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

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》(

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　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。《　年金融服务法》的颁布以及证券与投资委员会（　，简称　）的建立是英国全面建立证券监管体系的开始。　世纪　年代，英国贸易与工业部请吉姆·高尔（　）教授就英国投资者保护提出方案，高尔教授就此完成了《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”，　的监管通过自我规制组织（　）来落实，　倾向于制定规则与监管，而　倾向于将　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　世纪　年代中期以后，业界对　叠加　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。

第三阶段，欧盟指令时期。从《　年金融服务与市场法》（　，简称　）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。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。”　年，　被修改，《　年金融服务法》（　）在年底正式生效。　年，　被两个新的机构所取代，即审慎监管局（

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

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 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。

② ，　　，　　，　　，　　：　　-　　-　　-　　，　　，

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　　对公司第　　部分开展业务的许可施加某些要求。在如对　　公司的整改中，　　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　　的整改中，其与　　达成一致，不进

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

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

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

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

神和善治的领袖。财务报告委员会(Financial Reporting Coun

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，也不妨对诸如智翮俟苡愧覿樸巉榔鈴緑箕巉敞憪儛齢敞殑倢

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

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[illegible]