



# 中国证券监管权的 行使与制约研究

柯 湘 著



知识产权出版社

全国百佳图书出版单位



# 中国证券监管权的 行使与制约研究

柯湘 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

中国证券监管权的行使与制约研究 / 柯湘著. —北京:  
知识产权出版社, 2015. 1

ISBN 978 - 7 - 5130 - 3262 - 9

I. ①中… II. ①柯… III. ①证券市场 - 市场监管 -  
研究 - 中国 IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 002024 号

责任编辑: 刘江

封面设计: 张国仓

责任校对: 董志英

责任出版: 刘译文



中国证券监管权的行使与制约研究

Zhongguo Zhengquan Jianguanquan de Xingshi yu Zhiyue Yanjiu

柯 湘 著

出版发行: 知识产权出版社 有限责任公司

社 址: 北京市海淀区马甸南村 1 号

责编电话: 010 - 82000860 转 8344

发行电话: 010 - 82000860 转 8101/8102

印 刷: 保定市市画美凯印刷有限公司

开 本: 720mm × 960mm 1/16

版 次: 2015 年 1 月第一版

字 数: 202 千字

ISBN 978 - 7 - 5130 - 3262 - 9

网 址: <http://www.ipph.cn>

邮 编: 100088

责编邮箱: [liujiang@cnipr.com](mailto:liujiang@cnipr.com)

发行传真: 010 - 82000893/82005070/82000270

经 销: 各大网上书店、新华书店及相关专业书店

印 张: 17

印 次: 2015 年 1 月第一次印刷

定 价: 42.00 元

出版版权专有 侵权必究

如有印装质量问题, 本社负责调换。

# 目 录

|          |     |
|----------|-----|
| 导言 ..... | (1) |
|----------|-----|

## 上篇 中国证券市场监管权配置： 一个全景式了解

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 中国证券市场监管权配置：问题、成因、出路 ..... | (9) |
|----------------------------|-----|

## 中篇 中国证监会证券监管权： 权力失范与权力制约

|                                         |       |
|-----------------------------------------|-------|
| 中国证监会行使立法权存在的问题及解决建议 .....              | (63)  |
| 中国证监会行使行政许可权存在的问题及解决建议 .....            | (86)  |
| 中国证监会调查机制存在的问题及解决建议 .....               | (101) |
| 中国证监会行政处罚机制存在的问题及解决建议 .....             | (119) |
| 中国证监会非行政处罚性监管措施研究 .....                 | (139) |
| 中国证监会发行审核委员会的法律地位及其运作机制存在<br>问题探析 ..... | (161) |

## 下篇 以证券交易所为代表的自律机构证券 监管权：困境、规范、发展

|                              |       |
|------------------------------|-------|
| 我国证券交易所监管权若干问题研究             |       |
| ——以对上市公司的监管为例 .....          | (177) |
| 我国证券交易所纪律处分机制研究 .....        | (193) |
| 证券交易所监管与服务争议的司法介入研究 .....    | (222) |
| 我国对公司化证券交易所的未来监管模式选择探析 ..... | (235) |
|                              |       |
| 余论 .....                     | (251) |
| 附录 访谈提纲 .....                | (253) |
| 主要参考文献 .....                 | (256) |
| 后记 .....                     | (262) |

# 导 言

## 一、研究问题与研究意义

本书着眼于中国证券市场监管权的行使及其制约机制问题的研究。

证券市场是现代经济中的重要组成部分，是市场经济配置资源的重要途径之一。中华人民共和国的证券市场从无到有，经过 20 多年的发展，在我国发挥着越来越重要的作用。截至 2014 年 6 月底，中国大陆境内共有上市公司 2 540 家，投资者开设的有效证券账户总数达 13 505.42 万户，沪深两市股票总市值达 244 129.67 亿元，相当于我国 2013 年 GDP 的 42.9%。证券市场对我国经济发展发挥的重要作用和将来的重要地位已经得到党和政府的高度肯定。

然而，在强调证券市场重要性的同时，不可否认的是，证券市场是一个具有高度风险性的市场，放任自由的证券市场已被历史证明是不可取的，政府之“手”的适度介入，无论在实践界还是理论界都已成为共识。英国 1697 年颁布的《抑制不正当证券买卖防止投机风潮法案》被视为证券市场管理制度诞生的标志，自此以后，证券监管制度就进入理论界的研究视野。然而，对证券监管机构的性质、执法权限、执法约束机制及被监管者的救济机制

的研究则是在 20 世纪 40 年代前后才引起理论界的关注。1934 年，美国联邦证券交易委员会（Securities and Exchange Commission, SEC）根据《证券交易法》设立，该组织是一个被美国国会立法直接赋予证券监管权的独立监管机构，行使立法、行政、司法三种权力。自此，美国证券市场从强调自律监管转变为强调政府监管，而对政府监管的强调必然带来公权力对原有私权利和私域的渗透，这就使“如何制约监管者”的问题越来越受到人们的关注，1946 年《美国联邦行政程序法》的出台可以说就是公众对包括 SEC 在内的独立监管机构的权力缺乏有效约束的一个反应。此外，1934 年《证券交易法》颁布之前，美国的证券交易所历来被视为“国家法律中的私人组织”，其行为不受宪法所确立的正当程序原则之约束。但是该法颁布之后，证券交易所日益承担着执行联邦证券法律、维护市场秩序、保护投资者利益之职责，于是证券交易所是否属于政府代理人、其行为是否受正当程序的约束等问题都引起了理论界与实务界的关注与争议。

证券市场管理制度虽然最早产生于英国，但美国的证券市场及其监管制度却是当代各国中最成熟的。《证券交易法》《美国联邦行政程序法》《内幕交易处罚法》《证券执法救济和垃圾股改革法》《全国证券市场改进法》《萨班斯－奥克斯利法》以及 SEC 的行为规范、美国联邦法院的众多案例共同建立起 SEC 及证券交易所等自律机构监管美国证券市场的保障和约束机制。美国法律界对美国证券市场监管的研究不少，但从行政法角度系统研究证券监管机构及其监管权行使和约束机制的却不多见，已有的文献主要限于对证券监管机构某一行为的研究。在笔者的阅读范围内，路易斯·洛斯（Louis Loss）和乔尔·塞利格曼（Joel Seligman）的研究可以算是其

中的较为出色者，他们在《证券监管》一书中，专门开辟了“SEC的行政法”一章，对SEC的调查程序、准司法程序、制定法的救济、规则制订、保密处理等内容进行了剖析。至于其他国家，在笔者阅读的中英文文献范围内，也鲜见相关领域的研究成果。在我国，由于证券市场仍处于新兴发展阶段，故目前法学界对证券市场的监管之研究多着眼于如何规制证券市场主体的行为，而忽视对证券市场监管者的权力行使及其制约的研究，相关研究成果凤毛麟角。从形式上看，我国目前的相关研究成果主要为论文，著作仅有马洪雨的《论政府证券监管权》和吴伟央的《证券交易所自律管理的正当程序研究》，但前者主要关注中国证监会的监管权行使之制约，而后者仅从正当程序角度关注证券交易所的自律管理权力之制约；从内容上看，现有的研究成果主要是介绍国外的证券监管机构的执法或立法约束机制，如马江河和马志刚的《美国SEC行政执法机制研究》、高基生的《德国证券市场行政执法机制研究》，有少部分成果涉及对我国证券监管的体制、机构的性质、监管权的配置、某一具体行政行为以及对证券监管权的司法监督的分析，如董炯和彭冰的《公法视野下中国证券管制体制的演进》、吴越和马洪雨的《证监会与证券交易所监管权配置实证分析》、卢文道的《我国证券市场行政许可制度之重构》以及徐明和卢文道的《证券交易所自律管理侵权诉讼司法政策——以中美判例为中心的分析》《证券交易所业务规则法律效力与司法审查》，仅有个别对证券监管权的制约进行了高屋建瓴式的阐述，如高西庆的《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》；从研究人员上看，较有价值的研究成果主要来自实践部门。

笔者认为，在如何监管这一问题上，除了传统研究中关注的以



被监管对象之行为为核心的制度建构和完善外，证券监管机构监管权力的行使之合法性、正当性及对监管权力的约束也应及时受到学界的重视。这不但是依法行政的要求，而且对于我国证券市场的管理、证券市场风险的防范具有十分重要的现实意义。同时，证券市场领域的高度专业性、复杂性、交易要素的特殊性，决定了证券市场监管权之行使相比于其他领域的特殊性，这就凸显了专门研究证券市场监管权行使及其制约机制的必要性。然而，与现实需求不相适应的是，我国在这一领域的研究成果不尽人意。现有研究成果主要停留在介绍国外有关制度的阶段，结合我国实际情况进行专题研究的寥寥无几，更谈不上系统的研究。因此，本书的研究将在一定程度上弥补该领域研究的不足。

## 二、本书结构

本书除导言和余论外，共分为上、中、下篇：上篇主要对我国的证券市场监管权之配置进行全景式的介绍，并分析其存在的问题和成因，继而提出解决问题的思路；中篇主要是对我国证券市场最重要的监管机构——中国证监会在行使证券监管权过程中存在的权力失范问题进行阐述，并提出解决其权力失范问题的建议，此部分的分析涵盖最常见的中国证监会的五种行政行为——行政立法、行政许可、行政调查、行政处罚及非行政处罚性监管措施。此外，还对一个法定的特殊机构——中国证监会发行审核委员会的法律地位及运作机制存在的问题进行了分析，以期对中国证监会的权力失范问题进行更全面的了解；下篇则以证券交易所为代表，对我国证券市场的另一重要监管主体——自律机构的证券监管权存在的问题予

以研究，主要关注其监管权力的来源、监管权行使过程存在的问题、对证券交易所证券监管权的司法监督以及未来证券交易所公司化后对其的监管模式选择，阐释证券交易所因其自律机构和监管机构双重角色而产生的困境并尝试性地指明出路。



**上篇 中国证券市场监管权配置：  
一个全景式了解**



# 中国证券市场监管权配置： 问题、成因、出路

## 一、引言

世界交易所联合组织（World Federation of Exchanges, WFE）在2004年对其成员作了一项问卷调查，主要关注各成员交易所实际上履行的职能、这些职能在多大程度上与政府监管部门或监管服务提供部门分享，并确定这些监管的成本。80%的成员对问卷进行了反馈，包括纽约证券交易所、美国纳斯达克交易所、伦敦证券交易所、东京证券交易所、香港联交所等发达证券市场的交易所以及上海证券交易所、深圳证券交易所、新加坡证券交易所、印度国民交易所和菲律宾证券交易所等新兴证券市场的交易所。在此项调查中，许多交易所表达了应该减少政府和交易所的重复监管的观点，一些交易所抱怨政府部门和交易所之间的责任没有一个明确的界定，不同机构之间需要更多的协调和透明度。<sup>①</sup> 以此看来，证券市场监管权如何进行有效的配置，以便减少监管成本和被监管对象的守法成本，

---

① World Federation of Exchanges (WFE): “regulation of markets survey 2004”, 载 <http://www.world-exchanges.org/reports/studies-and-surveys/survey-regulation-markets-2004>.

是一个世界性的难题。本部分试图在对中国现行证券市场监管权的配置进行实证分析的基础上，提出这一世界性难题的中国解答。

始于 2007 年的金融危机发生后，各国应对危机的政策和变革粉墨登场，其中不乏对监管权予以重配的改革措施，其中最引人注目的是英国的改革。为检讨英国没有及时预测到这场危机以及在这场危机中未能充分应对的过失，英国通过了《2012 年金融服务法》，对《1998 年英格兰银行法》《2000 年金融服务与市场法》《2009 年银行法》和《2006 年公司法》第 785 部分进行修正，并建立起“双峰”金融监管体制，原来的唯一超级金融监管机构金融服务管理局（FSA）的职责被两个于 2013 年 4 月 1 日起正式成立的新机构——专注于金融业务及行为监管的金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）以及作为英格兰下属机构的专注于金融机构审慎监管的审慎监管局（Prudential Regulation Authority, PRA）承接。此外，还在英格兰银行内部成立监督和应对系统性风险的宏观谨慎监管机构金融政策委员会（Financial Policy Committee, FPC）。

中国近几年证券监管权的改革也动作频频，行政审批制度改革是其中的亮点之一。在 2012 年 10 月出台的《国务院关于第六批取消和调整行政审批项目的决定》中，涉及取消和调整中国证监会的行政审批事项就达 35 项，数量位居国务院部门的首位。2013 年和 2014 年 1 月，国务院又分别取消了中国证监会的 2 项和 3 项行政审批事项。至此，自 2001 年行政审批制度改革工作全面启动至今，证监会已分 8 批累计取消 141 项行政审批项目，部分取消的行政审批项目涉及的管理事项转由证券交易所、中国证券业协会等自律机构负责。中国共产党十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中明确提出“推进股票发行注册制改

革”，标志着新股发行注册制的实施渐行渐近。在 2014 年 3 月发布的《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》中，国务院又提出要取消上市公司收购报告书事前审核、取消除了借壳上市之外上市公司重大资产重组行为的审批及取消上市公司要约收购义务豁免的部分情形的审批。整个中国证券市场弥漫着“山雨欲来风满楼”的大变局前夕之气息，中国证券监管权的变革正处在一个新的十字路口，未来的变革急需一个方向性指引。

## 二、域外关于证券市场监管权配置的三种主要模式

美国学者斯塔夫罗斯·格丁尼斯（Stavros Gadinis）和豪威尔 E. 杰克逊（Howell E. Jackson）在对世界上证券市场比较发达的八个国家和地区的证券监管权配置情况进行调查后发现，这八个国家和地区存在三种明显不同的对证券市场监管权予以分配的模式：政府主导模式、灵活模式和合作模式。<sup>①</sup>

### （一）政府主导模式

政府主导模式的代表性国家有法国、德国和日本。这一模式与其他两种模式相比，法律倾向于要求中央政府机构更多地介入证券市场的监管，而自律机构的权力则被具体明确地予以界定且限定在必要的范围之内，自律机构监管权力的行使经常还需取得政府机构的许可。该模式的特点具体表现为：（1）立法对自律机构的授权是碎片化的，是问题指向的（issue-specific），即每一授权

---

<sup>①</sup> Stavros Gadinis, Howell E. Jackson: Markets as Regulators: a Survey, *Southern California Law Review*, 2007 (80): 1239 ~ 1382.



都是针对某一特定问题的解决，而不是一个整体性的授权，没有明确被授予自律机构的权力将被视为属于政府机构。（2）这一模式中典型的属于自律机构的权力包括决定招股书的披露要求、制定上市要求及持续信息披露要求、制定交易规则和制定结算程序，然而这些权力的行使经常会受到政府机构的干预，如立法和政府机构制定的行政法规和规章中会对发行人可以进行公开融资的条件以及招股书的必备内容予以规定，而且自律机构行使上述权力时还将受到政府机构的监管。（3）在政府机构和自律机构的权力重合之处，政府机构的权力优先于自律机构的权力，主要体现在自律机构制定的规则需获得政府机构的批准、政府机构有权推翻自律机构的决定（如可以推翻交易所关于上市或退市的决定）以及自律机构制定规则和执法的角色相对于政府机构是第二位的（如自律机构更倾向于去执行政府机构的规定而不是自行创设规则、执法时借力于政府机构如只剥夺那些已经成为政府机构调查目标的发行人的上市资格）。（4）中央政府通过直接或间接的途径对自律机构施加影响，例如批准自律机构的成立、拥有对自律机构董事会或重要成员的任命权等。

## （二）灵活模式

灵活模式的代表性国家和地区为英国、澳大利亚和中国香港特别行政区。这一模式的监管哲学是确保市场参与者在履行自身义务之同时尽可能给予其对自身活动的话语权，但这并不意味着以牺牲严格和明确的监管目标为代价，相反，这一模式中的监管目标和执法行动要比政府主导模式强大得多。然而，就如何实现监管目标，这一模式中的被监管者经常可以通过与监管者或享有监管权的自律