

英国证券监管的历史演进与经验比较^{*}

吕成龙^{**}

摘要：英国是国际知名的证券市场，具备丰富的市场监管经验，与美国的监管模式亦有较大差异。长期以来，我们对英国证券市场监管的经验重视不足，但在经历了欧盟统一指令时期后，英国证券监管模式与规则发生了重要改变，其证券监管呈现出可预期性、明确性与灵活性并存的优势，这得益于其自律监管的底色、详尽的规则制定与商谈式的规制模式。尤其是自律监管的经验值得重视，不仅能够更及时应对市场变化，而且可以降低规制成本。面向未来，我们应当进一步重视自律监管的功能发挥，激发交易所与行业协会的自律管理优势，同时以商谈式规制工具来灵活对待金融市场创新，以详尽的规则手册为市场参与者提供明确指引，从而提高证券市场的治理有效性。

关键词：英国 证券监管 自律监管 规制 市场治理

英国是世界上最为重要的资本市场之一，也是对证券市场监管历史最为悠久的国家之一。近年来我国学术界对美国、日本的证券市场监管有较为充分的关注，但对英国证券市场监管模式和规则仍然少有探究。事实上，任何一个发达证券市场的制度都有值得学习与借鉴的方面，因此，我们应该广泛关注其他重要资本市场的制度建设与法治实践状况，为我们提供更多的参考。

* 本文系2021年度国家社科基金青年项目“证券监管介入上市公司治理的体系性构造研究”（项目批准号：21CFX077）的研究成果。

** 深圳大学法学院院长聘副教授，法学博士。

一、英国证券市场规制的发展阶段

第一阶段,特许经营时期。12 世纪时,英国的资本主义就已经存在。^① 英国证券市场的监管最早可以追溯到 1285 年爱德华一世时期,经纪人被要求就其善意行为而立誓的规则。^② 英国的股份有限公司在 16 世纪出现,从 1555 年莫斯科公司建立开始,英国政府支持建立了不少股份公司,当然,这需要英国王室之特许(charter)。1657 年 10 月 19 日,克伦威尔给东印度公司颁发特许状,是该公司开始实行长期合股的标志性起点。^③ 17 世纪后半期,英国出现了股票市场、国债市场、企业债券市场等,永久国债(permanent national debt)的启动和公司形式的企业扩展使得证券交易的基数急剧扩大,拥有了组织市场的基础,^④ 1685 至 1695 年之间,英国股票市场兴起,当然,其市场规模与交易仍然处于非常初级的阶段。^⑤ 1698 年,股票经纪人们从皇家交易所转战至交易巷(Change Alley),乔纳森与加罗伟的咖啡馆成了股票经纪人的根据地,但其实际上是无组织的普通机会场所。^⑥ 《1720 年泡沫法案》(the Bubble Act 1720) 的诞生与南海泡沫有关,其通过禁止公司设立并发行可交易股票的方式来实现监管,这种监管本质上是一种抑制,为南海公司的利益而排斥资本流向其他的股份公司,直至 1826 年该法被取代。南海泡沫最终被戳破,造成了巨大的社会经济灾难。换言之,未获得特许或者国会法案承认的公司合法性并无法得到保障。^⑦

第二阶段,自由发展时期。《1844 年合股公司法》(the Joint Stock Companies Act 1844) 为股份制企业发展创造了良好条件,成立后的公司更具有完整的法律人格,包括股份转让、有限责任和其他重要特征,遣散了泡沫法案的阴霾。^⑧ 如《1844 年合股公司法》虽然是公司设立的规定,但也对公司股份向公众推介时招股说明书的内容予

① 参见[比利时]亨利·皮朗:《中世纪欧洲经济社会史》,乐文译,上海人民出版社 2001 年版,第 46、154 页。

② Arad Reisberg & Anna Donovan, *Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law*, 5th ed. Pearson, 2018, p.415.

③ 参见张乃和:《英国资产阶级革命对公司制度变迁的影响》,载《历史研究》2024 年第 4 期。

④ See Stuart Banner, *Anglo-American Securities Regulation: Cultural and Political Roots, 1690 – 1860*, Cambridge University Press, 1998, p.14.

⑤ Anne L. Murphy, *The Origins of English Financial Markets: Investment and Speculation Before the South Bubble*, p.220.

⑥ See Geogre R. Gibson, *The Stock Exchanges of London, Paris, and New York: A Comparison*, Legare Street Press, 2022, p.18.

⑦ 参见[加]布莱恩·R.柴芬斯:《所有权与控制权:英国公司法演变史》,林少伟、李磊译,法律出版社 2019 年版,第 182 页。

⑧ 第 200—202 页。

以要求。^① 英国中产阶级自 19 世纪中期以来越来越多地参与到证券投资活动之中,实际上这与公司法的改革不无关系。^② 紧接着,英国许多公司在 1880—1914 年期间转战证券市场,证券交易所股份交易不断增多,但在 1900 年之前,几乎不存在对招股说明书任何内容的规定。这一点在《1900 年公司法》《1907 年公司法》中得以部分解决,^③ 此后英国公司法也有修订,仍在公司法维度内对招股说明书与信息披露加以规范,证券交易所的管制也较少,但在 1980 年后,证券交易所自律监管对大股东也附加了公司法之外的要求。^④ 《1986 年金融服务法》的颁布以及证券与投资委员会(Securities and Investment Board,简称 SIB)的建立是英国全面建立证券监管体系的开始。20 世纪 70 年代,英国贸易与工业部请吉姆·高尓(Jim Gower)教授就英国投资者保护提出方案,高尓教授就此完成了《投资者保护评论——讨论稿》。尽管政府想对金融城保持强硬态度,但其所追求的也仍然是“法律框架下的自我监管”,SIB 的监管通过自我规制组织(SRO)来落实,SIB 倾向于制定规则与监管 SRO,而 SRO 倾向于将 SIB 制定的规则原封不动地转换为自身的规则手册,但这引发了过度监管的担忧。在 20 世纪 90 年代中期以后,业界对 SRO 叠加 SIB 的监管架构提出了质疑,而开始呼吁一个由国家所引领的监管架构。^⑤

第三阶段,欧盟指令时期。从《2000 年金融服务与市场法》(the Financial Services and Markets Acts 2000,简称 FSMA2000)开始,英国进入了对金融领域全覆盖的国家监管阶段,美国式的监管已经抵达了传统自律的英国。^⑥ 但金融危机对英国的重创消减了金融监管的信任度,正如财政部财政大臣所说的那样“银行危机的核心是债务的快速和不可持续的增长,我们的宏观经济和监管体系完全未能正确识别由此带来的风险,更遑论预防风险……当危机到来时,没有人知道谁在负责。”^⑦ 2012 年,FSMA2000 被修改,《2012 年金融服务法》(the Financial Services Act 2012)在年底正式生效。2013 年,FSA 被两个新的机构所取代,即审慎监管局(Prudential Regulation

^① Arad Reisberg & Anna Donovan, *Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law*, 5th ed. Pearson, 2018, p.415.

^② 参见叶璐:《19 世纪下半叶英国中产阶级证券投资兴起的考察》,载《南京政治学院学报》2017 年第 3 期,第 94、96 页。

^③ 参见[加]布莱恩·R.柴芬斯:《所有权与控制权:英国公司法演变史》,林少伟、李磊译,法律出版社 2019 年版,第 214,237—238 页。

^④ 参见[加]布莱恩·R.柴芬斯:《所有权与控制权:英国公司法演变史》,林少伟、李磊译,法律出版社 2019 年版,第 346—347 页,第 418 页。

^⑤ Arad Reisberg & Anna Donovan, *Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law*, 5th ed. Pearson, 2018, pp.419—420.

^⑥ Arad Reisberg & Anna Donovan, *Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law*, 5th ed. Pearson, 2018, p.421.

^⑦ Statement by the Financial Secretary to the Treasury, Mark Hoban MP, on Financial Regulation, UK Government website, 17 June 2010, available at <https://www.gov.uk/government/speeches/statement-by-the-financial-secretary-to-the-treasury-mark-hoban-mp-on-financial-regulation>, last viewed on November 6, 2024.

Authority) 和金融行为监管局 (Financial Conduct Authority)。欧盟法对英国证券市场监管的影响不容小觑,《1993 年投资服务指令》(the 1993 Investment Services Directive)便是典型代表,^①但其效果也比较有限。2001 年《拉姆法鲁西报告》(lamfalussy Report)出版,就欧盟证券市场监管一体化进程中的问题进行了原因分析并且提出了“四步立法结构”的具体内容。2011 年,欧洲证券与市场管理局 (European Securities and Markets Authority,简称 ESMA) 成立,拥有广泛的准规则制定 (quasi-rule-making) 与监管权。^② 2018 年,《金融工具市场指令 II》(The Markets in Financial Instruments Directive II,简称“MiFID II”)在欧盟正式实施,^③成为金融领域涉及面最广、讨论时间最长的指令,各界投入大量资源对其进行研究和适应监管改革,^④这对英国金融市场监管产生了新的影响。

第四阶段,脱欧时期。取代吸收法律 (assimilated law) 是英国脱离欧盟后所不得不面对的现实问题,所谓吸收法律是指英国退出欧盟过渡期结束时保留在英国法律中的衍生法律,截至 2024 年 3 月,FCA 至少发布了 6 次磋商和 3 次政策声明来作为取代吸收法律工作的内容。^⑤ 目前,包括商品衍生品改革、交易报告制度、紧急干预权等都在进行研讨,自 2023 年起,FCA 就在考虑改革上市制度,就此开展了政策说明、公布文书草案和接受反馈等。^⑥ 这些工作已经取得了一定成效,如 2025 年 1 月英国正式颁布并发布《2025 年卖空条例》(Short Selling Regulations 2025),构成了其新卖空制度。早先时候,《2023 年金融服务和市场法》在英国议会通过,使得 FCA 能够用更适合英国市场的监管制度取代之前相应的欧盟规则。

二、英国证券监管的特质与经验

(一) 自律监管是监管的底色

美国学者豪威尔·杰克逊 (Howell Jackson) 教授等将英国的监管模式定义为灵

① Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on Investment Services in the Securities Field.

② Arad Reisberg & Anna Donovan, *Pettet, Lowry & Reisberg's Company Law*, 5th ed. Pearson, 2018, p.440.

③ Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council of 15 May 2014 on markets in financial instruments and amending Directive 2002/92/EC and Directive 2011/61/EU

④ 参见陈晗、陈勃特、蔡征:《MiFID II: 一场欧盟版的监管风暴》,载《上海证券报》2018 年 1 月 31 日,第 8 版。

⑤ FCA, Annual Report and Accounts 2023 – 2024, p.32.

⑥ FCA, Repeal and Replacement of Assimilated law, FCA Website, available at <https://www.fca.org.uk/firms/repeal-replacement-assimilated-law>, last viewed on July 1, 2025.

活性监管,与政府主导型监管模式、合作型监管模式并列,在此种监管模式下,受监管主体通常有能力制定自己的问题解决方案,其往往引导政府机构制定指导性质的规则,而不是在规定规则的基础上补充规则(prescribing rules),并通过限制政府参与监督和执行阶段,从而实现了灵活性监管模式。^① 英国模式下监管机构形成了一种最低强度的监管,政府管理部门对市场机构的约束是比较有限的,采取了一种非侵入式的监管模式,为其提供了更多的独立性空间,而只保留有限的权力来影响它们的日常运作和决策过程。^②

实际上,如果我们追溯伦敦证券交易所的早期时候,彼时其“一般目的委员会”每年都要重新审定会员名单,而审定名单的委员们并未滥用该权利,而是坚持高尚的品格和正直,因为这是获得公众信任的基础所在,而伦敦证券交易所正是建立在人与人之间的信任基础上的。彼时,自律管理已经被认为是交易所的全部生命与灵魂。^③ 在面对彼时的政府干预时,有观点就指出:“任何外部控制都应该谨慎实施,现有的规章制度都是精心制定的,是长期实践经验的结果,也是一群人在全面了解其需要的结果。任何企图将这些规则限制在普通法范围内,或者废除法律中没有的所有检查和保障措施的企图,都将以失败告终,而且会损及公民的诚实和有效的政治活动。”^④ 可以说,在证券发行中,长期以来为人们所信赖的第一机制就是“信誉中介”来充当保荐人(sponsor),中介的文件比公司自己作出的保证更具可信度。^⑤

英国对于专门事项也有相应自律机构,如英国的收购兼并活动由法定的自律组织收购兼并委员会(Panel on Takeovers and Mergers)依据《收购兼并城市法典》(the City Code on Takeovers and Mergers)进行监管,成员包括伦敦证券交易所和贸易委员会(股票交易商自律组织),机构投资者也占据重要席位。^⑥ 除此之外,在自律监管的传统下,英国形成了不少具有其特色的制度机制,如英国非常注重对董事资格的认证

^① See Stavros Gadinis & Howell E. Jackson, *Markets as Regulators: A Survey*, Southern California Law Review, Vol.80, No.6, September 2007, p.1280.

^② See Stavros Gadinis & Howell E. Jackson, *Markets as Regulators: A Survey*, Southern California Law Review, Vol.80, No.6, September 2007, pp.1285 – 1287.

^③ See Geogre R. Gibson, *The Stock Exchanges of London, Paris, and New York: A Comparison*, Legare Street Press, 2022, p.32, 48.

^④ See Geogre R. Gibson, *The Stock Exchanges of London, Paris, and New York: A Comparison*, Legare Street Press, 2022, p.49.

^⑤ 参见[英] 保罗·戴维斯、[英] 莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(第9版),罗培新等译,法律出版社2016年版,第915—916页。

^⑥ John Armour, Jack B. Jacobs & Curtis J. Milhaupt *The Evolution of Hostile Takeover Regimes in Developed and Emerging Markets: An Analytical Framework*, Vol.52, No.1, 2011, p.237.

和培训,英国董事学会 1903 年即成立并此后被授予了皇家特许状,目前形成了完整的三级董事资格认证体系。^① 如英国在历次的重要金融改革和日常监管中都非常重视外部专家的作用。一方面,前述多个报告皆有学术界知名学者引领,尽管观点不一定获得政府最终采纳,但也会产生广泛的社会影响和关注。另一方面,FCA 在执法过程中也重视专家的作用,制定有专门的关于外部专家的监管政策手册——“外部专家的报告”(Reports by skilled persons)。^②

(二) 详尽的规则体系与内容

英国的公司法与证券法关系有所不同,公司法曾长期作为证券发行的基础性法律。例如,英国《1929 年公司法》第 34 条就规定公司的招股说明书须由公司董事签署并登记。事实上,在整个 20 世纪,公司法对证券发行的处理方法基本上没有变化,侧重于将招股说明书作为证券认购的合同条款。在 FSMA2000 之前,英国《1985 年公司法》规定了有关招股说明书和股票发行的原则。^③ 目前,《2006 年公司法》以及其他普通法规则依然是股票发行方面最主要的法律渊源,无证书股票交易登记系统(Certificateless Registry for Electronic Share Transfer, CREST)运行的法律依据也是《2006 年公司法》第 784—790 条,而不是 FSMA2000 以及 FCA 制定的规则。^④ 值得注意的是,在欧盟规则一体化的过程中,鉴于对欧盟指令之遵循,很多原本由英国公司法规定的内容转移到了 FSMA2000 等欧盟主导的法律领域。^⑤

更加值得注意的是,英国的监管呈现出对市场活动的事前引导,而非事后监管,因此制定行为标准是其监管的核心内容。1997 年,英国合并原有的 9 家金融监管机构成立 FSA,在整合相关监管规则的基础上制定了统一的《FSA 监管手册》。^⑥ 此后,FSMA2000 促使 FSA 获得了广泛的监管权力,而 FSMA2000 本身就是英国历史上因议院对提案修改达 2 000 余次而创下修改记录最多的立法。^⑦ 目前,从 FCA 手册(FCA Handbook)来看,其涵括高级标准、审慎标准、商业标准、监管流程、救济、专家资料集(specialist sourcebooks)、上市招股说明书和信息披露、手册指南、监管指南和词汇定

^① 参见冯光:《英国公司治理的特点与启示》,载《董事会》2021 年第 7 期。

^② 参见叶青、范春奕、鲍艺玲:《英国金融行为监管局的监管执法特色》,载《银行家》2024 年第 9 期。

^③ See Alastair Hudson, *Securities Law*, 2nd ed., Sweet & Maxwell, 2013, pp.143—144.

^④ 参见[英] 保罗·戴维斯、[英] 莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(第 9 版),罗培新等译,法律出版社 2016 年版,第 858 页、977 页。

^⑤ 参见[英] 保罗·戴维斯、[英] 莎拉·沃辛顿:《现代公司法原理》(第 9 版),罗培新等译,法律出版社 2016 年版,第 961 页。

^⑥ 参见廖凡:《金融消费者的概念和范围:一个比较法的视角》,载《环球法律评论》2012 年第 4 期。

^⑦ 参见许多奇:《英美金融监制度改革及我国之借鉴》,载《法学》2004 年第 5 期。

义之内容。纵观整个 FCA 手册涵括金融领域的规则,又极尽翔实。以内幕交易为例,在引用欧盟《市场滥用条例》(Market Abuse Regulation)第 8 条下,^①进一步对内幕交易进行了说明,而且为了向市场参与者介绍何谓内幕交易行为,其不惜设例说明,“X 是 B PLC 的董事,他与朋友 Y 共进午餐。X 告诉 Y,他的公司收到了一份高于当前股价的收购要约。根据 Y 的预期,一旦收购要约公布,B PLC 的股价将会上涨,因此 Y 以 B PLC 的股价为基准进行点差押注。”而为了与欧盟法保持一致,其对“内幕信息”的界定会引用《市场滥用条例》第 7 条的规定。同时,该部分内容对于做市商交易、执行客户订单等合法或豁免情形予以区分。不仅如此,该条同时提及了在商品衍生品语境下内幕信息等如何认定。再比如,对于方兴未艾的 ESG 标签使用,FCA 手册针对不同类型的公司予以了非常详尽的要求,其首先对适用范围予以规定,要求 ESG 3 的规则适用于所有公司,ESG 4 和 ESG 5 中的规则和指南适用于不同类型公司的要求。接下来,ESG 2 规定了与气候相关报告的编写方式,即除特殊情况外,必须与《气候相关财务信息披露工作组建议报告》(Recommendations of the Task Force on Climate-related Financial Disclosures)一致。ESG 4 包含适用于从事可持续性范围内业务的经理的规则和指南,除非满足某些标准,否则限制使用与可持续性产品相关的可持续性标签,并规定了与这些产品相关的命名和营销条件 ESG 4 包含适用于向零售客户分销可持续性产品和认可计划(包括认可计划的 ETF)的分销商的规则和指南。同样,这里的规定也十分详细,如 ESG 4 更是规定了“反漂绿”的具体规则,规定了联接基金(feeder fund)可持续性标签的使用要求,以及金融产品促销中可持续性属于的使用方式等各类细节。

(三) 商谈式规制模式

英国证券市场对于行政监管相对比较排斥,在自律监管的基础上,如何以市场方式来实现市场治理对其具有重要意义。鉴于此,商谈式的规制模式在英国较为突出,具体表现在三个方面:第一,“FCA 的执法部门通过调查掌握初步证据后,一般会先联系金融机构,建议其主动出具承诺书,或者向 FCA 申请发出监管要求;如果不能协商一致,FCA 才会考虑依职权提出监管要求。”^②FCA 希望公司采取某些措施来满足监管要求,即寻求与公司商定解决 FCA 担忧所必须采取的步骤。^③ 根据 FCA 的年度

^① Regulation (EU) No 596/2014 of the European Parliament and of the Council of 16 April 2014 on market abuse.

^② 叶青、范春奕、鲍艺玲:《英国金融行为监管局的监管执法特色》,载《银行家》2024 年第 9 期。

^③ See FCA, FCA Enforcement Data 2023/24, May 9, 2024, <https://www.fca.org.uk/data/fca-enforcement-data-2023-24/printable/print>, last viewed on July 1, 2025.

报告,FCA 取消了对 1 261 家公司的授权,比 2022/23 年度增加了一倍,FCA 的干预团队建议执法部门在 268 个其他案件中采取规制措施,比如通过自愿要求 (Voluntary Requirements) 或技术人员审查 (skilled person reviews) 来实现整改,^①前者是受 FCA 监管的公司与 FCA 达成的自愿协议,以限制其开展业务的方式,其法律依据为 FSMA2000 第 55L 条,即向 FCA 提出申请,要求 FCA 对公司第 4A 部分开展业务的许可施加某些要求。在如对 Moneysupermarket.com Financial Group Limited 公司的整改中,FCA 认为其广告不符合商业原则的规定而令消费者产生误解,故该公司同意在其网站发布更正和警示说明,以此完成整改。^② 在 Zeux 的整改中,其与 FCA 达成一致,不进行其计划中的伦敦地铁营销活动,确保有关产品符合所有监管和法律要求并受相应约束,即广告是否清晰、公平且没有误导性。^③

第二,监管沙盒 (regulatory sandbox) 正是由英国于 2015 年首先提出的,此后被不少主要资本市场监管所效仿,包括我国香港地区目前也已经采取了此种监管方式。概言之,监管沙盒提供了一个不受时下金融监管体制监管的“安全港”,在此一微型而真实市场内,获准进入的公司可在其中对相应金融创新产品、服务和模式等展开试验,从而及时发现该金融创新的缺陷、风险和寻求解决方案,^④尤其鼓励与人工智能和量子、金融包容、开放金融和代币化相关的应用程序。监管沙盒并非是一种监管豁免,而是基于授权或注册后的受监管活动,此外还提供规则指引、非正式转向 (informal steer)、FCA 规则豁免或修改、无异议函等配套规制工具。当然,如果想获取 FCA 的支持,申请人需要满足五个条件,即在监管范围内、属于真正的创新、符合消费者利益、已经有充足的准备和真正需要支持。2021 年 8 月,监管沙盒转向了长期开放的模式,FCA 允许公司全年提交申请。自监管沙盒推出以来,FCA 已经收到了 630 多份申请,产生了积极而广泛的影响。

第三,FCA 重视和解制度的运用,在审慎考虑 FCA 的法定目标和其他相关事项之后,采取和解方式尽快解决争端。FCA 手册下《执法指引》(The Enforcement Guide)5.1 及《执法信息指南》对此进行了规定,FCA 手册明确指出尽早解决问题是

^① FCA, Annual Report and Accounts 2023 – 2024, p.14.

^② See Voluntary Application for Imposition of Requirement, Moneysupermarket.com Financial Group Limited, FRN: 303190, available at FCA Website, retrieved 30 May 2023, <https://www.fca.org.uk/publication/requirement-notices/moneysupermarket-vreq.pdf>, last viewed on July 1, 2025.

^③ See Voluntary Application for Imposition of Requirement, Zeux Ltd (FRN: 813029), available at FCA Website, <https://www.fca.org.uk/publication/requirement-notices/zeux-vreq.pdf>, last viewed on July 1, 2025.

^④ 参见柴瑞娟:《监管沙箱的域外经验及其启示》,载《法学》2017 年第 8 期。

符合公共利益的。从具体操作来看,在 FCA 执法的任何阶段都可以进行关于和解的讨论。同时,为了效率和有效性,FCA 会就和解讨论制定明确而具有挑战性的时间表,以确保该机制及时产生结果,避免监管资源的浪费。同时,为了和解能够更快地进行,如果涉及缴付罚款的情形,在早期和解阶段(和解开始后 28 天内)就事实、责任和缴付罚款达成一定程度一致后,最多可以获得 30% 的折扣,在和解开始至向监管决策委员会(Regulatory Decision Committee)进行书面陈述之前的折扣额度为 20%,通知发出前则有 10% 的折扣。该监管决策委员会由从业人员和非从业人员组成,具有各种商业、消费者和行业背景,其成员由 FCA 董事会任命并对 FCA 负责,该委员会还拥有一支由支持人员和法律顾问组成的团队,并与其它执法环节有所分离,确保了决策的公平性。

三、自律监管在证券市场治理中的定位与局限克服

(一) 自律监管贴近市场变化

不管是伦敦的交易巷,还是现代化的伦敦证券交易所,证券交易是一种对价格极其敏感的交易,这也是为何今天高频交易在全世界主要资本遍地开花的原因所在,市场参与者一定会谋求更加富有效率的交易机制、交易产品和交易流程,不仅可以基于市场前沿位置而对金融交易进行实时监测,而且在信息与人力资源优势的加持下,其对高技术条件下的监管需求也可以进行实时回应,皆是传统行政所不具备的优势。^①

客观而言,证券交易所如果作为非营利组织开展,其可能面临志愿失灵(voluntary failure)的问题,原因在于非营利组织的志愿性、灵活性、非利润分配性和业余性等特征。^② 比志愿失灵更加严峻的问题在于,如果自律管理本身缺乏动力,则会导致自律管理的失败而造成危机的酝酿。如果作为公司形式来组织,尤其在证券交易所本身是上市公司的情况下,可能面临公司利益与社会公共利益冲突的问题,但总体来看,证券交易所的自治与公司制改革已经成为交易所的发展趋势。有意思的是,英国 FCA 不仅在上市方面依然为伦敦证券交易所保留了不少重要权力,而且其本身也是一家担保有限公司(company limited by guarantee)。从自律管理的优势来分析,尽管

^① 葛翔:《比较视野下金融自律组织监管行为可诉性的再审视——兼论自律监管行为司法审查的边界》,载《上海法学研究》2023 年第 9 卷,第 248 页。

^② 参见[美]莱斯特·萨拉蒙:《公共服务中伙伴:现代福利国家中政府与非营利组织的关系》,田凯译,商务印书馆 2008 年版,第 47—50 页。

政府监管具有规则制定、调查与执法的绝对权威,但其本身的监管层级复杂性、监管资源的有限性,使其对市场的监管很容易慢半拍。即便以迅捷的方式加以介入并制定新的规则,也由于缺乏对问题的沉淀和经验的积累而容易形成仓促的立法,反倒可能给市场发展造成阻碍,毕竟后续的规则修改将为此面临更高的路径依赖改善之成本。

(二) 自律监管降低规制成本

重商主义(mercantilism)是英国经济发展中的重要特质,重商主义经济体制就是市场经济体制,商业资本在经济上服务于民族国家,而国家则运用各种理论支持商业发展,英国的重商主义在此历史条件下应运而生,追求财富是重商主义的目标所在。^①从政府规制的角度来看,规制成本包括两类:一方面,因制定与执行监管规则而付出的直接成本,如规则制定、调查与执法的成本。我们对于直接成本并不陌生,政府要制定与执行监管规则需要有充分的调研、征求意见与配套执法,否则甚至会产生副作用,而这一流程往往是比较长的,市场瞬息万变,待到规则落地或已经成为“麦田里的稻草人”了。当然,在遇有司法审查时,理论上规则存在被宣告无效或中止实施之可能性。对于自律监管来说,其规则制定的成本更低,同时若其能够在日常监管中发挥线索提供与自律管理范畴下之调查功能,有利于降低行政规制的成本。

另一方面,因执行特定规则而造成的机会成本等间接成本。行政监管的逻辑与市场逻辑有一定差异,原因在于内在绩效激励的不同。在行政监管中,市场规模与质量提升具有重要权重,但市场平稳运行同样重要,这对于行政升迁具有根本影响,特别是在经济规模已经达到一定阶段时,在制度改革的边际收益与边际成本趋近时,行政监管的逻辑一定是稳字当先,如在采取命令控制型规制工具中的禁止性规则时,“一禁了之”立竿见影。但是,执行此种规则会使得市场错失发展机遇,如面对数字货币、区块链技术与高频交易等。换言之,我们若采取比较消极之态度,短期内似乎有利于投资者之间实现分析与交易工具对等,但在资本市场开放或参与其他资本市场博弈时,我们的投资机构也许会变得难以招架。对于自律管理而言,其因更加贴近市场而市场呼声有更多关切,尤其是在公司制证券交易所下,为获得竞争优势,其会在规则设计与业务开展上更加开放和灵活。如果证券监管深度介入到自律管理中,证券交易所沦为行政监管的延伸,则不利于降低此种间接成本。不过,在证券法所授权的范围内或者尚无明确规定领域,一定程度的交易所竞争实际上有利于回应市场

^① 参见李新宽:《英国市场经济体制的起源——重商主义市场经济体制研究》,人民出版社2019年版,第25、210页。

需求而促进市场进步,如此前我国的减持规则在交易所层面也一度有所差异。

（三）自律监管的局限克服

除前述志愿失灵的问题之外,自律管理面临两个方面的挑战:一方面,自律监管中的设租与寻租问题,任何形式的监管都面临设租与寻租问题,自律监管在约束与监督机制较少的情况下,此等挑战更加显著。另一方面,自律监管面临不正当竞争之可能,证券交易所等竞争性的自律机构在业务发展过程中,在特定时期内有可能会发生朝底竞争(*race to the bottom*)的可能性,为短期内获取业务或者挤压竞争对手,其有可能在特定时期内采取更加宽松的制度与自律执法。

因此,自律管理的局限意味着必须有外部监督机制的介入。比较来看,在大洋彼岸的美国并未采取完全自律监管模式,而是采取了政府合作型的监管模式,由政府监管部门对自律组织进行强有力的上位监管,SEC 对 FINRA、证券交易所等自律组织进行监督,以强大的公共执法和私人执法来塑造证券市场行为,这也使得 SEC 的执法在主要资本市场中成绩斐然。不仅如此,美国的自律机构在此框架下也加强了监管,如 FINRA 也被称为政府的第四部门。由此来看,有限自律监管正在成为一种趋势。不过,有限自律监管与准政府监管应当有所不同,有限自律监管下政府应该着眼于发展方向与原则问题之把握,而不是事无巨细地参与到具体日常事务之中。从我国情况来看,我们采取了强监管的模式,尤其自以来,我国的证券监管力度与成效不断提高并取得了显著的成绩,但是,在强监管的情况下,证券交易所、证券业协会的自律监管存在很大的空间。究其原因,这与自律监管的管理手段有关,尤其在上市公司日常监管中,证券交易所等自律机构按照章程、协议以及业务规则的规定展开监管活动,这与具有公权力支持的行政稽查执法大有不同。因此,如何进一步优化我国证券自律组织的权能值得细致探讨,有观点亦指出应当将证券交易所回归其法定的行使自律管理会员制法人之组织属性的制度安排。^①

四、英国证券监管经验的借鉴与建议

（一）自律监管作为首要防线

从目前证券交易所和行业协会的运作机制来看,其更多的是一种准行政的监管

^① 参见冷静:《法定自律组织还是法律法规授权组织:新形势下证券交易所及其一线监管性质辨》,载《证券法苑》(第 23 卷),法律出版社 2017 年版。

方式,而且在路径依赖的作用下短期内很难实现公司制的改革,尽管近年来也不乏此种呼吁。^① 公司制的证券交易所若能实现市场竞争自然是最佳的选择,但从我国的实际情况来看,我们更好的切入口还是在于加强证券交易所等自律机构的自律管理能力。一方面,从证券交易所的自律监管来看,目前其问询函、监管函正在发挥积极的作用,^②而且其丰富的纪律处分措施对于上市公司及其他市场主体而言,具有威慑力,如根据《深圳证券交易所自律监管措施和纪律处分实施办法(2024年1月修订)》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第12号——纪律处分实施标准(2024年1月修订)》等三大交易所的自律规定,证券交易所可以行使暂停受理或办理业务、限期改正、出具警示函等十余项主要监管措施和通报批评、公开谴责、公开认定并不适合担任相关职务等十余项纪律处分措施,这些措施对于公司的再融资、并购重组和公司的日常监管均有不同程度影响,能够起到威慑作用。但与此同时,证监会派出机构也对上市公司的日常治理与运作存有现场检查等规制措施,在一定程度上存在监管资源的重叠运用之情形。因此,证券监管部门与证券交易所应当进一步厘清具体工作分工,从前述英国的经验来看,即便是FCA也并未在上市公司等证券市场参与者的日常监管中亲自上阵,而是借由吹哨人、自律监管来获取线索并展开执法,而且其执法强度相对较轻。^③ 除声誉监管的传统之外,实际上也与其市场参与者的全球化程度有关,来自全球的市场参与者注定了其难以采取诸如现场检查这样的措施。

另一方面,从行业协会的自律监管来看,我国证券行业协会目前的工作仍然集中在投资者教育等工作上,但近年来开始采取一定的纪律措施。比较来看,英国FCA成立时即是建立在证券委员会(SIB)的基础上,其本身即由行业机构而来,因此,其扮演着政府监管与自律监管的双重角色,这与美国SEC和FINRA分而治之的模式有所不同。但是,英国仍有很多行业机构发挥着塑造市场的积极作用,如《皇家宪章》1906年赋予英国董事协会(Institute of Directors)以促进自由企业、游说政府和制定公司治理标准的资格,时至今日,该协会仍然是英国的创业精神、商业专业精

^① 《田轩代表建议:推进交易所公司制改革,提高交易所自主权》,载澎湃新闻2023年3月2日,https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_22128461,2024年11月10日访问。

^② 陈运森、邓祎璐、李哲:《证券交易所一线监管的有效性研究:基于财务报告问询函的证据》,载《管理世界》2019年第3期。

^③ John C. Coffee Jr., Law and the Market: The Impact of Enforcement, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol.156, No.2, 2007, p.239.

神和善治的领袖。财务报告委员会(Financial Reporting Council)于1990年成立,^①最初的目的在于促进财务报告的最佳实践,其成立也建立在行业自律管理的基础之上。成立初期,其主席即由英国工贸大臣和英格兰银行总裁联合任命,理事成员来自与财务报告相关的各大利益集团,每年多次讨论和制定有关财务报告的大政方针。^②当然,这里需要注意的是,英国财务报告委员会所谓的独立监管与我们的理解有所不同,其独立于会计职业,但也不是政府监管,是一种介乎政府监管与完全自律监管的中间道路。^③

(二) 商谈式规制工具的建构

从英国证券市场的规制工具来看,其最重要的机制就是商谈式规制模式,包括自愿承诺、和解与沙盒监管等。从效果来看,其既能够保持证券法律制度的内在安定性,同时也能够以灵活的方式促进投资者保护与满足市场发展需求。从我国的情况来看,我们早在2015年就颁布施行了《行政和解试点实施办法》,^④在对涉嫌违反证券期货法律、行政法规和相关监管规定行为进行调查执法过程中,根据行政相对人的申请,与其就改正涉嫌违法行为,消除涉嫌违法行为不良后果,交纳行政和解金补偿投资者损失等进行协商达成行政和解协议,并据此终止调查执法程序。但直至2021年《证券期货行政执法当事人承诺制度实施办法》(简称“当事人承诺办法”)颁布,也仅有2起行政和解案件,即便再考虑目前的当事人承诺制度,我们也只有3起成功案例。究其原因,这与我国行政法的传统理论有关,如公权力不可处分、行政意志优于私人意志等,但不仅境外已经善用证券和解方式快速解决纠纷,而且我国本身也存在协商行政的概念,如《最高人民法院关于审理行政协议案件若干问题的规定》第23条第1款规定:“人民法院审理行政协议案件,可以依法进行调解。”除此之外,《当事人承诺办法》第7条规定了行政执法当事人承诺的申请不予受理的情形,这使得我们的当事人承诺制度不会触及根本性的社会公共利益。

行政和解或当事人承诺制度的内部控制是防止制度被“束之高阁”或滥用的最关键因素。相比之下,美国的和解往往是其监管机构在法院以原告身份提起诉讼后,由

^① Financial Reporting Council, Report and Financial Statements 1991, Financial Reporting Council, 31 March 1991, retrieved 30 May 2023, <https://www.frc.org.uk/getattachment/c065d3e2-7204-409e-8863-92831752ed4a/ReportandFinancialStatements1991.pdf>, p.2, last viewed on July 1, 2025.

^② 参见任明川:《英国的财务报告审议会》,载《会计研究》1999年第5期。

^③ 参见任明川:《FRC:英国职业自律的“休止符”》,载《财会通讯》2006年第10期。

^④ 《行政和解试点实施办法》(证监会令第114号)。

法院批准后实施。就我国的行政执法体系来看,由行政机关自行做出和解决定仍然是现实的出路,但与行政处罚不同的是,和解由于是对涉嫌违法行为的“容忍”,理应有更严密的审批控制。由于目前证券期货行政执法当事人承诺的具体操作规则并未公开,难以窥其全貌,但其中有两个问题值得注意:一方面,投资者的参与方式,因为我们采取了公私执法合一的模式,尽管是公权力机构完成和解审批,但所涉事项又本属于私人执法(民事诉讼)事项,因此,如何就投资者的损失情况听取投资者及利害关系人的意见,^①变得十分关键。另一方面,行政机关的内部监督机制,我们或可考虑再设置一个专门的和解审查委员会,由资深专家学者、律师、会计师和证券公司代表共同组成,监督当事人承诺机制作出过程的公允性。尽管此等监督机制能发挥多大作用不易评判,但多一层外部监督机制总有益处。

另外,我们可以尝试开展沙盒监管。在我国香港地区,2016 年 9 月香港监管局开始试点,让银行及其伙伴科技公司可以不必完全符合监管规定的环境下,邀请有限的机构参与金融科技项目的试行,截至 2024 年 9 月,共有 352 项金融科技项目获准使用沙盒进行试行。实际上在证券市场中,也不妨对诸如智能投资顾问或者黑池交易(dark pool)等进行一定测试和实践,这不仅有助于我国证券交易技术的提高,而且在我国投资机构参与国际市场时亦由此积累丰富经验,当然,随着我国资本市场对外开放程度的不断提高,境外投资者使用先进交易工具时,我们也可以准确地评估风险和予以妥当的监管。在沙盒监管机制的实施中,也许会涉及对公平问题的讨论,如进入沙盒测试的公司与参与者或先得到一定便利,但本身参与的风险也嵌在其中。如果回顾 2015 年我国股票市场的异常波动事件,监管部门对分仓式外接系统所采取的前后有所差异的态度,实际上也说明了在一定时期内我们对新型交易技术的关注不足,有观点认为“外接系统的使用并未完全在地下,而至少得到了监管者的默许”,^②也许这也反映了当时监管的态度,与互联网创新的鼓励也密不可分。既然如此,对于不确定的技术工具,不如以沙盒监管的方式进行前期实验,既能鼓励技术创新,又不必导致技术工具的规制态度的“急转弯”。

(三) 制定证券监管《规则手册》

从英国自身的经验来看,其所采取的策略主要有三:一是对金融监管予以经常

^① 参见陈洁:《证券行政执法当事人承诺制度的新发展》,载《中国金融》2024 年第 10 期。

^② 缪因知:《外部接入信息系统服务商非法证券经营责任研究》,载洪艳蓉主编《金融法苑》第 96 辑,中国金融出版社 2018 年版,第 18 页。

性回顾、审查和评论,借助于对法律评论、专家报告、议会草案和法律修订等步骤,以较快的频次检思既有的问题,从而完善规则和指引,为市场提供规则供给;二是通过信息披露的方式,在“遵守或解释”的框架下以信息披露责任来实现市场自治。当然,要实现此等自律监管与特定的历史文化和经济传统有关。第三,也是最为重要的,是详尽的规则指引,这是信息披露能够发挥效果的关键支撑,只有为市场提供事先详细的规则指引,信息披露才有的放矢,市场参与各方对自身行为和他人行为才有期待,这也是英国自律监管能够运行的基础之一。

英国证券监管的一大特色是极其详尽的规则体系和细节,甚至以举例的方式令市场参与者明晰违法行为的典型场景,这与我国的一般立法模式并不相同。《美国联邦法规》(Code of Federal Regulations)同样涵括了其证券监管部门的规则和相应表格。至少在过去一段时间以来,“宜粗不宜细”的立法模式对我们影响很大,两种模式各有利弊。但不容否认的是,规则的详尽化对于市场参与者而言富有意义。从我国目前的证券法律及监管规则的制定来看,我们已经积累了非常丰富的规则基础,除部门规章外,我们已经制备了大量的规范性文件和格式要求,可以在规范备案审查的过程中予以体系化,借助于交叉索引等方式,实现概念界定、行为标准与法律后果的前后呼应,让市场参与者在研判行为风险时,有统一而明确的参照,而不是在大量的规范性文件中反复寻找,甚至大海捞针。通过证券监管规则的体系化工作,市场交易成本会极大下降,避免遗漏规则要求和付出过多搜寻成本。证券监管规则的体系化可以通过下述三个步骤来完成:

第一,以证券法为规则手册之骨架,将涉及证券发行、证券交易、交易所管理、证券公司监管等各类部门规章首先予以整合,以第五章“信息披露”为例,凡是证监会已经颁布的规则皆可归拢到此章之下,在证券法第80条第2款之外,《上市公司信息披露管理办法》又规定了17种其他重大事件,体现了对第80条第2款兜底条款“国务院证券监督管理机构规定的其他事项”的运用。当我们把这两者放置在一起时,我们可以发现,两者是存在一定交叠的,例如“公司发生大额赔偿责任”与证券法所规定的“公司发生重大债务”实际上被包含与包含关系。再如,证券法将“涉嫌犯罪被依法采取强制措施”作为重大事件,但《上市公司信息披露管理办法》又补充了中国证监会立案调查等情形,两者是否具有同样的重大性,为何在证券法修订过程中未在法律层面明确此等情形。因此,当我们将主要的规则文本放置在一起时,正为我们提供了一个重新检思立法体系与内容科学性的机会。

第二,在对法律及部门规章等主要规则加以整合的基础上,接下来需要将大量的规范性文件嵌入其中,同样,规范性文件大量嵌入的过程也是再反思与检验的过程。我们仍以信息披露为例,在年度报告中,证监会已有十分详细的规则指引——《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号——年度报告的内容与格式(2021 年修订)》,共计有 82 条并附有 2 个附件。我们可以将其嵌入至第 79 条之下。但是,大量具体条款的嵌入可能会导致重复,若年度报告所涉个别内容与证券发行的有关规则重叠,我们可以采用交叉引用的模式,如果是电子版本更可以设置超链接,由此也促进了规则的统一性。例如,年度报告要求对主要经营业务的收入与成本进行详细说明,如果与发行规则的要求一致,即可以加以援引而不必再次详细说明。当然,不难想见工作量将是很大的,但由此带来的规则统一性、便捷性和对社会财富的影响也不容小觑。

第三,在完成上述规则初步整理后,需要再次提炼公因式,对于证券法所涉及的主要概念首先予以界定,以此谋求概念的统一性。当然,此种概念提炼既可以放在规则手册的起始处,也可以放置在具体章节的起始之处。同时,对于各类申请及信息披露格式与表格,理应作为附件加以归类整理后,列示在规则手册后端。在此基础上,我们应当就前述的规则整理再次检查,对矛盾或者重叠之处再加检视。当然,在完成规则手册的汇编之后,要定期结合法律规则变化和市场需要及时修改,证券监管部门的法律部可作为牵头部门与其他职能部门共同研讨具体规则修订的必要性,也可以与其他金融监管部门共同探讨。各具体部门在履行职能工作过程中如认为有规则修订必要,则需要向法律部门提出具体的规则需求,在经过合法性审查的前提下及时予以修改,由此也减少了监管机关内部规则制定的申请流程,提高了规则制定的效率。

五、结语

随着我国证券市场的发展,证券发行人与投资者数量愈加增多,亲力亲为、面面俱到的行政监管不仅会给监管造成极大负担,也不利于快速对市场变化作出反应。在此情况下,自律监管重要意义,其不仅能予以更加灵活的规则与监管模式改革,而且具有更多的人力资源与专业优势,能在相当程度上分担行政监管部门的压力。同时,细致的监管规则与商谈式的规制方法,有利于为市场行为提供细致指导并在面临

规则挑战时采取灵活规制方式,在此方面,英国的证券监管经验对我们有一定的借鉴价值。过去很长一段时间以来,我们并未对英国证券监管经验予以充分重视,美式经验背后的监管风格与法律虚造方法并不一定适合我国,我们理应以更加开阔的视野去观察全球重要资本市场的各类有益经验,以我为主,为我所用。

(责任编辑:刘霄鹏 王昕宸)