证券市场诚信、自律和法治原则研究*

中国人民大学民商事法律科学研究所课题组

内 容 摘 要

诚实守信是行为规则，也是一种文化和道德，更是社会财富和秩序。良好的诚信秩序有助于降低交易成本，提高证券市场效率，增强配置市场资源的功能。我国在创建证券市场之初，并没有把诚信建设当作证券市场建设的基础工作来抓，诚信法治未能及时跟进，失信现象日趋严重。法治与诚信是一体两面的事物，除少数纯粹的道德规范外，大部分道德规范已被纳入到国家制定法和自律规范构成的法治体系内。在社会转型时期，道德缺失只是现象，制度缺位才是根本。必须将自律规范纳入证券市场法治体系，与国家制定法彼此配合，通过不断的制度创新，才能最终塑造出和谐有序的证券市场秩序。

本课题报告分为五个部分：

第一部分着重分析证券市场诚信的基本范畴和制度价值。研究表明，证券市场诚信已经逐渐摆脱了个体成员相互之间给予的、以情感和社会道德为基础的诚信法则，失去了自然人所独具的诚信观念，转而寻求各类市场主体之间的利益均衡以及和睦相处，个体诚信逐渐发展成为更广泛的社会诚信或者整体诚信；证券市场诚信还以标准化和定型化方式表现其内涵。无论诚信含义及表现形式如何变化，它依然是最重要的社会财富，也是保持证券市场健康发展的基石。

第二部分侧重分析证券市场失信的制度原因。研究认为，目前诚信缺失有道德层面原因，更有制度缺失原因，商业社会尤以诚信标

* 课题主持人：叶林　王丽萍
课题研究与协调人：上海证券交易所　郭洪俊
课题研究员：潘文军　刘辅华　王世华　傅建武　段威

需要全本请访问 www.ertongbook.com

准缺位、强制信息披露的局限性、企业治理机制的不适应和中介机构的安全防护机制失灵等最为主要。构建或者重塑证券市场诚信，必须对上述制度问题作出正面回应。

第三部分主要分析了证券市场法治化的基本构造。报告认为，诚信与法治是一体两面的事物，法治是推进诚信建设的基本手段。证券市场法治包括借助国家制定法和自律规范来实现证券市场秩序，不能单纯地理解为完善和实施国家制定法。我国证券市场的诚信法治建设，首先在于能够让投资者对证券市场发展形成合理稳定的预期，立法者承担着将这种预期转变为现实的责任。

第四部分以自律规则和自律监管为主题。课题报告认为，自律规范和自律监管是实现法治化的重要途径，基于国家制定法及政府监管本身的局限性，基于自律监管的固有优势，有必要充分发掘自律监管空间。必须强化自律监管的地位，防微杜渐、刚柔相济地实现证券市场法治秩序。

第五部分是结论和建议。我国证券市场诚信缺失更多的是制度原因导致的。课题报告提出：我国应当建立、健全失信现象发现机制，提倡按照无限责任形式组建中介机构，支持公司法规定控制股东的诚信义务，确立管理层承担个人责任制度，建立失信者信用记录制度。惟有宏观层面问题得到有效解决的前提下，才能最终建立起证券市场的诚信秩序。

目　　录

1　证券市场诚信的制度价值 …… 5
1.1　诚信与民事生活 …… 5
1.2　诚信与商业社会 …… 6
1.3　诚信与证券市场 …… 8
1.4　诚信法则的制度价值 …… 9
2　证券市场诚信危机的制度诱因 …… 10
2.1　诚信缺失的认定标准缺位 …… 11
2.2　信息披露制度适用的局限性 …… 11
2.3　公司治理机制的制度缺陷 …… 13
2.4　中介机构的安全防护机制失灵 …… 14
3　证券市场秩序的法治化 …… 15
3.1　法治与诚信的关系 …… 16
3.2　证券市场的法治化结构 …… 17
3.3　证券市场法治化的基础：市场稳定性的预期 …… 19
3.4　证券市场法治化的途径 …… 23
4　证券市场自律与法治的关系 …… 24
4.1　自律监管的法律地位 …… 24
4.2　自律监管的优势地位 …… 27
4.3　强化自律监管的制度安排 …… 32
4.4　自律组织的柔性监管手段 …… 35
5　基本结论及建议 …… 37
5.1　基本结论 …… 37
5.2　改革建议 …… 38

与国外众多自然生成的证券市场不同，我国证券市场带有明显的嵌入式和探索式特征。在证券市场建立之初，我们并没有把诚信建设当作证券市场发展的战略性和基础性工作，证券市场最初是作为缓解企业资金短缺的现实工具。作为服务于企业融资需求的特设制度，最急需解决的问题是，证券市场是否符合社会主义制度以及是否可以被国有企业加以利用。当观念的藩篱初步被打破时，证券市场首先是政府用来分配社会资金资源的手段和机制。但对证券市场的担心，不一定就是对证券市场存废的担心，我们对证券市场发展规模、发展方向的担心，始终未见得发生根本变化。事实也确实如此，证券市场建立初期，它就显现出旨在某种脱离政府意志的特征，它循着自身规律发展着，根本不顾及政府设立证券市场的初衷。几件惊天大案出现后，国家逐步形成了这样的基本判断，发展证券市场必须具有可控性。

政府始终希望证券市场是在可控范围内发挥积极的辅助作用。我国在证券市场初期颁布的规章制度无外乎是宣示着证券市场的存在，既没有“法律先行”奠定的坚实基础，也没有实践磨炼提供的经验，开启证券市场的一切优劣只留给时间检验。几件具有举足轻重意义的事件，揭示出制定证券市场规则的重要性，也预示着执行市场规则的艰巨性。在出售认购表的时代里，深圳数千人因为没有买到认购表而走上街头，政府有关部门不得不在第二天增加 50 万张认购表，才满足了部分民众的需求。增加 50 万张认购表本身就背离了事先确定的股票发行规则，按照今天的标准来说，这种做法至少有失公允。但在特殊社会背景下，增加 50 万张认购表无疑减少了社会动荡。已经取得认购表的人们只很少地损失了中签概率，获得新增认购表的投资者，则从纯粹的持币者转为获得中签机会的群体。这种中签概率的再次分配背离了既定的股票发行规则，但却显示着当时社会公众的价值观念。看来，新兴证券市场国家面临着这样的艰苦境况，证券市场规则即使被确定下来，实践中却始终存在着背离既定规则的冲动，即使这种冲动违反了法律或者法规。事实上，市场参与者从来就没有过分相信那些事先确定的规则，当证券市场开启那天起，利润最大化就成为市场参与者的最大动力。直至今天，我们依然经常看到各种违法违规案件背后隐藏的利益最大化动机。

问题究竟出在哪里，是我们的先验判断出现了问题，还是市场参与者的价值观念出现了问题，抑或是启动证券市场的决策者出现了问题？证券市场是否能够按照最初设计者的初衷向前发展，还是只能按照证券市场的自身规律继续发展？如果证券市场按照决策者初期观念向前发展，证券市场的规律性如何发生作用？如果证券市场按照自身规律运转，政府及各方参与者在证券市场建设中又扮演何种角色？

从《股票发行与交易管理暂行条例》出台,到《中华人民共和国证券法》施行,乃至国务院发布“国九条”，对证券市场存废的担心已经基本消除，但消除担心并非意味着证券市场会自然地运作有序。我国证券市场发展中遇到太多不确定因素，这些因素没有因为出台众多法律而最终消失。嵌入式和探索式证券市场本身欠缺法制和法治传统的问题，深刻地影响着证券市场今天的发展。

恰逢国内揭穿多起证券市场虚假陈述案件时，美国安然公司、凯马特公司、环球电讯公司、美国世界通讯公司、安达信等世界级公司和会计师事务所的先后倒台。人们惊愕于这些“名声显赫”企业的险恶行径，震惊于“备受尊重”的国际性中介机构的所作所为。但全球性商业组织的诚信缺失或许使国人感到些许宽慰，谁能想象类似情况发生在中国将会如何，人们开始重温传统的民事价值观。然而，在现实商业和证券市场环境下，人们对能否实现、如何实现诚信，又平添许多疑问。造假者何以愿意牺牲“长期利益”而背信，受骗者又何以对背信行为无可奈何？在全社会普遍存在诚信缺失的情形下，证券市场能否一枝独秀？

在缺乏法治基础、缺乏精细化法律规则的情况下，市场参与者的人格特征表现得最为鲜明，各种证券欺诈、背信弃义、滥用优势的现象层出不穷，证券市场出现了最让人担忧的混

乱。当我们面对错综复杂的混乱现象时，当我们注意到这种混乱或多或少地与市场参与者的追名逐利联系在一起时，当我们无法借助国家制定法来消除这些消极的社会现象时，诚信就成为我们祭起的一面旗帜。我们祭起这面旗帜的目的，是为了消除证券市场大量存在的严重失信。然而，祭起诚信旗帜是否就能杜绝经济力量推动下形成的现实问题？“人无信不立，国无信则衰”，诚信是被历史证明了的现代人类社会最基本的行为准则，放弃或者背弃诚信不仅将摧毁整个证券市场，还将使一个民族陷入泥潭。

1 证券市场诚信的制度价值

诚信是一切美德的基础，这句原本用来评价自然人品德的名言，同样适合于评价今天的商业交易。在法学领域中，人们倾向于将诚信归为法律概念，并试图以各种方法定义其确切含义。翻阅民商法学者专著，解释诚信者为数众多。但每每谈及诚信含义时，总觉得意犹未尽；每每将学者公认的诚信标准运用于具体案件时，总感到忐忑不安。长期以来，人们信奉着诚信是一切美德基础的信条，但却始终困惑于诚信的内涵、外延与性质。如何解释诚信是如何适用诚信法则的前提，如果对诚信失去了明确的认定标准，也就很难确定何为失信，诚信和失信就很容易转变为某种情绪化表达。一旦当情绪化状况如同瘟疫那样蔓延下去，社会秩序及市场秩序就将难以维持。

1.1 诚信与民事生活

人们生活于当前社会，彼此之间必然会相互联系、依赖和依靠，完全仰仗个人能力、智慧是无法求得生存的。即使漂流海上孤岛的鲁滨孙，也无法离开“星期五”的帮衬，无法脱离对岛屿生存环境的依赖。在不同社会环境下，人们之间的依赖程度和方式有着极大差异，“诚信”试图以抽象的语言表达着各个时期人类依存关系的共性。

“信”含有信心和信用之意，即人与人之间应当相互信任，对他人所言、所为而应给予的信任，施信者在其所信范围内应当不受欺瞒，正当期待不应有所失望。“诚”则含有真诚和成就的意思。真诚为发自内心的善意，成就则为成己、成人、成他或者成就事物。古罗马时曾发生债务人为躲避强盗抢劫而当面向债权人还债的案例，裁判官裁决，债务人恶意还债与未偿还债务无异，恶意还债者须向债权人再行偿付同样数额的金钱。类似案件诸多，最终确立了诚信的最基本含义，即信任、善意、利他。

然而，诚信固有地体现出道德化、内在化和主观化色彩。在自然法观念盛行时，诚信与道德具有同源性，法律只是道德的替换词语，立法者的制定法必须反射道德要求并据此随时调整制定法。康德时代以后，法律与道德逐渐分离，制定法与道德的调整范围被人为地划分为两个领域。这种法哲学观念对今天的许多学术观点依然有着深刻影响。但即使 19 世纪个人主义盛行时期，人类延续着的宗教、伦理观念依然将法律与道德紧密地结合在一起。尤其在 19 世纪末后，法律开始重视法律对诸多社会关系、利益关系的协调功能，个人主义基础上增加了社会性因素，道德与法律更为密切地联系起来。今日的民事生活中，诚信法则依然保持着浓厚的道德规范内核，并作为精神倡导，呼唤着社会成员的良好品德。“中国古时既以信用为美德，故民间平时交往，莫不‘言必有信’，勿须任何严格书面证据，诚如孙中山先生所云‘中国人信字一方面之道德，比外国人好得多…… 在商业交易上，没有什么契约，只要彼此口头一句话，便有很大的信用’。”①如果将孙先生所言视作对中国古代民间商业交易往来的真切描述，我们也就大致了解古人“言必行、行必果”和“待人如己”包含的道德含义。

现代社会崇尚法治，法治的约束力来自于行为人外部，而道德属性极强的诚信，其约束

①何孝元著：《诚实信用原则与衡平法》，台湾三民书局，第 58—59 页。

需要全本请访问 www.ertongbook.com

力首先来自行为人自身而非外部社会，这在观念上造成了法治与诚信的概念对立。“法律所涉及的是人类的外部表现和活动。通常，它对人类的内心动机不感兴趣。只要人们不为法律所禁止的行为，法律便得以满足。而耶稣所要求的不但是清白的双手，而且是清白的心境。他把整个道德法则变成了爱的双重告诫：爱上帝，爱自己周围的人。”①然而，现实分析显示，法治与诚信并非相互对立，诚信始终以特有方式婉转地与法治联系起来。诚信最初沉淀了宗教和社会等因素而发展起来，法律虽然不是宗教教义的简单翻译，虔诚的教徒甚至从不认为宗教教义翻译成法律语言，“但是事实上法律在很大程度上反映了在该社会中发生作用的社会道德标准。在英国，情况更是如此。英国的道德标准与基督教的道德标准直至目前几乎还是一致的，而且负责发展法律的人们几乎无一例外都是基督教的虔诚信徒。因此，人们发现在大量的合同法的背后是简单的道德原则，即“一个人应当履行他自己的承诺和遵守他自己签订的协议”②.

演绎了宗教或道德精神的法律规范，在普通法系以衡平法方式延续着，在大陆法系则以“诚实信用”原则加以推广并深入到民法、行政法和刑法等诸多法律领域。我国民法通则和合同法明确规定了诚实信用原则，从而确立了诚信在调整民事关系中的基本价值观，诚信原则也成为‘帝王规则”。

1.2 诚信与商业社会

经济或者商业因素对传统的诚信内涵发生着根本性影响。古代商业经济虽曾相当发达，但基本沿袭了民事生活的诚信标准。中世纪欧洲寺院法和宗教法明令禁止商人加价转售商品，严格禁止商人从事高利贷，甚至坚决排斥适用无因性理论。现代商业则很难简单延续民事生活遵循的诚信标准，更难使用“友爱”和“仁慈”等抽象道德范畴进行社会判断。在现代商业社会，商人价值观发生了根本性变化，追求利益最大化是商业活动的原动力，商人诚信被注入更多的商业元素，成为承载着的各种复杂利益关系的多元化价值观念。商业社会既允许并尊重社会成员的牟利行为，又禁止以牺牲或者损伤他方利益而保全自己利益。

以新浪公司缩小向用户提供的免费电子邮箱案件为例。赞成者认为，商业社会没有免费午餐，新浪公司取消或缩小免费邮箱行为无可非议；反对者认为，新浪公司缩小邮箱构成违约，甚至有人指责新浪公司事先在契约文本上为缩减邮箱设置了圈套，从而违背了基本诚信法则。新浪公司向用户提供电子邮箱服务是公司商业活动的一部分，是否及如何提供此类服务必然会优先考虑公司自身的商业利益。发展免费邮箱，是新浪公司发展业务并获得外来投资的重要条件，缩减免费邮箱并开通收费邮箱，则基于新浪公司扭亏或盈利的基本商业目标。商业目标上的差异导致了商业手段差异。在商业意义上，有偿邮箱是未来发展的基本趋势，一味强调免费邮箱不仅将终结同类企业的存续，还将根本性剥夺用户的最终利益。法律不得不为商业让路，法院裁决同样要为商业让路。

查士丁尼曾称“如果不了解作为法律的对象的人，就不可能很好地理解法律”③。按照“利益最大化”的经济学理论，每个经济行为主体都在追求“利益最大化”目标：消费者满足于商品效用的最大化；商人是为了实现商业利润的最大化；政治家要使得票数达到最大化；

① 彼 德·斯坦、约翰 .香德著：《西方社会的法律价值》，中国人民公安大学出版社 1990 年版，第 5 页。

②阿迪亚著：《合同法概论》，法律出版社 1987年版，第 20 页。

③在罗马法时期，民法上的人就已被划分为数种类型，如作为自由人的贵族、元老和平民以及作为非自由人的奴隶。

政府官员要使税收最大化；慈善机构要使社会福利达到最大化①。简单地说，利益最大化的核心就是假定社会成员都是自私自利的。这种假设太远地偏离了民事社会熟悉的“道德人”范畴，过度背离了成己、成人和成物的传统价值理念，也背弃了民事生活的做人准则，自然受到许多人极力反对。然而，传统诚信观念从不避讳“成己”，主要问题是如何摆放成己、成人和成物的顺序，是否容忍旨在成己而损害他人利益。经济学“利益最大化”假设或许存在差误，但它至少提出了这样的问题：法治社会要对各类民商事主体的本性及目标做出假定，并依此确立各类经济主体的行为准则，借以判定某种行为是否合乎既定的法律规范或道德规范。揭示行为主体的“利益最大化”本性，并非赞同损人利己，而是承认商业社会发展的特殊规律性，恰当地确定商业社会对谋求最大利益的容忍限度。

对于公司是否具有“利润最大化”目标，国内外学术界有不同看法。反对者强调公司应当承担更多的社会责任。国内学者概括国外学说时指出，“公司的社会责任包括两项基本原则：利他主义原则和信托原则，即公司在履行其社会服务角色时，为社会公众解决了某些社会问题，但自己并不直接从中获取经济上的好处。如果说利他主义原则体现了公司在社会大系统中的应有角色，那么信托原则体现了董事所扮演的角色是公司股东、债权人、职工、消费者和广大社会公众的受托人。’②我们认为，在个人本位向社会本位转型过程中，商业组织不得不承担逐渐加重了的社会责任。“尽管社会与经济结构不断发生变革，但公司经营的目的却是永恒不变的即公司应当盈利，公司的兴旺是公司在经营中首先应考虑的问题。”③在资本主义经济发展的数百年间，公司追求利润最大化已成为深入人心的基本价值目标，它绝不会基于某种理论或学说出现而改变自己的生存和实践。

许多公司都强调自己承担着社会责任，但这究竟是发自内心的表白，抑或是公司追求长期利润最大化的借口。挤占市场、减低成本、提高售价是公司实现利润最大化的最直接商业手段。在占据垄断地位的情况下，商业组织必须综合考虑垄断会否限制市场总量，从而减少其利润总量，以保证持续地维持垄断地位，随时注意抵御可能出现的竞争者；在竞争激烈的环境下,商业组织则会调整商业手段,尽力平衡公司与国家、消费者、员工、社区、银行或债权人之间的关系，以谋求合理的经济利益。经验告诉我们，商业组织一旦取得垄断地位，必然修改商业竞争时期奉行的经营策略，改变竞争时期社会责任的内涵。因此，市场及市场结构始终构成对商业组织行为的外部约束，利润最大化也要受制于市场反映。商业组织并非基于道德而主动承担社会责任，社会责任主要是企业实现长期利润最大化的经营策略。

在我国，国有企业在长达 30 年间奉行着“社会责任为主、投资回报为辅”的理念。这种理念与其说是企业理念，不如说是国家理念。但自推行改革开放政策以来，随着扩大企业自主权和改革经济体制的进程，企业重新点燃了固有的商业本性，但多数企业追求盈利的意愿依然不足。过度强调社会责任，将极大削弱企业竞争和生存能力，甚至危及到整个国家经济发展。我们认为，鼓励社会公众投资，逐步减少不合理负担，让企业回归到利润最大化目标，应当成为我国现代法治追求的目标。只有这样，才能根本扭转我国社会投资短缺局面，解决下岗职工安置问题，扩大税源并促进生产力水平发展。商业组织承担过重的社会责任，才是制约我国经济发展的重要因素。

民事诚信具有很强的道德属性，商业诚信则趋向于经济属性。当利益最大化观念被推到极致时，反映着一般伦理的法律规则就构成对商业组织的制度约束，难免出现某些人为谋取最大化利益而铤而走险。在社会整体运行秩序稳定时，偶然出现损人利己的个案尚不足

① 〔美〕罗伯特·考特、托马斯·尤伦著：《法和经济学》，上海人民出版社 1994 年版，第 22 页。

②刘俊海著：《公司的社会责任》，法律出版社 1999 年版，第 2 页。

③施米托夫著：《国际贸易法文选》，赵秀文译，中国大百科全书出版社 1993 年版，第 89—90 页。

以影响整个社会、经济、法律、信用及社会信仰。但损人利己事件频繁发生，并动摇着社会公众信心、制约社会经济发展时，国家就必须借助恰当手段善加约束，诚信建设才能显现出其特有的时代针对性。

1.3 诚信与证券市场

如果说民事诚信具有丰富的社会伦理内涵，商业社会诚信包含着较多的商业伦理，证券市场诚信则凸现出更加突出的特质。一般民事及商业活动大多采取“一对一、面对面”的交往方式，信任以及成己、成人和成物的观念表现得直接、具体、明确，行为人总能感受到来自对方的赞赏和谢意，这种反射利益使我们更加珍惜诚信的价值，使我们内心里更愿意接受诚信的自我约束。

证券市场局部和部分地修正着我们长期习惯的诚信法则和价值观念。无论我们如何善意或者发自内心地成全别人，却难以感受到任何来自对方的谢意和尊敬。在证券市场中，公司制组织成为投融资主体，中介服务亦借助公司组织完成，出现了证券市场主体拟制化倾向，难以简单地适用以自然人信用为基础的诚信法则。证券交易主要采取了“多对多、背靠背”的交易模式，卖出同种股票的人数众多，能否卖出手中股票并非取决于卖方的诚意，而取决于卖方报盘的价格和时间；同样，买进股票的人数同样多得难以胜数，能否买进股票也取决于报出的价格和时间，买卖双方都无法选择具体的对方当事人。如果说买卖双方存在着交易对手的话，证券市场本身似乎反倒成了交易对手。类似情况同样存在于证券发行市场，除了战略投资者、现有股东及包销商等投资者偶然地获得协议成交机会外，其他投资者能否成功认购新股，更多地与出价高低和中签机会有关，与发行人和认购者是否诚信没有直接牵连。

相比较于传统的诚信法则，证券市场诚信有着不同的内涵及表现形式。一方面，证券市场已经逐渐摆脱了个体成员相互之间给予的、以情感和社会道德为基础的诚信法则，失去了自然人所独具的诚信观念，转而寻求各类市场主体之间的利益均衡以及和睦相处，个体诚信逐渐发展成为更广泛的社会诚信或者整体诚信。诚信法则要帮助投资者建立起对上市公司、证券公司、中介机构、政府的依赖和信心。但上市公司和证券公司并不会因为某个投资者或者客户的加入而心存感激，政府和市场规则也不会因为投资者的遵纪守法而给予特别优惠。在上市公司、证券公司、政府及市场规则看来，投资者只是个博取投资收益的群体，只是以证券账户名义存在的虚构主体，它们要自行承担投资风险，只要不有意伤害到投资者利益，就是对投资者利益的最好维护。这一特征也使得投资者利益的群体保护成为必要。

另一方面，证券市场开始以标准化和定型化形式展现诚信法则的抽象内涵，从而有别于以宗教、情感等方式约束的个别化诚信法则。从各国法律规范演变历史来看，法律规范呈现出向技术化、复杂化、精细化的发展趋势，而不是原则化和简约化。在现代商业关系及利益关系异常复杂的环境下，商人试图用尽所有的法律手段来谋取利益最大化，立法者再无法继续使用原则性或者抽象程度高的法律规则界定各方当事人利益关系，证券商品和交易规则的复杂性同样决定了法律规范必然走向精细化。法律的原则和简约固然有助于百姓知晓立法者的用意，但却无法满足商业发展需求；借助裁决者自由裁量权满足社会生活需求，同样面临着巨大的风险。内涵丰富、极富弹性的诚信法则，在顺应商业、社会和裁决需求过程中，逐渐转化为外在的法律规则。

证券市场是没有五官百骸的虚拟实体物，市场供求关系及其变动决定了证券市场本身的不稳定性，交易参加者根本无法感受到自己诚信对证券市场的感染，也无法感受到来自证券市场的体贴。相反，我们身边总是围绕着投资获利者和失利者，我们被笼罩在获利的喜悦和失利的悔恨的氛围中，我们失去了获得他人感谢的机会。尤其是电子化交易模式下，我们甚至可以离群索居般地生活、投资、亏损、赚钱。证券市场有规则而无情感，有存在而无实

体，既无法感受来自他人的诚意，也难以对外表达谢意。投资者所面对的，仅仅是证券交易市场和交易规则，人类固有的诚信观念被更多地限制于对自身行为的约束，而不包括对他人的约束，传统的道德约束几乎失去了固有价值。

就此而言，法律及交易规则成为我们继续投资的信心保证，提高投资者对市场效率与公平的信心，建立健康、有序和透明的市场体制，就成为衡量证券市场诚信的基本目标。

1.4 诚信法则的制度价值

在本质上，诚信是一种稳定的产权、经济和社会秩序。如果社会成员普遍地遵从诚实守信原则，交易当事人对其可控制的资源就有了可靠、明晰的权利边界，交易当事人也能事先确知其付出所能够获得的合理回报。只要交易基于当事人自愿达成，社会也乐得其成而不加干预。诚信机制是以交易主体之诚信为核心，通过惩戒及鼓励等手段，推动市场交易主体按照“为人诚实，不损害别人，给予每个人他应得的部分”的法律原则①从事各项交易。相反，如果交易当事人失去诚信，无论行为人是有预谋的欺诈还是随机性的见利忘义，都将破坏对方当事人的正常期待。在全社会普遍奉行诚实守信的环境下，即使偶然出现背信弃义者，也不至于酿成人人自危、人人防范的社会现象。但当失信成为普遍性的社会现象时，当事人为了完成交易，就不得不采取各种措施加强自身利益保护，寻求各种保证和保险，弃远期交易而采现货交易，交易成本随即提高，避险工具失灵，交易效率随之放缓，风险日益放大。可见，如果社会缺乏诚信，就将难以维持正常的交易秩序，在失信成为社会常态时，曾经的守信者会难以自持、跟风投机，失信者则会借环境险恶来推脱责任，社会秩序就将进入恶性循环。为了挽救交易秩序，国家不得不付出惨重代价，各方参与者也将失去交易安全与效率。

1.4.1 诚实守信是国家财富

证券市场最初是各类组织进行直接融资的资本市场。企业通过发行证券，获得了生产急需的长期投资，直接满足了企业发展的资金需求；国家通过发行国债，获得了各种基础建设资金，奠定了国民经济长期健康发展的坚实物质基础。投资者在为国民经济发展作出贡献的同时，也分享着企业和国民经济发展带来的巨大利益。同时，各种新兴产业和企业不断涌现，社会就业机会增加，人民更加富足，社会更加安定、祥和、进步。正因如此，美国议会1975年修改1934年《证券交易法》11条时指出，“证券市场是应当被保持和加强的重要国家财产(The Securities Markets are an important nation asset which must be preserved and strengthened)”。

健康有序的证券市场才是有价值的证券市场，建立和维持投资者对证券市场的信心，是证券市场法治建设的最重要环节。惟有投资者对证券市场长期发展充满信心，才能反过来带动证券市场的稳定发展，才能对国民经济的健康发展作出更大贡献。如果证券市场没有达到足够的诚信程度，证券市场不会给投资者带来多大的经济利益，投资者的参与就将十分有限，证券市场行为也不会深入，证券市场也就难以发挥积极作用。如果证券市场运行基础无法让人放心，诚信缺失、欺诈横行、投机色彩浓厚，投资风险必然加大，交易及相关费用必然增加，投资者数量将会逐渐减少，证券市场逐渐萎缩，这对投资者和证券发行人利益都将构成致命威胁。可以说，证券市场与诚信法治一并成为国家宝贵的财富，或者说诚信法治本身就是健康有序的证券市场之应有特征，健康有序的证券市场本身就是讲求诚实守信的证券市场，加强证券市场诚信法治是加强国家财产效能的手段，也是我国证券市场健康、长久发展的基本保障。

①查士丁尼著：《法学总论·法学阶梯》，第1卷，第1篇，第2项。

1.4.2 诚实守信是企业财富

诚实守信同样是企业的最大财富①。纵观历史，真正意义的大商家始终强调以诚为本，以合乎伦理道德为本运作企业。加拿大罗里尔大学和《民族邮报》曾经联合进行过一次CEO调查，受访CEO有361位。根据调查统计结果，加拿大企业家普遍认为道德代表着一种公平标准，而不仅仅是避免公关危机的约束。认为道德意味着公正、公平、守法的观点占绝大多数,其中,小公司CEO强调遵守法律，而大公司CEO强调公平行事。调查还显示，CEO们相信，恪守道德能使企业获得更好的收益。在总得分为7分的调查中,84%的CEO给此项的打分超过5分,全部受访者中的44%给此项问题打了满分②。

我们认为，企业诚信是一种长期的利益回报机制。在证券市场中，各种欺诈往往伴随着行为人对短期利益的考量。或许是长期利益太过渺茫，部分市场参与者不惜牺牲长期利益而追求短期利益，而对短期利益的过度追求最终将导致企业失去生命力。企业若欲实现长期利益，通常都要适当约束对短期利益的无度追求。因此，鼓励企业追求长期利益，合理约束短期利益，让企业今天付出的诚信能够换取明天的利益，这是我国建设证券市场时必须慎重考虑的问题。如果付出诚信只换回施信者的心理慰藉，就很难指望人们能够长期保持诚信；如果背信者背信却未受到惩罚，也就很难指望他能够在明天洗心革面、重拾诚信。在好的制度下，没有良好道德品行的人也会迫于制度压力而守信；在坏的制度下，即使曾经拥有极好品行的人，也会因为贪图利益而沦为背信者。将今天的诚信转换成明天的财富，对今天的背信施加惩罚，都需要在法治框架下实现。

诚信是证券市场的基石，建设诚信机制是个庞大的社会系统工程。确保诚信法则发挥作用，首先取决于立法者能否将抽象的诚信法则变成为更具体的制度规范，使得法律法规含义明确、内容确定；其次，国家应当有意识地培育自律监管机制，鼓励自律组织发挥柔性的监管功能，使道德色彩浓厚的自律规范变成有事实约束力的行为规范，弥补法律法规刚性约束无法触及的领域，提高证券市场监管的深度和广度，使市场参与者切实感受到遵守市场规则、接受自律监管而带来的好处。

2 证券市场诚信危机的制度诱因

如果将“背弃诺言”当作认定诚信缺失的最简单标准，我们会发现证券市场参与者都存在着失信可能，惟其诚信缺失的表现方式和程度有所不同罢了。上市公司、证券公司和中介机构是众多学者最为关注的失信者，事实上，政府和投资者同样存在着诚信缺失问题。

人类行为必有动因，证券市场参与者失信意欲何为？证券市场失信现象严重的原因何在？究竟是市场参与者觉悟不高所生，还是市场规则缺位或曰制度安排不当所致？我们认为，在各国经济转型时期，都曾出现比较普遍的道德缺失现象。经济转型不仅意味着经济结构的重大变化，同时还意味着顺应经济结构变动出现的价值观念变化，此时，价值观念错位在所难免。我国证券市场初步建立时，市场参与者尚未形成适应新兴市场的整体价值观念，多种价值观念并存且相互冲突的情况难以避免。为减少多种价值观念的相互冲突，必须探索新兴证券市场的发展规律，推行适合经济转型需求的法律秩序和制度。缺少适合转型经济特点的证券法律制度，是诱发证券市场失信的最主要原因。

如果说诚实守信能够形成公平和可预期的交易秩序，失信败德就会造成不公平交易秩序，失信者得以借助不公平秩序而谋取好处，这是市场参与者失信的主要动因。证券市场参

①叶林：《诚实守信是最大财富》,载《上海证券报》,2004年8月21日。

②参阅樊峰宇著：《公司政治》，中国纺织出版社2004年版,257—263页。

与者在利益最大化的内因推动下，有时会有意无意地测试证券市场规则的完备性，不择手段地利用制度缺位带来的各种机会。在此环境下，制度缺陷就很容易成为市场参与者失信的“正当借口”。

2.1 诚信缺失的认定标准缺位

诚信缺失作为一种既定现象，究竟是所指何物？人们有时是在纯粹道德层面诠释诚信缺失的含义，有时是在自律规则层面解释它，有时则将各种违法甚至犯罪纳入到诚信缺失范畴。违反道德以及自律规范或者违法犯罪，固然都可归入诚信缺失范畴，但从技术层面讲，道德、自律规范和法律法规的性质差别巨大，失信后果迥然不同。如果对各种失信不加区分，就极容易导致“诚信”和“失信”概念的空洞化，在客观上加大建设证券市场诚信机制的难度。

诚信包含着遵守法律、自律规范和道德规范等多重含义。相应地，诚信缺失包括法律性诚信缺失和道德性诚信缺失。综观历史，道德、自律和法律是社会约束机制的主要构成部分或者元素，共同发挥着约束、规范证券市场行为的作用。然而，任何约束元素都有其适用的局限性，单纯依赖道德、自律或者法律，都不能满足规范证券市场制度的需求。如果说道德、自律和法律成为三位一体的诚信建设目标，我国证券市场现实状况就存在着很多尚待完善的工作。道德层面的教化、自律规则的加强以及法律制度的完善，都存在种种问题，这使得我国证券市场诚信建设面临着前所未有的困难。在商业利益驱使下，立法漏洞很容易就转变成为失信牟利的机会。刚性的国家制定法若不辅之以柔性的自律监管，同样难以遏制证券市场失信。我国多数自律组织过度依附于行政监管机构，证券自律组织很难有效地发挥出监管功能。国内有学者主张证券交易所和证券业协会应当拥有足够的自律监管职权，有些人则忽视了自律规范和自律监管，实际上，这两种观点都存在不足和偏颇。自律组织只能拥有与民事监管相关的职权，它无法与行政监管简单并列，更无法与行政监管职权重叠。即使存在着某些重叠，自律组织与行政监管机构实施的处罚也是相互独立的，自律组织只能采用民事处罚手段，而行政监管机构则须采取行政处罚。

国内学者普遍支持“刑乱国、用重典”的中国古典法观念，即通过颁布相关法律法规来严格管束失信者，甚至施行严刑峻法。主张加强法制来推进证券市场诚信建设的观点无疑是正确的，证券市场若无诚信秩序，就难免转变成赌场，证券市场所有预定功能都将发生根本错位。但惟有严刑峻法才能管束失信的意见，实质是将各种失信归结为违法或者背离国家制定法，这种观点或多或少地忽视了违反自律规范同样具有悖法性的本质，忽视了对失信的多元化判断。

如果将诚信缺失分为“法律性诚信缺失”和“道德性诚信缺失”，就能更清晰地显现严刑峻法观点的片面性。首先，严刑峻法通常适用于法律性诚信缺失，但却无法用于判断道德性诚信缺失。国家制定法标准是证券市场行为的最低标准，违反自律规范同样有碍于证券市场秩序。若对道德性诚信缺失不予管束，道德性诚信缺失可能酿出严重的违法犯罪行为，必然相应地提高社会纠错成本。其次，法律性诚信缺失同样有多种类型，且失信程度轻重有别，必须借助多重标准加以评判。刑法能够制裁具有社会危害性的犯罪行为，但却无法约束相对轻微的违法及失信行为，更无法约束违背公序良俗的道德性诚信缺失行为。对轻微违法施加重罚，无异于同等地对待重大与轻微失信，甚至会出现促成重大失信的负面效应。片面强调严刑峻法或者随意提高失信成本，或许会背离普遍的公平观念。我们更愿意将严酷的法律制裁当作悬于头上的“达摩克利斯之剑”。

2.2 信息披露制度适用的局限性

理论界常常这样来论证信息披露制度的功效，即阳光是最好的防腐剂，只有尽力将各种失信置于阳光下，才能有效地阻止市场参与者的背信弃义。如同人们在公开场合下会关注

需要全本请访问 www.ertongbook.com

着装和言谈举止一样，强制信息披露制度也能发挥对失信的约束功能。但强制信息披露制度有着自身局限性，不能将强制信息披露制度的功效随意扩大化。

首先，强制信息披露制度要求义务人全面履行信息披露义务，但制定法上始终无法清晰、准确和无遗漏地界定强制信息披露的适用范围。证券信息具有多样化特征，现行法律法规无法将各种应披露信息全面列示清楚。按照现行法规定，信息披露文件不能存在虚假陈述、重大遗漏和误导性陈述。在解释上，虚假陈述、重大遗漏和误导性陈述都以相关信息的“重大性”作为认定前提。然而，无论是理论或者实务上，“重大性”始终存在着解释差异。“香港领汇基金案”集中反映出强制信息披露制度所称重大性认识上的差异。就我国信息披露制度来说，重大关联交易属于强制性披露的信息，但何种关联交易属于重大关联交易，实质上至今依然存在疑问。学术界就曾有观点提出，重大关联交易应限于上市公司与控制股东之间的关联交易，而不应包括上市公司与子公司尤其是全资附属子公司之间的关联交易。后者情形下，子公司或者全资附属子公司财务报表数据被并入上市公司报表，从而将此类关联交易视为应披露的信息是没有实质意义上。但就监管部门通常掌握的标准来看，类似信息依然属于法定披露信息。“重大性”是个经验主义概念，在许多情况下，企业信息是否构成重大信息往往要取决于个案认定，取决于中介机构及监管机构的经验主义判断。

其次，强制信息披露制度建立之初，上市公司就始终对强制信息披露制度有所保留，始终不愿意主动披露与证券价格相关的公司信息，这使得投资者处于相对劣势地位。在企业所有与企业经营相分离的体制下，公司管理层掌管着公司事务，股东很少甚至依法不能直接参与公司管理，公司管理层成为相对独立于股东或者公司利益的群体。为了稳定其管理地位，管理层具有背离全面信息披露义务的动机；尤其是在股价与管理职务存在密切关联度时，管理层维持股价的冲动更为明显。无论是管理层收购或者公司期权方案都在强化着管理层利益与股价波动之间的关系，管理层利用股价波动买卖股票成为诸多金融欺诈案的共同特性。当然，管理层对抗强制性信息披露的理由是冠冕堂皇的，即降低公司成本和保守公司商业秘密。信息披露必然伴之以成本，企业信息披露程度越高，企业披露的成本也就越高。但为了提高证券市场透明度，维持投资者信心并保持证券市场长期稳定的发展，强制信息披露是证券立法的必然选择。然而，强制披露证券信息与企业保守商业秘密之间客观地存在着某种联系，立法者、投资者和企业不得不在商业秘密与信息披露之间求得某种平衡，这使得强制信息披露制度从来就无法全面覆盖证券市场的各个角落。

另外，强制信息披露制度主要适用于上市公司，其约束功能更多地体现为平衡上市公司与社会公众投资者之间的关系方面，但却无法直接适用于对非上市公司的约束。虽然证券监管部门已查处了多起上市公司的虚假陈述案件，但这未必说明上市公司诚信缺失最为严重。如果严格执行强制信息披露制度，总能及早发现并解决上市公司存在的问题。最值得担心的，反倒是那些不容易发现问题的领域。我们注意到，无论是各种证券发行或者持续信息披露虚假陈述案件，背后都隐藏着上市公司与证券公司等中介机构联手做假的情况。安然公司事件就集中反映出证券市场存在的透明度问题。现在还讨论安然事件，似乎显得不那么时尚。但若要追问谁是安然事件的罪魁祸首时，答案似乎并不总是那么清晰。安然公司进入破产程序，安然公司 CEO 受到刑事指控，这似乎显示着安然公司是美国第一破产案的始作俑者。然而，仔细观察安然破产案件背景，会发现安达信在推动安然公司走向深渊时，发挥着别人无法替代的作用；如果再看看美国议会随后通过的 SOX 法案，注意到 SOX 法案是将 CEO 制度改革与财务审计并列作为法案的主要内容，就不能忽视各类中介机构在证券市场欺诈案件中发挥的突出地位。

站在人数众多但却最为脆弱的投资者角度看，证券市场透明度是投资者最为依赖的，只有存在市场透明度，投资者才愿意投资证券，才存在“投资者自己承担投资风险”的充分依

据。证券市场欺诈案件都或多或少地与信息透明度直接相关。立法者和监管者虽然不能保证投资者从证券市场中赚钱，但却有义务尽力提高证券市场的信息透明度，借以推动证券市场的健康发展。然而，我们会发现实现证券市场透明度是个漫长的过程，信息披露制度具有的自身局限性，这使得强制信息披露制度无法全面展现其理论功能，隐藏在阴影中的失信难以铲除。

2.3 公司治理机制的制度缺陷

就法律领域来说，公司治理主要解决企业所有和企业经营相分离前提下，如何约束公司管理层、公司股东与公司之间的相互关系①。我国公司法理论论及公司治理时，多数学者倾向于借鉴英美公司法理论和实践，建议将这些国外行之有效的做法和经验移植到国内公司及证券市场实践中。但实践表明，这种试验并未完全成功。相反，我国公司治理机制方面的缺陷不断地被各种背信弃义者所利用，出现了诸多损害投资者利益的情形，控制股东屡屡占用上市公司资金、虚假信息披露案件不断、各种关联交易层出不穷。当我们分析和思考这些情况出现的原因时，不能不注意到我国特殊的经济结构对公司治理机制产生的影响，不得发出‘南橘北枳’的感慨。

在我国现有的经济结构中，控制股东占据着极端优越的地位。这种优越地位最初是以控股地位体现出来的，控股比例本身就宣示着控股股东在公司事务中更多的参与权和表决权。按照多数决原则，这种情况无可指责，而且似乎每个国家都是以控股股东来最终决定公司事务。然而，我国公司制度存在着的其他问题，又强化着控股股东的现实地位②，一方面，公司法采取着股东会中心主义的观念，赋予股东会以巨大权力，股东会职权范围之宽远远超过外国公司法的通常认可程度。一旦将过大职权交给控制股东支配的股东会时，股东会中心主义随即就演绎成为控股股东中心主义。另一方面，或许是传统体制带来的效应，或许是文化问题，也或许是利益最大化的驱使，控股股东似乎从来不满足于自己的控股地位，似乎从不满足于向公司收取股息和红利，它们似乎始终抱有积极参与公司事务的愿望，更愿意借助各种方法最大限度地扩展自己的领地，并将这种控股地位转变为控制地位。控股股东的事实控制地位又被诸多其他因素所强化。我国上市公司采取了股权分置模式，控股股东即使希望将所持股份转让出去，也会遇到诸多实际障碍；在转让不成的情况下，控股股东只能强化自己在公司中的控制地位；我国上市公司董事会成员安排上，习惯地按照控股比例分配董事会成员数额，尤其是在没有累计表决权制度制约的前提下，公众投资者心目中的董事很难进入董事会。鉴于社会公众股股东极少参与公司股东会的事实，在流通股占 25％的上市公司中，控股股东只要能够持有剩余 75％股份的半数，就足以控制整个公司。当控制股东可以一手遮天、无所控制和制约时，它们就完全可能为追求最佳利益而牺牲公众股东利益。

在现有经济结构下，公司董事会制度事实上成为控制股东滥用职权的手段。在控制股东占用公司资金、“强迫”上市公司担保等诸多案件中，我们总能发现董事会成员对控制股东言听计从的情况。控制股东没有采取公然手段抢夺上市公司财富，占有公司财富的最简单方法就是指挥公司董事会，将公司资源转为控制股东所用③。在许多情况下，上市公司董事并不完全是上市公司本身的董事，而是控制股东的代理人，公司董事已经在相当程度上同时成为控制股东的代理人。上市公司董事对控制股东的依赖不仅仅是个事实问题，更是个法

①从宏观角度来说，公司治理还涉及到如何处理公司与政府机关、社区、供应商、银行、客户等方面的关系。

②叶林：《公司治理机制的本土化——从企业所有与企业经营相分离理念展开的讨论》，载《政法论坛》2003 年第 3 期。

③同上。

律问题。国务院《企业国有资产监督管理条例》第 22条第 2款规定“国有控股的公司、国有参股的公司的股东会、董事会决定公司的分立、合并、破产、解散、增减资本、发行公司债券、任免企业负责人等重大事项时，国有资产监督管理机构派出的股东代表、董事，应当按照国有资产监督管理机构的指示发表意见、行使表决权。”第 3款规定：“国有资产监督管理机构派出的股东代表、董事，应当将其履行职责的有关情况及时向国有资产监督管理机构报告。”这种类似“早请示、晚汇报”式的规定，使得国有控股上市公司的董事会及管理层更像是控股股东的利益代表，而非上市公司的利益代表。

当控制股东和上市公司董事会事实上结为一体的情况下，当控制股东可能借助这种方式从上市公司中获得额外利益时，控制股东追求利益最大化动机就表现得极为张扬。在此意义上，上市公司并不完全是利用经营性资产方式，反倒成为控制股东募集资金的方式。上市公司功能错位是目前最值得担心的问题，在投资者将上市公司定位在发展事业上的时候，控制股东却在利用上市公司筹集资金，甚至是将上市公司当作提款机，这必然导致控制股东与中小股东之间产生矛盾，和谐的公司秩序就容易被打破，失信状况也在所难免。公司管理层也视上市公司为最佳的生财之道，西方经济学曾有观点说，公司管理层向来追求企业规模扩大化，只有在规模不断扩大、股权高度分散的情况下，管理层也就容易实现决定权最大化。就我国情况来说，情况可能更为复杂。公司治理在保留着公司管理层遇到的世界性问题的同时，更与控制股东形成千丝万缕的联系，上市公司经营好坏在很大程度上决定于控制股东的牺牲程度。

2.4 中介机构的安全防护机制失灵

证券是没有物质载体的抽象信息商品，证券的价格和价值取决于发行人经营管理状况、财务状况 、资金与证券供求关系、各种系统和非系统风险等，在相对平稳的证券市场环境下，发行人财务指标和法律问题成为影响证券价格的最直接因素。只有准确把握发行人财务状况及所遇法律问题，才能比较准确地判断证券投资价值。因此，证券交易和投资是技术性很强的专业投资活动。为了提高证券投资的安全性，证券发行与交易必须依赖专业机构提供的各种中介服务，证券中介机构以专家身份为发行人、投资者及相关参与者提供着各类专业服务。随着证券市场的逐渐成熟，证券服务业务分类更趋精细化、专业化和规范化。就目前情况看，证券服务主要分为资产和土地评估服务、财务及审计服务、证券法律服务、证券登记结算服务、证券投资咨询服务、证券经纪服务和投资委托理财服务等。

投资者把握证券价格变动将主要依赖于专业机构提供的专业服务。证券承销商、会计师、律师和资产评估师是最受尊重的从业人员，相关机构则是被公认为最有信用的机构，也是投资者最为倚重的专业机构。“从安达信到毕马威，从普华永道到德勤、安永，五大在 2002年的诚信危机中纷纷落马…… 人们对五大的信任在顷刻间土崩瓦解。”①国际著名的会计师事务所倒台，沉重打击了被奉为最值得信赖的专业机构的公信力，国内公布的数起案件也或多或少地与中介机构的介入与帮助有关。中介机构都是信赖度高的专业机构，甚至是法定程度最高的机构，它们凭借自己的职业和专业博取了投资者信赖，但却介入、参与或者帮助上市公司失信，这显然对投资者更具杀伤力，也是我国证券市场严重失信的重要原因。

我们认为，畸形竞争、责任不明是我国中介机构失信现象普遍的主要原因。

一方面，在放宽或者取消相关中介机构的从业资格限制条件后，中介服务机构的竞争更

①白廷举：《中介组织与我国信用制度建设》，载中国法学会商法学研究会编《中国商法年刊（第二卷）》,吉林大学出版社 2002年版,第 444页。

为激烈。实践中，有些中介机构往往会不择手段地与客户拉关系，甚至借助政府机关或者人员公关，借此获得商业机会。一旦获准提供服务，如何降低成本就成为考虑的问题之一。以助手替代有经验的承办人、降低服务质量、缩短实际工作时间（或曰提高工作效率）等就成了降低成本的最直接手段，服务质量被放在相对次要的地位。在理论上，中介费用包含在证券发行费用中，并由发行人或者全体投资者承担，中介机构本不应该单纯为降低成本而采取类似的节约措施。但在现行证券发行审核制度下，客户获准公开发行股票的可预测程度较低，中介机构几乎无法肯定未来是否能够收到服务费用，工作热情在实际工作中被逐渐磨灭；个别中介机构为了取得费用和积累业绩，帮助发行人包装、造假也在“情理”之中。这里出现了有趣的经济学悖论：理论上，竞争能够创造更好的服务；但实践中，不正当竞争带来了劣质服务。因此，如何消除证券发行的不确定性，是制度构建时需要慎重考虑的问题。

另一方面，公司制组织形式难以适合中介服务业的客观需求。我国证券公司、会计师事务所和资产评估机构大多采取公司制组织形式，惟有律师事务所多数采取合伙制。证券中介服务具有很强的专业性，承办人员的经验、素质、敬业和协调能力实质性地决定着中介机构的服务质量。在合伙制组织形式下，承办人和合伙人要对所提供的服务质量承担最终责任，这种加重责任机制将迫使合伙人及承办人竭尽全力提供优质服务，尽力避免服务中出现差错。但在公司制组织形式下，公司是对外承担责任的最终当事人，投资者无须直面法律责任，管理者亦仅以失职为由而承担管理责任，承办人员履行职务出现的差错、疏忽和失职，在法律上归结于公司承担。即使管理者、承办人员受到处罚，法律责任通常限于行政责任，罚款金额很低。轻微的处罚、广阔的专业人员就业市场，难以对管理者和承办人员构成有效压力，执业处罚难以发挥市场驱逐效力。中介机构采取公司制，事实上使公司成为个人责任的防护墙，这就难免诱发承办人员出现懈怠、失职甚至与违法者的协作。

综上所述，不同的市场参与者的诚信约束机制不同，良好的制度必须充分注意各类市场参与者的属性差异。上市公司失信固然最为严重，但在强制信息披露制度逐渐完善并有力推行的环境下，上市公司反倒未必成为主要问题。暴露出来的问题总可以解决，而未能暴露出来的问题才最可怕。中介机构无须承担强制信息披露义务，内部控制就成为消除风险的最主要手段，这使得中介机构的失信概率更高，隐蔽性更强，后果往往更严重。加强中介机构诚信制度建设，是我国证券市场诚信建设的重要组成部分。证券中介机构具有商业组织的一般属性，但应否附加以某种“公共职能”是值得研究的问题。随着我国证券发行审核市场化趋势的出现，随着保荐人制度的推行，证券公司等中介机构将实际承担着更多的实质监管职能。中介服务既是基于民事合同提供的专业服务，也是基于民事合同产生的特殊监管，对于维护社会公众利益有着重要影响。

3 证券市场秩序的法治化

面对证券市场的诸多失信情形，有学者提出法治化，有学者强调加强自律监管，还有学者提出启迪市场参与者的诚信意识。侧重点不同，但或多或少地都包含着将法治、自律与诚信建设对立起来的潜在意识。香港中文大学教授郎咸平就曾指出：“我不期望上市公司的诚信，我期望正确的监管机制。”①这种观点有相当正确的一面，但也有某种局限性。在国外证券市场，某家公司如果受监管机构（包括证券交易所）谴责，不仅公司股票价格会受到影响，管理层也会承受极大的社会压力，但类似谴责对内地上市公司却很少具有实质影响力。或

①刘柯：《股市诚信成两会关注热点 3·15市场要正本清源》，载《四川金融投资报》2005年3月14日。

许是因为人们都将交易所谴责视为道德谴责，才会忽视交易所谴责的效力。有些公司有时认为公司违规无害甚至有利于股东利益，故而轻描淡写地对待来自交易所的谴责。这种漠视规则而单纯注重结果的价值趋向被演绎下去，就是对所有市场规则的轻视或者蔑视，这种消极态度事实上成为许多上市公司管理文化的组成部分。

3.1 法治与诚信的关系

在现代法学理论中，法治是与人治相对应的概念范畴。按照现代法治思想，人具有两面性 有性善(利他性)一面,同时还具有性恶(利己性)一面 ;人治思想的根源是人本性善,法治思想的根源在于人本性恶。人治与法治的区别在于，前者要求用法来约束统治者的行为，统治者具有不用制约而能自觉管理公共事务的本能。而后者主张一切社会成员的行为均应用法律来约束，特别是掌用公共权力者，更应依法履行职务①。可见，法治的实质是限制管理者主观随意的手段，凡是按照既定的公开规则管理社会事务者，皆属法治范畴。

法治化是以公开规则的存在为前提，但法治化从不排斥道德标准的适用，而是鼓励人们循着更高的道德标准行事。目前，存在着片面强调法律性诚信和道德性诚信的两种情形，前者过度强调立法及执法，过度强调法律惩罚功能，而忽视道德性诚信实则构建和谐社会关系的基础功能；后者过度渲染道德规范的引导功能，甚至出现极端化的情感宣泄。我们认为，道德性诚信和法治化诚信相互对应并相互补充，不能将诚信、法治与道德割裂开来。

3.1.1 法治与诚信具有内在统一性

诚信是证券市场的基石，诚实守信将会极大地降低交易成本，实现证券市场的公平和公正，推进投资者利益的保护，促进社会和市场秩序和谐有序。然而，诚信同时具有抽象性，为发挥其调整社会秩序的功能，应尽力使诚信转化为具体的行为规范。现代文明社会中，法治包裹着诚信的实质内容，法治是诚信的表达方式，两者构成内容与形式的统一。

法治化外延极端宽泛，就表现形式而言，公开规则不仅包括国家制定法，也包括在国家制定法支配下的自律性道德规范（统称自律规范）。由国家制定法和自律规范组成的法治结构，须以极其明确的战略思想加以确立。即制定法和自律规范各自拥有着其他规则无法替代的功效。忽视任何要素的积极功能，都可能导致证券市场的秩序混乱。

在诸多法治要素中，国家制定法有着极端重要的地位。证券市场利己主义是普遍的客观存在。在利益最大化市场机制的推动下，市场参与者的行事准则已经突破了道德规范能够管束的最大边界，借助道德传播来提升市场参与者的道德意识是必要的，但过度倚重提高道德水准来约束市场参与者行为，在很多情形下是失败的。在贪图物质财富的市场经济环境下，市场参与者对物质和金钱的贪欲显然超出内心约束能够控制的范围。如果我们片面强调道德教化、忽视制度建设，必将摧毁初步建立起来的证券市场。鉴于证券市场造假频发,美国国会“匆忙”颁布 SOX 法案，事实验证着这样的基本判断，没有国家制定法，也就难以实现市场诚信。

法治是外部强加给行为人的约束机制，约束力来自于外部世界而非行为人的内心。在法治机制下，即使行为人内心深存抵触，却不敢逾越雷池，这初步满足了对现实关系的约束。法治的约束力最终体现为无论行为人内心是否高尚，无论行为人是否蔑视法治标准的相对低下，任何人都不能违背法治标准。在利益最大化驱使下的现代证券市场关系中，单纯启迪行为人诚实守信显然不足，若欲最大限度地发挥证券市场的积极功能，必须借助法治手段善

①尹淑华：《试论法治优于人治》，载北京市法学会编著《走向法治》2001 年 11 月,第 303—305 页。

加调控。

3.1.2 法治与诚信的相互补充性

在现代法治社会，众多道德规范已被切割入法并成为法律性规则，但依然存在着许多纯粹的道德性规范，道德性诚信即属之。道德性诚信的约束力直接地来自于行为人内心深处，这种内心深处的约束力往往是最根本的，但却是难以琢磨和把握的。即使某种外部压力迫使行为人不得不依法行事，但未必能够真正抵消行为人内心深处的抵触。

在加强证券市场法治化建设过程中，必须充分注意道德规范的积极作用。宗教曾经是社会道德规范的基本表现形式，它甚至曾经是约束民事活动的重要社会机制。如果阅读宗教史，我们会发现凡是历史悠久的宗教，都是鼓励信徒行善事、得善果，而几乎所有邪教都寿命短暂。宗教，这个曾在我国及西方社会发挥着重要作用的社会稳定器，在近现代中国几乎已经失去了现实规范意义。我们也极少看到司法机关按照道德规范或者公序良俗作出的司法裁决，道德规范失去了现实载体，被虚化为更为抽象的弹性规范。

无论国家立法如何完善，自律规则如何具体、明确，都难以将诚信的全部道德含义囊括其中。在构建证券市场秩序过程中，我们需要适应道德性诚信的特点，确立诚信建设的更宽泛含义。道德观念是驱使每个人选择行为方式的内在动因，法律无法约束思想，但任何思想支配下的行为却必须面临社会裁判。宣传、弘扬诚实守信，启迪和唤醒人们诚实守信的内在动力，有助于构建起和谐的证券市场关系。

3.2 证券市场的法治化结构

我们存在着一种模糊认识，即法治与自律规范是相互对应的行为规则体系。按照这种认识，在建设证券市场诚信秩序过程中，既需要通过自律规范引导各方参与者，使其清醒地意识到诚实守信是基本行为准则，还要加强法治，加强对市场参与者行为的外部约束，减少过度追求利己性而对社会秩序的不良影响。然而，法治作为体系化概念，非由国家制定法作为唯一元素，更不局限于政府监管，自律规范同样是法治化要素。实现证券市场法治化目标，必须依赖国家制定法和自律规范等多种手段。

3.2.1 国家制定法与自律规范并重

诚信法则包含着国家制定法和自律规范两种主要的表达形式，只有国家制定法和自律规范都较完备的情况下，证券市场秩序才能趋向完善，诚实守信才能成为社会现实。在现代法治结构下，国家制定法只是组成要素之一，与国家立法精神相一致的自律规范同样构成现代法治的重要组成部分，不能将法治单纯地理解为依照国家制定法行事。

在理论上，国家制定法强调内容明确、具体，但实践中，或者是为适应变化中的社会关系，或者是为平衡各种复杂的利益关系，国家制定法不得不采取某些模糊性表达方式。这时，原本应当具体明确的国家制定法却显现出某些折中主义色彩，这给希冀建立起精确的诚信和失信概念的理想主义者造成很大困难。一方面，证券市场关系具有很强的技术性，有效地调整证券市场关系有赖于技术性很强的法律规范。但在法制初创阶段，调整证券市场的法律法规必然地带有较强的原则性和抽象性，难于精细化地调整证券市场复杂的社会关系。另一方面，证券市场利益关系复杂多样，需要多种约束手段并用才能实现有效调整。法律手段刚性较强，通常只能划定合法行为与非法行为之间的界限，但却难以在正当和失当之间寻求到恰当和明确的平衡点，证券市场许多失信现象无法简单地归入合法与非法。事实上，现实生活中必然存在介于合法与非法之间的灰色地带，无论将正当或者失当行为归入合法或非法，都是不科学的；过度崇拜法律，忽视自律规范的约束，反倒是失去了法治秩序。

自律规范延续着道德规范的某些属性，但“某些从事自由职业的成员，因必须遵循其职

需要全本请访问 www.ertongbook.com