

## 欧美证券法的最新发展及其对中国 证券法制完善之启示

李安安\*

**摘要:**次贷危机过后的欧美证券立法变动明显,颇值得我国关注。与此同时,欧美证券法学界围绕证券欺诈规制、证券投资者保护、证券业监管以及上市公司并购等议题展开了深入研究,其成果需要借鉴。我国应当全面审视2005年《证券法》修订之后证券市场的运行状况,认真检讨有悖于证券法治的观念桎梏与制度藩篱,进而寻求我国证券法治道变革的理想图景。

**关键词:**欧美证券法 证券欺诈规制 证券业监管 证券无纸化

历史总是惊人的相似,历史又是如此的不同。每一次金融危机过后,包括证券业在内的金融法制变革便会接踵而至,这已为治乱循环的金融监管历史反复证明。但检视2008年金融危机过后的欧美证券法制变革,其力度之大、范围之广、影响之深,均是相当罕见。与此同时,欧美证券法学界遵循问题导向的研究路径,围绕证券法制变革这一主题形

---

\* 武汉大学法学院经济法专业博士研究生。

成了不少极富创见性的学术成果。在金融全球化的时代背景下,完善中国的证券法制,既不能凭借闭门造车式的臆想,也不能诉诸一相情愿式的迷恋,合理借鉴与适度吸收域外证券法的制度经验才是理想坦途。本文立足于近3年欧美证券法的最新发展,旨在通过梳理其制度变迁与学术脉络来揭示欧美证券法的动态走向,进而为深化我国的证券法理论研究和完善我国的证券法制提供可资参酌的经验共识。

## 一、宏观审视:欧美证券立法的最新动态述评

本次金融危机过后,理性反思这场灾难背后的制度诱因成为摆在世人面前的一项厚重命题。人们取得的一点共识是:证券业的监管失灵是导致这场危机的关键性肇因,具体原因包括:证券监管机构之间缺乏信息交流,存在监管套利、监管竞次、监管真空等现象,缺乏对证券市场系统性风险的预测和识别;金融衍生品与对冲基金的监管缺位使证券市场积累了大量金融风险,严重威胁着证券市场的稳定;对投资银行与信用评级机构监管不力,诱发了严重的道德风险。基于“亡羊补牢,犹未为晚”的现实逻辑,欧美国家普遍出台了新的证券业监管法案,对过去那些不合时宜的证券法制进行了修订或废弃,下面主要以欧盟和美国为例对这场声势浩大的证券法制变革运动予以阐释。

### (一) 欧盟的最新证券立法动态

鉴于本次金融危机给欧盟成员国带来的灾难性后果,欧盟理事会于2009年6月19日通过了《欧盟金融监管体系改革法案》,其主要内容有:一是将所有标准化场外衍生品纳入交易所或者电子交易平台,通过中央清算所清算;二是全面禁止CDS(信用违约互换)类型产品的“裸卖空”;三是规范对冲基金、私募基金以及其他替代投资行为,以降低风险和避免业内薪酬过高;四是在多年受制于美国评级机构后,欧洲计划建立自己的评级公司,并从2011年起,将穆迪和惠誉等评级机构集中由欧盟进行监管。在宏观层面上,欧盟金融监管体系改革法案提出要建立欧洲系统性风险委员会(ESRB),负责预警市场系统性金融风险,并向欧盟经济和财政部长委员会提出应对建议。具体到证券业

监管,该金融改革法案将欧洲证券监管机构(ESA)纳入到具有更大权力的欧洲金融监管体系(ESFS),与欧洲银行监管机构(EBA)、欧洲保险和养老金监管机构(EIOPA)一道分别负责欧洲整体证券业、银行业与保险业的监管。<sup>①</sup> 2011年年初,欧洲系统性风险委员会与证券、银行、保险三大监管机构开始运作,这无疑打破了各成员国在监管上各自为政的局面,开创了在泛欧层面上对宏观金融市场和微观金融机构分别进行统一监管的先河,顺应了经济全球化、欧盟区域一体化、金融创新和混业经营的趋势。

除了《欧盟金融监管体系改革法案》之外,近两年内欧盟比较重要的证券立法活动还包括:

### 1. 修订欧盟招股说明书指令<sup>②</sup>

2010年6月17日,欧盟议会对招股说明书指令(2003/71/EC)作出了重要修订,要求其成员国在18个月内将该指令转化为其国内法。从证券报价到申请豁免,修订后的指令将会对欧盟成员国的证券一级市场与二级市场造成重要影响。该指令的具体修订内容是:(1)将债务证券批发业务中的最低证券面额从5万欧元增至10万欧元。在2003年的招股说明书指令中,债务证券的发行人向公众发售最低面额为5万欧元的证券无须公开招股说明书,本次欧盟招股说明书指令的修订意味着债务证券发行人义务的加重。(2)将公开招股说明书的豁免情形从100人增至150人。(3)扩展企业合并的豁免情形。传统意义上,如果与招股说明书相关的信息文件可以通过欧盟成员国证券监管机构获取,那么与企业合并相关联的证券发售行为可免于公布其招股说明书。这种豁免情形已经拓展至与“分界线”相关联的证券,比如一个企业分拆行为。(4)限定招股指令的外部范围。修改后的招股说明书指令对其外部范围的限制主要体现在两个方面:一是将期限超过12个月的证券要约报价从250万欧元提高至500万欧元;二是将通过

---

<sup>①</sup> Donato Masciandaro, Maria J. Nieto and Marc Quintyn, Will they sing the same tune? Measuring convergence in the New European System of Financial Supervisors, *IMF Working Paper*, WO/09/142, pp. 32 - 33.

<sup>②</sup> <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P7-TA-2010-0227&language=EN&ring=A7-2010-0102>.

持续或重复的方式发行的非股本证券总额从 5000 万欧元增至 7500 万欧元。(5) 拓展雇员持股计划的豁免范围。旧招股指令要求雇员所享有股份的证券发行人保证该证券能够在一个受监管的市场进行流通,这一要求被认为不利于投资者保护。修订后的招股指令规定,只要雇员所持证券符合欧盟委员会所认可的法律与监管框架,无须强制要求这些证券一定要通过被监管市场进行流通。(6) 删除年度信息更新的规定。按照旧的招股指令,证券发行人有义务将过去 12 个月中的所有信息公之于众,新招股指令已经将该规定删除,因为该规定与欧盟透明度指令(2004/109/EC)的相关要求有重复之嫌。当然,在欧盟透明度指令之下,周期性信息披露的要求将得到继续坚持。(7) 关于招股说明书概要的修改。修订后的指令对招股说明书概要的内容与形式均有新的规定。新指令要求招股说明书概要应当包括关键信息,如发行人的基本特征与风险状况,也可以包括担保人与证券发行人的一般信息,如预算开支和投资风险等。招股说明书的摘要还应当与相关同类产品的摘要进行比对,确保相关信息出现在同类摘要的相应位置。此外,本次招股说明书指令的修订还涉及降低配股的信息披露要求、调整招股说明书的补充与撤回的权利等方面,对招股说明书的电子出版物、合格的投资者等问题亦作出了不同以往的规定。

## 2. 欧盟委员会关于透明度指令的咨询意见

2010 年 5 月 28 日,欧盟委员会发布了一份关于修订透明度指令的咨询意见,其内容主要涉及以下几个方面:(1) 透明度指令(尤其是财务报告责任期间)对监管市场吸引力的影响,中小企业是否要适用程度相对轻微的信息披露制度,投资者保护制度框架应当纳入透明度指令的视野。(2) 就股东持有的公司投票权而言,是否要在以下几个方面进行更大强度的信息披露:现金结算的衍生工具、空置投票权、持有重要事项投票权的将来意图、表决权控股聚集的金融工具。(3) 在透明度指令项下,各国的投票权制度与其他的信息披露义务大不相同,因此欧盟应当寻求在更大范围内促进法律适用的统一性。<sup>③</sup>

---

<sup>③</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/transparency/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/transparency/index_en.htm).

### 3. 欧盟委员会关于市场滥用指令的咨询意见

2010年6月28日,欧盟委员会公布了一份关于修改市场滥用指令(Market Abuse Directive, 2003/6/EC, MAD)的咨询意见。该修改建议的内容主要包括以下几个方面:(1)扩展MAD的适用范围,将那些被MTF承认或允许交易的金融工具纳入MAD的适用范围,将那些通过使用OTC工具进行市场操纵的行为纳入MAD的监管框架,禁止市场操纵的企图。(2)强化MAD的实施,其手段包括加强对市场滥用调查的监管力量,扩宽可疑市场交易的范围,使之包括可疑的交易指令与可疑的OTC交易,实行有效和有威慑力的制裁,包括罚款与罚金等。(3)加强各监管方的合作与协调,其手段既包括在欧洲证券与市场管理局(European Securities and Markets Authority, ESMA)的协助下确保成员国监管机构之间的良好合作,也包括通过第三国监管机构推进监管合作。<sup>④</sup>

### 4. 欧盟委员会关于卖空交易和信用违约掉期的咨询意见

在市场波动和成员国游说的双重压力下,欧盟委员会于2010年公布了一份关于规制卖空交易和信用违约掉期的咨询意见,其内容主要包括两个方面:一是关于成员国应当采取的措施,二是监管卖空交易与信用违约掉期应当注意的问题。就卖空交易与信用违约掉期存在的监管问题而言,欧盟委员会主要关注的问题是:(1)监管规则是否应当适用于每一个金融工具,是否应当体现出异质性;(2)对卖空交易与信用违约掉期的监管规则是否可以适用于欧盟的公司股份与欧盟的主权债券;(3)如何在期限和程序上对卖空交易进行限制;(4)监管豁免情形包括哪些方面;(5)欧盟各成员国应当尽快出台卖空交易与信用违约掉期的规制办法。<sup>⑤</sup>在此基础上,2011年3月7日,欧盟经济和货币事务委员会通过了欧盟执行委员会提出的一项关于《严格限制裸卖空交易》的议案,该议案基本禁止了所有与主权债券信用违约掉期相关的裸卖空交易。

---

<sup>④</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/docs/2010/mad/consultation\\_paper.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/mad/consultation_paper.pdf).

<sup>⑤</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/short\\_selling\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/short_selling_en.htm).

除此之外,欧盟证券监管委员会(Committee of European Securities Regulators, CESR)还专门就欧盟卖空交易信息披露制度制定了富有可操作性的技术方案,欧盟委员修改了信用评级机构的监管规则(European Regulation on Credit Rating Agencies, No. 1060/2009)等,在此不再赘述。

不少欧盟成员国除了要遵从前述欧盟议会或欧盟委员会制定的规范性文件,还根据本国国情制定了证券监管的若干新规则。如2010年5月18日,德国联邦财政监督管理局颁布了三条禁令,其内容是禁止在欧洲货币联盟的成员国内从事政府债券的卖空交易,禁止在德国的前十大金融机构中从事股份的卖空交易,禁止导致欧洲货币联盟的成员国负债的信用违约掉期交易。<sup>⑥</sup>2010年4月26日,英国金融服务监管局(Financial Service Authority, FSA)发布了一份关于加强卖空交易的咨询报告,其主要内容包括:用《金融稳定性与市场信心手册》来取代当前卖空交易的信息披露规则,修改信息披露责任的覆盖范围等。2010年6月1日,英国收购与兼并小组就“伦敦城收购与兼并守则”中的收购监管的基本规则提出了一份内容广泛的审查意见,其内容涉及提升目标公司股东最低投票权的比例,在收购要约期间对公司投票权进行必要限制,要约文件应履行更大的信息披露义务等。<sup>⑦</sup>尤其需要注意的是,英国政府在2010年6月公布了金融监管改革方案。按照改革方案,英国金融服务监管局将会被取消,其监管职责与功能将会被金融政策委员会、消费者保护和市场管理局、银行业独立委员会等机构重新分配,这无疑将会对英国的金融监管格局带来重大变革。除此之外,英国财务报告局还在2010年发布了《机构投资者最佳实践标准指引》,其内容包括向社会公众公布其对公司所承担的责任,将其管理公司过程中的利益冲突向社会进行充分的信息披露,尽职监管他们所投资的公司,就其何时以及如何介入公司治理确立明确的指导性意见,与

---

⑥ See Governance & Securities Law Focus, Europe Edition, July 2010.

⑦ <http://www.shearman.com/files/Publication/61a08dc0-e284-401d-9411-879ba6470ca/Presentation/PublicationAttachment/5bc03e38-aa39-4ad7-8d66-96206c73bc80/FIA-062310-Review-of-the-UK-Takeover-Code.pdf>.

其他投资者进行合作,为其投票活动和信息披露提供清晰的政策说明等。<sup>⑧</sup>

## (二)美国的最新证券立法动态

作为本次金融危机肇始国,美国的证券立法动态无疑最受世人关注。2009年6月,美国财政部出台了“金融监管改革白皮书”,针对金融机构、金融市场、金融消费者和投资者保护、政府政策工具和国际监管提出了五大改革措施。其中与证券业密切相关的改革措施主要有三点:一是加强了美联储职权,使其成为系统性风险监管者,具体措施包括:(1)除原有银行业外,美联储监管对象将包括所有可能对金融系统稳定造成威胁的大型金融企业,即“一类金融控股公司”,涵盖银行、证券和保险等各领域;(2)美联储接替证券交易委员会,对投资银行及其控股公司实施监管;(3)创立跨行业的“金融服务监管委员会”,弥补交叉监管疏漏,促进政策协调。美联储将通过这一跨部门机构获得财政部书面许可,对陷入困境的金融机构提供救助。二是弥补监管空白,将金融衍生品和对冲基金纳入监管体系。在衍生品方面,方案提出,将之前游离于监管体系之外的衍生品场外交易纳入监管体系,授权商品与期货交易委员会和证券交易委员会共同对衍生品场外交易实施监管;所有标准化衍生品均需统一的、受到严格监管的场外交易平台上进行清算;交易方的保证金和资本金水平也必须受到监管。在对冲基金方面,为抑制投机过度和市场操纵行为,方案将之前未受任何监管的对冲基金、私募基金和风险投资基金正式纳入监管体系,要求管理资产超过一定限额的基金必须在证券交易委员会注册,上报相关数据。三是创立“消费者金融保护局”,加强对金融消费者权益保护。危机爆发前,美国各金融机构设计了一系列信息不透明、定价不合理、具有欺诈性的复杂金融产品,误导消费者申请过量按揭贷款,购买不适合自己的金融产品。对此,改革方案提出,把此前分散各个监管机构的消费者保护职权集中赋予新成立的“消费者金融保护局”,制定统一规则,取缔

---

<sup>⑧</sup> <http://www.frc.org.uk/images/uploaded/documents/Implementation%20of%20Stewardship%20Code%20July%2020103.pdf>.

不公平条款,使消费者能获得全面信息,避免不公平待遇。<sup>⑨</sup>

在法律层面上,美国国会通过了两部具有历史意义的法案,一是2009年《华尔街金融改革与消费者保护法案》(the Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009),二是2010年《重塑美国金融稳定法案》(the Restoring America Financial Stability Act of 2010),这两个法案被统称为《多德—弗兰克华尔街金融改革与金融消费者保护法案》(Dodd—Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2010,简称“Reform Act”)。该法案内容丰富、条文众多,被认为是“将改变美国乃至世界金融生态”里程碑式的法案。其中,与证券业紧密相关的内容主要包括:设立金融稳定监管委员会,维持金融稳定;建立对冲基金顾问,取消免除私人投资顾问按照1940年《投资顾问法》注册的豁免;完善对衍生产品的监管规则,彻底颠覆2000年《商品期货现代化法案》中的“规制缓和”的金融衍生产品监管理念;强化证券投资者保护,加强对证券借贷的信息透明度等。<sup>⑩</sup>当然,《多德—弗兰克法案》关于高管薪酬制度与公众公司治理结构改革的规定最为详细,颇值得关注 and 借鉴。在高管薪酬制度改革方面,该法案的新规定在于:<sup>⑪</sup>(1)强化薪酬委员会的独立性。SEC有义务要求本国的所有证券交易所及其会员,包括纽约证券交易所和纳斯达克证交所,其薪酬委员会必须全部由独立董事组成。在认定薪酬委员会是否具备独立性的时候,考虑因素包括薪酬委员会董事的来源、董事与证券发行人是否有利害关系等。(2)强化薪酬顾问机构的独立性。对于薪酬委员会而言,听取顾问机构和律师的建议至为重要。在听取外部建议时,薪酬委员会应当有自己的判断,着重考虑这些建议对独立性的影响。一旦采信了建议,薪酬委员会就必须对此负责,而不能推卸责任。(3)回收资金政策。证券交易所与证券行业自律组织均要实施薪酬激励的追偿政策,即如果一家公司的会计重述没有遵守应有的财务报告要求,那么这家

<sup>⑨</sup> See U. S. Department of the Treasury, Financial Regulatory Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, 2009.

<sup>⑩</sup> 强力、杨为乔:“后金融危机时代的金融法制变革与重构”,载《重庆大学学报》2011年第1期。

<sup>⑪</sup> See Governance & Securities Law Focus, Europe Edition, July 2010.



公司必须将包括股票期权在内的以奖励为基础的薪酬在三个会计年度内返还给现任或前任的公司高管。(4)强制性信息披露制度。公司应当赋予其股东一种投票权,用来对其委托书陈述以及相应的信息披露事项进行表决。这样的投票权对于高管薪酬虽然不具有强制性,但却有事实上的约束性。(5)对金色降落伞计划的披露与投票。对于金色降落伞计划,公司也必须赋予其股东一种不具有强制性的投票权,用来表达赞成或反对该计划。金色降落伞计划不会改变公司董事会的薪酬决定,但不排除对公司董事会施以额外的信托责任。在公众公司治理结构改革方面,该法案的新规定包括:(1)董事选举的非多数法则。根据法案,公司选举董事必须获得多数投票的限制正在弱化,美国的公众公司可以根据本公司具体情况,对董事的选举规则作出灵活安排。(2)代理制度改革。法案明确了 SEC 可以颁布相应的规则,赋予股东通过委托代理制度进行董事候选人的提名,法案同时也明确赋予了 SEC 豁免权,如果上述规则加重了中小企业的公司治理负担,SEC 可以对其豁免适用。(3)在特定的非银行金融公司与银行控股公司中设立风险控制委员会。风险控制委员会必须对监督公司的经营风险负有责任,具体要求是该委员会必须由美联储认为适格的独立董事担任,且这些独立董事必须具备在大公司工作经验,能够有效地识别、评估和管理风险。(4)经纪人全权投票制度改革。法案要求,在董事选举、执行补偿以及其他 SEC 认为的公司重大事项上,证券交易所应当作出禁止经纪人全权投票的限制,除非股东明确对其经纪人进行了概括授权。

由于美国属于判例法国家,法院系统在美国证券立法过程中发挥着重要角色。在本次金融危机过后,美国法院系统频频介入证券纠纷,形成了诸多判例。如在 2010 年 6 月,通过审理莫里森诉澳大利亚国民银行案(Morrison v. National Australia Bank),美国联邦最高法院确立了美国证券法的反欺诈条款不具有域外适用效力的规则;<sup>⑫</sup>在 2010 年 4 月,通过审理默克公司诉雷诺兹案(Merck & Co. v. Reynolds),美国

---

<sup>⑫</sup> <http://www.shearman.com/US-Supreme-Court-Curbs-Overseas-Reach-of-US-Securities-Laws-07-01-2010/>.

联邦最高法院澄清了证券欺诈的法定限制情形;<sup>⑬</sup>在2010年5月,通过审理斯莱顿诉美国运输公司案(Slayton v. American Express Co),美国第二巡回法院明确了安全港规则的具体标准;<sup>⑭</sup>2010年4月,通过审理太平洋投资管理有限公司诉美亚博律师事务所案(Pacific Investment Management Co. LLC v. Mayer Brown LLP),美国联邦上诉法院明确了律师、投资银行家和会计师等特殊群体在证券欺诈诉讼中的地位与作用;<sup>⑮</sup>2010年6月,通过审理自由企业基金诉公众公司会计监督委员会案(Free Enterprise Fund v. Public Company Accounting Oversight Board),美国联邦最高法院对萨班斯—奥克斯利法案的合宪性规定了例外情形。<sup>⑯</sup>

另外,美国证监会(SEC)于2010年6月更新了其“合规与信息披露解释通则”;<sup>⑰</sup>针对公司误导性财务陈述的现象,SEC开始实施一种让公司CEO从其非法所得中进行赔付的制度;与此同时,美国司法部在证券领域加大了对《反海外腐败法》(Foreign Corrupt Practices Act, FCPA)的执法力度。对这些证券法制的变革,本文不再详细展开。

## 二、微观省思:欧美证券法学界的最新研究动态透视

本次金融危机的发生,集中暴露了欧美国家金融监管体系所蕴含的巨大风险,促使欧美国家进行力度较大、范围较广、影响较深的新一轮金融监管体制改革。这场金融危机也为欧美证券法学者提供了生动的研究素材,促使他们更加关注危机背后的法律与社会含义。在浩如烟海的学术成果碎片中,证券欺诈的法律规制与证券投资者保护、证券监管及其公司并购无疑构成了欧美证券法学者最为垂青的核心话语范畴,也是颇值得中国证券法学界同仁深入发掘的学术富矿。

---

<sup>⑬</sup> <http://www.law.cornell.edu/supct/html/08-905.ZS.html>.

<sup>⑭</sup> <http://caselaw.findlaw.com/us-2nd-circuit/1524545.html>.

<sup>⑮</sup> [http://www.law.com/jsp/decision\\_friendly.jsp?id=1202477032805](http://www.law.com/jsp/decision_friendly.jsp?id=1202477032805).

<sup>⑯</sup> <http://www.law.cornell.edu/supct/html/08-861.ZS.html>.

<sup>⑰</sup> <http://sec.gov/divisions/corpfin/cfguidance.shtml>.

### (一) 证券欺诈的法律规制与证券投资者保护的新视界

自从证券市场产生以来,证券欺诈就像一个幽灵,知其存在却难以查明,禁其作祟却挥之不去,成为证券市场由来已久和最为常见的违法行为。在本次金融危机发生前后,证券欺诈更是无孔不入,证券违法行为为不时见诸报端,导致投资者损失惨重。以麦道夫为代表的证券欺诈行为的曝光更是激起了公众愤慨,也引发了人们对证券欺诈行为法律规制制度的深层思考。

#### 1. 麦道夫:证券欺诈的一个现象学审思

2008年麦道夫因涉嫌证券欺诈犯罪被捕,在大快人心的同时,也再一次将证券欺诈行为暴露在聚光灯下。事实上,在1992年,就有人向SEC揭发过麦道夫涉嫌证券欺诈,SEC在调查过程中也发现了一些可疑之处,但轻信了麦道夫的辩解,没有采取实质性的行动,这导致了投资者500亿美元的巨额损失。<sup>⑩</sup>在麦道夫证券欺诈问题上,不但SEC的监管机制失灵,其他公司治理机制亦没有发挥其应有的作用。例如,曾有人向《华尔街日报》投诉过麦道夫的违法行为,但该报对此视而不见。<sup>⑪</sup>除此之外,美国金融业监管机构(Financial Industry Regulatory Authority, FINRA)在麦道夫问题上未发挥任何有效作用。<sup>⑫</sup>也有人请求美国证券交易商协会(National Association of Securities Dealers, NASD)对麦道夫的诈骗行为展开调查,但NASD借口费时费力而给予了拒绝。<sup>⑬</sup>麦道夫案例充分证明了私人诉讼可以弥补SEC执法工作的

---

<sup>⑩</sup> Associated Press, *Madoff Whistleblower Went Unheeded for Years*, MSNBC. com, Dec. 19, 2008, <http://www.msnbc.msn.com/id/28310980/> (quoting Harry Markopolos, the whistleblower of the Bernard Madoff Ponzi scheme, as stating that he was worried about his personal safety and the safety of his family).

<sup>⑪</sup> Robert Chew, *A Madoff Whistle - Blower Tells His Story*, *Time*, Feb. 4, 2009, <http://www.time.com/time/business/article/0,8599,1877181,00.html>.

<sup>⑫</sup> FINRA is the largest independent regulator for all securities firms doing business in the U. S. For general information regarding the institution, see <http://www.finra.org/AboutFINRA/index.htm> (last visited Nov. 6, 2009).

<sup>⑬</sup> H. David Kotz, Inspector Gen., U. S. Sec. & Exchange Comm'n, off. Inspector Gen., Rep. Investigation, Case No. OIG - 509, Exec. Summary: Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff's Ponzi Scheme 1 - 2, 6 (2009), available at <http://www.sec.gov/news/studies/2009/oig-509-exec-summary.pdf>.

漏洞,也暴露了美国公司治理机制存在的严重缺陷。对公司治理而言,最深刻的教训在于要对那些能够补充投资者保护漏洞的公司治理机制给予更多的信赖,尤其应当重视私人诉讼对于弥补监管捕获缺陷的补足功能,私人证券诉讼中原告方的律师及其信息披露对于遏制证券欺诈的功用同样应当引起关注。<sup>②</sup>

## 2. 证券欺诈法律规制的边界

有学者运用法经济学的研究方法探讨了证券欺诈的法律规制问题,试图从成本与收益的角度为证券欺诈的法律规制提供正当性基础。证券欺诈的社会成本主要体现在增加了证券交易的资金成本,扰乱了经济资源的有效配置,扭曲了公司治理结构。<sup>③</sup> 证券欺诈之所以屡禁不止,是有着深刻的社会与经济诱因。一个国家商业与金融业的社会习俗以及占主体地位的企业所有制结构对证券欺诈的发生有着深刻的影响,市场机制的有效性与否也深刻影响着证券欺诈的制度变迁。然而,高昂的证券欺诈社会成本并不是国家介入的充分条件,政府对证券欺诈行为的规制也应当有限度,否则,“治疗可能比疾病更糟”。事实上,针对证券欺诈的法律规制措施也存在执行成本,包括侦查、起诉、辩护和审理证券欺诈案件所付出的成本。当对证券欺诈的法律规制出现过度威慑情形时,执行成本便会以一种隐形的形式体现出来,包括物质成本、制裁成本、程序成本等,这反而会刺激监管套利的产生。基于上述考量,立法者应当选择一种广泛的实质性禁止、高强度制裁、执法友好型的程序规则的证券欺诈法律规制体系,并有效控制公司代理人从事证券欺诈的责任风险。这样的制度设计既可以减少证券欺诈法律规制的执行成本,也能够有效预防监管套利。<sup>④</sup> 为了实现对证券欺诈的

<sup>②</sup> Faiza Virani, *SEC Probes Its Own Chummy Ties to Madoff*, CBSNews.com, June 3, 2009, [http://www.cbsnews.com/stories/2009/06/03/cbsnews\\_investigates/main5060022.shtml](http://www.cbsnews.com/stories/2009/06/03/cbsnews_investigates/main5060022.shtml) (reporting SEC Inspector General David Kotz investigation of former SEC official who had personal relationship with Madoff relative).

<sup>③</sup> Merritt B. Fox, *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109 Colum. L. Rev. 237, 253 (2009).

<sup>④</sup> Amanda M. Rose, *The Multienforcer Approach to Securities Fraud Deterrence: A Critical Analysis*, *University of Pennsylvania Law Review*, June, 2010, 158 U. Pa. L. Rev. 2173.

有效规制,监管机构应当以社会福利最大化为宗旨,妥当配置公共执行与私人执行的权限,理性选择合作执行或者独家执行的模式,合理划定联邦政府执行与地方政府执行的边界,充分考虑监管优势、<sup>⑤</sup>执行效率、资源约束、“实验室民主”等因素,从而作出正确的公共选择。

### 3. 证券欺诈法律规制的路径

首先,规制和打击证券欺诈行为,离不开举报人的积极参与。2007年,美国发生了著名的泰勒公司诉迈克公司案。<sup>⑥</sup>美国联邦最高法院对该案的判决给证券欺诈诉讼带来了不确定因素。此案之前,美国巡回法院在认定证券欺诈的诉讼请求时,一般会权衡秘密消息来源在《私人证券诉讼改革法》语境下是否恰当,但自从泰勒公司诉迈克尔公司案发生以后,美国巡回法院采用了多种方法来认定原告的诉讼请求,尤其是注重参考有关举报人保密法的相关规定。<sup>⑦</sup>但是,美国各个巡回法院在具体认定规则上却有着较大差异,如第一与第二巡回法院认为该案并没有改变举报人保密法的基本规定,因此对其所受理的证券欺诈案件涉及的举报问题会进行重新审查或评估,<sup>⑧</sup>第五、第六与第七巡回法院比较重视举报人的具体指控内容,<sup>⑨</sup>第十一巡回法院则对秘密消息的来源普遍持怀疑态度。<sup>⑩</sup>针对上述争议,有学者认为,秘密举报人对于私人证券诉讼具有极其重要的意义,它对于威慑证券交易中的不法行为,对于强化 SEC 的执法效果,<sup>⑪</sup>对于改善美国的公司治理,对

---

<sup>⑤</sup> NASAA to Obama: *Limiting Preemption Protects Investors*, NASAA Insight (N. Am. Sec. Adm'rs Ass'n, Wash., D. C.), Spring/Summer 2009, at 1, available at [http://www.nasaa.org/content/Files/NASAA\\_Insight\\_SpringSummer09.pdf](http://www.nasaa.org/content/Files/NASAA_Insight_SpringSummer09.pdf).

<sup>⑥</sup> *Tellabs Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. 308 (2007).

<sup>⑦</sup> Geoffrey P. Miller, *Pleading After Tellabs*, 2009 *Wis. L. Rev.* 507, 515 - 534 (2009) (discussing the new requirements for successfully demonstrating an inference of scienter).

<sup>⑧</sup> *City of Brockton Ret. Sys. v. Shaw Group, Inc.*, 540 F. Supp. 2d 464, 474 (S. D. N. Y. 2008).

<sup>⑨</sup> 495 F.3d 753 (7th Cir. 2007).

<sup>⑩</sup> *Mizzaro v. Home Depot, Inc.*, 544 F.3d 1230, 1239 (11th Cir. 2008).

<sup>⑪</sup> *Barbara Black, Stoneridge Investment Partners v. Scientific - Atlanta, Inc.: Reliance on Deceptive Conduct and the Future of Securities Fraud Class Actions*, 36 *Sec. Reg. L. J.* 330, 338 (2008).

于促进和完善公司的信息披露制度都至为重要,因此应当寻求秘密举报人在私人证券诉讼中的合理定位,从而更好地保护证券投资者权益。<sup>⑳</sup>其次,规制证券欺诈行为,必须严厉打击那些帮助和教唆证券犯罪的群体。2009年7月30日,美国参议员斯佩克特起草了一份名为《帮助和教唆证券违法行为之法律责任》的议案,旨在对那些证券违法行为提供帮助和教唆的行为人加重处罚。该议案意图对1934年《证券交易法》作出修改,修改的内容包括对帮助和教唆证券违法行为提起的民事诉讼、赋予SEC对那些明知是证券违法行为而仍然为其提供物质帮助的人起诉权等。对于刚刚经历一场金融风暴的美民众来说,斯佩克特的这份法律议案可谓雪中送炭,其正当性至少体现在三个方面:其一,目前对帮助和教唆证券违法行为的规制力度是极其不充分的,SEC在这方面的监管资源显得捉襟见肘。<sup>㉑</sup>其二,加重对帮助和教唆证券违法行为的处罚,有利于受损的投资者通过私人诉讼得到充分和及时的补偿。其三,规制和打击上述两种违法行为有利于净化资本市场风气和提升资本市场的法治化水平。2009年11月17日,美国参议院就斯佩克特参议员的这份议案举行了听证。虽然,迄今为止,这份议案尚未变成法律,但值得期待的是,国会应当恢复私人诉讼当事人对帮助和教唆证券违法的行为人提起民事诉讼。加重对该类行为的处罚力度与责任约束,对于保护投资者利益和遏制证券欺诈的发生都是福音。<sup>㉒</sup>

#### 4. 游走于理想与现实之间:反欺诈条款的域外效力探究

随着证券市场的全球化以及证券交易的跨国发展,一国的证券市场上出现了越来越多的外国投资者,在此背景下,证券欺诈不再是一个

<sup>⑳</sup> Michael J. Kaufman, Jhon M. Wunderlich, Resolving the Continuing Controversy Regarding Confidential Informants in Private Securities Fraud Litigation, *Cornell Journal of Law and Public Policy*, Summer 2010, 19 *Cornell J. L. & Pub. Pol'y* 637.

<sup>㉑</sup> Aiding and Abetting Securities Violations: Hearing Before the Subcomm. on Crime and Drugs of the S. Comm. on the Judiciary, 111th Cong. 2 (2009).

<sup>㉒</sup> Melissa C. Nunziato, Aiding and Abetting, a Madoff Family Affair: Why Secondary Actors Should Be Held Accountable For Securities Fraud Through The Restoration of the Private Right of Action, For Aiding and Abetting Liability Under the Federal Securities Laws, *Albany Law Review*, 2010, 73 *Alb. L. Rev.* 603.

内国法的问题,涉及他国的证券集团诉讼就日益增多,证券法的域外适用就成为一个备受关注的前沿课题。其实,在一个极其复杂的当今商业世界里,证券欺诈极少发生在一个特定的地方,也极少发生在一个离散的时间,更不能指望一个法律就可以将其克服。当前的全球经济客观要求进行广泛的全球合作来预防与遏制证券欺诈行为,也要求通过全球合作来打击从事证券欺诈行为的跨国证券发行人从而使受损害的投资者可以得到及时和充分的救济。全球合作需要采取合适的法律论坛形式,也需要最有效率的实体法与程序法相配合。有学者认为,全球应当建立一个类似于 WTO 的国际组织来专门打击证券欺诈和保护全球的证券投资者。这种国际组织应当以国际条约为基础,其名称不妨叫做国际证券欺诈预防组织(World Organization for Securities Fraud Prevention, WOSP)。加入该组织的成员,必须致力于改善本国的市场诚信度,尽量减少对外国投资者的损害。该国际组织还应当确立一种激励机制,鼓励相关国家加入。如果一国证券欺诈盛行,该国必然很难吸引外国的证券投资者,无论个人投资者与机构投资者都会望而却步,这种情况下,相关国家也可能主动遵守市场通行的游戏规则,改善本国的市场诚信状况,严格规制证券违法行为,这也将有助于 WOSP 权威的确立。<sup>⑤</sup> 有学者专门研究了美国证券法中反欺诈条款的域外效力问题。尽管反欺诈条款在证券法中已经存在了数十年,但迄今为止在域外适用方面几乎毫无作为。近期在国会的指引下,美国法院开始考虑何时以及在多大程度上对外国证券投资者的索赔来行使管辖权的问题。尽管各个巡回法院在反欺诈条款的域外适用效力上都采用了由第二巡回法院开创的“行为测试”规则,但该规则还存在较多的不确定性,适用起来较为困难。该学者建议将信赖要求加入“行为测试”规则中去,从而弥补该规则的缺陷。<sup>⑥</sup> 然而在 2010 年 6 月 24 日,美国联邦

---

<sup>⑤</sup> Derek N. White, *Conduct and Effects: Reassessing the Protection of Foreign Investors from International Securities Fraud*, *Regent University Review*, 2009 - 2010, 22 *Regent U. L. Rev.* 81.

<sup>⑥</sup> Daniel S. Kahn, *The Collapsing Jurisdictional Boundaries of the Antifraud Provisions of the U. S. Securities Laws: the Supreme Court and Congress Ready to Redress Forty Years of Ambiguity*, *NYU Journal of Law & Business*, Spring 2010, 6 *N. Y. U. J. L. & Bus.* 365.

最高法院在审理莫里森公司诉澳大利亚国民银行一案中,依据禁止治外法权的假定,一并推翻了所谓的“行为测试”与“效果测试”,建立了“交流测试”。在决定废除这两种测试模型时,联邦最高法院重新确认了限制法律的域外适用问题。斯卡利亚法官对此解释说,假如一个法律没有对域外适用作出规定,那么就不能推导该法律的域外适用效力。<sup>③⑦</sup> 针对外国证券投资者在本国的诉讼资格问题,有学者提出了一种既适用于外国个人投资者又适用于涉及外国投资者集团诉讼的原告资格测试模型。在这种测试模型下,外国投资者必须举证自己受有损害,且这种损害是证券法明确规定的,即外国投资者只有在美国购买或销售证券并因证券欺诈而遭受损害,才具备起诉资格。<sup>③⑧</sup> 在这样的限定下,缺乏法定资格的原告可能并不能担当集团诉讼的代表人,以此类推,在一起涉及外国投资者的证券诉讼中,首席原告不太可能由外国投资者充任。<sup>③⑨</sup>

#### 5. 证券欺诈的最新发展动态管窥

就证券欺诈的最新进展而言,有三个方面值得关注。首先是网上证券欺诈。随着网络技术的快速发展,网上证券欺诈行为层出不穷,给监管当局带来了至少以下挑战:(1)通过互联网出售与购买证券;(2)通过网上的各种信息传播渠道进行证券价格操纵;(3)通过垃圾邮件向广泛的潜在证券投资者传递各种误导性信息;(4)国外的金融服务提供商通过网络向本国的投资者提供服务。最近,网络黑客也参与到网上证券欺诈中来,甚至成为国际有组织犯罪的幕后推手。<sup>④①</sup> 过去几年中,SEC 一直不遗余力地开展打击网上证券欺诈活动,将那些利用

---

<sup>③⑦</sup> Daniel S. Kahn, *The Collapsing Jurisdictional Boundaries of the Antifraud Provisions of the U. S. Securities Laws: the Supreme Court and Congress Ready to Redress Forty Years of Ambiguity*, *NYU Journal of Law & Business*, Spring 2010, 6 N. Y. U. J. L. & Bus. 365.

<sup>③⑧</sup> Erez Reuveni, *Extraterritoriality as Standing: A Standing Theory of the Extraterritorial Application of the Securities Laws*, *U. C. Davis Law Review April*, 2010, 43 U. C. Davis L. Rev. 1071.

<sup>③⑨</sup> *Kohen v. Pac. Inv. Mgmt. Co.*, 571 F. 3d 672, 677 - 78 (7th Cir. 2009).

<sup>④①</sup> Ellen Nakashima, *Hackers Zero In on Online Stock Accounts*, WASH. POST, Oct. 24, 2006, available at 2006 WLNR 18400872.



网络来诈骗投资者的个人进行逮捕,还采取了立法、向投资者发布警告<sup>①</sup>等形式来给予规制。然而,网上证券欺诈等犯罪行为是如此的猖獗,以至于美国联邦金融机构调查委员会在2006年要求所有的美国金融机构都要采取加强网上账户安全的措施。<sup>②</sup>其次是对公众的信息披露。目前,证券经纪分析师的独立性已经成为证券欺诈的核心议题之一。自从安然事件与世通事件发生以后,有三个因素导致了对公众的信息披露制度发生了显著变化。一是萨班斯—奥克斯利法案出台后,SEC要求律师有义务向公司的首席法律顾问或者首席执行官报告任何违反证券法或者违反信托义务的行为;二是为了促进信息沟通,SEC对信息披露增加了年度披露和季度披露的具体要求;三是SEC增加了可能触发8-K之事件情形的种类。总之,通过8-K、10-K与10-Q等规则的确立,SEC成功地实现了增加对公众信息披露频率和速度的初衷。最后是经理股票期权对证券欺诈的影响。公司管理阶层所持有的股票在转换成现金之前,可以通过回溯的形式规避法律规定的信息披露义务,进而通过内幕交易等形式来赚取利润最大化。这是一种具有隐秘性的证券欺诈行为,SEC已经对150家存在这种问题的公司展开了调查,尽管结果尚未可知,但可以肯定的是,SEC不会再对涉嫌证券欺诈的公司心慈手软了。

#### 6. 证券投资者保护:资本市场永恒的命题

规制证券欺诈与保护投资者犹如一个硬币的两面,法律对证券欺诈的规制目的无非是维持健康的资本市场秩序,更好地保护投资者利益。伴随着资本的跨境流动,外国投资者与东道国之间的利益冲突也日益显现。当外国投资者因证券欺诈而遭受损失时,其权利救济主要是通过诉诸东道国法院或借助于投资协定仲裁来实现,但受制于投资协定语言文本、国际法准则以及国内公共政策等复杂因素,这两种救济渠道之间总是呈现出一种明显的张力。为消除这种张力,有学者主张

---

<sup>①</sup> SEC. & EXCH. Comm' n, *Investor Alert: Stock Market Fraud "Survivor" Checklist*, <http://www.sec.gov/investor/pubs/fraud survivor.htm> (last visited Mar. 9, 2010).

<sup>②</sup> Ellen Nakashima, *Hackers Zero In on Online Stock Accounts*, WASH. POST, Oct. 24, 2006, available at 2006 WLNR 18400872.

东道国首先应当在国内建立一种能够有效且迅捷处理投资者投诉的法律机制,给予裁判者更多自由裁量的空间,同时加强国际证券投资仲裁的合法性建设,使其成为争端解决的一种有效替代机制。<sup>③</sup> 在审理 2008 年的琼斯诉哈里斯联合公司案 (Jones v. Harris Associates L. P.) 中,美国第七巡回法院创造了一种判定互助基金顾问在向投资者收费过程中是否违反信义义务的不公平标准,从而使投资者面临不可预知的风险。有学者认为,法院在审查这一问题时只需考虑两个因素:一是与机构投资者的收费相比,互助基金顾问对公众投资者的收费是否合理;二是互助基金顾问的经济规模是否与投资者的受益相对称。<sup>④</sup> 有学者认为,修改证券立法,赋予国内资产保护信托机构 (Domestic Asset Protection Trusts, DAPT) 监管权是实现保护投资者目标的必然选择。DAPT 能够促使投资者按照自己的最佳利益行事,其原理类似于“败家子式信托”,即有效防止受益人的债权人通过索赔的手段攫取受益人的财产。这种信托对于防止公司管理者的财产因公司的不负责任行为及其投资者的欺诈行为而遭遇损失,同样具有重要的制度价值。当然,修改 DAPT 的立法并不能防止公司管理者也设定类似的信托,证券欺诈行为的受害者依然面临着享有 DAPT 财产的艰巨挑战,因为他们在行使这种权利前还必须首先刺破受益人的公司法人面纱,这明显是一个严峻的任务。在这种意义上,通过完善 DAPT 立法来保护投资者和打击那些严重地对公司不负责任的行为,只具有相对的意义。<sup>⑤</sup> 针对《多德—弗兰克法案》通过之后的散户投资者保护,有学者给出了三条建议:一是建议用专家式的注意与能力标准来要求证券经纪人和投资顾问,并以此取代信义义务标准;二是建议 SEC 采纳这一专家标准;三

<sup>③</sup> George K. Foster, *Striking a Balance Between Investor Protection and National Sovereignty: the Relevance of Local Remedies in Investment Treaty Arbitration*, *Columbia Journal of Transnational Law*, 2011, 49 Colum. J. Transnat'l L. 201.

<sup>④</sup> Ryan Bollman and Mark Andreu, *Jones v. Harris Associates L. P.: the Search for Investor Protection Continues...* 65 U. Miami L. Rev. 717, 2011.

<sup>⑤</sup> Patrick M. Wilson, *Protecting Investors From Their Investments: Encouraging States To Make Assets In Domestic Asset Protection Trusts Available To Creditors Who Have Successfully Pierced The Corporate Veil*, *New England Law Review*, Spring 2010, 44 New Eng. L. Rev. 791.

是建议 SEC 在采纳上述标准后对投资者不再提供联邦证券法上的其他救济。<sup>④6</sup> 除此之外,欧美证券法学者还在律师在保护投资者方面的作用、<sup>④7</sup>双边投资协定下非排除条款与投资者保护的平衡<sup>④8</sup>等方面展开了深入研究。

## (二)后金融危机时代证券业监管的新视域

### 1. 寻找金融危机背后的监管制度逻辑

由次贷危机引发的全球金融海啸被认为是世界历史上第二次最严重的金融危机,导致了 70 年来最严重的经济衰退。<sup>④9</sup> 人们多将本次金融危机发生的原因归罪于抵押贷款对证券市场的冲击以及政府对这种掠夺性放贷的监管失败。<sup>⑤0</sup> 但不少学者对此存疑,他们认为政府监管的失败有着深刻的经济诱因,主要源于住房抵押贷款证券本身的特性。所谓住房抵押贷款证券就是通过抵押贷款产生的现金流所派生出来的一种金融工具。<sup>⑤1</sup> 当抵押贷款人出现信用状况恶化等情况导致现金流中断的时候,住房抵押贷款证券就会变成有毒证券,其有毒性导致证券价值处于不确定状态或者容易被扭曲和异化,进而对公司的资产负债表造成很多不良影响。如同其他证券一样,公司会将购买和出售住房抵押贷款证券作为一种投资、赚取利润和进行资本运作的一种方式。然而,由于这些证券的价值最终取决于抵押贷款的支付情况,因此潜在

---

<sup>④6</sup> Barbara Black, How to Improve Retail Investor Protection after the Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, 13. *U. Pa. J. Bus. L.* 59.

<sup>④7</sup> Marianne C. Adams, Breaking Past the Parallax: Finding the True Place of Lawyers in Securities Fraud, *Fordham Urban Law Journal*, October, 2010, 37 *Fordham Urb. L. J.* 953.

<sup>④8</sup> Javier Garcia Olmedo, The Balance between NPM Clauses and Investors Protection under Bits: The Enron Annulment Decision, 16. No. 1 *IBA Arb. News* 178, March, 2011.

<sup>④9</sup> Paul Krugman, Op - Ed., Financial Reform Endgame, *N. Y. Times*, Mar. 1, 2010, at A27.

<sup>⑤0</sup> Senate Judiciary Committee Hearing on Mortgage Fraud, Securities Fraud, and the Financial Meltdown: Prosecuting Those Responsible, Hearing before the S. Comm. on the Judiciary, 111th Cong. (2009).

<sup>⑤1</sup> <http://www.sec.gov/answers/mortgagesecurities.htm> (last modified July 23, 2010).

和隐形的欺诈将难以避免,高盛对此作了一个经典注脚。<sup>⑤</sup> 美国证券交易委员会(SEC)声称高盛故意制造了一种由高风险抵押贷款组成的住房抵押贷款证券,诱导公众投资者进行认购,但是高盛在房地产市场萎缩时缩短了证券交易期限以图营利。这样的安排致使投资者在危机爆发时损失惨重,而高盛却凭借着对该证券价值的判断而大赚不义之财。<sup>⑥</sup>

## 2. 双轨制证券监管体系的反思与检视

自1933年以来,美国就形成了联邦证券法与各州证券法并行的双轨制证券监管体系。包括大型公司、私营企业主以及投资公司在内的证券发行人,欲将证券出售给社会公众进而筹措到资本,必须按照相关的要求进行登记或注册。这些要求包括提交证券注册表、财务信息披露以及向各州证券监管机构和SEC缴纳相关费用。这种双轨制的监管体制因其复杂、多余、低效和加重发行人负担而常遭人诟病。为改善这种状况,1996年10月,美国国会通过了《联邦证券市场改进法案》(NSMIA),将各州的证券监管权回收,确立了SEC的监管权威地位。美国国会通过此法案的目的旨在通过重新厘定若干证券品种的注册与监管规则来理顺联邦证券市场,该法案对监管那些豁免登记的私募证券品种有优先适用的权利。有学者对这一“制度创新”提出了质疑,认为除非NSMIA亦规定了将这些私募证券豁免适用于各州的监管规则,否则各州对私募证券的监管规则将是盲目的。符合私募发行豁免情形的506规则的证券,包涵了一系列NSMIA规定的豁免适用于各州证券法的证券类型。然而,506豁免规则的复杂性与脆弱性造成了私募发行优先适用州法律的法理基础。针对这种困境,有学者提出了安全港规则的解决方案,旨在解决证券私募发行的效率、针对性与简易性等问题。具体来说,首先,一个有效率的安全港条款应当旨在将所有的私募

---

<sup>⑤</sup> Complaint at 1, SEC v. Goldman Sachs & Co., No. 10 - CV - 3229 (S. D. N. Y. Apr. 16, 2010) (charging Goldman Sachs with securities fraud in connection with activity in the mortgage - backed securities market).

<sup>⑥</sup> Louise Story & Gretchen Morgenson, S. E. C. Accuses Goldman of Fraud in Housing Deal, *N. Y. Times*, Apr. 17, 2010, at A1 (explaining the SEC's indictment of Goldman Sachs and detailing the nature of the alleged securities fraud scheme).

发行证券优先适用各州蓝天法,而不是留待司法审查。其次,安全港条款的表述术语应当客观明确,不能含混不清。最后,安全港条款应当尽量简约,即不应当包含非必需的填充事项或信息披露要求,以与简化双重证券监管体系的目的相契合。<sup>④</sup>

### 3. 证券业监管失灵的法律解释:以 SEC 为视角

次贷危机过后,SEC 因在监管和执法等方面存在的问题而备受公众指责,特别是 SEC 的执法部门更是站在了舆论的风口浪尖上。SEC 的机构设置包括五个部分,分别是公司财务部、交易与市场部、投资管理部、风险战略与金融创新部、执法部,前四个部门一般不会引起什么争议,而执法部就大不相同了。批评意见认为 SEC 的执法部门遭遇了多重失败,包括未能运用现代数据挖掘技术识破网上证券欺诈投资计划,律师与执法调查员因没有高端金融知识储备而未能了解和掌握复杂而现代的证券交易技巧,未能与 SEC 的其他部门及其他金融监管机构进行信息共享与交流,未能配备足够的资源进行证券欺诈调查,未能在特定执法案件中做好起诉工作等。也有批评意见认为,SEC 执法部门在微型案件与轻微被告上浪费了很多资源,以至于“捡了芝麻,丢了西瓜”、“只见树木,不见森林”。<sup>⑤</sup> 从这些批评意见中可以看出,执法部门的改革势在必行。有学者认为,当务之急是提升执法人员对现代高级金融市场的理解能力,使他们能够了解复杂的结构性金融产品,让他们具备接受、分流和消化相关市场信息的能力,并使他们拥有充分的资源,从而能够在一个充满挑战与竞争、迅速变化的国际化环境中有效地执行法律。该学者对此提出的意见是:对证券欺诈的举报人提供有偿奖励,在执行部门内部设立专门的受害人服务机构,在执法调查队伍中增加行为科学方面的专家数量,建立证券欺诈累犯监控制度,针对证券欺诈中的个人被告建立一种适度和渐进式、具有辅导性与真实性的制

---

<sup>④</sup> Martin Fojas, Proof of a Private Offering Exemption Should Not Be a Precondition For Preempting Blue Sky Law Under the National Securities Markets Improvement Act, *Brooklyn Law Review*, Winter 2009, Cite as: 74 *Brook. L. Rev.* 477.

<sup>⑤</sup> Joe Nocera, S. E. C. Chased Small Fry While Big Fish, Madoff, Swam Free, *N. Y. Times*, June 27, 2009, at B1.

裁政策,定期公布证券市场欺诈损失的有关数据等。<sup>⑤</sup>当然,这些建议是否可以有效地帮助 SEC 执法部门走出困境,恐怕还有待观察。事实上,就内幕交易而言,SEC 本身就具有向举报人支付奖励的权力,只是这种权力几乎没有付诸实践,<sup>⑥</sup>这主要是因为,SEC 的执法部门对此存在一种反感与抵触的历史惯性。目前,SEC 对证券欺诈受害者提供服务的主要方式是把通过行使归入权,将其所得到的一定收益返还给受害人,但这明显不能满足受害人的需要。<sup>⑦</sup>试想一下证券欺诈给投资者带来的灾难性后果,他们不但损失了金钱,失去了自尊,还失去了在社区的地位。他们的信任感、他们对家庭的价值感、他们的身体健康与心理健康、他们的成就感与对处理自身事务的胜任感都损失殆尽,许多受害人甚至被彻底击垮了。骇人听闻的“9·11 事件”发生后,受害人更需要有人聆听他们的诉说而不是得到物质的补偿,<sup>⑧</sup>这间接说明了为证券欺诈的受害人提供人文关怀的重要性。有学者从激励与文化的角度分析了 SEC 监管失灵的原因。就激励因素而言,SEC 监管失灵可以从三个方面得到解释:首先,SEC 总是寻求从国会议员和普通社会公众中获得赞誉,但是国会团体与普通投资者群体并非合适的取悦对象。其次,SEC 已经从各行业专家、经济学家和律师所主宰的行政代理人角色蜕变成了单纯由律师主宰的代理人角色。<sup>⑨</sup>最后,当资本市场陷入危机时,SEC 有强烈的激励去促成这种局面的出现,而当市场机制能够解决 SEC 正在处理的问题时,SEC 却抑制市场机制发挥作用。具有讽刺意味的是,越是发生金融危机,SEC 越是声称它需要更多的资源去化

---

<sup>⑤</sup> Jayne W. Barnard, *Evolutionary Enforcement at the Securities and Exchange Commission*, *University of Pittsburgh Law Review*, Spring, 2010, 71 U. Pitt. L. Rev. 403.

<sup>⑥</sup> Bruce Carton, *New Opportunities for Bounty Hunters*, *Compliance Wk.*, July 3, 2009, <http://www.complianceweek.com/blog/carton/2009/07/03/new-opportunities-for-sec-bounty-hunters/>.

<sup>⑦</sup> Stephen J. Crimmins, *The SEC's Blueprint to Reinvigorate Enforcement*, 41 *Sec. Reg. & L. Rep.* (BNA) 669, 670 (Apr. 13, 2009).

<sup>⑧</sup> Kenneth R. Feinberg, *What is Life Worth? The Unprecedented Effort to Compensate the Victims of 9/11*, at 94 (2005).

<sup>⑨</sup> Troy A. Paredes, SEC Comm'r, *Remarks Before the Mutual Fund Directors Forum Ninth Annual Policy Conference* (May 4, 2009), available at <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch050409tap.htm>.

解这些危机。然而,从安然、世通等上市公司的监管失败,到监管共同基金时的软弱,<sup>⑤</sup>再到麦道夫骗局被揭穿后的麻木不仁,<sup>⑥</sup>SEC 正面临一次严重的信任危机。此外,SEC 监管失灵与其律师主导性的企业文化有着千丝万缕的关联。SEC 的职员多由资深律师组成,这些律师多来自投资银行,有着成功的职业生涯,非常看重自身声誉,这也决定了 SEC 内部的贪腐现象极为少见。<sup>⑦</sup>在律师主导性文化的影响下,SEC 的职员缺乏财务专业知识,不懂 21 世纪的金融创新工具,缺乏相关从业经历,更没有获得专业证书,让其查处证券欺诈可谓是勉为其难。<sup>⑧</sup>总之,在律师的影响下,SEC 的决策变得节奏缓慢,而且日益官僚化。<sup>⑨</sup>

#### 4. 卖空交易的法律控制

金融危机过后,各国普遍颁布或修改了金融监管规则,以限制、遏制或直接禁止卖空交易。这样的做法并非空穴来风,因为在房地产泡沫时期,以信用违约掉期(Credit Default Swaps, CDS)为代表的金融衍生工具通过卖空交易等形式,在腐蚀全球经济过程中充当了罪魁祸首的角色,CDS 通过向风险抵押证券提供保险或者鼓励不计后果的鲁莽行为等方式,将世界经济带入了一个危险的边缘。<sup>⑩</sup>卖空交易很大程度上加剧了世界经济的动荡,导致世界上最大的若干金融机构濒临破产。正如有学者所言,卖空交易如同在本已糟糕的市场上火上浇油,假如华尔街能够阻止这种“最黑暗的艺术”,<sup>⑪</sup>那么雷曼兄弟破产的命运

---

<sup>⑤</sup> Riva D. Atlas, Spitzer Vows Legal Action Against Head of Fund Family, *N. Y. TIMES*, Oct. 30, 2003, at C1.

<sup>⑥</sup> U. S. SEC. & Exch. Comm'n, Office of Investigations, Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff's Ponzi Scheme (2009).

<sup>⑦</sup> 153 CONG. REC. S1381-91 (daily ed. Jan 31, 2007).

<sup>⑧</sup> Fraud Investigator Blasts SEC, WKRG. COM NEWS, Feb. 5, 2009, [http://www.wkrg.com/politics/article/fraud\\_investigator\\_blasts\\_sec/23318/Feb-05-2009\\_6-46-am](http://www.wkrg.com/politics/article/fraud_investigator_blasts_sec/23318/Feb-05-2009_6-46-am).

<sup>⑨</sup> Jonathan R. Macey, The Distorting Incentives Facing the U. S. Securities and Exchange Commission, *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Spring, 2010.

<sup>⑩</sup> Tom Lauricella, Lehman Legacy Alters Global Markets, Short-Sellers Took Flak as Stocks Fell, But Did Ban Help?, *WALL ST. J.*, Sept. 14, 2009, at C1.

<sup>⑪</sup> Gary Matsumoto, Naked Short Sales Hint Fraud in Bringing Down Lehman, Bloomberg.com (Mar. 19, 2009), <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20670001&sid=aBjlqmFOTCA>.

就可能改写。为了防止市场稳定性和投资者信心的再次空前恶化,各国金融监管机构对卖空交易均做了不同程度的限制。<sup>68</sup>为了更好地对卖空交易的金融监管进行国际协调,国际证券化组织(International Organization of Securities Commission, IOSCO)下属的技术委员会近期发布了关于卖空监管的年度报告。<sup>69</sup>该报告并没有完全否认卖空交易存在的价值,但对卖空交易存在的风险进行了全面分析,并提出了旨在克服这些风险的四条金融监管建议。该年度报告试图在遵守、执行和信息披露等几个方面提供一种持续性的卖空监管路径,但并没有提供一种具体化的监管机制。<sup>70</sup>有学者以该报告为分析样本,对卖空交易的金融监管进行了深入探究。他认为,IOSCO意图构建一个对全球的卖空交易统一适用的金融监管框架,可能会妨碍其提出一种具有国际基础、具有可行性与富有意义的监管标准。IOSCO现有的卖空交易监管标准会在司法过程中产生信息不对称问题,会引发卖空交易的监管套利现象的发生,进而阻碍市场效率的实现。因此,IOSCO应当重点解决卖空交易信息披露监管中的不和谐问题,其方式是实施一种富有实践意义和持续性的信息披露与信息报告标准。<sup>71</sup>在这方面,IOSCO可以学习欧盟证券监管委员会的经验,即将市场上的卖空交易信息进行最大程度的利用,这对于改善全球卖空交易监管的境况和尽量减少监管套利具有非常重要的意义。

#### 5. 对冲基金的法律管制

鉴于对冲基金对本次金融危机所起到的推波助澜作用,加强对其监管就成为证券业监管的重中之重。如有学者认为,对冲基金从两个

<sup>68</sup> Kym Sheehan, *Principled Regulatory Action? The Case of Short Selling I* (Mar. 12, 2009) (unpublished manuscript), available at [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1368531](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1368531).

<sup>69</sup> Press Release, Int'l Org. of Sec. Comm'ns, *IOSCO Launches Task Force On Recent Market Events* (Nov. 8, 2007), available at <http://www.jasplus.com/iosco/0711subprime.pdf>.

<sup>70</sup> INT'L ORG. OF SEC. COMM'NS, [http://www.josco.org/lists/display\\_committees.cfm?cmtid=3](http://www.josco.org/lists/display_committees.cfm?cmtid=3) (last visited Oct. 16, 2009).

<sup>71</sup> Eleonora Zlotnikova, *The Global Dilemma in Short Selling Regulation: IOSCO'S Information Disclosure Proposals and the Potential for Regulatory Arbitrage*, *Brooklyn Journal of International Law*, 2010, 35 Brook. J. Int'l L. 965.



方面导致了市场失灵:一是其流动性风险导致的市场负外部性;二是其资本定价机制的失真和扭曲,建议成立一个以税收为机制的超级基金,并将该基金用于引导市场收购“有毒”金融资产,从而确保市场机制的正常运转。<sup>②</sup> 在实践层面上,2009年1月29日,美国的两名参议员 Chuck Grassley 和 Carl Levin 向美国国会提交了《2009年对冲基金透明度法案》,从两个方面对1940年《投资公司法》进行了修改:一是规定资产等于或超过5000万美元的对冲基金都需要在SEC进行登记;二是给对冲基金施加了更加严格的反洗钱义务。<sup>③</sup> 2010年《多德—弗兰克法案》的“Title IV”部分规定对冲基金的投资顾问必须在SEC进行登记,披露其指导对冲基金投资的相关信息,包括附属经纪人的使用、软美元的安排等在内的任何利益冲突情形均在信息披露的范围之内。<sup>④</sup> SEC将与美国金融市场的系统性风险监管者进行信息共享,并利用这些信息来加强投资者的保护并确保市场的完整性。<sup>⑤</sup> 在欧盟,欧洲经济共同体于1985年制定的《可转让证券集合投资指令》(the UCITS Directives)历经修改,在2011年生效的第四个版本中,该指令对以对冲基金形式出现的可转让证券集合投资基金作出了新规定。鉴于可转让证券集合投资基金在欧盟基金业中所占的可观比重,对冲基金的经理人倾向于将其基金“包装”成集合投资基金的形式,进而寻求资产增值。<sup>⑥</sup> 尽管可转让证券集合投资基金已经成为欧盟金融创新的典

---

<sup>②</sup> Dale B. Thompson, Why We Need a Superfund for Hedge Funds, *Mississippi Law Journal*, Summer, 2010.

<sup>③</sup> Proposed Hedge Fund and Private Equity Fund Regulation, <http://www.orrick.com/fileupload.1633.pdf>, Apr. 27, 2010.

<sup>④</sup> Kris Devasabai, SEC Propose Hedge Fund Registration Rules, <http://www.hedgefundsreview.com/hedge-funds-review/news/1899488/sec-proposes-hedge-fund-registration-rules>, Jan. 12, 2011.

<sup>⑤</sup> Karol C. Sierra - Yanez, Hedge Funds and Increased Regulatory Scrutiny under Dodd - Frank, *Banking & Financial Services Policy Report*, March, 2011.

<sup>⑥</sup> Richard Ernesti & William Potts, Hedge Funds Turn to the UCITS Kitemark, *HEDGEWEEK*, Sept. 9, 2009.

范甚至是全球性的品牌,<sup>⑦</sup>但也有学者认为,2011年的最新指令仍需要在税收协调、证券凭证托管、基金产品限制等方面对可转让证券集合投资基金作出改进。<sup>⑧</sup>

## 6. 信息披露监管的挑战及其化解

随着因特网的广泛使用,SEC 逐渐认识到了将证券发行人的相关信息发布到公司网站上的重要性。<sup>⑨</sup> 1995年,SEC就公布了相关指引,不仅要求公司按照证券法与证券交易法的规定履行信息披露义务,而且还强化了网上信息披露监管的力度。<sup>⑩</sup> 在2008年发布的《公司网站使用的指导意见》中,SEC就公司在其网站上公开讯息、陈述与报告的法律责任澄清了其立场。<sup>⑪</sup> 为了使投资者免受公司网站上误导性链接信息的侵害,1934年《证券交易法》与10b-5规则对那些包含了误导性陈述与故意遗漏的涉及第三方内容的链接给予了民事责任处罚。有学者就公司如何避免因涉及第三方的链接包含误导性陈述信息或故意遗漏的情形而遭受民事制裁,提出了三条建议:首先,公司在其网站上发布相关信息时应当具备较高的注意义务,尽量避免涉及第三方内容的信息存在误导性陈述或故意遗漏等情形。其次,公司可以在其网站与第三方网站之间的链接处发布免责声明、退出通知、中介屏幕等形式来避免受到损失。最后,公司应当充分利用1934年《证券交易法》第340条的安全港规则,使其能够与SEC《公司网站使用的指导意见》的

---

<sup>⑦</sup> Paulina Dejmek, *The EU Internal Market for Financial Services – A Look at the First Regulatory Responses to the Financial Crisis and a View to the Future*, 15 *COLUM. J. EUR. L.* 455, 472 (2009).

<sup>⑧</sup> Kevin R. Johanssen, *Jumping the Gun: Hedge Funds in Search of Capital under UCITS IV*, *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law*, Spring, 2011.

<sup>⑨</sup> Securities Offering Reform, Securities Act Release No. 8591, Exchange Act Release No. 52,056, Investment Company Act Release No. 26,993, 2005 WL 1692642 (Aug. 3, 2005).

<sup>⑩</sup> Commission Guidance on the Use of Company Web Sites, Exchange Act Release No. 58,288, Investment Company Act Release No. 28,351, 2008 WL 4068202, (Aug. 7, 2008), available at <http://www.sec.gov/rules/interp/2008/34-58288.pdf>.

<sup>⑪</sup> Commission Guidance on the Use of Company Web Sites, Exchange Act Release No. 58,288, Investment Company Act Release No. 28,351, 2008 WL 4068202 (Aug. 7, 2008).

规定相契合。<sup>⑳</sup>

### 7. 离岸金融中心在证券业监管中的功能与作用

随着证券交易的快速扩张与跨国界流动,国际性的证券诈骗行为给各国的证券业监管提出了新的挑战。在此背景下,有学者认为,应当重视离岸金融中心在打击国际证券犯罪中的作用,使之成为各国证券监管机构的一种有效补充机制。<sup>㉑</sup> 离岸金融中心一般具备三个特征:首先,离岸金融中心是针对非居民企业提供服务;其次,离岸金融中心提供相对宽松的监管环境;<sup>㉒</sup>最后,离岸金融中心对非居民企业的商业与投资收入按低税率征税甚至采用零税率。这三个特征使离岸金融中心在吸引外国资本方面具有天然的优势,但其低层次的监管标准无疑会助长国际证券欺诈行为的蔓延,对于各国打击证券犯罪行为也起着负面的作用。当然,并非所有的离岸金融中心都是如此,有两种离岸金融中心颇值得关注:其一是以瑞士为代表的离岸金融中心,采取很高的监管标准但制定非常严格的法律来阻挠外国证券监管者的介入;<sup>㉓</sup>其二是以赛舍尔为代表的离岸金融中心,非常重视对证券业的监管。显而易见的是,后一种离岸金融中心更容易与各国证券监管机构进行合作来打击跨国证券犯罪行为,这已经为不少案例所证明。有学者认为,假若 SEC 欲为奥巴马政府打击避税天堂排忧解难的话,那么它现在推动更多的离岸司法管辖区的建立可谓正逢其时。<sup>㉔</sup> 在伦敦 G20 峰会之后,奥巴马政府开始着手解决避税天堂问题,美国国会最近也在调查

---

⑳ Sheri Wardwell, Communications Decency Act Provides No Safe Harbor Against Antifraud Liability for Hyperlinks to Third-party Content Under the Securities and Exchange Act, *Washington Journal of Law, Technology & Arts*, Summer, 2010, 6 Wash. J. L. Tech. & Arts 49.

㉑ Nick S. Dhesi, The Conman and the Sheriff: SEC Jurisdiction and the Roll of Offshore, *Financial Centers in Modern Securities Fraud*, *Texas Law Review*, May, 2010, 88 Tex. L. Rev. 1345.

㉒ Ahmed Zoromé, Concept of Offshore Financial Centers: In Search of an Operational Definition 26 (Int'l Monetary Fund, Working Paper No. 07/87, 2007).

㉓ Swiss Bank Refuses US Tax Request, BBC News, May1, 2009, <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/8028174.stm>.

㉔ Jackie Calmes & Edmund L. Andrews, Obama Asks Curb on Use of Havens to Reduce Taxes, *N. Y. Times*, May5, 2009, at A1.

SEC 打击证券犯罪行为的能力,包括其应对风险的策略以及应对金融创新加剧所进行的抉择。<sup>⑥</sup> 当前,社会公众对于证券欺诈行为已经出现愤怒,证券投资者信心受到空前打击,SEC 应当重塑自己的监管角色,真正代表公众利益,从而重建自身信誉。

### (三) 金融全球化背景下上市公司并购的新视野

金融危机对于很多公司而言意味着走完了“从摇篮到坟墓”的生命周期,但对于有些公司而言则是千载难逢的机会,因为它们可以相对容易地并购那些陷入困境的企业。作为最复杂的商业交易之一,公司并购涉及合同、税收、反垄断等法律制度,因此,将公司并购视为证券法的“皇冠明珠”并不为过。公司并购本身的复杂性决定了在这一领域存在诸多理论争点与解释难点,欧美证券法学者在金融危机背景下对此进行了深入研究,下面择其要者而述之。

#### 1. 风起云涌的证券交易所并购浪潮:现象透视与动因分析

进入 21 世纪的第二个 10 年,世界范围内的证券交易所出现了新一轮并购浪潮。如 2010 年 10 月 25 日,新加坡证券交易所尝试收购澳大利亚证券交易所,并很快得到了澳洲竞争与消费委员会的批准;2011 年 2 月 8 日,多伦多证券交易所集团宣布,将和伦敦证券交易所集团寻求合并可能;2011 年 2 月 15 日,德国证券交易所集团和纽约泛欧证券交易所集团签署了合并协议,成为世界上最大的证券交易平台。<sup>⑦</sup> 证券交易所新一轮并购浪潮呈现出以下特点:一是交易所的跨国合并成为主流,新一轮合并皆为跨国并购,这是全球经济和金融一体化的重要体现;二是规模化效应显现,合并后各交易所的系统性与产品的标准化(统一的交易规则、统一的交易平台、统一的结算系统)和互联性(24 小时交易)提高,减少了交易所和投资者的交易成本,吸引了更多的投资者进入市场;三是证券交易所和期货交易所交叉合并大量出现,金融衍生品交易所的地位明显上升,说明全球投资者避险意识增强;四是合并提升了并购者的市场地位以及所在国家的战略地位和竞争力;五是

---

<sup>⑥</sup> Press Release, SEC, SEC Announces New Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation (Sept. 16, 2009), available at <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-199.htm>.

<sup>⑦</sup> 参见陈博闻:“全球再掀证交所并购风潮”,载《产权导刊》2011 年第 4 期。

美国国际金融中心的地位开始逐渐动摇,欧洲的交易所实力开始提升。<sup>⑨</sup> 证券交易所并购浪潮的出现,是“投资者革命”与“公司法竞争”的必然产物。“投资者革命”的一个重要表征是投资范围的延展,即投资者打破了地域限制和国别藩篱,开始普遍性地进行全球投资,从本土投资者转变成国际投资者,投资无国界已经是一个不争的事实。为了吸引其他国家和地区的优质企业和资本进入本国市场进行投资,各国不断放宽市场准入限制,竞相修改公司上市规则,想方设法提高资本市场的透明度和竞争力,力求在全球化竞争中赢得不败之地。在争夺国外资本的过程中,有些国家甚至采取了“朝底竞争”(the race to the bottom)的策略,即朝向公司法最低限制、最低条件的竞争。<sup>⑩</sup> 作为资本市场的“神经中枢”,各国证券交易所纷纷推出了国际板并加快了金融创新的步伐,掀起了以“非互助化”为核心的改制浪潮,并试图通过兼并、重组与收购等途径来寻求和强化自身的优势地位。证券交易所竞争的加剧,使作为稀缺资源的上市公司的争夺趋于惨烈,也为资本市场的国际化提供了现实压力。可以预见的是,伴随着资本市场对外开放程度的不断深入,股权国际化趋势将势不可挡,上市公司的股权结构将呈现出以机构投资者为主导的多元化格局。

## 2. 数据尽职调查:影响公司并购成功与否的关键因素

按照规模经济与范围经济的基本原理,并购会多方面增加公司的价值,会产生“1+1>2”的效果。但事实上,调查发现很多公司并购既没有给股东带来现实收益,也没有给公司带来无形收益。困扰上市公司并购的一个持久性难题就是其失败的倾向性,公司并购的失败率竟

---

<sup>⑨</sup> 参见刘春彦、贺锡霞:“世界交易所合并浪潮及其启示”,载《中国金融》2011年第5期。

<sup>⑩</sup> A race to the bottom is a socio-economic concept that is argued to occur between countries as an outcome of regulatory competition, progressive taxation policies and social welfare spending. When competition becomes fierce between nations over a particular area of trade and production, countries are given increased incentive to dismantle currently existing regulatory standards. See [http://en.wikipedia.org/wiki/Race\\_to\\_the\\_bottom](http://en.wikipedia.org/wiki/Race_to_the_bottom).

然高达 50% ~ 80%。<sup>⑨</sup> 导致公司并购失败的原因有很多,诸如机构整合困难、并购策略失当、整合计划的疏漏、企业文化的冲突等。但人们在探讨公司并购失败原因时,总是忽视了一个非常重要,甚至对公司并购能否成功发挥着主导性作用的因素,那就是数据尽职调查。尽职调查事实上支撑着其他影响公司并购成功与否的因素,假如尽职调查不充分,公司并购策略成功的可能性就会大幅度降低。随着电子数据的广泛使用与储存,数据尽职调查在公司并购之前的尽职调查中发挥着关键性的作用。公司并购实践中,并购方经常因未进行充分的数据尽职调查而陷入失败,它们因无法获取目标公司的电子储存信息(ESI)和数据储备系统而导致公司并购陷入困顿。有学者专门就 ESI 和数据存储系统所可能产生的诉讼风险以及公司并购的双方如何预防和减轻这些风险进行了研究,分析了公司并购过程中数据尽职调查的缺失给并购双方带来的特殊性问题,探讨了网站在并购交易中的大量采用所产生的新问题,如网络安全、知识产权等问题。<sup>⑩</sup> ESI 带来的诉讼风险涵盖数据存储、数据检索、数据管理以及电子发现等诸多方面,并购双方对此应当有清晰的认识并做好应对准备,否则就可能遭受损失或支付额外成本。<sup>⑪</sup> 在并购交易过程中不重视电子发现的作用,可谓是并购双方失败于数据尽职调查的又一原因。电子发现不仅会影响到被并购企业的价值,而且对并购交易的成本与难度会产生重大影响,甚至对将来的诉讼风险也起着一定作用。<sup>⑫</sup> 当公司或律师事务所对其尽职调查清单进行微调以应对公司的各种商业风险(这些风险包括法律风

---

<sup>⑨</sup> Wharton Sch. of the Univ. of Pa., Why Do So Many Mergers Fail?, Knowledge@Wharton 1, Mar. 30, 2005, <http://knowledge.wharton.upenn.edu/articlepdf/1137.pdf?CFID=10554439&CFTOKEN=73690049&jsessiOnid=a8303f9a5d379e442ecf325850a401e5alll>.

<sup>⑩</sup> Daniel B. Garrie, Yoav M. Griver, Digital Issues in Mergers & Acquisitions, E-Discovery & Information Technology Systems, *Widener Law Journal*, 2009, 19 Widener L. J. 25.

<sup>⑪</sup> David Meizlik, A Websense White Paper: The Roi of Date Loss Prevention 1 (2008), available at [http://www.websense.com/site/docs/whitepapers/en/ROI\\_DLP\\_WP.pdf](http://www.websense.com/site/docs/whitepapers/en/ROI_DLP_WP.pdf).

<sup>⑫</sup> Roland L. Trope & E. Michael Power, Lessons in Data Governance: A Survey of Legal Developments in Data Management, Privacy and Security, 61 *Bus. LAW.* 471, 516 (2006).

险、合同风险、监管风险、证券产品风险、金融市场风险以及未进行信息披露时的责任风险等)时,电子发现往往被弃之不顾,这往往会导致公司事后的投资损失。综上所述,在公司并购交易过程中,做好数据尽职调查有助于减少并购风险,有利于推动企业整合的成功。

### 3. 情势变更条款:公司并购中一个令人纠结的问题

有学者用比较法的方法研究了公司并购交易中的情事变更条款。作为公司并购合同条款的一个组成部分,情势变更条款往往在经济不景气的情况下引发诸多争议。<sup>⑤</sup> 假如并购交易的一方以发生情势变更为借口而不再履行合同,另一方所遭受的损失往往是惊人的。在过去的两年中,情势变更条款至少毁掉了30起重大的并购交易,其中最大的四起并购交易,标的额达到了25.3亿美元。<sup>⑥</sup> 情事变更条款存在于签订了并购合同之后、合同履行完毕之前的过渡期,该期限一般是3个月,但在特殊情况下也可以延长至1年,这主要取决于尽职调查与政府审查因素。在这个过渡期内,经常会发生一些无法预见的事由,导致的结果就是并购方不想完成这笔并购交易。在20世纪的大部分时间内,情势变更条款与美国的并购交易合同如影随形。传统意义上,情事变更条款只是作为一个普通的格式条款而存在,并没有引起太多的关注。<sup>⑦</sup> 但在过去的几十年中,这一条款却发生了戏剧性的变化。现代意义上的情事变更条款极其复杂,以至于律师在审查该条款时不得不进行反复的审查与通盘的考量,甚至将该条款戏称为带有十头的“九头蛇”。<sup>⑧</sup> 情势变更条款上述角色的嬗变,会带来一系列非常严重的后果:首先,公司并购的谈判与交易成本会明显提高;其次,现代意义

---

<sup>⑤</sup> Michael J. de la Merced, Wary Buyers May Scuttle Two Deals, N. Y. Times, Sept. 22, 2007, at C1; Posting of Tennille Tracy to Deal Journal, <http://blogs.wsj.com/deals/2007/10/18/a-mac-traffic-jam-at-sallie-mae/> (Oct. 18, 2007, 15:33 EST).

<sup>⑥</sup> Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, Recent MAE Situations, Address at the National Economic Research Associates Symposium: When Can Buyers Walk? The Material Adverse Change Clause (Dec. 6, 2007).

<sup>⑦</sup> Ronald J. Gilson & Alan Schwartz, Understanding MACs: Moral Hazard in Acquisitions, 21 *J. L. Econ. & Org.* 331 (2005).

<sup>⑧</sup> Redefining the MAC, <http://dealbook.blogs.nytimes.com/2008/04/03/redefining-the-mac/> (Apr. 3, 2008, 11:16 EST).

上的情事变更条款会成为阻碍并购交易成功进行的一个重大障碍;再次,现代意义上的情事变更条款会增加并购合同签订后履行过程中的不确定性;最后,现代意义上的情事变更条款会降低证券市场的明晰度,使自由市场面临套利交易与功能减损的挑战。<sup>99</sup> 上述分析表明了加强对公司并购中情事变更条款审查和监管的必要性。尽管当前就如何把握公司并购过程中的公司自治与政府管制之间的平衡还没有取得共识,但可以肯定的是,“认真对待公司并购中的情事变更条款”已经是一个不容置疑的命题。

#### 4. 反向终止费用条款与反向终止期权的法理拷问

随着违约赔偿金在公司并购中的大量出现,反向终止费用条款也成为欧美证券法研究的前沿问题之一。有相关数据显示,在2008年,平均终止费用约占美国公司并购交易总额的4.5%,而平均反向终止费用却占美国公司并购总额的6.9%。<sup>100</sup> 很少有研究能够揭示为什么在公司并购合同中会设定这样一个反向终止费用条款,一个可能的解释是反向终止费用条款可以确保目标公司尽量降低交易成本。<sup>101</sup> 尽管有学者试图为反向终止费用条款搭建一个法律与金融监管框架,但这种努力显然并不成功。<sup>102</sup> 从历史上看,并购合同中往往规定在一方违约时对方可能的救济途径,这被认为是理所当然的,因此,再对相关费用条款设定一个评估框架显得没有必要。有学者以反向终止费用条款为基础,探讨了反向终止期权的法律问题。反向终止期权最早来源于美国私募股权交易,它与欧式看涨期权有相似之处,即它们都是在特定的时间以特定的价格,通过使用相关期权定价公式来评估收购价值,进

---

<sup>99</sup> Andrew C. Elken, Rethinking the Material Adverse Change Clause in Merger and Acquisition Agreements: Should the United States Consider the British Model? *Southern California Law Review* January, 2009, 82 S. Cal. L. Rev. 291.

<sup>100</sup> FactSet Research Systems Inc., <http://www.mergermetrics.com> (last visited Nov. 6, 2009).

<sup>101</sup> Stephanie Rosenkranz & Utz Weitzel, Bargaining in Mergers: The Role of Outside Options and Termination Provisions (Utrecht School of Economics Tjalling C. Koopmans Research Institute, Discussion Paper Series 05 - 32, Oct. 2005), available at <http://www.uu.nl/uupublish/content/07-062.pdf>.

<sup>102</sup> C. f. David Marcus, Pricing the Put, *The Deal Magazine*, Sept. 12, 2008, available at <http://www.thedeal.com/newsweekly/insights/pricing-the-put.php>.



而收购目标公司的股份。在公司并购过程中,由于私募股权公司需要大量借贷,而且即使在交易完成时债务融资依然存在诸多不确定性,因而私募股权公司不会轻易作出交易承诺。正是基于上述原因,在美国私募股权交易的并购合同中往往包括对财务条件的限制,即当债务融资不能支付给目标公司反向终止费用时,私募股权收购人可以终止并购合同。从2003年披露的收购协议来看,美国几乎所有的私募股权杠杆收购合同中都包含了上述财务条件限制条款。<sup>⑩</sup>有学者认为,包含了反向终止期权的并购合同,有利于确保并购方期权价值的实现,但相应地减损了目标公司及其股东所持股份的市场价值,与此同时,反向终止期权的定价公式为目标公司及其财务顾问提供了评估并购方市场价值的基本框架。<sup>⑪</sup>

### 三、探幽发微:“欧风美雨”视域下中国证券法的治道变革

#### (一) 走向证券法治的缺失言说

毋庸置疑,2005年修订的《证券法》是我国证券法制建设的一个重要里程碑。但本次修订之后,我国的证券市场出现了剧烈变化,主要表现在:股权分置改革使大部分非流通股获得了流通权,对证券市场固有的利益格局造成了巨大的冲击;证券市场国家化步伐加快,证券业对外开放问题逐步提上议事日程;股市出现剧烈波动,证券违法违规行为呈现出前所未有的新特征;在国际金融危机的冲击下,国内证券经营机构在荣华富贵之后旋即艰难度日,惨淡经营,证券业自主创新能力削弱。在此背景下,中国证券法处在尴尬的十字路口。<sup>⑫</sup>在通向法治的路上,中国的证券法制依然面临着制度疏漏与规则缺失的诸多问题。

---

<sup>⑩</sup> FactSet Research Systems Inc., <http://www.mergermetrics.com> (last visited Nov. 6, 2009).

<sup>⑪</sup> See Vijay Sekhon, *Valuation of Reverse Termination Options in Mergers and Acquisitions*, *Berkeley Business Law Journal*, 2010, 7 *Berkeley Bus. L. J.* 72.

<sup>⑫</sup> 参见蔡奕:《十字路口的中国证券法》,人民法院出版社2009年版,前言。

### 1. 证券欺诈规制制度的局限

在过去的几年里,证监会加大了对证券欺诈的打击与惩处力度,但内幕交易、操纵市场、欺诈客户等欺诈行为仍然多发常见,这无疑是个悖论。以内幕交易为例,在2009年,证监会查处了6件内幕交易案,在2010年被查处的内幕交易案则上升到了9件,<sup>⑩</sup>内幕交易有日益猖獗之势。经济分析法学的研究表明,违法犯罪行为的屡禁不止主要原因是成本与收益的显著不对称,<sup>⑪</sup>即证券欺诈行为的肆虐源于违规成本远低于所获得的收益。这里有两个方面的因素值得检讨:一是证券执法问题,二是证券民事赔偿问题。虽然我国已经建立起了相对完整的证券执法体系,但证券执法效果不容乐观,其问题主要表现在:(1)监管机构独立性不强。理论上讲,证券监管者与被监管者唯有保持一定的距离,监管机构的各项政令才能真正落实,但在我国证券市场以国有企业为主体的现实背景下,监管机构与被监管者的联系过于密切,导致执法力度不足,客观上纵容了被监管者。(2)政府监管与自律监管分工不明确。我国证券市场是在政府的扶持下成长发展起来的。政府监管为规范我国证券市场发挥了重要作用。但是,政府监管体制本身存在内在缺陷,加之,随着我国证券市场的快速发展,证券交易主体、交易工具越来越复杂,政府监管的对象和范围也随之急剧扩大,政府监管机构的负担越来越沉重,导致执法效率低下,成本增加。(3)惩罚措施规定不明,法律责任落空。如在亿安科技、中科创业、银广夏、ST啤酒花等证券欺诈案件中,惩罚措施并未落到实处,执法效果也大打折扣。<sup>⑫</sup>

从证券民事赔偿的角度看,虽然2005年的《证券法》规定了证券欺诈行为的民事责任,但由于配套制度设计的缺位,民事赔偿对证券欺诈行为的威慑功能并未得到充分彰显。尽管十年前就有学者呼吁完善

---

<sup>⑩</sup> 参见吴伟央、普丽芬:“2009年中国证券法治评述”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第2卷),法律出版社2010年版,第373~374页;武俊桥:“2010年中国资本市场法治述评”,载张育军、徐明主编:《证券法苑》(第4卷),法律出版社2011年版,第480页。

<sup>⑪</sup> 参见钱弘道:《法律的经济分析》,清华大学出版社2006年版,第129~131页。

<sup>⑫</sup> 参见顾功耘主编:《社会公众股股东权益保护》,北京大学出版社2009年版,第33页。

民事赔偿责任机制是遏制证券欺诈行为不容忽视的手段,<sup>⑩</sup>但时至今日,中国资本市场“重行政、轻司法”、“重公权干预、轻私权救济”的状况依然没有得到根本性的扭转,司法对资本市场保持距离的局面也未发生实质性的改观。例如,最高人民法院于2002年下发的《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》中第2条规定:“人民法院受理的虚假陈述民事赔偿案件,其虚假陈述行为,需经中国证券监督管理委员会及其派出机构调查并作出生效处罚决定。当事人依据查处结果作为提起民事诉讼事实依据的,人民法院予以依法受理。”这种前置程序的设定至少带来了几个方面的消极后果:首先,前置程序变相剥夺了受害人的诉权,将投资者置于一种极为被动的状态,使本已低效的司法效率更是雪上加霜。其次,等到证监会或其派出机构公布处罚决定或法院宣布判决书之后,银行等债权人势必会抢先冻结上市公司财产,受到损害的中小投资者在“僧多肉少”的利益博弈中极有可能丧失获赔机会。最后,该前置程序还超越了《民事诉讼法》第108条规定的起诉条件,违背了“法官不得拒绝裁判”的法律原则,使得证券法规定的民事赔偿优先原则形同虚设,正如有学者所言,“在马拉松式的行政处罚程序中侵害股东权益的行为人有充分的时间从容地转移、挥霍或者隐匿其从股东身上搜刮的财产”。<sup>⑪</sup>因此,前置程序的合法性、正当性均存在不少问题,有必要尽快废弃。

## 2. 证券衍生品监管制度的缺漏

目前,我国对证券衍生品的监管属于一种分散监管、多头监管模式,“一行三会”、上交所、深交所、中金所甚至财政部、国资委对证券衍生品都享有一定的监管权。这种监管模式可能带来的问题是:一是人为地造成市场分裂,降低了市场效率;二是因部门利益矛盾阻碍了市场发展;三是无力应对市场可能出现的系统性风险,从而最终形成各监管机构都能管却都不管或管不好的尴尬局面。<sup>⑫</sup>具体而言,我国现行的证券衍生品监管至少存在下列缺漏:

<sup>⑩</sup> 参见冯果:“内幕交易与私权救济”,载《法学研究》2000年第2期。

<sup>⑪</sup> 刘俊海:《股份有限公司股东权的保护》,法律出版社2004年版,第610页。

<sup>⑫</sup> 参见田西平:“我国金融衍生品市场发展应注意的问题及对策建议”,载《期货日报》2006年4月13日。

首先,统一立法的尚付阙如。我国现行与证券衍生品相关的法律法规基本上都是各监管机构针对某种具体的证券衍生品或某类参与证券衍生品交易的机构而分别制定的,既缺少统一的证券衍生品监管立法,也缺乏证券衍生品交易和风险管理的相关指引,因此难以适应证券衍生品市场发展的需要,也无法有效应对证券衍生品风险的跨系统、跨部门蔓延的特性。<sup>⑭</sup>我国现有与证券衍生品相关的立法非常散乱,有的规范针对证券衍生品本身,有的则针对参与证券衍生品交易的金融机构,两种规范的规定容易产生冲突,立法之间的系统性与连贯性也极为缺乏。缺乏关于证券衍生品的专门统一立法既影响了监管效率,也难以实现良好的监管效果。更为重要的是,这些立法一方面将市场参与主体限定在狭小的范围内,另一方面将证券衍生交易框定在特定的品种上,不符合我国当前证券衍生交易的全面、创新性的发展要求。<sup>⑮</sup>

其次,监管协调的形同虚设。证券衍生品的多头监管一方面可能导致各监管部门之间相互推诿从而产生监管缝隙,另一方面也有可能产生监管竞争,从而影响监管效果和金融市场发展。这就需要有效的协调机制来实现各监管部门之间的沟通与配合,以避免形成各自为政、互不往来的监管僵局。证券衍生品的协调机制不仅包括监管权限的协调,还包括监管信息的协调。在我国,尽管银监会、证监会和保监会签订了《银监会、证监会、保监会金融监管分工合作备忘录》,建立了三会共同参加的监管联席会议机制和经常联系机制,但是由于强制效力和参与主体等因素的局限,依然存在诸多不足与缺陷。<sup>⑯</sup>因此,监管主体之间缺乏监管权限和监管信息的长效协调机制,是我国证券衍生品市场监管机制面临的重大问题之一。

最后,监管漏洞的多发常见。由于证券衍生品交易的表外反应性和高度复杂性,加之证券衍生品本身具有规避监管的天性,现实中金融

<sup>⑭</sup> 参见李智勇、刘任重:“我国场外金融衍生品市场监管问题探讨”,载《中国软科学》2009年第10期。

<sup>⑮</sup> 参见熊玉莲:《金融衍生工具法律监管问题研究——以英、美为主要分析视角》,北京大学出版社2009年版,第140页。

<sup>⑯</sup> 参见翟彦杰:“论中国场外金融衍生品市场监管法律框架的构建”,载郭峰主编:《全球金融危机下的中国证券市场法治》,知识产权出版社2009年版,第161页。

衍生品市场监管极易产生监管漏洞。长期以来,我国对于高风险的证券衍生品显得过于谨慎,法律体系建设主要依靠市场推动型的监管立法,在证券衍生品市场尚不成熟且市场机制不够健全的背景下,这种依赖于市场推动的立法形式尤其容易产生监管的法律漏洞。例如,我国现行监管制度就未能明确证券衍生品交易的相关结算事项,在涉外证券衍生品交易结算以及不同细分行业之间的跨市场证券衍生品交易结算上还存在监管真空。<sup>⑩</sup>此外,我国主要是基于交易主体和交易行为对证券衍生品市场进行监管,在证券衍生品本身的设计和构造方面却无太多的监管规定,在证券衍生品的跨境交易监管中也存在一定的法律漏洞。

### 3. 法律文本与制度实践之间的深层断裂:以证券无纸化为例

我国的证券市场尽管起步较晚,但发展迅猛,早在10年前就已经完成了证券无纸化的进程。然而,令人遗憾的是,2005年在修订《证券法》时并没有对证券无纸化进行充分回应,不少制度设计仍然是以纸质证券为对象作出,这就导致了证券市场的诸多问题缺乏有针对性的法律规制,进而在证券持有模式、证券登记和存管体系等方面酿成了法律文本与制度实践之间的深层断裂。

证券持有模式素有直接持有与间接持有两种模式之分,前者的权利结构或表现为所有权人对证券的直接占有,或表现为所有权人以证券所有人名册上的登记记录为依据直接向发行人主张权利,而后的显著特点是名义人即证券中介机构代投资者持有证券。<sup>⑪</sup>根据我国《证券法》第160条的规定,我国采取的是典型的证券直接持有模式,这种模式可以用“直接持有、中央托管、二级清算、一级交收”来概括。具体来说,其一,投资者的证券投资账户尽管通过证券公司却是直接开立于中国证券登记结算公司,证券账户直接登记与体现投资者的名义。投资者和证券发行人中间只隔着证券登记结算公司,投资者是真正意义上的直接持有证券。其二,在证券清算和交收方面,当投资者买卖证

<sup>⑩</sup> 参见冷平生:“论完善我国金融衍生品结算体系的监管体制”,载《会计之友》2007年第12期。

<sup>⑪</sup> 参见王静:《无纸化证券与证券法的变革》,中国法制出版社2009年版,第120、125页。

券交易完成、证券市场闭市后,交易所将当天的交易数据传输到中国证券登记结算公司,中国证券登记结算公司根据交易所传输来的当天交易数据,直接投资者在其开设的证券账户上做借记(增加证券资产)或贷记(减少证券资产)的变动。交收是一步到位的,不需要任何中间环节的帮助与配合。其三,在形式上我国的系统还是会模拟证券间接持有体制下的证券结算,同时在证券买卖双方所在的证券公司的总账户上做相应的变动,进行二级清算,因而一笔证券交易的结算会同时在5个证券账户上留下五个借贷记的会计痕迹。<sup>⑩</sup> 在《证券法》规定的直接持有模式之外,国务院、证监会以及中国证券登记结算公司等已经通过行政法规、部门规章和行业规范的形式创造了证券间接持有模式。例如,中国证券登记结算公司在2002年的《关于落实证券账户管理规则中有关B股账户业务补充通知》第7条规定:“境外投资者可以名义持有人的名义开立证券账户。”证监会《证券登记结算管理办法》(2006年4月7日通过,2009年11月20日修订)第18条规定:“证券应当记录在证券持有人本人的证券账户内,但依据法律、行政法规和中国证监会的规定,证券记录在名义持有人证券账户内的,从其规定。”但由于上位法的缺失,证券间接持有模式面临着合法性的拷问。值得注意的是,继海牙国际私法协会通过《关于证券间接持有冲突法的海牙公约》通过之后,《中介持有证券实体法公约》也签署在即。我国在将来加入该公约时,如何处理境外投资者、QFII、托管人、境内证券公司、中国证券登记结算公司在公约中的法律地位,是一个亟待解决的问题。<sup>⑪</sup>

证券无纸化还给现行的证券登记和证券存管制度带来了严峻挑战。如《证券登记结算管理办法》第50条第2款规定:“结算参与人与客户之间的证券划付,应当委托证券登记结算机构代为办理。”但实践中的操作是,证券交收由中国证券登记结算公司通过在投资者证券账户之间直接划拨完成,并进行股东名册的变更登记。与资金的二级结算制度不同的是,证券交收实行直接划拨制度,划拨之后再通过登记系

<sup>⑩</sup> 参见廖凡:《证券客户资产风险法律问题研究》,北京大学出版社2005年版,第29~39页;彭冰:《中国证券法学》(第2版),高等教育出版社2007年版,第245~261页。

<sup>⑪</sup> 参见沈朝晖:“直接持有体制和证券统一实体法——中国的视角”,载陈安主编:《国际经济法学刊》(第1期),北京大学出版社2009年版。

统进行变更登记。由于证券划拨与变更登记在同一机构内部完成,在权益变更方面只有内部审查机制,且这种内部审查仅在划拨之前具有实质意义,故投资者在证券划拨过程中的权益很难保障。<sup>①9</sup>再如《证券法》第159条第1款规定:“证券持有人持有的证券,在上市交易时,应当全部存管在证券登记结算机构。”这一上市交易证券强制存管制度既未指出托管法律关系的性质,也未明确存管法律关系的主体,从而导致了责任分配的模糊化。<sup>②0</sup>尽管《证券登记结算管理办法》试图在形式上将中国证券登记结算公司从直接的托管法律关系中解脱出来,但又规定投资者证券账户的维护责任由证券公司委托给证券登记结算机构,这里显然形成了一种转委托的法律关系,而转委托中受托人对委托人而非转委托人承担直接责任的规定,实际上又将中国证券登记结算公司拖入了直接的托管责任中。

## (二) 证券法治道变革的路径选择

推进证券法的治道变革,是一项系统工程,需要缜密的学理求证和周详的制度设计。考虑到《证券法》在6年前才经历了脱胎换骨式的修订,基于制度变迁的成本因素,大规模修法的方案缺乏可行性。但囿于证券法制的诸多缺漏,小规模的制度修补无异于隔靴搔痒,难以满足资本市场法治化的内在需求。因此,我们建议借鉴欧美证券法的最新发展经验并结合中国证券市场的本土化问题,<sup>②1</sup>从以下几个方面对现行证券法制进行中等规模的修订。

### 1. 完善证券欺诈的民事赔偿责任,构建多元化的证券纠纷解决机制

完善证券欺诈的民事赔偿责任,首当其冲的便是要取消证券诉讼中的前置程序。前文指出,前置程序剥夺了当事人的诉权,超越了《民

---

<sup>①9</sup> 参见张辉:“证券无纸化与中国证券登记存管制度检视”,载《社会科学》2009年第3期。

<sup>②0</sup> 参见郭雳、廖凡:“我国证券登记结算法律的进展与疑惑”,载《证券市场导报》2007年2月。

<sup>②1</sup> 政府主导型的证券市场制度变迁模式、上市公司脱胎于国有企业的制度背景、股权分置改革中的“大小非”与“大小限”现象、既非会员制也非公司制的证券交易所,等等,均是具有中国特色的本土化问题。

事诉讼法》的规定,存在合法性与正当性危机。在金融危机过后,投资者的信心更加低迷,证券市场尚处于股市暴跌后的信心恢复阶段,若法院再固守僵化思维,对投资者的诉权进行限制或剥夺,则投资者要么选择“用脚投票”离开股市,要么诉诸非理性的私力救济渠道,这对于本已脆弱的证券市场无疑是场灾难。为了有效填补投资者的合理损失,预防和遏制侵权行为的发生,依法规范证券市场秩序,建议最高法院尽快废除前置程序。最高法院可以在废除前置程序的基础上,规定“投资者以自己受到虚假陈述、内幕交易、操纵市场或其他证券侵权行为的侵害为由对行为人提起民事赔偿诉讼,符合《民事诉讼法》第一百零八条规定的,人民法院应当受理”。这是对以前的“司法消极主义”的制度修正,扫除了投资者诉讼的制度障碍,这无论是对于司法本身的信誉而言,还是对减轻证监会的监管压力而言,无疑都是一个有价值的制度举措,也是对世界资本市场司法介入这个人类文明成果的分享和借鉴。<sup>②</sup>

完善证券欺诈的民事赔偿责任,有必要借鉴国外证券集团诉讼中的胜诉酬金规则。风险代理的胜诉酬金规则具有两面性。一方面,允许律师以收取胜诉酬金的方式代理案件是美国证券集团诉讼得以成功运用的一大关键因素。胜诉酬金机制为律师代理复杂的证券集团诉讼提供了充分的财务激励,促进了一个具有企业家性质的律师阶层的产生。<sup>③</sup>另一方面,胜诉酬金的标准是集团诉讼面临的最大困境之一,酬金低导致律师缺乏发动诉讼的动力,酬金高则有损于集团诉讼本身的正当性价值,甚至会导致程序公平与社会正义的荡然无存。因此,我们在引入美国的胜诉酬金规则时,务必要“大胆假设和小心求证”。目前我国的律师收费制度存在形式单一、标准偏低等问题,律师介入证券诉讼的热情受到抑制。2006年出台的《律师服务收费管理办法》第12条规定:“禁止刑事诉讼案件、行政诉讼案件、国家赔偿案件以及群体性纠纷案件实行风险代理收费。”这些障碍使胜诉酬金制度在我国面临

<sup>②</sup> 参见马光远:“取消证券诉讼前置程序是真正的救市之道”,载《新京报》2008年12月14日。

<sup>③</sup> 参见任自力等:《证券集团诉讼:国际经验 & 中国道路》,法律出版社2008年版,第264页。



严峻困境。但司法实践中,我国已经出现了不少风险代理,只是尚未得到法律的确认。将来在证券诉讼中引入风险代理制度时,要做到利益平衡,兼顾投资者和律师的利益。要明确律师费的收取比例,具体比例可以由法院根据个案中律师的服务质量及诉讼的复杂程度等因素来确定。同时要强化律师的责任,遏制其进行投机性诉讼的冲动。此外,关于律师收费纠纷的争端解决机制,可以考虑借鉴我国香港地区的“讼费评定官”制度,在法院内部设置相关职能的法官来解决律师收费争议,也可以考虑和解、调解或者仲裁等争议解决办法。

完善证券欺诈的民事赔偿责任,还需要建立遏制滥讼的有效制度和构建证券民事赔偿实现的财产保障制度。在美国证券集团诉讼的发展过程中,就曾经出现过“诉讼敲诈”现象,即一些律师为谋取不当利益,恶意地启动证券民事诉讼。这种滥讼现象对上市公司造成了严重干扰,增加了公司经营及融资的成本与风险,还会浪费司法资源,损害司法机关的公信力。我们建议采用诉讼保证金制度来遏制滥讼的发生,即要求原告在起诉的时候向法院交纳一定数量的保证金,如果投资者赢得诉讼则退回保证金,如果投资者所诉不实给上市公司造成不良影响,则该保证金将作为对上市公司的损害赔偿。《证券法》第 232 条确立了民事赔偿责任优先于行政罚款和刑事罚金的原则,但假如没有配套的财产保证制度,证券民事赔偿机制预定的目标将会落空。有学者建议在证券投资者保护基金制度的基础上建立发行人新股发行专项赔偿基金和证券专业服务机构专项赔偿基金,以此作为证券民事赔偿的财产保障制度,<sup>④</sup>该主张颇具参考意义。此外,可以考虑建立行政罚款和刑事罚金的财政回拨制度,即将行政罚款和刑事罚金交由有关机关代为保管并专项存储,当责任主体民事赔偿能力不足时,因同一事由预先罚没的款项用于民事赔偿,剩余部分再上缴国库,从而保证证券民事赔偿责任的顺利实现。

疏减讼源、减轻法院的负担、实现司法资源的合理配置以最终实现人民对司法亲近,是当代各国民事诉讼法改革的共同趋势。我国亦有

---

<sup>④</sup> 参见陈岱松:《证券上市监管法律制度国际比较研究》,法律出版社 2009 年版,第 407 页。

必要在诉讼程序之外,设置替代性纠纷解决机制,即ADR,作为证券诉讼制度有益和必要的补充。ADR以调解、仲裁甚至和解、投诉等丰富的表现形式,能够为证券投资者提供更为周延的保护。例如,调解能够使双方因争议而遭受的损失不致于陷入恶性循环的轨道,尤其可以避免诉讼或仲裁等“他人裁断”所隐含的不公正风险和可能造成关系破裂的后果。<sup>⑤</sup> 鉴于证券纠纷中的投资者遍布全国各地,我国可以专门成立一个“投资者权益保护协会”,由其代表投资者出面处理与相关市场主体的调解事宜。再如,证券仲裁具备调解的契约性和审判的司法性之双重特征,同时也以其专业性与秘密性,成为实现正义的捷径,因而在西方发达国家备受推崇。在将来完善我国《仲裁法》时,可以设专章规范证券仲裁,树立贯彻保护中小投资者合法权益的理念,并根据证券行业的特点作出有针对性的制度设计。

## 2. 改进对证券衍生品的监管,协调好金融创新与金融监管之间的关系

证券衍生品是金融创新的产物。本次金融危机过后,批判与反思金融创新的言论甚嚣尘上,甚至将金融创新当作金融危机的罪魁祸首。但回到中国的现实语境,我们面临的现状不是创新过度而是创新不足,我们需要的是在加强金融监管的前提下鼓励、培育和引导金融创新而不是因噎废食地抑制、阻却甚至扼杀金融创新。<sup>⑥</sup> 在这样的价值预设下,探究对证券衍生品监管的改进之道并寻求金融创新与金融监管之间的互动,具有理论和实践的双重意义。

首先,证券衍生品的监管需要实现多头监管与单一监管的融合。美国与英国分别代表着证券衍生品的多头监管模式与单一监管模式,但这两种模式可能都不适用中国,我们或许需要一种将多头监管与单一监管相融合的“第三条道路”。这种“融合”的思路是:将证券衍生品市场划分为场内市场与场外市场,针对两类市场的不同特性与可能面临的风险,确定不同的监管机构对其分别进行监管。对于场内市场,由

<sup>⑤</sup> 参见冯恺、段威:《证券法教程》,中国人民大学出版社2008年版,第296页。

<sup>⑥</sup> 参见冯果、李安安:“金融创新视域下的公司治理——公司法制结构性变革的一个前瞻性分析”,载《法学评论》2010年第6期。

国务院依法授权证监会作为唯一机构负责政府监管,而将一线监管的权利赋予交易所,使其与证券业协会和期货业协会等自律性组织一起作为场内市场的自律监管主体,对作为行政部门的证监会的监管劣势予以弥补,实现政府监管与自律监管的有效结合。对于场外市场,由于我国证券的场外交易场所主要包括证券公司代办股份转让系统、银行间债券市场和商业银行柜台交易市场,<sup>⑳</sup>所以可以将进入这三个市场交易的证券衍生品的监管权赋予证券业协会、中国人民银行与银行业协会。从长远看来,我国应当谋求场内与场外市场并存、标准产品和非标准产品功能互补的多层次、有竞有合的证券衍生品市场格局。

其次,证券衍生品的监管需要实现政府监管与自律监管的互动。政府部门具有的强制执行力和信息优势决定了其能够成为证券衍生品市场监管职能的主要承担者。但是,作为金融衍生品市场的外部力量,政府监管的界限应被严格限定在宏观调控的尺度内,不应过多地进行直接市场干预,而应将监管的重点放在制定法律法规、进行业务许可监管以及在市场出现紧急情形时的应急监管方面,以防过度干预造成监管僵化,影响证券衍生品市场活力。<sup>㉑</sup>作为自律组织的交易所处于市场的核心位置,在市场监管方面优势明显,这决定了其往往能够最先发现市场上的不轨行为。交易所监管的范围应该包括对市场参与者遵守和执行法律法规以及交易规则的情况进行监督、对交易中出现的违法违规行予以处理、对结算系统进行监管、对交易中的纠纷进行调解和处理、披露交易信息并执行交易保证金制度等。总之,政府监管与自律监管各有其权力边界,唯有实现二者之间的良性互动,才能确保证券衍生品监管的有效性。

最后,证券衍生品的监管需要实现从机构监管到功能监管的转变。随着金融创新的日新月异和混业经营的蓬勃开展,尤其是随着金融控股公司的涌现以及形形色色金融理财产品的问世,机构监管日益暴露

---

<sup>⑳</sup> 参见周友苏主编:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第272~277页。

<sup>㉑</sup> 参见蒋志芬:“美国次贷危机与我国金融衍生品市场”,载《经济学动态》2008年第1期。

出其局限性,亟待向功能监管转变。<sup>⑭</sup> 功能监管更能体现证券衍生品跨市场交易的特性,对于监管责任的划分也更加明确,能够有效避免监管真空和交叉监管的现象,灵活性与连续性强,因而往往具有更高的监管效率,也能更好地协调金融创新与金融监管的关系。我国应该创造条件,结合有限度的多头监管与有条件的单一监管相融合的监管理念,根据金融体系基本功能的差异来划分各监管机构的监管权限,促进机构监管向功能监管过渡,使证券衍生品市场监管的基本模式更加符合衍生品本身的特性,从而改善监管的实际效果,提高监管效率。

### 3. 构筑面向信息化时代的证券无纸化法律制度

证券无纸化对现行证券法制的冲击和挑战是革命性的,但也为我们提供了一个正本清源、拨乱反正的契机。正如有学者在发出“证券死了”<sup>⑮</sup>感慨的同时提出了对《公司法》和《证券法》进行颠覆性修改的建议<sup>⑯</sup>一样,我们也可以利用这一契机构筑一种面向信息化时代的证券无纸化法律制度。

首先,明确证券无纸化的权利结构,厘清证券无纸化的法律关系。证券无纸化的核心,就是以证券账户替代纸质证券,成为证券权利的主要表彰形式。<sup>⑰</sup> 在无纸化语境下,“证券”不仅废弃了传统的纸质表彰形式、代之以电子数据形式,还将证券信息记载于特定账户,从而使得证券账户变成了证券权利的特殊载体。在证券无纸化条件下,投资者的证券极易被盗用。为了保护投资者利益,明确责任分配规则,必须对证券无纸化的法律关系予以厘清。《证券登记结算管理办法》出于保护证券登记结算机构的目的而将证券存管法律关系限定于证券登记结算机构与证券公司之间,对其与投资者之间的事实证券存管法律关系视而不见,值得商榷。我国证券无纸化立法应当对投资者与证券公司、

---

<sup>⑭</sup> 参见黄韬:“我国金融市场从‘机构监管’到‘功能监管’的法律路径:以金融理财产品监管规则的改进为中心”,载《法学》2011年第7期。

<sup>⑮</sup> 范中超:《证券之死——从权利证券化到权利电子化》,知识产权出版社2007年版,第180~185页。

<sup>⑯</sup> 参见范中超:《证券无纸化的法律问题》,中国政法大学出版社2009年版,第178~224页。

<sup>⑰</sup> 参见叶林:“无纸化证券的权利结构”,载《社会科学》2009年第3期。

证券登记结算机构与证券公司、证券公司与证券交易结算资金托管银行之间的法律关系作明确界定,从而妥善保护投资者的证券资产安全与证券交易结算资金安全。<sup>⑬</sup>

其次,建立适应我国国情的无纸化证券登记制度。鉴于现行《证券法》所规定的证券登记制度没有突出证券无纸化的特点,建议在该法中明确规定:“中央证券登记结算机构的登记记录是证券权利人享有证券权利的凭证。公司股东名册或其他文件与证券登记结算机构的登记不符的,以证券登记结算机构的记录为准。对证券登记记录有异议的可以申请证券登记结算机构复核,对复核结果仍有异议的可以向人民法院提起诉讼。复核的程序和相关规定由国务院证券监督管理机构另行制定。”为了保障市场交易秩序的稳定性 and 证券登记结算机构记录的权威性,建议规定:“除由于证券登记结算机构技术问题等特殊原因造成的登记错误外,证券登记结算机构不得自行改动登记记录,法院也不得要求登记结算机构作前述改动,因登记记录无法更正而导致合法权益受到损害的主体可以要求损害赔偿。”<sup>⑭</sup>

最后,强化证券间接持有模式下证券资产确权的法律保障。证券无纸化的间接持有模式存在诸多风险,如证券中介机构破产的风险、证券商消极行为所引起的风险等,这就要求有一套确保证券资产安全的法律保障机制。在证券间接持有模式下,证券资产登记在名义所有人名下,股东名册或证券账户的记载并没有直接的确权功能。为了保证证券登记确权的真实性和完整性,还必须完善相应的义务性规范,并强化法律责任。由于证券公司掌握着实际投资者的详细的证券持有情况,是确认证券资产所有权的关键,因此应当明确证券公司作为善良管理人的注意义务和忠实义务,以及违反义务的法律责任。此外,证券名义持有人不仅仅是纸面上的存在,其还被授权行使某些股东权利,如参加股东大会行使投票权等,自然要承担相应的义务。名义持有人以证券资产所有者的名义行使上述权利,应当适用信托法关于受托人义务

---

<sup>⑬</sup> 参见范健:“关于我国证券无纸化立法的几点思考”,载《社会科学》2009年第3期。

<sup>⑭</sup> 参见叶敏:“无纸化证券登记法律问题研究”,载《财贸研究》2010年第1期。

的规定。我国证券登记存管法律规范应当补充和完善这些义务性规定和法律责任,保障间接持有模式下投资者的证券权利。<sup>⑤</sup>

#### 四、结论与展望

时至今日,我们已经别无选择地走进了一个金融全球化的时代。面对金融危机过后欧美证券法声势浩大的变革运动,中国证券法不可能无动于衷,更不可能独善其身。事实上,中国的证券市场从发轫之日起,就深深镌刻上了法理移植的烙印,并不存在繁重的本土化路径依赖负荷。作为一个新兴加转轨的市场,我国面临着技术变革与制度趋同的双重压力。在资本市场法治化的神圣感召之下,直面自身的局限与问题,勇于向欧美发达资本市场的证券法学习,理应成为中国证券法治变革的必由进路。我们深信,经过“欧风美雨”洗礼并不断寻求超越的我国资本市场,一定会有更加美好的前景。

---

<sup>⑤</sup> 参见张辉:“证券无纸化与中国证券登记存管制度检视”,载《社会科学》2009年第3期。