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，也是对证券市场规制历史最为悠久的国家之一。近年来我国学术界对美国、日本的证券市场规制有较为充分的关注，但对英国证券市场规制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。 世纪时,英国的资本主义就已经存在。英国证券市场的监管最早可以追溯到 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。英国的股份有限公司在 世纪出现,从 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( )。 年 月 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。 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( )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。 至 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。 年,股票经纪人们从皇家交易所转战至交易巷( ),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。《 年泡沫法案》( )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 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。

第二阶段,自由发展时期。《 年合股公司法》( )为股份制企业发展创造了良好条件,成立后的公司更具 浑股份转

以要求。英国中产阶级自　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。紧接着，英国许多公司在　—　年期间转战证券市场，证券交易所股份交易不断增多，但在　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《　年公司法》《　年公司法》中得以部分解决，此后英国公司法也有修订，仍在同

和金融行为监管局 欧盟法对英国证券市场监管的影响不容小觑 年投资服务指令便是典型代表[①]但其效果也比较有限 年 拉姆法鲁西报告出版 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 年 欧洲证券与市场管理局简称 成立 拥有广泛的准规则制定与监管权[②] 年 金融工具市场指令简称“ ”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 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 年 月 至少发布了

和培训.英国董事学会　　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。如英国在历次的重要金融改革和日常监管中皆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,　　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”(

义之内容。纵观整个　　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》(　　)第　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，“　　是　　的董事，他与朋友　　共进午餐，　　告诉　　他的公司收到了一份高于当前股价的收购要约。根据　　的预期，一旦收购要约公布，　　的股价将会上涨，因此，以　　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　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　　标签使用，　　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　　的规则适用于所有公司，　　和　　中的规则和指南适用于不同类型公司的要求。接下来，　　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》(　　)一致。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。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　　)的分销商的规则和指南。同样，这里的规定也十分详细，如　　更是规定了“反漂绿”的具体规则，规定了联接基金(　　)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，“　　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　　申请发出监管要求，如果不能协商一致，　　才会考虑依职权提出监管要求。”[②]　　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　　担忧所必须采取的步骤。[③]根据　　的年度

① (　　)

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》　　年第　期。

③　　，　　，　　，　　：　　，　　，

报告，　　取消了对　　家公司的授权，比　　年度增加了一倍，　　的干预团队建议执法部门在　　个其他案件中采取规制措施，比如通过自愿要求（　　）或技术人员审查（　　）来实现整改，[1]前者是受监管的公司与　　达成的自愿协议，以限制其开展业务的方式，其法律依据为　　第　　条，即向　　提出申请，要求

符合公共利益的。从具体操作来看，在　　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，　　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　　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　　的折扣，在和解开始至向监管决策委员会（　　）进行书面陈述之前的折扣额度为　　，通知发出前则有　　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　　董事会任命并对　　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，并与其他执法环节有所分离，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（　　）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（　　）。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》　年第　卷，第　　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　　年版，第　—　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的领域,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[illegible]憩　浿樦浢巂鳭娠步凊裝

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

神和善治的领袖。财务报告委员会（Financial Reporting Council）于1990年

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,年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,截至年月,共有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()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》年第期。

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》第辑,中国金融出版社年版,第页。

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[illegible]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、交易所管甚[illegible]

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，即可以加以彝毖巕融巘殰齡綠罶侂鉔徺徿凊毖巕嚧曮棸梺齡綠罶侂

是

[illegible]

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）