

证券法的变革与走向

陈 洁 | 著

法律出版社
LAW PRESS • CHINA



证券法的变革与走向

陈洁 | 著

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法的变革与走向 / 陈洁著. —北京:法律出版社, 2011. 10

ISBN 978 - 7 - 5118 - 2626 - 8

I. ①证… II. ①陈… III. ①证券法—研究—中国
IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 207586 号

证券法的变革与走向

陈洁著

责任编辑 高山
装帧设计 李瞻

© 法律出版社·中国

开本 720 毫米×960 毫米 1/16

版本 2011 年 10 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 固安华明印刷厂

印张 17.5 字数 215 千

印次 2011 年 10 月第 1 次印刷

编辑统筹 学术·对外出版分社

经销 新华书店

责任印制 陶松

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-2626-8

定价:34.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

导论 / 1

上编 证券、投资者与证券权利之思变

第一章 金融商品横向规制趋势下“证券”的
界定 / 25

第二章 从投资者到金融消费者 / 52
——兼论我国金融服务法的构建

第三章 无纸化证券权利的法律规制 / 82
——与现行民商法规则的冲突与调整

中编 证券市场监管格局的再阐释

第四章 行政监管与自律监管的边界与互动 / 105
——证监会与交易所监管权配置的重构

第五章 证券监管规则供给机制的反思 / 141
——以证监会作为规则供给主体的考察

第六章 上市公司治理中证监会的角色定位 / 165

下编 中介机构责任机制的展开

第七章 证券公司违反“投资者适当性原则”的民事责任 / 185

第八章 保荐机构的担保责任研究 / 211

第九章 评级机构侵权责任之构造 / 236
——以公众投资者因评级错误导致投资
受损为视角

参考文献 / 264

云淡风轻,无限向往(代后记) / 273

导 论

“随着时间的推移,在同一个国家里,总会产生不同的利益,总会出现各种各样的权利。当它后来要制定宪法的时候,这些利益和权利就会互相对立,成为任何一项政治原则达到其一切效果的自然障碍。因此,只有在社会的初建时期,法律才能完全合乎逻辑。当你看到一个国家享有这种好处时,请你不要忙于下结论,说它是明智的,而应当想到它还年轻。”〔1〕

——托克维尔:《论美国的民主》

2005 年我国《证券法》的修订,新增、修改、删减涉及上百条法律条文,占全部法律条文的一半,被业界认为“不亚于法典重纂”。此次修订,总体上体现了理论界与实务界善于移植国外具体制度经验,对我国证券市场发展不断暴露的问题拾遗

〔1〕〔法〕托克维尔:《论美国的民主》(上卷),董果良译,商务出版社 1998 年版,第 132 页。

补阙之特性。但此次修订,主要是在原有的监管理念与法律架构下进行的局部性的技术性的修改,并未改变或触及证券法未来的发展方向。这种修订,固然有细致入微之好处,但难见体系化的贯通思考,严重缺乏由点到面的对证券法整体发展思路的宏观把握以及对我国证券法制未来走向高屋建瓴式的领悟和前瞻,凸显了我国证券市场发展过于迅速导致的应急性立法和应景性学术研究的弊端。可以说,我国资本市场发展20年,我国的证券市场法制始终根基于传统的证券法理论,不仅证券法学界未对域外证券法制的发展趋势做出合理的研判,立法机关也并未深入考虑当前金融形势对证券法制的时代要求。因此,在《证券法》面临重修之际,立足我国证券市场发展实践,放眼全球金融法制变革,思考选择我国《证券法》的变革路径与未来发展方向,已经成为一个迫在眉睫的研究课题。

一、我国证券市场监管理念的错位与回归

证券市场是一个有机互动的整体,是投资者、上市公司、中介机构、交易所、监管者共同的舞台。而证券市场法制,则是基于一定的监管理念与制度目标,根据《证券法》建构的由组织机构、职权配置、制度措施和运行程序等组成的证券市场运行系统。在这个系统中,法律规则是市场行为的前提和依据,法律实施机制则是制度机制的动态运行,是执法、守法、法律文化培养的系统。在这样一个庞大的系统建构的过程中,最为重要的是制度的建构理念,即一个制度为实现何种目标而建立,为实现该目标的制度应当具有何种功能,以及这些功能通过何种机制来实现。可以说,制度建构理念的不同选择,最终决定了所建构的制度内容、实现机制和实施效果。从这种意义上说,《证券法》的修订就绝不仅仅是个别法条技术性的修订,修法背后其实蕴涵着推动市场发展的深刻的经济理念和法律理念。而我国《证券法》实施十余年,我国的证券法制理念始终在借鉴大陆

和英美两大法系的优势中摇摆,尚未走出一条中国式的证券法制理念之路。因此,从我国《证券法》的长远规划来看,我国未来证券法制发展的关键问题并非是如何进一步完善证券发行或交易制度的具体技术规范,而是在确立适合我国国情的证券法制理念下,从证券法制的功能性角度,全面考虑证券法制规范的各种行为和关系的内在联系,合理建立证券发行、交易与证券服务制度之间的相互连接,从而真正实现《证券法》的宗旨。^{〔1〕}

(一)我国证券市场监管理念的错位

我国证券市场是在“新兴加转轨”的特殊背景下,由行政力量主导、推动和培育而超常规地产生和发展起来的,属于强制性的制度变迁。我国自上而下以纵向的政府强制性权力建立起来的证券市场制度,必然同证券市场横向、以平等主体民商事权利为基础的内在制度要求发生冲突。

证券市场发展之初,在为国企融资服务、减轻国家财政压力、转移国有银行风险的目标之下,我国证券市场股权结构中国有股占主导地位,作为证券市场两大基石的上市公司和证券公司都带有深厚的政府背景和行政色彩,相关市场制度的设计也大多以国有主体利益为本位,国有利益优先。我国证券市场从此打上浓厚的“政策市”烙印。证券市场本应具有的基础性、本源性制度及市场化机制先天发育不良,再加上后天形成的行政色彩最终累积成为制约证券市场发展的深层次矛盾和结构性问题。^{〔2〕}探究在证券市场监管理念的定位上,监管与发展、监管与管制的关系始终困扰着理论界与实务界。

〔1〕 叶林、郭丹:“中国证券法的未来走向——关于金融消费者的法律保护问题”,载《河北学刊》2008年第6期。

〔2〕 顾功耘主持“上证联合研究计划”第15期课题:“我国证券市场核心竞争力的法制环境研究”,载上海证券交易所网站,<http://www.sse.com.cn/cs/zhs/xxfw/research/plan/plan20061024e.pdf>。

1. 监管与发展

从我国证券市场诞生的那天起,证券监管机构就在“发展和监管市场”的双重压力下负重前行。监管职能和发展职能之间存在着的内生的紧张关系在证券市场发展初期体现得尤为明显。一方面,为满足国企融资需求,政府“带头造假”,将一些未达标准的企业包装上市;另一方面,作为证券市场的主导者和产权利益的最终享有者,政府必须承担信用担保责任,为上市公司、证券公司等市场主体的经营风险、道德风险最后“埋单”。政府对市场主体的隐性信用担保,弱化了证券市场应有的风险自担机制、责任追究机制,衍生出大量的、几乎无法防范的体制性违法违规行为。

作为政府常设代理人的中国证监会,法律上是个监督机构,而现实中其主要职能不在于监管市场,而是发展市场。它不像一般的监管者,只需查处内幕交易、虚假陈述等行为即可,其更多的是要采取措施为市场搭建制度框架,要决定这个市场谁可以进来,谁不能进来,市场的规模发展到什么程度等。诸如有多少上市公司、能筹集多少资金、能设立多少家基金管理公司、能设立多少家证券公司,这些问题如何解决都是证监会的职责,是证监会面临的、在中国这个自上而下政府主导的新兴市场无法超越的现实。^{〔1〕}

在这样角色错位和职能混淆的现实面前,面对市场上出现的违规行为,证券监管机构往往要超脱法律之外去考虑如何执法,结果对整个市场造成很大的负面影响,并造成了极高的道德风险。以券商委托理财业务为例,自2001年下半年以来,由于市场行情低迷,委托理财中蕴涵的巨大风险已令不少券商损失惨重,这本应成为业界的前车之鉴。但是,一些券商仍然顶着风险而上,继续以承诺保底收益的方式盲目扩大委托理财的份额。究其原因,“做得越大越不

〔1〕 卢文道:“法律背后的证监会”,载《财经政法资讯》2010年第2期。

容易倒”成为许多证券公司的危险“共识”。^{〔1〕} 此种荒谬的“共识”，其实正是我国证券市场最严重的机制缺陷和制度隐忧的“冰山一角”。

2. 监管与管制

在严格的学术意义上准确区分监管和管制并不容易。从目前证券业界的普适理解出发，监管通常指制定规则，并通过对违规者进行处罚确保规则得到遵守；而管制则是指以行政的力量行使基本的资源配置职能。

我国证券市场建立伊始，从证券市场的基本功能出发，就树立了严格管制的监管理念。十余年来，分业经营分业管理的制度设计、机构设置的高度集中审批制、严格控制下的入市核准制、对证券承销通道的限制、证券交易费用的设置等，无一不体现了我国证券市场的严格管制。时至今日，我国证券市场过度管制和监管不到位依然并存。一方面，监管部门继续对市场准入、业务创新和产品创新实行最严格的审批制。^{〔2〕} 另一方面，监管机构对于上市公司、中介机构、从业人员等的监管却远远没有到位，内幕交易、虚假信息披露、股价操纵等现象还非常普遍，严重制约了市场的发展。

在严格管制理念下，重事前预防而轻事后追究成为我国证券市场监管之大弊。证券监管部门的注意力主要集中于市场准入的审查与批准，通过对市场主体和金融工具进入市场的甄选来实现对金融市场的监管，对可能出现的风险进行事前预防。但是，在市场上的违规或欺诈行为被发现后，尤其是市场主体规避监管机构的监管而造成危害结果后，监管部门对其处罚并不严苛。比如最近发生的面针欺诈和虚增利润案，证监会仅对其课以微不足道的60万元罚

〔1〕 袁梅：“重组方案即将出台 闽发证券危机待解”，载网易财经 www.stock888.net。

〔2〕 例如，目前对证券公司开设分支机构、增资扩股、引进或更换股东、聘任高管、开辟新业务乃至具体的产品，都需要相关部门的审批或许可。

款,并未取消其上市资格,处罚明显畸轻。^{〔1〕}

纵观国外成熟证券市场的发展历史,放松管制和强化监管是两条并行的主线。这其实也是由证券市场的本质决定的。证券市场是最市场化和创新最活跃的場所,需要不断放松管制;同时它又涉及巨大的公众利益,需要强化监管。^{〔2〕} 强化监管是放松管制的前提。

要处理好管制和监管的关系,促使我国资本市场向成熟资本市场的转变,一个重要的指标就是市场化的程度,其内在要求就是放松管制,加强监管。加强监管是要加强立法,尤其是要加强在信息披露、上市公司治理、内幕交易、市场操纵等方面的立法力度,并强化执法,提高违规成本,真正做到事前预防与事后追究并重;放松管制则是要逐步让市场取代行政,取消对市场准入、业务创新、产品创新等不合理的限制,充分发挥主体的创新能力,建立起多层次充满活力的证券市场。

(二)我国证券市场监管理念的回归

考察证券市场监管理论,其发展总体上是沿着从公共利益理论逐步向私人利益理论的嬗变展开的。传统公共监管理论对监管者自身问题的忽视,不仅在理论上留下了缺陷,而且对证券监管制度的发展与完善也产生了不利影响。因此有学者指出,在确定监管制度的价值目标时,应以公共利益理论为主,而在设计监管制度的框架、技术措施、运行机制、操作方法等具体制度要素时,应当考虑私人利益理论的要求。这构成证券监管制度发展的基本走向。而在私人利益理论下,对监管者进行激励和约束将成为完善监管制度最

〔1〕 冯果、袁康:“后危机时期金融监管之反思与变革”,载《重庆大学学报》(社会科学版)2011年第1期。

〔2〕 梁宇峰:“强化监管与放松管制”,载《证券时报》2006年6月13日第5版。

为根本的现实问题,也是具有可操作性的有效途径。^{〔1〕}

在“市场失灵需要政府监管”和“谁来监管‘监管者’”的矛盾质疑声中,我们应该承认,市场失灵与管制失灵其实都无法避免。制度变迁在相当意义上讲,就是克服两种“失灵”,寻求新的制度均衡的演变过程。如果说市场失灵是政府实施监管的有力理由,而市场失灵的原因是信息不完善的话,那么,监管机构相比市场机制并没有更多的信息优势,甚至监管机构的信息问题更为严重。希望通过监管机构的“专业、独立、透明和公开”来克服信息问题,实际上是“理性的狂妄”。通过监管矫正所谓市场失灵,后果经常是监管和市场双双失灵。原因就在于,在大多数时候,监管比市场更为“盲目”。以监管不完善为由不断加强监管,然后为监管者设置更高级的监管者,将是一条永远没有尽头而且看不到希望的道路。^{〔2〕}

在理论上的困局尚未完全破解之前,我们应该回溯1998年9月“国际证券管理委员会组织”(IOSCO)发布的《证券监管目标和原则》所提出的证券监管的三大目标:一是保护投资者权益;二是保证市场公平、有效和透明;三是减少系统风险。从成熟市场的发展和监管历史来看,其经验也都是把保护投资者利益、维护证券市场的公正、透明、有效以及保证证券市场的安全与稳定作为证券监管的目标,并使这三项目标紧密相连,相辅相成,共同实现证券监管之真谛。

现阶段,随着我国进入后股权分置时代,资本市场的市场化趋势已是必然。上述三大目标就要求我们在监管理念方面,必须坚持市场化的方向,逐步放松行政管制,把证券监管思路从原先带有强烈计划色彩的控制风险思路转向遵循市场运行规律的揭示风险的

〔1〕 岳彩申、王俊:“监管理论的发展与证券监管制度完善的路径选择”,载《现代法学》2006年第2期。

〔2〕 王军:“谁来监管‘监管者’不是关键”,载《IT经理世界》2007年第9期。

思路,^{〔1〕}把预防和惩处市场不当行为作为主要目标,把确保市场的流动性和透明性、市场信息的有效性作为监管重点。

1. 尊重市场机制

由于我国的证券市场在很大程度上是借助政府的推动发展起来的,证券监管承袭了计划经济模式下行政管理为主导的管制模式,证券监管机构长期作为证券市场发展的计划者和控制者,通过人为的计划直接干预证券市场的发展进程,并通过行政控制选择市场的参与者、资金规模、行情趋势等。典型表现为股票发行的高溢价和证券发行的额度管理。在股票发行实行审批制的阶段,证券监管机构通过额度管理、家数控制、证监会实质性审批等,掌握股票发行上市的“生杀大权”。而且,在相当长的一个时期,证券监管机构以维持证券市场行情平稳作为监管的主要目标,实行把股票指数和社会安定挂钩的策略,以致在多次股价波动中,政府和监管机构频频采取行政措施,或颁布“三大政策”救市,或发表人民日报社论压市。这种由证券监管机构充任证券市场调控者的监管思路,在市场化、国际化的背景下无法实现对资源的优化配置和对市场的有效监管,同时限制了市场机制的自我调整能力,制约了市场主体的行为自由,挤压了市场的发育空间,影响了市场的健康发展。^{〔2〕}转变证券市场监管的理念,就是要尊重市场机制,尊重市场规则。核心问题就是要让政府准确定位。实践表明,越处于市场早期阶段,证券市场上的政府干预就越强,且越具有干预的现实合理性,但市场化进程的演进必然要求政府逐步淡化过多的直接干预,尤其是放松纯粹出于筹集资本等目的而形成的管制过度。

〔1〕 黄运成等:《证券市场监管理论、实践与创新》,中国金融出版社2001年版,第219页。

〔2〕 高西庆:“论证券监管权”,载《中国法学》2002年第5期。

2. 切实保护投资者利益

保护投资者利益是证券市场监管的基本出发点。投资者作为资本市场的重要参与者,其利益能否得到有效保护,是关系整个证券市场能否持续稳定发展的重要因素。一方面,只有保护投资者的合法权益,树立投资者对市场的信心,证券市场才有源源不断的资金进入,有了资金来源,证券市场才能发挥筹资和资源配置的功效,才能繁荣与发展。另一方面,证券市场的投资者特别是中小投资者往往是分散的个体,在市场中处于弱势地位,是市场的弱者。在市场失灵或失控的时候,守法的投资者特别是中小投资者常常是市场中最大的受害者。^{〔1〕}就我国而言,在经济转轨过程中,由于证券法律和监管往往滞后于证券市场发展,加上企业和金融机构的治理结构不完善,极易使广大中小投资者的利益被侵害。转变证券市场监管的理念,就是要牢固树立以保护投资者利益为基本宗旨的观念,将保护投资者利益视为我国证券市场监管长期的、根本性的任务。

3. 倡导市场自律

市场自律机制的完善,可以弥补政府管理功能的不足,增强市场监管的有效性。由于我国证券监管机构长期坚持经营证券市场的理念,将那些本应属于运营证券市场的机构,如证券交易所和证券业协会,实质上变成监管机构的下属部门或分支机构,而且自律监管与行政监管权力边界不清,造成监管资源配置不当,交易所的自律功能没有充分发挥,证券业协会作为一家行业协会也未能发挥其应有的作用。在目前证券法律规范体系中,法律、行政法规和行政规章在数量上绝对占优;证券交易所、证券业协会制定的自律管理规则不但数量有限,而且内容大多雷同于法律、法规和规章,行政

〔1〕 陈岱松:“WTO 与证券监管理念”,载《上市公司》2002 年第 3 期。

色彩有余,自律色彩不足。由于法律已经越俎代庖,自律规则成为纯粹的技术规则。此外,这些业务规则的修改,即使是非常具体的细节问题,也要经过复杂的审批程序。^{〔1〕}这一立法权限配置格局,深刻地反映出我国证券市场行政监管与自律监管配置严重失衡的格局。转变证券市场监管的理念,就要倡导市场自律。从监管资源的有效发挥以及降低监管成本的角度出发,立法上应为证券市场自律组织创造一个自由成长的空间,使其能够担负起更多的职责,从而与政府以及其他监管主体一起营造一个多层次的监管与自律并重的高效的证券监管体系。

二、我国证券市场法制进程中的冲突与化解

综观全球资本市场法制,无论是成熟市场还是新兴市场,自始至终都在经受着三种冲突的考验。第一是技术进步(包括金融创新)与法制变革的冲突;第二是市场自治规则与法律规范的冲突;第三是证券法律规范与传统民商法规则的冲突。而对新兴市场而言,还有一个突出的问题则是法律移植与本土化的冲突。我国作为新兴市场的代表,在证券法制进程中主要面临三方面的冲突。

(一) 金融创新与法制变革之冲突

金融创新是后危机时代监管变革潮流中不可忽略的话题。创新意味着金融业务、金融市场、金融技术及金融风险的自我突破与演变,同时,也意味着对既有金融监管法律体系的挑战与破坏。因而从金融创新行为的法律效力考察,其要么表现为一种违法行为,要么表现为一种“形式合法但主观上具有规避法律嫌疑”的擦边球

〔1〕 陆文山:“修改两法需要明确贯彻两大原则”,载《公司法修改国际研讨会会议论文》2004年。

行为。^{〔1〕}

金融创新与金融监管无疑是一对“欢喜冤家”，两者相辅相成，对立统一。金融体系自身及经济的发展需要金融创新提供强大的动力，而极易导致风险的金融创新又须臾离不开有效的监管，实践中金融创新业务“倒逼性”的发展就在很大程度上体现了创新与监管之间难以克服的紧张关系。

就金融创新与法制变革的关系而言，一方面，金融创新业务的突破从可能性变成现实性需要法律作为必要的支点。法制框架的确定对金融创新的出现和发展具有决定作用，法制的基本框架决定着金融创新的命运、空间和发展方向，能否发挥金融创新业务的预期功能及其发挥的质与量在一定程度都取决于市场是否有良好的法律制度作指引。另一方面，金融创新的发展对法制的变革也有重要的反作用，金融创新直接带动与刺激了金融法律的变革与发展。法制变革与金融创新之间是一种“后者适应前者，而前者又为后者提供正当性”的关系。

实践中，金融创新所彰显的市场经济场景中自由价值的魅力常常让人忘乎所以，很多人甚至已经开始淡忘监管缺失的金融创新给我们带来的全球性的打击和灾难。但是，作为立法者和监管者，必须时刻注意到金融之创新必须在法律自由的框架下进行评判才具有现实的意义。尽管法律具有秩序、平等、正义与效益等众多的终极追求目标，但是若进行价值排序，秩序无疑是第一性的，因为平等、正义与效益等其他目标的追求只有在秩序的场景中才具有讨论的意义，因为秩序包括了安全性、预测性、和平性、连贯性与一致性等终极性价值的语意。^{〔2〕}

〔1〕 黎四奇：“金融创新与金融法律创新互动关系的法理学视角分析”，载《湖南公安高等专科学校学报》2007年第4期。

〔2〕 同上注。

从新生事物发展的规律来看,金融创新也是一个由量的积累向质的飞越的过程。在金融创新渐进渐变的进程中,我们的法律应当尽可能适时地为金融创新提供法律依据、制度空间、规范章程、法律保障,但法律的滞后也是无可回避的事实,这是由法律的特性所决定的。不管金融创新如何层出不穷,我们不能放弃的是法律规则的底线。金融创新与法律规制相比较而存在,相斗争而发展。这也是千百年来自由与规则矛盾的延续与发展。

(二) 证券法律规范与传统民商法规则之冲突

商品交易与证券交易在形式上没有什么差别,交换主体在形式上是平等的,交换的客体都是所有权。因此从这个意义上说,证券交易与商品交易都遵循着相同的规则。在《证券法》成为独立的部门法之前,证券发行和交易主要由商法或民事普通法加以调整。

但是,《证券法》具有民商事特别法属性。随着商品经济的高度发展,证券关系实质上代表了一种高度发达的资本关系。资本的功能要远远大于普通的物权和债权,因此,法律对资本权利转移和支配力的确认具有更强的动力。在普通物权和债权的转移中,法律的立足点是平等和自由,法律倾向于双方当事人的利益。但在证券权利的形成和转移过程中,在民法和相关法律对证券市场主体进行一般保护的同时,《证券法》更以特别规则对权利的真正主体——证券投资者进行保护。^{〔1〕}为了平衡投资者与掌握信息资源的垄断者之间占有信息的不平衡,《证券法》设置了强大的信息披露制度,除要求发行人向社会公示其信息外,专门的中介机构的介入以及自律组织的作用发挥,都使证券法律制度超越了传统民法规制的纯粹的私人领域的范畴。与此同时,大规模无纸化的证券交易、结算等证券

〔1〕 张宇润:“论证券法规则理念和制度机制”,载《法律科学》2004年第2期。