

证券无纸化及相应证券监管制度的构建

赵金龙* 宫旭超**

摘要:网络时代使资产证券的交易市场处于无纸化的虚拟环境中,证券的上市发行和交易结算过程,遇到纸质证券规范的阻碍,无纸化证券市场的监管面对很大的挑战。本文在分析了美国等国原有监管制度的基础上,结合金融危机后欧盟和美国金融监管改革新动向,建议完善我国无纸化证券监管相关立法,更新监管措施,及时应对证券交易系统安全风险,加强投资者保护力度,保障证券市场健康平稳发展。

关键词:无纸化证券 金融监管改革 投资者保护

我国的证券市场在网络信息技术的发展中,较早地适应了新兴的证券交易形式——网上交易。据统计在20世纪90年代初,国内证券市场普遍运用电子通讯系统和电子结算程序系统处理日常繁

* 河北大学政法学院教授。

** 河北大学政法学院民商法硕士研究生。

杂的证券交割和结算,基本实现了“证券的无纸化”。在我国证券市场全面发展的新阶段,无纸化证券交易出现了空前的繁荣。截至2011年1月,境内上市公司(A/B股)有2094家,境内上市外资公司有108家,股票总发行股本33,320.50亿股,其中流通股25,919.43亿股,股票市价总值261,289.85亿元,网上证券交易量16,231亿元,占沪深总交易量的37%。^①1月份日均股票成交金额达到1,734.964亿元,股票有效账户数12,993.1万户,较之2006年6月统计的网上委托客户开户数627.20万户,3年期间网上交易客户翻了5倍。网络环境的虚拟性和交易即时性,也使无纸化证券在交易流通中面临更多难以控制的危机情形,利用网络操纵市场、欺诈客户等新型违法行为的预防和监管也提到国家监管部门的议事日程上。

一、证券无纸化对证券监管的挑战

证券监管是指证券主管机关依法对证券的发行、交易等活动和对参与证券市场活动的主体实施监督和管理,以维护证券市场秩序,保护投资者权益,保障证券市场合法运行等行为的总和。证券无纸化实现了所谓的“证券不动化”,克服了非完全电子商务中实物配送的难题,增加了证券的流动性,但无纸化给证券市场带来便捷和高效的同时,也因为网络媒介的虚拟性,交易信息转瞬变换的快速性,使各国证券监管部门在证券交易的发行、交易和结算登记过程中遇到越来越多的阻碍和挑战,亟待研究新的网络监管措施来解决现在的监管难题。

(一) 无纸化证券交易的虚拟性增加了监管的难度

与传统证券交易相比,无纸化证券交易的主体和营业场所都具有明显的虚拟性。一方面,从经济学角度看,证券场所交易的客体(股票、债券等)是一种虚拟财产,投资者由直接持有纸质债券,转变为对股票账户中显示数据的控制。网络证券商、网上咨询室的出现使证券

^① 参见“中国证券市场概况统计表(2011年1月)”,载 <http://www.bosidata.com/jinrongshuju/1103/L216189GT2.html>,2011年3月29日最后访问。

交易的实体营业部门的部分业务甚至全部业务搬到了网络上进行,运用信息交互软件系统构建开放化、自动化的网络交易平台。在网上证券交易中,当事人通过计算机网络进行意思表示,从而产生了一种新的意思表示形式——电子形式。意思表示工具的变化使得意思表示的效力具有特殊性,意思表示的归属问题,意思表示的生效时间问题,能否撤回和撤销,以及意思表示的误传或不到达等都需要法律予以重新界定。^②另一方面,虚拟资本具有相对独立的运动形态。股份公司从投资者手中获取的真实资本在生产过程和流通过程中运行;无纸化证券的“价值”由市场来评价,证券主要是投资者之间不断转手,对股价的确定就带有很大的主观臆断性,极易背离其代表的真实价值,导致股市震荡和证券市场系统的风险发生。无纸化证券交易的虚拟性还使得证券监管部门需要担负起监管网上交易客户、证券商及银行网上交易账户安全的责任,也要求监管部门引进相关的网络安全监督专业人员对网上证券交易活动进行实时性监督。对于政府监管部门来讲,政府证券监管加强的速度往往跟不上金融创新速度,这也造成监管难的一个主要因素,就是监管机构缺乏专业人才。对于网络环境下的证券交易在类推适用现有监管模式的同时,证券监管又增加了额外的监管负担。

(二)原有证券监管模式遭到挑战

由于信息传输媒介的发展变化,在无纸化证券市场中,网上经纪商、网上咨询室以及网上发行、网上路演、网上登记结算等的出现,使证券监管不局限于纸质形式,更扩展到网络中任何涉及证券交易的资讯信息,监管对象的范围越来越大。^③在全球金融业混业经营的大趋势下,无纸化证券交易中出现的“银证通”新生业务的网络应用,使“物理隔离”的效用大大削弱,而支付风险的增加,又必然使分业监管的监管体制难以实现有效控制金融系统风险的金融监管目标。这一切必然会加速混业经营和混业监管的进程,使混业经营的各个企业遵守不同的监管原则,各个监管机构无疑也增加了监管成本。而无纸化证券超越

^② 参见齐爱民、冯兴俊、周平、崔聪聪:《网上证券交易法律问题研究》,武汉大学出版社2004年版,第24页。

^③ 参见徐亮:“网上证券交易:挑战、法律困境及出路”,载《网络法律评论》2005年第2期。

了原有的监管范围,现行的法律法规只能提供监管原则,缺乏可操作性,尤其是在业务创新领域,法律很难对应制度规范,使监管无法下手,其中还涉及电子合同法律问题、电子证据法律问题、市场网络信息公开范围、时间和方式的监管以及网上证券安全与隐私保护的监管等。无纸化证券监管范围的扩大要求证券监管在方式手段上实现多样化。在网络环境下,无纸化证券交易越来越多地跨区域跨国性地进行,不再受地域限制,证券市场的风险监管方式被迫需要从区域监管向业务监管方向过渡。从目前世界各国的实践来看,大多实行“类推监管”。香港证监会也认为,“基本的监管原则不应因其所使用的通讯或传播媒介有所改变”。^④ 原有的监管体制是建立在实质监管、实体监管和有形监管的基础之上的,但是面对金融业混业经营的趋势,在原有监管目标下我们应该改革传统的证券监管体制,完善新的监管方式,运用网络的无国界性,构架全球金融监管信息平台系统,实行“网络导向监管”模式。

(三) 投资者权益的保护面临更多困难

投资者保护已经被国际证券委员会组织确定为证券法的基本原则,甚至被不少学者视为证券法的终极目标。我国自20世纪90年代无纸化证券市场组建之初,无纸化证券市场的运作效率及交易安全问题都得到了政策制定者足够的重视,电脑技术在证券交易系统的深度运用,电脑自动撮合的集中交易机制的快速建立,以及随后得以引进和确认的强制指定交易、净额结算及货银对付等规则,无不反映出监管者和政策制定者对市场效率和安全的高度关切,而无纸化背景下投资者利益保护问题则很少引起关注。^⑤ 事实上,“中国无纸化证券市场的监管制度并非依靠某种公平性理论而建立起来的,它的背后是复杂的利益格局”。在强行推进无纸化的过程中,虽然效率目标占首位,但是在根本上没有考虑投资者对实物证券持有的需求和感觉。在无纸化证券市场中,不对称资讯是投资者保护中一项基础理论,投资者在不断转手

^④ 参见香港证监会:“有关监管证券及期货的网上交易咨询文件”,载 <http://www.hksec.org.hk/chi/bills/html/online-c.doc>,2010年4月24日最后访问。

^⑤ 转引自冯果:“中国大陆证券无纸化之立法实践及问题面向”,载《月旦财经杂志》2010年第23期。

交易证券的过程中,不但会遇到来自外生性不对称资讯^⑥的困扰,更加难以辨别和预防的是信息披露不完全或不及时、内幕信息交易、操纵市场、网络欺诈等内生性不对称资讯风险。这使得无纸化证券市场环境中到处充斥着信息的不安全隐患,虚假陈述与诱导性投资消息,以及超链接中的诈骗陷阱随时可能被误认为是可靠投资,而网络的应用以及证券电子信息披露的不完善,又使内幕交易者隐藏得更深入,从众心态的中小投资者在投机情况下就往往陷入其中。然而作为自律监管的证券交易所既是证券市场的市场主体,又是证券市场的监管机构,从一个“经济人”的角度出发,为了寻求作为市场主体的自身利益的最大化,证券交易所对投资者的保护很难得到充分实现,对于证券监管的成效值得担忧。

(四) 网络证券交易风险进一步扩大

在无纸化证券交易中,存在网络证券交易系统风险和信息安全风险。网络证券交易风险包括操作性风险、技术性风险、外来侵入者的风险。具体说来,操作性风险一方面来自于投资者由于缺乏网上操作经验造成的不当风险。另一方面是账户信息被盗之后,假冒者进行网上交易导致的投资者经济损失。技术性风险指在无纸化证券交易过程中,由于投资者、网络服务商、网络券商的电脑、网络软件或者硬件故障导致的损害,包括投资者电脑系统故障、感染病毒无法下达委托指令或者委托失败,重复或错误地发送交易指令造成的损失,网络券商的设备故障,交易系统故障、通信线路繁忙、服务器负载过重无法进入交易系统,互联网故障导致的委托指令延迟、错误等。外来侵入者风险是指第三方或者侵入投资者电脑,或者截取投资者网上传输过程中的交易指令,或者攻击证券公司进行网上证券委托业务的服务器,以窃取投资者相关资料和信息,阻碍投资者交易。信息安全风险主要是指信息不对称和信息披露不到位。从信息发布的根源上讲,公司发布股票信息时会竭力陈述对其发展有利的资本状况和预期市场计划,尽可能掩饰公司内部

^⑥ 外生性非对称资讯,指交易对象本身所具有的特征、性质与分布状况等。不是由当事人行为造成的,在某种程度上是一种原始的、本质的必然结果。比如合同订立之前标的物的状况等。

资产、人事、机构协调上的矛盾,因此对于即将要发布的信息,公司在按照法律规定的情况下都是经过慎重选择的。投资者不可能仅从获得的部分披露信息中完全了解该证券的所有信息,每笔投资都有风险性。具体到信息披露上,在发行市场中,一些发行人和中介机构进行虚假包装,制作含有欺诈、严重误导、重大遗漏的招股说明书;在交易市场中机构大户、证券商从事内幕交易、市场操作屡见不鲜;在上市公司发布虚假、误导性信息或者故意隐瞒真实信息,这样使投资者在获取资讯的源头上就遭到欺诈的危险,更不用说信息传递过程中出现的错误扭曲、虚假宣传、夸大增利的情况。网络证券交易系统的风险监管问题在刚过去的金融危机中充分暴露出来,为维护无纸化证券交易市场的稳定发展,证券监管必须结合网络交易风险的新形式,加强证券监管改革。

二、无纸化证券监管制度比较法考察

(一) 美国无纸化证券监管制度

1. 完备的法律监管体系

在美国,无纸化证券交易监管理论已经比较成熟,法律体系比较完备。首先,处于基础地位的是美国证券交易中的四大法律,即1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1940年《投资公司法》以及1940年《投资顾问法》,规定既适用于传统证券交易,也适用于无纸化证券交易。此后美国国会还不断修正以上四项法律,1968年国会通过了威廉斯法(并于1970年进行修正),授权证交所管理公司接管活动;1984年的《公司内部交易制裁法令》和1988年的《内部交易与证券欺诈实施法》,对证券交易法禁止公司内部交易的规定进行了补充,增加了刑事处罚等内容。1986年国会通过《政府证券法》,以修正1934年的《证券交易法》,加强了对政府证券交易的管理。其次,作为电子商务的内容之一,无纸化证券交易必须遵守与电子商务有关的各项法律,包括《统一计算机信息交易法》、《统一电子交易法》、《全球及全国商务电子签名法》,还包括电子隐私权法案。针对无纸化证券交易中的特殊问题,SEC还根据国会的授权展开了一系列的立法活动。

2. 详尽的具体监管制度

美国无纸化证券交易监管的法律庞杂而详尽,按照监管对象的不同分类,可以分为对证券网络券商的监管、对网上证券交易系统的监管、对证券网站的监管和对其他证券中介的监管;依据监管证券行为的不同,可以分为对无纸化证券发行行为、网上委托交易行为、网上信息披露行为和网上证券欺诈行为的监管。笔者下文中从主体监管和行为监管两方面入手,仅仅介绍对网络券商、无纸化证券交易系统以及网络欺诈行为和无纸化信息披露的监管规则,其他方面有待以后研究。

(1) 对网络券商的监管

网络券商是指设立网站,利用网络从事证券业务的券商。^⑦从目前世界范围来看,对于网上证券商的监管已经是证券市场无纸化监管的主要内容。

美国对于券商监管的法律规定已经相当完备,主要的基本法律有1933年《证券法》和1934年的《证券交易法》,同时SEC又颁布了一系列的条例规则加强监管力度:第一,网上券商在向投资者提供有关交易和作出决定的信息时必须履行适当性义务。“适当性义务”要求网上经纪商在向顾客推荐某种证券时应有充分的理由支持,网上经纪商的注册代表在提出每一项建议之前,必须了解客户的财务、税收状况、投资目标及其他资料。对于1999年SEC在关于网上券商的研究报告中表明,满足以下条件的“推荐”应当履行“适当性义务”:首先,必须是券商主动向投资者提供个人服务;其次,投资者必须清楚地知道自己的风险承担能力;最后,投资者应当知道网上券商提供的咨询建议于自身风险能力之间的差异。^⑧第二,禁止网上券商进行欺诈性广告行为。对此SEC和NASD都采取了相关措施以保证网上经纪商的广告内容公平、平衡和不具有误导性,比如NASD制定的Rule 2210(d)1。第三,网络券商在执行客户指令时承担最佳执行义务,券商在为投资者进行一宗交易时,必须寻求在现有状况下有利于客户的方式执行客户的交

^⑦ 参见齐爱民、冯兴俊等:《网上证券交易法律问题研究》,武汉大学出版社2004年版,第35页。

^⑧ 参见侯贝贝:“美国网上证券交易监管法律制度研究”,暨南大学2007年硕士学位论文。

易指令。同时,网上券商还必须保证其具有足够的系统容量,使系统具备最大的交易能力,公司内部采取网络安全措施对员工进行互联网操作的监督。SEC认为互联网技术并没有改变券商的“最佳执行义务”,而且券商还要定期进行严格执行网络系统质量评估。

(2)对网上证券交易系统的监管

网上证券交易系统是网络与证券市场结合的又一新生产物。一般包括网络公告牌(Internet-based bulleting boards)和另类交易系统(Alternative Trading System, ATS)。对于网络公告牌的监管,SEC认为一般不应将其按照经纪商—交易商的标准进行登记监管,但是当它的主办方过度参与到网上证券交易中并收取类似佣金的费用时,其实质已经转变为一个经纪商—交易商的角色时,就应该注册登记进行严格监管了。对于另类交易系统,又称替代交易系统,其实质是指一种以互联网为基础的,依据一定规则自动聚集并撮合投资者委托买卖证券指令的电子交易系统。它是众多经纪商—交易商的混合物。对此,SEC在1998年12月颁布的《ATS条例》中规定,对ATS进行分层次的监管体制,允许其根据交易数量和交易行为选择登记为国内证券交易所或者经纪商—交易商。这样对于网上证券交易系统的不同情况采取灵活的监管方式,为ATS进一步发展奠定基础。

(3)对网络欺诈的监管

美国证券监督委员会SEC对运用网络进行证券欺诈的行为进行了归纳和总结,一般来说证券网络欺诈分为三类:发行欺诈(offering frauds)、市场操作(market manipulation)和非法利诱(illegal touting)。在美国1933年《证券法》和1934年《证券交易法》中都有部分反欺诈的条款。《证券法》第17节(a)对于反欺诈做了原则性的规定:任何发售要约或销售证券的人,如果他们在使用州际商业交通或通讯工具或信函时,直接或间接地进行下列行为都是犯罪,该条款适用于所有证券销售行为,因此被称为反欺诈的“祖父条款”。同时规定,推介或劝诱投资者购买某种股票时,必须充分揭露其因推介行为得到的利益,否则违法。此条称为“反劝诱条款”。《证券交易法》第9节和第10节从不同角度对证券欺诈行为作出规定,范围不限于交易所上市的证券,也包

括场外交易的证券,适用于操纵市场的行为,也适用于其他欺诈行为。^⑨

联邦法律与有关的判例、各州立法、SEC 的条例规则和自律组织的规范性文件共同构成了美国规制网上证券欺诈行为的法律框架。在上述法律规定的基础上,SEC 针对网上证券欺诈呈现的新特点,在监管对策上进行了调整:第一,加强对投资者的教育宣导工作,提供“投资者警示”服务,描述证券欺诈的种种类型。第二,进行在线监督,经常组织雇员对网络上的欺诈信息进行扫荡。第三,SEC 有权针对网络证券欺诈行为提起诉讼,触及刑律的可以将有关案宗移交司法部,维护投资者对网上证券交易的信心。^⑩

(4) 无纸化证券信息披露制度

信息披露制度是证券市场稳定发展的重要基石,是法律强制要求上市公司按照规定公开有关信息和资料,以便投资者获得充分的信息资料,作出正确的投资判断的一系列法律制度。证券的无纸化发展使证券信息的任何相关信息可以在瞬间到达世界各地,直接影响证券市场的交易价格,所以对于无纸化证券信息披露的法律监管要更加及时和谨慎。

无纸化证券信息披露包括:无纸化证券发行信息披露和无纸化证券发行后的持续信息披露。无纸化证券发行的信息披露是指证券发行人为了出售所发行的证券,依照法律规定的条件和程序通过互联网向投资者发布相关的信息。在很多信息披露文件比如电子招股说明书中常常会出现超链接。超链接是无纸化证券发行中常遇到的难题。超链接使投资者从一个网站直接连接到其他一系列相关联的网页上,对此类网页上的信息责任需要根据具体情况作出认定。SEC 对此采取一种叫做“电子信封”的理论,在公司股票公募期间,如果公司在其网站上公布的招股书中包括了另一网站的链接,则被链接的网站的内容可能被视为与招股书在“同一信封”内,效力等同于招股书本身。建立链接

^⑨ 参见侯贝贝:“美国网上证券交易监管法律制度研究”,暨南大学 2007 年硕士学位论文。

^⑩ 转引自廖焕国:“美国网上证券交易的法律规制——以网络功能为视角的透视”,载《学术界》2006 年第 118 期。

者是否对于链接负责,一般首先考察建立者是否卷入了该信息的准备,如是则有责。其次,要看建立链接的文档是否独立。另外,如果建立者明确提示用户正在离开该网站时,可以相应免责。无纸化证券发行后的持续信息披露主要包括法定披露义务和主动披露义务,主要披露上市公司的定期报告和重大事件信息披露报告等。纽约证券交易所在其《上市规则》中专辟“重大信息披露及申报”一章,详细说明了上市公司披露相关重大信息的时间点;明确上市公司在将相关资料向社会公众公布时,应同时向股东报告相关信息;还列举了上市公司应向纽交所通知及申报并向社会公开披露的25项重要事宜。在美国,上市公司对其网站上发布的信息分为“事实性声明”和“预测性声明”,对于前者法律要求公司负有核实义务,确保内容真实、完整、及时,并且要求对此内容持续更新,如有错误及时更正。对于“预测性声明”上市公司应本着谨慎的原则,公布信息应有合理基础,如果事后被认为是“过于乐观的”,则有可能被认定为误导。

3. 美国《2010年华尔街改革和消费者保护法》中金融监管改革新规定

针对金融危机中美国证券市场监管体制所暴露出的诸多问题与弊端,奥巴马政府通过立法的方式推进新一轮的美国金融监管机制改革。2010年7月21日,美国总统奥巴马在里根大楼签署了《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法》(以下简称《多德—弗兰克法案》),美国金融改革正式启动。综观《多德—弗兰克法案》,涵盖内容非常广泛,可以概括为五大方面:建立新的监管协调机制;强化对系统性风险的监管;加强金融产品消费者保护;将“影子银行系统”纳入监管框架和加强证券衍生产品监管。其中加强系统性风险监管和金融产品消费者保护是其两大支柱性内容。以下略述三方面:

(1) 建立新的监管协调机制。为改变多头监管下的“监管重叠”和“监管空白”痼疾,美国金融监管改革中成立新的金融稳定监督委员会(FSOC)。该委员会由财政部牵头,其成员包括财政部长、美联储主席及7家金融监管机构的高级官员,主要职责在于识别和防范系统性风险。对于存在系统性风险的金融机构,法案要求更高的资本充足率、杠杆限制和风险管理要求。改革后美联储不仅名义上拥有消费者金融的

监管权力,而且将拥有监管系统性风险的职能。法案还设立了新的破产清算机制,在超大证券等金融机构经营失败时,对其采取接管、拆分、清算等安全有序的破产清算程序。认真分析可以看出此项法案给予美国监管机构极大的“相机处置”的决策权,设计的初衷是给它们一定的灵活度,根据国际政策协调制定具体规定,也达到避免跨国监管套利的目的,但这也带给新的监管当局膨胀的权力,甚至是巨大的寻租空间。我国在无纸化证券监管中既要注意各个部门职权之间的协调,也要形成有效的制约机制,防范监管内部新的矛盾风险。

(2)强化对系统性风险的监管。《多德—弗兰克法案》提高了监管及审慎性标准的要求。为降低系统性金融风险,美联储应当根据FSOC的建议或自行对并表资产不低于500亿美元的银行控股公司和受美联储监管的非银行金融机构制定一套审慎监管标准,在极端的情况下,对某些被认为“大而不倒”的大型金融机构进行清算安排。这些审慎监管政策包括:设置最低资本充足率和最低杠杆率指标、加强风险管理、危机处置规划定期报告制度、设置集中度限制、定期压力测试、设置短期债务限制、计提应急资本、加强流动性要求、强化公共信息披露。更为重要的是,为防范系统性风险,FSOC将获得“先发制人”的监管授权,即在2/3多数投票通过后,可批准美联储对大型金融机构强制分拆重组或资产剥离,同时可以直接否决大型证券金融机构间相互购并申请。为了防范证券系统性风险,还要加强金融衍生品监管。该法案特别加强了对场外交易(OTC)的衍生产品和资产支持证券等产品监管,重要内容包括:将大部分场外金融衍生产品移入交易所和清算中心;要求银行将信用违约掉期(CDS)等高风险衍生产品剥离到特定的子公司(银行可保留常规的利率、外汇、大宗商品等衍生产品);对从事衍生品交易的公司实施特别的资本比例、保证金、交易记录和职业操守等监管要求。为防止银行机构通过证券化产品转移风险,要求发行人必须将至少5%的风险资产保留在其资产负债表上。

2009年5月26日,我国《证券公司分类监管规定》正式实施,中国证券业迎来了“以证券公司风险管理能力为基础,结合公司市场影响力”的分类监管时代,建立证券系统性风险监测长效机制必须从预警方法、预警指标、预警模型、制度安排与管理信息系统等方面入手。有

关学者提议由人民银行牵头建立一套危机跟踪监测指标体系,及早做好相应预案准备,积极稳妥地应对未来的危机。

(3)加强金融产品消费者保护。美国金融监管改革法案的一个亮点就是创立了消费者金融保护局,保证美国消费者在选择证券等金融产品时,得到清晰、准确的信息,杜绝隐藏费用、掠夺性条款和欺诈性做法,加强信息披露保护的力度。一是制定新的严格规定,以保证投资顾问、金融经纪人和评级公司的透明度和可靠性。针对信用评级机构,新法案在 SEC 中成立投资者顾问委员会和投资者保护办公室,每年提供监管报告;对评级机构要求更完全的信息披露,包括评级公司的内部运作、评级方法、历史表现、报酬来源,等等;降低评级公司与被评级机构和承销商间的利益关联度,在评级公司人员跳槽至客户方时实施离职审查;允许投资者对“恶意和轻率”的评级行为提起诉讼;鼓励建立内部信用评级标准,降低监管方和投资者对评级公司的依赖。二是在高管薪酬问题上为股东提供更多的话语权,包括使用代理人参与董事选举、对管理层薪酬有建议权,但不构成强制约束;要求董事会下的薪酬委员会完全由独立人士组成;允许监管机构强行中止金融机构不恰当、不谨慎的薪酬方案,并要求金融机构披露薪酬结构中所有的激励要素。三是要求 SEC 修正私募基金享有的“安全港”豁免。修改 100 万美元净资产的测试方法,将投资者主要居所的价值排除在外;授权 SEC 至少每 4 年一次调整与净资产的测试方法无关的测试个人是否具有合格投资者地位的门槛,这些变化将减少本可能成为“合格投资者”的投资者数量。我国必须面对全面金融监管时代的来临,树立从严、全面监管的理念,重新审视我国的金融监管体制,首要任务就是加强对投资者与消费者利益的保护,防范金融欺诈。次贷危机的教训之一,就是忽视证券消费者权益保护,误导甚至欺骗消费者,从根本上破坏了社会消费基础,积累了系统性风险,最终引发金融危机和经济衰退。

(二) 欧盟证券无纸化监管制度研究

1. 欧盟无纸化证券监管制度的法律基础

欧盟对证券业的监管与欧盟统一证券市场的趋势相辅相成。1979 年 3 月,欧盟货币体系(EMS)正式成立,EMS 的建立和运行为欧盟证券市场走向一体化打下了良好的基础。在监管的法案和政策方面,欧

盟通过了一系列的指令和报告,其中包括1993年通过的《投资服务指令》,确定证券服务市场单一执照体制,排除各成员国内部对于其他成员国的歧视政策,促进欧盟证券市场的统一。2000年通过《金融服务行动计划》,目的在于消除跨国金融服务的限制壁垒,优化金融市场提供基础条件,促进欧盟国家间金融市场的发展和融合。2001年通过的《欧盟委员会关于欧洲证券市场监管的最后白皮书》是关于证券市场监管改革的重要报告,在对欧盟证券监管法治进行评价的基础上,提出金融监管改革的详细建议。2004年欧盟又出台了被称为欧盟监管宪章的《金融工具市场指令》,更新欧盟证券服务市场的法律监管体制,加强对广大投资者的保护力度。

2. 无纸化证券监管体制和制度结构

在欧洲,无纸化证券比较发达的国家以英国和法国为代表,实行不同的监管体系。从证券市场监管的类型上看,英国是“自律监管”的典型代表,强调“自我监管”、“自我约束”。证券业自我管制系统分为两个层次:第一层次是证券交易所的监管;第二层次由证券交易法协会、收购与合并问题专门小组和证券业理事会三个机构组成,其他政府机构如贸易部、公司注册署等也实施相应的监督管理。法国对证券业的监管既强调政府的直接干预,又注重自律机构的自律监管。法国对证券业监管的主要机构有证券交易所监管委员会、证券经纪人协会和证券交易所协会三家。证券交易所监管委员会是法国证券业实施监管的最重要的机构。法国交易所运作委员会(COB)建立了“互联网监察部”,该部门由多名检察官组成,主要是追踪网上证券欺诈和在财经论坛上的虚假信息传播;^①监管机构网站的投资者教育和权利保护活动内容丰富。英国证券监管、金融服务权威机构的网站上都有各类专门的“消费者帮助”栏目,从消费者的角度出发,为他们提供各种不同金融产品和金融服务的解释和介绍,证券信息来源可靠性和如何解决证券交易中的困难等。^② 欧盟委员会提出建立对银行、证券和保险业实

^① 参见叶林:《证券法》,中国人民大学出版社2008年版,第33页。

^② 参见李东方:《证券监管法律制度研究》,北京大学出版社2002年版,第91~92页。

行统一监管的单一金融监管机构,以便明确责任、改进管理、降低成本、增加透明度。《拉姆法路西报告》中的拉姆法路西框架成为欧盟进行监管协调的主要依据。在监管机构方面,欧盟开始设立多边监管委员会对无纸化证券市场进行监管,包括一个独立的咨询机构即欧洲证券监管委员会,一个专门的部门监管委员会——欧洲证券委员会,提出关于证券监管的政策性建议,并可经由共同决策获得对市场的监管执行权。在证券发行上市和信息披露、内部交易、上市公司收购等具体制度方面,欧盟颁布了一系列指令,以为欧盟统一证券市场的形成提供非常完整的制度保障。

3. 欧洲联盟金融监管改革新发展

首先,2009年6月19日,欧盟理事会通过了《欧盟金融监管体制改革》方案,提议从宏观和微观两个层面设立四个金融监管机构,已形成泛欧金融监管的体系。

(1)宏观层面:建立宏观监管机构。宏观方面的监管部门是欧洲系统性风险委员会(ESRB),其职能为宏观性地监控整个欧盟包括证券市场在内的金融市场可能出现的风险,并在重大风险出现时及时发出预警,在必要时提出包含应对措施的意见。宏观审慎监管建立在中央银行承担着最后贷款人的职能的基础上,并将在整个金融监管体系中发挥核心作用。当ESRB进行综合评析后,觉察到有发生证券金融风险的可能的,就会向风险所涉及的某一成员国发出通知,如果被通知者同意ESRB的评估,就必须及时采取措施应对风险。若不同意评估结果或者不采取行动,必须提出合理的理由,ESRB对理由进行审查,如果认为不成立就会交由欧盟理事会处理。

(2)微观层面:微观审慎监管。微观层面上的监管改革指的是组建欧洲证券监管体系,在欧盟层面上,将原先欧盟层面的银行、证券和保险委员会升级为欧盟金融监管当局,新的欧盟金融监管当局的职能在原先监管委员会的咨询职能的基础上作出具有实质性内容的扩充,制定具有更高趋同性的金融监管规则。微观审慎监管者掌握着金融市场和金融公司的各种信息,从而拥有评估金融风险的重要话语权。但是欧盟金融监管当局缺少让各微观审慎监管者对跨国金融机构作出最佳监管决策的机制,欧盟各成员国监管当局之间缺乏足够的合作和信

息交流,在应对欧洲共同的问题方面,各成员国往往各行其是,对同一法律问题也往往作出不同解释。“欧洲金融监管者体系”将努力克服这些缺陷,为欧洲统一的金融市场提供有效的监管服务。

(3)全面加强证券等金融机构风险管理,加强对投资消费者的保护力度。消费者对金融产品的持续购买能力和日益增长的、多样化的金融消费需求,是推动金融总量扩张和金融结构优化的不竭动力。欧盟委员会通过了新的关于进一步修改《资本金要求指令》的提案,这次提案提出了有关交易账户和再证券化的资本金要求的改革,以及再证券化风险披露和薪酬政策,要求所有为欧盟境内金融机构提供信用评级服务的机构必须获得欧盟监管机构的营业执照,在治理结构上,加强内部评级质量监控,还提出了关于流动性风险管理的30条原则性建议,加强对信用评级机构和对冲基金以及私人股权基金透明度的监管。要使中国在国际金融市场竞争中有所作为,就必须对消费者金融产品和服务市场实行严格监管,促进这些产品透明、公平、合理,使消费者获得充分的有关金融产品与服务的信息。

(4)加强欧盟成员国之间的监管合作。欧盟成员国之间的监管合作在备忘录中要求公共资源的分配原则,在动用财政资金等公共资源的情况下,在平等的基础上,按照金融危机对各国经济冲击的程度以及母国和东道主国家的监管权力分配,来决定相应的公共资源支出的分配;成立跨国稳定小组,建立跨国合作机制。欧盟监管体系如能如期运行,必将对全球金融监管机制的演变产生重大而深远的影响。

其实,在欧洲联盟各国中,英国一直是无纸化证券交易市场的领军者,2009年的金融监管改革法案具有重要的代表性意义,以下将对英国这次金融监管改革制度进行简略介绍。

2009年7月8日,英国财务部长达林发布了名为《改革金融市场》的英国金融监管改革白皮书,主要分析了全球金融市场现状、现有应对危机的措施以及导致危机爆发的根源,并在此基础上提出了一系列改革方案。

《改革金融市场》方案主要从以下几个方面维护和完善英国金融市场的稳定:第一是继续保持英国央行、英国金融服务监管局和财政部组成的英国式金融监管模式“三驾马车”不动摇,将加大英国金融服务

监管局在制定金融监管规则方面的权力,提出建立一个新的金融稳定理事会(Council for Financial Stability, CFS),全面负责监控金融业的风险和稳定。金融稳定理事会将替代原有的常务委员会参加三大机构定期会商,报告并讨论与系统性风险和金融稳定相关的问题。金融稳定理事会的目标是分析和调查英国经济金融稳定中出现的风险,在出现重大风险时能够协调三方采取干预行动。该理事会每年定期召开会议,讨论系统性风险的评估并考虑需要采取的行动,定期发布一些重要的出版物,如半年度的《金融稳定报告》以及《金融稳定理事会年度金融风险展望》,以表明其态度和观点。^⑬ 第二是规定英国政府有权在存款机构出现严重危害金融稳定的风险时对其进行国有化。第三是提出防控大型金融机构的全新风险的四项措施:加强市场纪律、加强监管、金融机构提前制定应对倒闭风险预案和改善证券化产品和金融衍生品市场架构。第四是提出“谁犯错谁买单”的过错原则,以保护纳税人利益,解决金融体系风险的成本来源问题,表示要完善2001年推出的金融服务补偿计划(FSCS),进行更充分的事前融资。第五是保护消费者利益,确保竞争开放的市场。《改革金融市场》白皮书提出必须要确保消费者能够充分获得其所需的金融服务;金融机构应该为各类消费者提供易于理解的具有高透明度的金融产品;对于给大量消费者造成损害的金融服务和产品,消费者有权提起代表诉讼,向提供这些金融服务和产品的金融机构追讨损失。第六是强调金融监管的国际合作,尤其是欧洲金融监管合作的措施:通过统一的监管标准和措施来提高各国金融监管的水平,防范监管套利所带来的金融风险;加强以金融稳定委员会(FSB)为核心的国际金融监管架构的建设,更有效地在世界范围内确认和防范潜在的金融风险;加强跨境监管合作和国际金融风险预警系统的建设。

(三) 国际证券监管组织(IOSCO)对证券无纸化监管的建议

国际证券事务监管委员会组织(IOSCO)先后三次在1998年9月、2001年6月和2003年针对网上证券交易的相关问题进行研究,对无纸

^⑬ 参见“欧美金融监管体制的改革动向及对中国的启示”,载 www.npc.gov.cn, 2010年3月26日最后访问。

化证券时代下网络证券欺诈、信息披露制度、跨国监管等问题提出了基本原则和很多具体建议。在第一次报告中,IOSCO 确认了无纸化证券监管的三项一般性原则:“保护投资者;证券市场公平、有效、透明;减少系统风险。”对于网络证券欺诈方面^⑭建议要求各国主管机构和自律机构应提供可能的网络欺诈活动资讯,提示投资者谨防欺诈,比如,在主管机构本身的网站或者投资者经常浏览的网页粘贴有关虚假信息、诈骗者惯用伎俩等的警告和通知。同时鼓励投资者积极举报证券欺诈行为。在第二次报告中,^⑮对网络证券欺诈的成因以及其所使用的工具进行了研究,发现主要是允许多数套捆着参与的网络讨论区,如聊天室,BBS,社区论坛等。IOSCO 根据各种讨论区的不同形式提出了分类别区分监管措施,还建议各国证券监管机构利用网络加强彼此的合作,联合进行对非法网站的清查。例如,2000年3月和2001年4月进行大规模的网上冲浪日,通过各国证券监管机构在约定的日期同时对网上与证券有关的网站进行拜访,力图及早发现网络证券诈骗活动。在第三次报告中,^⑯对网上执法提出建议性要求,对于网络服务提供商订购的信息以及通信数据至少应该保存90天以上,监管当局应该在技术层面上对其人员进行培训,以便于调查和起诉通过网络进行证券欺诈行为。

IOSCO 在无纸化证券信息披露法律监管方面,第一次报告中强调在制定证券法规是应遵循下列原则:第一,证券监管的基本原则不应因媒体的改变而改变;第二,监管者不应该对市场参与者和市场对互联网的合法使用进行不必要的干预;第三,在如何将法规适用于互联网环境时,管理者应该为透明度和一致性努力;第四,监管者应该合作和分享信息来有效地监察和保卫无纸化证券活动;第五,监管者应该认识到电子媒介及其使用是不断发展变化的。根据以上目标和原则,IOSCO 还

^⑭ IOSCO, *Report on Securities Activities on the Internet I*, <http://www.iosco.org/library/pubddocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>, 2010年3月24日最后访问。

^⑮ See IOSCO, *Report on Securities Activities on the Internet II*, <http://www.iosco.org/library/pubddocs/pdf/IOSCOPD102.pdf>, 2010年3月24日最后访问。

^⑯ See IOSCO, *Report on Securities Activities on the Internet III*, <http://www.iosco.org/library/pubddocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>, 2010年3月24日最后访问。

对无纸化时代的信息披露提出了建议性要求:^①首先通过网络进行的发行广告例如招股说明书、电子路演等,现有的反欺诈条款应适用于所有证券和金融服务业的发行和广告,无论发行和广告所采用的媒体如何。其次经过网络进行的信息披露和其他文件的传递,监管机构应确保互联网上是证券发行人通过互联网提供的发行材料信息与传统的、以书面形式提供相同,以便于投资者进行风险分析和投资价值评价。最后对于无纸化证券披露信息的保存,IOSCO认为对金融服务提供者数据资料记录保存的要求同样适用于网上交易。在第二次报告中,涉及信息披露的部分就是超连接问题,^②IOSCO认为在一定情况下,发行人和证券中介机构是否使用了超链接应考虑以下6个方面:第一,是否有对超链接的免责性声明。第二,是否有对投资者离开市场主体网站页面时的提示。第三,嵌入技术的应用。第四,第三方是否给予市场主体支持或补偿。第五,市场主体在向证券监管机构报送的文件或向投资者公开的文件中是否嵌入超链接。第六,市场主体是否指明该超链接。

此外,在IOSCO出具的研究报告中对跨国交易和国内交易始终作为两个并行部分加以阐述,对于跨国网上交易首先涉及的管辖权问题,它认为需要各国的证券监管部门甚至各国政府之间的协调与合作来解决。即便管辖权问题得到了解决,一国监管机构对跨国交易行为的监管也需要其他国家监管机构的协助。所以,在网上交易的监管上离不开国际合作。

(四) 境外无纸化证券监管对我国的启示

本次全球金融危机及之后主要国家和地区进行的证券金融监管改革对中国有着重要的启示意义。客观而言,目前我国金融体系是特定经济与社会发展阶段的产物,随着我国经济的进一步发展,人们对于证券金融服务多样性需求的日益增长,证券金融体系必将更为开放,证券市场也将更为活跃,从而对证券金融监管提出了更高的要求。我们要继续坚持全面覆盖的监管理念,在有条件的情况下成立证券金融监管

^① See IOSCO, *Report on Securities Activities on the Internet I*, <http://www.iosco.org/library/pubddocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>, 2010年3月24日最后访问。

^② See IOSCO, *Report on Securities Activities on the Internet II*, <http://www.iosco.org/library/pubddocs/pdf/IOSCOPD102.pdf>, 2010年3月24日最后访问。

局,建立统一监管体制,也需要根据金融发展的需要和金融市场、机构、产品的风险水平,采取不同强度的监管措施,完善多层次的监管体系;协调鼓励金融创新和防范衍生品的风险的关系,实行严格的市场准入监管,把资质低下的交易主体排除在衍生品市场之外,加强对上市交易证券金融衍生产品合约的审批,从总体上把握交易风险和交易总规模;建立有效的金融控股公司防火墙及风险预警机制,监管机构应定期向证券金融机构进行风险提示,对风险暴露较多的金融机构采取双边会谈的形式予以风险预警。具体的设定需有选择地借鉴《新巴塞尔协议》并结合我国的实际混业经营发展的程度,有效地控制金融风险;将保护投资者利益作为监管目标之一,实现无纸化证券监管信息的联通与共享,^⑨完善国际无纸化证券监管合作,在双边、多边监管合作中对信息共享及信息使用方式等方面进行加强,并构建我国金融监管机构同国际证券金融监管机构间信息共享和合作机制,以促使我国证券金融市场向规范化、法制化、国际化迈进;我国对无纸化证券监管的电子信息监控系统与发达国家相比相差甚远,网络环境下执行监管的专业人才欠缺,监管手段陈旧,只有更多地与国际发达国家进行沟通合作,才能保障中国无纸化证券市场健康发展。

三、我国无纸化证券监管制度的现状和制度构想

(一)我国无纸化证券监管现状和存在的问题

1. 无纸化证券监管理念墨守陈规

证券监管理念作为监管机关执行监管的指导思想和价值观念,与各国的历史文化传统有着必然的联系。我国长期受封建集权主义和封建等级观念的影响,政府主导证券市场的建立和发展,证券市场带有较为浓厚的政治色彩,在入世前,证券市场的监管理念可以概括为集中统一监管、强力敢于控制。证券市场承担着多种政治功能,重视政府监

^⑨ 参见“欧美金融监管体制的改革动向及对中国的启示”,载 www.npc.gov.cn, 2010年3月26日最后访问。

管,忽视自律机构对证券市场监管作用。虽然入世后我国无纸化证券市场监管的理念有了新的转变,是一种全面监管、补充制度短板的理念,并对自律监管进行了提倡,但是证券交易所作为最主要的自律组织和其他自律组织并没有切实的实现行业自律监管。

2. 无纸化证券监管体制需要改进

网络技术的进步,使投资者的投资行为和证券经营者的经营行为可以轻易地超越国界,以国界为基础的现有的证券监管体制面临着管辖权冲突的困境;技术推动所导致的金融混业经营的趋势不断加强,同时会对过去以分业经营为基础的监管体制形成极大的挑战;互联网所导致的证券交易所的全球竞争的加剧及公司化改造,则动摇着证券交易所的自律监管机制。对于无纸化证券中的超级链接问题,由于信息可在世界范围内获取,涉及网络侵权诉讼时的法院管辖权问题时,我国仅依据《民事诉讼法》和《侵权责任法》以侵权行为地和结果发生地原则确立管辖,新的管辖基础如网络服务供应商的位置和域名或网址注册地作为管辖权确定的原则尚未确立。

3. 无纸化证券基础立法不完善,制度规则有漏洞

我国的网上证券立法是伴随无纸化证券市场不断完善而发展起来的,《证券法》与中国证监会颁布的《网上证券委托暂行管理办法》和《证券公司管理办法》对网上委托交易和相关信息披露问题作出规定,是规范网上证券的重要法律规定,目前还没有一部规范网上交易的专门性法律。在无纸化证券交易中的主体市场准入问题、信用认证和身份识别问题、无纸化证券交易形式和效力及电子资金划拨问题以及监管部门的网络监管措施等多重问题,要求我们要尽快在法律上作出完善。在具体制度上,中国证券登记存管法律制度,在证券持有模式、证券登记的独立性、证券存管体制等具体制度都体现出与实际情况的不适应性。现有法律法规中没有关于上市公司自有网站的管理系统要求,对于发行人临时报告制度也未作明确规定,持续信息披露中信息不及时或者方式欠缺所带来的投资者利益损害风险承担规则以及民事责任承担上等等都有待进一步规定。

4. 交易过程信息不对称,披露制度欠完善

在无纸化证券市场上,由于投资者之间理性程度、知识结构、信息

技术分析能力、风险回避能力、流动性上的差别造成了他们对证券信息的敏感程度不同,获取的证券交易信息不对称。同时信息渠道较多,存在内幕信息、粉饰甚至虚假性行为,在网络媒介下这种风险如果没有得到慎重分析,就会加剧证券虚假信息的传染性,造成投资者的投资风险,严重的还可能造成整个证券业的危机。信息披露制度的建立就旨在实现信息的公开与公平,我国信息披露制度中存在很多尚未完善的地方,比如网络传输信息过程中,针对具体受众人的传输,往往会诱导其作出冲动的欠理性的投资决策;券商网站上以及电子招股说明书中的超链接技术问题,使投资者不能很好地理解招股说明书的内容或者产生误解,损失出现后的责任承担问题尚未明确。

5. 系统风险监管不到位,投资者利益保护未受重视

在我国目前的无纸化证券市场上,证券公司风险意识薄弱,重业务拓展而对风险估计不足、控制不力的情况仍普遍存在。特别是对新业务和金融衍生产品以及证券投资业务、资产管理业务,往往忽视了经验的欠缺以及决策和运营中收益与风险不对称对公司安全、稳健发展潜在的风险,以及产生了非理性高风险下获取短期高额利润倾向。董事会、监事会在风险控制决策和监督中信息获取渠道不畅,与经营层缺乏有效的沟通协调,使公司治理层面对风险控制决策和监督不力,难以为公司风险控制提供体制和机制保障。证券公司在风险识别、评估和控制方面,仅凭经验进行分析,欠缺采用国际通行的管理方法和工具对证券投资、创新业务或衍生工具进行风险对冲的实践和经验。

投资者想要进入无纸化证券交易,就必须通过证券公司或券商下达指令,委托他们进行证券交易,而券商是投资者资产的直接控制者,投资者对交易系统的风险往往也只能默认券商或者证券公司的格式条款,操作过程中权益很难得到保障。而证券登记结算机构在现有法律制度中极力撇清自己与投资者之间的法律关系,着力突出证券经纪商与投资者之间的法律关系,并强调这两者之间的权利纠纷并不影响证券登记结算机构自身的权利,否认投资者在证券存管中的法律地位和权利,本就处于弱势的投资者更加不幸。我国需要增强无纸化证券投资者的权益保护理念,制定更加完善的制度,维护无纸化证券市场的稳定健康发展。

(二)完善我国无纸化证券监管制度的构想

1. 转变无纸化证券监管理念,完善监管机制

首先,转变监管理念,实现监管手段变革。证券监管机构基于惯性和信息披露公平性等的考量,对网上证券信息披露采行“类推监管”,但“类推监管”仅是一种过渡性的监管理念,随着信息化时代证券信息披露技术的不断发展,证券监管机构必须将其监管理念重塑为“网络导向监管”,并以此构建信息化时代的证券信息披露制度,以更好地保护投资者利益。^②从规则监管转向目标监管、从机构监管转向业务监管、从局部监管转向全面监管。

其次,明确无纸化证券监管机制的不同模式,根据无纸化发展程度进行选择。无纸化证券监管机制分为分散式、集中式和折中式3种模式,分散式将无纸化证券交易的监管职权分别赋予原有证券监管机构的各个部门,将监管内容拆分。集中式则有一个网上专门监管机构对所有无纸化证券活动进行监管。折中式是指建立一个新的机构,负责一些联系性业务,而具体监管职能由原来各个监管机构享有。中国目前金融业的混业经营程度相对较低,采取的是“一行三会”监管模式。在混业经营的浪潮下,可以考虑在“一行三会”的基础上强化联席监管会议机制,使之上升为国家金融监管局,协调各个监管机构的职能,并对金融控股公司实行综合监管。^③同时,坚持以风险为导向的审慎监管,完善风险应对预案,持续关注与防范系统性风险和微观市场主体风险。

2. 完善无纸化证券监管的法律法规和自律文件

首先,要注意基础立法与专门性立法的协调建设。我们应该借鉴美国网上交易法律制度建设方面的经验,在《证券法》、《合同法》和《电子签名法》这些法律基础上,不断完善电子商务法律体系,加快无纸化证券交易的基础性法律的立法进程,特别是对电子支付法和网上个人资料保护法的制定。同时还要对《证券法》、《票据法》等现有法律进行

^② 参见冯果、武俊桥:“由‘类推监管’到‘网络导向监管’——论网络信息时代证券信息披露监管制度的建构”,载《现代法学》2010年第2期。

^③ 参见周晓宇:“次贷危机对我国金融监管的几点启示”,载《中国市场》2009年第22期。

修改完善,允许票据电子形式的支付和结算,解决现实交易中的法律冲突适用。

其次,证监会应对《暂行办法》等专门规范无纸化证券交易的法规和规章进行进一步补充。无纸化证券发展过程中,对于专门性的交易问题尚不能实现基础立法时,证监会应针对个别问题,制定相应的实用性规章,解决无纸化证券交易发展中出现的法律问题。

最后,提倡我国证券业自律组织制定内部守则。我国证券行业的监管分为政府监管和自律监管,目前来看政府监管为主,国家政策和决定对证券交易起重要影响,而且自律化监管也出现了公权化现象。证券交易所、自律性的证券业协会组织应该就网上交易服务对其内部人员制定一些自律规则和内部规定,提出某些倡议,约束证券从业者的行为。

3. 注重我国无纸化证券监管的制度创新

无纸化证券交易监管制度包括证券交易网站和跨国交易的监管制度、无纸化证券交易系统监管制度和无纸化证券交易信息披露监管制度,等等。下面仅从对无纸化证券交易主体、证券信息披露和无纸化证券交易系统三方面对相应监管制度提出完善建议。

(1) 明确和协调无纸化证券监管机构制度

首先要明晰对各个证券监管机构的职权范围,在实际监管中各监管部门和机构组织协调处理其职责范围,进行适当监管。我国现在实行的是政府主导型的集中统一证券监管体制,国务院证券监督管理机构自然就成为我国无纸化证券监管的核心,作为履行自律监管的中国证券业协会至今没有发挥多大的作用。从加强政府无纸化证券监管出发,可考虑在适当的时候提升“三会”的法律地位,改变其事业单位性质,列为国务院行政部门序列,独立行使行政机构的职责,由此不仅可以加强其独立性和权威性,吸引高素质人才参与金融监管,更有利于强化政府监管的职责、力度和提高监管质量。加强无纸化证券监管的协调,建立畅通的信息沟通机制,从更宏观的角度提升无纸化证券市场系统性风险的管理能力;促进无纸化证券市场的信息公开透明,为证券衍生品与服务设定行业标准,促进市场公平竞争的同时建立完善的无纸化证券监管体系,就必须做到政府监管与市场监督的有机结合,使二者

相互协调、相互补充,密切配合。

其次在完善具体监管制度上,设置合理的市场准入条件,建立资格认证规范交易平台,确立科学的识别机制和信用登记制度。更重要的是经过此次金融危机,我们对“问题券商市场退出法律机制”做更深层次的研究,建立问题券商退出的市场托管制度,实现由行政接管到市场托管的转变。减少政府主导型的行政重组,优化资源的配置,放行无纸化证券上市公司的自由市场并购,在问题券商无法起死回生的情况下建议遵守《破产法》,依法实现司法破产清算,防范证券金融法机构“大而不倒”的风险。

(2)完善无纸化证券电子信息披露制度

根据上海证券交易所研究中心的研究数据表明,在我国上市公司信息披露违规事件中,以“未及时披露公司重大事项”一类违规的发生频率最高,而且该违规还往往与“信息披露虚假或严重误导性陈述”相伴生,并为内幕交易滋生提供支持。面对我国目前无纸化证券市场信息披露制度存在不真实和不准确、披露制度不健全、可操作性差的问题,建议从以下几个方面入手改善:首先,加强会计信息披露监管,对公司业绩信息和关联交易信息一定要进行严格审查,发现有欺诈行为者要依法严惩。尽早引入民事赔偿制度,对发布虚假信息给投资者造成的损失应由上市公司予以经济赔偿。另外,为了提高上市公司信息披露的及时性,要从制度上规定他们加大信息披露的频率。^②在临时报告中实施实时信息披露制度,其内容可以包括对网上谣传的澄清、对网上公开内容的更新和保证证券产品网络宣传信息的合法完整性等。其次,对披露证券信息的网站实行许可制度,将授予许可证书的网站名单公布,限制证券披露网站的数量,规范其披露行为和内容,同时加强对网站网页链接信息的管理,以及对使用电子邮件、聊天室等聊天工具和BBS论坛等方式传播证券信息的行为要谨慎监管。最后,要加强完善对于重大事件的信息披露制度,对“重大性”的认定应从“股价敏感”向“投资判断影响”扩展,尽可能地明确数量标准或具体事项范围,以司

^② 参见侯林泉:“我国证券市场信息披露的问题及对策分析”,载《金卡工程经济与法》2009年第1期。

法解释的形式明确“未及时披露公司重大事项”的法律责任,要严格责任追究机制,严格执法,加大处罚力度。此外,有学者建议建立证券信息的电子化披露系统。对于我国证券信息存储和检索系统的构建应该建立在借鉴美国 EDGAR 系统、加拿大 SEDAR 系统和欧盟证券信息存储和检索系统的先进经验的基础上,由中国证券监督委员会负责监管,中国证券登记结算有限公司负责运营,建立以 XBRL 简明语言为架构的证券信息存储、检索和分析系统,实现证券信息的统一化,运用系统对证券信息进行分析、整理,避免信息的重复建设、资源浪费等问题,形成标准化数据平台,促进无纸化证券信息产业的形成和长远发展。^②

(3) 全面加强证券系统风险管理,制定证券交易风险承担规则

构建无纸化证券系统风险监管制度,具体来说除了要建立风险管理组织架构外,还要建立对证券投资、衍生产品等高风险业务的授权,须事前提供调查论证、投资规模、风险额度、风险手段、对冲措施等周密的可行性分析报告,以利决策,并加强对决策执行和权限管理的监督。证券公司风险信息系统要不断完善风险识别、反馈、控制的实时监控功能,使风险控制功能渗透到业务和管理的各个环节、涵盖所有风险点,实时增加和修正风险监测和预警指标,使信息预警系统充分发挥风险监测和预警作用。由公司高管层和有关监管部门对风险控制情况进行追踪、评估和处理,落实问责制度。开展风险导向的内部控制审计和评价,建立起事前、事中的实时监控评估与事后评价有效结合的风险控制体系,有效促进公司整体风险控制意识和水平的不断提高。无纸化证券交易风险承担方式可以有法定和约定两种方式。当事人在无纸化证券交易过程中可以依照自治精神,约定风险承担的主体和损失承担份额。在我国目前证券公司处于优势地位、投资者弱勢的条件下并不建议采取此种方法,但证券公司之间可以使用。建议制定如下无纸化证券交易风险承担规则:对于因投资者自身的原因造成的技术故障,应由投资者承担;对于网络券商电脑故障问题导致的投资者委托指令无法执行的风险,应由券商承担;对于委托指令、行情信息在传输过程中被

^② 参见张瑞彬:“海外证券信息电子化披露系统的发展及借鉴”,载《证券市场导报》2001年第10期。

篡改的风险,应依照“谁选择,谁承担”的原则处理;^②对于证券公司实施的窃用行为,应当由证券公司直接向投资者承担侵权责任;对于证券公司的员工实行的行为,首先由证券公司承担雇主责任,再由证券公司向员工追偿;而对于第三人侵权,如果券商确实可以证明是因为投资者过错造成的后果可以免责外,一般来说券商是要对第三人侵权负责的。因为不可抗力是双方都不能预见的原因,且都不能阻止该风险的发生,基于公平角度考量,应由更具有优势和经济能力的一方承担,也就是说在制度设计时应该更多地把风险承担分配给券商。

(4) 完善投资者关系管理制度,加强投资消费者的保护力度

投资者关系管理如同股市一样,相对于中国来说都是“舶来品”,具体是指建立上市公司与投资者之间沟通及时、相互信任的良好关系,通过信息披露与交流,促进上市公司与投资者之间的良性关系,并在投资公众中建立公司的诚信度,实现公司价值最大化和股东利益最大化。中国的资本市场从2001年开始,银广夏、东方锅炉、蓝田股份等先后爆出一大批上市公司财务造假等丑闻,引发了股市巨大震荡和市场恐慌,急切需要完善上市公司治理结构、强化公司股东意识、开展上市公司投资者关系、增强公司运作透明度,呼唤投资者关系管理制度的建立。最近几年我国投资者关系正在如火如荼地进行中,2005年7月证监会颁布了《上市公司投资者关系工作指导》,还编印《上市公司IR培训讲义》,每半年组织一次对上市公司董秘的IR(投资者关系管理)资格培训,并在上海证券交易所的网站上增设了专门的投资者关系网页。但是面对仍然处于被动的投资者关系,我们需要从根本上完善公司治理结构,倡导股东主义,提高股权意识;结合诚信建设,拓宽投资者关系管理渠道;增强公司透明度,完善信息披露制度;还要逐步在部分有实力的上市公司成立投资者关系管理的专门部门,培养投资者关系管理的专门人才,推动投资者关系管理的发展。

在加强对投资者的教育方面,要注意传授给中小投资者更多有关投资知识和投资经验,培养网络证券交易技能和理性的投资理念,投资

^② 转引自周睿:“无纸化证券交易法律问题研究”,华中师范大学2009年硕士学位论文。

者了解相关证券投资风险,维护自身投资权益;建立保险机制,完善投资者基金制度。美国在这一方面的经验很值得借鉴,网上证券商为客户的每个账户免费提供上亿元的保险以消除客户的疑虑,其中部分保险是美国政府为每个资金账户提供的现金险,其次是美国证券投资者保护公司为每个资金账户提供的一定数额的保险,其中包括现金险。我国证券监管机构也应要求网上证券交易的控制者为投资者的利益投保一部分保险,以减轻交易系统在遭受黑客、病毒攻击或者其他不可抗力灾害时对投资者权益的损害。同时要求发行人在某些情况下应披露该证券的信用等级,鼓励投资者建立群体内部的某种信用评级标准,降低投资者对评级公司的依赖;鼓励投资者针对不法行为提出检举,建立咨询的互动系统或者设立投诉电话、网站,使投资者对资讯提供方是否合法披露得以监督,并对举报人士进行奖励,及时解决好投资者的反馈问题;同时,注重投资者在上市公司中的股东地位,使其对高管人员薪酬结构和标准具有话语权,包括使用代理人参与董事选举、拥有不具约束力的投票权,等等,实现有效约束。

(5) 加强与各国证券监管机构的国际合作

互联网提供了没有国界的虚拟空间,也使网上交易打破了证券经营机构物理地域上的限制,不同的证券商在网上连结成交易联盟,构架资源共享平台,实现利益最大化,因此,各国的证券监管机构应该注意跨国监管的法律问题,各国只有进行不断地交流与合作,才能减少和避免监管冲突,逐渐推进监管规则的统一化,提高监管效率。我国应尽量扩大金融监管国际合作机制的范围,改善我国参与证券监管国际合作机制的宏观微观环境,以“巴塞尔方式”,通过各国实际调研、协商、作出资源承诺和适时调整而形成的具有普适性的监管原则和标准,积极参与国际金融多边体制的改革和规则的制定,进一步加强各国对证券衍生产品的监管合作,经过市场调查分析,针对我国现有发展水平作出适应性指导报告。为了探索制定解决现有无纸化证券监管问题的有效之策,主题为“欧洲和中国:世界经济的新引擎”的“欧洲和中国战略合作与发展论坛”于2010年10月30到31日在北京举行。组委会主任的何世红表示,欧中无纸化证券市场之间的互补性极强,欧洲和中国将成为世界经济发展的新引擎,“欧洲+中国”模式下的全球经济增长新

格局日渐清晰。在加强国际无纸化证券监管合作的政策制定中,IOSCO 的很多建议具有重要意义,我国应尽快在完善国内证券无纸化立法的同时,针对无纸化证券交易的特点,依据最密切联系原则确立合理的冲突规则连结点,界定我国《证券法》的域外效力,加强网上证券交易的跨国监督合作。