

## 证券法的法理与逻辑\*

肖 钢\*\*

资本市场说到底是一个法治市场,法治强,则市场兴。我们很高兴地看到,全国人大已经把证券法的修改列入了立法规划的第一类项目,也就是条件比较成熟、本届人大需要完成的项目,这是业界翘首以盼的一件大事,对从事证券行业工作的同仁来讲,这是一件鼓舞人心的大事。

事变则法移。情况变了,法律就要相应作出修改。尤其是证券法,在世界各国法律当中变化都是最快的。比如说美国的证券法,从1933年出台到现在,大大小小的修改,包括以一些专门立法进行的制度完善,大概修改了四十多次,平均下来大概每两年就得修改一次。其中关于证券的定义,在八十多年的历史中就修改了三十多次。修改总的趋势是,证券的定义在外延上越来越宽泛,除详细列举具体证券品种外,还以非常弹性的“投资合同”兜底,除明确列举的少数品种被豁免外,都需要适用证券法的规范。总之,证券法的修改是一项经常性的工作,这是由证券市场的特性所决定的。

---

\* 本文系根据肖钢主席在2013年11月28日第四届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

\*\* 中国证监会主席。

进入修法的过程以后,也就是进入了一个各方利益博弈的过程。修法是一件很不简单的事情,各种争论、各种不同意见都会提出来。所以,进一步理清楚证券法的法理和逻辑就显得十分必要。因为这个问题直接关系到证券法的法律品格和法律秉性。不管怎么争论,怎么协调,最后怎么妥协,最终总得有个基本取向和遵循。进一步明确证券法的法理与逻辑,有利于我们在修法过程中更好地协调争议,妥善处理遇到的各种矛盾和问题。所以,可以说,这个问题是我们解决立法争议的基础或者前提。如果离开这个法理和逻辑,就某一个条款争来争去,甚至成为一种部门利益之争,则偏离了立法的正确轨道。

我认为《证券法》修改的法理和逻辑应当主要体现在以下三个方面:

第一个方面,《证券法》应当以公众投资者利益保护作为基本价值取向,或者作为基本价值目标追求。道理其实很简单,因为证券交易不同于普通的商品交易,也不同于银行的存款和贷款、保险与被保险,它是一对多、多对多的关系,买卖双方不知道谁是买方、谁是卖方。正是因为这个特性,必须强调信息披露的充分和有效。以信息披露为中心的原理就在这里。

在公众化交易的条件下,证券市场的交易关系具有不同于一般民商事关系的特殊性,简单依靠一般的民商事法律难以解决证券市场的特殊问题,需要通过证券法的特别规定来调整。比如,证券交易是无纸化的,在证券权益的确认、归属、变动、流转和实现等方面,无法直接适用针对一般动产或者不动产的传统的物权规则;基于证券集中交易的买卖双方无法特定化,通过中央对手方制度实现责任更替和清算交收的合同关系,无法用普通债权债务的概括转移来解释;在高度流动的条件下,传统担保法律制度在担保标的物的范围、担保的设定和行使等方面,也表现出和一般的物权关系不一样的地方。

所以,在公众化交易的条件下,对证券市场的规范和规制,有很特殊的要求。这也是为什么各国的证券监管机构不同于其他行政部门的原因所在。正因为监管公众化交易的特点,证券监管机构不仅不同于银行监管机构,不同于保险监管机构,更不同于一般的行政执法机关。从境外经验看,各国证券监管部门都是集必要的立法、行政和司法职权于一体的法定特设机构。比如熔断机制,当交易出现特别异常情况时,

如2分钟内股票暴涨5%，就要暂停交易10分钟，有些交易需要取消，这在一些境外市场是普遍做法，但目前我国没有明确具体的法律规定。因此，遇到类似情况，证券交易所不能采取熔断或取消交易的措施，否则，投资者跟你打官司、上访，交易所就很难讲得清楚。国外这方面的制度，很多是由证监会制定规则或者经过证监会确认的交易所规则来安排的，这是有法律效力的，得到法律保障的。任何人要挑战这个规则，法院是不支持的。因此，监管机构必须要有必要的立法权。执法不用说了，监管执法与一般的行政执法又有所不同，境外一些国家和地区，证监会可以监听，可以查封账户、冻结资金，甚至可以直接向法院提起诉讼的，这就给予了证监会准司法的权力。总之，证监会是一个特殊的机构，是兼有几种职权的综合体。

由公众交易的特殊性所决定，《证券法》应当把维护公众投资者的权益，作为基本价值追求。我认为，《证券法》本质上就是一部投资者保护法。我希望在这次《证券法》修改当中，在对广大公众投资者的保护上应该要有新的突破，在这里，我提出以下几个方面的建议，供大家讨论研究。

一是研究完善证券侵权民事赔偿制度。最高人民法院高度重视证券市场的投资者保护工作，通过司法解释建立了专门的虚假陈述民事赔偿制度，在实践中发挥了很好的作用。同时积极指导各地法院开展内幕交易、操纵市场民事赔偿案件的审理工作，积累了工作经验。这次证券法修改，能不能系统总结民事赔偿的实践经验，将一些成熟可行的制度规则和认定原则，如适格原告的确认、归责原则的要求、因果关系的认定、证明责任的分配、赔偿损失的计算等，上升为法律的规范。在建立集团诉讼还存在诉讼法障碍的情况下，能不能通过明确代表人诉讼实施制度，建立基于同一侵权行为的裁判结果的普遍适用规则，方便投资者降低诉讼成本，及时获得赔偿。

二是研究建立证券市场的公益诉讼制度。在证券市场，虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法违规行为危害范围广，涉及受害人多，且中小投资者在诉讼能力上处于弱势地位，由专门的组织机构为投资者提起公益诉讼，有利于改变诉讼中双方当事人的不平等地位，帮助投资者获得赔偿，符合公益诉讼制度的价值取向。世界上不少国家和地区都

有证券领域的公益诉讼制度。比如,我国台湾地区2003年就设立了证券投资人及期货交易人保护中心,为投资者提供公益诉讼服务。我国2012年修订的《民事诉讼法》也专门规定了公益诉讼制度,明确对于损害社会公共利益的行为,法律规定的机关和有关组织可以向法院提起诉讼。因此,能不能依据《民事诉讼法》的规定,由《证券法》明确规定可以提起公益诉讼的组织,以方便投资者保护机构通过公益诉讼的方式支持和帮助投资者获得民事赔偿。

三是研究建立和解金赔偿制度。也就是行政和解制度。在中国建立和解制度没有法律障碍,但是确实也没有明确的法律依据。但是法律没有明确禁止,我认为是可以试点的。当然,对实施和解制度也有争议,主要是担心发生道德风险的问题,也就是说“花钱买平安”。因此,要严格和解的范围,制定一系列的有关和解实施的细则来确保公平、公正、公开,防范道德风险。我认为,在中国证券市场探索和解制度,意义重大。

四是研究建立监管机构责令购回制度。对于通过欺诈方式从证券市场获取巨大经济利益的违法主体,在追究其相应的行政或刑事法律责任的同时,借鉴侵权责任中“恢复原状”的基本法理,强制其支付相应经济代价,通过交易安排恢复原有的状态,是对其最直接也是最有效的经济惩罚方法。能不能借鉴香港市场的做法,在《证券法》中明确赋予监管机构必要的职责和权力,对于类似欺诈发行、欺诈销售等违法行为,监管机构经过必要的程序,直接责令违法主体购回所发行或所销售的证券产品,将其所获得的不当利益,“回吐”给投资者,并相应建立司法机关直接强制执行的保障机制。

五是研究建立承诺违约强制履约制度。这是我们实践当中遇到的一个难题,就是上市公司、发行人、证券公司、中介机构是做了承诺的,但是他违约了,最后承诺没有履行,他不履行我们没有很好的办法,强制他履行承诺。如果这次修法能够明确监管机构可以责令其履行承诺,提出明确具体的履约要求,并相应建立司法机关强制执行的保障机制,这将是一个很大的进步。

六是研究建立侵权行为人主动补偿投资者的制度。前段时间大家都知道万福生科案件的处理,平安证券主动补偿投资者,开了个很好的

先例。当然,主动补偿投资者,并不剥夺投资者通过诉讼到法院去申请民事赔偿的权利,投资者完全可以选择。

七是研究建立证券专业调解制度。证券市场中,除了行政执法,民事、刑事诉讼之外,专业调解也是一种有效的纠纷解决机制,具有专业性强、权威度高、便捷高效、成本低廉的特点。不少国家建立了证券专业调解制度,比如德国建立了专门的金融调解员制度,由独立、公正的调解员针对金融机构和投资者之间的小额纠纷进行专业调解,调解结果对金融机构有约束力,但对投资者而言,如果不认可调解结果,仍可以向法院提起诉讼寻求救济。该制度受到广大投资者的欢迎,在德国证券领域得到了广泛运用,有效地保护了中小投资者的合法权益。证券法修改是不是可以考虑借鉴这种做法,建立适应证券市场特点的专业调解制度,为快速、有效地调解纠纷提供制度基础。

第二个方面,《证券法》应当以有效激发市场活力为核心。如果前面第一条能够做到,第二条就好实现了。我们看美国证券市场,总是觉得放得很松。比如,依据美国 JOBS 法案,500 万元美元以下的公开发行,备案注册也不要了;私募对象从 500 个放开到 1000 个。其实很好理解,它对投资者保护的制度和投资者适当性的管理是非常严格的。你一年多少收入,只能买多少钱的股票,都有规定。

可见,宽松的市场管制环境是以一整套投资者保护制度为保障的,后面有保证了,前面也就可以放松了。让资本市场发挥促进经济转型升级,加快科技创新,增加就业和增加国民财富的积极作用,需要放活市场、激发活力。只有这样,资本市场的功能才能有效发挥。但是,投资者保护的制度不落实、不到位,这一点就很难做到,必须这边管住,那边才能放开。

建议《证券法》修改要在培育和强化市场机制上下功夫:

第一,营造机会公平的市场环境,一切符合条件的市场主体要面对同样的市场机会,都有自主参与竞争的可能。

第二,明确公平一致的市场规则,市场主体参与证券市场活动应当符合怎样的规范要求,享有什么样的权利和义务,可能导致什么样的法律责任和后果,都要有清晰的规定。

第三,健全严格的保护和制裁规则。既要有高效便捷的法律渠道,

实现对守法经营主体受害时的权益救济,又要有严密有力的监管措施,实现对违法主体的惩罚和制裁。

所以,以有效激发市场主体活力为核心来修改《证券法》,制度安排应当侧重于更多地提供市场主体的活动规则,而不是监管机构的管制规则。从这个意义上来讲,我认为修改后的《证券法》应该是一部市场运行法,而不是一部市场管制法。

第三个方面,《证券法》应当以行为统一监管为原则。对证券市场进行集中统一监管是现行证券法明文规定的基本原则。但是,在我们的实践中,同属证券性质的产品,同属证券业务的活动,同属证券交易的市场,却存在着产品规则不统一,监管要求不统一,监管主体不统一的现象。债券市场是这样,私募市场是这样,资产管理市场也是这样,都是分别由不同的部门、不同的法规、不同的规则来监管。

造成这样的局面在我们国家有一些原因,一个就是实践发展往往在先,法律规范在后,你还没规范,某一个品种已经开始出现了,所以法律规范总是有滞后的原因。另外,也有基于历史的原因,因为各个部门、各个主体已经形成了,所以我们立法的时候往往迁就和照顾现实状况,在做具体规定的时候,总会留一个“其他部门”、“其他监管机构”的尾巴。这种立法个别情况可以,如果多了,这就成问题了。

我们现在修改《证券法》时就面临这样一个现实,市场分隔的现实,不同政府部门分别监管不同的市场,实质上是相同性质的产品和业务实行了不同的行为规则,不利于统一市场的形成和发展。三中全会提出让市场在资源配置中起决定性作用,很核心的一条,就是建立统一的市场体系。如果没有一个统一的市场体系,市场经济是建立不起来的。规则不统一的最终结果,影响的是一国证券市场的整体竞争力,我国证券市场周期性地出现需要清理整顿的问题,根本原因也在于此。立足于行为统一监管的原则修改《证券法》,应当做到业务规则的统一、监管要求的统一和监管机构的统一。

所以,我觉得对有违市场公平公正的,容易引发监管套利的,不利于防范系统风险的市场制度,都要加以完善,在这次《证券法》修改当中,应当注意解决好这些问题。当然,市场主体的主管部门对参与证券市场活动的相关主体提出特殊管理要求,具有合理性和必要性,但是并

不意味着这些主体可以适用不同的市场规则。不同的主管部门可以基于职能提出特殊的管理要求,但是不等于市场主体参与市场活动可以不遵守市场规则,这个关系一定要处理好。