

## 资本市场法律移植的 制度反思与变革

李安安\*

**摘要:**资本市场法律移植具有理论上的正当性,是贯穿于我国资本市场制度变革的一条主线。我国的资本市场法律移植面临难以摆脱的路径依赖难题,主要表现为政府主导下的强制性制度变迁、大陆法轨迹下的法律移植、渐进性改革模式下的法律移植,客观上要求处理好西方思想资源与本土问题意识之间的关系,兼顾好技术创新与制度创新的关系,以创造性转化的方式推进资本市场法律移植。

**关键词:**资本市场 法律移植 创造性转化

在全球化的时代背景下,全球法律的地方化与地方法律的全球化对民族国家的法治模式提出了新的挑战,全球治理与国际法治的理念开始形成并得到强化,法律移植正在深刻影响着法律全球化的秩序生成与规则重构。对于我国资本市场而言,欲走出“新兴加转轨”的历史阶段,完成对发达资本市

---

\* 武汉大学法学院讲师、武汉大学经济与管理学院博士后研究人员,法学博士。

场的跨越式赶超,推进资本市场法制的现代化进程,必经之途是通过法律移植来实现制度的改良与进化。然而,法律移植并非普适性的经验法则,不能为资本市场根深蒂固的顽疾提供灵丹妙药,那种不注重本土化改造而盲目进行的法律移植无异于打开“潘多拉魔盒”。本文秉持理性和务实的学术立场来审视资本市场的法律移植,试图为我国资本市场法制的变革提供智识上的启迪。

## 一、资本市场法律移植的正当性阐释

法律像一位富有经验且急不可耐的旅行者,习惯于穿越时空在世界范围内传播和移植。法律移植从来不是一个单纯的法律问题,它还是一个政治问题、文化问题和经济问题,因而对其真谛的探寻需要进行多维度的究问。对资本市场法律移植正当性的论证,新制度经济学提供了创造性的思想源泉。从语义学上讲,制度是人为设定的并决定人们相互关系的制约性规则。自亚当·斯密的巨著《国富论》问世之日起,关于制度以及制度变迁的研究一直贯穿于经济思想史的始终,斯蒂格勒、贝克尔、布坎南、科斯、诺斯等新制度经济学家分别获得诺贝尔经济学奖更是将制度研究的重要性提升到了前所未有的境界。新制度经济学是以制度作为其研究对象的经济理论,以交易成本为核心范畴,分析和论证制度的性质、制度存在的必要性以及合理制度的标志的经济学派。<sup>[1]</sup> 新制度经济学的代表学者诺斯认为,制度对于国家的经济增长是决定性的,制度决定了社会的演进方式,制度的变迁是理解历史变迁和国家兴衰的一把钥匙,制度是“理解历史的关键”。<sup>[2]</sup> 由此,以往经济学家所提出的包括“资本决定论”、“技术决定论”、“人力资本决定论”等在内的各种经济增长决定论观点都是不正确的,创新、规模经济、教育、资本积累等各种因素都仅仅是经济增长的表现,而不是经济

---

[1] 钱弘道:《法律的经济分析》,清华大学出版社2006年版,第36页。

[2] [美]道格拉斯·C.诺斯:《制度、制度变迁与经济绩效》,刘守英译,上海三联书店1994年版,第3页。

增长的原因。<sup>〔3〕</sup> 第三代金融发展理论通过借鉴和吸收新制度经济学的基本观点及研究方法,从制度的角度研究金融发展问题,从而得出了“良好的制度(包括法律制度、产权制度、政治制度等)是实现金融发展的关键”这一基本结论。<sup>〔4〕</sup> 自从制度与经济增长之间的关系得到揭示之后,制度移植就成为改变经济关系中原有的制度安排或者说改变增长模式的路径之一。按照诺斯的制度变迁理论,作为制度主要形式的法律制度,其变迁模式相应表现为法律继承、法律移植和法律革命,至于究竟采用哪种具体形式进行变迁,则由该社会的经济关系变化和法律制度变迁的成本—收益关系变化决定。<sup>〔5〕</sup> 鉴于法律继承和法律革命的时空限定,法律移植成为推动制度变迁的主要动力,在某些情况下可能是唯一可行的法律改革方法。根据法律的成本效益理论,好的法律,通过对权利、义务、责任、信息和程序的有效安排,可以减少额外成本,提高经济效率,给人们带来实际的利益。法律移植无疑是一个很经济的方法,它为新法律的产生提供了低成本、快速和潜在的丰富资源,有助于法律制度资源的优化配置。在经济学百花齐放的理论学说中,除了法律成本效益理论外,法律起源理论、金融发展的禀赋理论等亦为资本市场法律移植提供了学理上的正当性解释。

1998年,来自美国哈佛大学、芝加哥大学的四位学者拉波塔(Rafael La Porta)、洛配兹·西拉内斯(Florencio Lopez - de - Silanes)、安德烈·施莱弗(Andrei Shleifer)、罗伯特·维什尼(Robert Vishny)(四位学者合称LLSV)发表了“法与金融”(Law and Finance)一文。在这篇奠基性文献中,LLSV通过实证研究的方法对49个有代表性国家的法律起源、特点、分类等内容进行了考察,比较了不同国家、不同法律传统下股东的权利与债权人的权利,并对这些国家法律实施的质量、会计准则、资本市场与投资者保护等问题进行了深入分析,得出了“法律起源决

---

〔3〕 冯玉军:《法经济学范式》,清华大学出版社2009年版,第470页。

〔4〕 江春:《金融改革和金融发展:理论与实践的回顾及反思》,人民出版社2012年版,第2页。

〔5〕 康锐:《我国信托法律制度移植研究》,上海财经大学出版社2008年版,第23页。

定金融发展”这一重要论断。<sup>〔6〕</sup> LLSV 明确指出,在投资者保护方面,法律体系以英国判例法为起源的国家表现得最强,其资本市场最为发达,以法国成文法为起源的国家表现最弱,其资本市场的发展速度最慢。该结论看似带有“宿命论”的味道,但却隐含着深刻的经验思维,尤其是其将投资者保护作为衡量资本市场发展风向标的评判标准是值得赞许的。LLSV 的研究逻辑思路可以概括为:文化→法源→商法(公司法)→投资者保护→企业融资和所有权结构→公司治理→公司价值→经济绩效和经济发展。<sup>〔7〕</sup> 该逻辑进路意味着不同的文化决定了不同的法源,不同的法源决定了不同的商法与公司法的特质,不同类型的商法与公司法对外部投资者尤其是对中小投资者的保护存在制度性差异,这种制度性差异导致了不同的公司治理模式,从而导致了不同的经济增长效率。由于投资者保护、公司治理与金融发展之间紧密的关联关系已经在历次的金融危机中得到生动而深刻的证实,所以 LLSV 将投资者保护作为公司治理逻辑起点的研究范式具有理论上的自足性与逻辑上的自洽性。无独有偶的是,在资本市场制度变迁进程中,英国和美国的法律制度往往被视为法律移植的价值坐标,“唯美主义”的思潮风靡全球,甚至股东导向型的美国式公司治理模式被誉为“公司法历史的终结”。<sup>〔8〕</sup> 由此可以看出,法律起源论尽管可能存在方法论上的错讹之处,但并不妨碍其思想的深刻。

与法律起源论一脉相承的是,金融发展的禀赋理论认为,包括自然禀赋和社会资本在内的资源因素对于金融发展起着重要作用。<sup>〔9〕</sup> 其

---

〔6〕 皮天雷:《法与金融——理论研究及中国的证据》,中国经济出版社2010年版,第15页。

〔7〕 LLSV, *Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform*, *Journal of Financial Economics*, October, 2000; LLSV, *Investor Protection and Corporate Governance*, *Journal of Financial Economics*, 2000, pp. 3-27.

〔8〕 Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, *Georgetown Law Journal*, Vol. 89, 2001, pp. 439-468.

〔9〕 Beck, T., A. Demirgüç-Kunt and R. Levine, *Law, Endowments, and Finance*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, 2003, pp. 137-181. 关于自然资源禀赋对金融发展影响的研究,可参见[英]菲利普·伍德:《金融法的世界地图》(第6版),陈儒丹、黄韬译,法律出版社2011年版;[瑞]瑞斯托·劳拉詹南:《金融地理学——金融家的视角》,商务印书馆2001年版。

中,自然禀赋理论认为,初始制度一旦形成,由于路径依赖的影响将会在很长一段时间内发挥作用,因此初始制度的选择非常重要;社会资本理论认为,金融发展过程中不能忽视社会资本的积累,它有助于制度作用的发挥。尽管这两种禀赋理论的内涵迥然有别,但均认为构建保护私人产权和促进私人间合约履行的法律制度是关键,政治制度对法律制度的支持是基础,累积社会资本是必要的保障。金融发展的禀赋理论获得了来自学者的强有力的实证支持,这些学者共同信奉着一些关于法律和市场导向的经济组织之间关系的未经证实的假定,即法律的质量决定着经济绩效,而普通法系整体上比大陆法系提供了更高的法律保护质量。<sup>[10]</sup> 由于普通法系在初始制度上选择了以资本市场为基础的金融体系,而大陆法系在初始制度上选择了以信贷为基础的金融体系,二者间制度禀赋的差异决定了后者对前者资本市场法律制度的移植是一种不断调适的适应性过程。适应性机制建立在两个前提之下:一是不同的法律制度适应变化的环境的能力不同;二是若一个国家的法律制度不能很快适应变化的环境,经济增长产生的金融需求与法律体系满足这些需求的能力之间就会出现缺口。<sup>[11]</sup> 普通法系的判例法无疑比大陆法系的成文法更加灵活,适应经济环境的能力更加突出,推动资本市场法律改革方面的制度优势更加明显,这些因素或许能够解释为什么英美总是掌握着资本市场的话语霸权并一直充当着资本市场法律制度输出方的角色。

需要指出的是,法律起源论与金融发展的禀赋理论只是从某个侧面求证了法律移植的必要性,但并没有为资本市场法律移植提供任何有指向性的进路,它们还时常遭遇诘问与反驳。如哥伦比亚大学的皮斯托教授就对法律制度起源论持怀疑态度,她认为法律制度的移植过

---

[10] [美]柯提斯·J. 米尔霍普、[德]卡塔琳娜·皮斯托:《法律与资本主义——全球公司危机揭示的法律制度与经济发展的关系》,罗培新译,北京大学出版社2010年版,第23页。

[11] 皮天雷:《法与金融——理论研究及中国的证据》,中国经济出版社2010年版,第17页。

程比法律制度的来源更加重要。<sup>[12]</sup> 皮斯托教授与日本学者鹤光太郎进一步提出并论证了“内生性法律理论”,认为法律制度并非是不变的、外生性的要素,而是经济体系的内生变量。金融发展的禀赋理论虽然在学界掀起了一场思想风暴,甚至影响了世界银行及其他组织推行的法律改革政策,但在中国却陷入了解释困境,它无法为“中国金融发展之谜”和“中国经济增长之谜”提供令人信服的答案。<sup>[13]</sup> 是该理论本身存在缺陷,还是中国的本土制度资源存在特殊之处,这一问题的回答有赖于对中国资本市场法律文本与制度实践的批判性反思。

## 二、资本市场法律移植的结构性反思

作为一种“后发展”国家,我国的公司法与证券法在制度供给上缺乏自足性,不可避免地走上了法律移植的道路,进而使资本市场被深深打上了法律移植的烙印。<sup>[14]</sup> 法律文本承载着厚重的历史使命,体现出国家的价值观和社会共识,这启示我们要从资本市场法律文本出发,保持一种历史客观而宽容的评价,探究文本背后的精神蕴意。下面以《证券法》的两个文本为基础来还原我国资本市场法律移植的真实面相,并据此揭示我国资本市场法律的“制度性格”。

### (一)1998年《证券法》的出台与法律移植

1998年爆发的亚洲金融危机使国内对金融风险的重视程度大大提高,也成为加速制定和出台证券基本法律的主要动因。1998年12

---

[12] Berkowitz Daniel, Katharina Pistor and Jean—Francois Richard, *Economic Development, Legality, and the Transplant Effect*, *European Economic Review*, Vol. 47, 2003, pp. 165 - 195.

[13] 中国在制度并不完善的情况下实现了金融的快速增长,这被称为“中国金融发展之谜”;中国在制度及金融体系都不完善的情况下成为世界上经济增长率最快的国家之一,这被称为“中国经济增长之谜”。参见江春:《金融改革和金融发展:理论与实践的回顾及反思》,人民出版社2012年版,第4页。

[14] 李荣梅、陈湘炯:“论‘后发展’”,载《甘肃社会科学》2012年第4期。关于“后发展理论”更深入的分析,可参见 Alexander Gerschenkron, *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*, Cambridge: Harvard University Press, 1962, Chapter 1.

月29日通过并于翌年7月1日施行的《证券法》确立了资本市场在我国经济发展中的法律地位,奠定了资本市场规范发展的基本法律框架,成为我国资本市场法律体系建立过程中的里程碑事件。这部法律的起草和出台是一个艰难的过程,是不断实践、不断探索的过程,也是域外法律制度移植与本土化的过程。在立法指导思想上,1992年的全国人大会议在决定起草、制定《证券法》(起初称为《证券交易法》)时将指导思想确定为“参照国外立法的经验,根据中国证券市场发展实际情况,制定较为完善的《证券法》,以规范证券市场的操作和发展”。<sup>[15]</sup>在《证券法》草案的拟定过程中,因我国资本市场刚刚起步,经验不足,《证券法》起草小组参阅了美国、英国、韩国、日本、台湾地区、香港地区等境外市场大量的法律、法规,拟定工作提纲,并完成初步框架。此外,立法机关还举办国际研讨会、听取意见等多种形式全面吸收境外立法的先进经验,如1993年起草小组赴香港征求意见,1998年10月召开的“证券立法国际研讨会”,为《证券法》提交审议做准备。<sup>[16]</sup>在法律的制定程序上,《证券法》是新中国成立以来第一部按照国际通行的做法,由国家最高立法机构牵头组织的法律,是第一部由全国人大组织大专院校、主管部门和证券界的专家动员社会力量参与,而后提交全国人大审议的法律。<sup>[17]</sup>在具体制度设计上,证券发行、证券交易、证券收购、证券经营机构、证券业协会、投资基金、证券交易所、证券服务机构、主管机构等内容较多参考和吸纳了国际资本市场几百年发展而总结出来的较为成熟而通行的做法。可以说,1998年的《证券法》在指导思想、制定过程、立法程序和正式内容等方面“整部移植了发达国家和地区的立法”。<sup>[18]</sup>

## (二)2005年《证券法》的修改与法律移植

在“新兴加转轨”的时代背景下,资本市场法律制度的完善程度总

---

[15] 曹凤岐:“《证券法》出台过程及其对市场发展的重大意义”,载《证券市场导报》1999年第1期。

[16] 曹凤岐:“《证券法》出台过程及其对市场发展的重大意义”,载《证券市场导报》1999年第1期。

[17] 参见王连洲:“坦言《证券法》出台背景”,载《开放潮》1999年第5期。

[18] 何勤华:《法律移植论》,北京大学出版社2008年版,第284~285页。

是落后于资本市场发展的速度,这已经成为一个不容置疑的经验事实。从1998年到2005年的七年间,我国的资本市场发生了翻天覆地的变化,《证券法》与现实的脱节日益明显,客观要求适时修法。尤其是在2001年加入WTO之后,我国资本市场融入国际资本市场的步伐明显加快,“与国际惯例接轨”成为《证券法》修订的内生性诉求,也似乎成为了全球化时代不可争辩的合理性解释。2003年成立的《证券法》修改起草组十分注重对国际经验的吸收和借鉴,如通过组织召开“证券法国际研讨会”邀请美国、德国、英国、韩国和香港特别行政区的证券法律专家和国内相关专家进行专题研讨,对境外有关证券立法进行了比较研究,同时启动了世界银行/FIRST的资助的“证券法修改”技术援助项目,2005年修订的《证券法》吸收和借鉴了技术援助项目所提供的国际经验。<sup>[19]</sup> 在具体的制度设计上,2005年修订的《证券法》被深深打上了法律移植的烙印,主要体现在:一是借鉴英国伦敦交易所的另类投资市场的经验,在总结先期经验的基础上,确立了保荐制度的合法地位;二是参照国际通行做法,引入了发行失败制度;三是参照美国、台湾地区等做法规定了投资者保护基金;四是借鉴了美国《萨班斯—奥克斯利法案》有关精神,强化了上市公司董事、监事、高管对上市公司信息披露的个人担保责任,规定了董事、监事、高管对上市公司定期报告的确认制度;五是依照国际通行经验,确认证券交易所与上市公司之间属于民事关系。<sup>[20]</sup> 这里的“国际通行做法”以及“国际通行经验”主要是以美国资本市场为样板,从这个意义上讲,法律移植语境下的“法律全球化”实质上指向的是“全球法律的美国化”。<sup>[21]</sup> 我国证券法的“美国化”现象,一方面源于美国证券法的制度优势及其全球化的“品牌效应”;另一方面也源于我国急于实现法律现代化以提升本国制度竞争力的诉求。值得注意的是,2005年的《证券法》文本在不少制度设计上作了模糊处理,并没有给出明确的结论,这事实上为进一步的法律

[19] 全国人大证券法起草工作小组:《〈证券法〉修改国际借鉴》,中国发展出版社2007年版,第1~2页。

[20] 桂敏杰:《〈中华人民共和国证券法〉、〈中华人民共和国公司法〉新旧条文对照简明解读》,中国民主法制出版社2005年版,第461~476页。

[21] 高鸿钧:“美国法全球化:典型例证与法理反思”,载《中国法学》2011年第1期。

移植预留了制度空间。

### (三) 资本市场法律移植的现实观照

通过检视《证券法》的两个文本,不难发现,法律移植事实上构成了我国资本市场制度变迁的一条主线。法律移植之所以可行,主要缘于资本市场法律规范的特性,即营利性、技术性和国际性。营利性总是与资本联系在一起,所有者通过投资经营,将其财产转变为资本,以获取利润或剩余,资本构成了投资者营利的根源。<sup>[22]</sup> 资本市场是以资本的筹集、管理、分配和运营为中心的交易平台,追逐营利构成了资本市场参与者的原始动力,这决定了资本市场的法律规范设置应充分考量市场主体的成本与收益,通过降低交易成本和制度运行成本来实现营利性的维持。在商法语境下,交易是以市场为依托、以资本增值为目的、在交易主体间互相自愿转让以资本为载体的权利的法律行为。<sup>[23]</sup> 以证券法和公司法为主体的资本市场法律属于典型的商法范畴,在浓烈而厚重的资本文化亲润下,被深深镌刻上了营利性的印迹。技术性是资本市场法律规范的第二个显著特征,无论是商业登记、商业账簿等组织性规范,还是证券发行、证券上市、证券交易、公司财务与会计、股东大会的召集程序与决议方法等行为性规范,都有着显著的技术性要求。例如,在股东大会决议制度中,公司团体的意思表示通过精妙的技术手段加以计量,累计投票制更是将“同意的计量”推向极致。对此,有学者评价甚高:“决议通过意思的标准化,能精确地计量同意的数量,从而得出精确的表决结果。这是意思计量法的杰出代表。”<sup>[24]</sup> 可以说,资本市场法律的大多数规范完全是出于立法专家的精心设计,其内容并非仅凭一般常识所能了解。国际性强构成了资本市场法律规范的第三个显著特征,这是因为资本带有天然的流动性,资本市场的主体与行为具有跨地域性,经济全球化将各国的资本市场紧密联系在一起,客观上导致各国资本市场的上市条件、信息披露、会计制度和法律适用出现了趋同化,这导致资本市场法律规范呈现出鲜明的国际性。<sup>[25]</sup> 由

[22] 史际春:“论营利性”,载《法学家》2013年第3期。

[23] 徐学鹿、梁鹏:《商法总论》(修订版),中国人民大学出版社2009年版,第6~8页。

[24] 陈醇:《商法原理重述》,法律出版社2010年版,第217页。

[25] 邱润根:《证券市场国际化法律制度研究》,法律出版社2013年版,第123~129页。

于上述三个方面的特性,资本市场法律规范较少受道德观念与文化伦理的制约,容易走出国门被打上“普适性”的标签,移植的可操作性相对较强。对于后发展国家而言,抛开市场经济发达国家的立法经验是难以想象的,非但高昂的制度探索成本难以承受,游离于国际资本市场之外更意味着灭顶之灾,所以从某种意义上说,法律移植是建构与市场经济相适应的资本市场法律体系最为普遍和有效的手段。

我国的资本市场用二十余年的时间走完了西方发达国家上百年的历史进程,其所举得的成就很大程度上归功于“后发优势”,即通过法律移植降低制度探索的成本并加速法制现代化的进程。但这种“压缩饼干式发展”注定了法律移植不可能经过严谨论证和精细设计,只能是碎片化和非系统化的粗线条移植,这就会导致制度之间的衔接与体系化难以形成,进而诱发资本市场乱象。<sup>[26]</sup> 其实,我国资本市场法律移植的“成就”主要是在技术层面上而言的,制度层面的法律移植,其效果往往差强人意甚至以失败而告终。如现行《公司法》上的独立董事制度移植于美国法,但在“水土不服”的制度环境中步履蹒跚,由“独立”、“懂事”变成了“不独立”、“不懂事”,这是环境改变人、文化塑造人、政治异化人的结果,是独立董事的制度移植违背了法律移植的文化契合理论的结果。更为严重的问题在于,不少制度移植是在对本国问题懵懂无知、对外国制度一知半解的情形下进行的,导致了历史和现实中的一幕幕“制度模仿秀”。<sup>[27]</sup> 如现行《证券法》上有关短线交易归入权的制度同样移植于美国法,但法律移植的动机向来不甚清晰,立法者对该项制度也似乎从未加以重视。<sup>[28]</sup> 皮斯托教授曾经预见性地指出,对于已经拥有正规法律秩序的国家来说,接受法律制度移植需要注意两个问题:一是移植来的法律制度是否适应本国国情(adaption)? 二是引进的法律制度的基本原则是否是该国早已熟悉的事物(familiarity)? 只有满足了这两个条件之一,移植来的法律才会发

---

[26] 张文婷、史文龙:“反思法律移植模式下的资本市场创新机制——以‘中概股’丑闻背后的公司治理问题为例”,载《证券法苑》2012年第2期。

[27] 方流芳:“证券交易所的法律地位——反思‘与国际惯例接轨’”,载《政法论坛》2007年第1期。

[28] 汤欣:“法律移植视角下的短线交易归入权制度”,载《清华法学》2014年第3期。

生效用,否则人们对该法律的需求就不大,该法律也不可能像在起源国那样发挥作用,这就是所谓的“移植效应”。<sup>[29]</sup>不幸的是,我们在引进资本市场法律制度时,这两个条件往往一个都不具备。当前,域外经验的“信手拈来”与中国问题的“浮光掠影”成为转型时期我国证券法学研究的突出问题,学界对境外资本市场法律制度的研究浅尝辄止者居多,普遍缺乏对中国本土问题意识的深层关注,以至于学术研究“繁荣”的背后隐含着深刻的思想危机。对此,有学者尖锐地指出,中国今天的法律变革已经简化为一种直接的域外规则抄袭或者“闭门造车”,简单的规范抄袭可能是立法机关直接进行,也可能委由学术机构间接进行,这同时使有海外留学背景的法学人才——“翻译法学家(者)”大有用武之地。<sup>[30]</sup>《证券法》是中国第一部首先由专家学者牵头组织起草,而后提交全国人大常委会审议通过的商业立法。鉴于学者对资本市场立法的巨大影响,资本市场法律的学术研究应当打破“移来主义研究”的桎梏,立足于本土问题展开针对性研究,从而能够为资本市场法律移植及其本土化提供真正的智识指引,正如有学者所言,“面向市场实践的理论研究、立足中国问题的比较研究以及实现制度目标、功能与技术设计之间逻辑自洽的体系化研究是对未来证券法学理论秩序的期待,而体系性的研究思维、自主型的研究进路以及多元化的研究方法将成为未来我国证券法学研究的新的增长点”。<sup>[31]</sup>经验表明,法律移植是一项长期的、复杂的任务,人们永远不要指望单纯的立法就可以改变一个国家或地区法律的传统,因为立法者本身也要受到这个传统的局限,只有法学工作者、立法者、司法者共同努力,才能为外来法在固有法的天地中营造生存的空间。<sup>[32]</sup>当前,我国的资本市场正处于从“新兴加转轨”到“成熟市场”的演进过程中,资本市场的法治化、市场化和

---

[29] 缪因知:“法律与证券市场关系研究的一项进路:LlSV理论及其批判”,载《北方法学》2010年第1期。

[30] 蒋大兴、谢飘:“公司法规则的回应力——一个政策性的边缘理解”,载《法制与社会发展》2012年第3期。

[31] 陈洁:“转型时期我国证券法学研究的特点及其趋势”,载《证券法苑》2013年第1期。

[32] 张德美:《探索与抉择——晚晴法律移植研究》,清华大学出版社2003年版,第44页。

国际化对法律移植提出了越来越高的要求。我国一方面应以开放的心态迎接法律全球化时代的到来,积极移植发达资本市场的法律制度,尤其是反映市场经济客观规律和时代精神的法律概念、法律原则与法律规则;另一方面要对本土性的问题保持清醒认知,注重从“地方性知识”中汲取经验智慧,强化资本市场法律面向实践的回应力与解释力。本土性问题镶嵌于传统的生活方式、价值观念和规范制度,构成了资本市场制度变迁的路径依赖,需要深入发掘并认真对待。

### 三、资本市场法律移植的本土化约束

新制度经济学认为,任何一项制度变迁都是在一定的制度环境下发生,一定的制度环境和利益主体的目标追求构成了制度变迁的路径约束,并最终影响着该制度的演进和均衡价格的形成。<sup>[33]</sup> 资本市场法律移植也是如此,离开或忽视既定的历史与现实约束条件,就难以理解法律制度移植的变迁模式,更谈不上制度的创新与本土化。概括而言,我国资本市场法律移植的“历史与现实约束条件”即路径依赖的本土化问题,主要表现在以下几个方面。

#### (一) 政府主导下的强制性制度变迁

欧美发达国家资本市场的发展是完全按照一个市场化的路径进行的,其立法内容主要是针对资本市场自治过程中所发现的问题而采取的经验积累。例如,作为资本市场的“神经中枢”,证券交易所在欧美国家是结社的产物,初创动力来自会员的发起活动,自始带有民间色彩。与这种“自发秩序”形成鲜明对比的是,我国资本市场的发展是政府推动的结果,而不是市场自身发展的结果。众所周知,无论是上交所还是深交所,均是地方政府推动、中央政府批准的一个改革“试点”,在任何意义上都不是会员发动的非官方产物。<sup>[34]</sup> 在政府主导下,我国资

[33] 康锐:《我国信托法律制度移植研究》,上海财经大学出版社2008年版,第135页。

[34] 方流芳:“证券交易所的法律地位——反思‘与国际惯例接轨’”,载《政法论坛》2007年第1期。

本市场缺乏一种深厚的商业文化信仰的依托,缺乏一整套漫长岁月所形成的、没有间断过的、坚实成熟的道德理念和传统,市场参与者没有形成一套共同的互相理解的术语、概念、逻辑思维、知识结构和知识体系,也没有经过一个市场参与主体的初始讨价还价的博弈过程。<sup>[35]</sup> 正因如此,在“政府—市场”的关系架构中,政府面临着培育市场与监管市场的双重任务,其介入资本市场的基本路径是弥补市场空缺、纠正市场缺陷以及在具有比较优势的时空范围内组织和配置资源。政府对资源的配置是通过自上而下的方式推行的,带有浓厚的强制性色彩,这种“嵌入式”的制度安排在完善金融基础设施、促进私人金融机构发展、提供“第二类金融合约”等方面发挥着主导作用。<sup>[36]</sup> 当资本市场的力量发展壮大以后,政府培育市场与监管市场的双重任务会演化为双重难题:一方面需要在某些领域强化和增加有效的政府干预;另一方面需要从过度干预和不当干预的领域逐步退出。但即使在全面深化改革背景下强调“让市场在资源配置中发挥决定性作用”的今天,政府在资本市场中所发挥的作用依然不可或缺。Coffee 曾经指出,法律具有滞后性,并非引领经济发展的主要力量,只有金融中介的自律和政府的强力管制才能真正促进制度变迁和增长,政治因素和制度移植后的适应性也会影响制度变迁的进程。<sup>[37]</sup> 这里的“政治”,按照 Thorsten Beck 等学者的观点,是指法律制度与国家权利相比的优先性,强调的是法律传统在赋予个人投资者及国家的权力中关于优先权方面的差异,以及对产权和金融市场发展的影响。<sup>[38]</sup> Friderick Schauer 在其《法律移植的政治学与动机》一文中也指出,法律之外的政治、文化和社会因素或者经济最优化在决定法律理念、法律制度和法律架构跨国移植模式中的作用,远远大于这些因素在决定科学、技术或者经济理念、经济制度和

---

[35] 孙莉:“强制性制度变迁与我国资本市场投资者保护”,载《山东财经学院学报》2007年第2期。

[36] 陈雨露、马勇:《大金融论纲》,中国人民大学出版社2013年版,第534~535页。

[37] Coffee J. Gatekeeper, *Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, Columbia Law and Economics, 1999.

[38] Thorsten B. Demirguc - kunt, Levine, *Law and Finance: Why does legal origin matter?* World Bank Policy Research Working Paper, 2002.

经济结构跨国移植模式中的作用。<sup>[39]</sup> 由于我国在初始制度上选择了政府主导型的制度变迁模式,这一带有政治色彩的制度惯性将在长期内伴随着资本市场的变迁进程,以政府公权力为轴心的路径依赖难题定然会或多或少地困扰着“言必称欧美”的资本市场话语体系,或隐或现地拷问着“与国际惯例接轨”的资本市场规则来源系统。因此,讨论政府在资本市场法律移植中的作用,核心症结不是政府是否应该介入的问题,而是政府以何种方式介入、在何种程度上介入以及如何确保介入后的行为有效性问题。

## (二)大陆法系轨迹下的法律移植

在中国法制现代化漫长而曲折的进程中,曾经遇到许多需要作出重大判断和选择的十字路口。早在19世纪末,中国人在初识和引入异质的西方法律文化的过程中,就碰到过是继受英美法系的判例法还是大陆法系法典法的难题,并最终在传统观念、文化背景、民族境遇等因素的制约下放弃中华法系的传统而改向大陆法系传统。<sup>[40]</sup> 法制现代化的进程也是法律移植的过程,二者相伴而生。晚清政府试图通过法律移植来实现传统法律的近代转型,几代立法者和法律精英为此付出了毕生的心血,遗憾的是,这个肇始于1840年的转型过程由于清政府的灭亡而戛然而止。但先哲们为追求中国法制现代化所付诸的努力不应被历史遗忘,对晚清政府的法律移植运动应报以客观而宽容的历史评价,诚如张晋藩教授所言,“晚清修律的价值,不仅表现为中国人法律意识的觉醒,而且还在于它为中国法律的近代转型,确立了航标,奠定了基础”。<sup>[41]</sup> 在“西学东渐”和“欧风美雨”的熏陶下,公司、股份、公债等资本市场的核心概念要素被悉数引进,证券交易开始在华夏大地上潜滋暗长。在大陆法系的法律传统影响下,通过立法满足制度供给需求,成为国家规范证券市场发展的首要任务,从1904年清政府颁布的《公司律》到1914年北洋政府颁布的《公司条例》及《证券交易所

[39] [意]简玛利亚·阿雅尼:《转型时期的法律变革与法律文化——后苏联国家法律移植的审视》,魏磊杰、彭小龙译,清华大学出版社2011年版,第38页。

[40] 封丽霞:“偶然还是必然:中国近现代选择与继受大陆法系法典化模式原因分析”,载《金陵法律评论》2003年第1期。

[41] 张晋藩:《中国法律的传统与近代转型》,法律出版社1997年版,第475页。

法》，再到1929年国民政府颁布的《交易所法》和《公司法》，莫不体现出通过法律移植和模仿引入现代经济制度的愿景。<sup>[42]</sup> 改革开放以后，我国资本市场法律移植的力度更大，涉及面更广，横跨大陆法系与英美法系，展示出“熔各种先进制度于一炉”的雄心，尤其是较多地吸收了美国法的智慧。在传统的大陆法系知识传统中嵌入英美法的因子之后，如何实现法系时空转换场景下的制度有效适用，如何确保西方话语与本土问题的有效对接，便成为立法者进行法律移植时的考量重心。但在实践中，我国法律移植习惯于用西方思想资源替代本土问题意识，不自觉地把自己当下要解决的问题当成了自己当下要解决的问题，以至于我们的法学容易沦为追求哗众取宠的时尚，我们的法学家仿佛成了西方二手文献的拙劣贩卖者，我们的法学史仿佛是对西方法学思想的消费史。<sup>[43]</sup> 这些问题在资本市场法律移植过程中是普遍存在的，甚至有过之而无不及。例如，“公司机会规则”是滥觞于英美判例法的一项重要制度，我国在2005年的《公司法》中加以引入，但既没有明确公司机会的法律性质与认定标准，也没有界定义务主体的适用范围和董事的抗辩事由，导致“看上去很美”的公司机会规则成为不折不扣的摆设。<sup>[44]</sup> 再如，董事勤勉义务制度是英美判例法的一大亮点，它借助于商业判断规则成为规制董事懈怠、滥权的重要制度安排，但该制度移植到我国之后，受制于商业判断规则的缺失、恪守成文法的局限性思维、“董董相护”的文化与情感心理，<sup>[45]</sup> 遭遇了弃而不用之尴尬。此外，公司法人格否认制度、股东派生诉讼制度、管理层收购制度、证券发行保荐制度等移植到我国资本市场之后，均遭遇了法律适用的异化问题。理论研究中炙手可热的集团诉讼制度，如果不根据大陆法系的制度背景进行改造而贸然移植到国内的话，同样难逃被虚置的命运。这些法律移植“败笔”的背后，事实上反映出我国资本市场法律失灵、管制失

[42] 尹振涛：“中国近代证券市场监管的历史考察——基于立法与执法视角”，载《金融评论》2012年第2期。

[43] 强世功：“迈向立法者的法理学——法律移植背景下对当代法理学的反思”，载《中国社会科学》2005年第1期。

[44] 冯果：“‘禁止篡夺公司机会’规则探究”，载《中国法学》2010年第1期。

[45] 朱奔银：“董事会结构性偏见的心理学机理及问责路径”，载《法学研究》2010年第3期。

灵和公司治理失灵的现实境况,也印证了 LLSV、皮斯托、许成钢等学者的一个论断:大陆法系国家对于投资者保护的水平相对较低,“不完备法律”导致司法部门的角色被政府所替代,司法的救济机制不能有效发挥作用。在“司法失灵”的视域下,表面看来是市场监管者的工作替代了法院来作为维护投资者权益的机制,从而保证了我国资本市场的高速发展,但在实际上,在资本市场上真正替代法院来保护普通投资者的是各种国家的政治性资源。<sup>[46]</sup> 随着资本市场基础性制度的不断完善,以政治性资源的调动作为投资者保护的核心机制将逐步退出历史舞台,如何通过有效的司法机制克服成文法的局限性,走出资本市场“有法律,无法治”的困局,成为大陆法系轨迹下法律移植亟待解决的难题。

### (三) 渐进型改革模式下的法律移植

一般而言,转轨经济国家主要有两种法律改革路径:其一为激进的“先破后立”、“乱而后治”的法律改革模式并伴随政治自由化,此模式以俄罗斯法律改革实践为代表;其二为实验主义、工具主义、渐进主义的法律改革模式,表现为在政治稳定性前提下的边际调整和“边立边破”的变法、立法模式以及双轨制法律运行模式,并且伴随着改革与转型过程中国家治理的合法性建设,此种模式以中国为代表。<sup>[47]</sup> 由于我国的经济改革是人类历史上前所未有的尝试,制度变革过程中充满偶然性与不确定性,诱致性的法律变革很难出现,所以只能采取渐进式立法与探索式立法。反映到资本市场法律移植问题上,下位法的出台总是优先于上位法、时间维度上的“试行立法”、空间维度上的“试点立法”以及普遍存在的“授权立法”均是合理的,其为资本市场的法治生成提供了缓冲地带,也为公众的合作行为提供了经验共识,进而确保了改革、发展、稳定之间的良性循环。对此,证监会主席肖钢指出:“把加强顶层设计和摸着石头过河结合起来,把整体推进和重点突破结合起来,精心制定操作方案,积极稳妥推进,做到全局在胸、统筹协调、远近结合。正确处理改革发展稳定的关系,把握好改革的节奏、力度和市场

[46] 黄韬:《公共政策法院——中国金融法制变迁的司法维度》,法律出版社2013年版,第330页。

[47] 张建伟:《法律、经济学与国家治理——法律经济学的治理范式与新经济法理学的崛起》,法律出版社2008年版,第168页。

承受程度,确保市场稳定运行。”<sup>[48]</sup>这种“边行边试”的渐进式制度改革思路契合了资本市场“新兴加转轨”特性对秩序的强烈需求,已经内化为资本市场法律移植的一个基本共识。以股票发行审核制度为例,我国经历了额度管理阶段、指标管理阶段、通道制阶段和保荐制阶段,每一步均以证监会的部门规章为指引,体现出鲜明的实验主义色彩。当前正在热议的新股发行注册制改革,同样需要“摸着石头过河”,以完善信息披露为中心循序渐进地扫清制度障碍。实行注册制,涉及资本市场管理理念的转型、市场格局的重构和法治文化的配套,在这些因素并不完全具备的情况下,如果一步到位式地引入注册制,极有可能诱使资本市场的本源性问题演化为外在的行为扭曲、利益失衡和秩序混乱。事实上,即使是资本市场高度发达的美国,注册制并不是一步到位的,同样经历了反复调适的过程。美国从《1933年证券法》和《1934年证券交易法》确立了强制性信息披露和发行注册要求,实际上长期处于“双轨制”状态,一方面是联邦证券法下的注册,同时还有“蓝天法”下各州监管机构的审核。直到1996年《全美证券市场促进法》出台,豁免了在全国性交易所发行上市股票的州政府监管机构审批,历时半个多世纪,其间经过了《证券投资者保护法》的颁布、集团诉讼制度的运用、证监会诉讼权力范围的扩充,才完成了目前为人所熟知的现代意义上的注册制。<sup>[49]</sup>美国的经验启示人们,我国未来的资本市场法律移植,应当继续以渐进式改革模式推进市场化改革,打破市场原教旨主义的误区与陷阱,独立自主并创造性地进行制度选择与制度安排,使市场经济的一般规律与我国资本市场的具体情况相结合,形成内生性与自适应的制度变迁轨迹,避免那种强制性的制度移植和制度外部依附所带来的灾难性后果。

#### 四、资本市场法律移植的创造性转化

如果以沪深两家交易所的成立为起点,我国的资本市场即将走过

---

[48] 肖钢:“坚持渐进式改革 健全多层次资本市场体系”,载《人民日报》2014年1月22日版。

[49] 王啸:“资本市场灵魂深处的革命”,载《上海证券报》2013年12月10日版。

25 年的发展历程。这 25 年是西方制度经验与中国法律文本交织进化的过程,也是法律移植与本土化相互渗透的过程。在探索资本市场法制现代化的路上,无数的法律人奉献了他们的心血和智慧,虽然成败不同,均已经为历史所铭记。当前,我国的资本市场法律移植再次走到了十字路口。一方面,市场经济的根基与全球市场的竞争使法律移植成为资本市场发展之必需,法律竞争力的孱弱某种程度上意味着主权国家在全球化时代背景下的“淘汰出局”。诚如美国著名学者戴维·格伯尔所言:“法律使得竞争成为可能,也促进和塑造竞争。法律如何为全球市场发挥上述作用,这对于全球市场的发展殊为关键。”<sup>[50]</sup> 作为我国资本市场法制的根基,《公司法》与《证券法》虽然在文本方面已经比较先进,但由于制度环境的局限,在世界范围内尚缺乏竞争力,以至于优质上市资源不断外流。继 2010 年中国企业赴美上市高峰之后,2014 年再度掀起了中国科技企业赴美上市最为波澜壮阔的一幕,留不住“阿里巴巴们”成为中国资本市场之痛。另一方面,已经走入改革深水区的资本市场,特别需要强调法律自主性,也特别需要树立制度自信与国家理性,从而打破欧美的金融话语霸权。我国学习和移植西方资本市场的法律制度,不是为了印证西方法律制度的正确性,而是为了将自己变得比西方更好。恰如有学者所言,考察五百年以来西方话语在中国知识界——尤其是政法学界的兴衰沉浮与话语嬗变,我们可以隐约发现一个从“鬼话”到“童话”再到“神话”的轨迹,值得深思。在文化自觉、文化自强与文化自信开始成为知识界愿景的今天,我们应该解放思想、实事求是,以更为清醒和开放的心态来看待西方话语:抛弃鬼话、认清童话、破除神话。<sup>[51]</sup> 这两个看似矛盾的诉求交织在一起,客观上要求资本市场的法律移植打破“唯美主义”的观念桎梏,走出亦步亦趋的传统怪圈,将那些反映市场经济客观规律、科学、先进的域外法律制度能动性地转化为本国的具体制度规范设计,使其真正发挥应有的价值和作用。实证研究表明,所有与技术相关的制度,如市场透明度规

[50] [美]戴维·格伯尔:《全球竞争:法律、市场和全球化》,陈若鸿译,中国法制出版社 2012 年版,第 3 页。

[51] 支振锋:“西方话语与中国法理——法学研究中的鬼话、童话与神话”,载《法律科学》2013 年第 6 期。

则、所有权披露规则、会计准则、财务准则,都比较容易移植,而涉及监管体制、司法体制等方面的制度,移植的难度骤然增加。<sup>[52]</sup> 长期以来,我国在进行资本市场法律移植时,不太注重制度创新的思维,既导致了技术优势的无足轻重,又尝遍了邯郸学步的苦果。资本市场从“新兴加转轨”到“成熟市场”的迈进,对法律移植提出了更高的标准,要求摆脱亦步亦趋式的制度模仿和对技术规则的过度依赖,减少盲目性,增加创造性。例如,面对政府主导下强制性制度变迁的路径依赖,可以探索建立对资本市场监管的政府协商性机制,形成政府与市场间的良性互动关系;面对大陆法系轨迹下法律移植的路径依赖,可以探索建立资本市场争端解决的指导性案例制度,为投资者保护提供畅通的司法救济渠道;面对渐进式改革的路径依赖,证监会可以下放更多的权力给交易所,由其享有更大的“试错”空间,进而“倒逼”资本市场良法善治的形成。与此同时,更要注重对传统法律资源的创造性转化,即把本国文化传统中的一些符号与价值系统加以改造,使经过改造的符号与价值系统变成有利于变迁的种子,同时在变迁的过程中继续保持文化的认同。<sup>[53]</sup> 例如,为了根治信用缺失这一资本市场顽疾,必须将传统文化中的信用资源改造为一种以契约为基础、以国家和法律为保障的普遍化的信用,通过制度化、系统化的财产担保和法律强制手段保障资本市场的交易信用,从而推动我国由礼俗社会向法理社会转变。唯有协调兼顾好上述两个方面的价值使命,才有可能走出一条既与世界文明相沟通又具有浓郁本土特色的中国资本市场法制现代化道路,也才能建设一座符合时代精神、内蕴本土关注、适应世界潮流、切合我国国情的资本市场法治大厦。

---

[52] 张建伟:《转型、变法与比较法律经济学——本土化语境中法律经济学理论思维空间的拓展》,北京大学出版社2004年版,第230页。

[53] 林毓生:《中国传统的创造性转化》,三联书店1998年版,第324页。