

金融创新与法治发展

论转轨背景下证券法治逻辑与制度的现代化

——兼评《证券法(修订草案)》“一读稿”

徐 聪*

内容摘要:在资本市场加速转轨发展中,资本市场已经从单一的股票市场、交易所市场发展成为多品种、多层次、多类型的稳步迈向成熟的市场,但我国证券立法在法理逻辑、法律规定、制度设计上,仍处于“股票时代”,“股票化”思维严重,法律体系、监管制度、市场层次“碎片化”严重。要推动证券法治逻辑与制度的现代化,确立证券法的基本法地位是基础,针对证券品种、监管和市场层次进行差异化的制度设计是基本路径,建立健全完善的资本市场法律体系是保障。

关键词:证券法治 “股票化”思维 碎片化 差异化 现代化

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2016.02.014

我国资本市场是一个“新兴加转轨”的市场,经过二十多年的发展,已取得了长足的进步,成为全球第二大资本市场。在证券品种上,资本市场已经从单一的股票品种发展成为股票、债券、基金、衍生品等多品种;在市场层次上,已经从单一的证券交易所市场,发展为证券交易所市场、全国中小企业股份转让市场、银行间债券市场、机构间私募报价市场、券商柜台市场、区域性股权市场等多层次市场;在发行上市方式上,已经从单一的公开发行并上市,发展到公开发行上市、公开发行挂牌、非公开发行并挂牌,甚至出现了众筹不上市、非公开发行私募转让等创新方式;在市场主体上,已经从单一的上市公司,发展到上市公司、挂牌转让的非上市公众公司、未挂牌转让的非上市公众公司等多种类型等。但有关证券法治的逻辑与法理还建立在《股票发行与交易管理暂行条例》为基础的初期阶段,“股票化”思维严重;在不同部门、监管机构推动下、自上而下的改革在资本市场各个维度展开,导致法律体系、监管体系、市场组织呈现一种“碎片化”的状态。我国证券法治亟需在逻辑和制度上实现现代化,确立证券法的基本法地位是基石;按照股票、债券、基金、衍生品等不同证券品种的性质和特点,进行差异化的制度设计是基本路径,构建多层次、健全的法律体系是保障。

一、“股票化”的法治逻辑与“碎片化”的法治体系

(一)“股票化”思维严重的立法逻辑和制度设计

长期以来,我国资本市场在立法指导思想基本上是围绕着股票市场展开的,无论在发行、上市、交易还是结算环节,均以股票为立法中心,在股票市场中又以场内市场为核心。有关证券立法和制度均以1993年颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》(以下简称《股票条例》)为基石,甚至在有关行政处罚决定书中仍以《股票条例》的某些条款作为认定和处罚依据。^①1999年颁布实施的《证券法》,已分别在2004、2005、2013、2014年进行了四次修改,但以股票公开发行并在证券交易所上市为主线的立法思维和逻辑一直未变。2015年4月,全国人大常委会初次审议的《证券法(修订草案)》(以下简称“一读稿”)已在某些方面试图进行改变和突破。

证券立法逻辑和制度的“股票化”思维的形成,与我国资本市场的发展历史和现状不无关系。我国资本市场的建立与发展,是“自上而下”改革形成的,不是自己“长”出来的。资本市场是以股票市场为中心建立起

* 中国社会科学院法学所博士研究生。

① 如《中国证监会行政处罚决定书(钟伟华、张拥军、赵阳、石红岚)》(证监罚字〔2006〕22号)。

来的,债券市场、基金市场和衍生品市场是后期不断建立发展起来的,资本市场的形成又以证券交易所成立为标志,在很长一段时间内,证券交易所场内的股票交易是资本市场的主体。^② 以此建立起来的资本市场立法和制度“股票化”思维严重,至少体现在以下三个方面:

其一,债券立法“股票化”严重。长期以来,证券立法和制度建设没有考虑债券本身所固有的特性,将债券按照股票的特点规定。以债券市场上最为典型的公司债券为例,在重股轻债的历史背景和发展路径下,2005年修订的《证券法》基本上是将原1993年《公司法》中关于公司债券的条款照搬过来,除了监管模式由原来的“审批制”改为“核准制”、上市审核权由证券监管机构改为证券交易所行使外,并无其他重大突破,甚至增加了对公司债券用途等限定性条款。在具体法律制度上,几乎照搬股票制度,忽略了公司债券的特点,也缺乏公司债券特有的债券持有人会议、信用评级制度及以信用为中心的重大事件信息披露制度等针对性规定,难以为公司债券市场的发展提供有效的法律支持,导致债券立法依附于股票,债券的发行、上市、交易、结算、投融资主体、债券的品种、风险控制等一系列有别于股票的制度难以自成体系。

其二,场外市场法律规定较少。在境外成熟市场,场内市场和场外市场的是同步发展的,甚至场外市场是场内市场的基础,立法上都要对场内市场与场外市场做出相应制度安排和规定。^③ 相比之下,我国证券立法实践基本上是以证券交易所场内市场为核心。1998年的《证券法》共12章,第5章用22条规定了证券交易所这一场内市场,对场外市场却未做任何规定。2005年系统性修订后的《证券法》共12章,第5章用20条对证券交易所进行了规定,仅在第39条以“国务院批准的其他证券交易场所”为场外市场预留制度空间。除此之外,证券法、行政法规、证监会的部门规章很长一段时间内,对场外市场没有再做比较全面及具体的规定。实践中,对于业已存在的场外市场的规章制度也寥寥无几,场外市场发行、交易行为不规范大量存在,问题较多。“一读稿”试图改变这一情况,但仍然以证券交易所为主要内容,对证券交易所以外的其他证券交易场所规定还显不足。第9章将现行证券法第5章“证券交易所”修改为“证券交易场所”,该章24条以交易场所为经度,有19条规定证券交易所,涉及到证券交易所之外的交易场所的有5条,对证券交易所、国务院批准的其他证券交易场所(全国股转系统)、证券监管机构批准的证券交易场所(机构间私募报价市场、柜台市场)、组织股权等财产权益交易的其他交易场所(区域性股权市场)均作出了规定。同时,又以公开市场与非公开市场为维度,明确证券交易所和国务院批准的其他证券交易场所可以组织公开与非公开市场,其他证券交易场所只能组织非公开市场;组织股权等财产权益交易的交易场所交易形式要符合国务院的有关规定。

其三,证券私募立法规定不足。境外成熟市场证券立法,对不同的证券发行方式采取迥异的立法态度。一般而言,对非公开发行(即私募)较为宽容,不需要公权力介入,或者介入的力度较轻,审核较为宽松;对公开发行(公募)较为严格,需要公权力介入,且介入程度较深,审核较为严厉。^④ 证券公开发行之所以需要国家公权力介入,进行严格的审核,由其发行特点所决定。与私募发行相比较,公募特点是明显的。其一,公募涉众性强,面向不特定的社会公众,且具有相当的规模。其行为涉及的人数多、社会公众参与度高,影响大。其二,公募经济利益巨大。由于其发行证券的数量在法律上有一定的要求,其所筹集的资金往往以亿元计算,大多数达数亿元、数十亿元,甚至更高,对投融资双方来说涉及的经济利益重大。其三,公募博弈程度高。公募活动是投融资双方就证券发行价格进行充分博弈的过程。对于发行人而言,其重要目的是使其发行的证券能卖出一个较好的价钱,因而其自身或者通过中介机构比如保荐人、承销商等在股票的发行过程中不断地推销自己,在路演和承销过程中不免存在这样那样的夸大宣传的可能性;对投资者而言由于对公司的情况只能依靠发行人披露的信息获得,需要发行人及其中介机构提供全面、准确、完整、及时的信息,以此作为同

^② 参见马庆泉、吴清主主编:《中国证券史·第一卷》(1978—1998年),中国金融出版社2009年版,第139—141页。

^③ 如欧盟的《金融工具市场指令》将欧盟范围内的证券交易场所划分为证券交易所、多边交易设施、系统化内部撮合商。其中后两种为传统上的场外市场。

^④ 如台湾“证券交易法”对证券的公开发行实行申报生效制,但实践中一般也由证券交易所或者监管机构进行审核;但对证券私募,无需请承销商,也无需事前向主管机关申报,仅需事后报备。参见赖英照:《股市游戏规则——最新证券交易法解析》,作者自版,2009年10月版,第53—79页。

发行人进行价格博弈的基础,目的是能够获得尽量低的价格,从而物有所值。^⑤正是公募与私募的不同特点,在法律规则上都应该作出相应规定。但我国目前的法律注重和强调公募,对私募在法律上的地位和规定远远不够。现行《证券法》大多规定的是公开发行的内容,并以公开发行为主线进行规范。即便有非公开发行,也比照公开发行进行规定。如第13条第2款将上市公司非公开发行类同于公开发行监管要求核准。私募在基本法的地位和内容上全面落后于公募,在监管和制度安排上明显不足。

(二)“碎片化”的法律、监管与市场体系

资本市场发展,不仅需要破除“股票化”的思维,同时也要解决法律体系、监管标准、市场体系的统一化问题。我国资本市场在转轨发展中,多点布局、多重突破,取得了显著的成效。但也产生了法律制度冲突交叉、监管标准不统一、市场组织不协调等问题。资本市场发展,不仅需要破除“股票”化的思维,也要解决法律体系、监管标准、市场体系的碎片化。

一是法律体系碎片化。现行证券立法在逻辑和制度上,未能将属性相同,内容庞大、类型各异的证券品种提升到立法层面,建立起科学严谨、逻辑一致、内容详实的法律体系,而是散落在相关法律中,导致各种证券品种监管标准不统一,造成市场分割、监管套利,影响了证券市场的长远健康发展。以债券品种为例,一方面,对于属性完全相同的公司债券,分别在不同的法律中零散规定。如由证券监管机构监管的公司债券主要适用《证券法》和《公司法》、中国证监会行政规章和交易所的业务规则;对于人民银行监管的以非金融企业为发债主体的非金融企业债务融资工具,主要适用《中国人民银行法》和银行间市场相关业务规则;国家发改委监管的企业债券,主要适用《企业债券管理条例》,同时参照执行《证券法》。另一方面,又将本质上属于同一特性的债券人为割裂,难以将市场化为导向、以“中期票据”为代表、本质上属于公司债券的银行间市场各类企业债务融资工具纳入《证券法》的调整范围,致使其另辟蹊径,游离于《证券法》之外。

二是监管体系碎片化。由于没有统一的法律规制,导致在监管体制上将同质化的市场和产品分散监管,出现监管真空、监管套利等诸多问题。还以公司债券为例,债券市场在长期实践中,逐渐形成了三套监管制度体系。其一为中国证监会监管的,以上市公司为发债主体,实行“核准制”,在沪深交易所交易的“公司债券”模式。其交易场所为证券交易所,登记结算为中国证券登记结算公司。其二为中国人民银行授权银行间市场交易商协会自律监管,以非金融企业为发债主体,实行“注册制”,在银行间债券市场交易的“非金融企业债务融资工具”模式。其交易场所为银行间债券市场,登记结算为中央国债登记结算公司。其三为国家发改委审批的,以中央国企、地方重点企业为发行主体,实行“审批制”的“企业债券”模式。分别在证券交易所市场和银行间市场进行不同的交易、登记结算。这种三足鼎立的监管体系,导致本质上同属公司债券的证券,适用三套价值取向、运行机制、交易场所、登记结算、监管方式存在诸多差异的监管安排,影响债券市场资源配置功能和运行效率,也不利于控制债券市场风险和推进债券市场创新。这种局面的形成,原因之一是立法和制度设计上没有将债券市场以及债券所具有的属性统筹考虑,没有在资本市场基本法——《证券法》上给予债券制度以充分的规范和系统性的安排,从而使监管机构、制度、标准碎片化和分割化。

三是市场组织碎片化。市场组织的碎片化主要体现在两方面:一方面,证券的现货交易和期货交易之间的隔离。固然现货市场和期货市场具有差异性,但彼此之间存在着紧密关联性,证券现货是证券期货的基础产品,二者在投资者群体、监管功能、组织运行、风险控制等方面不可分割,具有组织和管理上的同质性。但目前证券期货由中国金融期货交易所管理、组织、运行和结算,证券现货市场由上海和深圳交易所管理、组织和运行,证券现货的登记结算由中国证券登记结算公司负责,他们之间彼此分离、相互独立、互不隶属。另一方面,证券的交易与登记结算的分离。在现货市场,股票的交易场所由沪深证券交易所组织,但其登记结算由中国证券登记结算公司负责;债券交易由沪深交易所、银行间市场组织,登记结算则由中国证券登记结算公司、中央国债登记结算公司、上海清算所按照品种的不同划分“势力”范围。有关证券期货(如股指期货、国债期货)的交易和结算则完全由中国金融期货交易所组织。期货市场和现货市场分离,交易和结算分离导致

^⑤ 参见徐聪:《注册制下的存量股流通:转让还是转售?》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第15卷),法律出版社2015年版,第30页。

了市场的监管效率、运行效率、风险控制等出现了一系列问题。^⑥

从国际市场情况看,市场组织去碎片化,逐步集团化是发展趋势。目前全球各主要交易所均在大规模整合市场资源,成立交易所集团,将现货市场与期货市场、交易平台与清算平台进行整合,纳入交易所集团。美国、英国、德国、日本、澳大利亚、香港等成熟市场均如此。以德国为例,作为交易所集团整合与并购的典型代表,经过二十多年的整合与发展,德国交易所集团(Deutsche Borse AG,缩写:DBAG)已发展成为集交易、清算、交收存管、市场数据业务和信息技术服务于一体的集团化运营机构,拥有欧洲最先进的证券交易平台 Xetra、两大世界顶尖衍生品交易市场——欧洲期交所(Eurex)和国际证券交易所(ISE)、全球最先进的风控技术清算所(Eurex Clearing AG)以及全球领先的交易后服务商——明讯银行(Clearstream)。目前,德国交易所集团已经成为世界最大的交易所集团之一,业务范围涵盖现货市场与衍生品市场交易、结算的各个环节,在协助欧洲央行改善金融资本市场效率、流动性、安全和诚信等方面起到了关键性作用,是欧洲金融市场的重要支柱。迄今为止,德交所已经基本涵盖了交易所市场几乎全部的产品和服务,并且积极拓展衍生品市场的业务领域和服务范围。^⑦近年来,新兴市场的证券交易所也日趋集团化,将现货市场和期货市场、交易和清算统一在集团内运作和管理。以巴西为例,2007年期货交易所与巴西圣保罗证券交易所进行了股份化改革,正式着手两家交易所之间的业务、资源的重新整合。2009年两所完成合并成立了新的巴西证券期货交易所并正式运营。新交易所融合证券、基金以及衍生品市场的多种功能,从股票、债券、外汇到衍生品的交易,现货、期货等各个功能一应俱全。非但如此,巴西证券期货交易所还提供了全新的交易后相关业务,包括完整的DVP^⑧和净额结算、保证金制度以及托管和结算服务,实现了期货与现货市场的统一、交易和清算前后台的统一。

二、确立证券法的基本法地位是证券法治现代化的基石

经过二十多年跨越式发展,我国资本市场已经进入了转轨加速化的时代,推进股票发行注册制改革,强化事中事后监管,是资本市场“供给侧”改革发力的中心。有关证券立法和制度建设等“上层建筑”,要及时作出调整和改变,资本市场法治要不断进行现代化,稳步向成熟市场法治迈进。推进证券立法逻辑和制度的现代化,首要的问题是确立证券法的基本法地位,更新证券法治理念,规范有关证券的发行与交易行为,建构和完善有关证券市场的基本制度。确定证券法的基本法地位,在证券法中界定好证券的概念和调整范围,理顺证券法和涉及证券的相关法律的关系,十分重要。

(一)证券法是资本市场的基本法

资本市场因其涉及面广,证券品种繁多,参与的主体众多,发行、上市、交易、登记、结算环节复杂,除证券法外,还涉及到公司法、证券投资基金法、信托法、期货法等一系列法律的规定。这些法律的相关规定也是资本市场法律的重要部分,如公司法中对上市公司的规定和资本市场关联度极大,有关公司治理结构、公司组织形态、股东权益保护、上市公司监管等内容;证券投资基金法中有关基金管理人、基金托管人、基金份额持有人、基金的募集、交易、申购赎回、基金的投资和信息披露、对基金的监管等内容;信托法中的证券信托,有关信托的设立、信托财产、信托当事人包括委托人、受托人、受益人,信托的变更、终止等内容;期货法中所涉及的证券期货,包括期货合约、期权合约、证券期货交易场所、证券期货参与者、证券期货的发行、上市、交易、交收,证券期货的监管等内容。但这些法律与证券法相比,只是从不同的角度、从某一个方面来规范资本市场,在立法目的和出发点上不是或者说不完全是资本市场,而证券法是从总体和根本上对资本市场进行规

^⑥ 2015年7月以来,中国资本市场出现的大面积连续性的异常波动,股票非理性下跌所形成的巨大系统性风险的主要原因之一是股票现货市场与期货市场割裂,监管联动性不足,期货市场部分投机者利用了市场的割裂、制度的差异、监管的漏洞等做空现货市场而导致的。

^⑦ 参见刘肃毅、刘佳:《德国交易所集团的整合与启示》,载<http://www.chinaclear.cn>,2015年12月20日访问。

^⑧ 国际证券服务协会(International Securities Service Association,ISSA)将DVP定义为:货银对付结果是实时同步的、最终的且不可撤销的。建立DVP制度的目的是降低交易对手方的信用风险(Credit Risk),消除卖方已交付证券而未收到相应款项,或是买方已交付资金而未收到证券的本金风险(Principal Risk)。即DVP的核心内涵是证券与资金的交收同时进行,从而防范交收对手方的违约风险,即已交付证券而未收到相应款项,或是买方已交付资金而未收到证券的本金风险(Principal Risk)。

范,其立法目的是资本市场本身,对资本市场进行全方位的规范。它是规范证券发行、上市、交易、登记、结算、监管等过程中产生的各种法律关系的基本法,是资本市场的行为法、组织法、监管法。

(二)要在证券法上明确证券的定义

现行《证券法》未对证券概念作出规定,第2条^⑨仅明确了证券法的调整范围,即股票、公司债券,对于其他类型的证券未明确列示;对政府债券、证券投资基金份额和证券衍生品种是否属于证券的范畴,采取了回避态度,只规定一定范围的适用或者原则适用。缺少明确的定义,导致实践中缺少对证券品种的认定依据和标准,一些应由证券法调整和规范的证券品种无法适用证券法。如《证券法》规定公司债券为证券法上的证券,但对于企业债、中期票据、短期融资券等债券品种并未明确。但公司债与企业债、短期融资券、中期票据在属性上并无实质差别,后者与公司债、政府债券一样,债券属性十分确定,尽管其发行的主体可能不同,期限不一、利率高低有异,但作为一种重要的融资手段和融资工具,一种固定收益类的产品,均具有偿还性、流通性、安全性和收益性债券特点。“证券”外延的狭窄,限制了证券法在我国资本市场适用范围,难以适应我国资本市场快速发展的需要,它不利于保护投资者,不能满足市场正常的投融资需求,不利于强化资本市场的监管。^⑩“一读稿”已注意到了这一不足,第3条对证券定义作了规定。^⑪该条第一款将证券的内涵作了界定,反映了证券的本质属性,凡符合这一属性的均可视为证券,从而大大扩展了证券的外延,弥补了现行《证券法》对证券定义的含糊不清和依据不足。第2、3款是对证券范围的列举,将股票类、债券类、存托凭证类,受益凭证、权证,证券投资基金等均纳入证券范围,这种概括加列举的立法方式,扩大了证券的法律界定,确立了证券法为资本市场基本法的地位,并从法律适用的角度,处理了证券法与其他法律的关系。

在监管实践中,明确判断某种金融投资商品是否属于“证券”的标准非常重要,这是证券监管机构履行职责实施监管的前提。“一读稿”在证券的法律界定上引入一般性规定显得十分必要。“一读稿”借鉴美国、日本等成熟市场的经验,^⑫结合我国的实际情况,界定了证券的一般性定义,即强调特定的财产权益,可以均分且可转让或者交易的凭证或者投资性合同的属性。可以看出,证券概念的变化,反映了立法者回应我国资本市场快速发展、日趋复杂的情况和证券监管的实际需要。

(三)要进一步扩大证券法的调整范围

证券法作为资本市场的基本法,其调整范围应当包括所有证券及证券衍生品种,既规范其发行活动,又规范其交易活动及其他相关活动,用这种方式对资本市场进行全方位、全过程管理。证券法调整的范围,应当包括股票、债券、基金、证券衍生品。股票、债券是资本市场典型的证券,无疑在证券法调整的范围内。股票因划分标准的不同可以由普通股、优先股、后配股、保证股、转换股、决议权股、否决权股,国家股、法人股、流通股、非流通股、公众股、非公众股,A股、B股、H股等等。这些都作为股票的种类,为证券法规范的内容。同样,债券因划分标准的不同,可分为国家债券、政府机构债券、地方政府债券、国际债券、国内债券,公司债券、金融债券、企业债券,短期债券、中期债券、长期债券,记名债券、不记名债券、交换债券、信用债券、抵押债券、担保债券,固定利率债券、浮动利率债券、单率债券、负率债券、累进率债券,一般付息债券、付息债券、贴现债券,私募债券、公募债券等等,自然也应成为证券法规范的对象。有关证券投资基金份额在上市交易环

^⑨ 《证券法》第2条:在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定。证券衍生品种发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。

^⑩ 参见陈洁:《金融投资商品统一立法趋势下“证券”的界定》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》,法律出版社2011年版,第3—8页。

^⑪ “一读稿”第三条第一款规定“本法所称证券是指代表特定的财产权益,可以均分且可转让或者交易的凭证或者投资性合同”,并对证券的范围作了列举“下列证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定:(一)普通股、优先股等股票;(二)公司债券、企业债券、可转换为股票的公司债券等债券;(三)股票、债券的存托凭证;(四)国务院依法认定的其他证券”,第三款规定“资产支持证券等受益凭证、权证的发行和交易,政府债券、证券投资基金份额的上市交易,适用本法;其他法律、行政法规另有规定的,适用其规定”。

^⑫ 美国和日本的证券法律规定了“投资合同”、“集合理财计划”,只要符合“投资合同”四个标准的金融投资商品都可以成为法定的“证券”种类。参见前注^⑩,陈洁文。

节纳入了证券法的调整范围。对于证券衍生品是否应纳入证券法调整,立法和实践却有不同看法。^⑬

近年来,境外成熟市场,立法和市场实践均有扩大证券范围的趋势。英国自1986年伦敦金融“大爆炸”以来,在立法上对金融市场进行了大的改革,其制定的《金融服务法》及之后的《金融服务与市场法》对所有的金融服务商品进行了整合性的统筹,实现了金融业的横向规制。该法中的投资商品概念涵盖了存款、保险合同、集合投资计划份额、期权以及预付款合同等,从而使英国的《金融服务及市场法》涵盖了证券市场、期货市场、货币市场和外汇市场。^⑭ 2001年澳大利亚通过了《金融服务改革法案》,对所有金融产品实行统一监管,向金融服务横向规制迈出了实质性的一步。2004年德国通过《投资者保护改善法》对《证券交易法》进行了修改,导入新的“金融商品”概念,对“有价证券、金融市场商品以及衍生品交易等”做出了界定,并通过修改《招股说明书法》导入投资份额的概念,将隐名合伙份额等纳入信息披露的对象。2004年欧盟通过了《金融工具市场指令》引入了“金融工具”概念,涵盖了可转让证券、短期金融市场工具、集合投资计划和衍生品交易。韩国在2007年通过了《资本市场统合法》,将分为证券、资产运营、期货、信托等多头板块的资本市场整合为一。^⑮ 2000年日本制定了《金融商品销售等相关法律》,2006年日本将《证券交易法》改组为《金融商品交易法》,将证券、信托、金融期货、金融衍生品等大部分金融商品进行了“一揽子”、综合性的规范,构建了一个横向化、整体覆盖金融服务的法律体系。

境外证券立法对证券调整范围的不断扩大是金融市场日趋重要、日趋复杂、风险日趋加剧、监管难度越来越大的必然要求,适应了迅速变化的资本市场,有效解决金融业混业经营格局下金融创新产品的监管归属问题,避免监管“真空”和交叉。在扩大“有价证券”范围使之变成实质意义上金融商品基础上,对不同种类金融商品的交易进行统一规制,通过横断式的处理,整合各种金融商品的交易业务,最终使具备相同经济功能的金融商品适用统一规则,实现业务规则的总括化和横断化,使以往的纵向行业监管转变为以保护投资者为目的的横向金融法制。^⑯

在我国资本市场上,扩大证券法的调整范围,统一规制证券品种,将证券衍生品纳入到证券法调整不但必须且为急需。一方面,我国法律规定了证券市场的分业经营,但实践中,银行、证券、保险、信托混业经营越来越明显,银行、保险、信托通过各种形式深度介入证券市场;另一方面分业监管明显,各监管机构彼此壁垒严重,部门的规章制度相互割裂,相互争权、互推责任的情况时有发生。2015年7月以来,我国资本市场出现了大面积异常波动,风险急剧增加,广大投资者损失惨重,原因之一可能就是法律不完善、监管不到位、监管机构之间的不协调。当市场面临问题、出现风险时,法律无法解决、监管机构无法统一协调。另一方面,股指期货市场和股票现货市场本身具有密切的关联性,套期保值、风险对冲工具等衍生品使期货市场和现货市场联动密切,但法律调整范围并未统一、自律监管组织彼此独立,期货市场和现货市场的风险相互作用,不断放大。因此,将证券衍生品纳入证券法的调整范围非常必要。

三、差异化的制度设计是证券法治现代化的必由路径

我国证券法治的现代化,必须要落脚在具体制度层面。要解决“股票化”思维的立法逻辑和制度设计,就应当平等对待各证券品种,强化债券、基金、衍生品市场在证券法中的法律地位,在证券法、行政法规或者部门规章中进行差异化的制度规定。

(一)立法模式由单一走向差异

具体来说,作为统一规制资本市场的《证券法》应当对债券、衍生品等其他证券品种,要明确其法律地位。具体包括:一是要明确《证券法》中证券的界定,将债券、证券投资基金、证券衍生品等包括其中;二是要明确《证券法》的调整对象包含债券、证券投资基金、证券衍生品以及其他证券品种发行和交易行为,提高其在《证

^⑬ 现行《证券法》第二条只是将股票、公司债券归为证券法的调整范围,将证券投资基金份额的上市交易归为证券法调整,将证券衍生品排除在证券法调整的范围外,而是有国务院依照证券法的原则另行规定。在实践中,由于我国同样颁布了《证券投资基金法》,对证券投资基金进行了规范和调整,因而不认为应由证券法调整。对于证券衍生品,有观点认为其本身并不是证券,只是基于证券所产生的,也不应由证券法调整。

^⑭ 参见张忠军:《金融业务融合与监管制度创新》,北京大学出版社2007年版,第178页。

^⑮ 参见李准晔:《韩国金融监管体制及其发展趋势》,载《金融发展研究》2008年第4期。

^⑯ 参见杨东:《论金融法制的横向规制趋势》,载《法学家》2009年第2期。

券法》的法律地位;三是在《证券法》的具体章节中要进一步明确债券、证券投资基金、证券衍生品证券品种等的差异化,细化在发行、上市、交易、结算等方面的差异化条款。

在《证券法》的立法设计中,笔者认为应对现行的《证券法》进行梳理,考虑资本市场的差异化进行法律规制。一方面可将资本市场中的属性相同,具有共性或者虽不具共性但具重大性、总括性的内容归纳起来,形成证券法的总则,比如在总则中可将证券法的立法宗旨、基本原则、证券的概念及证券法的调整范围等一般性规定归为一章,将证券的发行、上市、交易、登记结算、监管机构、法律责任等分章规定;另一方面可将资本市场中具有差异化的内容,在分则中作出规定,比如在分则中可将股票市场、债券市场、证券投资基金市场、证券衍生品市场、经营机构、交易场所、行业管理等分章规定。在总则中,一般性规定涉及资本市场的重大原则性问题,发挥对资本市场的总括性指导意义。发行、上市、交易、结算是资本市场活动的主要环节,对于股票、债券、基金、衍生品市场而言,具有共同属性,这些活动是每个市场参与者及相关人所共同面对的,比如发行涉及的发行人与中介机构、发行种类、发行条件、发行方式、发行申请、发行审核、发行披露、发行价格、发行期间与节奏、发行成功与失败等。同样,在上市、交易、结算环节也有许多是资本市场中的各个市场共同的问题。而监管机构和法律责任也覆盖整个资本市场,前者对资本市场具有全面的监管职责,代表国家行使行政监管权,后者是资本市场参与者所应承担的责任。在分则中,可详尽规定资本市场细分市场的差异化规定,这种差异化是全面的,是在总则的统领下的差异化。

(二)建立以功能监管为中心的监管体制

实践中,我国金融机构业务界限日趋模糊、金融机构功能一体化日渐突出,传统的分业监管问题明显。具体表现为:其一,对混合、交叉性金融业务的监管,法律规定较为模糊,监管职责划分不清。实践中,各监管机构之间虽然有一定的监管协调机制,比如金融旬会、联席监管会议、金融监管部际协调和合作机制,但主要是一种行政性的安排,缺少法律授权和监管职责划分,效果有限。各金融监管部门仍然按照各自的监管规则履行职责。规则的不一致,监管的多重性带来了较大的跨业监管套利空间。其二,现行的分业监管与混合经营模式不相适应。我国目前部分金融机构跨行业经营,如银行机构可以通过股权投资的法人隔离模式从事保险、基金管理业务,也可以通过理财、债券承销在银行内部实现跨行业业务。这种错综复杂的金融体系结构,使得金融监管合作不畅。其三,监管信息共享机制缺乏,金融监管协作难度加大。目前,金融监管机构之间还没有建立系统、完整、及时、高效的监管信息共享机制。监管信息共享、定期和不定期信息交换机制的缺失对金融安全与效率的影响突出。如果监管信息共享机制不能尽快建立,潜在的风险巨大。在系统性风险方面,金融监管机构目前主要还停留在信息和政策沟通层面上,对高风险的具体处置缺乏清晰、高效的责任与协调机制。在综合经营背景下,金融风险会跨行业、跨市场、跨机构传染,易于引发区域性和系统性金融危机。

如何在责任清晰、协调高效的监管合作基础上,构建在综合经营、复杂金融环境中的危机金融机构处置机制,对于阻断危机传染和维护资本市场信心意义重大。^①而功能监管对解决上述问题具有很好的效果。功能监管协调性高,监管中发现问题能够得到及时处理和解决;功能监管更能对金融机构资产组合总体风险作出判断,可以更有效更及时地防范金融风险;功能监管可以避免重复和交叉监管现象的出现,为金融机构创造公平竞争的市场环境;功能监管更利于促进我国的金融创新。功能监管体制更能适应目前日趋向混业经营发展对金融监管体制提出的要求,是我国金融改革的必然选择。^②在具体的监管制度设计中要针对不同的市场、不同的投资者、不同的产品在监管目标、监管规则、监管手段、监管处罚、监管资源等方面进行差异化制度设计。

在监管目标上,虽然资本市场的总体目标是放松管制、加强监管。但不能一概而论。对市场化程度高、运行较为成熟、诚信体系较为完善、风险程度较小的可以采取低门槛、松管制,让市场起决定性作用,对于市场化程度低、运行不太成熟、法律和诚信体系不完善、风险程度较大的,还应进行管制、设置较高的门槛,管在前面。因此,监管目标差异化就是要对不同情况在放松管制、加强监管,以及事前、事中、事后监管上有所

^① 参见王兆星:《机构监管与功能监管》,载《中国金融》2015年2月2日。

^② 参见顾海峰:《基于金融混业视角的金融监管创新路径:功能监管论》,载《金融理论与实践》2010年第10期。

差异。

在监管规则上,可以根据监管对象和市场差异,制定差异化的监管规则。以上市公司信息披露监管规则为例,上市公司质量是差异化信息披露规则的衡量标准。上市公司的优劣好坏决定了信息披露差异化。优质的上市公司理应放松管制和适当监管,而劣质上市公司理应加强管制、加强监管。在上市公司的信息披露方面也应遵循这样的原则,对好的上市公司,有的可以不披露、简单披露和非重点披露,而对于差的上市公司,则要尽量披露、详细披露和重点披露,从而体现不同的上市公司或者出现不同情况的同一类的上市公司在信息披露方面的差异化。^①

在监管手段上,可根据监管中出现的不同的情况,采取不同的监管手段。对上市公司信息披露监管,可以构建差异化信息披露的等级制度。将绩优、一般、绩差的上市公司进行分类划分等级,^②还可以根据上市公司所处的不同行业,建立信息披露的行业监管;对证券中介机构,同样可以采取分类监管;^③对不同的市场产品也可采取不同的监管手段。^④

(三)健全多层次的证券发行和交易制度

首先,建立覆盖公开发行与非公开发行的多种发行制度。严格规范公开发行行为,适当放松非公开发行行为。在发行的条件、发行对象、发行审核、信息披露、对发行人的要求、对中介机构的要求、风险控制等众多方面实施差异化。其次,建立包括上市、挂牌在内的上市制度。对上市与挂牌、上柜行为实行差异化安排。严格公司上市行为,适当放松公司挂牌或上柜行为。对公司在证券交易所上市和其他证券交易场所挂牌、上柜进行差异化安排,使其在上市的公司与挂牌的公司、上柜的公司,上市条件与挂牌条件、上柜条件,上市审核与挂牌审核、上柜审核,上市公司的信息披露与挂牌公司的信息披露、上柜公司的信息披露等方面实施差异化监管。最后,建立多元化的交易、登记结算制度。要对不同的交易场所、不同的交易标的、不同的交易对象等方面采取差异化的安排。制定并运用好连续竞价与非连续竞价、集中交易与非集中交易、大宗交易与非大宗交易、交易转让与非交易转让、集中登记与分散登记、即时结算与延时结算等多元化的交易、登记、结算制度。

(四)健全适应市场要素和层次差异化的法律规则

就市场要素而言,首先应实行市场产品差异化。因股票、债券、基金、衍生品等本身具有较大的差异性,无疑要进行差异化的制度安排,即使各个产品自身的差异性也存在,也应考虑差异化的法律规定,比如公开发行的股票和非公开发行的股票、上市公司债券和中小企业私募债券、公募基金与私募基金等差异是明显的。其次应实行市场参与者差异化。融资者、中介机构、投资者在资本市场中的性质、角色、定位、目的、作用等均有所不同,对他们的法律规制当然也应有所不同。投融资双方根据其各自不同的情况,就投资者而言,应建立投资者适当性制度;就融资者而言,要建立差异化审查制度。

就市场层次而言,形成资本市场的错位发展和适度竞争,促进风险控制差异化。就目前情况看,要合理规划市场层次,总结历史经验教训,进一步整合我国的资本市场层次,将公开交易场所和非公开交易场所,证券交易所和其他证券交易场所,全国性资本市场和区域性资本市场,主板、中小板、战略新兴板、创业板、新三板、地方性股权交易中心、柜台市场的差异性充分体现出来并进行法律规制,同时还要研究制定一个市场内的多层次市场的差异化规制,以及资本市场和其他金融市场中涉及资本市场产品的整合,比如资本市场和银

^① 徐聪:《试论我国上市公司差异化信息披露制度之构建》,载张育军、徐明主编:《证券法苑》第四卷,法律出版社2011年版,第340—341页。

^② 徐聪:《试论上市公司信息披露差异化》,载《证券市场导报》2011年第7期。

^③ 中国证监会颁布的《证券公司分类监管规定》中,对证券公司建立了包括资本充足、公司治理与合规管理、动态风险监控、信息系统安全、客户权益保护、信息披露等在内的不同评价指标和体系。并以此采取不同监管措施。

^④ 实际上,沪深交易所其债券市场的监管中,对公司债券也采取了差异化的监管手段,建立了类似分类监管和等级监管制度。即根据公司债券具体的资信等级和其他指标的差异情况建立等级制度,对其发行上市交易的投资者范围和交易平台实行差异化管理。2010年11月2日,沪深交易所分别发布了《关于修订上海证券交易所公司债券上市规则的通知》、《关于修订公司债券发行、上市、交易有关事宜的通知》和《深圳证券交易所公司债券上市规则》。两个交易所本次对公司债券相关规则的修订主要包括,明确对上市债券实行分类管理及具体的分类标准、不同交易平台的安排等内容。

行间、互联网金融市场,使之存在明显的差异化。

四、多层次、健全的法律体系是证券法治现代化的保障

在现有资本市场法律体系的基础上,进一步健全和完善股票、债券、基金、衍生品市场各自的法律体系。使其在法律、法规、部门规章及自律组织业务规则上差异明显、自成体系。

(一)构建独具特色的资本市场法律体系

资本市场法律体系应由三个层面法律规范组成。第一层为法律。它由国家立法机构通过立法完成,最权威、最具效力和强制力。这一层面规定的是基本的原则性重大问题,涉及到宏观层面且具重大操作性规定。第二层面为行政法规和部门规章。它是由国务院及其相关部门制定的涉及资本市场的有关规定。主要由国务院规定的相关证券条例、中国证监会等国务院相关部门规定的部门规章、规范性意见等构成。这一层面既涉及到资本市场的宏观政策,又涉及到资本市场的操作性规定,属于中观层面的法律规制。第三层面是业务规则。它是由证券交易所等证券自律组织制定的业务规则。主要由证券交易所、金融期货交易所、证券业协会、基金业协会、期货业协会、上市公司协会等制定。这一层的业务规则主要是操作层面的,基本上是具体的业务问题和技术问题,数量较多、内容丰富、问题较具体和细致,属于微观层面的法律规制。

资本市场法律体系有两个特点:一是地方性法规未纳入资本市场法律体系。主要原因是,资本市场是全国性市场,无论股票、债券、证券投资基金和证券衍生品市场,必须有一个统一的覆盖整个市场的法律规制。不可能相互割裂、各地各行其是。这是由资本市场本身的特点和性质所决定的。如果将地方性法规作为资本市场的法律体系的一个层面和组成部分,就有可能导致资本市场的相互分割,使资本市场的市场化无法进行、风险无法控制、监管无法实施、市场流动性不足、连续性欠缺,市场也就不成其为市场。国内外大量的实践均证明了这一点。^③

二是自律组织制定的业务规则纳入资本市场法律体系的范畴。严格意义上,证券交易所、证券业协会等自律组织所颁布的业务规则并不属于正式法律的范畴,之所以将其纳入资本市场法律体系,是基于以下原因:一是自律组织制定的业务规则在资本市场中地位和作用日益重要。这些业务规则是资本市场得以正常运转的基石。没有这些规则或者这些规则不健全,资本市场就不可能正常运转,更不能健康稳定发展。如果不将其纳入到资本市场的法律体系中,而仅仅依靠法律和行政法规、部门规章,这一法律体系是不完全的,也是不可想象的。二是资本市场自律组织业务规则具有法律上的约束力。虽然业务规则不是法律、行政法规和部门规章,但业务规则对资本市场上的参与主体具有普遍的约束力,证券市场的参与者包括发行人(上市公司、发行债券、基金或其他证券品种的公司)、证券经营机构、证券服务机构、证券投资者等在证券的发行、上市、交易、登记结算等过程中应接受和认可业务规则的效力,必须遵守业务规则。

(二)完善资本市场法律体系要处理好三大关系

资本市场的法律体系基本上是为围绕以股票为核心建立起来的,因而股票市场的法律体系相对较为完善,债券市场、基金市场和证券衍生品市场的法律体系相对薄弱,在法律体系的三个层面均如此,除法律层面之外,部门规章和自律组织业务规则也是如此。这与我国资本市场的发展过程是相适应的。在资本市场转轨加速发展的今日,债券、基金、衍生品等市场发展迅速,但法律体系则存在一定的滞后性。如何健全和完善股票、债券、基金、衍生品市场各自的法律体系?使其在法律、行政法规、部门规章、规范性文件及自律组织业务规则上差异明显、自成体系?就各自法律体系而论,笔者以为应处理好以下三方面的关系。

其一,处理好《证券法》和其相关他法律之间的关系。在资本市场中,应确立《证券法》的统领和基本法的地位,按照《证券法》统合资本市场的各种法律关系,以调整所有证券的思路处理好证券法与其他相关法律之间的关系。在处理《证券法》与涉及股票、债券、基金、衍生品的相关法律之间的关系上有三种方案可供选择:一种是完全依赖《证券法》,取消或弃用涉及股票、债券、证券投资基金、证券衍生品的其他法律。采取这种方法,可以借鉴我国《刑法》的立法模式,按总则分则对资本市场进行法律规制。总则对资本市场进行一般规

^③ 1997年之前,我国的资本市场处于分割状态,沪深两大证券交易所分别归属于地方人民政府,尽管1992年成立了中国证监会,但国家仍然没能对资本市场实行统一监管,各地纷纷效仿证券交易所,一时间全国成立了多大二十几家的证券交易中心归属于不同的地方政府管辖,导致了一系列问题的出现。

定,分则对股票市场、债券市场、证券投资基金市场、证券衍生品市场进行详细的规定,将四个市场可能涉及的法律问题完整地加以规定,使其成为各自法律体系的第一层面的法律。第二种办法是以《证券法》为主,其他法律加以补充,构成各自法律体系的第一个层面。采取这种办法应仍然借鉴《刑法》总则、分则的立法模式。这种模式与第一种模式不同的是,在分则中只对股票市场、债券市场、证券投资基金市场、证券衍生品市场的基本内容进行规定,而在其他相关法律中对这些市场进行详细完整的规定。第三种是以相关法律为主,以《证券法》作为补充,保留股票、债券、基金、衍生品的相关法律在各自的法律体系应有的地位。采取这种办法可以借鉴我国《民法通则》的立法模式,不按总则分则形式,只是将资本市场最重要的问题进行法律规定。在《证券法》中对股票、债券、基金、衍生品四大市场进行基本的原则性的规定。而股票、债券、基金、衍生品市场所涉及的内容繁多、关系复杂的问题由相关法律规定,在各自的法律体系中,将《证券法》和相关法律规定一同作为其第一层面的组成部分。

我国目前的实践似乎既采用了第二种办法,又采用了第三种办法。从现行《证券法》对股票市场做了详细的规定,对债券市场做了较为详细规定来看,股票、债券市场的法律体系的第一个层面主要由证券法构成,从实际需要出发,在立法上也不太可能再制定《股票法》《债券法》。因此,对股票市场和债券市场,我国的实践似乎采用了第二种办法。而现行《证券法》对证券投资基金、证券衍生品几乎未作规定,却颁布了《证券投资基金法》《信托法》等,《期货法》也正在积极的制定中,这些法律对证券投资基金和证券衍生品等进行了较为详细的规定。可以看出,对证券投资基金市场和证券衍生品市场,我国的实践似乎采用了第三种办法。

这样的立法在逻辑上是混乱的,实践中弊端明显。尽管股票、债券、证券投资基金、衍生品各有不同、特点各异,但并不能说明由此形成的各自的市场重要性不同,并推导出其法律地位有所差异,使一部分证券在《证券法》中有规定,而另一部分证券不能体现在《证券法》中,只能在其他法律中规定,厚此薄彼。或许《证券法》将证券投资基金、证券衍生品排除在外,更多考虑的是这些证券所具有的特点,可能是一部《证券法》所难以容纳的。但这一做法实际上将资本市场在法律规制的层面上割裂开来。笔者认为,《证券法》的意义恰恰在于能将资本市场各个方面用法律规制统合起来,使资本市场的各个方面有机联系、规范运作,使各种证券及其所形成的证券市场具有平等地位和重要性,从而在根本上保障股票市场、债券市场、基金市场、衍生品市场的健康发展。笔者建议采取第二种办法以处理证券法与相关法律之间的关系。

其二,处理好证券监管机构规章和相关管理部门规章之间的关系。在法律体系的第二个层面,要以资本市场行政法规为统领,以证券监管机构部门规章为主轴,以相关管理部门规章为补充形成股票、债券、证券投资基金、衍生品市场的法律体系。

在资本市场的法律体系中,行政法规颁布数量少,且先后为相关法律所取代。上世纪九十年代以来,国务院相继颁布资本市场的行政法规,如1993年4月22日《股票发行与交易暂行条例》、1993年8月2日《企业债券管理条例》、1999年6月2日《期货交易管理暂行条例》。这些条例对股票、债券、证券衍生品市场进行了基本的规定。但随着《证券法》的出台,《股票发行与交易暂行条例》虽然没有明文废止,由于该条例中的许多内容为《证券法》所覆盖,加之条例的效力阶位低于法律,实际上该条例近似于废止。1999年的《期货交易管理暂行条例》在2007年3月6日以国务院第489号令的形式进行了重新修改,将《期货交易管理暂行条例》改为《期货交易管理条例》,且当前全国人大正在制定《期货法》。对于基金市场,国务院并未颁布行政法规,原因是我国证券投资市场发展相对较晚,且已经及时颁布了《证券投资基金法》。在债券市场,由于《企业债券管理条例》主要规范企业债券,范围有限,且未来有可能被《证券法》所吸收。可以看出,数量较少的证券行政法规,在法律体系中的意义和作用有限。

与之相对应的是,行政法规之下的部门规章、规范性文件数量众多,内容详实,对资本市场规范的意义和作用特别重要,在股票、债券、基金、衍生品的法律体系第二个层面中地位突出。

资本市场的部门规章来自于国务院证券监管机构和国务院的相关部门。除中国证监会外,中国人民银行、中国银监会、中国保监会、财政部、国家发展与改革委员会、国务院国有资产管理委员会等相关部门均可以制定部门规章管理资本市场。这些部门规章均可视作资本市场法律体系的法律渊源,纳入法律体系的范畴。这些规章均具效力,但出自多门、内容众多、角度不同,有可能彼此不一甚至矛盾。如何看待这些部门规章,处理好部门规章所形成的问题?笔者以为,在资本市场法律体系中,部门规章层级要考虑证券监管机构

和其他管理部门之间的区别,将证券监管机构的部门规章置于更重要的地位。

证券监管机构是资本市场的主管部门,其对资本市场的监督管理是其主要职责或者是其唯一职责,该部门存在的基础在于资本市场的存在,它代表国家对资本市场行使监管权。其他管理部门虽然可以管理资本市场,但这种管理是局部的、参与性质的,只是其行政权的一部分,它并不以监督管理资本市场为主要或者唯一职责。现行《证券法》对资本市场主管部门和其他相关部门有明确规定。如该法第10章“证券监督管理机构”共9条对国务院证券监督管理机构的任务、职责、权限等做了明确规定。根据该法规定,国务院证券监督管理机构即为中国证券监督管理委员会(简称中国证监会)。同时,该法第185条规定“国务院证券监督管理机构应当与国务院其他金融监督管理机构建立监督管理信息共享机制”,这里所指的国务院其他金融监督管理机构是指中国人民银行、银监会、保监会等各类金融监管机构。

其三,处理好证券交易所自律规则自身以及与证券业协会等行业自律组织规则之间的关系。在证券交易所的业务规则体系中,除了《股票上市规则》之外,还应制定《债券管理规则》《基金管理规则》《衍生品管理规则》,将这些规则视为与《股票上市规则》同地位的基本规则,并且应将以股票交易为主的《交易规则》改变成为包含债券、基金、衍生品在内的大的《交易规则》或者单独建立各自的《交易规则》。股票、债券、基金和衍生品因其各自的特点,单独形成各自的基本规则和规则体系,适应了各类证券发行和交易上的特性,也提高了债券、基金和衍生品各自的法律地位,有利于各自法律体系的建立。

交易所的自律监管规则与行业管理规则不同在于,前者为整个资本市场而制定的业务规则,包含证券的发行、上市、交易与结算的证券市场环节,其涉及的领域多、覆盖面广、操作性强、技术要求严、反应速度快、风险程度高,对整个市场及市场的参与者具有普遍的约束力。交易所监管的是整个市场,包含对发行人、上市公司、证券经营机构和其他证券中介及服务机构、投资者等在上述活动中的各种行为监管。证券自律组织的行业管理业务规则仅从行业自律的角度进行自我约束,每个行业仅仅管理自己行业的职业操守,涉及的领域相对少、覆盖面窄、操作简单、技术要求不高,反应速度和风险程度相比交易所要求低。

综上所述,建立股票、债券、基金、衍生品市场的各自法律体系就是要建立以证券法为统领、以其他相关法律为补充,以证券监管机构规章为主体、以相关管理部门规章为补充,以交易所自律监管规则为具体规定、以行业管理规则为补充,三层一体的系统性法律制度体系。

Abstract: The capital market has steadily developed from a single and exchange-traded market into a diversified, multi-layered, multiple maturing market in the process of accelerated transitional development. However, the juridical logic, provisions and design of securities legislation are still in the "Time of Stock" with serious thought of equitisation and grave fragmentation of legal system, regulatory regime and market level. For the modernization of the legalization logic and statutory system of security, it is necessary to ensure the Securities Act as the fundamental law, design differentiated system of securities, regulation and market layers as the basic path, establish and improve the sound and thorough legislative system of the capital market as the guarantee.

Key Words: Legalization of Securities Regulation; Thought of Equitisation; Fragmentation; Variation; Modernization

(责任编辑:冯 果)