

论证券市场政府监管与市场自治的法律边际

——以发行注册制及信息披露制度为重点考察

李明慧

华东政法大学, 经济法学院, 上海

收稿日期: 2023年2月1日; 录用日期: 2023年3月2日; 发布日期: 2023年3月9日

摘要

推动我国证券市场规范化、国际化发展的关键在于处理好政府与市场的关系, 合理界定政府监管与市场自治的法律边际。基于大陆法系和普通法系生成的历史传统差异及所拥有的不同自由观, 使得政府与市场分权程度不同, 进而导致从政府管制到市场自治存在着三种不同的证券监管模式。事实上, 证券市场中政府监管和市场自治是“双向运动”, 互相促进、协同作用的。通过梳理我国证券市场在发行注册制度和信息披露制度上的探索演进历程, 在此基础上探寻我国证券市场中政府监管和市场自治的法律边际, 在法治原则下, 坚持以市场为导向, 重新厘定证券监管理念。

关键词

政府监管, 市场自治, 注册制, 信息披露

On the Legal Margins of Government Regulation and Market Autonomy in the Securities Market

—An Examination Focusing on the Issue Registration System and Information Disclosure System

Minghui Li

School of Economics and Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Feb. 1st, 2023; accepted: Mar. 2nd, 2023; published: Mar. 9th, 2023

Abstract

The key to promote the standardization and internationalization of China's securities market lies in dealing with the relationship between government and market, and reasonably defining the legal margins between government regulation and market autonomy. Based on the differences in historical traditions and different views of freedom between civil law and common law systems, the degree of decentralization between the government and the market differs, which leads to the existence of three different models of securities regulation from government regulation to market autonomy. In fact, government regulation and market autonomy in the securities market are "two-way movements" that promote each other and act synergistically. By reviewing the evolution of China's securities market in terms of issuance registration system and information disclosure system, we explore the legal margins of government regulation and market autonomy in China's securities market on this basis, and redefine the concept of securities regulation under the principle of rule of law and adherence to market orientation.

Keywords

Government Regulation, Market Autonomy, Registration System, Information Disclosure

Copyright © 2023 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 证券市场监管的不同分权模式——从政府管制到市场自治的两级推演

根据政府对证券市场监管介入广度和深度的不同,按照从政府管制集中、市场自治趋向宽松到政府管制趋弱、市场自治增强的顺序可以将证券市场监管划分为三种模式:以美国为代表的政府主导型监管模式;以欧陆为代表的中间型监管模式;以英国为代表的自律型监管模式。

不同的规则体系模式的形成必然有其深刻的原因,在证券市场监管中,几乎所有国家都对市场失灵需要国家干预这一观点达成共识。但不同的是,在如何合理界定政府管制和市场自治之间的临界点以及政府干预、规制经济的限度问题上,大陆法系国家和普通法系国家基于法系生成的历史传统和不同自由观的不同立场,已然形成了差异化的监管立场。

普通法系的自由观主张自由是天然的、自发地,无需强制力量介入即可享有,带有经验主义色彩;而大陆法系则认为自由必须人为的介入和周全规划,通过一定的制度建构和主动追求才能实现,其自由观更具有理性。两大法系对自由观的不同认识及所持立场也使得其在处理政府与市场的关系上有着不同的法律风格和思维方式。在大陆法系,法律更强调强有力、集权化的积极政府对民众自由的保护和国家秩序的建立;而在普通法系则更重视个体追求自由与幸福的权利,法律应尽可能让市场自由发展,限制政府随意干涉。

如今,大部分国家都认可市场配置资源的基础性乃至决定性地位,但市场机制并非万能,市场失灵造成的资源配置不合理、收入分配不公等负面效果证明了政府干预对市场发展的必要性。普通法系和大陆法系在面对市场失灵问题时给出了不同的解决思路和处理方案:普通法系国家侧重于较少干预市场,通过采用市场支持型、争议解决型的监管政策使市场自律发挥作用并帮助市场回到正常运行轨道,如通过强化信息披露缓解市场主体之间的信息不对称局面,加强民事责任规则来便利投资者起诉维权等手段

支持市场运行；而大陆法系国家介入经济活动的程度更深、干预市场的行为更多，侧重于扩大政府控制范围以对市场进行压制甚至代替市场，如对证券的发行定价进行强制硬性规定，通过行政审批控制证券发行上市的节奏，对银行实施国有化等国家干预手段促进经济增长和解决经济危机。

2. 证券市场中政府监管与市场自治的“双向运动”和辩证施治

在现实的市场机制下，市场调节与政府干预作为资源配置的两种方式，都各有其作用，但也都各有其局限性。由于市场在资源配置上范围广、规模大，因此，基于效率的考虑，市场的“无形之手”具有优先性、决定性，但市场机制的作用也具有有限性，内生于市场而市场自身却又无法解决的问题导致市场失灵、无效，这时就需要政府配置以作为对市场有限性的重要补缺。政府与市场具有天然的互补性，有目的、主动的政府干预有助于修正市场缺陷[1]。历史实践表明，只有市场调节与政府干预有机并存、和谐互动，社会整体的资源配置才能兼顾效率与公平。

同样，在证券市场中，市场自治和政府监管在不同领域和不同层次上协同发挥作用。随着商品经济发展到一定阶段，市场自治必然会出现，良好健全的自治体系有助于市场的良性健康发展。证券市场是现代商品经济和信用制度高度发展的结果，然而由于证券本身带有的虚拟性、价值不确定性等特征，决定了证券市场风险的易发性、难预期性，而证券市场上的参与者众多，一旦市场发生波动，对整个金融体系和宏观经济乃至政治生活都具有非同小可的外部性影响。市场自律能够通过行业内部约束及时防范化解风险，从而在一定程度上减少证券市场的波动性，间接发挥维护社会经济稳定发展的作用[2]。然而，由于证券产品特有的性质以及证券市场各个环节在实际运行中的不同做法，证券市场自治并不永远有效，因此，政府监管依然不能缺少。与其他市场主体相比，证券市场投资者处于更加弱势的地位，证券市场中的信息不完全和不对称现象也比其他市场更加突出，因此，为了保护证券市场投资者利益，为所有投资者创造一个良好的市场环境，同时充分发挥证券市场功能，促进经济持续稳定增长，证券监管势在必行。但政府对市场的监管必须在充分利用了市场力量的基础上展开，在市场自身不能解决问题的地方和时候切入，起拾遗补缺的作用，而不是包办代替，取代市场本身的功能[3]。

既然在现实的社会经济生活中，证券市场自治与政府监管存在“双向运动”和协同联动，故而为了使两者最好发挥各自效用，应确保市场和政府在国家经济治理中辩证施治，扬长避短、各尽所能，根据证券市场经济现实情况实施有效的治理和动态的调整。对于如何在经济治理方面辩证施治，我国的司马迁曾有系统概括，即“善者因之，其次利导之，其次教诲之，其次整齐之，最下者与之争。”[4]该理论表明，国家对经济治理首先应顺其自然，凡是市场能解决的政府都不必干预；其次，在尊重经济自由的基础上，政府可以对市场进行一定的引导调控；同时，政府也要加强商业道德方面的教育，在市场出现混乱时，对私人经济活动加以限制和约束，使其整齐有序；最后，国家不应与民争利，政府应有所为有所不为，适当退出竞争性领域让位于市场。司马迁关于在经济治理中辩证施治的思想将市场与政府当成一个整体或系统来看待，将经济自由与国家干预有机结合起来，并对国家干预的程度进行了划分排序，这对今天的市场经济体制改革和证券市场发展完善有着难得的借鉴意义。

3. 我国证券市场中政府监管与市场自治的关系探索

我国证券市场中政府监管与市场自治的关系可以从证券发行制度和信息披露制度中窥见其探索演进过程。我国的证券发行制度主要经历了三个阶段，从我国证券市场建立之初的审批制到随着证券市场快速发展而转变的核准制，以及正在全面推进的注册制改革。审批制的出发点是由于当时我国证券市场初成立，投资者投资知识匮乏，专业服务机构发育不成熟，发行人对信息披露、法律责任等内容知之甚少，立法者希望借由监管部门的质量审查，把那些质量低下的证券和业绩效益差的公司拒之门外，提高证券

的品质信用，以从源头上控制证券市场的风险。虽然审批制顺应了当时的社会经济背景，有利于培育规范证券市场，对促进国有大中型企业股份制改造起到了积极的作用，但随着证券市场的快速发展，审批制的内在缺陷也逐渐显现出来。在审批制下，政府掌握主导权，控制着股票发行节奏，行政规则替代了证券市场规模，政府与市场之间是厚此薄彼的关系。2001年，我国开始实行证券发行核准制，与审批制相比，核准制更趋市场化，放松了对公司发行证券的控制，更加符合市场发展的客观需要。但核准制在本质上和审批制是一样的，同样作为政府推动和培育证券市场的一种方式，都是由国家对证券实行较为严格的实质审查，带有浓厚的国家干预色彩。2013年，注册制改革正式启动；2020年，新《证券法》对证券发行注册制进行了一般性规定。与核准制相比，注册制相信市场的效用，主张市场各方平等，市场在运行中会自动择优，能够最大限度的发挥市场配置资源的作用。同时，注册制的实行也有利于减少行政寻租腐败的发生，规范监管部门职责权限。注册制充分体现了市场经济条件下“无形之手”自我调节的本质特性，更能反映公平、公正和公开的市场原则，弱化了政府的实质管理[5]。

但是，注册制对相关法律规范、政府有效监管以及市场成熟度有着较高的要求，因此，实行全面注册制、真正还权于市场还需要严格健全的证券信息披露制度与之相配套。注册制意味着政府监管的前端放权，将企业更大程度地交给市场，由投资者在自我负责的原则下对企业进行适当的判断[6]。与此相适应，由于投资者在证券市场上的突出弱势地位，为了防止投资者利益被严重损害，政府必然通过加强信息披露来帮助投资者进行企业价值判断[7]。因此，注册制下的政府放松管制、市场自主选择与政府加强信息披露形成了相辅相成、相得益彰的关系。强制信息披露制度作为政府干预证券市场、确保市场公开透明的一种重要手段，是对证券市场自身缺陷的有效弥补，是现代证券监管的核心和关键。然而，根据有效市场理论，证券市场是一个完全竞争的有效市场，政府对信息披露的任何强制性要求都是不必要的，信息披露制度在实践中并未产生明显的经济效益。不可否认，该学说存在明显的片面性，但也有其合理性的一面，应当认识到的是，强制信息披露只是手段而非目的，若其与有效信息披露相背离，其结果将是增加市场参与者的成本，同时降低证券市场交易效率；此外，过分地依赖于公开信息披露制度也会使注册制建立的初衷受到破坏。

一方面，注册制改革要求减少政府干预，强调更好发挥市场作用，但并不意味着政府就完全退出；另一方面，强制信息披露制度中政府干预滥用导致出现无效披露等政府失灵现象，因此，证券监管中政府和市场的双向回归与互相促进的实现既需要有限而有效的政府干预，又需要以市场为导向、发挥市场在资源配置中的决定性作用，这就要求我们合理界定政府干预与市场自治的法律边际。

4. 注册制与信息披露制度的相互协同作用

证券市场注册制改革根植于我国“简政放权”、深化资本市场改革、推动经济运行转向高质量发展的大背景，以降低发行门槛、简化审核程序、强化主体责任为主要特点。以行政治理为主导思想的核准制以国家机关的行政指令为基本手段，此种模式下的信息披露由国家行政监管机关背书，投资者权益保护的实现更多的是通过创造一种“温室市场”来实现：证监会的股票发行审核委员会对于上市公司盈利性财务信息门槛指标及其实现价值进行把关，将更具有实力的优质股留给投资者。而在以市场治理为主导思想的注册制下，监管机构不再对发行人的质量、投资价值进行实质性审查，原则上只要发行人按照信息披露要求进行了信息披露，便可获得证券发行的注册。行政机关的作用主要体现在建立和维护公平、开放、透明的市场规则与法治化营商环境上，监管方式从事前监管转为事中、事后监管，角色定位由守门人转变为执法者。在核准制时代，信息披露的目的仅仅是为了满足行政部门监管的需要，但进入注册制时代后，信息披露则成为了资本市场投资者决策的信息基础，投资者完全依赖发行人所披露的信息进行投资判断，并承担相应的投资风险。因此，注册制下信息披露制度对于投资者保护至关重要，全面的

信息披露与严格的信息披露监管成为了市场关注的重点。在我国证券市场从审核制向注册制过度的关键阶段，需要不断完善信息披露制度，为投资者的投资决策和权益保护提供制度保障。

5. 我国证券市场中政府管制与市场自治的法律边际探寻

5.1. 坚持市场导向，培育成熟的市场理念

政府与市场的关系随着市场化改革而逐步调整，市场配置资源的广度和深度日益扩展，从“基础性作用”到“决定性作用”，进一步表明了市场的地位和作用，意味着市场在资源配置领域有着绝对的自由和主导话语权。同样，在我国证券市场运行环节中，首先应尽可能让市场机制发生作用，对市场机制可以自我调节的部分，政府监管应大胆放权、不轻易干涉。有目共睹的是，我国证券监管也逐渐从行政治理结构向半行政、半市场自治的方向过渡[8]。证券发行注册制的实施，新股发行定价询价制度的建立以及证券上市审核权下放等一系列举措都体现了政府放松管制。但由于我国过去长期的计划经济体制，证券市场从一开始就缺乏对市场机制的培育，导致其本质上就是国家自上而下的行政建构产物，证券监管放权、让位于市场还有很长的一段路要走。因此，我们还需要紧紧围绕投资者利益保护这一证券法基本目的建立一个以市场自身调节为主，政府行政干预为辅的证券市场管理体制：以市场为导向，尊重证券市场择优选择的规律，对各种证券发行、上市和交易环节中的具体条件，可以将决策权下放给市场，使证券市场自身发挥核心和基础作用；而政府仅仅起辅助作用，其介入证券市场只是为了帮助解决市场失灵问题，以促进证券市场机制正常运行。

5.2. 重新厘定证券监管理念

证券监管理念是监管主体开展监管工作的指导思想，自始至终贯彻在整个证券监管的过程中，发挥着指导的作用[9]，决定着证券监管的成败。监管理念反映了监管者对政府监管和证券市场机制关系的基本认识，并为了实现监管目标而据此指导证券监管权力的配置、具体监管策略的选择和手段的运用等。中国证券市场自设立之日起就肩负了一个特殊的政治与经济使命，即为国有企业排忧解难[10]。这种政治功利性过强的证券监管理念导致我国证券监管事实上异化为过于专制型的“家长式”管理模式，政府对证券市场无所不管，从而衍生出了诸多与制度创设初衷背道而驰的问题，如国有企业和非国有企业在竞争起点上的显示公平以及各地民间非法集资案件的频频爆雷等。因此，为了使我国证券市场真正走上规范和健康发展的道路，最终达致投资者利益保护的监管目标，必须重新厘定证券监管理念，而对证券监管理念的再厘定需要先明确监管者干预证券市场的角色定位，即在证券市场运行过程之中，政府以何种角色介入并行使权力，介入到什么程度才更适应市场的需要。政府应当是消极的证券市场规则制定者而非直接参与者，政府介入、监管证券市场的重心是在顺应市场规律的基础上，科学、合理地制定证券市场运行规则，使监管回到引导、规范和监督市场的本源，在市场和政府的双向回归及互动中推动证券市场规范化、国际化发展。与此同时，我国的证券监管理念也将随之定位为强化信息披露、加强对证券市场违规行为的打击和切实保护投资者利益。

5.3. 以法治为基础界定政府与市场之间的权责边界

无论是推进证券市场化，还是强调对政府监管权的约束，都离不开相应的法律规制，良好的法治环境是市场经济顺畅运行的前提和基石。由于我国对证券市场的管理不可避免的带有传统计划经济模式下对“人治”的信奉，以至于我国有关证券监管的法律法规规定得过于宽泛抽象，相应的法律解释也缺乏积极作为，使得证券监管权不够明确具体，而当政府不受法律和制度约束时，必然会出现权力边界恣意扩张的倾向，监管者在实践中自行界定其证券监管权，从而侵占正常的市场边界，不仅降低了证券市场

效率，同时也扰乱了证券市场机制的正常运行。为此，在处理政府与市场的边界问题上，首先必须革新当下的立法理念，严格贯彻法定原则，完善细化证券法律法规并提高规则的解释性、可操作性，借助法律有效限定政府的权力，保障证券市场主体的基本权利。除此之外，在界定政府职权上，根据“法无授权即禁止”的现代法治理念，对政府实施“正面清单”管理，监督制约公权力的实施、防止政府权力膨胀；而对证券市场而言，则是按照“法无禁止即自由”对其实施“负面清单”管理，鼓励证券市场主体充分创新，以最大限度释放市场活力。再者，鉴于司法机关相对于证券监管机构更强的独立性以及更优越的宪法地位，加强法院对证券监管过程的监督和对行政处罚的司法审查，能够有效防止行政权力的滥用，甚至加速证券监管理念的转变，使之转向宽严相济的适度监管。同时，放开证券民事诉讼，强化诉讼机制，为投资者诉讼提供制度上的便利，使司法成为解决证券民事争议和复查证券监管行为的主要途径，从而为投资者利益提供强有力的司法保障，也有利于调动投资者对证券市场监管的积极性，助益于政府监管。

参考文献

- [1] [美]查尔斯·沃尔夫. 政府与市场——权衡两种不同的选择[M]. 谢旭, 译. 北京: 中国发展出版社, 1994.
- [2] 黄运成, 申屹, 刘希普. 证券市场监管: 理论、实践与创新[M]. 北京: 中国金融出版社, 2001: 261.
- [3] 朱锦清. 证券法学[M]. 北京: 北京大学出版社, 2019: 365.
- [4] 张守文. 政府与市场关系的法律调整[J]. 中国法学, 2014(5): 60-74.
- [5] 陈岱松. 证券上市监管法律制度国际比较研究——中国证券发行上市法律制度的构建思考[M]. 北京: 法律出版社, 2009: 165.
- [6] 陈岱松. 论证券发行审核制度[J]. 河北法学, 2004(12): 20-26.
- [7] 陈岱松. 证券上市监管法律制度国际比较研究——中国证券发行上市法律制度的构建思考[M]. 北京: 法律出版社, 2009: 158.
- [8] 陈洁, 孟红. 我国证券市场政府监管权与市场自治——基于监管目标及监管理念的重新界定[J]. 南通大学学报(社会科学版), 2020(3): 116-124.
- [9] 谷金声. 中国股票市场波动、风险及防范机制研究[D]: [博士学位论文]. 北京: 中国人民银行金融研究所, 2006.
- [10] 黎四奇. 对我国证券监管理念的批判与反思——一个监管者角色定位的问题[J]. 经济法论丛, 2009(2): 314-334.