

证券公司与证券服务机构 法律制度完善研究

华东政法大学课题组*

摘要:证券公司和证券服务机构的创新与发展,需要法律作出回应。在中国资本市场整体制度快速演进的背景下,法律制度既要推进证券机构发展,又要强化对证券机构风险防范,维护经济安全。本报告对现行法律规范中证券公司与证券服务机构的监管措施与监管制度,证券公司基本行为规则,规则体系和设立制度进行了全面梳理,并针对存在的问题提出了可行的解决路径。

关键词:证券公司 监管措施 监管制度 基本行为规则

纵观证券公司在我国二十多年的发展历程,发展与规范并重的理念始终贯穿其中,《证券法》既要促进证券公司各项业务的创新和发展,又要强化对证券公司的监管。

实体经济需要证券公司的创新发展。国家“十二五”规划纲要提出,金融行业应当“服务实体经

* 课题组负责人为华东政法大学吴弘教授,课题组成员包括陈岱松、周珺、何颖、伍坚、张敏、卢国聪、韩香。

济”,要“显著提高直接融资比重”。证券公司是资本市场最重要的参与主体,通过自身的创新发展,可以更好地为企业保荐上市、并购重组、债券发行、财务顾问等提供专业化投融资服务和综合性金融服务,为居民家庭和个人提供多层次、更丰富的投资理财产品和投资顾问服务。金融市场深化竞争也需要证券公司创新发展。就证券行业的内部竞争而言,由于长期处于低水平的同质化竞争当中,降低佣金成为很多证券公司的竞争手段,此种模式在现有的经济条件下已经难以为继。为在行业竞争中取得优势地位,证券公司需要寻找新的盈利模式,这就需要其不断进行新业务的开发,并推出具有市场竞争力的新产品。就证券行业和银行、保险等其他金融行业的外部竞争而言,证券公司明显处于不利地位,若不进行改革和创新,甚至有被边缘化的可能。^[1]

在鼓励创新发展的同时,更应强化对证券公司的监管。证券创新的复杂性增加了风险管理的难度,证券创新的高流动性增加了金融系统的不稳定性。缺乏有效的证券监管,就可能造成灾难性的后果。强化对证券公司的监管,不是为了将证券公司的所有业务和行为置于监管机构的管控之下。《证券法》在构建相关制度时,应借鉴国外先进立法并结合我国证券市场实际,凡是行业自律和市场机制能够较好发挥作用的领域,如经营管理等其他内部事务,法律规则的配置比重可相应降低;相反,对于涉及系统性风险和公共利益而又约束不力的地带,行政监管还要适时到位。我们认为,《证券法》修订时应着力从以下几方面强化对证券公司的监管:一要完善证券公司准入管理,对证券公司的设立条件和审核机制作出规定;二要根据市场发展趋势细致规定证券公司的业务范围,并按审慎监管的原则,完善业务准入和分类监管的模式;三要加强对证券公司董事、监事、高级管理人员的任职资格管理;四要进一步健全证券公司风险控制的指标体系,强化包括防火墙制度在内的证券公司内部控制制度,以防止类似光大证券“8·16”乌龙指事件的重演;五要合理设置证券公司开展各项业务时的规则底线;六要从实体和程序两方面继续完善对证券公司的监管措施;七要对证券公司

[1] 参见首都经济贸易大学课题:《对我国证券创新产品的监管研究》,上证联合研究计划第16期课题报告。

市场退出问题作出妥善设计,包括退出方式、风险处置和责任承担等。

一、《证券法》中证券公司规则体系的优化

(一)《证券法》中证券公司规范的结构调整

《证券法》除了第六章证券公司以外,其他章节中涉及证券公司的规定,归纳起来主要有以下两种情形:

第一,一些规定因属于证券法中原则性、基础性的制度设计,自然要对包括证券公司在内的众多主体作出统一要求。例如,《证券法》第一章“总则”第9条规定:“国家审计机关依法对证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券监督管理机构进行审计监督。”第三章“证券交易”第43条禁止证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员、证券监督管理机构的工作人员以及法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员,在任期或者法定限期内直接或者间接持有、买卖股票。第44条要求证券交易所、证券公司、证券登记结算机构必须依法为客户开立的账户保密。显然,这些法条虽然涵盖了证券公司,却不宜规定在“证券公司”一章。

第二,由于证券公司可以经营证券承销、证券自营、证券经纪等多项证券业务,《证券法》中涉及证券承销、证券交易等方面的规定常常不可避免地要提及证券公司,对这些规定是否应该设置在“证券公司”一章,需要区分情况确定。

1. 关于证券承销的规定。

《证券法》第二章“证券发行”从第28条至第36条一共9个条款,均与证券发行中的承销有密切联系。其中,第28条界定了证券承销的适用情形和代销、包销两种方式;第29条明确发行人有自主选择承销的证券公司的权利;第30条规定承销协议的主要内容;第31条为证券公司对公开募集文件的核查义务;第32条为承销团承销的适用情形;第33条为证券承销的期限以及证券公司不得截留证券的义务;第34条为溢价发行中发行价格的确定方式;第35条为代销中发行失败及发行人返还认股款的规定;第36条为承销期满后发行人的备案义务。在

逻辑上,第32条关于承销团承销的规定在性质上也属于证券承销适用情形的规定,置于第28条之后、第29条之前似乎更为合理。

证券承销既属证券发行的一种方式,也是证券公司的一项业务,就此而言,上述法条若放在“证券公司”一章似乎也有一定道理。唯经思考后可以认为,第28条第1款和第32条系属对证券发行何时应采取承销或者承销团承销的规定,其与证券发行的联系更为紧密;第35条、第36条主要设定了发行人的义务,这些条款更适合在“证券发行”部分。又因第35条发行失败只存在于代销,因此界定代销、包销定义的第28条第2、3款,以及规定代销、包销期限的第33条第1款也不宜放在“证券公司”一章。能够移入“证券公司”一章的,只有第31条和第33条第2款,它们均系对证券公司在承销中的法律义务的规定,完全不涉及证券发行人,若将其移入“证券公司”一章,其余法条在体系上仍然大致完整。而且,“证券公司”一章中对证券公司的自营业务和经纪业务设有多项强制性规定,这两条移入后,则证券公司传统上的三大业务在该章中均有相关禁止性规范,体系上显得更为全面。但从证券承销的角度观察,若将这两条移入“证券公司”一章,有关证券承销的规定将分处两章,可能对系统化理解证券承销的基本操作造成不利影响。综合上述考虑,关于证券承销的相关规定维持现行体例安排更为适宜。

2. 关于证券交易开户的规定。

《证券法》第七章“证券登记结算机构”第166条第1款规定:“投资者委托证券公司进行证券交易,应当申请开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户。”这一规定的问题在于前一句话表述中出现了证券公司,容易使人误认为投资者进行证券交易需要分别在证券公司和证券登记结算机构处开立两个证券账户。

实际上,按照《中国证券登记结算有限公司证券账户管理规则》,证券账户,是指由中国证券登记结算有限公司为申请人开出的记载其证券持有及变更的权利凭证。该公司对证券账户实施统一管理,其上海、深圳分公司及其委托的开户代理机构为投资者开立证券账户,开户代理机构则是指该公司委托代理证券账户开户业务的证券公司、商业

银行及公司境外 B 股结算会员。据此可知,投资者系在证券登记结算机构而非证券公司开设证券账户,证券公司只是证券登记结算机构的开户代理机构,而且并非唯一的代理机构。因此,该条规定不应移入“证券公司”一章,为避免产生错误认识,建议将第 166 条修改为:“投资者进行证券交易,应当申请开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户。”

3. 关于禁止欺诈客户的规定。

《证券法》第三章“证券交易”第 79 条第 1 款规定:“禁止证券公司及其从业人员从事下列损害客户利益的欺诈行为:(一)违背客户的委托为其买卖证券;(二)不在规定时间内向客户提供交易的书面确认文件;(三)挪用客户所委托买卖的证券或者客户账户上的资金;(四)未经客户的委托,擅自为客户买卖证券,或者假借客户的名义买卖证券;(五)为牟取佣金收入,诱使客户进行不必要的证券买卖;(六)利用传播媒介或者通过其他方式提供、传播虚假或者误导投资者的信息;(七)其他违背客户真实意思表示,损害客户利益的行为。”第 2 款规定:“欺诈客户行为给客户造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任。”该条规定所禁止的情形被称为欺诈客户,在证券法理论中,是与内幕交易、操纵市场、虚假陈述并列的四大证券欺诈行为之一。在条文顺序上,该条置于内幕交易和操纵市场之后,也表明立法者是将其作为证券欺诈加以规定的。

但是,内幕交易和操纵市场的主体极为广泛,而欺诈客户的行为主体仅限于证券公司及其工作人员,是该章第四节“禁止的交易行为”中的一个特例。从第 79 条第 1 款列举的具体形式看,很多情形与证券公司的经纪业务相关,而“证券公司”一章中关于经纪业务有多条规范和禁令,因此我们认为,第 79 条第 1 款关于欺诈客户的规定应移至“证券公司”一章中。

此外,第 79 条第 2 款规定了欺诈客户时的民事赔偿责任,而第 210 条也规定“证券公司及其从业人员违背客户的委托买卖证券……给客户造成损失的,依法承担赔偿责任。”这两条规定关于民事赔偿责任的规定显属无意义的重复,需要进行调整。法理上,由于民事赔偿责任属于法律责任的一种类型,第 79 条第 2 款的规定设置在《证券法》第十一

章“法律责任”部分将更为妥当。

(二)《证券法》中证券公司监管措施的体系安排

在《证券法》中,关于证监会监管措施的规定散布在《证券法》第二章到第九章的各个章节,尤其是“证券公司”一章中,从第148~154条,《证券法》用了7个条文的篇幅,相对集中地规定了证监会可以对证券公司采取的行政强制措施和行政处罚措施。同时,《证券法》第十章“证券监督管理机构”中的第180、181条也规定有证监会的监管措施。那么,在章节体系安排方面,关于证券监管措施的此类规定是否可以集中设置在“证券监督管理机构”一章中呢?

我们认为,由于证监会是我国证券期货市场集中统一的监管机构,无论是证券的发行、交易,还是证券公司、证券登记结算机构等市场主体的设立、变更以及重要规则的制定,其中许多事项依据法律规定均须证监会核准或者批准。因此,在现行《证券法》中,关于证监会行政许可措施的规定分布最为广泛,此类规定不可能也没有必要全部集中在一章中。否则,将使《证券法》支离破碎,有损章节体系安排的科学性。

至于“证券公司”一章中的诸多监管措施,我们也认为维持现行的章节体系安排更为合理。《证券法》第180条规定的监管措施,系一体针对证券发行人、上市公司、证券公司、证券投资基金管理公司、证券服务机构、证券交易所、证券登记结算机构以及有关单位和个人进行设置;第181条则是规定检查和调查的实施程序,同样不仅仅以证券公司作为对象。比较而言,第148条到第154条的监管措施仅以证券公司或其从业人员为适用对象,如将这些法条移入“证券监督管理机构”一章,则它们和第180、181条将产生明显的不协调、不一致。同时,在“证券公司”一章对证券公司已有多项规范的情况下,将关于行政强制措施和行政监管措施的规定移出,也会破坏“证券公司”一章体系的完整性。

我国台湾地区“证券法”实质上也是采取这种体系安排。其“证券交易法”专设第三章“证券商”,涉及证券监管措施的条款主要有证券商营业许可、董事监察人或经理人资格之限制与解任、业务人员资格之限制、主管机关之保护措施(即可要求提供资料、实施检查、封存调取有关证件等)、违法之纠正、违法证券商之处分等。而从韩国《资本市

场法》看,其第二编“金融投资业”第31条“健全性经营之基准”规定金融投资业者不符合健全性经营基准时,金融委员会可以要求采取增资、限制利益分配等必要措施,第八编“监督和处分”则详尽规定了金融委员会可以采取的监管措施,包括命令、批准、检查、调查、追罚款等。可见,韩国也未将所有的监管措施单列一编。综上所述,我们认为《证券法》对证券公司监管措施的体系安排没有大的调整的必要。

二、证券公司准入制度的研究

(一) 证券公司准入的体制

关于证券公司的准入,目前世界上主要存在注册制和许可制两种体制。

美国是注册制的代表国家,美国在证券商设立上采取注册制与其证券立法的整体思路是一致的,即注重监管信息披露,保证投资者在选择证券商时获得必要的信息,证券商则通过自由竞争达到市场均衡。除美国以外,英国、加拿大和我国香港地区也对证券商的设立实行许可制。

相比而言,大陆法系国家(地区)则多采许可制。例如,日本证券立法从1968年起,对证券商的设立即实行许可制。在韩国,根据《金融投资暨资本市场法》第12条、第13条规定,金融投资业者应向金融委员会申请认可,金融委员会应当对申请进行审查,并在3个月内决定是否给予认可,这表明韩国采取的也是许可制。我国台湾地区在1988年修订“证券交易法”后,将特许制改为许可制。该法第44条规定,证券商须经主管机关许可及发给营业执照,可得营业,非证券商不得经营证券业务。

我国《证券法》自1998年颁布以来,对证券公司的设立即一直奉行许可制。这一体制在本次立法修订时是否有调整的必要性?我们认为,注册制与许可制孰优孰劣并无绝对,对一国立法者来说,选择注册制还是许可制不能脱离本国证券市场的现实情况。我国证券市场的发展尚不到30年,市场机制尚不成熟,证券法制有待完善,广大投资者在

投资能力、经验和理性方面存在较大缺陷,因此在现阶段采用许可制是比较好的选择。

(二) 证券公司股东的准入

我国《证券法》第124条规定了设立证券公司应当具备的条件。其中第2项规定主要股东应具有持续盈利能力,信誉良好,最近3年无重大违法违规记录,净资产不低于人民币2亿元。其背后的立法理由是,证券公司的股东构成及其资信情况,关系到社会公众对证券公司的信任度。证券公司作为金融企业,与一般企业不同,对其股东构成应有更高的要求。

从目前我国的实践来看,证券公司的主要股东多为商业银行、大型集团公司、国家授权投资的机构和一些上市公司。为了提高证券公司质量,维护投资者的利益,遂对证券公司的主要股东提出了严格的条件。若将视野放宽到其他金融行业,将会发现该项规定在我国立法中并非孤例,2009年修订的《保险法》对保险公司的主要股东也设置了同样的要求。尽管如此,该项规定仍然受到很多质疑。

由于盈利能力是指企业获取利润的能力,该项规定等于直接排除了个人成为证券公司主要股东的可能性。现实中,信用记录良好、具备雄厚资本实力的个人越来越多,由于受到限制,其拥有的大量资金无法直接投入证券公司,资源配置效率低下。另外,《证券法》在“盈利能力”前增加了“持续”二字,由于一般的中小企业、民营企业等很难具备持续盈利能力,这进一步缩小了主要股东的存在范围,即主要是大中型的国有企业和民营企业。正因如此,很多人认为《证券法》第124条的该项规定对解决多年来备受诟病的证券公司股权高度集中、股东性质单一问题实际上起到的是副作用。在《证券法》第124条第2项之下,股东来源多元化和股权结构分散化的理想目标将难以实现。

从境外立法例看,英国、我国香港地区等对证券经营机构的股东并无特别要求,也有一些国家对股东有所要求。例如在德国,证券业务主要由银行经营,凡是符合法定设置标准者,皆可获得执照。韩国《金融投资暨资本市场法》第12条G项的要求是大股东具有充分的出资能力、健全的财务状态以及社会的信用。在借鉴德、韩立法的基础上,《证券法》第124条第2项对主要股东持续盈利能力的要求应当删除,

具有出资能力即可。

此外,《证券法》对“主要股东”没有作出明确界定,给该条规定的理解和适用带来了一定困难。从《证券法》的其他规定和实践中的做法看,持有百分之五以上股权的股东即被视为主要股东受到特别监管。所以,应当将“主要股东”改为“持有百分之五以上股权的股东”,以增强该条规定的明确性和可操作性。

(三) 证券经营业务的准入

关于证券公司业务的审核体制。《证券法》第125条对证券公司业务采取许可制,即只有获得了证监会的审核许可,证券公司方可经营相关的证券业务。与此相配套,证监会于2008年10月30日颁布了《证券公司业务范围审批暂行规定》,对证券公司业务范围审批的有关事项进行了明确规定。

许可制的优点在于便于监管部门对证券公司进行事前监督,有利于防范金融风险,维护市场安全。但这种做法的弊端也是显而易见的,就是效率较低、成本不菲,而且可能滋生腐败。另外,《证券法》第125条将审核权集中于证监会,但问题是证券公司经营的有些业务并非证监会主管,本应由其他机构审核。例如,根据广发证券发布的2012年的年度报告,该公司取得了43项单项业务资格,涉及众多的审核部门(见下表)。

序号	许可证类型	审核部门
1	网上证券委托业务资格	证监会
2	受托投资管理业务资格	证监会
3	开放式证券投资基金代销业务	证监会
4	期货公司提供中间介绍业务资格	证监会
5	融资融券业务资格	证监会
6	QDII资格	证监会
7	直接投资业务试点资格	证监会
8	转融通业务首批试点资格	证监会、中国证券金融股份有限公司
9	RQFII资格	证监会

续表

序号	许可证类型	审核部门
10	向广发期货有限公司提供中间介绍业务资格	广东证监局
11	证券自营参与利率互换投资交易资格	广东证监局
12	另类投资业务	广东证监局
13	向保险机构投资者提供交易单元资格	保监会
14	保险资金投资管理人	中国保险监督管理委员会
15	代办系统主办券商业资格	中国证券业协会
16	从事相关创新活动的试点证券公司	中国证券业协会
17	报价转让业务资格	中国证券业协会
18	中小企业私募债券承销业务试点	中国证券业协会
19	柜台交易业务资格	中国证券业协会
20	权益类收益互换交易业务	中国证券业协会
21	从事企业挂牌相关业务	股权托管交易中心
22	上交所权证业务资格	上交所
23	上交所权证创设资格	上交所
24	上交所一级交易商	上交所
25	上交所 50ETF、180ETF 业务资格	上交所
26	买断式回购业务资格	上交所
27	上证基金通业务资格	上交所
28	上交所固定收益证券综合电子平台一级交易商资格	上交所
29	大宗交易系统合格投资者资格证	上交所
30	约定购回式证券交易权限	上交所
31	债券质押式报价回购交易权限业务资格	上交所
32	上海证券交易所会员	上交所
33	权证买入合格资格结算参与者资格	中登公司
34	中国证券登记结算有限责任公司结算参与者	中登公司
35	中国证券登记结算有限责任公司甲类结算参与者	中登公司
36	全国银行间同业市场准入资格	中国人民银行

续表

序号	许可证类型	审核部门
37	短期融资券承销业务	中国人民银行
38	经营外汇业务许可证	国家外汇管理局
39	非金融企业债务融资工具主承销业务资质	中国银行间市场交易商协会
40	深圳证券交易所会员	深交所
41	约定购回式证券交易权限	深交所
42	全国银行间同业拆借市场交易成员	中国外汇交易中心;同业拆借中心
43	以风险管理服务为主的业务试点	中国期货业协会

因此,我们对《证券法》第125条有两点修改建议:(1)证券公司业务范围极为广泛,倘若不作具体区分,一概实行许可制或备案制均不够周全。我们的基本思路是:证券公司属于金融机构,证券业务属于金融业务,为防范金融风险,维护市场安全,证券公司业务的审核原则上采取许可制;但是,证券公司的有些业务模式简单、易于控制、难以形成大规模风险,若证券公司申请从事经营此类业务完全可以考虑采取备案制。(2)有些业务非证监会主管,证券公司申请经营此类业务应由其他部门进行审核。

关于业务准入与主体准入的关系。主体准入是指证券公司获准设立,业务准入则是指获准经营证券业务,境外通常以牌照指代,一项业务一个牌照,业务准入与主体准入两者有密切联系又有区别。是否要在程序上严格实行两次准入,我们意见是为提高监管效率,应区别主要证券业务(承销、自营、经纪)与证券相关业务、证券专营机构(证券公司)与证券兼营机构(基金公司等金融机构),证券公司等专营机构在许可设立时应一并取得主要证券业务资格,证券公司从事其他相关业务或其他金融机构从事证券业务,需单独逐项获得业务牌照。

三、证券公司业务监管制度研究

(一)证券公司业务范围的拓展

境外证券商业务范围一般都要比我国的宽泛。

在美国,依1934年《证券交易法》第15条的规定,美国对证券商业业务范围之规范,采登录制,即只要合乎一定条件,并向主管机关申报,如主管机关于法定期间内未为拒绝时,该申报自动生效,证券商即可经营该项业务。由于美国证券公司无兼营之限制,故其可从事之业务范围相当广泛。

欧盟在《关于金融工具市场的第2004/39/EC号指令》第4条规定:“……‘投资公司’指以向第三方提供一项或多项投资服务和/或开展一项或多项专业投资活动为日常职业或业务的法人……”指令在附录一“服务、活动与金融工具清单”第A节规定,“投资服务和活动”包括:(1)接受与传送与一种或多种金融工具有关的指令。(2)受客户委托执行指令。(3)自营交易。(4)投资组合管理。(5)投资顾问。(6)以包销方式进行金融工具的承销和/或销售。(7)以包销外的其他方式进行金融工具销售。(8)运营多边交易设施。指令在附录一“服务、活动与金融工具清单”第B节规定,“辅助服务”包括:(1)为客户进行金融工具的保管和行政管理,包括托管和现金/担保品管理等相关服务;(2)投资公司参加交易的,可以向投资者提供授信或贷款,使其能够开展一种或多种金融工具的交易;(3)为企业提供与资本结构、行业战略和相关事项有关的顾问服务以及与企业兼并和收购有关的咨询和服务;(4)与提供投资服务有关的外汇服务;(5)与金融工具交易有关的投资研究和财务分析或其他形式的一般建议;(6)与承销有关的服务;(7)附录一第A节或第B节列出的类型所列的,并与第C节第5项、第6项、第7项和第10项所列的且涉及提供投资或辅助服务的衍生品基础标的的有关各类投资服务、活动及辅助服务。

日本《金融商品交易法》第2条第8款规定:“本法所称金融商品交易业,是指交易中涉及如下行为:(1)有价证券的买卖、衍生品的市场交易或者外国市场衍生品交易;(2)为前项行为提供的居间、经纪、代理服务;(3)为第(1)项行为进行的信托提供的居间、经纪、代理服务;(4)店头衍生性金融商品交易及其居间、经纪、代理;(5)有价证券等清算经纪;(6)有价证券的认购;(7)有价证券的募集、私募;(8)有价证券的出卖;(9)处理有价证券的募集、私募、出卖;(10)有价证券多边化交易业务;(11)顾问;(12)资产运用(基于资产运用委托协议、投资完全委托协

议);(13)代理、媒介投资顾问协议以及投资全权委托协议的缔结;(14)资产运用(投资信托等);(15)资产运用(关于低流通性有价证券或准有价证券);(16)受理金钱、有价证券等的信托;(17)公司债的账簿划拨;(18)行政命令列明的与上述各项类似的行为。”

国内理论与实务界要求进一步放开证券公司业务限制,这主要包括:允许证券公司开展商品、外汇、信用衍生品等业务;放开部分跨境业务范围限制,在境外利用衍生品对冲市场风险;资产证券化业务由审批制改为备案制;尽快推进《证券公司融资业务管理办法》;并购贷款、过桥贷款等业务要求证券公司开展贷款等业务,希望尽快推出相关政策规定。^[2]

有观点认为,由于融资融券业务、证券投资基金代销业务、为期货公司提供中间介绍业务、直接投资业务已经成为证券公司的常规业务,因此建议在《证券法》第125条规定的证券公司的业务范围中增加融资融券业务、证券投资基金代销业务、为期货公司提供中间介绍业务、直接投资业务;此外,建议证券公司在符合相应常规监管标准,对风险达到可测、可控、可承受的前提下,经营部分新业务,可实行备案制。^[3]

我们认为,完全以列举的方式在立法中规定证券公司业务范围的做法,已不适应迅速发展的市场实践,目前实践中证券公司经营的很多业务并未在《证券法》第125条中明确规定。例如,广发证券公司章程记载的证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务、融资融券、代销金融产品等业务在《证券法》第125条中都无明确规定。有鉴于此,我们建议除了在《证券法》第125条中增加新的业务类型外,还需以兜底条款的方式授权证监会等监管机构决定新业务的范围。

(二)客户交易结算资金存管制度的完善

我国客户交易结算资金存管模式的演变大致可分为三个阶段:

(1)证券公司存管模式。2004年以前我国证券公司普遍采用这种模式。证券公司以自身名义在商业银行开设账户,投资者在证券公司开

[2] 参见蔡宗琦:“中信证券董事长王东明:坚持改革导向三层面深化创新”,载《中国证券报》2013年5月8日。

[3] 参见王志:“证券公司经营范围及相关问题探讨”,载《中国证券》2011年第11期。

立资金账户,交易前将资金存入指定银行账户。

(2)独立存管模式。证券公司将客户保证金独立于公司自有资金,存放在具有一定独立性和一定监管职责的存管机构,并通过建立公司内部客户资金安全管理运作机制,加强对客户保证金的管理。

上述两种存管模式的共同特点是证券公司不仅实际控制保证金的银行存管账户,而且还单独掌握客户资产明细。存管银行和监管部门难以掌握客户资产明细,无法对保证金汇总账户和明细账户进行勾稽核对,使证券公司挪用客户保证金现象屡禁不止。

(3)第三方存管模式。存管银行以投资者名义开立单独客户保证金账户,并与投资者指定的同名银行结算账户和客户证券交易资金台账建立一一对应关系。保证金进出只能通过银证转账方式完成,证券公司不再提供客户资金存取服务,取出的交易结算资金只能回到其指定的银行结算账户,实现了客户保证金的封闭运行。同时存管银行为证券公司开立客户保证金汇总账户(证券公司根据业务需要在存管银行支行开立客户保证金汇总分账户),用于集中存管保证金,该账户只得用于投资者取款、证券资金交收和支付佣金手续费等用途。

第三方存管模式下,证券公司只负责客户证券交易、股份管理和清算交收。存管银行负责管理客户保证金明细账户和客户保证金汇总账户,向客户提供保证金存取服务,为证券公司完成与登记结算公司和场外交收主体之间的法人资金交收提供结算支持,遵循“券商管证券,银行管资金”的原则,实现证券公司自有资金和客户保证金隔离的目标。^{〔4〕}

《证券法》第139条规定:“证券公司客户的交易结算资金应当存放在商业银行以每个客户的名义单独立户管理。具体办法由国务院证券监督管理机构规定。”“证券公司不得将客户的交易结算资金和证券归入其自有财产。禁止任何单位或者个人以任何形式挪用客户的交易结算资金和证券。证券公司破产或者清算时,客户的交易结算资金和证券不属于其破产财产或者清算财产。非因客户本身的债务或者法律规定的其他情形,不得查封、冻结、扣划或者强制执行客户的交易结算资金和证券。”

〔4〕 参见侯外林等:“浅议客户保证金第三方存管”,载《深交所》2007年第3期。

《证券法》第139条规定面临着新的问题:

第一,实践中出现了新情况,需要予以规范。一是在与资产管理业务等创新业务的衔接中,证券公司、客户、商业银行三者之间的法律关系不够清晰,并缺少在商业银行出现破产清算时对客户交易结算资金予以保护的规定。二是有些银行出于自身利益考虑,未按要求向主办存管银行提供相关数据,主办存管银行无法对证券公司整体的客户交易结算资金进行完整监督。三是银行资金头寸管理不当和网银系统故障等银行业的内部风险,将会在全国范围内对该银行的第三方存管客户存取资金产生影响,而且还会出现风险跨行业传导情况。

第二,从长远发展角度来看,客户的证券投资资金完全交由商业银行管理的第三方存管模式,打破了银证均衡发展的行业格局,挤压了证券行业的战略发展空间,将会严重影响证券市场运作、发展和创新。在银证合作方面,银行处于强势地位,证券公司基本丧失了行业谈判和博弈的能力。同时,银行通过第三方存管掌握客户的证券资金信息后,开展不正当竞争。

原立法环境和背景已发生了巨大的变化,需要相应调整制度安排。借鉴“中国期货保证金监控系统”的做法,投资者保护基金投产上线的“证券市场交易结算资金监控系统”,将引入登记结算数据和银行数据进行交叉校验和核对,通过技术手段全面监控证券公司客户的交易、资金和账户变化,并将全行业客户资金安全监控周期提升到“T+1”,监控效果可以超越银行第三方存管的监督效果。

为此,我们建议将《证券法》第139条第1款修改为“证券公司客户的交易结算资金应当存放在商业银行或国务院证券监督管理机构认可的其他存管机构”。

我们认为,无论是采取证券公司存管模式,还是商业银行或其他金融机构存管模式,抑或专门机构存管模式,客户的交易结算资金都属于客户所有,证券公司、商业银行、其他专门机构只是这部分资金的保管人或受托人。为此,我们建议《证券法》第139条第2款规定修改为:“证券公司、商业银行或其他机构不得将客户的交易结算资金和证券归入其自有财产。禁止任何单位或者个人以任何形式挪用客户的交易结算资金和证券。证券公司、商业银行或其他机构破产或者清算时,客户的交易

结算资金和证券不属于其破产财产或者清算财产。非因客户本身的债务或者法律规定的其他情形,不得查封、冻结、扣划或者强制执行客户的交易结算资金和证券。”

有观点认为,客户的交易结算资金存放于商业银行,便属于存款,其所有权已经转归银行。对此,我们有不同看法。首先,不能机械地理解“货币的转移占有就意味着货币所有权的转移”,在我们看来,商业银行只是客户交易结算资金的保管人,并非所有权人。其次,从实践中看,证券公司的客户在银行有两个账户,一是证券保证金账户,一是银行储蓄账户,客户在银行储蓄账户中的资金属于银行所有,但客户在证券保证金账户中的资金属于客户所有。最后,客户交易结算资金属于客户而不属于商业银行所有已经得到了有关立法的认可。如《证券公司监督管理条例》第59条规定:“客户的交易结算资金、证券资产管理客户的委托资产属于客户,应当与证券公司、指定商业银行、资产托管机构的自有资产相互独立、分别管理。非因客户本身的债务或者法律规定的其他情形,任何单位或者个人不得对客户的交易结算资金、委托资产申请查封、冻结或者强制执行。”

还有观点认为,客户的交易结算资金在范围上不明确,应当在立法中进行细致规定。我们认为,《证券法》无须对此进行规定,因为从相关立法来看,《证券法》第139条中“客户的交易结算资金”的范围是明确的。此外,证监会2011年发布的《客户交易结算资金管理办(修订草案)》(征求意见稿)第2条也明确规定:“本办法适用于证券公司证券经纪业务人民币客户资金的存管。”

(三) 融资融券业务的让与担保性质探讨

1. 我国融资融券业务规则已较清晰地构造出让与担保模式

根据《融资融券业务管理办法》(以下简称《管理办法》)第48条,融资融券业务是指由证券交易所或者国务院批准的其他证券交易场所进行的证券交易中,证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出,并由客户交存相应担保物的经营活动。根据《管理办法》第10条、第11条之规定,经营融资融券业务的证券公司要以自己的名义在证券登记结算机构和商业银行分别开立客户信用交易担保证券账户和客户信用交易担保资金账户,前者用于记录客户委托证券公司持有、担

保证证券公司因向客户融资融券所生债权的证券,后者用于存放客户交存的、担保证券公司因向客户融资融券所生债权的资金。而根据《管理办法》第24条、第25条、第14条和《管理条例》第52条、第53条的规定,证券公司向客户融资融券应当收取一定比例的保证金,保证金可以用证券充抵,客户交存的保证金以及通过融资融券交易买入的全部证券和卖出证券所得的全部资金,均为对证券公司因融资融券所生的对客户债权的担保物,应当相应存入证券公司开立的上述两个账户,成为信托财产,证券公司不得违背受托义务侵占客户担保账户内的证券或者资金。再结合《管理办法》第31条之规定,证券登记结算机构依据证券公司客户信用交易担保证券账户内的记录,确认证券公司受托持有证券的事实,并以证券公司为名义持有人,登记于证券持有人名册。至此,由证券公司客户信用交易担保证券账户内的证券和客户信用交易担保资金账户内的资金所构成的作为担保物的信托财产,其财产权利明确归属于被担保人——证券公司,这完全符合让与担保之构成。

2. 法律未明确规定让与担保性质产生的问题

目前融资融券担保模式中,客户在证券公司开立的信用证券账户,是证券公司客户信用交易担保证券账户的“看透式”二级账户,仅用于记录客户委托证券公司持有的担保证券的明细数据,未在证券登记结算机构办理出质登记,存在被司法机关查封、冻结、扣划的风险,从而导致证券公司对客户债权不能优先受偿。融资融券法律制度滞后于业务实践发展:一是证券法关于融资融券交易的规定过于笼统简单。二是我国融资融券虽然形成了制度体系,国务院颁布施行了《证券公司监督管理条例》、《证券公司风险处置条例》;中国证监会发布了《证券公司融资融券业务管理办法》、《证券公司融资融券业务内部控制指引》、《证券公司风险控制指标管理办法》;证券交易所、中国登记结算公司也都发布了相应的规定。这些配套制度创造性地设计了“信托让与担保”这一非典型的担保方式,但法律效力等级有限,涉及基本的民事法律制度范畴,其合法性和有效性存疑,实践中难以有效对抗第三人,尤其是司法机关强制执行,不利于保护证券公司作为债权人的合法权益。三是我国《担保法》中规定的担保方式仅为保证、抵押、质押、留置和定金,未规定让与担保。2007年10月1日实施的《物权法》同样也未将让与担保规定为典

型的担保形式。

3. 融资融券实行让与担保制的建议

从法律层面对证券公司因融资融券所生债权给予充分保护,这是融资融券和转融通业务健康发展的基本保障。

一是境外发达市场的经验。在美国、日本、我国台湾和香港地区等国家和地区的法律规定中,均将融资融券业务中的担保界定为让与担保。让与担保是大陆法系国家的学说和判例中发展起来的一种非典型的债的担保方式。相较于传统的抵押、质押等担保方式,让与担保的生命力在于:有利于兼顾效率和安全,平衡担保权人和债务人之间的利益关系;有利于充分发挥担保物的效用,促进资金融通;有利于简便担保手续和操作环节,降低担保成本。具体到融资融券交易,让与担保较之于传统意义上的登记型质押,具有方式灵活、操作简便、成本低、效率高等优势。其中,让与担保的标的物既可以是证券也可以是资金;设立担保比较简便,只要开设专用信用交易账户,将其中的资金和证券之权利通过信托方式,在名义上归于债权人,成为担保物即可;投资者可以按照一定的规则动用信用交易账户内的证券或者资金,不断买卖证券,活跃市场交易。

二是现行法律体系的可行之路。在目前的法律环境下,通过法学理论界、实务界、司法界在《担保法》、《物权法》中增加让与担保的规定存在困难。在修订《证券法》时需在法律层面对融资融券业务中发现的问题予以明确规定,以化解业务风险,确保融资融券和转融通业务平稳发展。

四、证券公司基本行为规则的研究

(一) 防范利益冲突

分业经营背景下综合证券公司存在着利益冲突的潜在可能。承销业务方面,一是与资产管理业务之间产生的潜在利益冲突;二是与经纪业务之间产生的潜在利益冲突;三是与投资咨询业务之间产生的潜在利益冲突。自营业务方面,一是与经纪业务之间产生的潜在利益冲突;二是与企业并购业务之间产生的潜在利益冲突。经纪业务方面也与基金

管理业务之间产生的潜在利益冲突。

交易业务不同角色之间产生的潜在利益冲突:投资银行在证券交易业务中可扮演三种不同角色,三种不同角色的目标是不同的。

境外立法一般在法律中对内部控制(包括信息隔离墙)进行原则性的规定,提出一些最基本的要求,同时授权自律机构就具体的、共性的内容进行规定。比如英国1986年的《金融服务法》对隔离墙制度进行了总导性的规定,同时授权SIB(英国金融服务监管局)制定相关行政规范去构建完善的隔离墙制度。

美国在20世纪60年代末70年代初最早创立了“中国墙”制度以实现信息隔离。信息隔离制度的本旨在于在证券公司内部不同部门之间建立起一道防止信息传播的“墙”。由于信息隔离制度系证券公司自律性而非强制监管,SEC在此基础上补充了两项更为严厉的制度,即“限制清单”和“监视清单”制度。

在我国香港地区,证券商就证监会指示及自身风控管理原则,建立适当防火墙管理措施。如证券商或其业务人员在与客户进行的交易中占有利益,或有某关系导致出现实际或潜在的利益冲突(如为本身账户又或与该业务人员有关或有关连的账户执行交叉盘买卖),应实行一系列法定程序。

综合成熟市场对业务信息隔离的有关规定:隔离机制主要分为防火墙(fire wall)和信息墙(Chinese wall“中国墙”),这两者的内涵、作用各不相同。防火墙以“风险”为规制对象,其主要内容有信息隔离机制、限制清单和监视清单制度、确保分析师独立性、制度的执行和约束等机制。信息墙制度是指综合性金融机构制定的一系列内部制度和规定,其目的是隔离不同部门之间的信息和规范信息的流动,以防止因利益冲突引致的利益输送或内幕交易。

在证券交易市场上证券公司与其客户间以及客户与客户间的利益冲突若不加以有效防范和管理,证券公司便可能因地位滥用或信息优势而获取不正当利益进而影响客户的公平竞争利益。因此保护客户或投资者利益的价值诉求要求对利益冲突的防范和管理作出立法规范。^[5]

[5] 参见简捷:“欧盟证券交易中的利益冲突规范及其启示”,载《德国研究》2013年第1期。

目前,国内观点普遍认为《证券法》第136条需要修改。原因总结如下:一是该规定滞后于实践发展,未能完全涵盖证券公司相互存在利益冲突而需要隔离的各项业务,如直接投资、发布证券研究报告业务(尤其是研究报告和投价报告发布)等内容,也没有特别强调敏感信息在不同业务之间的流转问题。二是立法目的仅提及防范利益冲突,缺失了防范内幕交易的表述。三是没有规定证券公司严格采取有效隔离措施的可以免责或者进行抗辩,权利义务不对等。四是没有规定利益冲突无法避免时的补救措施。五是合规管理已经成为证券公司内部控制的一个重要组成部分,但证券法对合规管理没有规定,法律缺失。六是缺少对下位法的授权式规定。七是虽然国内法律法规对防火墙有所界定,但“防火墙”的概念界定不严格、内涵不清晰。实际操作中没有指引性的意见和标准,证券公司普遍无所适从。八是责任认定和处罚措施力度不够。国内法规、规章仅对证券公司违反信息隔离制度的行为明确了行政责任,但并未明确民事责任。

证券公司利益冲突的规制路径,可以考虑授权部门规章等下位法增设较为全面的、切实有效的利益冲突的防范和管理规定。在利益冲突法律规定较为完善和统一,且投资者确切受惠于此之时,再考虑提升利益冲突法律规范的级别,在上位法《证券法》证券公司部分借鉴境外经验,增设相应的利益冲突防范和管理具体规定。

第一,证券公司应当设立与公司的规模和组织形式、业务性质相匹配的利益冲突防范政策,利益冲突防范政策不仅包括证券公司对潜在利益冲突以及对客户利益有实质损害风险情况的识别,还包括证券公司对管理此类冲突应遵循的程序和制定的措施所作的明确说明。

第二,为识别潜在危害客户利益的利益冲突,证券公司应当考虑证券公司或个人,或者直接间接由于控制关系而和公司有关联的个人,是否处于下列情形:为获得财务收益或避免经济损失而损害客户利益;有偏好其他客户的财物或其他动因;从事与客户同样的业务;从非客户获取回扣。

第三,当证券公司按照上述规定采取管理利益冲突的组织或行政安排不足以确保客户利益不受损害风险时,证券公司应向客户提前披露潜在的利益冲突。

(二) 客户全权委托的开禁

全权委托又称授权委托,是指客户出于投资获利的愿望,在委托证券公司代其买卖股票时,对证券的买进或者卖出,或者买卖证券的种类、数量、价格不加限制,完全由证券公司代为决定。

我国台湾地区历来采禁止模式,立法要求证券经纪商不得接受对价证券代为决定种类、数量、价格或买入卖出之全权委托。美国历来允许全权委托。美国虽不限制证券交易的全权委托,但受到证券管理机构(SEC)全面而严格的管理:a. 限制过度交易(churning)。即经纪商不得利用全权委托帐户做不必要的反复买卖,以赚取佣金。b. 证券交易贯彻价格优先,时间优先,委托优先原则。c. 适当性原则(rule 15b-10-3 suitability rule)。美国证监会规定,经纪商、交易商应先对顾客之投资目标,财务状况与需要进行了解,认为并非不适当时,方可对其作证券买卖提出建议。d. 美国《证券交易法》规定;经纪商、交易商如向客户提供某个股票的报价,必须满足的前提条件是:股票必是已按照《证券交易法》规定公开发行了的股票;经纪商交易商必已从可靠的消息来源掌握了该股票的有关情况,从而足以能作出合理的专业判断。e. 禁止相应买卖(scalping)。f. 规定冷却期间(cooling off)。使顾客在订约后10日内有单方解约权。g. 合理的收取佣金。h. 对卖空的限制。

这些规定对券商在接受全权委托下,对保护投资者的利益和避免券商操纵市场起了很好的防护墙的作用。其他允许开展全权委托业务的国家和地区也都有类似规定,如我国香港地区。日本已改变禁止全权委托的做法,但《金融商品交易法》规定,证券公司经营证券承销、店头证券衍生性商品及全权委托业务等,仍应先经核准。

目前,我国的《证券法》第143条禁止全权委托业务。对此规则有肯定与否定两种明显分歧的观点。

持肯定意见的学者认为:全权委托会给投资者造成很大的风险,给证券市场造成危害。台湾学者廖大颖认为全权委托将导致券商对客户的“损失填补”,从事过度频繁的或大金额的交易等弊端:台湾学者赖源河、廖大颖认为限制全权委托是为了避免证券经纪商之业务于实质上转化为证券投资信托之性质,逾越其法定业务范围,并阻止证券经纪商侵害投资人权益。李东方认为全权委托给券商提供了操纵市场之便。

持否定意见的学者认为,代客操作(全权委托)具有能使券商进行专业投资管理,对客户个别特质及需求提供个性化服务,创造较佳之报酬率等优点。有人还认为证券交易的全权委托属于民事行为,完全禁止全权委托有悖于民商法的意思自治原则。

其实对于全权委托弊端的担心,并不是仅仅全权委托才有的,这些本身是证券经纪业务所固有的缺陷,比如双方代理、操纵市场、利益冲突等。它的弊端只是存在加剧利益冲突和操纵市场的可能因素,不是必然因素。所以,我们要加强对证券市场的监管,而不是一味禁止全权委托。开放全权委托业务有利于扩大证券市场规模,促进金融产品多样。

因此,我们可以通过制度设计,开放并严格规范全权委托业务。首先,加强对券商的组织和管理,我国应对券商的资本、信用及交易公平等情况进行考察,对从事全权委托业务的券商设定准入门槛。其次,强化券商的信托义务,借鉴国外制度,对券商接受全权委托的行为加强规制。

(三) 从业人员买卖股票的逐步放开

目前,我国对于三类人员的持股、炒股行为予以禁止,分别是证券交易所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员,证券监督管理机构的工作人员,法律、行政法规禁止参与股票交易的其他人员。

域外立法例原则上都对从业人员买卖股票采取了放开的态度,并通过内幕交易和利益冲突交易禁止作为放开后的“防火墙”,从而确立了比较完善的规范体系。防范内幕交易和利益冲突交易是规制从业人员买卖股票的初衷。

美国 NASD 规则 3040 规定会员券商所属之从业人员本身欲从事有价证券买卖,应书面提出申请,并由主管核准后方可进行交易。我国香港《证券及期货条例》对于证券从业人员买卖证券没有明文禁止,而是授权给每个从业人员的行业协会或者其公司自行制定有关内部政策。但是,《证券及期货条例》禁止一切内幕交易行为,并规定了严格的法律责任。内幕交易规则在很大程度上构成对从业人员买卖股票的限制和监管基础。

虽然各国规定有所不同,但基金从业人员的股票买卖在英国、德国及日本均受到严格规制却是一个不争的事实,其主要分为两个方面:一

是内幕交易的禁止机制,二是利益冲突交易的限制机制。内幕交易被严格禁止不仅体现在各国的证券法律中,也体现在其相关的刑事法律中,与此相应,内幕交易的监管不仅体现为行业监管,更是以刑事处罚作为后盾。利益冲突交易尽管在具体的规则上有所区别,但是英国和日本对基金从业人员利益冲突交易的规制均采用了受托人义务的方式。

国内支持禁止从业人员买卖股票规定的观点认为,从证券行业的基本原则、证券从业人员的职责义务以及证券从业人员炒股的危害而言,禁止证券从业人员炒股的法律规定完全具有正当性。证券从业人员炒股存在违反“三公”原则,违反忠实义务等诸多弊端。证券从业人员所掌握的信息往往是重大政策信息,如果对他们的行为不加以约束和控制,普通投资者根本不可能有公平的交易机会。从证券从业机构及证券从业人员与投资者的关系的角度来看,证券从业人员在从事证券服务时,应当遵守忠实义务,不得与自己的客户或公司的客户争夺交易机会或者利用职务之便谋取其他个人利益。

国内持否定意见的观点认为,全面禁止证券从业人员买卖股票的规定,在实践中矛盾突出:

一是规则不尽合理,执行难度大。有专家认为“禁止证券从业人员买卖股票”规定在执行中欠缺可操作性。证券从业人员买卖股票是一种普遍现象,已经是中国证券市场上公开的秘密。

二是放开从业人员交易与禁止内幕交易、防范利益冲突并不冲突。一般认为,禁止从业人员买卖股票的首要目的在于防范内幕交易,其逻辑是法律已禁止了特定主体进行交易,那么自然就不会出现这个特定主体利用内幕信息进行内幕交易的问题,也就免除了进一步规制的成本。但是这种立法逻辑在一定程度上是值得商榷的。从业人员买卖股票可能存在两种情形的利益冲突:其一是与所在公司的利益冲突,其二是与投资者的利益冲突。在第二种情形中,从业人员并不对证券市场上每一个投资者都负有忠实义务和谨慎义务。放开交易在很大程度上是对从业人员正常的没有利益冲突交易的放开。此外对于证券公司里并不从事证券自营、资产管理业务的许多普通员工而言,其要从事利益输送行为属于“客观不能”。而对于有可能产生利益冲突、利益输送的人员而言,仅靠《证券法》第43条的禁止性规定,如无其他配套措施,恐难以有

效防止其从事相关行为。

三是诱发了从业人员出现“老鼠仓”等道德风险。导致部分从业人员以他人名义开户、买卖股票,增加了内幕交易调查和认定难度。虽然在理论上,增强监管力度可以促进法律的有效实施,但是针对从业人员买卖股票来讲,其监管成本早已超过了法律约束所产生的效益。

四是不利于证券公司实行股权激励,建立长期有效的激励约束机制。目前很多上市公司都已经在尝试股权激励,而证券公司对此是一片空白。

许多观点建议转变立法思路,实现从身份主义到行为主义的转向,健全证券从业人员买卖股票规制,禁止内幕交易机制,限制利益冲突交易,建立个人交易报告和信息披露制度,完善行政、民事、刑事的多层次责任追究体系,在此前提下,制定《证券业人员从事股票买卖管理办法》,考虑不再完全禁止证券从业人员买卖股票。

过严的金融监管会抑制金融竞争和金融效率。禁止证券公司从业人员持有、买卖股票的规定,增加了监管成本,并不符合金融监管的效率原则和适度原则,事实也证明这种禁止性规定并不能真正实现。

我们认为,可以逐步放开证券业人员股票交易,同时构建相应规制制度;

(1)建立证券从业人员买卖股票申报制度。根据证券监管人员、证券期货从业人员、基金从业人员、证券期货交易所、结算公司等不同类别的证券从业人员的身份、职责、行业等差异性制定相应的买卖股票申报制度,可以有效防范和解决证券从业人员买卖股票可能存在的内幕交易和利益冲突问题,具体由行业自律组织或所在公司规章制度确定。

(2)建立证券从业人员买卖股票强制信息公开制度。对于普通的证券从业人员买卖股票只要按申报制度的规定履行事前申报,而且执行了相关的所在行业、职责、岗位的禁止性规定,其买卖股票的行为应该不受限制。但对于一些担当特殊职位的监管人员,公司、交易所、结算公司、行业协会高级管理层的人员应制定买卖股票信息公开制度。

(3)完善内幕交易和利益冲突禁止规则。为防范证券从业人员买卖股票涉及内幕交易和利益冲突,需要制定相应有效的内幕交易防范规则和利益冲突处理机制和“防火墙”机制。

(4)法律监管与自律监管相结合,增强市场力量对从业人员买卖股票的监督应当成为未来监管的取向。建立多层级的证券业人员违规交易责任体系。放开证券从业人员买卖股票之后,一定要有强大的法律责任追究机制来防范违法违规买卖行为。

五、证券服务机构监管制度的研究

(一)投资咨询机构及证券投资咨询业务管理

证券投资咨询,在西方被称为投资顾问,在证券市场中承担职业指导者的作用。在我国,证券投资咨询机构是指经过有关部门批准成立,从事证券投资咨询业务活动的有限责任公司或者股份有限公司。

证券投资咨询机构在优化社会资源配置、开展市场纠错和保护投资者等方面发挥着重要作用。^[6] 一是优化资源配置功能。引导个人和机构投资者将资金投向业绩优良、具有良好发展潜力和广阔发展空间的行业和公司。二是对证券市场的纠错功能。会同其他中介机构共同向证券市场传递高质量的信息,提高信息的透明度,挖掘出市场价格偏离其内在价值的股票,对股东的投资行为产生主导作用。三是保护投资者功能。通过向投资者提供独立、客观的资讯服务和咨询服务,可以成为值得投资者信赖的参谋和防范风险的第一道防线。

2001年“安然事件”以及2002年“美林事件”引发了社会公众对于投资顾问及其证券分析师独立性和信用问题的质疑与担忧。针对以上问题,美国金融市场监管者决心通过制度规范来根治证券投资咨询行业存在的利益冲突等弊病。2002年7月,美国国会通过了关于会计和公司治理等一系列改革的《萨班斯—奥克斯利法案》。^[7] 2010年7月,美国国会通过了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》,力图设立新的金融市场监管机关,构建预警系统,保护投资者,加强监管

[6] 参见武贵振:“证券投资咨询机构的专家民事责任”,中国政法大学2011年民商法学博士学位论文。

[7] 同上注。

执法。^[8]

大陆法系国家证券市场投资顾问出现的要稍晚一些,并且很多制度和规定都是以美国的相关规定为蓝本建立的。日本于2006年将《证券交易法》更名为《金融商品交易法》,为证券投资者提供了总括、横断性的保护,构筑了结构灵活、公正透明的法制框架,加强了对不公正交易行为的惩罚力度。2007年11月,欧盟历史上一部具有里程碑意义的指令——《金融工具市场指令》生效,试图规范所有从事证券投资的公司的设立条件、业务规则、信息披露要求、市场交易规则以及监管部门职责等内容。^[9]

我国对证券投资咨询业的监管相对来说起步较早,1997年证监会发布了《证券、期货投资咨询管理暂行办法》和《证券、期货投资咨询管理暂行办法实施细则》。2001年10月,发布《关于规范面向公众开展的证券投资咨询业务行为若干问题的通知》。2006年,国务院办公厅下发《国务院办公厅关于严厉打击非法发行股票和非法经营证券业务有关问题的通知》,证监会和国家广播电影电视总局发布了《关于规范证券投资咨询机构和广播电视证券节目的通知》。2010年,中国证监会发布《证券投资顾问业务暂行规定》。2012年,中国证监会发布了《关于加强利用“荐股软件”从事证券投资咨询业务监管的暂行规定》等。这些规章和规范性文件为确保证券投资咨询业的规范发展奠定了坚实的基础。未来相关法制发展要点是:

首先,提升监管质量水平。合理配置监管权限,发挥行业自律的作用。统一监管专业投资咨询机构和兼营咨询业务的证券公司,适用同样的监管标准。充实监管力量、切实履行监管职责。建立合理的举报奖励制度,切实保护投资者利益。

其次,细化违规行为形式。证券投资咨询行为规范拟增加“不得向投资人承诺证券投资收益”、“不得参与向社会公众非法买卖或者代理买卖未上市公司股票等非法证券活动”、“不得传播虚假、不实或者误导

[8] 参见张路:《从金融危机审视华尔街改革与消费者保护法》,法律出版社2011年版,第33页。

[9] 参见中国证券监督管理委员会编译:《欧盟金融工具市场指令》,法律出版社2010年版。

投资者的信息”、“不得从事或者参与内幕交易、操纵证券市场”等。增加取缔非法投资咨询活动的规定,同时明确行政处罚的方式。

再次,加重违规处罚力度。现行违规处罚太轻,导致违规成本过低,不能起到威慑作用。因此建议加大违规处罚的力度,提升处罚上限,增加处罚种类。

(二) 资信评级机构及证券资信评级业务管理

资信评级制度起源于美国。资信评级机构是指依照法律规定经主管机关批准设立的专门从事有价证券评级业务,对证券发行公司的信誉、财务状况、偿债能力、投资人的投资风险等进行测定评级的机构。资信评级根本功能在于揭示交易风险,发挥以下作用:(1)降低投资风险,降低投资者寻求风险信息成本,避免因信息不足而导致损失。(2)降低融资成本,对于被评级对象来说,是实现自身信用价值、管理内部风险的重要途径,且能够提升其自身信用形象,减少融资成本。(3)规范交易和市场管理,提高了证券市场交易的透明度,给管理者提供了审查参照标准。既避免了监管机构自身专业知识的不足,又提高了监管效率。

我国的信用评级监管模式借鉴于美国的全国认定评级组织(NRSRO)制度。1997年人民银行认可第一批指定的评级机构,目前,经中国证监会批准的证券资信评级机构只有6家。^[10]与证券市场发达的国家相比,我国的证券信用评级市场制度不管是在设立审批方面、业务许可方面,抑或对评级结果的认可方面都存在较大差距。

2005年修改的《证券法》对信用评级机构的地位、作用和责任作出了规定。2006年,人民银行颁布了《信用评级管理指导意见》,对在银行间债券市场和信贷市场从事金融产品信用评级、借款企业信用评级、担保机构信用评级业务的评级机构进行管理和指导。2007年中国证监会制定的《证券市场资信评级业务管理暂行办法》对信用评级机构在证券市场从事评级业务进行了初步规范,但是由于其法律层次较低,适用范围有限、执行力不强,难以对信用评级机构形成有效约束。2009年中国

[10] 参见中国证券业协会:“证券评级机构信息公示”,载 <http://cx.sac.net.cn/huiyuan/g/cn/cx/p.jsp>,2013年8月30日访问。

证券业协会制定了《证券资信评级行业自律公约》,要求证券资信评级机构应当遵守国家法律、法规及中国证监会有关规定,自觉接受中国证券业协会的自律管理,守法合规经营。2012年中国证券业协会还发布了《证券资信评级机构执业行为准则》,要求证券评级机构及其评级从业人员应诚信执业,遵守职业道德,公平、诚实地对待受评级机构或受评级证券发行人、投资者及社会公众,防范利益冲突。

进一步完善资信评级监管的思路是:

首先,须完善信用评级监管法律法规。可在《证券法》第八章中,设专条规定评级机构的评级原则、方法、职业道德和业务规则等内容。通过制定部门规章等规范的方式及时制定应急性或试验性的规定,弥补基本法律的不足,在条件具备后,提升其法律位阶层次。

其次,须增强资信评级的独立性。一是机构的独立性,它是保证自身绝对权威公正的前提;二是业务的独立性,它是排除各种干扰和科学评级的前提。

最后,外部约束上须改善监管体制机制。监管趋势要从合规性监管向风险性监管转变,注重评级机构的风险性监管,减少评级业对证券市场风险的累积性风险。监管手段要由严格准入转向持续性监管,重视评级机构日常的运营管理,防止其违规行为。

(三)会计师事务所及证券审计业务管理

审计是会计师事务所最主要的职能。注册会计师的证券业务主要是本着独立审计的要求,对证券发行的年度报表等会计报表发表审计意见,提出书面审计报告。^[11] 根据2012年财政部和证监会联合发布的《关于会计师事务所从事证券期货相关业务有关问题的通知》,会计师事务所从事证券、期货相关业务(以下简称证券业务),应当按照本通知规定取得证券、期货相关业务资格(以下简称证券资格)。而证券审计业务是指证券、期货相关机构的财务报表审计、净资产验证、实收资本(股本)的审验、盈利预测审核、内部控制审计、前次募集资金使用情况专项审核等业务。

会计师事务所审计因其具备的权威性、专业性、公正性、客观性和独

[11] 参见顾肖荣主编:《证券法教程》(第3版),法律出版社2009年版,第241页。

立性,成为鉴别证券市场会计信息真实与否的外部力量。

《公司法》、《证券法》,以及《股票发行和交易管理暂行条例》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》、《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》等,都直接涉及会计师事务所证券审计业务及其责任的法律规范,特别是最高人民法院 2007 年颁布的《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》,对会计师事务所对第三人的民事责任又作了进一步的系统归纳,为我国法院受理、认定会计师事务所从事证券审计对第三人民事赔偿的案件奠定了法律基础。^[12]

在证券会计审计业务管理方面,还有以下内容需要完善:

首先,应努力促成修改《注册会计师法》。国际上关于注册会计师侵权的民事案件越来越复杂,各国政府监管机构和社会公众对注册会计师的法律责任尤其是对第三人民事赔偿责任的承担寄予了更高的期望。2012 年 3 月 31 日,国务院法制办公室发布了《注册会计师法(修正案)(征求意见稿)》。但从发布的情况看,该修正案只是对于会计师事务所应承担的行政责任和刑事责任进行了大参见幅度的修订,有关会计师事务所民事责任部分条款修改还需完善。^[13]

其次,应在《证券法》中明确会计师事务所在证券市场中的作用,突出监管部门加强监管的要求。在注册会计师执业道德规范上加强自律监管,在鉴证业务基本准则、审计准则、审阅准则和会计师事务所质量控制准则上加强职业标准和质量控制。

再次,《证券法》要回应中国与其他国家地区进行会计审计跨境监管合作的现实需求。2013 年 5 月 7 日,中国证监会、财政部与美国公众公司会计监察委员会(PCAOB)签署执法合作备忘录,正式开展中美会计审计跨境执法合作。签署备忘录后,在美注册的会计师事务所若涉及案件需要向中方调取审计底稿,PCAOB 可向证监会及财政部等提出请求,中方在一定范围内,履行相关程序后,可为美方提供相应的审计底

[12] 参见范建、王建文:《证券法》,法律出版社 2010 年版,第 322 页。

[13] 参见国务院法制办公室:“国务院法制办公室关于《中华人民共和国注册会计师法(修正案)(征求意见稿)》公开征求意见的通知”,载 <http://www.chinalaw.gov.cn/article/cazjgg/201203/20120300362914.shtml>,2013 年 8 月 30 日访问。

稿。中方根据中国法律法规对外提供审计底稿,将有效解决中美跨境审计监管的有关纠纷。在条件成熟时,我国也可在证券市场设立“上市公司会计监管委员会”,将来与财政部携手制定适用于证券市场的《审计准则》。^[14]

最后,《证券法》中明确会计师事务所跨境业务的监管制度。在实践中,境内公司海外上市过程中,需要我国会计师事务所到境外执行证券业务;如推出“国际板”,也将推动境外会计师事务所在境内开展证券服务业务。证券法对国际审计监管合作的主体、原则、合作形式、会计师事务所跨境业务监管等缺乏规范。为了适应这种变化,加强对会计师事务所跨境提供证券服务业务的监管,中国证券监督管理机构与其他国家或地区的证券监督管理机构可建立一种合作机制,来共同应对跨境会计审计监管上的问题。

六、证券公司和证券服务机构监管措施的研究

证券监管措施,可以定义为证监会对证券期货行业各类违法不当行为或者危险状态所施加的监督管理措施的总称。《证券法》第六章“证券公司”和第八章“证券服务机构”中,法律赋予证监会采取诸多监管措施的权力,这些证券监管措施的法律性质、法律渊源、适用对象等值得研究。证券监管措施至少可以分为行政许可、行政强制和行政处罚等类型。

(一) 行政许可措施

在《证券法》第六章和第八章中,证监会可以实施的行政许可措施涉及以下事项:(1)证券公司设立(第122条);(2)证券公司经营证券业务(第125条);(3)证券公司设立、收购或者撤销分支机构,变更业务范围或者注册资本,变更持有百分之五以上股权的股东、实际控制人,变更

[14] 美国公众公司会计监管委员会至今已经制定16部审计准则,具体可参见ZWTA - CIA 研究中心译:《美国公众公司会计监管委员会审计及相关专业实务准则》(中英对照本·第一辑),法律出版社2007年、2012年版。

公司章程中的重要条款,合并、分立、变更公司形式、停业、解散、破产,以及证券公司在境外设立、收购或者参股证券经营机构(第129条);(4)证券公司董事、监事、高级管理人员任职资格核准(第131条);(5)证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务(第142条);(6)投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、会计师事务所从事证券服务业务(第169条)。

当前行政许可措施的法律规定和实践中存在以下问题:

一是在法律规定外增设行政许可。依据《行政许可法》的相关规定,证监会无权设定行政许可,只能在法律、行政法规、国务院决定设定的行政许可事项范围内实施行政许可。但在实践中,存在个别增设行政许可的现象。例如,证监会于2007年公布并于2012年修订的《证券公司设立子公司试行规定》第4条规定:“经中国证监会批准,证券公司可以设立全资子公司,也可以与符合《证券法》规定的证券公司股东条件的其他投资者共同出资设立子公司。”而无论是《证券法》第129条,还是国务院颁布的《证券公司监督管理条例》第13条,均明确规定须经证监会批准的是证券公司设立、收购或者撤销分支机构。在法理上,分支机构与子公司截然不同。

二是行政许可缺乏听证程序。《行政许可法》第7条规定了行政相对人对行政机关的行政许可行为拥有陈述权和申辩权,第46、47条又分别规定了依职权和依申请举行听证的情况。其中,依申请听证必须是申请人、利害关系人要求听证的,且听证限于行政许可事项“直接涉及申请人与他人之间重大利益关系”时才可提出。对于何谓“重大利益关系”,一直存在争论,由于缺乏准确的界定,“重大利益关系”的表述实际是赋予行政许可机关较大的裁量余地。对于《证券法》第六章、第八章中证监会的行政许可事项,应当认为直接涉及申请人与他人之间重大利益关系,如果证监会经审查后拒绝许可,申请人以及其他主体的利益将会受到重大影响。依照《行政许可法》的前述规定,申请人应当享有非正式听证的陈述、申辩权,以及要求听证的权利。证监会应当在作出不予许可的决定前告知申请人并听取其陈述和申辩意见,并在申请人、利害关系人提出听证申请时组织听证。但是,无论是《证券法》还是《中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定》,对非正式听证的听取陈述、申

辩意见或者是听证会形式的正式听证均未规定。

(二)行政强制措施

依照《行政强制法》第10条的规定,证监会不具有行政强制措施的设定权,但可在法定授权范围内实施行政强制。然而,《行政强制法》第3条第3款规定:“行政机关采取金融业审慎监管措施、进出口货物强制性技术监控措施,依照有关法律、行政法规的规定执行。”

对于该款规定,一种观点认为,金融业审慎监管措施是对金融业监管机构基于审慎监管原则而采取的各种措施的统称,因此,证券期货执法中所适用的包括查封、冻结、限制买卖在内的各类监管措施,均不适用《行政强制法》。另一种观点认为,金融业审慎监管措施只涉及那些针对金融业市场风险防范、行业合规监管而采取的监管措施,而那些为调查违法行为而采取的措施,如查封、冻结、限制买卖等,仍应遵守《行政强制法》的相关规定。应当说,这两种观点都难以令人信服。若按第一种观点,所有的金融监管措施都不适用《行政强制法》,那立法者为何要使用“金融业审慎监管措施”而非“金融监管措施”的表述?若按第二种观点,实践中,针对金融业市场风险防范、行业合规监管而采取的监管措施较少采取查封、冻结、限制买卖等监管措施,那么,《行政强制法》在总则部分专列一条将金融审慎监管措施排除在外显然没有实际意义。

我们认为,对《行政强制法》第3条第3款,可按特别法和一般法的关系加以理解。《证券法》作为行政强制措施实施方面的特别法,在其有特别规定时应优先适用,没有规定的地方仍然应当适用《行政强制法》。

关于行政强制措施,《行政强制法》第9条作了相关规定,依照此条规定《证券法》中明显属于行政强制措施的似乎只有第154条第一项和第180条第六项。第154条第一项授权证监会通知出境管理机构依法阻止证券公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员出境,阻止出境是对公民人身自由的限制,属于《行政强制法》明文列举的类型。《证券法》第180条第六项规定:“查询当事人和与被调查事件有关的单位和个人的资金账户、证券账户和银行账户;对有证据证明已经或者可能转移或者隐匿违法资金、证券等涉案财产或者隐匿、伪造、毁损重要证据的,经国务院证券监督管理机构主要负责人批准,可以冻结或者查

封。”但该项和《行政强制法》也存在不一致,如果说资金还可以解释为存款的话,证券无论如何不属于存款、汇款的范畴。如前所述,可以认为在行政强制措施的实施方面,《证券法》和《行政强制法》属于特别法和一般法的关系,《证券法》有特别规定的应当优先适用。^[15]

由于《行政许可法》第9条以“其他行政强制措施”作为兜底条款,实践和理论中对其外延多有争议。对此,应根据行政强制措施的定义并结合行政法理论,通过把握行政强制措施的法律特征来认定。理论上,行政强制措施的特征包括:第一,行政强制措施是一种限权性行政行为而不是处分性行政行为。第二,行政强制措施是一种“暂时性”行为。第三,行政强制措施是一种“可复原性”行为。

依据上述标准,《证券法》以下法条规定的措施中也应被认定为行政强制措施:(1)要求报送信息资料;(2)委托中介机构审计评估;(3)限制业务活动,责令暂停部分业务,停止批准新业务;^[16](4)停止批准增设、收购营业性分支机构;(5)限制分配红利,限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利;(6)限制转让财产或者在财产上设定其他权利;(7)限制董事、监事、高级管理人员权利;(8)限制有关股东行使股东权利;(9)申请司法机关禁止转移、转让或者以其他方式处分财产,或者在财产上设定其他权利;(10)现场检查;(11)调查取证;(12)询问当事人和与被调查事件有关的单位和个人,要求其与被调查事件有关的事项作出说明;(13)查阅、复制与被调查事件有关的财产权登记、通讯记录等资料;(14)查阅、复制、封存当事人和与被调查事件有关的单位和个人的证券交易记录、登记过户记录、财务会计资料及其他相关文件和资料;(15)限制被调查事件当事人的证券买卖。^[17]

行政强制措施的实施应当遵循正当程序。《行政强制法》第25条规定:“查封、扣押的期限不得超过30日;情况复杂的,经行政机关负责人

[15] 参见黄江东:“《行政强制法》与证券监管执法若干问题辨析”,载《国家行政学院学报》2011年第6期。

[16] 有观点认为暂停部分业务属于行政处罚措施,参见杨华柏:“证券执法中的即时强制措施”,载《金融法苑》2003年第8期。但依据《行政强制法》理论,该措施应属行政强制措施。

[17] 参见《证券法》第148~151条、154条、180条。

批准,可以延长,但是延长期限不得超过30日。法律、行政法规另有规定的除外。延长查封、扣押的决定应当及时书面告知当事人,并说明理由。”第32条规定:“自冻结存款、汇款之日起30日内,行政机关应当作出处理决定或者作出解除冻结决定;情况复杂的,经行政机关负责人批准,可以延长,但是延长期限不得超过30日。法律另有规定的除外。延长冻结的决定应当及时书面告知当事人,并说明理由。”而《中国证券监督管理委员会冻结、查封实施办法》第17条则规定:“冻结、查封的期限为6个月。因特殊原因需要延长的,应当在冻结、查封期满前10日内办理继续冻结、查封手续。每次继续冻结、查封期限最长不超过6个月。”

对于上述证监会规章和《行政强制法》的冲突,应适用哪一规范?一种意见认为,应适用证监会规章的6个月的规定,该规定应视为与《证券法》具有同一效力的特别规定,优先于《行政强制法》适用。另一种意见认为,仅法律、行政法规有特别规定的,可以优先适用,证监会部门规章不得类推优先适用,因此应适用《行政强制法》的规定。应当说后一种意见更为合理。《行政强制法》第3条第3款规定,行政机关采取金融业审慎监管措施……依照有关法律、行政法规的规定执行。由此可知,证监会规章不得在行政强制措施的实施方面采取与《行政强制法》抵触的规定。对该问题的解决,可以考虑两种方式:一是对证监会规章及时修订以使其符合《行政强制法》;二是鉴于证券监管的特殊性和证券违法违规查处的高难度,如认为确有必要规定更长的冻结、查封期限的,可以在《证券法》中作出规定,这也是本课题组更具倾向性的解决方式。

(三) 行政处罚措施

《证券法》第六章“证券公司”中的一些监管措施却具备了行政处罚的性质。依据《证券法》第150条第5、6项的规定,证券公司的净资本或者其他风险控制指标不符合规定的,证监会可以责令更换董事、监事、高级管理人员;可以责令控股股东转让股权。第151条第1款规定,证券公司的股东有虚假出资、抽逃出资行为的,证监会可责令其转让所持证券公司的股权。第152条规定,证券公司的董事、监事、高级管理人员未能勤勉尽责,致使证券公司存在重大违法违规行为或者重大风险的,证

监会可以撤销其任职资格,并责令公司予以更换。第153条规定,证券公司违法经营或者出现重大风险,严重危害证券市场秩序、损害投资者利益的,证监会可以对该公司采取责令停业整顿、指定其他机构托管、接管或者撤销等监管措施。

一般认为,与行政强制措施相比,行政处罚具有如下性质和特征:其一,行政处罚是一种制裁行为;其二,行政处罚是针对某一特定违法行为的一次性和最终的处理行为。

以此为标准衡量,在上述众多监管措施中,除指定其他机构托管、接管外,其他措施均具有行政处罚最终处理性的特征,应认定为行政处罚措施。因为托管、接管措施具有暂时性和可复原性特征,应认定为行政强制措施。对于撤销任职资格是否属于行政处罚存在争议。但在近年来的监管实践中,金融监管机构通常将取消高级管理人员任职资格视为行政处罚,这一立场应值得赞同。取消任职资格不是一种内部管理性质的职务管理行为,而是典型的外部行政行为,其完全具备行政处罚的基本特征。

另需指出的是,早在2002年,证监会在《关于进一步完善中国证券监督管理委员会行政处罚体制的通知》中,首次提出了“非行政处罚性监管措施”的概念。在监管实践中,证监会创设出许多法无明文规定的监管措施,除了可以归为行政强制措施的以外,还有一些措施应被认定为行政处罚措施,它们包括:(1)一定期间内不受理有关文件、申请或推荐;(2)记入诚信档案并公布;(3)向社会公示违反承诺的情况;(4)认定为不适宜担任相关职务;认定为不适当人选;(5)不予注册登记,从名单中去除;(6)证券市场禁入,等等。

既然上述措施属于行政处罚,必然会引发对证监会是否有权创设此类措施的质疑。根据《行政处罚法》第12条的规定,国务院部委制定的规章可以在法律、行政法规规定的给予行政处罚的行为、种类和幅度的范围内作出具体规定。尚未制定法律、行政法规的,国务院部委制定的规章可以设定警告或者一定数量罚款的行政处罚。国务院可以授权具有行政处罚权的直属机构依照前述规定,规定行政处罚。证监会作为国务院具有行政处罚权的直属机构,仅能根据国务院授权设定警告或者一定数量的罚款,而不能在法律、行政法规之外创设行

政处罚的种类。

现实中,所谓的“非行政处罚性监管措施”游离于《行政处罚法》之外,存在此类措施被确认无效的法律风险。因此,应依法对上述行政处罚类型予以规范,对确有必要存在的监管措施,如市场禁入,可以在法律、行政法规中加以规定。