

## 科创板时代中国证监会治理 角色与模式的转变

吕成龙\*

---

**内容提要：**随着科创板的推出及制度完善，全面注册制的时代已经越来越近，证监会应及时转换其角色定位，从事先监管逐渐向事中、事后监管转变。证券市场多元治理的核心在于关键治理变量的识别并与具有相应优势的治理主体优化组合。比较而言，规则制定能力、调查能力、惩罚能力、信息技术能力、信息监察能力和证券专业能力是塑造证券市场治理效率的关键变量，而政府监管机构、自律组织、市场机构和投资者针对不同变量实际上具有不同的治理优势，如果相应治理主体能够获得其所擅长的关键治理变量的监管权限和资源，市场治理效果将得到提升。因此，证监会应借助于多元治理的框架，在其具有治理优势的规则制定能力、调查能力和惩罚能力维度继续深化努力，而在其相对不具有比较优势的监管领域，则应积极与自律组织、市场机构等合作治理，最终成为一个有所为、有所不为的证监会，提高证券市场的经济效率和治理效果。

**关键词：**证监会 科创板 注册制 多元治理 证券市场规制

---

### 一、注册制下证券市场监管的逻辑起点

2018年，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，开启了中国资本市场发展的新篇章。2019年，中国证券监督管理委员会

---

\* 吕成龙，深圳大学法学院助理教授。

本文为2017年度教育部人文社会科学研究青年基金项目“中国证监会内幕交易监管行为研究：1994—2017”（17YJC820035）的阶段性成果。

作者感谢浙江大学范良聪副教授、中央财经大学缪因知副教授对本文的批评和建议，但文责自负。

(以下简称“证监会”)颁布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》,〔1〕希冀从设立科创板入手以稳步试点注册制,此后,上海证券交易所密集地公布了多份文件,对上市申请、发行承销、持续监管和信息披露等内容进行了规范,资本市场对此充满期待。长久以来,对于注册制究竟应该审什么及如何审,学术界和实务界曾存有一定争议,但基本已廓清了注册制应有的模样并具备了相应的法律环境。〔2〕因而,科创板的设立无疑将成为我国资本市场发展历程的重要节点。

回顾过往,核准制下证券市场法律治理中最大的问题之一便是“角色错位”。核准制创设之初,其一改之前额度制和指标制的诸多弊端,〔3〕有效提高了企业上市融资的可能性,但鉴于彼时我国证券市场尚处于起步阶段,各类不规范的市场行为较多,证监会采取核准制不仅有利于帮助市场投资者防控一定风险,也促进了证券市场的不断法治化。然而,这种实质审核的模式不仅导致证监会担负了繁重的工作任务,也使其背负起了众多市场投资者的信任,一旦有欺诈行为发生,证监会即首当其冲。〔4〕近些年来,证券发行核准制饱受市场质疑,我们逐渐意识到证监会不需要对拟上市公司的投资价值进行实质性判断,而且,证监会有限的人力资源也不具有实质性审核的充分现实性。因而,在2015年《首次公开发行股票并上市管理办法》修改之后,其原来对独立性和募集资金运用的要求成为信息披露事项,同时,其第7条指出证监会“对发行人首次公开发行股票的核准,不表明其对该股票的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证”。可以说,我们已经在向注册制靠拢,尽管步伐仍然显得很谨慎。

证券发行注册制改革之所以相对曲折,究其原因,证券市场乃极具外部性、容易出现逆向选择的市場,特别是重要市场主体的行为将在极大程度上塑造市场样态。考虑到证券市场参与主体众多、易产生系统性风险而对社会经济秩序造成冲击等特点,如何防范系统性金融危机和证券市场大幅震荡,往往会成为证券监管机构所优先考虑的问题。进一步而言,即便在注册制所有配套制度明确的情况下,我们能够在何种程度上放手交由市场对证券价值进行实质判断,恐怕更多地取决于政府监管部门的决心和勇气,以克服路径依赖所导致的长期监管思维惯性,去真正地改变既有的监管立场和思路,这是深度优化监管方法的前提。否则,我们可能会“换汤不换药”而重回核准制的老路。但这里更值得我们思考的是,我们应如何以科创板建设为契机推进证券监管体制的深层次改革,借此,不仅提高发行市场的融资效率,而且从根本上优化我国证券市场的治理效果。换言之,我们需要探寻的是在未来推行注册制的背景下,证监会到底应该监管什么,又应该如何监管。对这些疑问的回答,实则涉及多元治理(Governance)背景下证券市场权力和角色分配的深层问题。

〔1〕《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(中国证券监督管理委员会公告〔2019〕2号)。

〔2〕相关典型研究参见沈朝晖:《流行的误解:“注册制”与“核准制”辨析》,载《证券市场导报》2011年第9期;蒋大兴:《隐退中的“权力型”证监会——注册制改革与证券监管权之重整》,载《法学评论》2014年第2期;王啸:《美国“注册制”的四大难题与中国资本市场改革的思考》,载《证券市场导报》2015年第1期;汤欣、魏俊:《股票公开发行注册审核模式:比较与借鉴》,载《证券市场导报》2016年第1期;中国法学会证券法学研究会:《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。

〔3〕See Katharina Pistor, Chenggang Xu, *Governing Stock Markets in Transition Economies: Lessons from China*, 7 *American Law and Economics Review*, 184 (2005).

〔4〕参见林国全:《证券交易法研究》,中国政法大学出版社2002年版,第26-27页。

## 二、证券市场关键治理变量的识别

### （一）为什么是“治理”

自俞可平教授将治理理论引入我国以来，〔5〕我们公共管理范式开始有了新的变化，并得到越来越多的来自公共管理学、政治学、国际关系学和法学的关注和应用，这对传统的统治（Government）及监管（Regulation）范式造成了巨大的冲击。时至今日，仅仅依靠政府监管的模式已愈加捉襟见肘，“规制万能主义”不能解决政府监管的失灵与局限的问题，〔6〕治理理论则强调社会多元主体的共同参与和协作，发挥各自的优势以共同应对社会发展难题，借此有效地消弭市场失灵与政府失灵的局限，受到广泛的关注和应用。目前，不管是基于多元主体的治理、最小政府的治理、作为善治的治理，还是社会自组织网络的治理、新公共管理的治理，皆对传统的政府公共管理理念、方式和结果评价进行了重大的改变，也间接地促进了法律制度的变迁和社会发展，〔7〕可以说，这些理念上的转变与活跃的社会创新实践汇流之后，正在重构我国社会管理模式。具体到证券市场而言，证券市场的治理是一种不完全信息下的动态博弈，监管者、市场参与者皆相机而动。同时，法律规则是模糊的，无法预测社会的发展，也无法穷尽社会一切可能，导致行动类型的预测更加困难，这就使得任何法律都是永不完美的。〔8〕因而，在此种不完全信息的动态博弈中，最优选择（细致入微的完美法律）并不具有可行性，监管者无法事先预测市场的行动策略，但是，我们依旧能够在这样的动态博弈中，在可接受的成本与收益基础上，实现市场治理的次优选择，在一定程度上，既调动市场的活力，又有效地监管市场运行。在探究证券市场治理权力分配格局之前，我们必须首先厘清证券市场的关键治理变量和因素，这是决定治理分工的着力点。

对这个问题最早的系统性阐释，来源于 Rafael La Porta 等人的著名论文“*What Works in Securities Law?*”，他们对能够影响证券市场新股发行质量的诸多关键变量进行了研究。〔9〕该文在我国引起了较多的讨论，具有一定启发价值。当然，对于证券市场的治理范式，亦有其他域外学者进行了阐述。其中，Stavros Gkantinis 和 Howell Jackson 研究了证券市场治理中各个主体的责任，阐释了证券交易所与自律组织的功能，将“规则制定能力”“合规监察”和“执法”的权能分配界定为影响证券市场治理及其类型的重要因素，他们将证券市场治理模式分为政府主导模

〔5〕 参见〔美〕詹姆斯·罗西瑙主编：《没有政府的治理 世界政治中的秩序与变革》，张胜军等译，江西人民出版社 2001 年版。

〔6〕 参见张红：《走向“精明”的证券监管》，载《中国法学》2017 年第 6 期。

〔7〕 参见王诗宗：《治理理论及其中国适用性》，浙江大学出版社 2009 年版，第 38-53 页。

〔8〕 See Katharina Pistor, Chenggang Xu, *Incomplete Law*, 35 *NYU Journal of International Law and Politics*, 931 (2003).

〔9〕 Rafael La Porta 等在研究过程中提取的各类变量包括：（1）信息披露（招股书、薪酬、股东情况、内部持股结构、异常合同、交易）；（2）责任标准（发行人及其董事、会计师、承销商）；（3）证券监管者特征（任命方式、任期、领域）、规则制定权、调查权（文件调取、要求作证等）、惩罚（命令、刑事制裁）；（4）结果变量（外部市值/GDP，国内公司数量/人口数、IPO 数量、股票市场准入、股权集中度、流动性等）；（5）控制变量和工具变量（反董事权利、司法效率、人均 GDP 对数、法律渊源，投资者保护）等。在此基础上，他们对证券市场的监管效率进行了比较。See Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, *What Works in Securities Laws?* 61 *Journal of Finance*, 20 (2006).

式、灵活监管模式和合作监管模式，<sup>[10]</sup> 为各主要资本市场评估其治理模式和效率提供了参考。Laura Beny 在对内幕交易法之规制“范围”和“惩罚”进行研究时，提炼了公共执法独立性所涉及的四个细分因素，即监管机构管理人员的任职程序、终身职业保障、监管焦点和监管者的规则制定权，<sup>[11]</sup> 可谓不一而足。近年来，我国法学界对于证券市场的有效监管也有一定探索：郑彧对市场化条件下政府监管与市场监管分工进行了研究，分析了证券监管机构、证券交易所、自律监管组织和中介服务机构的角色和责任范围，提出要在市场化条件下重构我国的证券市场监管框架，监管机关本位回归、交易所角色复原、自律机构功能还原；陈斌彬从证券监管的理论基础与制度分析出发，结合证券行政监管、司法监管与自律监管三个维度内容，对我国当前证券监管法律制度展开分析，提出应建立相互协调又制衡的层次多级化与主体多元化的监管架构；马洪雨从“强化市场型”政府理论和“瘦身国家”理论出发，结合我国政府监管的实践，探讨了各个治理主体的权力配置要素和程序，强调政府应成为法律和政策的支持者并发挥违法行为查处的核心功能，以合理配置监管权力。<sup>[12]</sup> 因此，基于对中美两国证券市场治理文献的阅读和梳理，本文尝试对影响证券市场治理的关键变量进行识别、提取，<sup>[13]</sup> 这构成了探讨证券市场治理分工与协同的基础和前提。

## （二）证券市场的关键治理变量

第一，规则制定能力。制度的作用不言而喻，制度是为了决定人们的相互关系而人为设定的制约，其构造了市场、政府与社会各种活动的激励结构，是引导人们行动的有效手段。<sup>[14]</sup> 制度变迁的方式决定了社会演进的方向和模式，<sup>[15]</sup> 而一旦交易成本发生显著变化，其将推动制度的变迁并打破原有的博弈均衡，进而向新的制度演进。<sup>[16]</sup> 与此同时，正如科斯定理所推论的那样，在交易费用大于零的真实世界里，不同的权利初始界定会对经济运行带来不同效率的资源配置效果，因而，法律规则的界权功能非常重要。<sup>[17]</sup> 因此，结合这两个维度的内容而言，规则制定能力对于塑造证券市场的初始法律和经济关系具有不可取代的作用。

第二，信息监察能力。信息是证券市场的血液，证券市场的监管正是一个解决信息不对称、减少不确定性与风险问题的过程，<sup>[18]</sup> 尽管对信息披露是否能够提升股票市场治理效果曾有一定质疑，但目前主要资本市场皆以立法的形式强调了信息披露在证券市场治理中的重要地位。

[10] See Stavros Gkantinis, Howell Jackson, Markets as Regulators: A Survey, 80 *Southern California Law Review*, 1239 (2006).

[11] See Laura N. Beny, Do Insider Trading Laws Matter? Some Preliminary Comparative Evidence, 7 *American Law and Economics Review*, 144 (2005).

[12] 上述文献对本文的研究富于启发，具体可参见郑彧：《证券市场有效监管的制度选择——以转轨时期我国证券监管制度为基础的研究》，法律出版社2012年版；陈斌彬：《我国证券市场法律监管的多维透析——后金融危机时代的思考与重构》，合肥工业大学出版社2012年版；马洪雨：《论政府证券监管权》，法律出版社2011年版。

[13] 笔者认为，关键变量的认定主要是一种经验意义上的发现和总结，应在大量的实践与文献研究中不断提炼和明确。笔者曾试图对中、美证券市场的关键治理变量进行初步性归纳和阐释，具体可参见吕成龙：《中美证券市场治理的关键变量比较与法律移植》，载郭锋主编《证券法律评论》（2015年卷），中国法制出版社2015年版，第301-302页。

[14] 参见〔澳〕柯武刚等：《制度经济学：财产、竞争、政策》，柏克等译，商务印书馆2018年版，第123页。

[15] 参见〔美〕道格拉斯·诺斯：《制度、制度变迁与经济绩效》，杭行译，格致出版社等2014年版，第3-11页。

[16] 参见前引〔15〕，道格拉斯·诺斯书，第99-102页。

[17] See Ronald Coase, The Problem of Social Cost, 3 *The Journal of Law and Economics*, 1, 15-16 (1960).

[18] 参见〔美〕肯尼思·阿罗：《信息经济学》，何宝玉等译，北京经济学院出版社1989年版，第157-159页。



事实上，是否以及具有何种信息掌控能力对政府监管机构、市场自律机构、中介服务机构而言，皆具有重要意义，因为信息正是证券市场主体决策的基本依据和重要的竞争资源。<sup>〔19〕</sup>特别是对证券治理主体而言，其每天都必须从所面对的海量信息信号中，甄别、分析、判断出可能的内幕交易、虚假陈述、市场操纵等情况，通过减少此种“知识差”以制定进一步的行为策略选择。

第三，调查能力。调查能力是指市场治理主体发现证券市场违法行为的调查权限和调查的专业能力、水平。调查能力直接关乎证券市场监管的效果，通过调查而得到的资料是不是真实、准确和完整，不仅直接关系到以调查信息为基础而作出的各类后续行为的具体内容，也直接对行政相对人的实体性和程序性权利产生法律效果。<sup>〔20〕</sup>从我国现实情况来看，长期制约证券市场监管的一个重要因素便是调查能力的不足。譬如，曾有实务人士观察发现，鉴于繁琐的取证、调查程序和调查难度，为了便于及时查处某些案件并给市场以交代，监管机构对有些性质上应归属内幕交易的案件，以“信息披露违规”或其他较易查处的违法类型进行定性，<sup>〔21〕</sup>这不仅不利于消除违法行为的外部性，长此以往，更会严重制约证券市场的监管效果。<sup>〔22〕</sup>因此，调查能力是影响证券市场治理的关键变量。

第四，惩罚能力。惩罚是执法的核心内容，若没有惩罚，法律规则就是残缺的。<sup>〔23〕</sup>惩罚不仅可以对既有的违法行为进行惩治，更重要的是可以威慑、阻遏未来潜在的违法行为，借此，可以有效降低社会融资成本，并将治理成本归结于违法者而不是整个社会。比较而言，“执法”已经成为美国证券交易委员会（以下简称“SEC”）最明显的大众印象标签，<sup>〔24〕</sup>也使 SEC 成为最具威慑力的独立规制机构之一。从全球范围来看，Utpal Bhattacharya 与 Hazem Daouk 早先时候对百余个资本市场的考察已经证明：仅仅通过内幕交易立法并不足以阻遏内幕交易，阻遏违法的关键在于真正贯彻执法，<sup>〔25〕</sup>包括公权力执法与私人民事诉讼。执法的重要性自不待言。

第五，信息技术能力。在今天的证券市场中，信息技术变得越来越重要。它不仅极大地改变了交易机制，也给传统的证券市场带来了新的挑战。<sup>〔26〕</sup>回溯证券市场初期，经纪商和交易商忙于阿姆斯特丹、伦敦街上或物理意义上的交易所，<sup>〔27〕</sup>但现代金融已是人工智能、数学模型与超

〔19〕 参见谢贵春、冯果：《信息赋能、信息防险与信息调控——信息视野下的金融法变革路径》，载《北方法学》2015年第6期。

〔20〕 参见金自宁：《论行政调查的法律控制》，载《行政法学研究》2007年第2期。

〔21〕 参见王婷：《中国证券稽查执法制度变迁与实证研究》，武汉大学2009年博士学位论文，第128页。

〔22〕 参见前引〔9〕，Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer文，第1、8页。

〔23〕 参见杨涛：《公共事务治理行动的影响因素——兼论埃莉诺·奥斯特罗姆社会—生态系统分析框架》，载《南京社会科学》2014年第10期。

〔24〕 See Ziven S. Birdwell, The Key Elements for Developing a Securities Market to Drive Economic Growth: A Roadmap for Emerging Markets, 39 *Georgia Journal of International & Comparative Law*, 535, 545 (2011).

〔25〕 See Utpal Bhattacharya, Hazem Daouk, The World Price of Insider Trading, 57 *The Journal of Finance*, 75 (2002).

〔26〕 See Randal Michie, Exchanges in Historical and Global Context, in Larry Harris ed., *Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*, Oxford University Press, 2010, p. 3.

〔27〕 See Lodewijk Petram, *The World's First Stock Exchange*, Columbia University Press, 2014, pp. 1-34.

级计算机的天下，这意味着更快、更大、更复杂、更全球化、更联系紧密和更少的人。<sup>[28]</sup> 按照 Joseph Grundfest 的观点，资本市场的结构已经深刻地受到计算机和信息技术的冲击，因为其不仅可以带来直接纳入证券价格的信息，也能提供足够的数学方法计算和自动执行交易。<sup>[29]</sup> 特别是在目前各种前沿新型金融科技（如区块链技术、智能投顾、大数据应用等）迅猛发展的背景下，证券市场交易模式充满了更多可能性，因而，对信息技术的把握能力将直接关系到证券市场的未来。

第六，证券专业能力。证券专业能力包括专业交易与监管能力。证券市场是一个高度复杂的市场，特别是随着信息技术的引入，传统的经纪商正在面临艰巨的技术挑战和信息爆炸的冲击。如前所述，证券市场成为经济金融、信息技术、财务会计和法律等知识的“竞技场”。对市场机构而言，证券专业交易能力是其安身立命的根本所在。<sup>[30]</sup> 对于行政监管机构而言，监管能力同样重要，若无法理解日渐复杂的证券交易方式，便无从谈及证券监管法律规则的适用问题。例如，光大证券“乌龙指”案内幕交易的处罚就引起了一定的争议，能否将错单交易的信息认定为“内幕消息”不仅是行政处罚的关键所在，<sup>[31]</sup> 还进一步涉及对内幕交易规制原理的理解。再比如，对手法新颖、隐蔽的操纵市场行为，能否认定利用价量优势而扭曲正常市场价格，同样是非常复杂的法律论证工作，皆需要有足够的证券专业监管能力。

### 三、证券市场主体治理优势的分布格局

证券市场的关键治理变量塑造了证券市场的秩序与效率，我们应当如何在证券市场主体之间分配关键治理变量的相应治理权限和资源？换言之，多元治理下各个主体分工与协同的依据是什么？从经济学和治理理论研究来看，这涉及个人（市场），社会（志愿）与集体行动（政府）如何抉择与组合的难题，同时，还涉及治理模式比较成本、结构等计算和度量方法。直言不讳地说，尽管决定证券治理分工与协同的因素十分复杂并富有争议，但本文希望就此进行一定探索性的理论与定性分析。本文认为，政府监管机构、自律机构、看门人和投资者都是证券市场治理的参与者，从资源禀赋的角度而言，不同主体拥有不同的治理成本和优势，因此，在关键治理变量的分配中，如果具有治理优势的主体能够获得对相应变量治理的资源 and 权限，其将有效提高对该变量的治理水平，并使得证券市场的治理效率得到极大提升。事实上，这与奥斯特罗姆教授（Elinor Ostrom）“联合生产”的概念也不谋而合，皆要求处于不同组织的主体（如政府、投资者、社群群体、企业等）共同参与及投入资源才能完成，强调把各类主体都视为公共管理的必要

[28] See Tom C. W. Lin, *The New Financial Industry*, 65 *Alabama Law Review*, 567, 568-569 (2014).

[29] See Joseph A. Grundfest, *The Future of United States Securities Regulation: An Essay on Regulation in an Age of Technological Uncertainty*, 75 *St. John's Law Review*, 83, 90-104 (2001).

[30] See Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 *UCLA Law Review*, 781, 793-794 (2001).

[31] 参见缪因知：《光大证券事件行政处罚与民事索赔之合法性质疑》，载《法学》2014年第1期。

组成部分。<sup>[32]</sup> 最终，通过这样的治理资源优化配置，使得合适的人做其最擅长的事，政府的归政府，市场的归市场，借此，逐渐实现最优的治理效果。<sup>[33]</sup>

### （一）公权力主体的治理优势

政府监管机构最重要的、任何其他机构难以比拟的是其拥有强大的“调查能力”“惩罚能力”及“规则制定能力”。如斯蒂格利兹所论，政府拥有全体社会成员和国家强制力，使其在纠正市场失灵时有明显的优势，如征税权、禁止权、处罚权和交易费用定价等。<sup>[34]</sup> 更进一步来说，监管权力的享有、监管方式和进程都主要以监管机构单方的方式作出，不直接以被监管者的同意为条件，有着超越被监管者的优越性，<sup>[35]</sup> 这是市场其他参与主体所不具备的。除此之外，政府所建立的规则还能够克服诸如习惯等非正式规则的模糊性、共同体成员自发裁决的任意性等问题。<sup>[36]</sup> 反之，如果仅靠市场机制的话，证券市场的各方容易陷入一种类似互不合作的囚徒困境（Prisoner's Dilemma）或公地悲剧（Tragedy of the Commons）之中，除非他们因合作性的解决方法（如政府介入）而使得状况得到改善并借此防止整体性的损害与市场失灵，<sup>[37]</sup> 否则同样会出现治理难题，这也从反面证成了政府参与的必要性和治理优势所在。

当然，尽管道德规范、行业惯例、自律规则和私力救济等在不同维度上有利于促进证券市场的治理，但公权力机构所具有的强制性权力使其不仅能够更好地达成治理目标，而且这是其能够发挥最大治理效能的领域。<sup>[38]</sup> 更为重要的是，规则制定、调查和惩罚因涉及国家根本性权力的分配，需要有明确的合法性与正当性的来源，毕竟其将深刻广泛地影响公民的人身、财产安定与发展的权利，因而，非公权力主体在现代社会已难以拥有这样的充分权限。此外，值得特别说明的是，尽管政府监管机构在信息技术能力、信息监察能力和证券专业能力方面同样具有足够的能力和可能性，但若其在这些领域投入资源的话，其将付出更高的机会成本，故其治理的比较优势并不在此。

### （二）市场自律组织与市场机构的治理优势

自律组织与市场机构往往在信息技术能力、证券专业能力与信息监察能力上具有治理优势。市场自律主体包括证券交易所和证券行业协会等，市场机构则主要指各类市场看门人（Gate-

[32] 参见范良聪、鲁建坤：《退出、呼吁与地方公共事务治理：一个分析性框架的建构》，载《浙江大学学报》（人文社会科学版）2016年第3期。

[33] 笔者意识到，本文所述治理优势与关键治理变量是一种理想模型式的理论抽象，毕竟该议题极为复杂。但是，笔者近年来的研究皆围绕多元治理下证监会稽查执法优势的解构和强化而展开，试图对此进行一定探索，并构成了相关研究的基础思路。同时，如葛洪义教授所论，理想模型不是对全部事实进行经验上的概括，也不是指社会生活中人们希望的、最好的、理想的，而是仅仅表明某种现象是接近于典型，譬如“经济人”与“理想真空”等。因而，这种理想类型的概括，不可能在现实中有纯粹的存在形态，只是作为一种分析的工具而使用。参见葛洪义：《理性化的社会与法律——略论韦伯社会理论中的法律思想》，载《比较法研究》2000年第3期。

[34] 参见〔美〕约瑟夫·斯蒂格利茨：《政府为什么干预经济：政府在市场经济中的角色》，郑秉文等译，中国物资出版社1998年版，第74-77页。

[35] 参见前引〔12〕，陈斌彬书，第81页。

[36] 参见前引〔14〕，柯武刚等书，第145-150页。

[37] 参见〔美〕凯斯·桑斯坦：《权利革命之后：重塑规制国》，钟瑞华译，中国人民大学出版社2008年版，第52-56页；〔美〕埃莉诺·奥斯特罗姆：《公共事物的治理之道：集体行动制度的演进》，余逊达等译，上海译文出版社2012年版，第19页。

[38] 参见缪因知：《股票发行注册制下的行政权再定位》，载《财经法学》2016年第6期。

keepers) 机构。第一, 市场自律组织与市场机构具有信息监察上的优势。不难想见, 最靠近信息源的主体更易充分搜集、利用信息并作出决策,<sup>[39]</sup> 市场自律组织与市场机构因更加接近市场, 其能够更快更全面地收集、评价、分析市场信息并及时有效作出反应。<sup>[40]</sup> 在证券市场中, 证券交易所就被定义为“证券信息处理人”(Securities Information Processor),<sup>[41]</sup> 其通过汇集、处理、生产、传输和公布信息而发挥其自身的作用。<sup>[42]</sup> 随着我国证券市场注册制的试点和不断发展, 未来我国证券市场的信息量将更为巨大, 违法线索也会潜伏在海量的信息流之中, 能否发现这些交易的蛛丝马迹, 需要处于信息中心的交易所等自律组织的火眼金睛, 以近水楼台先得月。<sup>[43]</sup>

第二, 市场自律组织与市场机构具有证券专业能力上的优势。Louis Loss 教授等曾经精辟地概括: 如果有许多商业领域中的灰色区域需要治理, 其需要的是一种类似外科医生手术刀式的细细解剖, 方能精益求精, 而如果通过政府对复杂的商业进行直接监管(即便其有很多传统的执法优势和追诉犯罪的手段), 至多能够达到黑白分明的效果。<sup>[44]</sup> 自律组织、市场机构往往有着更多专业上和技能上的实践知识,<sup>[45]</sup> 也具有足够的改革创新意识, 其与从业者沟通的成本更低且更灵活。<sup>[46]</sup> 作为整个证券市场中最为专业的主体, 证券自律组织精通市场操作技巧, 能够熟练运用各种知识有效地分析复杂证券市场信息并促进交易效率。换言之, 只有具备专业精湛的职业能力, 才能够“更微妙和亲密地了解这个高度复杂的谜题, 并把所有碎片拼凑在一起”。<sup>[47]</sup> 因此, 证券专业能力在当今证券市场的治理中的作用应该得到充分关注。

第三, 市场自律组织与市场机构同样具有信息技术的优势。证券市场的本质在于信息及时交换, 这是交易的根本基础所在。现代证券市场与信息技术的联系日渐紧密, 各种新型证券交易技术日新月异, 并给证券市场监管造成了不小的挑战。例如, 高频交易(High-Frequency Trading)等已经占到发达市场证券交易的相当大比例, 他们在毫秒或微秒范围内进行交易, 尽管幌骗和塞单等操纵市场行为也夹杂其间。<sup>[48]</sup> 再譬如, 诸如高盛公司进行暗池交易的 Sigma X 系统、我国证券公司曾用于内部分账所用的恒生电子 HOMS 系统等, 皆有可能成为证券违法行为的“隐身衣”。但是, 由此也可以看到, 证券信息技术的发展更多的是自下而上的、市场驱动的。因而, 相对于政府监管机构而言, 证券交易所作为信息交换的中心, 其对信息交换技术的更新和发展,

[39] See Alan Morrison, William Wilhelm, Jr., *Investment Banking: Institutions, Politics and Law*, Oxford University Press, 2007, pp. 21-23.

[40] See Saule Omarova, Rethinking the Future of Self-Regulation in the Financial Industry, 35 *Brooklyn Journal of International Law*, 665, 670 (2010).

[41] See Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, *Securities Regulation VI*, Wolters Kluwer, 2014, p. 27.

[42] 参见方流芳:《证券交易所的法律地位——反思“与国际惯例接轨”》, 载《政法论坛》2007年第1期。

[43] 参见前引[12], 郑彧书, 第197页。

[44] 参见前引[41], Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes 书, 第157页。

[45] See Jonathan Macey, Hideki Kanda, *Stock Exchange as a Firm: The Emergence of Close Substitutes for the New York and Tokyo Stock Exchanges*, 75 *Cornell Law Review*, 1007 (1990).

[46] See Anthony I. Ogus, *Regulation: Legal Form and Economic Theory*, Hart Publishing, 2004, pp. 107-108.

[47] Saule T. Omarova, Rethinking the Future of Self-Regulation in the Financial Industry, 35 *Brooklyn Journal of International Law*, 665, 688 (2010).

[48] 参见那会强:《证券期货市场高频交易的法律监管框架研究》, 载《中国法学》2016年第5期。



更加关注和擅长。<sup>[49]</sup>即便从全球范围来看，谁能够给市场主体提供更加便捷、安全、透明、低成本的信息与交易方式，谁就能够占得先机。因此，市场自律组织与市场机构本身便有足够激励去进行信息技术的升级与发展，这也将造就其信息技术的优势。

### （三）市场投资主体的治理优势

证券市场归根到底是为投资者与融资者进行服务的，促进资金流通是其存在的意义。在证券市场中，数量庞大的投资主体拥有广泛的信息监察优势，由于其本身利益与证券市场紧密相连，各类违法违规行更为使其有切肤之痛。在这样的情况下，众多市场投资者有足够的内在激励去揭发违法行为，并以法律手段维护自己的权益，进而促进证券市场的治理效率。

尽管个人在集体行动上存在一定的困境，但如果有的适当的机制，他们不仅能够行使“用脚投票”的权利，更能够成为无处不在的“执法者”。以内幕交易的治理为例：一方面，成熟的机构与个人投资者，能够从证券发行主体的信息披露、日常交易中发现潜在的问题，<sup>[50]</sup>特别是对那些身处公司里的“内部人”而言，他们更能够发现公司内幕交易的诸多痕迹，成为内部的“吹哨人”，有学者提出为更好地发挥内部监督作用，我们应该允许内部人进行反欺诈型的内幕交易，<sup>[51]</sup>这也证明了市场参与个人的重要作用；另一方面，在非标准化的事后惩罚方面，借助人民法院的司法力量，市场投资主体通过私人执法机制可以有效地威慑各类新型、复杂违法行为，尽管这有赖于我国证券民事诉讼制度的继续创新和改革。除此之外，即便不考虑法律手段，倘若上海、深圳与北京的证券交易（场）所能够展开更高层次的竞争，优质的市场证券发行主体和投资主体，自然愿意选择监管更加有效的交易（场）所，因为这将给他们带来更多的收益，借此通过“用脚投票”来促进交易所自律监管，在全球资本市场范围内亦是如此。<sup>[52]</sup>

## 四、注册制下中国证监会的角色转变路径

面对迅速发展的资本市场，亲力亲为的证监会终因分身无术、身处市场二线和人力资源局限等问题，在证券市场监管中显得不够从容。在未来推行注册制的背景下，证监会应当从繁冗的事前监管中腾出手脚，将有限的监管资源用在刀刃上。如前所述，不同的治理主体有着不同的优势，有的擅长调查和处罚，而有的则擅长信息技术研发、日常信息监察等。因此，针对不同的关键治理变量，如果在某个关键变量上拥有治理优势的主体能够专司该变量的治理，我国证券市场交易治理的效果将得到极大提升。因此，结合现行《证券法》和证券法制体系，证监会或可以从下述两个主要方面探寻其角色转变路径。

### （一）证监会治理优势的深度挖掘

证监会应在规则制定能力、调查能力与惩罚能力上继续精进。

[49] 参见前引 [10]，Stavros Gkantinis, Howell Jackson 文，第 1247-1251 页。

[50] 参见前引 [13]，吕成龙文，第 301 页。

[51] 参见缪因知：《反欺诈型内幕交易之合法化》，载《中外法学》2011 年第 5 期。

[52] See John C. Coffee, Jr., Racing towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 *Columbia Law Review*, 1757 (2002).

第一，在规则制定与解释能力上，证监会应当提高规则制定的科学性和规范性。目前，证监会的一些规定有逾越现行《证券法》之嫌疑 [如《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》]，其中，恐怕就有《证券法》等法律对证监会的授权相对僵化的原因。比较而言，SEC对证券市场的监管有更多的规则制定空间。究其原因，美国绝大多数立法是不能够独立实施的，其需要通过行政机关进一步的规则制定和解释来贯彻落实，<sup>[53]</sup>同时，其行政立法模式主要体现为“程序性控制”的方式，即立法机构控制行政立法主要考虑正当程序是否得到满足而对实体内容的直接干预较少。<sup>[54]</sup>此外，SEC本身作为独立规制机构享有广泛的行政规定制定权限。事实上，现代行政法的改革要求行政权力不仅是得到控制，其实也暗含着灵活性和服务性。与之相比，证监会在目前行政法治体系和《证券法》下，严格授权立法模式使其行政立法呈现出明显的“实体性控制”特征，并不利于灵活、及时地应对日渐复杂的证券监管形势。<sup>[55]</sup>因此，证监会规则制定的能力应得到强化，同时需要有效的监督及遵循正当程序。除此之外，规则的制定与解释不是一成不变的，需要不断进行经济分析与政策评估，这才是上述灵活法律授权的主旨所在。

第二，在证券违法调查能力上，证监会具有其他市场主体无法比拟的优势，应当进一步提升调查能力和依法行政的程度。与SEC的调查权相比，证监会的调查权限不遑多让，但从目前的调查能力行使上来看，却似乎还在一个不透明的盒子里，从公开的信息难以窥见其详。笔者认为，行政调查不仅仅是行政处罚的一个环节，尽管最终的效果归属会落实在行政处罚上，但调查的过程同样可能造成公民人身、财产权益的侵害。更重要的是，模糊的调查手段与过程并不是现代行政程序精神的应有之义，如果有着明确、公开和规范的程序规则，证监会的依法行政也将更有正当性和规范性。因此，证监会的行政调查要有更细致、透明的程序规范，这是行政权力对自身的一种约束，更是对公民人身、财产权利的尊重，是社会监督和司法监督的重要组成部分。<sup>[56]</sup>在此前提下，证监会还要充分借助其派出机构的调查力量，派出机构最了解地方的上市公司，最了解当地的制度与社会环境，理应发挥更大的作用。

第三，在证券违法的惩罚能力上，证监会应进一步加强执法能力和处罚力度毋庸赘言，<sup>[57]</sup>但应注意稽查执法的程序控制和细则完善。目前，尽管证监会行政处罚的规则设计在国务院部委和直属单位中已经相对先进，有着相对完善的查审分离制度，并设立了行政处罚委员会和行政复议委员会，但在具体运行的过程中还有一定不尽人意的地方。譬如，行政处罚查审分离不够彻底、行政复议机制没有得到充分利用、行政诉讼的司法监督较少等，这一系列问题都有待证监会认真考虑并予以制度化完善。可以说，证监会对违法违规的处罚是民事、刑事责任追究的衔接环节，因而，行政处罚的作出应更为审慎。同时，为保障行政处罚委员会、行政复议委员会的专业

[53] 参见王名扬：《美国行政法》（上），北京大学出版社2016年版，第262-263页。

[54] 参见〔美〕理查德·皮尔斯：《行政法》，苏苗罕译，中国人民大学出版社2015年版，第511-516页。

[55] 参见吕成龙：《谁在偷偷地看牌？——中国证监会内幕交易执法的窘境与规范检讨》，载《清华法学》2017年第4期。

[56] 对我国证监会行政调查问题与建议的详细阐释，可参见吕成龙：《证监会行政调查制度的解构与重述》，载《证券市场导报》2018年第5期。

[57] 参见徐文鸣、朱良玉：《中美证券法公共执行机制比较研究——基于监管机构投入产出的实证分析》，载《财经法学》2017年第3期。

性和独立性，证监会可考虑增大外聘专家比例，公开行政处罚委员会等组成委员的信息，并进一步促进行政处罚文书的标准化工作，借此加强权力的自我约束与社会监督。

## （二）自律组织与机构的激励与监督

自律组织与机构的组织与运行并非在真空中，SEC 第二任主席道格拉斯（William Douglas）在谈到交易所与政府监管的关系时曾说道：“交易所施展其市场的领导作用，而政府则发挥剩余作用。打个比方来说，政府就像举着一把猎枪站在门后面，子弹上好膛、抹好油并拉开枪栓，等着随时开枪，但其实希望这把枪永远也不会开火。”<sup>[58]</sup> 这生动地揭示了美国证券市场多元治理的图景。因此，我国证监会在借助多元治理的框架时，既要与自律和市场机构加强合作治理，也要保持对其的有效上位监督和威慑，具体包括下述两个方面内容：

一方面，证监会应当使证券交易所等自律机构发挥更大的在信息监察能力、信息技术能力与证券专业能力上的优势。其一，就信息技术能力而言，上海证券交易所、深圳证券交易所开发的多层次监察系统在打击内幕交易、老鼠仓、市场操纵等专项行动中已起到了重要威慑作用，<sup>[59]</sup> 如前所述，市场自律机构在信息技术研发方面具有更多优势和动力，在金融科技迅速发展的背景下，新型交易手法层出不穷，证监会应当进一步鼓励市场自律组织和机构发展监管信息技术，充分运用大数据和人工智能等新技术，以更有效地识别违法线索。其二，在信息监察能力方面，在较早时候，交易所的信息监察已是重要的证券违法违规的线索来源，<sup>[60]</sup> 这也在一定程度上证明了自律组织的信息监察优势。这里需要补充说明的是，对证券日常交易信息的监察并不是仅靠计算机信息系统本身就能够单独完成的，其需要多重比对、人工判断后方能甄别出真正的违法线索。<sup>[61]</sup> 倘若注册制下证券交易所能够实现一定竞争，证券交易所会逐渐适应为声誉而“斗争”的状态，再借助于人员招募相对灵活等优势，将进一步激发其日常信息监察的动力并提高市场治理质量。其三，自律组织是证券市场交易的一线，“自律组织”这个词本身就包含了“专业人士”的意味，他们能够专业地规范、调整自己的行为，<sup>[62]</sup> 也多是经验丰富的专业人士，<sup>[63]</sup> 因此，证监会应当赋予其更多的自律空间以进一步激发其专业监管能力。

另一方面，证监会不能完全当“甩手掌柜”，应积极对证券自律组织等进行上位监督。证监会要继续完善与各种自律组织、市场参与机构相连的数据系统，借此可及时观测自律组织等运营

[58] See William O. Douglas, *Democracy and Finance*, Yale University Press, 1940, p. 82, cited from William Birdthistle, Todd Henderson, *Becoming the Fifth Branch*, 99 *Cornell Law Review*, 1, 2 (2013).

[59] 参见《2011年证券期货科学技术奖》，载《中国期货》2012年第2期。

[60] 有关我国较早之前证券违法案件线索能力的统计与评述，参见证监会：《证券违法案件线索发现能力有效提升》，载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201212/t20121220\\_219473.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/jcj/gzdt/201212/t20121220_219473.html)，最后访问时间：2019年4月28日。

[61] 以内幕交易查处为例，为将内幕交易从巨大的证券交易信息流中发掘出来，深圳证券交易所的市场监察部专门成立了实时监控小组，在实际操作中，监控人员不仅要根据监察系统的盘中实时报警平台对异常交易进行逐条分析，而且还得密切地关注市场的最新动态，跟踪股票分析师的股评、研究报告、媒体的评论等各种各样的市场辅助信息，这样才能从中发现内幕交易等违法违规线索，人工筛查具有重要作用。详见岳跃：《证监稽查借力大数据》，载《财新周刊》2015年第45期。

[62] See Andrew F. Touch, *The Self-Regulation of Investment Bankers*, 83 *The George Washington Law Review*, 101, 110-111 (2014).

[63] See Adam C. Pritchard, *Markets as Monitors: A Proposal to Replace Class Actions with Exchanges as Securities Fraud Enforcers*, 85 *Virginia Law Review*, 925 (1999).

数据，尽管其不应亲力亲为地实时监察市场交易信息，但仍要有观察的基础条件和便利途径。<sup>〔64〕</sup>美国的经验也同样显示，只有 SEC 威胁要行使权力对行业自律进行监督的时候，SEC 的市场监管才能收到实效，这是美国最重要的证券行业管理思想之一。<sup>〔65〕</sup>再如，在 SEC 要求波士顿咨询公司提供的咨询报告里，SEC 也被建议要加强对自律组织的监管。<sup>〔66〕</sup>同时，我们还要防止自律组织的过度政府化，因为政府化将使自律组织丧失专业性，使其难以应对复杂的日常交易及违法违规挖掘。<sup>〔67〕</sup>可见，多元治理框架下证监会上位监督的关键和难点皆在于如何平衡行业自律和政府监管的关系。就本文所涉主题而言，目前各个证券交易所进行自律管理和信息监察的方式应该得到维持和巩固，证监会不宜过分父爱主义地去整合和直接介入具体的自律性问题，因为并不是所有的自律和自我管理体制都是重复建设，其中正隐藏着未来的竞争。为了对市场运行有及时准确的把握和防范违法违规行为，证监会可以进行抽样监督。譬如，其可对某一证券发行人、某一行业或者某一时间段的数据进行纵向和横向的随机抽样。如此一来，证监会既不必陷入信息的汪洋中，且抽查方式也有利于督促自律组织兢兢业业。当然，这需要进一步论证抽样人员的组织、操作方式等具体问题。

## 五、结 语

从过去几十年的经验来看，我国的证券市场夹杂着国有企业、地方政府、民营企业、机构投资者、个人投资者、自律组织、各类市场服务组织之间复杂的互动，要把这个关系理清楚已非常困难。不难想见，证监会这样一个相对年轻的行政机构，作为一个事业单位，作为金融市场管理机构的其中之一，面对风起云涌、日新月异和规模巨大的证券市场，恐怕时常感到彷徨与失措。证监会有有限的监管资源，注定了其不是一个全能的监管者，只有重塑规制模式并将好钢用在刀刃上，才能起到更好的治理效果。证券市场的运行有其规律和逻辑，若能够放开市场竞争，声誉机制下的证券交易所与各类看门人，完全可以成为证监会的得力助手。更何况，一个真诚勤勉的证监会背后站着支持着它的大量的机构与个人投资者。因此，在多元治理的背景下，如果各类市场主体的治理优势能够得到充分的发挥，证监会将不再是一个孤军奋战的斗士，而是一个规制军团的统帅。期待一个有所为、有所不为的强大的证监会。

---

**Abstract:** With the launch of the SSE STAR Market Board and the improvement of its system, the era of full registration system is approaching. Against this background of full registration sys-

---

〔64〕 这里需要说明的是，目前证监会与自律机构在信息技术方面已经取得了重大的进展，前文已经有所阐述，鉴于证券监管具体技术的披露恐怕会影响到监管手段的实效，同时，外包技术服务商对技术方案负有严格保密责任，故目前可得的关于监管技术的信息相对是有限的。

〔65〕 See Joel Seligman, *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities and Exchange Commission and Modern Corporate Finance*, Aspen Publisher, 2003, pp. 439 - 441.

〔66〕 See Louis Loss, Joel Seligman, Troy Paredes, *Securities Regulation I*, Wolters Kluwer, 2014, pp. 536 - 538.

〔67〕 参见前引〔58〕，William Birdthistle, Todd Henderson文，第55 - 56页。



tem, China Securities Regulatory Commission (hereinafter “CSRC”) shall promptly render a progressive role-transformation from pre-supervision to interim and ex-post supervision. The core of the multilateral governance of the securities market lies in the identification of key governance variables, and the optimal combination of key governance variables and governance entities with corresponding advantages. Rule-making, investigation, penalty, information technology, information supervision, securities professional competence are key variables determining the efficiency of securities market governance, in which government regulators, self-regulatory organizations, market institutions, and investors actually have different and respective governance advantages. If the governance entities can obtain the regulatory authority and resources in respect of the key governance variables in which they have an advantage, the market governance efficiency will undoubtedly be enhanced. Hence, resorting to the multilateral governance framework, the CSRC shall continue to make further efforts to improve the capabilities of rule-making, investigation and penalty, in which it literally has an advantage, and actively implement governance in cooperation with self-regulatory organizations and market institutions in the regulatory fields where it lacks comparative advantage. Ultimately, the CSRC is expected to be a smart regulatory commission, facilitating the economic efficiency and governance effect of the securities market.

**Key Words:** the CSRC, the STAR Market Board, registration system, multilateral governance, regulation

---

(责任编辑：周 游 赵建蕊)