

从证券法治的诚信发展史寻我国 “乱市治理”之良方

陈冲*

摘要:诚信是一个历史范畴,从初期的道德伦理发展为后来的法律规则,诚信原则和失信罚则推动了契约和债权的发展。同时,随着交易成本的提高和信息不对称性的加剧,经济社会对诚信原则赋予了新的内涵,即信息及时公开和准确披露。我国的证券市场发展曲折,诚信原则的缺失曾引发过市场灾难。虽然新《证券法》明确了诚信原则,但在失信行为的罚则中对资格罚规定并不到位,且行政处罚中资格罚的适用概率远小于财产罚,导致行为人违法成本较小,因此,我国自2006年来证券市场背信逐利的案例居高不下。解决目前证券市场诚信危机的途径在于强化资格罚。

关键词:诚信 证券市场 法治 资格罚

* 华东政法大学经济法学硕士,现供职于上海市闵行区人民法院。

一、证券市场诚信的渊源与发展

(一) 诚信概念的历史渊源

诚信在社会发展的不同阶段,有其特定含义。东汉许慎的《说文解字》注:“诚,信也,从言成声”,“信,诚也,从人言会意”。即诚则信,信则诚,两者会意。《辞海》中对“诚”和“信”的解释为:“诚”表真实、实在;“信”表不欺、不隐。诚信乃五常之本,孔子曰:“人而不信,不可其知也。”可为儒家文化对诚信的最早诠释;商鞅的“立木为信”开启了变法的新时代;李白的“三杯吐诺然,五岳倒为轻”亦被传为佳话。

诚信最早为社会伦理道德的范畴,可追溯至上古时代茹毛饮血情境下人与人之间的简单分工:有些人负责引诱驱赶猎物,有些人则负责捕杀,遵守约定是基于人类意识的本能,而正是这种朴素的诚信观才开启了群体的合作与人类的发展。随着生产力的发展和个体生存能力的提高,群体间本能的信任开始演进为物物交换中有选择性的信任。由于产品短缺或货币不足,人们的交易变因信任而产生了先交易后付款的情境,这种债权债务关系的出现,对人类社会的发展有非同寻常的意义。“债权是在人与人之间相互信任的基础上产生的,在人类文化史上,它后于物权而发展。由于认许了债权,人类经济生活更加丰富”。用柯拉的话讲,诚信推动了交易和付款在时间与空间上的分离,使“过去可以为将来服务,将来可以为过去服务,时间障碍被打破,人类可以自由地征服时间与空间”。^① 如此,诚信随着社会的发展,从伦理学意义进化为了经济学意义。从罗马法的“诚信契约”到现代契约法的“禁反言原则”,契约的发展也让诚信进入了法学家的视野,正如一位罗马法学家所言:一系列契约法律关系,都是通过诚信标准对社会现实进行直接调整的法律制度。^② 在诚信的基础上,法律关系还衍生出了代理、

^① [日]我妻荣:《债券在近代法中的优越地位》,王书江、张雷译,谢怀栻校,中国大百科全书出版社1999年版,第5~6页。

^② 郭峰:“建立中国证券市场诚信机制论纲”,载《证券法律评论》2002年第2期。

信托、善意第三人等制度。

相对稳定的交易和惩戒规则培植了诚信,诚信与其说与生俱来且由道德观念约束,不如说是后天培育并有惩戒的威慑才得以留存。在原始部落的合作中,如果有人人在捕猎时“搭便车”,自己将队友围追的猎物捕获并独自享用,此人会受到族人的抛弃,因为这种行径会威胁族人的生存方式。随着社会的发展,人类从游牧民族演变为农耕民族,有了相对固定的居所,物物交换乃至钱物交换都不再是一次性交易,而成了反复的长久性交易。如果失信,将会影响其在交易中的信誉,甚至影响其生存。而后,法律将诚信纳入契约制度中,把诚信确立为交易的根本性原则,并规定了相应的惩戒:如一方因背信或失信对他人造成损害,将承担相应的赔偿责任。可以说,在一定程度上诚信的发展促进了经济社会的发展,同时社会的发展又对诚信赋予新的内涵,即不仅是不欺,还要遵循相应的法律规则。

(二) 证券市场的诚信需求与生俱来

市场上的诚信交易进一步促进了社会分工,社会资源也得到了更有效的配置。诚如诺思所言:自由市场经济制度本身并不能保证效率,一个有效率的自由市场制度,除了需要有效的产权和法律制度配合之外,还需要在诚实、正直、公正、正义等方面有良好道德的人去操作这个市场。随后,诚信问题也开始进入经济学家和法学家的视野,如有学者认为:“信用是指自然人、法人和其他组织就其经济能力和履约意愿所获得的社会评价和信赖。”^③市场经济的发展给诚信问题带来了新挑战:其一,市场交换范围的扩延和内容的多样,使交易双方对市场信息的拥有量不对称,且交易方了解对方产品信息成本越来越高;其二,自然经济时代,交易主体所倚仗的中介保证或易控制的抵押物品等交易保障在日益扩大的世界范围内交易市场中已经力不从心,准确了解交易对象的诚信并拥有制约手段成为交易主体面临的新难题。证券市场集中体现了这两个难题。

证券市场最早是为了解决国家军费或建设经费而发行公债的市场,后随着工业革命的进程,为整备国家产业基础,解决融资和流动性

^③ 杨立新主编:《中国人格权立法报告》,知识产权出版社2005年版,第39页。

问题,证券发行主体扩大到公共事业项目(如运河、铁路工程)、银行、金融公司等。交易的形式也从露天的“黄牛式”场外交易,慢慢演化为封闭场所内的会员制交易,但参与主体却不断扩大,从本国国内融资外延到世界范围内的融资,产品的形式也更具多样性和风险性。脱胎于市场经济中的证券市场,与生俱来地带有传统市场经济中诚信的瓶颈问题,其交易时间与空间更加疏离,交换过程中的信息不对称更加明显。社会需要一种新的机制来解决交易双方信息不对称的难题,如张维迎所言:信息不对称产生了对信誉的需求,越是信息不对称的行业,信誉越重要。^④ 解决信息对称性的核心问题在于提高信息透明度,本质就是信息披露程度和证券市场参与主体之信用信息的社会开放度。

(三) 证券市场诚信原则的法治化进程

尽管马克思·韦伯认为:诚信曾经是“资本主义伦理中的最重要的原则,也就是通常被表述为‘诚实就是上策’的原则”。^⑤ 但在法律地位的情况下,道德和伦理的约束一定会有失效的情况。英国特许制及监管缺失诱发了“南海事件”,^⑥并催生了1720年的《泡沫法案》,^⑦证券市场的秩序规范才开始有法可依。但这部法律对市场规范和投资者保护并不尽如人意,直到《1844年股份公司法》的颁布,才正式确立了诚信原则。该法案的核心内容为诚实披露原则,即在发行注册时提交招股说明书,披露年报,并规定了反欺诈条款和相应的制裁。以该法案为标志,形成了英国立法传统中证券管制的新理念——“公开哲学”。随后颁布的《防止欺诈法》、《金融服务法》等都贯彻了证券法的诚信原则。

^④ 张维迎:《产权、政府与信誉》,生活·读书·新知三联书店2001年版,第144~145页。

^⑤ [德]马克思·韦伯:《新教伦理与资本主义精神》,于晓、陈维纲译,生活·读书·新知三联书店1987年版,第11~19页。

^⑥ B. Mark Smith, *A History of Global Stock Market*, University of Chicago Press, 2004, p. 38.

^⑦ 此法案的主旨在于公司的组建以及证券发行需经特别授权,但对于消费者保护却严重不足。南海事件后,政府开始采取了一些信息披露计划。See Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti, Jr, *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, pp. 120 - 121.

美国自开国伊始,就秉承了朴素的民主观念,人们普遍信奉“获得事实真相并能自由讨论这些事实”,就可以解决问题,该理念也贯穿到了各项立法中。提倡信息公开并“给美国联邦证券立法留下最大印记”的人当属布兰代斯大法官,他认为“公开”应该是真实的并指向投资者,仅仅向政府或证券交易机构的官员提交报告书是不够的,投资者应该直接获得事实的真相。^⑧ 1911年《堪萨斯州证券法》问世,成为美国第一部蓝天法。^⑨ 各州相继效仿,但带来的问题是商人利用管辖权冲突规避法律监管。1929年至1933年的股市大萧条,其重要原因在于投机的急剧膨胀导致投资者信心丧失。^⑩ 这场危机挑战了自由放任的经济,从此,契约自由原则受到了“诚信原则”、“公平交易”等限制。帕克拉听证催生了《1933年证券法》,^⑪该法是世界证券立法史上的里程碑,其明确确立了诚信原则,并规定了相应的制度支撑,同时也得到了竞选总统的罗斯福的支持,他的证券改革计划的核心就是证券发行的“完全公开”。^⑫ 规定证券发行的《1933年证券法》与规定证券交易的《1934年证券法》构成了整个联邦证券法治基础。此后近八十年的立法中,虽出台了一系列的法律,但整体框架和政策不变,依然以诚信原则为核心。^⑬

^⑧ See “OTHER PEOPL’ S MONEY—WHAT PUBLICITY CAN DO”, <http://www.law.louisville.edu/library/collections/brandeis/node/196>.

^⑨ 杨亮:《内幕交易论》,北京大学出版社2001年版,第83页。Mulvey发表于1916年的“Blue Sky Law”解释:由于该法的目的在于遏制那些厚颜无耻的可能销售于蓝天上的建筑物的骗子商人,因而旨在防止他们欺诈的立法称为蓝天法。

^⑩ 王京、藤必焱:《证券法比较研究》,中国人民公安大学出版社2004年版,第23页。

^⑪ 当时国会的一份报告写道:大量的无价值证券之所以漂浮在市场上,是由于证券经纪商们全然放弃了公平、诚实和严谨的职业行为标准,而该标准恰是投资者对企业投资活动的保障。他们轻易许下诺言,却忽略了投资者应知的与证券价值有关的各种信息。参见王京、藤必焱:《证券法比较研究》,中国人民公安大学出版社2004年版,第24页。

^⑫ 他在竞选演讲中提到:联邦政府有义不容辞的义务保证,任何跨州的证券发行都必须公开相关信息,不允许向投资大众隐瞒任何重要事项。参见吴志攀、白建军主编:《海外金融法》,法律出版社2004年版,第12页。

^⑬ 如1935年《公共事业控股公司法》、1940年《投资公司法》、1970年《证券投资者保护法》、1984年《内幕交易制裁法》以及2002年《萨班斯—奥克斯勒法案》等。

其他国家如日本的证券市场监管法律受到美国很大的影响,^⑭加拿大的证券监管理念与英美国国家一脉相承。^⑮随着证券市场的无界化发展,各国互相签订“证券监管合作谅解备忘录”来加强反欺诈的国际合作。成立于1976年的国际证券委员会组织是目前最大的证券监管国际合作机构,其在1988年的巴黎会议上发布的《证券监管目标与原则》也明确了“确保市场透明度”、“确保投资者拥有平等机会了解市场信息”的目标。^⑯诚信原则在世界范围内的证券法律体系中都是核心原则。

二、中国证券法治史中的诚信原则梳理

(一) 中国证券市场的发展进程

中国最早的证券可以追溯到春秋战国时期,国家向大户举贷和王侯给平民放贷形成的债券。商业发展至明清时期,一些投资大、收益高但存在风险的行业,如盐矿业就开始采用“招商集资、合股经营”的组织形式,具有了股份制特征。其参与者之间签订的载明权利责任的契约,则是中国最早的股票雏形。至鸦片战争后,外国洋行进入中国被迫开放的商埠,外资在华设立的股份制公司开始把股份制公司的经营形式和集股筹资的方法在中国广为传播。而在洋务运动中筹建的上海轮船招商局发行了中国的第一支股票,此间的各民用企业也发行了第一批华商证券。1904年上海股份公司改组为上海众业公所,开始了较为规范的场内交易。^⑰之后经历民国时期直到改革开放前,中国经济发展不景气,证券发行主要是政府的战争和建设公债以及少量民间产业

^⑭ See Joseph A. Grundfest: *Subordination of American Capital*, *Journal of Financial Economics*, 1990.

^⑮ See Mark Button: *Assessing the Regulation of Private Security across Europe*, *European Journal of Criminology*, 2007.

^⑯ See Cristie F. Ford: *New Governance, Compliance, and Principles - Based Securities Regulation*, *American Business Law Journal*, 2008.

^⑰ 张春廷:“中国证券市场发展史(清朝晚期)”,载《证券市场导报》2001年4月号。

经济的股票,信用度相对较高,但市场多元化程度低,总体属于从起步至低迷发展的阶段。新中国成立后,市场经济作用被否定,国家依靠指令性计划的行政手段调节国民经济,统分统配、统存统贷,使证券市场在中国的经济体制内没有任何生存空间。所以,证券市场是经济发展到一定阶段的产物,从证券市场的发展史也可以透析中国近现代经济史的变迁。

改革开放以后的经济重振,也让中国证券市场起死回生。1981年财政部首次发行国库券,证券形式再次被引入中国经济。在沪深两地证券交易所成立后,中国证券市场发展的帷幕才正式拉开。成立于1992年的证监会,让证券市场有了明确的监管主体。1998年颁布的《证券法》明确了证券发行和交易规则。中国加入世界贸易组织后,经济走向全面开放,也带来了证券市场的深化发展。自2005年新修订的《证券法》和《公司法》出台后,中国的证券市场才算正式开启现代化的法治进程。此间,证券市场也经历了转型中的阵痛:股票指数下挫;新股发行和上市公司再融资难度加大、周期变长;证券公司遇到严重的经营困难;到2005年全行业连续四年总体亏损等。问题的根源既有中国经济体制的原因,也有市场违规操作、诚信缺位的原因。经济体制的改革是个逐步演进、需要时间的过程,但市场背信逐利的行为却是可以通过较为完善的法律制度在相对较短的时间内得到治理的。

(二) 中国证券市场的法治与诚信发展

殖民经济的繁荣催生了股票交易,利润的追逐和投机炒作,也导致了证券市场的波动。19世纪80年代就出现过矿业股票的危机,当时的中国远未有相应法律机制的规范和约束,证券市场尚为少数洋商劫利的工具,在1910年爆发的“橡胶股票风潮”,将中国股市自此打入低谷。^⑩1915年前后,北洋政府先后颁布了中国第一部规范证券市场秩序的法律《证券交易法》及其《实施细则》。但监管和惩处不利造成

^⑩ 国际橡胶涨价,使在华设立的英国公司借机大造舆论,谎称其在澳洲有橡胶园、编造营运计划,并扬言分红在45%左右,人们竞相购买。同时英国公司暗中抬价,外商银行也给股票抵押贷款,股价涨为其面值的二十七八倍后,英国公司卷款潜逃,外资银行宣布停止股票抵押,股价一落千丈成为废纸,持票者纷纷破产,造成了中国严重的股灾。参见中国人民银行上海分行编:《上海钱庄史料》,上海人民出版社1960年版,第76页。

了利益群逐,各交易所从起初的买卖中介开始将本所的股票作为筹码进行买卖,哄抬股价进行投机,酿成了18世纪20年代的“信交风潮”。无独有偶,股灾之后,低迷的股市让游资和投机商转向债券市场,一些有政治背景的集团和个人,通过制造谣言、操纵市场,使本来风险系数最低的公债也信誉扫地,并相继酿造了1924年的“二四公债风波”和1926年的“二六公债风波”。¹⁹证券市场的崩溃也沉重打击了实体经济。在这一系列的证券市场灾难发生后,南京政府于1929年重新颁布了较为完整的《交易所法》,以强化证券市场的归口管理,并在同年颁布了中国第一部《公司法》,重点规范股份有限公司。而后随着中国政局的动荡,各项法律也朝令夕改,证券市场一直处于低迷时期。

纵观诚信在中国证券市场的发展,可以发现在一个动荡的国体中,人们对市场没有稳定的预期,一次性交易多于长久性交易,所以在经济利益面前非常容易突破道德底线,做出违背诚信的行为。在理性经济人面对利益之时,不能奢望其以良知和道德守则来约束自己,关键要建立一个有预期的、可以多次交易的市场,以及有效的防管机制和惩处规则,通过有效的法律让投资者违背诚信而牟利的代价远大于其所获利益,通过严格的监管使投资者无从下手去扰乱市场规则。

19世纪80年代起,停滞长达50余年的证券立法开始重启,从1987年的《企业债券管理条例》到1993年《禁止证券欺诈行为暂行办法》,法律开始对内幕交易、虚假陈述、操纵市场等行为进行了规制,诚实信用原则的雏形开始出现在证券市场立法中。但诚信原则的真正入法还是在1998年的《证券法》中,自此,证券市场的诚信原则成为了一项基本原则,在2005年修订的《证券法》以及此后关于证券市场的各项法律法规中得到彰显,诚信原则越来越受到重视。

三、诚信原则在中国证券市场发展中面临的瓶颈和挑战

近年来,发展中的中国证券市场的机遇与风险并存,此风险除周期

¹⁹ 张春廷:“中国证券市场发展史(民国时期)”,载《证券市场导报》2001年5月号。

性的经济波动、全球市场影响外,更多的是人为的“失信”行为。诚信原则的人法似乎并未起到尽如人意的效果。

(一) 证监会的行政处罚案例分析——信息违规案件居高不下

自2006年年初实施新《证券法》后,证券市场背信逐利的风气有所好转,但仍有不少违规行为冲击市场秩序,从近年来证券市场的违规案例来看,证券市场的失信行为包括:违规信息披露、虚假记载和虚假陈述、利用内幕信息进行交易、操纵市场或扰乱市场秩序、非法挪用客户资金、法人利用个人名义开设账户或利用他人账户买卖证券。^② 参见表1和表2。

表1 2006年至2012年证监会行政处罚案件统计

年份		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012 ^②
总计(件)		38	35	49	57	48	56	11
案情/数量(件)	信息披露违法(含虚假陈述)	27	25	28	27	21	25	5
	内幕交易	0	3	4	9	12	20	5
	操纵市场	0	1	2	4	1	7	2
	法人利用他人账户买卖	1	3	6	7	8	3	0
	挪用客户资金	6	1	5	4	1	0	0
	其他	4	2	4	6	5	1	0

表2 2006年至2012年证监会行政处罚案件类别比例

年份		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
总计		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
案情/百分比	信息披露违法(含虚假陈述)	71.1%	71.4%	57.1%	47.4%	43.8%	44.6%	41.7%
	内幕交易	0	8.6%	8.2%	15.8%	25.0%	35.7%	41.7%
	操纵市场	0	2.9%	4.1%	7.0%	2.1%	12.5%	16.6%

^② 笔者搜集了2006年1月1日《证券法》实施以来,证监会所披露的295例行政处罚案例,并进行了数据分析。参见 <http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/>, 2012年7月28日访问。

^② 其中表格中所列明的2012年的案例数字、分类和比例均截止到7月,非全样本,具有参照意义,河北科技大学陈岩对本文的数据收集做出重大贡献。

续表

年份		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
	法人利用他人 账户买卖	2.6%	8.6%	12.2%	12.3%	16.7%	5.4%	0
	挪用客户资金	15.8%	2.9%	10.2%	7.0%	2.1%	0	0
	其他	10.5%	5.6%	8.2%	10.5%	10.3%	1.8%	0
	信息违规案(信 息披露与内幕 交易案之和)	71.1%	79%	65.3%	63.2%	68.8%	80.3%	83.4%

从表 1.2 中可以看到,在扰乱市场秩序的行为中,最为严重的仍然是非法信息披露行为,在新《证券法》实施的前两年,竟然高达 70% 以上。近年虽有一定的好转,但违规信息披露的行为仍在 45% 左右,且违规信息披露和内幕交易的行为之和仍在 70% 左右,2011 年竟突破 80%。可见证券市场中利用信息犯罪的行为不容小觑。这种行为的本质是“隐瞒事实真相”或“说谎”的行为,与诚信原则彻底背离;其他违反市场交易规则的行为可以解读为市场运行中的“作弊”行为,同样违背诚信原则。虽然近年来证券市场的法律规章层出不穷,但违规事件并未减少,背信行为居高不下,诚信原则仍然面临极大挑战。为何在一种看似完备的法律体系下,虽有各层级的部门进行监管查处,仍然有人不断踏入雷区,或许从对违规者的处罚中可以寻觅端倪。

(二)低成本的财产与低概率的资格罚^②弱化了证券市场的诚信度

对于证券市场违规者的行政处罚,除警告、没收违法所得和罚款之外,即为取消证券市场的从业资格(即资格罚),情节严重者,会转为刑事案件。对于公司法罚金在 10 万元到 60 万元之间,对主管人员和直接责任者罚金在 3 万元到 30 万元之间。此处重点分析财产罚和资格罚。具体证监会近年来的行政处罚情况参见表 3、表 4 和表 5。

^② 传统证券法律责任理论将责任承担方式分为声誉罚、财产罚和行为罚三种。参见吴弘主编:《证券法教程》,北京大学出版社 2007 年版,第 421~423 页。本文所称的资格罚包括停业整顿、限制或暂停证券业务、暂停或取消发行、上市资格、撤销证券业务许可和证券市场禁入等,属于行为罚的范畴。

表3 2006年至2012年证监会行政处罚案件处罚数据

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	合计
总数	38	35	49	57	48	56	12	295
财产罚	23	19	24	41	33	49	11	200
资格罚	15	16	25	16	15	7	1	95

表4 2006年至2012年证监会行政处罚案件处罚类别比例

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
总数	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
财产罚的比例	60.5%	54.3%	49.0%	71.9%	68.8%	87.5%	91.7%
资格罚的比例	39.5%	45.7%	51.0%	28.1%	31.2%	12.5%	8.3%
资格罚占财产罚的比例	65.2%	84.2%	104.2%	39.0%	45.5%	14.3%	9.1%

表5 2006年至2012年处罚情况与信息违规案件概率分布

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
资格罚占财产罚的比例	65.2%	84.2%	104.2%	39.0%	45.5%	14.3%	9.1%
信息违规案(信息披露与内幕交易案之和)	71.1%	79%	65.3%	63.2%	68.8%	80.3%	83.4%

从表3、表4中可以看到,证监会在处理市场违规案件时,采用财产罚的概率远高于资格罚,资格罚的适用概率不到30%。在2008年,资格罚的概率最高,而近年,资格罚的概率逐年降低。从图表五中,可以得出这样一个结论:资格罚占财产罚的比例与信息违规案件的概率负相关。例如从2006年至2008年,资格罚的概率一直走高,且在2008年达到最高,同时自2007年起信息违规案件比例逐年走低,且在2009年信息违规案的比例降到7年来最低;而从2009年起资格罚的概率走低,信息违规案的比例又在走高。可见,证券市场对于资格罚的敏感程度高于财产罚。

设想如果在高考中,《考生守则》规定,作弊者发现之后给予警告,情节较为严重者,罚款5000元至1万元,情节特别严重者罚款1万元至3万元。那么考场秩序一定会大为混乱,警告的惩戒威慑不大、罚金相对较小,且存在作弊而不被发现的概率,收益所得远高于处罚成本,那

么,为了在高考中取得更好成绩,多数考生会以身试险。而正是《考生守则》规定,作弊者发现之后立即取消该科成绩,情节严重者取消1年至3年参加高考的资格,才让考生有所畏惧。如果此时再作弊,处罚成本就远高于收益了。证券市场亦是如此。从当下的市场收益来看,10万元到60万元对于一个上市公司或从事金融行业的公司来说,远不为多;而3万元到30万元对于一个上市公司的主管人员或金融高管,也是不在话下。相对小额的罚金,乘以违规操作而不被发现的概率,证券市场的违规成本就变得非常小。同时,违规操作可能给公司或高管带来的收益远大于付出的成本,这就不难理解市场的背信违规现象了。此种情况下,守信行为在经济人利益衡量时就变得“愚钝”。即使市场相对发达、法律相对完善、监管相对到位的国家,也存在市场违规,如近期巴克莱银行操纵LIBOR利率的行为,被判处4.5亿美元的罚金,同时,主管人员引咎辞职。^② 相较之下,我国证券市场违规的金钱成本便相形见绌。从某种程度上说,正是低成本的财产罚和低概率的资格罚才造成了我国证券市场背信违规事件的居高不下。

如果提高资格罚的概率,使从事证券市场违规行为者较容易丧失从业资质和资格,如除对公司进行适当罚款之外,剥夺其一定期限的从业资质,而公司的主管人员和主要责任人员将在一定期限内被驱逐出证券市场,形成一种“莫伸手,伸手必被捉”的局面,相信证券市场的背信逐利行为将会大有改观。虽然违规者对于低罚金有恃无恐,但剥夺一定期限从业资格的代价就超出金钱的衡量范围,损失的是声誉、事业前景以及更高的收入预期。如此,证券从业者会更勤勉注意,在利益面前会谨慎权衡,趋利避害地选择合法经营。

(三) 追本溯源:低概率的资格罚源于《证券法》的罚则缺口

《证券法》第一章规定了扰乱市场秩序的法律责任,共48条,分别规制了擅自发行、承销证券、违法信息披露、证券欺诈、内幕交易、操纵市场、限制转让期内买卖证券、虚假陈述等行为,其中39条规定了财产罚或民事赔偿,16条在情节严重的情况下规定有资格罚,不足财产罚的半

^② Stephan Gandel: *Barclays settles allegations that it manipulated key lending rates*, <http://finance.fortune.cnn.com/2012/06/27/barclays-libor/>. July 28, 2012.

数。在一些对证券市场秩序危害较大且严重违背诚信原则的行为,如违法信息披露、擅自改变募集资金用途、禁止交易人员参与市场交易、内幕交易、操纵市场、虚假陈述等的法律罚则中并未相应规定资格罚。

诚信危机可以归咎于道德危机,实质上反映了制度的缺失。有效规制诚信的制度需具备:(1)当事人的不诚信行为能被及时观察到;(2)交易对手方和监管部门必须有足够的积极性和可能性对不诚信行为进行惩罚。^④在证券市场中,前者体现为信息的及时、公开披露和监管的有效性,后者体现为匹配的法律责任及监管部门的问责机制。一部法律树立权威性在很大程度上取决于其法律责任规定的科学性、合理性与有效性。法律责任规定的有效性决定着法律实施的有效性。即使是对人们自觉守法的期待——法律的预防作用曲折地反映了这种良好愿望——也必须借助法律责任的力量才能变成现实。因此法律责任是任何一部法律都不可缺少的重要内容。这对证券法而言毫不例外。^⑤立法是监管和问责的基础,故而,改良法律才是正本溯源之道。正如亚里士多德在《政治学》中提出的法治观点,即“已成立的法律获得普遍的服从,而大家所服从的法律又应该本身是制定得良好的法律并得到了人们广泛的认同”。因此,资本市场诚信的法治建设,应该从完善立法入手。

四、“瓶颈”的突破和前瞻性发展:强化资格罚

诚信原则起源于社会发展,孕育于社会惩戒,根植于法律制度。其从个别契约关系中的说明义务(如保险合同),发展到公司管理者对于股东的信息披露义务,进而转化为公司向社会投资者的信息公开,再发展至由专门的政府机关推动和执行的一套完整的公开规制体系,最后演化为各国证券监管制度不可或缺的一项基本制度,经历了漫长的历史过程。其也体现出证券法的社会本位而非个人本位,需要国家强势而适时地干预,最重要的是通过法律以诚信为原则,对参与证券市场的主体自

^④ 参见张维迎:“法律制度的信誉基础”,载《经济研究》2002年第1期。

^⑤ 侯水平、许前川主编:《证券法律责任》,法律出版社2005年版,第2页。

由做出一些限制。

目前,我国证券市场正在面临着较为严重的诚信危机,市场的自我净化功能已经不能很好地解决,解决问题的焦点除强化信息披露,增加市场透明度外,更重要的在于强化资格罚。日前出台了《证券期货市场诚信监督管理暂行办法(草案征求意见稿)》(以下简称《办法》)^⑥正体现了对证券市场违规行为人的资格罚和声誉罚。该《办法》将建立诚信档案、推出诚信信息的公开和查询、以诚信档案为基础,以监管执法为依托,实施一系列诚信约束的措施和办法,明确中国证监会将与国务院其他部门、地方政府、司法机关、行业组织实行诚信信息共享,开展诚信监督合作,实现对失信行为协同监管,同时规定了诚信信息的失效期限,使证券市场的诚信监督管理更加有章可循、有法可依。让单纯的行政监管演变为社会监督,对失信行为科以法律和道德惩罚。在进一步的实施中,除了尽快推出该《办法》的出台,也将《办法》中制度进行细化和落实,同时要在适当时机对《证券法》的罚则进行完善:对于长时间或多次有不良诚信记录的市场主体,及时限制或剥夺其证券市场参与资格,使市场自我净化和强制清理相结合,让诚信原则继续在证券市场的法治化进程中巩固并强化。

^⑥ 参见 http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306201/201204/t20120413_208603.htm, 2012年7月29日访问。