自我愚弄者不仅愚己而且愚人。一个金融泡沫的破灭更多影响的是许多无辜的社会大众。世界至今尚未走出金融危机、经济低迷的事实深深地印证了这一点。披露哲学的缺陷使得一些政府采纳了“优劣哲学”（merit philosophy）。该哲学认为，政府必须决定某种特定证券的“好”与“坏”，且只有政府批准的证券才能出售给广大投资者。^④ 我国政府长期便奉行这一原则。

理论是灰色的，只有实践之树长青。人们一般简单认为美国证券发行只采用充分披露主义。事实是，美国的法律与实践表明，监管部门并没有放任不具有任何价值的证券的公开创设。法律只是避免了联邦政府对证券

① 强式有效时，证券价格反映所有信息，此时披露已经没有了意义。据检验，美国纽约证券交易所和纳斯达克市场基本上达到了半强式有效市场。彭冰，中国证券法学[M]，2版。北京：高等教育出版社，2007：4。

② 托马斯·李·哈森，证券法[M]，张学安，等，译。北京：中国政法大学出版社，2003：6。

③ 万猛，刘毅，英美证券法律制度比较研究[M]，武汉：武汉工业大学出版社，1998：11。

进行实质审查。①各州的蓝天法 (*blue sky laws*) 要对证券的价值进行审查。②有的州审查之严格已不仅仅是审查, 而是审批。③证券交易所对上市交易的证券还要进行审查。并不是公开创设的证券就一定可以在证券交易所上市, 越是有影响力的交易所, 其上市条件越是严格, 而通常影响巨大的证券产品又希望在有影响力的证券交易所上市。这样就筛选掉了大部分价值不大的证券产品。证券交易所对证券的核查是把实质审查延后, 但对那些志在上市的可能影响到众多投资者的证券创设人来说, 在创设之初就让证券符合上市条件便是其不二选择。严格的监管有利于使投资者保持理性, 并避免整个经济受到破坏性的影响。④

(2) 证券流通。对于投资者来说, 信息披露固然重要, 但一旦信息失真, 投资者通常并不是依靠追究融资者的欺诈和违约责任来保证投资安全。保证投资安全的最佳方式应当是投资者拥有迅速转移风险的工具。投资以证券为形式, 取得了以往以债权或股权投资所没有的流动性, 投资风险通过证券市场得以大部分化解。⑤因此, 一个具有高度流动性的市场于证券融资是极端重要的。没有流动性的投资品是不受欢迎的, 过往国库券摊派的历史充分证明了这一点。⑥不过, 证券的流通性也取决于证券自身的透明性。人们如果无法判断证券的价值, 其投资欲望也将大幅降低。况且证券流通也只是提供了一种迅速切割风险的方式, 如果信息不透明, 欺诈还是有存在的空间。

行文至此, 可以看出证券法的任务是什么。证券法是指通过规范投资证券的发行和交易, 通过信息公开的方式, 以达到促进融资的目的的法律。促进融资便需要满足投资者的要求: 一是信息公开和反欺诈, 二是建立高效安全的证券市场。

① 1911年堪萨斯州通过了第一个州证券法。该法和后来其他州的证券法一样都被称为蓝天法。“该法不仅强调向投资者充分披露相关事实, 而且通过对于待发行证券的实质性条件进行评估, 要求所有登记的证券价值审查‘合格’。”托马斯·李·哈森. 证券法 [M]. 张学安, 等, 译. 北京: 中国政法大学出版社, 2003: 6. 对于蓝天的含义, 联邦最高法院的解读是: 除了高高的蓝天, 没有任何实质的利益在销售。Hall v. Geiger-Jones Co., 242 U. S. 539, 550, 1917.

② See Stephen J. Chol, A. C. Pritchard. Securities Regulation: Case And Analysis [M]. 2ed. New York: Foundation Press, 2008: 90. 我国目前正力推注册制, 但这并不意味着放任不管。

③ 经济史上, 正是证券的出现, 投资才又大幅度增加。

④ 20世纪80年代, 国库券无人问津, 其发行仅依靠向公民、企业等摊派, 甚至经济落后的农村也不例外。

证券法内容主要有两部分：一部分是证券发行法。证券发行的法律意义在于创设证券，但其经济意义却在于融取资本；另一部分是证券交易法。证券交易的目的，法律意义上是转让证券，但经济意义上是转让投资。投资人不仅在意收益，而且在意风险。证券交易正是化解投资风险最方便、最经济的方式。证券法两大部分内容都贯穿着公开与效率两大主题。

第三节 证券法的价值、原则和性质

一、证券法的价值与原则

证券法属于商法，遵循商法的价值和原则。^①

商法的价值就是追求交易效率和交易安全。按经济学的观点，交易可以创造财富。^② 交易越便捷，财富也就创造得越快、越多，整个社会福利也会随之增加。诚然，自由可以创造效率，但更高层次的效率追求需要在一定程度和一定范围内限制个人自由。因此，“商法是一切法律中方式最为自由的，同时又是方式最为严格的法律”。^③ 商法的原则是商法价值的反映。商法遵循规范原则，商法通过强制性规范和推定性规范给杂乱无章的商业交易以规范化、秩序化。只有如此，才有可能有效率和安全，进而才有效益。商法还遵循外观主义，商法不可能对法律关系的所有内容作一致的规定，必然有意思自治适用的地方。商法以外观确定商人的内心意思，这样就大大促进了交易效率并保障了交易安全。规范原则体现了对意思自治原

^① 民法经过数百年的发展，加之学者的重视，其原则在学说和立法上比较明确和统一。一般认为，民法的原则有意思自治、诚实信用、公序良俗、过错责任等。其中，意思自治尤其重要，是民法的根本标志。现有学说将民法、商法的原则混淆，或者说以民法的原则替代商法的原则。例如，将意思自治或营业自由归为商法的基本原则，而实际上，营业自由与意思自治是一回事。商法是民法的特别法，民法的意思自治、诚实信用等当然是商法的基本原则。但如果商法的原则与民法完全一致，那么商法也就没有存在的必要了。

^② 保罗·海恩，彼得·勃特克，大卫·普雷契特科. 经济学的思维方式 [M]. 马昕，陈宇，译. 北京：兴界图书出版公司，2008：21.

^③ 张国键. 商事法论 [M]. 台北：三民书局，1980：24.

则的限制和超越，外观原则则体现了意思的外观化。商法原则是对民法意思自治原则的反动。

作为商法，证券法淋漓尽致地体现了商法的价值与原则。证券发行与证券交易极端复杂。复杂的交易只有规范化和外观化才能保证交易的效率和安全。^①在证券发行与交易中，发行与交易要素的绝大部分都由法律或交易规则确定。投资者真正能决定的，仅是证券的种类和数量。证券法参与证券发行与交易行为的意思表示的形成。为了进一步促进交易效率和提高交易安全，证券发行与证券交易已经超越了一般合同法的规则。证券法的上述规定反映了商法的规范原则。详言之，证券法的目的在于限制当事人的意思的内容，以减少谈判的成本。谈判的内容越多，显然交易成本就越大，交易也越不容易达成。规范原则只给交易者保留少量谈判内容，或者在交易者交易时的未尽事项给予补充规则，或者给交易者提供谈判的范本。证券法同样也极重视外观原则。外观原则，是指商事交易行为的效果是以交易当事人行为的外观为准来认定。^②证券网上交易时，交易系统只认交易指令，交易一经完成，不得变更。在这里，并不会考虑当事人的真实意思。外观原则在于使当事人意思确定化。当事人意思的外观某种意义上也是意思人的脸面，代表着意思人的诚信。意思人或许一时因为意思与外观不一致而使得自己利益受损，但从长远看，意思确定的迅捷化和换取的诚信减少了意思人的交易成本，因而对意思人也是有利的。表面上，外观这种形式上的事物妨碍了意思自由，但正如耶林所说：“形式乃是反复无常之行为的不共戴天之敌——亦即自由的孪生姐妹。……确定的形式乃是有关纪律和秩序的基础，据此也是有关自由本身的基础。它们是抵御外部进攻的堡垒，因为它们只会断裂，而不会弯曲；……它们所拥有的和所坚持的并不是某种纯粹外部性的东西，而是对自由的保障。”^③因此，外观并不是对意思自治的根本违反，相反，它在另外一个意义上扩大了意思自治。此外，权利证券化本身即是权利外观化的表现。

规范和外观反映了证券法对证券活动的干预，但这并不是一种公权力的限制，而是证券法律关系中的各方当事人对自己的意思的自愿受限。诚

① 陈醇. 商行为程序研究 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2006: 30.

② 张国健. 商事法论 [M]. 台北: 三民书局, 1981: 45.

③ 罗斯科·庞德. 法理学 (第1卷) [M]. 邓正来, 译. 北京: 中国政法大学出版社, 2004:

然，与民法有所不同的是，证券法更注重意思表示内容的趋同化与自身的确定化，似乎“当事人的意思自由只是在国家设定的高低不同的栅栏中流动”。^①但这是因为民法与证券法所调整的社会关系环境不同。民法面对的是日常生活，其目的在于满足每个人的千变万化的生活需要，这就需要法律尽量少介入民事生活，少给民事生活规定条条框框，人们尽可随着自己的意志而自由地生活，因而要强调意思自治。因此，在合同法中的强制性规范非常少，法律只是远远地望着交易者，挥之即去，招之即来，一切取决于当事人的意思。而证券法中当事人的目的在于盈利，交易人本身的个性需要并不重要。摒弃了交易人个性需要，也就在很多方面不需要由交易两方进行意思自治，因此可以更进一步追求交易的效率和安全。效率和安全性主要取决于人的意思，意思越趋同，效率就越高，安全也越高。“理性的个人追逐自身利益的强大冲动力，既是经济衰退的主要原因，也是经济增长和繁荣的主要源泉。”^②人的理性既是财富之源，又是财富之渊。

二、证券法的性质

证券法是私法，此乃当然和必须重申之理。学者多认为证券法为私法，但兼具公法性。^③理由主要有二：一是证券法所调整的大量法律关系具有公法性质。如有关证券发行与交易中普遍存在的证券监管关系，明显涉及公共权力、公共关系和公共利益。二是证券法中的许多法律关系多为强制性规范，这些规范反映了上下服从关系、管理关系和强制关系。^④本书认为，证券法并不具有公法性质。理由是：证券法中尽管有大量的强制性规范，但这些强制性规范一部分在于“建立起私法自治的基本制度框架，国家也仅仅在于作为单纯财产权的界定者及市场秩序的维护者（包括对经济活动中产生的争议、做出裁决）而存在，而并不是公共利益的界定者，也不是市场参与者”^⑤，更多的则为提高交易效率和保障交易安全之用，与公共利

① 苏永钦. 私法自治中的国家强制 [J]. 中外法学, 2001 (1).

② 拉恩·埃格特森. 经济行为与制度 [M]. 吴经邦, 等, 译. 北京: 商务印书馆, 2004: 序言.

③ 范健, 王建文. 证券法 [M]. 北京: 法律出版社, 2007: 37; 李燕. 证券法学 [M]. 武汉: 武汉大学出版社, 2009: 73.

④ 范健, 王建文. 证券法 [M]. 北京: 法律出版社, 2007: 37.

⑤ 曹兴权. 认真对待商法的强制性: 多维视角的诠释 [J]. 甘肃政法学院学报, 2004 (5): 18.

益往往无关。正如叶林教授指出，将强制性规范等同于公法规范的观点是错误和有害的。“证券法中存在相当数量的强制性规范，这是因证券崇尚交易安全和快捷所致，而非因其具有公法属性所致。”^①即便坚持《德国商法典》中包含大量的公法上的内容的德国学者亦认为，这些“公法性条款”始终处于为私法交往服务的地位。^②如证券交易中集中交易规则，本身即证券市场中长期的交易习惯形成，反映证券商和证券权利人追求效率和安全的内在需求。立法不过是将长期形成的交易习惯规范化，这种反映交易市场的内在规律的立法并不直接反映公共利益。证券行为中的确涉及公法调整。但是，一个行为可能涉及不同的法律关系是十分平常的事。法律可以从不同视角对这种行为进行调整。例如，证券发行行为本是私法行为，受到证券法（商法）的调整，但也可能因为其中存在欺诈而受到民法中的侵权责任法调整；又由于欺诈对经济秩序的破坏性，它还可能受到经济法和刑法的调整。并不能因同一行为可为不同的部门法调整而否定证券法的私法性，正如物权法属于民法，但没有人因为盗窃财物属于犯罪行为而认为物权法属于公法一样。在这里有必要说一下证券监管的性质，证券监管还原其本质，应当是私法性的。证券监管有自律监管和政府监管之分。长期以来，证券市场仅受到自律监管，此时监管自然是私法性的。即便是后来的政府监管，其性质也基本是私法性的。例如，英国长期以来实施自律监管体制，尽管近年来成立了金融监管机构，但该机构严格意义上并不是政府机构，其数千人工资及行政费用，均从证券市场收费中支出。美国证券交易委员会的性质也基本如此。所谓政府监管，只能称之为准政府监管，其目的是借助于政府的权威（这些权威往往是自律监管所欠缺的）更有力地监管证券市场，而不是通过监管以干预市场。遗憾的是，我国的证券监管的确有更多的公权力介入，证券监管本身也兼具推行政府产业政策的功能。尽管此因我国转型期的国情所致，但这并不是证券监管的本来面目。我国的证券监管所发挥的产业政策、国企改革功能更多地具有经济法性质。监管部门本应当居于中立地位，上述功能本应当由政府部门而不是由事业单位性质的证券监管部门去实现。总之，所谓私法公法化的命题，是不可

① 叶林. 证券法 [M]. 2 版. 北京: 中国人民大学出版社, 2006: 47.

② 海曼. 商法典评纂 [M]. 第 1 卷. 转引自范健, 王建文. 商法的价值、源流及本体 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2004: 135.

取的，其实质不过是国家干预市场的借口。即使证券法有公法化的现实，公权力以各种借口渗入证券法，理论上也应当坚决抵制，还证券法以私法的本质。坚持证券法的私法性，其根本目的在于防卫——把证券法建成一个私法城堡，时刻防卫公法和公权力对商业和商事权利的侵袭。唯有突出其私，才能时刻提醒着，私权利不是公权力的奴仆，从而减少公权力的干涉。须知，经济发展始终依赖于人的自主性和自利性。^❶

证券法还是行为法。这一点与民法有很大的不同。民法为裁判法，其规范也多为伦理性规范。所谓伦理性规范，即行为人不需要了解法律规范的内容即可以行为，因为行为人可依据常识判断自己行为的对错。证券法则不同。行为人从事证券发行或证券交易，如果不了解证券法律规范，不仅可能处于违法境地，也将寸步难行。例如，不掌握基本证券交易规则，行为人将无法进行证券交易；不掌握证券发行规范而从事证券发行行为，其发行行为不但无效，而且很可能违法。

❶ 人类的自利性常常受到诟病。事实上，人类的自利性恰恰是一切生物生存及组织的基本规则。