

国际金融法论丛

证券法的权力分配

沈朝晖 著



**The
Allocation
of
Securities
Regulatory
Authorities**



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

国际金融法论丛

证券法的权力分配

沈朝晖 著



**The
Allocation
of
Securities
Regulatory
Authorities**



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

证券法的权力分配/沈朝晖著. —北京:北京大学出版社,2016.1

(国际金融法论丛)

ISBN 978-7-301-26463-8

I. ①证… II. ①沈… 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 260028 号

- 书 名 证券法的权力分配
Zhengquanfa de Quanli Fenpei
- 著作责任者 沈朝晖 著
- 责任编辑 王 晶
- 标准书号 ISBN 978-7-301-26463-8
- 出版发行 北京大学出版社
- 地 址 北京市海淀区成府路 205 号 100871
- 网 址 <http://www.pup.cn>
- 电子信箱 law@pup.pku.edu.cn
- 新浪微博 @北京大学出版社 @北大出版社法律图书
- 电 话 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027
- 印刷者 三河市北燕印装有限公司
- 经 销 者 新华书店
- 650 毫米×980 毫米 16 开本 16.25 印张 266 千字
- 2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷
- 定 价 39.00 元

未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

图书如有印装质量问题,请与出版部联系,电话:010-62756370

本书为 2012 年教育部人文社科研究青年基金项目《证券发行上市法律实施情况的实证研究：政府监管者的视角》（项目编号 12YJC820086；主持人：沈朝晖）的研究成果。特此鸣谢！

致 谢

本书出版得到李奎先生捐赠的“李奎研究基金”的大力支持,特此致谢!

Acknowledgements

This book was also sponsored by grants from Financial Law Research Fund. We appreciate Mr. Sidney Reisman and his family for their support.

内容摘要

本书研讨的主题是证券法执行中的权力分配问题,包括权力演变、聚集、分散和不同结构的证券法执行权力分配对公司融资的影响。在对证券监管合同主义、证券法地方竞争理论和证券交易所分权理论、强大证监会模式等证券监管权力配置模式进行评述之后,指出中国和美国证券监督管理模式均属于强大证监会模式,经历证券监管权力统一和集中的趋同现象。然而,两国证券监管权力统一集中的原因、过程和所嵌入的社会网络结构有较大不同,证券监管的执法方式有较大差异。本书特别针对中国的情况,搜集中国证监会发审委审核企业发行上市的数据,并结合历史资料与访谈记录等,研究我国证券统一集中监管对公司融资的影响。在国企改革、股票发行配额制取消和国家对资本市场的战略改变的背景下,经由证券发行制度改革、证券交易所的控制权上收、证券业的中央与地方的分化、公司股份制改造地方审批权的取消等系统性的制度变迁,中国证券监督管理机构逐步确立在证券监管领域的统一与集中监管地位。全国统一集中监管的证券法权力分配模式对我国公司融资的影响应历史和辩证地看。在积极方面,全国证券统一集中监管者更中性地对待不同所有制公司的证券发行上市申请;中国地方上市竞争的效率增强;随着地方政府的退出,全国证券监督管理部门越来越依靠市场守门人,特别是证券业的中介守门功能,证券业的角色也发生变化。消极方面则是难以满足中国公司融资的庞大需求。

总 序

一、法律方法与经济问题

本套专著有一个共同的特点,就是作者们不约而同地采用法律方法研究经济问题。过去我们在二十多年的时间内,多看到用经济学的方法分析法律问题。特别是国外法学界开展的轰轰烈烈的“法律的经济分析”,已有若干部专著翻译成为中文。而现在,在中国的大学和研究机构里,法律研究工作者开始进入经济学、公共管理学和工商管理学的领域,用法律的方法来研究这些边缘领域的问题。

在社会科学几个相近的领域,例如经济学、公共管理学、工商管理学和社会学等领域,都有法律研究的论文和著作,这种跨学科的研究成果,也越来越多了。在中国政府将“依法治国”定为基本国策之后,采用法律的思维与方法分析目前的经济改革问题也非常有意义。其意义就在于,我们所说的“依法治国”,不仅仅是表现在一个宏观的口号上,而是要将“依法治国”作为可以实际操作的、用来实际分析经济问题的、作为经济政策设计基础的法律方法。

全国人大常委会和全国人大财经委员会委员、北大前校长吴树青老师曾经问我,依照《宪法》,“债转股”是否应该提交全国人大财经委讨论?我说需要研究一下法律,才能回答。此后,国务院关于《国有股减持与成立社保基金》的办法出台,又有人问我,这么大的财政支付转移,是否应该经过全国人大财经委开会讨论?我回答说,需要研究法律。直到我在写这个序的时候,相关的

法律研究工作还在进行。我希望从法律制度变迁的角度和我国财经法制程序演进的过程中找出符合法律的答案。

不断遇到类似问题,使我开始研究与思考经济学家们提出的问题:“全国人大财经委员会的职权范围究竟是什么?”“全国人大财经委员会对于国家重大财政支付转移是否有权审议?”从法律学的角度来研究这些经济学问题,本身就构成了一个重要的法律制度程序化和司法化的法学课题。

二、经济学家敏感,法学家稳重

还记得有一次,一位金融业界人士对我说:“改革十多年来,讨论经济改革的问题,几乎都是经济学者的声音,这不奇怪。目前,讨论《证券法》或公司治理的问题,也几乎都是经济学者的声音,这也不奇怪。奇怪的是,所有这些问题的讨论中,几乎听不到法学家的声音!”说到这里,这位朋友几乎用质问的口气对我说,“你们法学家们关心什么?为什么听不到声音?你们都干什么去了?”

我一下子被他的语气盖住了!当时我想不出用什么简单办法向他来解释。尽管我不完全同意他的看法,因为这里可能有他个人信息渠道的问题,也可能有社会媒体关注的偏好问题,但还有可能是更深层的问题,例如,在改革过程中,许多法律制度和程序都尚未定型,如果采用法律的方法,可能会增加改革的成本,特别是时间方面的成本等。

本套专著的作者们都是研究法律的,他们也可以称为年轻的“法学家”了,因为他们已经发表了相当一批研究成果,从事法学专业研究的时间几乎都在10年以上。他们长期研究的成果,似乎可以部分地回答前面那位朋友的问题了。法学家可能没有经济学家那样敏感,但是,法学家多数比较稳重。法学家的发言将影响经济政策与制度的设计,也影响经济操作与运行。经济发展要考虑效率,但是不能仅仅考虑效率,还要考虑到多数人的公平与程序的正义。我们的政府和社会可能都需要一段时间接受和适应法学家的分析方法和论证方法。

三、研究成果的意义

邀我写序的这套专著的作者们,经过三年多时间的专门研究,又经过一段时间的修改,才拿出这样厚重的成果来。我看到这些成果时,就像看到美国最高法院门前的铜铸灯柱底下基座的铜龟,给人以一种稳重、缓

慢、深思熟虑的感觉。中国古代在比美国更早几千年的时候,政法合一的朝廷大殿,就有汉白玉雕刻的石龟。龟背上驮着记录历史的石碑,同样给人以庄严、持久、正义的印象。中外司法与法学研究在历史上流传至今,给人的形象方面的印象和感觉是非常类似的,这种感觉在今天还有。

在不太讲究政治经济学基本理念的时光中,又是在变动未定型的过渡时期,经济学家关于对策性的看法是敏捷和回应迅速的。在回应中有许多是充满了智慧的解决方案和温和的中庸选择。相比之下,法学领域的回应还显得少些,也慢一些。有一个可能的答案,也是从本套研究性专著中解读到的:经济学家们谈论的是“物”(商品与交易),法学家谈论的是“人”(权利与义务)。

现实情况也是如此。市场中的“物”,无论是动产,还是不动产,几乎都成为商品,早已流通。现在,更加上升了一个台阶,市场将作为商品的物,进化到了证券化的虚拟资产的形态了。但是,法学这边的情况呢?《物权法》还在起草过程之中,能否在年内通过,目前还是一个未知数。但是,立法的稳重并不影响市场的发展,法学家们在实务性工作方面,特别在市场中的交易契约设计方面,已经在研究具体的问题,在这方面的成果,也已相当可观。

经济学家对问题的讨论,观点可以是多元化的,也有争论。但是,总的方法还是建立在一个统一的理论框架下和一致的假设前提下的。但是,法律则不同。法律天生就是对抗性的,生来就有正方与反方。抗辩是法律运作的方式,法律的逻辑和理念就是在这种对抗之中发展的。对抗性的法学,本身也导致了它的成果在外界人士看起来充满矛盾性和冲突性。甚至让他们感到,这群人搞的不是科学,而是一种抗辩的技术。

四、国际与国内金融法的融合

如果有人要我用一句话来表达什么是国际金融法,我就会说,它是一幅没有国界,只有金融中心与边缘关系的地图。如果说,国内金融法与国际金融法还有什么区别的话,那只是时间上的区别了,我国加入 WTO 后,区别将越来越缩小。

如果我们承认一美元在美国和在亚洲都等于一美元的话,国际金融的国界就越来越失去意义。而美元市场上中心与边缘的流通关系,就变得越来越有意义。任何国家国界之内的法律制度如果符合金融流通与发展规律的话,这个国家的经济与社会发展就会顺利,否则就曲折。荷兰的人

口是俄罗斯人口的 10%,但是,荷兰的金融规模超过俄罗斯的规模。英国人口 6000 万,是印度人口的 6%,但是,伦敦金融市场的规模比印度大若干倍。这就是金融中心与边缘之间的关系之一。所以,区别国内与国际金融市场,在法律规则方面已经不如以往那样重要,重要的是发展中国家中的大国,如何抵御西方金融中心的垄断,将以美元为基础的金融中心从一极化发展为多极化。

具体到我国,研究国际金融法与国内金融法是不可分的,而且这个领域范围之广袤,课题之宏大,数据之丰富,关系之复杂,都是非常吸引人的。特别是年轻人。这个天文般宏伟的领域,特别适合青年人研究与学习。因为,在这个领域比其他法学领域出新成果的机会要更大,创新成果也相对较多。这套专著的出版,就是一个例证。

本来这套专著的作者们要我写个小序,他们的书稿引发了上面一些话语,我感到有些喧宾夺主了。我感谢作者们以加速折旧的生活方式,写出了这样多的研究成果。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时间,特别是出成果的时候,是学者用之于社会和回馈于人民。

愿这些专业研究对金融业内人士有所帮助,对金融体制改革有所贡献。

吴志攀 谨志

2004 年 6 月 28 日

序言一 金融与监管的二重奏

好友朝晖的大作要出版了,吩咐我写一篇序。接到任务后实在惶恐,生怕贻笑大方,自己只是初出茅庐的小牌学者,何德何能为好友大作写序?朝晖包容,嘱咐我但写无妨,只好不揣鄙陋,赘言数语,在旁帮衬朝晖浓墨重彩的大作。

认识朝晖的时间不算太长,大概五年左右,但一见如故、非常投缘,可能是彼此都对金融问题有着浓厚的兴趣,所以衍生出聊不完的话题。朝晖的大作聚焦于证券监管,这是整体金融监管的重要组成部分,而金融监管同时涉及“金融”“监管”的双重二元性。

就监管者而言,扮演着双重角色:一方面是特定领域中规范的制定者与执行者,要中立地维持领域内的有序运作;另一方面又是特定领域的父母官和代言人,要对外争取并维护该领域的利益。在双重角色之间可能存在矛盾,监管者要小心拿捏分寸,并慎防“监管俘获”(regulatory capture)的发生。

金融业也同时存在双重属性:既是实体产业,如同制造业一般有许多大大小小的公司,负责不同方面的业务;又具有调控宏观经济的二阶(second order)性质,是落实货币政策与引导资金配置的界面,这是金融业独一无二的属性。正因为如此,金融业有着强大的外部性(externality),一旦发生问题,往往容易引起连锁反应,严重的话甚至会冲击宏观经济,引发动摇国本的金融危机。

金融监管的研究,同时涉及“金融”与“监管”双重

二元性的不同组合,带出了一个现象相当复杂、内涵十分丰富的研究领域,同时也是法学、政治学与经济学的汇聚之所。监管者的职责除了维持金融领域的有序运作,尚须考虑相关作为对宏观经济的影响,因而监管者的举措通常都有特定的政治考量。也因为领域的独特性,金融圈汇集并流通了大量的资金与财富,所以金融监管从法令、政策到执行都容易牵动各方的利益,并涉及利益攸关各方的角力。

一般将金融业大别为银行、证券、保险三大块,因而传统的金融监管模式即是“按业监管”,按照三大板块分别设立监管者,彼此权限相当,各自负责引导领域内的有序运作,这也是目前中国所采取的模式。但传统的监管模式正遭逢两方面的强大挑战。

首先,由于监管者是特定领域的父母官,为了捍卫各自的部门利益和增加手中握有的监管权限,监管者间面对争议时容易相持不下,地盘战争(turf war)常常开打,会妨碍监管的效率性。

其次,如火如荼的金融创新又会加剧前述情势的恶化。金融创新主要的发生之处有二:一是利用原有金融监管的漏洞或疏失以赚取超额利润,二是开拓金融与其他行业整合的方式,例如当前热门的互联网金融正是如此。面对金融创新的迅猛态势,如果监管者间本位主义高涨,一拥而上抢着管,多头马车的局面反而容易混乱金融秩序;若是各人自扫门前雪,谁都不想理,又容易出现乏人问津的监管死角。当前监管创新的速度远远赶不上金融创新的变化,如何调整体制以增加监管的有效性,正是监管创新的核心问题,值得深思。

对于证券监管,朝晖的大作着力甚深;作为序言,我从整体金融监管的视角略作阐述。不敢自称为“导读”,只希望透过简短的文字,让人对金融监管的深邃复杂能有初步的印象,以期更能领略朝晖大作的出彩之处。

是为序。

黄宗昊

笔于上海交大国务院

序言二 沈氏解剖刀下的中国股市权力格局

很高兴能被老友朝晖邀请写序。我国的证券法正日益成为重要和复杂的一个法律部门,证券法学在法学院的课堂上也开始可谓是一门显学。但是国内证券法的研究却并不令人满意,学术团队也颇有青黄不接、南郭滥竽的味道。在证券法律规则日益细化、交易日益繁复化、国家和市场的互动日益微妙化的趋势背景下,证券法研究若不能与时俱进,而是沉醉于空洞的权利话语和肤浅的政策建议,就只能自绝于时代的进步。所幸我们还有朝晖,作为学界数一数二的靠谱 80 后证券法学者,他的第一本学术专著就与他的为人一样厚实耐读。

这个夏天,我国刚经历了举世震惊的惨烈股灾,社会刚经历了一轮全民谈股炒股的风潮。即便从全球的视角看,中国证券市场也已经是一个值得深入探究的重量级现象。而正如波澜壮阔又引来物议沸腾的救市措施所揭示的,从诞生至今,乃至据说要披着注册制外衣的明天,沪深股市都被、都会被深深地被闲不住的政府之手所塑造着。

这一格局当然会有很多问题。今夜正是一个见证:救市前线指挥、证监会主席助理张育军因涉嫌违纪而被调查,震惊了证券界和法律界。不过,制度的生长自有其土壤,中国股市是从高度管制、缺乏金融的旧经济体制中被人为培育出来的。行政干预是无可避免的宿命,拔出萝卜不能不带出泥。而且,证监会在中央部委中属于精英较为荟萃之地,其实施治理的努力,中央

和地方、行政与市场的互动中蕴含的现实合理逻辑,不容忽视。证券市场中的“权力分配”这一提纲挈领的关键节点,“知其然,知其所以然”是我们在臧否议论、以为然或不以为然前先要弄明白的。这正是朝晖的著作所要分析的,所以他开篇先对比了中外关于要不要政府性的证券监管的几种学说,再往监管的大道上走下去。

讨论中国证券市场中政府权力的论著并不少,我也做过。不过主流的写法很容易要么搞成繁琐的规章梳理,要么就索性是更等而下之地把证监会笼统批判一番,仿佛就能搞出个大论文。而朝晖固然是有其立场的,但他已经能做到把观点借由较为严谨的社会科学分析导出,通过功能比较和经济利害研剖的路径,来勾勒“中国模式”的外形,推敲其真实的灵魂所在。

该书很有国际眼光,在引介西方文献时可谓旁征博引,你经常会看到整页的英文论作梳理,但其总体落脚点都是中国化的。发行和审核委员会、从发行审批到核准到注册制的摸石过河、中央与地方的博弈、一手遮天的证监会对证券交易所、证券公司、证券业协会等中介机构糅杂了行政治理与市场约束的管治之道,这都是美国、英国乃至中国香港、中国台湾等先行证券市场所不曾遭遇的问题。虽然其中有一些已经是历史的陈迹,但其尚未远行的背影依旧深深投罩在今日的中国股市的上空,并会框定着我们今后的路径发展。

本书是对历史的分析,也是对现实的勾勒;是对 PRC 版证券法律演进的剖析,也是对本朝股市起伏的反思。看过本书的人当然不必完全赞同作者的观点,但认真的读者会得出结论说:这是一位认真的作者,他是懂证券法的,对中国证券法律和市场中的权力格局有其独到的心得。

本书富于“沈氏风格”。朝晖跟我一样,都是文科出身一路学法律,但他却花了很多工夫在暑期学校系统学习专业的统计方法,并搜集了很多数据,从而作出了我和很多法律人做不了的研究。书里有大量的表格和数据,也许你看得不明觉厉,但却不难感知研究者在其中的心血和那种有质感的说服力。朝晖不是拿着计量工具四处捣鼓、什么题材都能来饼状图柱状图、数据 run 一遍的所谓纯实证研究者,他只是为自己多配备了一把宝剑。作者不是要拿数据来吓唬你,或复述一下业内都觉得卑之无甚高论的观点,而是有针对性地希望能为自己对证券法的研究提供支持性说明。他的研究有不俗的社会科学方法论的功底,但却是用来为法律学术思考做帮助的。即便就搜集相关法律论文的广度而言,朝晖也令我

肃然起敬。一些在我不屑一顾的刊物上的文章他居然也阅读了,这种力求野无遗贤的努力,真是做田野调查的本事。

本书并不是一本股市时评式的“法律社会学”读物,要全面吸收其养分,并不会轻松。学术术语、理论假说以峰峦起伏的姿态不断涌现,让人思路豁然开朗。作者并不玩概念,但作者是心中有概念的,其中提出的反陈见的大命题(如美国并非都是注册制、国企上市已退潮)和一些小命题,也都值得不断回味。朝晖能做宏大思考,如地方竞争,也能从最技术层的罗伯特议事规则来观察证券法中的权力运作。阅读本书会让人感到智识上的愉悦。

文体编排上,本书也别有风光。“朝晖夕阴,气象万千”。他似乎有“数据狂人”的倾向,在他触及的领域他会拼命收集周边信息、制图列表。这对希望了解一个更大的背景以便综合性思考的读者来说是个福音,对其他读者来说嘛,就当是提供了一个快进的机会,也不错。此外,朝晖的文青气质,如对文学、史学乃至地理学作品的不时引用,也令著作平添了几分生机。

尽管里面不少章节我都曾经阅读过,但重览之仍然是一个很有益的学习过程。尽管证券法著作常常由于法律制度的急剧变化而有时效不在的尴尬,但这本书的框架、主体内容及其编排方式仍然值得我们不断仿效,甚至包括其规规矩矩、讲座心得都一一申明来历的注释方式。

再次祝贺朝晖的大作出版。他是我们这一代青年学人的榜样。虽然我不爱喝他从家乡带来的“疑似塑化剂”的酒,但请允许我虚拟地在此为他干一杯。

缪因知

2015年9月16日

于中央财经大学《财经法学》编辑部办公室

目 录

导 论	1
第一章 证券监管的社会网络分析	19
第二章 发审委与公司融资	37
第一节 中国如何筛选企业上市	39
第二节 发审委的实质审核	46
第三节 选拔程序的议事规则改善	54
第三章 注册制与核准制之争	75
第一节 美国证券法中的联邦主义	78
第二节 通说	85
第三节 美国本土公司首发的监管:联邦的注册与州的实质 审核并行	87
第四节 香港证监会最终判断拟上市公司的投资风险	100
第五节 还原域外法律制度的原貌	103
第四章 全国证券统一监管体制的形成	105
第一节 问题意识:为什么地方国企申请上市的数量变少	107
第二节 发现与切入	108
第三节 全国证券集中监管与不同所有制企业的上市竞争	113
第四节 如何检验“地方国企上市需求终结”假说?	124
第五节 全国证券集中监管体制的形成原因	125
第六节 “地方政府的名单”	131

第五章 监管的市场分权理论	135
第一节 两个十年	137
第二节 理论脉络:金融监管的地方分权与行政治理理论	139
第三节 金融监管的市场分权理论	152
第四节 演化中的行政治理	158
第五节 差序格局:券商分类监管形成的行政声誉与锦标赛	165
第六节 为什么契约治理“混搭”行政治理?	169
第七节 上市监管地方分权向市场分权的未竟转型	181
第六章 证券法的地方竞争	
——多层次资本市场建设中的中央与地方关系	185
第一节 引言	188
第二节 上市资源的地理分布不平衡日益加剧	189
第三节 客观的原因与制度变迁的原因	192
第四节 想象另一种可能:证券法竞争	197
第五节 本土化:证券法地方竞争的技术路线	203
第六节 被忽视的地方:多层次资本市场建设中的中央与地方关系	209
附录 A 实地调研与访谈目录	216
附录 B 公开讲座	218
主要参考文献	219
后 记	239