

证券市场诚信机制的运行逻辑 与制度建构

陈 甦* 陈 洁**

摘要:在证券市场运行机制中,作为证券市场基础的诚信机制是否完备及其实现的程度如何,是判断证券市场信用程度和安全程度的重要评价标准,也是维系投资者市场信心的重要保障。然而,我国证券市场诚信的相对缺失和诚信机制的结构缺陷却有目共睹。因此,建构科学合理并有法律保障的诚信机制,是我国证券市场建设的当务之急。而从体系化的视角对证券市场诚信机制的运行逻辑、法律建构以及实现方式进行系统研究,实乃解决我国证券市场诚信缺失问题的至关重要的理论准备。

关键词:证券市场 诚信机制 运行逻辑
制度建构

在高收益与高风险并存的证券市场,信用以及基于信用所建立起来的制度化的诚信体系,是保障投资安全与投资效率的伦理基础和制度基础。在

* 中国社科院法学所研究员。

** 中国社科院法学所副研究员。

证券市场运行机制中,作为证券市场基础的诚信机制是否完备及其实现的程度如何,是判断证券市场信用程度和安全程度的重要评价标准,也是维系投资者市场信心的重要保障。证券市场的诚信程度越高,投资者对证券市场的安全信心和证券市场的公平信心就越高,证券市场就越能吸引投资者,投资者就越能从证券市场活动中获得预期利益。相应地,投资者的理性投资和诚信投资活动就越活跃,证券市场就越能发挥其应有的市场机能,就越能得到迅速发展。所以说,证券市场的诚信程度、证券市场的发展和投资者的信心,三者是相辅相成、循环促进的市场因素。然而,我国证券市场诚信的相对缺失和诚信机制的结构缺陷却有目共睹。因此,建构科学合理并有法律保障的诚信机制,是我国证券市场建设的当务之急。而从体系化的视角对证券市场诚信机制的运行逻辑、法律建构以及实现方式进行系统研究,实乃解决我国证券市场诚信缺失问题的至关重要的理论准备。

一、证券市场的诚信需求及其特性分析

(一) 证券市场的诚信需求

在整个市场体系中,证券市场是一种特殊类型的市场形式。作为一种市场形式,证券市场并不是指物化的证券交易场所,而是指不同的市场主体依据不同的法律关系,运用不同物质和技术措施,以不同的交易形式进行的以证券作为交易标的物的经济活动的总体系。由于证券市场所蕴涵的不确定性和风险性较一般产品劳务市场大得多,其市场特性以及运行机制上的特点,决定了证券市场在本质上应是最大诚信市场,证券市场对诚信的要求要远远大于一般商品市场和其他金融市场。

首先,证券是投资权利的载体,其价值不在于载体的价值而在于其上投资权利的价值。对于证券投资者来说,投资者以将资金交付给证券发行人占有使用为代价,获得投资权利并以此预期获得投资收益。可见,发行人是否能够基于诚信妥善运用投资者的资金以给予投资者回报,是证券能否实际具有投资价值的前提条件,是证券投资安全的重要

要因素。因而证券投资更需要诚信的制度保障。

其次, 证券交易具有很大的抽象性, 证券市场在一定程度上具有符号市场的特征。交易对方符号化, 证券市场上的交易是非面对面交易, 交易双方互不了解, 完全是抽象的买方卖方, 而忽略了其任何个人特征。市场交易符号化使交易受一般市场信息的影响较大, 因此证券市场主体不仅对其直接的交易对方有诚信要求, 对整个市场也有诚信需求。

再次, 证券市场价格的形成取决于投资者在对证券市场信息进行判断基础上的投资决定, 而影响特定证券价格的主要信息是证券发行人的私有信息。在这一点上, 证券市场不同于一般商品市场和其他金融市场(如外汇市场、黄金市场), 后者的市场价格形成主要受公共信息的影响。可见, 证券发行人能否诚信地公开其私有信息, 是证券市场价格形成机制是否具有真实性和公平性的关键。

最后, 证券市场以集中交易、间接交易和公开交易为主, 并且一个具体交易行为信息很快就转化为市场信息。在此情形中, 证券市场中的诚信状况往往并不表现为具体交易关系当事人之间的诚信, 而表现为具体市场主体对证券市场的诚信以及证券市场对具体市场主体的诚信, 由此产生诚信市场化的过程。

由此可见, 证券市场作为最大诚信市场一方面表现为对诚信的巨大需求, 因为没有诚信证券市场就不能存在; 在另一方面表现为诚信对证券市场的重大作用, 证券市场诚信程度越高, 投资者对证券市场的信心就越大, 证券市场就越能发展。如果在证券市场中, 欺诈行为横行, 虚假信息充斥, 违法违规活动蔓延, 这种证券市场必定萎缩, 一时的兴旺也必定是畸形的, 不可能获得持续发展。“在现代市场经济发展中, 信用渗透到经济生活的各个领域, 可以说, 离开信用, 市场经济不可能前进一步。”^①因此, 证券市场要获得持续有序的发展, 建设以诚信为核心的证券市场价值体系是其必要条件。

(二) 证券市场诚信的特性分析

理论界对诚信的界定由于学科领域的取向不同往往导致结论上的

^① 王保树:“信用、信息和健全信用机制”, 载王保树:《商法的改革与变动的经济法》, 法律出版社 2003 年版, 第 57 页。

差异。在伦理学研究的一般道德准则中,诚信就是诚实守信,坚守自己的承诺。而市场领域中的诚信,是指市场主体在交易活动中诚实不欺、重诺守信,是市场主体自身所认同和坚持的从事经济活动的道德准则。在民商法领域,民事诚信具有很强的道德属性,商业诚信则趋向于经济属性。如果说民事诚信具有丰富的社会伦理内涵,商业社会诚信法包含着较多的商业伦理,那么,证券市场诚信则凸现出更加鲜明的特质。证券市场局部和部分地修正着我们长期习惯的诚信法则和价值观念。^②

1. 证券市场诚信的整体性

证券市场出现后,诚信法则的内涵发生了很大变化。证券市场逐渐摆脱了个体成员相互之间给予的、以情感和社会道德为基础的诚信法则,失去了自然人所独具的诚信观念,转而寻求各类市场主体之间的利益均衡以及和睦相处,个体诚信逐渐发展成为更广泛的社会诚信或者整体诚信。^③

在通常的市场活动中,一个市场主体的失信行为往往只影响与之有特定关系的相对人利益,即一个交易的影响限于一个交易关系之内。但是证券市场运行机制却有一个与之不同的显著特点,即证券市场上的每一个具体的交易活动,不仅要影响特定相对人的利益,在很多情况下,也会影响不特定的多数人乃至整个证券市场的利益。例如,股票发行人公开虚假信息,不仅损害公司现有股东的利益,也影响不特定的潜在股东的利益;不仅造成本公司股票价格信息的虚假,也影响整个市场上其他股票价格的合理形成。再如,内幕交易或操纵市场行为,不仅损害其直接相对人的利益,也损害在此期间其他买卖同类证券的不特定投资者的利益。因此,证券市场主体的诚信需求对象,不限于特定交易关系的相对人,还及于一般的证券市场主体,进而及于整个证券市场。就投资者角度而言,具体证券交易关系的当事人为了获得有质量的市场信息,需要信息公开义务人讲诚信;为了其交易不因内幕交易和操纵

^② 叶林主持的课题“证券市场诚信、自律和法治原则研究”,载《上证研究法制专辑》(2005年第4册),复旦大学出版社2005年版,第8页。

^③ 叶林主持的课题“证券市场诚信、自律和法治原则研究”,载《上证研究法制专辑》(2005年第4册),复旦大学出版社2005年版,第8页。

市场所侵害或误导,需要与其交易无法律关系的其他证券投资者也讲诚信。所以,证券市场主体不仅要对其特定的相对人讲诚信,也应对不特定的其他市场主体讲诚信,或者说对整个市场讲诚信。树立以诚信为本的观念,并不限于证券市场中的某一特定主体或特定群体的要求,而是整个证券市场所有主体的要求。

2. 证券市场诚信的外在化

在顺应商业、社会发展需求的过程中,证券市场开始以标准化和定型化形式展现诚信法则的抽象内涵,从而有别于以宗教、情感等方式约束的个别化诚信法则,并逐渐转化为更外在的法律规则。^④一方面,股票、债券等投资证券仅仅是其上权利的书面凭证,之所以能够成为投资证券,其上权利就必须能够通过法律的保障予以实现;另一方面,为了确保证券市场上的交易安全,证券市场从制度规则上建构了许多保证交易成就和履行的安全机制,例如,建立有组织的证券交易所,通过证券交易经纪人参与证券市场活动,在证券交易中遵循严格的交易规则如委托、交割、保证金制度,这些都有效地保障了证券发行认购合同和证券交易合同的实现。因此,在证券市场领域,如果仅仅满足于对诚信的道德宣示,使之仅仅成为与交易能力和交易效果无关的道德标准,诚信就不能成为证券市场环境的有机组成部分,诚信就不能在证券市场运行机制中发挥积极的作用。

3. 证券市场诚信的层次性

在诚信的一般意义得以确定的前提下,证券市场上诚信体系中的诚信实际上是一个类的集合体,各种诚信在性质上有所联系而又有所不同,在证券市场上的表现、作用有所不同,市场主体和市场活动对各种诚信的要求和实现机制也有所不同。^⑤

在证券发行市场,发行人是以交付代表投资权利及将来收益预期的证券,来换取认购的投资者交付的现实的资金。所以,发行人对投资者的诚信需求是合同法层次上的,即在认购的投资者有欺诈失信行为

^④ 宋伟岩:“论证券市场法治化中的诚信原则”,吉林大学2007年博士学位论文,第35页。

^⑤ 陈甦:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第302页。

时,发行人可以通过合同法获得保障。在投资者方面,其在证券发行过程中的诚信需求既有合同法上的也有证券法上的,对于发行人是否交付证券,可通过合同法保障;对于发行人是否诚信公开信息,可通过证券法保障;对发行人是否诚信运营所筹资金,可通过公司法保障。显然,在证券发行市场,投资者对证券发行人的诚信需求大于发行人对投资者的诚信需求;投资者的诚信需求层次要多于发行人的诚信需求层次。

4. 证券市场诚信识别的技术化

在证券市场活动中,一个市场主体对其他市场主体以至对整个证券市场的诚信状况判断,实际上是一个有关诚信的信息搜集、整理、判断和运用的过程。但是在证券市场运行过程中,市场信息的产生、外现和作用机制,有其自身的特点。首先,证券市场是一个开放的市场,市场信息的产生与外现同时也就具有了开放性,在证券市场运行过程中,随时随地产生新的信息源和信息流。其次,证券市场是一个相互关联度相当高的市场,市场信息也同时具有很高的关联度,各种市场信息互相叠加、交互影响。再次,证券市场信息的开放性和关联性,决定了证券市场上的市场信息量相当庞大,在证券市场运行过程中,不断地出现大量信息市场的产生、更新、流通、湮灭现象。最后,证券市场是一个瞬时变化的市场,证券市场信息也在瞬时变化,因此市场信息的显现与利用都必须在短时间内完成。在市场信息运动具有如此特点的证券市场上,如果不采取有效的信息技术措施,信息的利用者势必处于茫然无措的境地中。

在实际的市场活动中,对诚信的识别是一个运用技术的过程,证券市场诚信机制必须建立在诚信实现技术的基础上。诚信的识别依赖证券市场信息的收集、分析和整理,对于理性的市场主体,事关诚信的判断从来不是先验的观念依赖,而是依靠相关市场信息的系统分析,也就是说,诚信的实现过程在一定意义上也是运用信息技术的信息处理过程。例如,投资者总是要根据各种各样的市场信息,来分析交易的安全性和效益性,在证券市场上,交易的安全(如相对人是否诚实履约)和交易的效益性(如证券价格的市场信息是否真实),均与其他市场主体的诚信程度有关,因而对其他市场主体的诚信判断,投资者只能依赖既

有的可搜集和可处理的信息。

因此,在市场领域,诚信的实现不仅需要坚定的诚信理念,也需要科学的诚信技术,其中重要的技术措施就是信息技术措施。现代信息科学理论和应用技术,既是投资者进行诚信识别与判断的应用技术措施,同时也是证券市场监管者对诚信状况实施监管的技术保障措施。

5. 证券市场诚信实现方式的强制性

对证券市场诚信状况实施依法监管,其本身就是制度诚信和市场诚信的表现和要求之一。私法关系以在守法前提下的自治为原则,对于具体的民事关系而言,绝大多数的民商法律制度只是在民事主体提出诉求时,才发挥其强制执行的效力。大多数的民商法律并无一个专门的执法机关,绝大多数贯彻诚信原则的民商法律规范,不是依靠行政权力,而是依靠民事主体的自觉遵守和司法审判程序来实现。但是,证券欺诈失信行为的侵害对象具有广泛性和不特定性,一个具体的欺诈失信行为,不仅损害直接交易相对人的权益,同时也损害不特定的相关市场主体的权益乃至整个证券市场的运行秩序。如果只是在市场主体提出具体诉求时,证券市场中的诚信保障机制才启动,就不足以有效防范和及时制裁证券欺诈失信行为,证券市场的诚信环境就不可能真正建立。可见,在证券市场法律制度的实施机制中,设置证券市场监管机制,对证券市场运行秩序进行主动的监管介入是十分必要的。所以,与大多数民商法律不同,证券法明确规定了证券市场监管制度,直接规定了执法机关即证券监管部门。证券监管部门的功能就是通过积极的行政介入和主动的执法行为,使证券法律制度得以强制实施。

证券市场监管的对象包括所有的证券市场活动,目的是通过行政执法力量强制地实现证券市场秩序。证券市场监管主要是对市场主体及其行为的诚信状况实施监管,而证券本身的投资价值,由投资者根据其投资判断自主做出投资决定。

在市场诚信机制建构与运行的层面,证券市场监管制度的主要功能包括:其一,对证券市场诚信监管体制的规定,我国实行政府监管为主,自律监管为辅的证券市场监管体制,这也是证券市场诚信机制形成与运行的监管体制。其二,对证券市场诚信监管权限的规定,包括具体诚信规则的制定权,市场准入的审核权,市场活动的调查权,欺诈失信

行为的处罚权等。其三,对证券市场诚信监管程序的规定。依据法定程序实施诚信监管,是依法行政的体现,也是证券市场有序运行的表现之一。依据法定程序监管,增强了市场主体对监管机构行为的预期性,也有助于在诚信监管实施机制中,维护证券市场主体的合法利益。

二、证券市场诚信机制建设是体系化过程

一个成熟的文明的证券市场,必然是一个诚信观念贯穿于通行的价值取向、行为习惯和评价标准的证券市场,也就是弘扬诚信文化的证券市场。诚信作为证券市场文明建设的出发点和目的地,不能仅仅停留在口头宣示或文本记载上,而应成为证券市场运行中确定而普遍的观念存在和行为模式。实现证券市场文明的诚信建设目标,必须实现诚信的普遍性、诚信的确实性和诚信的强制性。而要实现这一市场建设目标,必须依赖证券市场诚信机制的体系化建设。

(一) 在证券市场中实现诚信的普遍性需要诚信体系建设

诚信的普遍性,是指诚信理念融于证券市场的方方面面,成为整个证券市场机制构建的基本材料和证券市场机制得以顺利运行的润滑剂。实现证券市场中诚信的普遍性,就是要使诚信成为证券市场的一种普遍状态,成为各种主体在证券市场中的基本活动状态。普遍的诚信理念与诚信行为是市场秩序得以形成的必要条件,也是证券市场得以实现最大效益的必要条件,而普遍的诚信状态需要体系化的诚信文明建设,证券市场的经济伦理上要崇尚诚信,证券市场主体人文素质中要信守诚信,证券市场法律规范中要贯彻诚信,证券市场政策制定与实施中要促进诚信,有关证券市场人物与事例的宣传中要弘扬诚信。

缺乏诚信机制的体系化建设,不可能实现诚信的普遍性。证券市场机制中某一部分或某一层次的诚信追求,如果得不到体系化的诚信机制配合,就难以实现诚信建设的预期效果。首先,在证券市场中,部分的诚信追求如果得不到全体的肯定,部分的诚信追求会因诚信效益递减而逐渐衰弱,例如,当某一证券市场主体的诚信行为得不到市场的应有回应,得不到制度的有力支持,得不到多数市场主体的肯定评价,

其诚信行为就难以实现其目的,难以形成应有的市场效果;久而久之,讲诚信的市场主体的诚信行为就难以为继,其诚信理念就会逐渐淡化。相反在另一方面,如果没有体系化的诚信机制,欺诈失信观念或行为就不能得到及时有力的否定评价,这种恶的示范效应就会进一步助长证券市场中的欺诈失信行为。其次,在证券市场中,单一层次的诚信追求如果得不到整体的支持,同样难以实现该层次诚信建设的预期效果。例如,法律制度中贯彻诚信原则的法律规范如果得不到实施机制的配合,就难以转化为现实的诚信秩序;虽然作了鼓励诚信的政策宣示,但市场舆论却在大肆宣传坐庄跟庄的技巧,鼓励诚信的政策宣示就容易流于形式。可见,要实现证券市场中诚信的普遍性,不能只靠诚信理念的自然形成和诚信建设的散点布局,必须依靠结构完整、机制可靠的诚信体系化建设与实施。

社会主义市场经济体制确立以后,建设和发展社会主义市场文明就是一个明确而持久的任务。社会主义市场文明是社会主义物质文明、精神文明和制度文明在市场领域的综合体现,而证券市场文化就是社会主义市场文明在证券市场领域的具体体现。证券市场文化是证券市场领域中的投资经营管理理念、价值取向、行为习惯、评价准则和制度规则的总体表现,是证券市场长期运行的积淀,也是证券市场进一步发展的基础。打造以诚信为核心的证券市场文化,是社会主义市场文明建设的要求,也是证券市场持续有序发展的需要。

(二) 在证券市场中实现诚信的确实性需要诚信体系建设

在社会主流道德体系的作用下,在正式或公开的场合,诚信总是作为一种肯定的理念被宣扬,而很少会出现直接否定诚信、鼓吹欺诈的观念宣示。但是,诚信的观念宣示与诚信的实际状态之间,实际上存在一个距离。在证券市场中,诚信的观念宣示与诚信的实际状态之间距离的大小,表明证券市场中诚信的确实性程度。证券市场中诚信的确实性,是指由证券市场主体实际行为和证券市场秩序构成的证券市场诚信环境的确实性。

证券市场诚信环境的确实性,首先表现为证券市场主体诚信行为的确实性,而证券市场主体行为是否诚信,决定于证券市场主体诚信观念的确实性。诚信应当成为证券市场主体道德观念体系和投资理念体

系的确切内容,是其确定不移的内心信念,并且以此引导其市场活动,即证券市场主体应做到诚信观念与诚信行为相一致。形成证券市场主体诚信观念的确实性,需要体系化的诚信机制建设。证券市场主体之所以能够真正的恪守诚信,是在市场环境作用下,外在诚信体系不断内化为观念的结果。不仅证券市场主体日常生活道德体系中既有的诚信观念,可以直接移作证券市场理念,而且证券市场中诚信行为的积极示范效应,贯彻诚信原则的法律指导的有效实施,证券市场舆论对诚信的肯定评价等,更是从不同角度不同方面积极强化证券市场主体的诚信观念。只有证券市场主体真正信仰诚信理念时,对于证券市场主体来说,其诚信观念才是确实的,其诚信行为才会经常持久而且坚定。而要实现证券市场主体诚信行为的经常性、持久性和坚定性,必须依靠体系化的诚信机制建设。

证券市场诚信环境的确实性,同时表现为证券市场法律制度形成秩序的确切性。文本形式的证券市场法律制度中,贯穿了诚实信用原则,体现了证券市场法律制度对诚信的追求与保障。但是,贯彻诚信原则的法律制度只有通过有效实施,形成证券市场法律秩序,其中的诚信规范才能转化为实在的证券市场诚信环境。贯彻诚信原则的证券市场法律制度的有效实施,同样要依靠体系化的诚信机制建设。证券法律制度的实现,不仅需要实施机制的有效运行,也需要市场舆论的广泛支持,需要证券市场主体基于诚信观念的自觉遵守,需要国家证券市场政策的持续配合。如果没有体系化的诚信机制建设,就不可能形成真正持久的证券市场诚信环境。

(三) 在证券市场中实现诚信的强制性需要诚信体系建设

证券市场的运行特点与发展需要,决定了证券市场中的诚信规则不是仅仅停留在道德评价体系中的软约束,而是同时存在于市场规则和法律体系中的硬约束。诚信规则的硬约束,表现为市场舆论对欺诈失信行为的否定评价,表现为证券市场对欺诈失信行为及其主体的拒绝效应,表现为证券法律制度对欺诈失信行为的责任追究。

诚信不仅是证券市场持续发展的根本,也是每一具体证券市场主体自身持续发展的根本。但是,由于个别市场主体囿于自身的认识能力、道德水平,可能选择失信行为以谋取短期利益。在不能对其他证券

市场主体进行充分的信用调查的情况下,其他市场主体是否能够基于道德信念讲究诚信,也是不易确定的,在对他人是否守诚信存有疑虑的情况下,市场主体就会动摇自身的诚信意志。因此,只有把诚信观念与诚信需求转化为具有强制力的行为规范,失信者必得制裁,而守信者必得支持,诚信行为才能普遍化、确实化。

在证券市场中实现诚信的强制性,既要建立贯彻诚信原则的法律制度体系,也要建构法律体系的实施机制;既要实现支持诚信行为的法律实施效果,也要实现支持诚信行为的市场效应;既要建立以保障诚信为核心的制度环境,也要建立以诚信为价值取向和基本准则的市场评价体系,以及肯定和遵循这种市场评价体系的市场舆论环境。如果一个诚信行为虽然被法律所支持,但在市场活动中却总受欺诈失信行为的损害;或者一个欺诈失信行为虽然被法律所否定,但在实际的市场活动中却总能为欺诈失信者带来巨大利益,并且被市场舆论所谅解以致同情,这种市场环境中的诚信约束必定是软弱的和流于形式的,贯彻诚信原则的法律实施效果不可能持久,证券市场的诚信环境就不可能最终建立,以诚信为核心的证券市场文明就不能实际建设成功。

三、实现我国证券市场诚信机制的制度建构

建构我国证券市场的诚信机制,可以从商业伦理的倡导和养成、交易行为规范的完善和遵守、相关法律制度的建设和实施等多个角度和层面展开。其中最为重要最能有力地显现其效果的,是加强有关证券市场诚信机制的体系化制度建设,这是建设社会主义法治国家和完善社会主义市场经济体制两大基本国策的有机结合在证券市场建设上的具体体现。

作为一种综合性的动态运行的机制,实现证券市场诚信机制的制度建构,包括诚信识别机制、诚信评价机制、诚信选择机制、诚信担保机制、诚信监管机制、诚信责任机制等。就我国目前证券市场发展的状况而言,重点要加强以下几方面的制度建设。

(一)健全证券市场上的诚信监管组织体系

证券市场中的诚信监管组织,是指以实现证券市场诚信环境为目标,以保障诚信规则有效实施为任务,对证券市场主体的行为进行监督管理的专门机构。在市场经济体系中,市场具有层次性和多样性,在一个合理的市场监管体系中,并不需要一类市场有一个专门的监管组织特别是政府监管机构。因为无论从维护市场的自由性上还是从维护市场监管的有效性上,都不需要把专门监管组织的设立作为市场监管合理性或有效性的必要条件。但是,证券市场却有所不同,专门的监管组织是维护证券市场秩序和诚信环境的必要组织条件。因证券市场对社会经济的巨大作用,以及欺诈失信行为对投资者利益可能带来的巨大危害,要求证券市场运行机制具备随时监管和及时处理的功能,而承担随时监管和及时处理职责的组织就是证券市场诚信机制中必要的组织体。诚信监管组织的存在,还表明制度和政府对证券市场诚信环境的关切与重视,这对于提高证券市场主体的安全预期及其对证券市场的信任与信心,都具有十分重要作用。

诚信监管组织要在证券市场诚信环境建设中发挥应有的作用,必须具备以下条件:其一,诚信监管组织的设立与存续,具有法律上的依据。其二,诚信监管组织的权限职责,有法律或组织章程的明确规定。其三,诚信监管组织的监管措施,具有被监管对象必须遵守的强制力或约束力。其四,诚信监管组织拥有维持运行的充足经费。其五,诚信监管组织内部建立了运行良好的工作人员选择机制,其工作人员具有严格履行职责的能力和品质。在我国的证券市场监管体制中,诚信监管组织包括政府监管机构和自律监管机构,前者作为政府管理市场秩序的行政权限的实施者,依据法律对整个证券市场活动进行监管;后者作为行业秩序的维护或市场活动的组织者,依据章程或规约对一定范围内的证券市场活动进行监管。

根据《证券法》第179条规定的职责范围来看,国务院证券监管机构即中国证监会履行职责的内在本质主要是诚信监管。加强诚信监管机制中的行政监管的力量与效率,应是今后证券市场诚信体系建设的重要任务之一。就当前证券市场运行状况与行政监管的效能来看,证券市场诚信监管的理念应当更新,特别是要实现从行业监管到功能监

管的转变,而功能监管的重要内容之一就是诚信监管。^⑥ 首先,在根据证券市场发展状况继续有效行使市场运营监管的同时,要把监管重点逐渐放到市场诚信状况监管上来,严格执行维护诚信交易的证券法律制度。当前有关诚信状况监管的工作重点:一是督导建立上市公司诚信运营的治理结构,监督大股东履行诚信义务,防止其利用控制地位从事损害中小股东利益的关联交易;二是严格监督信息公开制度的执行,重点查处虚报利润制造假账的行为,加大对制造或公开虚假信息的上市公司及其高级管理人员、保荐机构及其保荐代表人、有关的注册会计师事务所和律师事务所及其专业人员的处罚力度;三是继续采取有效的法律措施和技术手段,查处内幕交易和操纵市场等欺诈失信行为。其次,要树立强化诚信监管的理念,即基于诚信的理念实行公正监管、依法监管和公开监管,在对证券市场诚信状况实施有效监管的同时,彰显制度讲诚信、执法讲诚信、监管讲诚信、政府讲诚信的理念,提高证券市场主体恪守诚信的信心。特别是证券监管机构在执行管理职责时,必须诚信执法,做到严格按照法律赋予的权限执法,不越权执法;严格按照法律规定的程序执法,做到执法有序;严格按照法律的宗旨和内容执法,做到公正执法,统一执法,严肃执法。

证券业协会是证券行业的自律组织,在证券业协会的职责中亦包括诚信监管职责。^⑦ 当前存在的问题是,自律监管缺乏必要的支持而处于可有可无的状态,证券市场主体的强烈诚信需求未能在自律机制中有效体现出来。因此,加强证券市场诚信建设中自律机制的作用与效率,应成为今后健全诚信监管机制的主要任务。要实现自律监管的应有效能,应当从以下几方面采取措施:(1)提高自律组织的地位和自治能力,使自律组织真正成为成员之间的自治团体。(2)增强自律组织的权限,只要其章程规定的权限不与法律规定相抵触,就应当予以认可和支持。例如,自律组织决定的约束力主要来源于团体的拒绝效应,

^⑥ 陈甦、陈洁:“证券法的功效分析与重构思路”,载《环球法律评论》2012年第5期。

^⑦ 例如,协助证券监督管理机构教育和组织会员执行证券法律、行政法规;制定会员应遵守的规则,组织会员单位的从业人员的业务培训,开展会员间的业务交流;监督、检查会员行为,对违反法律、行政法规或者协会章程的,按照规定给予纪律处分等,其内在本质都是在实现和强化市场及其主体的诚信状态。

即如果不服从自律组织的决定或纪律处分,将被团体以及团体成员拒绝与之业务往来。因此应当认可自律组织在诚信监管中,拥有行业禁入或团体禁入的权限,以强化自律监管的效能。(3)要重视各种自律监管的综合效用。证券法上规定的自律监管组织只包括证券业协会和证券交易所,其实律师协会和注册会计师协会也是证券市场诚信建设自律机制的重要构成部分。律师协会或注册会计师协会对从事证券业务成员的诚信监管,会在整体上提高证券市场诚信监管机制的效能。因此,各种与证券市场有关的自律组织应当开展相互合作,互通信息,协同监管,实现证券市场诚信环境建设与行业建设的共同发展。

(二)完善证券市场诚信审验组织的市场把关人角色

证券市场中的诚信审验组织,是指对证券市场的诚信状况具有审验功能,可以从事相关审验业务,并对审验的结果承担法律责任的组织。诚信审验组织主要包括注册会计师事务所、律师事务所以及资产评估机构。现在习惯上是把这类组织称之为“中介机构”。其实,证券市场中的中介机构只是从事证券承销的证券公司和证券经纪公司,因为前者是发行人与投资者之间的中介,后者是投资者之间的中介。至于出具法律意见书的律师事务所和出具财务报告的会计师事务所,其作用并不在于中介而是在于审验,即对于证券市场活动中所需要的重要信息予以审验,因而不应该界定为“中介组织”而应界定为“审验组织”,由此与“市场把关人”的概念内涵相通。

证券市场诚信机制中之所以需要诚信审验组织作为把关人,是基于证券市场诚信实现机制自身的特点与需要。(1)证券市场信息具有信息量巨大、信息内容繁杂、信息筛选分析专业化程度高等特点,投资者对未经处理的证券市场信息难以直接利用,而处理证券市场信息又需要很高的专业技术和费用。为了确保投资者在诚信判断过程中能够获得专业帮助,证券市场中有必要设立专门的诚信审验组织作为把关人。(2)证券市场具有开放性和专业性的特征,一方面,投资者不论其投资判断能力如何,均可进入证券市场从事投资活动;另一方面,证券市场投资活动又需要较高的分析判断能力。在这种市场中,投资者要识别证券的投资价值和证券发行人的诚信程度,有必要借助诚信审验组织为证券市场主体的诚信判断提供专业帮助,以增加投资者对证券

发行人以及证券市场的信赖。(3)证券市场活动以获得预期收益作为目的,为了保障追求预期收益的投资判断的确定性,诚信审验组织作为把关人,不仅要对其聘用者的诚信状况做出判断,还要将这种判断公之于市场,并为之向整个证券市场即所有相关主体承担责任。因此,诚信审验机构作为把关人的专业活动,在一定意义上起到了诚信担保的作用。诚信审验组织在证券市场中的把关作用,其在证券市场诚信机制中的必要存在,不仅是市场选择的结果,也是制度选择的结果。

目前的问题是,诚信审验组织及其专业人员的责任过轻,对其欺诈和失信行为的处罚制度软化,一些诚信审验组织及其专业人员在业务中违背诚信,但经处罚后却仍可继续从事诚信审验业务。这样一来,一方面降低了诚信审验组织欺诈失信行为的违法成本,另一方面损害了市场主体对诚信审验组织整体行业的信任。

根据诚信审验组织在证券市场中充当把关人的地位和作用,诚信审验组织建设必须围绕以下三个目标展开:

其一,充分的专业水平。诚信审验组织的存在就是满足证券市场主体充分准确地利用证券市场信息的需要,因此,诚信审验组织及其专业人员必须具备将大量繁杂的市场信息进行专业化处理的能力。在证券市场诚信机制中,应当进一步严格诚信审验组织及其专业的专业评价标准和选择机制,使具备较高诚信审验专业能力的组织或个人进入诚信审验业务领域,并把不具备相应专业能力的主体阻挡或清除在诚信审验业务领域之外。

其二,可靠的诚信程度。诚信审验是把证券市场中的原始信息经过处理之后再馈入证券市场,由于再馈入的信息清晰化程度高,必然得到证券市场主体更多的选用。诚信审验组织作为把关人,之所以能够在证券市场运行中发挥积极的作用,在于其他证券市场主体的信赖。如果诚信审验组织自身实施不诚实的行为,其处理和再馈入的市场信息就失去可信赖性和可利用性。所以,证券市场机制对诚信审验组织的诚信要求,应当大于其他证券市场主体,诚信审验组织应当具有最可靠的诚信程度。

其三,特定的责任制度。诚信审验组织作为把关人,应当为其业务活动承担法律责任特别是特定的民事责任,包括直接对不特定的投资

者承担民事责任,与委托人共同向投资者承担连带责任。法律为保证证券市场信息的可利用性,强制发行人或上市公司在信息公开活动中必须聘用诚信审验组织,这在一定意义上,可以说法律赋予了诚信审验组织可靠的业务资源,相应地,诚信审验组织要为此承担更大的责任。

诚信审验组织的把关业务是最大诚信业务,其业务的诚信程度的可靠性,不仅关系到诚信审验组织及其专业人员自身的市场声誉,也关系到整个证券市场诚信环境的声誉;不仅关系到投资者的利益,也关系到整个市场的发展利益。因此,对于诚信审验组织及其专业人员,应当采取“一次失信、永远出局”的市场禁入制度。对于诚信审验组织及其人员来说,证券市场不是培养其诚信而是实现其诚信的场所,如果其诚信程度达不到证券市场的要求,那么就应当到证券市场之外寻找其生存和发展的机会。

(三)健全证券市场诚信评价组织的角色功能

证券市场中的诚信评价组织,是指对证券市场中的证券或者发行人进行评级的专业组织。证券市场具有符号市场的特征,证券市场上诚信评价组织的任务,便是利用一定的符号体系将证券市场中的证券及其发行人予以类别化,并使该符号体系成为投资判断的重要依据。

从表面上看,证券市场中的评价组织主要是对特定证券的投资价值或发行人的经营状况做出体系评价,但实际上,证券评级的主要内容是对证券发行人的资信情况包括诚信状况所做出的评价,因为证券发行人的诚信状况不仅在相当程度上决定了其所发行证券的投资价值,也在相当程度上决定了其经营状况的现状和前景。一个屡施欺诈失信行为、诚信状况恶劣的发行人,其所发行的证券不可能得到较高的评价,这是因为,欺诈失信行为是被法律否定、被市场拒绝的行为,屡施欺诈、惯行失信的发行人的经营状况不可能持久顺利;屡施欺诈、惯行失信的发行人,所公布的信息不会为投资者接受,其信息反映的投资价值也不可信;屡施欺诈、惯行失信的发行人,也不可能为了投资者的利益诚信经营。因此,只有诚信经营的发行人或上市公司的证券,才能在证券评价体系中获得较高的级别;而屡实欺诈、惯行失信的发行人及其所发行证券,不可能获得较高的资信评价。可见,证券的投资价值评价不可能与证券发行人的诚信评价截然分离,要表述一个主体的信用则需

要有行为信息的沉淀,行为信息沉淀的结果就是信用评价的结论。^⑧ 证券评级实际上也是发行人的诚信状况评级,证券评级的高低与发行人诚信程度成正比关系,证券评价组织实际上也是诚信评价组织。

在我国目前的证券市场上,证券诚信评价组织还处于缺位状态,这种缺位状态是我国证券市场诚信体系不够完整的表现之一。庞大繁杂的证券市场信息,即使这些信息经过处理,对于投资者特别是公众投资者来说,仍然难以简便处理和直接运用。因为证券市场把关人处理过的信息,主要是描述性信息,描述性信息要成为投资判断的依据,仍需经过具有相当专业性的分析筛选过程。投资者为了在价格变动不居的市场环境中做出及时准确的投资判断,必须能够迅速简便有效地识别证券的投资价值及其发行人的资信经营状况。诚信评价组织通过将证券市场中的证券或发行人予以类别化、符号化,将各种描述性的市场信息转化为评价性信息,为投资者的投资判断提供了简便的分析辨别依据,使投资者能够在较短时间内,对证券市场中的所有证券及其发行人或上市公司进行有效的比较和选择。

根据证券评级的功能与作用,诚信评价组织及其活动应当具有的特征包括:(1)专业性。证券市场诚信评价组织对证券及其发行人的评级,是一种专业程度很高的业务活动,需要很高的专业知识和很强的专业技术能力,因此证券市场诚信评价组织应是一种专业机构。(2)持续性。证券市场中的证券评级活动,应当具有持续性,从而实现诚信评价标准的相对稳定,实现对诚信评价对象的历史比较,提高诚信评价结果的可持续利用,因此证券市场诚信评价组织不能是临时组织,而必须是长期存续或准备长期存续的组织。(3)权威性。证券诚信评级组织必须具有权威性,其评价结果才能被市场广泛接受,从而发挥其应有的指导选择和帮助判断的作用。

因此,建立科学系统并符合我国证券市场特点的证券评级机制,已经是当务之急。为了确保证券市场诚信评价活动的独立与诚信,同时维护证券市场诚信评价组织的选择机制,证券市场中的诚信评价组

^⑧ 王保树:“信用、信息和健全信用机制”,载王保树:《商法的改革与变动的经济法》,法律出版社2003年版,第67页。

织应当是行政系统之外的经营组织。当然,证券评级是为整个市场提供投资参照,证券评级本身就应具有很高的诚信程度。在建立我国的证券评级机制时,对证券评级机构及其专业人员自身的诚信状况,应当赋予严格的标准。

(四) 全面提高相关信息技术措施的针对性与有效性

加强证券市场诚信建设,必须利用证券市场信息流动及其功能的特点,有针对性地通过信息披露、识别、整理、判断和评价,实现诚信识别、诚信评价与诚信选择的效用。

证券市场信息运动的特点,要求证券市场诚信体系必须纳入经济有效的信息技术措施。这里要把握的制度建设要点是:(1)信息披露的范围、事项、节奏必须合理规定,实现信息披露的规范化。(2)信息披露量与信息判断效果之间的关系必须科学设定,并不是信息披露的数量越多其判断效果就越好。(3)信息披露效果与信息披露成本之间的关系必须合理界定,证券市场上法定信息披露活动是有较高成本的,例如注册会计师、律师的聘用成本,信息披露文件的制作成本,法定信息披露的发布成本等,而这种披露成本通过市场机制分配,大多数最终会由投资者承担。

措施之一,针对证券市场信息开放性的特点,采取可以鉴别信息源并且能够及时反应信息披露的法律性质,以便于投资者和监管部门识别处理。例如,在证券市场信息披露及其监管制度中,采取能够区别正式市场信息和非正式市场信息的措施,必要时采取市场信息核准、检查措施,尽量提高证券市场信息的有用性。

措施之二,针对证券市场信息关联度高的特点,建立证券市场信息分析评价机制。证券市场信息量大,其关联结构及相互影响的机制与效果十分复杂,投资者尤其是公众投资者难以识别分析和利用。因此,应当通过制度建设,鼓励建设和整合证券市场的信息分析评价机制,确保证券市场信息整合利用的有效性。例如,对证券市场分析机构及其人员、传播媒体上的股市分析人员等,建立并完善相应的业务准则、行为规范和责任机制,减少信息分析建议的误导,特别是防止利用信息误导操纵证券市场的行为。

措施之三,针对证券市场信息量巨大的特点,建立市场信息筛选、评判机制,并且在信息公开制度上,既要考虑市场信息公开的充分性,

也要考虑市场信息公开方式的经济性。当前的问题是,能够反应证券市场主体的法定披露信息过于杂乱,例如,上市公司披露的中期报告和年度报告事项繁多、数据海量,投资者甚至监管部门对其做不到充分阅读和及时整理。现在的趋势是,为了防止出现信息披露遗漏,监管部门要求上市公司等有信息披露义务的主体,尽可能地把有市场判断价值的信息都予以披露,结果使市场判断价值大的信息淹没在无数的市场判断价值小的信息当中,反倒过度损耗了投资者或监管者的信息判断能力,扭曲了信息判断的结果。因此,应当对现行法律制度、行政法规及证监会部门规章中有关信息披露的规范进行分析整理,适当精简证券市场法定信息披露的必要事项,提高所披露信息的判断价值,并降低法定信息披露活动的成本。

措施之四,针对证券市场信息瞬时性的特点,必须建立反应迅速的信息处理机制。否则,在对原有市场信息的技术处理和制度反应还没有完成时,原有的市场信息可能已经被新的市场信息所覆盖,或者原有市场信息因瞬时湮灭而对市场不再发生作用。这样,对证券市场信息特别是有关诚信信息的利用和监管,就不能发挥应有的作用。因此,应当根据证券市场的信息源、披露义务主体、信息披露路径及影响范围,规定相应证券市场主体(如上市公司、证券交易所、证券业协会和中国证监会等)的说明解释义务,以便及时消除市场误解,提高证券市场信息在投资判断中的利用效率。

结 语

证券市场诚信机制是一种综合性的动态运行机制,只有在诚信机制起主导作用的证券市场环境中,证券市场的有序运行和顺利发展才能成为广大投资者可以期待的市场前景。如果说在证券市场发展初期,证券监管机构的工作重点是促进证券市场物质基础的建设,那么在证券市场已经具备相当规模并可以自我运行发展的今天,就应以诚信机制建设作为市场建设的重点,尤其是以促进市场主体诚信活动和提高市场诚信程度作为重中之重。