

## 资本市场诚信建设的制度逻辑与 实现路径

——境外经验及对中国的启示\*

袁 康\*\*

**摘要:**资本市场诚信建设不能寄望于市场主体的道德自觉,而应当通过建立有效的制度约束来实现。我国在进行资本市场诚信建设时应当合理借鉴境外资本市场诚信建设的制度经验,深刻理解其制度逻辑,处理好内部约束与外部约束、事前控制与事后控制、原则性宣示与具体化规范之间的关系,并且从统一诚信档案制度、完善司法救济制度和构建社会监管制度上寻求制度突破,通过对我国现有制度进行深入和细化、积极移植境外先进制度并结合具体国情进行制度创新,构建我国的资本市场诚信法制。

**关键词:**资本市场 诚信建设 制度逻辑 社会监管

金融危机带来的惨痛教训驱动着各国资本市

---

\* 本文受中央高校基本科研业务费专项资金资助,系武汉大学研究生自主科研项目《多层次资本市场建设与金融法制的进化》(项目编号2012106010204)阶段性成果。

\*\* 武汉大学法学院博士研究生。

场监管制度的改革和完善。不论是小修小补还是全面变革,无不是针对危机中暴露出来的问题而作出的有针对性的制度回应。在后危机时代,诚信缺失作为危机的重要肇因之一引起了成熟市场和新兴市场一致的反思和关注,相应的各国也对增进资本市场诚信的制度构建开展了相应的探索和实践。诚信是资本市场健康有序运行的基石,但市场参与者作为经济人具有先天的逐利性,资本市场诚信建设不能寄望于市场主体的道德自觉,而应当通过建立有效的制度约束来实现。在大力提高市场诚信水平,打造诚信资本市场成为我国资本市场发展的历史使命和现实任务的背景下,研究后危机时代境外资本市场诚信建设的制度经验,探索符合我国国情的资本市场诚信建设的理念与路径,有助于从法制层面为提高市场诚信奠定制度基础。

## 一、后危机时代境外资本市场诚信建设的制度动态

尽管本次金融危机产生的原因是系统性的,但是不能否认诚信缺失是危机的一大重要肇因。不管是投资银行在金融创新中肆无忌惮的欺诈与投机,还是信用评级机构的推波助澜助纣为虐,不论是金融机构高管为了个人利益而无视风险控制,抑或是监管部门与金融机构利益勾兑,还是金融市场的参与者为了追逐利益不讲诚信,这些使本来就脆弱的金融体系愈益紧绷,最终导致稳定市场崩于旦夕。各国的立法机构和监管部门痛定思痛,通过加强资本市场诚信立法,从各方面强化了对资本市场参与者诚信活动的制度约束。

### (一) 美国资本市场诚信法制的最新进展

美国作为金融危机的发源地,受危机影响最深,对危机作出的反应也最大。作为美国后危机时代金融法制集大成者的《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》,其篇幅之长、覆盖范围之广令人惊叹,尽管其颁布两年来毁誉参半,但其对市场诚信规范上作出了努力。

《多德—弗兰克法案》就券商对其客户的诚信义务作出了规定。法案第 913 条授权 SEC 评估证券经纪商和投资咨询商在对客户提供

服务过程中的诚信状况的权力,<sup>①</sup>并授权 SEC 制定券商在向零售客户提供与证券相关服务时诚信义务的统一标准。<sup>②</sup> SEC 在履行上述评估权和规则制定权时,应当要求券商在提供服务时应考虑客户的最大利益而不应掺杂自身利益。<sup>③</sup> 并且 SEC 还应在规定的时间内向两院提交规定内容的评估报告。<sup>④</sup> 在 2011 年,SEC 根据法案的要求出台了券商评估的规则并提出了诚信义务履行状况的统一标准。<sup>⑤</sup> 有学者指出,法案的规定实现了原本由 SEC 和 FINRA 实施的对券商诚信义务的原则性监管的具体化,是在既有规则基础上的一次进化和提升。<sup>⑥</sup>

《多德—弗兰克法案》对信用评级机构诚信履职进行了规范。实际上,法案为信用评级机构建立了一套全新的监管体制。首先,法案强化了信用评级机构在决定评级中的有效内部控制,并要求信用评级机构将评级标准预先进行明确并在 SEC 备案,<sup>⑦</sup>以确保信用评级的公正透明。其次,法案要求信用评级机构内部建立防火墙制度,将信用评级机构的市场部门与产品业务部门相分离,<sup>⑧</sup>以防范利益冲突,确保信用评级机构的评级过程中的诚信。再次,法案在 SEC 新设立了专司信用评级机构监管的部门信用评级办公室(Office of Credit Ratings),<sup>⑨</sup>办公室负责对信用评级机构进行监管,确保信用评级的准确且不受利益冲突的不当影响。最后,法案还对信用评级机构的信息披露作出了规定。法案要求信用评级机构的过程、方法和数据均应进行有效披露。<sup>⑩</sup> 还有就是法案尝试着取消信用评级机构享受责任豁免的规定,通过要求

① Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 913(b).

② Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 913(f).

③ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 913(g).

④ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 913(d).

⑤ See SEC, *Study on Investment Advisers and Broker - Dealers; As Required by Section 913 of the Dodd - Frank Wall - Street Reform and Consumer Protection Act (2011)*, available at <http://www.sec.gov/news/studies/2011/913studyfinal.pdf>. 2012 年 8 月 10 日访问。

⑥ See Thomas Lee Hazen, *Stock Broker Fiduciary Duties and the Impact of Dodd - Frank Act*. *North Carolina Banking Institute*, Vol. 15, 2011, p. 47.

⑦ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 932(a)(3).

⑧ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 932(h)(3).

⑨ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 932(p).

⑩ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 932(s).

信用评级机构承担与会计机构和分析机构同等的专家责任,促使其谨慎尽责地开展评级业务。<sup>⑪</sup> 尽管法案并未就信用评级机构存在的问题进行全面完整的规定,但是毕竟可以起到规范信用评级机构诚信执业的作用。<sup>⑫</sup>

次贷危机中金融机构高管为了个人丰厚的薪资和奖金不顾公司风险和投资者利益大肆欺诈客户,却在危机发生后全身而退的现象引发了公众的愤慨,立法者也开始着手对这种背信行为进行规范。《多德—弗兰克法案》从高管薪酬和公司治理结构的角度对高管诚信进行了规定。在危机发生前高管薪酬由董事会而非股东决定,这就导致高管会牺牲公司乃至市场的长期稳定而博取个人短期经济利益。<sup>⑬</sup> 法案第 951 条规定股东对于高管薪酬<sup>⑭</sup>以及降落伞计划<sup>⑮</sup>具有不受约束的表决权。通过这一规定使股东可以对公司高管形成一定的约束,否决对于公司长期利益乃至整个市场不利的薪酬激励方案。同时法案第 953 条还强化了上市公司高管薪酬的信息披露要求,并且要求披露实际支付的高管薪酬与上市公司业绩的关系。<sup>⑯</sup> 此外,法案还就高管薪酬的诚信问题制定了薪酬委员会的独立性标准,并针对不当领取过高薪酬而制定了“追回条款”(Clawback Provision)。<sup>⑰</sup> 法案要求交易所上市规则中规定薪酬委员会只能由独立董事组成,并且可以雇用薪酬顾问对高管薪酬的确定提供独立意见,以确保薪酬委员会的独立性。<sup>⑱</sup> 并且规定了上市公司对于高管基于错误的财务报告而取得的激励性报

⑪ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 933(b)(2).

⑫ See Aline Darbellay, Frank Partnoy, Credit Rating Agencies and Regulatory Reform, San Diego Legal Studies Paper, No. 12 -082, April, 2012.

⑬ See Christopher Keller, Michael Stocker, *Executive Compensation's Role in the Financial Crisis*, *Corporate Counsel*, Nov. 18, 2008, available at <http://www.law.com/jsp/cc/PubArticleCC.jsp?id=1202426091714>, 2012 年 8 月 10 日访问。

⑭ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 951(a).

⑮ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 951(b).

⑯ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 953.

⑰ See Andrew Dunning, *Developments in Banking and Financial Law 2010(VIII): The Changing Landscape of Executive Compensation after Dodd - Frank*, *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 30, 2011, pp. 64 - 72.

⑱ Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 952.

酬可以追回,<sup>19</sup>以此防范高管为了获取个人短期利益而实施不诚信的行为。

针对资本市场不诚信行为的隐蔽性和 SEC 监管的局限性,《多德—弗兰克法案》适度地拓展了 SEC 的监管,将社会主体引入到金融监管之中,以更加有效地应对市场欺诈行为,强化监管效果。首先,成立了投资者咨询委员会(Investor Advisory Committee)。<sup>20</sup> 该委员会由具有一定的专业知识和诚信声誉的个人投资者代表及机构投资者代表组成,旨在向 SEC 提供市场调查和投资者保护方面的提案或咨询。鉴于该委员会成员系市场中的投资者,他们更了解市场主体的诉求和投资者所面临的现实问题。该委员会的设立是一种更为贴近市场的监管举措,也可帮助监管部门更为直接有效地对市场进行监管。并且该委员会能够对监管部门形成一定的约束,以防范监管部门与不诚信市场主体的利益勾兑而形成的不作为。<sup>21</sup> 除此之外,法案还加强了对于告密者(whistleblowers)的保护,通过利益驱动将社会主体引入了监管主体的范畴,通过其提供的线索可以更好地对损害市场诚信的违法违规行为进行监管。法案规定对于向监管部门提供线索的告密者,将给予其基于该案取得的罚款的 10% 到 30% 的奖励,<sup>22</sup> 并且禁止被举报人对告密者通过骚扰、降职、减薪、解雇等手段进行打击报复,以完善对于告密者的保护。<sup>23</sup> 这一制度实际上是将知情的社会主体纳入为 SEC 的同盟,便利了对市场违规行为的调查。<sup>24</sup> 而法案的这种规定,实际上是对社会监管的一种尝试,通过监管主体的扩大化以有效地对于不诚信市场行为进行约束。

<sup>19</sup> Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 954.

<sup>20</sup> Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 911.

<sup>21</sup> David B. H. Martin, Brandon K. Gay, *Enhanced Protection of Investors and Other Changes to Securities Regulations*, *Journal of Investment Compliance*, Vol. 11, 2010, pp. 27 - 36.

<sup>22</sup> Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 922(b).

<sup>23</sup> Dodd - Frank Act, H. R. 4173, § 922(h).

<sup>24</sup> Cheryl Nichols, *Addressing Inept SEC Enforcement Efforts: Lessons from Madoff, the Hedge Fund Industry, and Title IV of the Dodd - Frank Act for U. S. and Global Financial Systems*, *Northwestern Journal of International Law & Business*, Vol. 31, 2011, p. 278.

## (二) 欧盟资本市场诚信建设的制度动态

次贷危机后的欧洲并不太平,欧债危机的愈演愈烈也对欧洲金融体系形成了强大的冲击。在数次金融危机中,欧洲的金融市场一体化得以进一步深化,金融制度的制定和金融监管的实施都在很大程度上集中到欧盟层面,欧盟的金融监管部门开始直接介入成员国的金融市场的监管。<sup>⑤</sup> 尽管欧盟的资本市场立法主要是以提高市场一体化程度和成员国之间的协作配合为主要目标,但是欧盟对于资本市场规制方面的最新立法也开始从微观层面对市场主体的行为进行规范,其中增强资本市场诚信水平也在最新立法动态中有所体现。

吸取美国的教训,欧盟也将信用评级机构作为资本市场诚信建设的一大要点,并修改了信用评级机构监管规则(Regulation 3642/09 on Credit Rating Agencies),将原本不在欧盟层面受到监管的信用评级机构正式纳入到欧盟的监管范围之中。<sup>⑥</sup> 该规则着重强调了信用评级机构的透明度和独立性。首先,规则要求信用评级机构需要在欧盟证券监管委员会(Committee of European Securities Regulators, CESR)注册,并接受住所地国、业务所在地国以及 CESR 的共同监管。<sup>⑦</sup> 其次,规则对信用评级机构课以了比较严格的披露义务。信用评级机构需要向公众披露评级过程中所遵循的方法、标准和模型,<sup>⑧</sup>并在每个年度发布透明度报告,就信用评级的记录进行披露。<sup>⑨</sup> 再次,规则对信用评级机构在执行业务过程中的利益冲突进行了规定,确保其在发布评级的过程中不受潜在利益冲突或商业关系的影响。例如,不得为已提供咨询服务的客户提供评级服务,亦不得为与其有股权或其他可能影响评级公正关系的客户提供评级服务。<sup>⑩</sup> 最后,规则对信用评级机构的治理结构和内部控制进行了规定,以确保评级的独立性与公正性。需要至少

---

<sup>⑤</sup> See Eilis Ferran, *Crisis - Driven EU Financial Regulatory Reform*, University of Cambridge Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series, No. 6/2012, March, 2012.

<sup>⑥</sup> Edite Ligere, *EU Regulation 3642/09 on Credit Rating Agencies*, *Journal of International Banking Law and Regulation*, Vol. 25, 2010, p. 2.

<sup>⑦</sup> Regulation 3642/09 § 4.

<sup>⑧</sup> Regulation 3642/09 § 8.

<sup>⑨</sup> Regulation 3642/09 § 12.

<sup>⑩</sup> Regulation 3642/09 Annex I, Section B, para. 4.

两名独立成员在董事会或监事会任职,且任期不超过五年,非因专业能力的原因不得被解职。<sup>③</sup>

诚信资本市场要求各市场主体依法依规参与市场活动,监管部门能够及时有效地规制市场滥用行为。自2003年以来欧盟即已出台了针对市场滥用行为的指引。经历了金融危机后,市场诚信更加受到重视,欧盟在2011年10月20日对早已出台的市场滥用指令(Market Abuse Directive, 2003/6/EC)提出了新的修改意见,<sup>④</sup>以进一步规范市场主体的行为。首先,意见将刑事处罚纳入到内幕交易和市场操纵的处罚类型中来。<sup>⑤</sup>在其他欧盟资本市场的指引的处罚刑事局限于民事责任和行政责任的背景下,对市场滥用者课以刑罚中尚属首创。通过严苛的刑罚来对市场滥用行为形成威慑,以有效地约束市场上不诚信的行为。其次,意见拓展了指引的适用范围,对场外交易市场和衍生品市场的市场滥用行为一并进行了规制。新指引将不仅适用于常规市场上的金融工具,还适用于在多边交易设施和组织化交易设施进行交易的金融工具。<sup>⑥</sup>最后,意见明确内幕信息认定的统一的标准,并对内幕交易行为进行了统一规定。这样一来,在欧洲市场上内幕交易行为的认定就不再因为各成员国不尽一致的规定而存在不确定性,也便利了作为统一市场的欧洲资本市场的一体化监管。<sup>⑦</sup>

在欧洲,除了欧盟层面在积极寻求提高市场诚信水平的制度路径,

<sup>③</sup> See Sebastian Dullien and Hansjörg Herr, *EU Financial Market Reform: Status and Prospects*, Friedrich – Ebert – Stiftung Bonn, May, 2010, p. 16.

<sup>④</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse)* of 20 October 2011 COM(2011) 651 final (draft Market Abuse Regulation); available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/COM\\_2011\\_651\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/COM_2011_651_en.pdf). *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on Criminal Sanctions for Insider Dealing and Market Manipulation* of 20 October 2011 COM(2011) 654 final (draft Market Abuse Directive); available at [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/abuse/COM\\_2011\\_654\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/abuse/COM_2011_654_en.pdf). 2012年8月13日访问。

<sup>⑤</sup> Draft Market Abuse Directive, arts. 3, 4.

<sup>⑥</sup> Draft Market Abuse Regulation Art. 2(1)(a); Art. 2(1)(b).

<sup>⑦</sup> See Rüdiger Veil, Philipp Koch, *Towards a Uniform European Capital Markets Law: Proposals of the Commission to Reform Market Abuse*, Bucerius Law School Working Paper Series No. 1/2012, April, 2012.

各成员国也纷纷进行金融监管制度的变革。譬如英国的监管部门在危机后充分认识到信息披露在提高市场透明度和诚信度以及保护投资者上的积极作用,但是为了保持伦敦在场外交易市场的重要地位,英国结合其自身市场特点对欧盟层面的信息披露要求进行了规定。在交易透明度上,英国采取了欧盟 MiFID 的框架对交易前和交易后的市场透明度进行了规定和配套立法,并且就非受欧盟层面监管的市场的透明度问题进行了细化规定。<sup>⑤</sup> 英国监管部门对于市场中的卖空行为进行了专门的规定,以防范市场受到虚假信息误导而产生波动。FSA 规定在紧急情况下可以禁止金融板块股票的卖空行为,并要求卖空者披露基本信息。<sup>⑥</sup> 2010 年的《金融服务法》更是授权 FSA 基于金融市场的稳定对卖空交易进行限制的权力。<sup>⑦</sup>

### (三) 韩国资本市场诚信建设的制度进展

韩国资本市场法制以其统合规制著称,其《金融投资服务与资本市场法》作为统合立法研究的范本在后危机时代的韩国资本市场诚信建设也起到了一定的作用。其中金融监管的统一化与反欺诈条款的整合,也是金融危机后各国险中求变的一道独特风景。

在混业经营模式中利益冲突更为严重,因此韩国的资本市场立法对利益冲突问题进行了专门的规定。资本市场法要求金融投资服务公司即金融机构建立防范利益冲突的合理体系。<sup>⑧</sup> 具体而言,金融机构需要评估可能的利益冲突,并通过完善内部控制标准来防范利益冲突,当经过评估认定利益冲突存在时需要通知投资者,且在利益冲突存在的情况下进行交易的,必须降低利益冲突对该交易的影响并确保投资者利益不受影响,若不能有效减少利益冲突,则该交易不得进行。<sup>⑨</sup> 此外,韩国资本市场法还针对混业经营的具体情况设置了信息隔离制度。韩国资本市场法禁止金融机构的可能存在利益冲突的不同业务部门之

---

<sup>⑤</sup> See Iain MacNeil, *The Trajectory of Regulatory Reform in the UK in the Wake of the Financial Crisis*, *European Business Organization Law Review*, Vol. 11, 2010, pp. 483-526.

<sup>⑥</sup> See FSA Consultation Paper 09/1, *Temporary Short Selling Measures*.

<sup>⑦</sup> *Financial Service Act* § 8.

<sup>⑧</sup> *Financial Investment Services and Capital Markets Act*, No. 10361, § 12(2)(vii).

<sup>⑨</sup> *Financial Investment Services and Capital Markets Act*, No. 10361, § 44.



间的信息交换,<sup>④1</sup>同时金融机构也被禁止与其分支机构或总部交换信息或共享计算机系统以避免利益冲突的形成。

韩国的资本市场法也将投资者保护放在了非常重要的地位,要求金融机构在提供金融服务时要诚信公平地开展业务,不得损害投资者利益以使自身或第三方获取不正当收益。<sup>④2</sup>这一规定构成了金融机构诚信执业的原则性要求。具体而言,金融机构必须对其客户的专业知识水平以及风险承受能力,不得推荐其客户从事与其适当性程度不相符的金融交易,<sup>④3</sup>此即所谓的 Know Your Customer 规则。资本市场法还对金融机构在向非专业的投资者提供金融服务时的说明义务提出了严格的要求,即金融机构需要对金融服务相关的金融产品和服务的内容和特点、可能的风险、交易条件和交易费用等进行详细的说明并确认投资者已经完全理解。若金融机构未能完全履行上述说明义务,则需要赔偿投资者的损失。<sup>④4</sup>此外,资本市场法还在原证券交易法的基础上扩大了劝诱投资禁止的范围,以防范金融机构为了追逐利益违背投资者的真实意图诱导其进行投资的行为。<sup>④5</sup>在金融机构进行投资推荐时,应该针对不同类型的投资者制定统一的细化标准,以避免金融服务的销售人员进行营销过程中不当地欺诈投资者。<sup>④6</sup>韩国金融投资协会(Korea Financial Investment Association)起草了金融投资推荐标准的样本,大多数金融机构都采用了这一标准。韩国的资本市场法通过规范金融机构提供金融服务时应对投资者履行的义务和相应的责任,驱使金融机构诚信开展业务。

韩国资本市场法对于市场欺诈行为进行了比较严格的规定,法案中反欺诈条款普遍地适用于不同市场是韩国资本市场法的一大特点,

<sup>④1</sup> Financial Investment Services and Capital Markets Act, No. 10361, § 45.

<sup>④2</sup> Financial Investment Services and Capital Markets Act, No. 10361, § 37.

<sup>④3</sup> Financial Investment Services and Capital Markets Act, No. 10361, § 46.

<sup>④4</sup> Financial Investment Services and Capital Markets Act, No. 10361, § 47;48.

<sup>④5</sup> See Joon Park, *Consolidation and Reform of Financial Market Regulation in Korea: Financial Investment Services and Capital Markets Act*, National Taiwan University Law Review, Vol. 91, 2011, p. 117.

<sup>④6</sup> Financial Investment Services and Capital Markets Act, No. 10361, §. 50(1) ; 50(2).

并且资本市场法相比于之前的证券交易法在反欺诈条款的规定上更加广泛和具体。首先,资本市场法拓展和细化了欺诈行为的范畴。原证券交易法只规定了内幕交易和市场操纵两种欺诈交易类型,而资本市场法则在这两种类型之外增加了新的欺诈交易类型,<sup>④7</sup>包括在金融产品的买卖和其他金融交易中:(1)不诚信地使用作弊设备、计划或其他骗术;(2)通过虚假的实质性信息或遗漏重要实质性信息误导其他投资者;(3)通过虚假价格劝诱金融交易;(4)通过散布谣言、实施欺骗性计划或以暴力胁迫方式进行金融交易或影响金融产品价格。资本市场法通过强化对市场欺诈行为和非法交易的监管确保市场诚信,之前并未受到有效规制的市场欺诈行为被纳入到监管的范畴之中,并且统一化的反欺诈条款能够有效地应对市场高速发展中可能产生的新类型的欺诈行为。<sup>④8</sup>可以说,韩国的最新资本市场立法也将提升资本市场诚信水平作为立法的一个基本旨向,并且通过具体细致的制度设计来实现这一目标。

至此,本部分大致介绍了美国、欧盟和韩国资本市场立法中与诚信建设有关的部分成果。但是需要说明两点:第一,诚信是各国资本市场发展的基础,也是各国资本市场立法的基本旨向,对市场诚信的追求和维护贯穿于资本市场立法的始终。本部分只是对金融危机后各国资本市场最新立法中与市场诚信相关的制度实践进行一个简单的梳理,目的是把握资本市场诚信建设法制的最新动态而非对资本市场诚信立法的系统性介绍。第二,金融危机肇始于美国,但其影响波及全世界,各国在受到金融危机的冲击后纷纷改革金融监管制度以增强市场诚信并取得了大量的成果,本部分仅选取了个别典型国家作为成熟资本市场和新兴资本市场的代表进行研究,并未涵盖后危机时代的所有诚信建设法制的成果。

---

<sup>④7</sup> Financial Investment Services and Capital Markets Act, No. 10361, §. 178.

<sup>④8</sup> Ahn, S. H., *Change of Unfair Trading Regulation After Enforcement of the Capital Markets Act and Future Issues*, *Business and Financial Law*, Vol. 40, 2010, pp. 70 - 88.

## 二、境外资本市场诚信建设的制度逻辑

研究境外资本市场诚信建设的制度动态是为了在提升我国资本市场诚信水平的制度建设上提供可资借鉴的素材。但是借鉴不能生搬硬套,我们必须从境外庞杂的立法经验中寻求其内在的制度逻辑。通过对境外立法的系统分析,不难发现无论是成熟的资本市场譬如美国和欧盟,还是新兴的资本市场如韩国,均未单独就资本市场诚信建设进行专门立法,但市场诚信却又是作为重要线索在资本市场制度变革中一以贯之。实际上,境外资本市场在诚信建设上有着非常清晰的制度逻辑,具体表现为对以下三组关系的妥善把握。

### (一) 内部约束与外部约束的配合

逐利是资本的天性,诚信的资本市场从来不是自发形成的。要构建诚信资本市场,需要内部约束与外部约束的有效配合。所谓内部约束,主要是资本市场参与者对于自身行为的自我控制。就自然人而言主要是个人道德的约束,就法人或其他组织而言则主要是内部控制的约束。而外部约束则主要是来自于第三方的监管力量以及法律责任的威慑,即监督和强制。内部约束与外部约束是相辅相成的,单凭内部约束而无外部约束的话,一旦内部约束失灵则市场主体将会像脱缰的野马肆意妄为,市场诚信在逐利动机下会显得苍白无力;若只有外部约束而无内部约束,市场主体也会竭尽全力地尝试对并非铜墙铁壁的外部约束进行突破,在制度漏洞无法避免的现实下,市场诚信也会面临各种挑战。可以说,在诚信资本市场的构建中,内部约束是核心是根本,外部约束是必不可少的重要保证。

上文中提到的几个主要资本市场的制度变革的注意力较好地在了内部约束和外部约束间进行了合理的分配。在内部约束方面,各国均对金融机构以及中介机构的内部控制给予了高度的重视,并且通过对治理结构的优化着力解决在参与金融市场活动中的利益冲突,以确保其行为的正当性。例如,美国在对高管薪酬制度进行改革时,为了防止高管出现追求自身短期经济利益而实施不诚信的行为,对上市公司薪酬

委员会的组成进行了规定,以确保其组织和决策的独立性。又如欧盟为了保证信用评级机构的诚信度,在 CRAs Directive 中通过对信用评级机构的治理结构进行完善,使信用评级机构内部董事会和监事会中的独立成员形成内部约束,以确保信用评级过程中的公正性和独立性。在外部约束方面,各国普遍强化了资本市场的监管力度。譬如美国扩大了 SEC 对于券商提供服务过程中的监管权力使券商受到了更大的监管压力,取消了信用评级机构的责任豁免使信用评级机构受到了法律责任的制约,告密者制度的细化使资本市场参与者受到了更多的监督等。又如韩国对市场欺诈行为的扩大化和明确化以及法律责任的加重,使市场参与者在实施欺诈行为时受到了更多的外部约束。总而言之,在对后危机时代境外资本市场诚信建设的制度动态的梳理中,不难发现各国的制度变革均在寻求对资本市场主体的内部约束和外部约束的调和。

## (二) 事后控制与事前控制的协同

资本市场诚信建设必须贯穿于资本市场活动的各个环节,不论是内部约束还是外部约束都要分步在资本市场活动的各个时点,对于有违诚信的市场活动既要做到事前控制又要做到事后控制。事前控制是通过引导和约束,避免资本市场主体的不诚信行为的发生,可以说事前控制是一种预防机制。事后控制则是通过对不诚信行为的处罚以及对受损害主体的补偿,进而对其他资本市场主体形成威慑以避免不诚信行为的再次发生,因此事后控制是一种救济机制。但是单凭事前控制难免百密一疏,不足以对具有较高智力水平和专业知识的资本市场主体形成完全的约束,也不能对因不诚信市场行为遭受损失的受害者进行救济;仅仅只有事后控制的话则使监管机构和司法机关只能被动地去处理已经发生的不诚信行为,而不能防患于未然以避免损失的出现。只有事前控制与事后控制相互协同配合,才能有效地规制不诚信的市场行为。

后危机时代各国资本市场的制度变革也比较好地处理了事后控制与事前控制协同的关系,在最新的立法中将事前控制与事后控制放在了同等重要的位置,并制定了较好的具体制度规范。在事前控制上,各国都制定了比较严格的监管规定并就资本市场主体诚信提出了具体的

标准,以避免不诚信行为的发生。例如,美国对于信用评级机构信息披露以及内部控制的严格要求,进一步降低了利益冲突对信用评级活动的影响。SEC也强化了对于券商诚信履职的监管力度,预防其在为客户提供服务中有违诚信。再如,韩国在混业经营的市场结构下建立了金融机构各个部门以及不同层级之间的更为宽泛的“中国墙”制度,以避免因业务的混同而形成的利益冲突,确保了金融机构诚信经营。同时也在投资者适当性上进行了更为细致的规定,不管是了解客户规则还是禁止劝诱不合格投资者规则,都体现了立法对于资本市场诚信的事前控制。在事后控制上,各国也纷纷加强了对于市场欺诈行为的查处力度并规定了更为严格的法律责任。比如,美国对于高管违背诚信原则不适当地领取过高薪酬的“取回条款”规则,是对高管不诚信行为的一种事后救济;同时美国加强对告密者的保护并给予较高的物质激励,便利了对不诚信行为的调查等。欧盟的最新立法将刑事处罚适用到市场滥用行为的救济中,以更为严苛的法律责任对市场不诚信行为进行威慑。此外,韩国要求未向客户就金融产品和服务的基本情况进行完整有效说明的金融机构对客户的损失进行赔偿,以及扩大和细化市场欺诈行为的类型并强化了查处力度,都是在事后对不诚信的市场行为进行控制。这些国家资本市场的最新立法,比较均衡地对市场诚信的事前控制和事后控制进行了规定,实现了两者的有效协同。

### (三) 原则性宣示与具体化规则的结合

从立法技术的角度上讲,良好的法律必须是既有原则性宣示也有具体化规则。原则性宣示是指立法中通过规定资本市场诚信的基本原则,树立资本市场制度的价值旨向和资本市场活动的基本原则,概括性地对资本市场诚信进行指导和约束。而具体化的规则则是将原则落实为权利义务明确的具有鲜明的指向性的行为依据和法律条款,从而构建出维护市场诚信的一系列具体的法律规范。资本市场诚信建设的制度离不开原则性宣示与具体化规则的有机结合。单纯依靠原则性宣示只能大致体现立法对于市场诚信的价值追求和制度倾向,缺乏具体的可操作性且难以适用于个案;仅仅只有具体化规则也将使整个资本市场诚信立法缺乏灵魂而显得零散和杂乱。因此在资本市场诚信建设的制度中,必须将原则性宣示与具体化规则结合起来,以构建出一整套系

统化的制度体系,从而更好地从制度上维护资本市场诚信。

在对境外资本市场最新诚信立法进行梳理的过程中,笔者发现各国诚信法制建设的制度呈现出了一个基本倾向就是原则性宣示与具体化规则相结合,并且更加侧重对于具体化规则的完善和落实。在危机发生前的资本市场法律中,各国均已将包括透明度在内的市场诚信要求作为资本市场法制的—个基本原则写入了法律之中,在后危机时代的制度变革中也对这一原则进行了强化,如美国的《多德—弗兰克法案》在各项制度中均规定了基本原则,其中很重要的一点就是对市场诚信的要求,韩国新出台的资本市场法也开宗明义地规定金融机构在提供金融服务时要诚信公平地开展业务,不得损害投资者利益以使自身或第三方获取不正当收益。可以说,对于市场诚信进行原则性的宣示是各国资本市场立法始终坚持的一个要点。但同时我们也发现,各国更加重视对于诚信原则的具体化和细致化,即通过明确具体的规范来实现诚信原则。相比于原则性宣示的苍白无力,境外资本市场无论是成熟市场还是新兴市场,都更加侧重于通过将诚信原则的要求贯穿在一系列具体的制度设计中,例如,对金融机构、上市公司和其他中介机构的治理结构和内部控制进行优化、对市场滥用行为的监管制度的完善以及对不诚信行为的法律责任的具体规定等,以此对资本市场诚信进行现实的维护。

### 三、完善我国资本市场诚信法制的实现路径

公平、公正、公开是我国《证券法》确立的基本原则之一,诚信作为资本市场的基石一直以来都是我国资本市场发展过程中所强调的重点。但是由于制度建设的不完备,我国资本市场的诚信状况依然不尽如人意,各种不诚信的市场行为屡见不鲜导致了投资者对于资本市场心灰意冷望而却步,极大地阻碍了我国资本市场的健康有序发展。证监会主席郭树清在履职后首次公开谈论监管理念时即用很大篇幅阐述资本市场的诚信建设,力主“诚信立市”。加强诚信建设,是我国资本市场发展的客观需要和现实选择,也是打造繁荣发达资本市场的必由

之路。建设诚信资本市场需要完善的制度作为基础和保障,在我国现有制度并不完备的背景下,需要合理借鉴境外资本市场制度建设的最新成果,探寻我国资本市场诚信建设的制度路径,进一步完善我国资本市场诚信法制。

正如上文所言,我国资本市场诚信建设的制度建设任重道远。笔者认为有必要借鉴境外资本市场诚信建设的制度逻辑,妥善把握好内部约束与外部约束、事前控制与事后控制、原则性宣示与具体化规范这三组关系,以构建一个全方位系统化的资本市场诚信制度。为了进一步增强我国资本市场的诚信水平,我们除了对我国现有制度进行深入和细化,还要积极对境外先进制度进行移植并结合具体国情进行制度创新。对于前者本文不再赘述,对于后者,笔者认为可以通过以下几条路径来实现资本市场诚信水平的提高:

#### (一) 通过统一诚信档案制度推动诚信建设

建设诚信的资本市场既要求市场参与者树立诚信意识,又要求建立诚信约束的体制机制。借鉴信用征信系统制度的有益经验,资本市场也进行了诚信档案制度的探索和实践。诚信档案制度的实施,一方面可以加强资本市场主体对于其诚信记录的重视程度,提高诚信意识,实现对于资本市场主体诚信的内在约束;另一方面也可以通过诚信信息的公开产生的社会评价以及基于不同诚信水平的分类监管而对资本市场主体的诚信形成外部约束。我国资本市场的诚信档案制度早已有之,但不论是已经建立的诚信档案制度还是尚在探索中的诚信档案制度都只是零散地分布于上市公司诚信档案、<sup>④</sup>独立董事诚信档案、<sup>⑤</sup>财务会计诚信档案以及证券分析师诚信档案等,缺乏相互连通的统一诚信档案制度。

2012年7月25日,证监会第80号令发布了《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》(以下简称《办法》),就加强我国资本市场的诚信建设进行了制度上的努力。《办法》建立了全国统一的资本市场诚信档

---

<sup>④</sup> 上海证券交易所、深圳证券交易所都建立了上市公司诚信档案,就上市公司的诚信信息进行了采集和公开。

<sup>⑤</sup> 彭文革、邱永红:“从证券交易所的视角看独立董事制度的完善”,载《证券市场导报》2007年第2期。

案制度,就整个资本市场各类主体的诚信信息的界定、采集与管理,诚信信息的公开、查询,诚信约束、激励与引导等进行了规定,并且原则性地通过诚信约束、引导和激励,禁止各资本市场的参与者的不诚实信用的行为,力图营造一个诚信的资本市场。

《办法》的出台具有比较显著的积极意义。首先,《办法》基本上是我国乃至世界首部专门就市场诚信监管出台的规范性文件。《办法》的出台非常应景,对我国资本市场亟须解决的诚信问题进行了制度回应,符合广大市场主体的期望,具有明显的现实意义。《办法》第1条开宗明义地规定了“加强证券期货市场诚信建设,保护投资者合法权益,维护证券期货市场秩序,促进证券期货市场健康稳定发展”的立法目的,并且直接以“诚信监管”为名,强调了资本市场诚信建设的重要性。其次,《办法》详细地对诚信档案制度进行了规定,是一项重要的制度创举。通过诚信档案制度,对资本市场诚信信息进行搜集、统计和公开,可以系统地把握市场诚信状况,精准地对各类主体进行诚信监管,并且由此产生的舆论影响和声誉风险能够对市场主体形成有效的外部约束。诚信档案制度构成了资本市场诚信建设制度体系中的重要部分,将在提高资本市场诚信水平上发挥重要作用。

但是,我们在为《办法》的出台欢欣鼓舞大奏赞歌的同时,还需要冷静思考《办法》的局限和不足。第一,《办法》主要围绕诚信信息的界定、采集和查询在进行规定,尽管对诚信约束、引导和激励等方面进行了原则性的规定,<sup>①</sup>但《办法》的主要内容是资本市场诚信档案管理制度。第二,《办法》中关于发布不诚信信息的处罚、对诚信行为的表彰、完善内部诚信监督和约束制度机制等规定<sup>②</sup>过于原则。资本市场诚信建设作为一项长期工程不是一日之功,难以毕其功于一役;作为一项系统工程需要全面系统的制度进行协同。

## (二) 通过完善司法救济制度推动诚信建设

司法是正义的最后一道防线,也是资本市场诚信的最后救济手段。有效的司法救济制度可以对资本市场诚信形成强有力的外部约束和事

<sup>①</sup> 《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第28~32条。

<sup>②</sup> 《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》第33~34条。



后控制。2012年6月1日,最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》正式生效,该解释通过对内幕信息和内幕交易行为的界定等具体化规范强化了司法在规制市场诚信上的作用。尽管取得了可喜的进展,但是我国资本市场诚信的司法救济制度还需要在以下两个方面寻求突破。

首先是亟须畅通资本市场不诚信行为的民事赔偿司法救济渠道。尽管证券法对包括虚假陈述、内幕交易、市场操纵等不诚信的市场欺诈行为进行了禁止,对于这些不诚信行为多是通过追究刑事责任和行政责任的方式来进行规制,受到侵害的市场参与者通过司法途径寻求民事救济的途径依然存在制度上的障碍。当前最高人民法院只受理因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件,对于内幕交易民事侵权纠纷也只有黄光裕案这一个案而无相关司法解释,其他证券民事侵权纠纷因为各种原因被排除在法院受理范围之外。因为民事赔偿司法救济途径的受阻,对市场不诚信行为的司法约束不能实现,这将纵容资本市场不诚信行为。因此要强化对资本市场诚信的外部约束和事后控制,就必须要进一步完善资本市场不诚信行为所引发的民事赔偿问题的司法救济。具体而言,就是要扩大各类证券期货欺诈纠纷的受案范围,受理因不诚信行为而受害的市场主体的民事赔偿诉请,通过出台更加细致的民事赔偿司法解释指导和完善相关案件的审理,从司法救济的角度约束市场诚信。

其次是亟须探索符合我国国情的证券集团诉讼制度。建立健全证券集团诉讼制度是对上一问题的有效补充和必要拓展,也是解决证券民事赔偿纠纷始终难以进入司法救济程序难题的一个突破口。采用集团诉讼方式是解决证券民事诉讼中存在的问题的重要思路。<sup>⑤</sup> 相比于通过监管机构对于证券违法行为的公共执行而言,证券集团诉讼可以实现资本市场主体对于证券违法行为的私人执行,也能够有效地对证

---

<sup>⑤</sup> 郭锋:“从大庆联谊股东诉讼案谈中国证券民事赔偿制度的构建”,载《法学杂志》2006年第1期。

券市场的不诚信行为产生威慑力并实现有效的外部约束。<sup>54</sup> 证券集团诉讼不仅是能够显著提高诉讼效率和减少诉讼成本的诉讼形式,也是对诉讼利益相关人的诉请进行集合化处理的可行选择。在构建诚信资本市场的背景下探索证券集团诉讼制度在我国的建立,能够在无形中增加资本市场主体不诚信行为的成本,使不诚信行为基于对大规模的集团诉讼的忌惮而受到约束。当然,证券集团诉讼制度在我国的建立不能机械地进行法律移植,还应该结合我国证券市场的基本情况以及我国民事诉讼制度的法律框架进行合理调适。<sup>55</sup>

### (三) 通过建立社会监管制度推动诚信建设

诚信资本市场单靠市场主体的道德自觉和治理结构优化等内部约束是不够的,还需要加强诚信监管以实现更加有力的外部约束。以监管部门为代表的行政监管和以行业协会为代表的自律监管构成了当前诚信监管的主体结构,但是为了提高外部约束的力度,有必要树立社会监管理念,将更多的社会主体引入到诚信监管的范畴中来,并通过社会监管制度的建立来加强诚信监管的力量。实际上,中介机构、新闻媒体等社会机构并非单纯的市场营利主体,其应具有相应的社会公共服务职能,这些社会主体在开展业务的过程中对市场诚信状况能形成直观且整体的感知,也能弥补政府监管和行业自律在效率上和专业性上的缺陷。<sup>56</sup> 此外,境外资本市场对于告密者制度的重视也能给我们启示,即不诚信行为的知情人和受害者通过向监管执法机构提供信息从而在事实上参与到了监管活动之中,也能够便利和推动监管部门对于不诚信市场行为的处理。<sup>57</sup> 社会监管的实质在于拓展和丰富监管主体的类

---

<sup>54</sup> See Jennings, Jared N., Kedia, Simi and Rajgopal, Shivaram, *the Deterrent Effects of SEC Enforcement and Class Action Litigation* (December 2011). Available at SSRN, <http://ssrn.com/abstract=1868578>, 2012年8月9日访问。

<sup>55</sup> 李安安:“我国群体性证券诉讼的法律迷思与改进路径”,载《青岛行政学院学报》2012年第3期。

<sup>56</sup> 冯果、袁康:“后危机时代金融监管的反思与变革”,载《重庆大学学报》(社会科学版)2011年第1期。

<sup>57</sup> See Justin Blount, Spencer Markel, *The End of the Internal Compliance World as We Know It, or an Enhancement of the Effectiveness of Securities Law Enforcement? Bounty Hunting Under the Dodd - Frank Act's Whistleblower Provisions*, *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, Vol. 17, 2012, pp. 238 - 263.

型与范畴,以建立一个全方位、多层次、体系化的金融监管体制。在社会监管制度下,既有行政监管部门和自律监管机构对资本市场进行诚信监管,又有来自资本市场主体内部的社会监管,从而形成一个资本市场诚信监管网络,强化诚信监管的效果。

社会监管制度的建立有必要借鉴欧美资本市场的告密者制度,通过物质激励制度和保护制度引导新闻媒体、实施不诚信行为的主体内部人以及其他各类资本市场主体加入到对资本市场不诚信行为的监督之中,及时有效地向监管执法部门提供相关的信息情报和证据材料,以构建立体化的监控网络。对于享有媒体监督权的新闻媒体,可以通过物质奖励或制度激励的方式鼓励其对资本市场不诚信行为进行披露曝光,并对其调查采访活动给予配合和支持。<sup>58</sup> 对于作为告密者的内部人或其他市场主体,在物质激励上,可以加大对于告密者的奖励力度,激励其检举有违市场诚信的行为。既可以规定固定数额范围的奖金,也可以借鉴美国的制度将没收的违法所得或处以的罚金的一定比例奖励给告密者。在告密者保护上,要建立对于告密者有效的保护机制,以免除告密者的后顾之忧。我们一方面要建立相应的保密机制,对告密者的身份进行严格保密,避免告密者身份披露后遭致打击报复;另一方面要建立有效的保护制度,禁止对告密者解聘、降职、减薪或进行暴力侵害等报复行为。<sup>59</sup> 通过社会监管制度的建立,使更多的社会主体也参与到对资本市场诚信状况的监管之中,成为监管部门的同盟军,加强了资本市场诚信监管的力量,也能有效地提高资本市场诚信水平。

---

<sup>58</sup> 事实上近年来许多国家都在尝试发挥公共媒体监督在提高透明度上的作用。See John C. Bertot, Paul T. Jaeger, Justin M. Grimes, *Using ICTs to create a culture of transparency: E-government and Social Media as Openness and Anti-Corruption Tools for Societies*, *Government Information Quarterly*, Volume 27, 2010, pp. 264-271.

<sup>59</sup> See Gerald E. Calvasina, Richard V. Calvasina, Eugene J. Calvasina, *The Dodd-Frank Act and Whistleblower Protection*, Allied Academies International Conference, Vol. 3, No. 2, 2011, pp. 1-4.

#### 四、结语

诚者天之道也,思诚者人之道也。<sup>⑥</sup> 诚信是资本市场的立市之基,繁荣之本,发展之源。诚信资本市场的构建不能寄望于市场主体的道德自觉,而是应该建立和完善相应的制度约束。各国资本市场在经历了金融危机之后愈发重视市场诚信,并且在金融法制变革中强化了增强市场诚信的相关制度。我国资本市场也在通过出台相应的诚信监管规章和加强对于不诚信市场行为的打击力度,大力地改善我国资本市场的诚信状况。但是资本市场诚信建设是一项系统工程,我们需要借鉴发达资本市场以及其他新兴市场诚信建设的制度经验,研究其在诚信规制中的制度逻辑,通过对我国现有制度进行深入和细化、积极移植境外先进制度并结合具体国情进行制度创新,构建我国的资本市场诚信法制。惟其如此,才能提高我国资本市场诚信水平,为我国资本市场健康有序发展提供制度保障。

---

<sup>⑥</sup> 《孟子·离娄上》。