

上证联合研究计划课题

成熟市场证券执法体制有哪些可取之处

□北京大学法学院金融法研究中心课题组

证券违法行为损害了证券市场秩序,受害投资者当然有权通过民事诉讼请求违法者赔偿。但实际上,民事诉讼耗时费力,证据也很难收集。因此,在各国实践中,证券监管机构往往在发现和处罚证券违法行为方面履行了更多的职责,形成了对证券民事诉讼的有力补充。这种行政机构对证券违法行为的发现与惩处程序,往往被称为证券执法体制。在对国际上一些发达国家(美国、英国和德国)和我国香港地区的证券执法体制进行了比较研究后,我们认为:尽管证券执法体制与各国地区政治体制、经济环境以及社会发展密切相关,但各国地区的证券执法体制并不会完全一致;由于证券本身具有一定的特殊性,各国地区的证券执法体制不得不按照证券的特性相应调整,因此,证券执法体制也呈现出一些典型特征为各国地区所有。证券的这种特性,我们总结为信息不完全性。这种证券信息的不完全性,导致在证券执法体制上必须对此予以特别安排和处理,由此各国地区证券执法体制也呈现出某些共同的特征,是基于证券执法的信息理论。

课题主持人:吴志攀教授
课题研究与协调人:上海证券交易所 卢文莹、郭洪俊
课题研究员:彭冰、陈舜、邵亚良、郭雳、王玉、廖凡、顾军峰、丁宁、阮品嘉、董炯

证券执法的信息理论

1、证券欺诈的信息特征

证券是一种资产,其价格的变化受各种因素影响,而这些因素表现为各种信息。在证券的持有或交易过程中,如果相关各方拥有全部真实信息,就能对证券做出合理的估价,从而不会出现欺诈行为。正是信息的不完全,包括不准确、不充分、不对称,导致了种种证券欺诈行为的存在。

但这些信息不完全的特征是固有的。正是为了减少这些不利因素,证券法律的基本目标,就是强制信息披露,要求将有关信息,尽可能向所有投资人公开。但是,信息的收集、整理、传递和处理,都需要资源,是要付出成本的。资源的约束,导致了信息的不完全。信息不完全,是证券市场固有的特征,是与证券市场共生的。

当有人利用这种市场固有的信息缺陷牟利时,证券欺诈就出现了。形形色色的证券欺诈,本质上都是利用信息的不完全性实现的。简而言之,投资人靠信息评估做出投资决策。如果能人为地改变信息,就能改变投资人对股票价值的评估,就能从投资人的投资行为中获得利益。这就是证券欺诈存在的机理。制造公司信息、隐瞒公司信息,属于虚假陈述;通过各种手段,制造市场信息,属于操纵市场;利用信息不对称,掌握信息一方参与证券买卖,属于内幕交易。

证券欺诈的存在,破坏了市场秩序,给投资人造成了损失,若不加予以规制,市场就不能持续健康发展。规制证券欺诈的基本方法有两个方面。其一,将信息尽可能及时、准确、完整、充分地公开,减少欺诈者改变信息组合的机会。这是从正面、积极的角度进行的规制,是证券立法的基本思想,是各国证券管理追求的首要任务。其二,查处欺诈行为,将欺诈者获取的非法所得归还投资者,并加以处罚,减少欺诈的动机,或通过种种方式,避免欺诈行为得逞。这是从负面、被动的角度进行的规制,也是本文证券执法讨论的范畴。

证券欺诈行为,是利用制造、传播信息完成的。在证券市场上,信息的形成、传递和影响,具有一些十分独特的特征,使得证券欺诈与普通欺诈相比,表现出本质的不同,对其规制措施产生了根本的影响。这些特征表现为:(1)在证券欺诈中,因为信息传播渠道的多样性,使得事后追寻信息的传递过程几乎是不可能的;(2)信息传递极为迅速,因此证券欺诈存在极强的外部性,可能迅速影响到各个相关的市场秩序;(3)作为欺诈主要手段的信息内容存在极大的流变性,很难在当事人之间确立因果关系;(4)信息传递的快速和多渠道,导致证券欺诈的影响是间接的,很难直接在受害者和欺诈行为之间建立因果关系;(5)证券价格是多种信息综合作用的结果,因此确认虚假信息 and 投资者损失之间的因果关系变得更为复杂。

这些特征,使得证券欺诈完全不同于一般的欺诈。普通的欺诈行为也是基于信息的,但往往限于某一方对某一交易的影响。例如,在合同欺诈中,交易一方没有披露某一信息,导致对方受损,这里的信息是确定的,不会变的,损失是具体的,影响是直接的,并且不会直接影响到其他人。

2、证券执法的信息特征

证券欺诈的存在,必然导致无辜之人受损。如果达到一定的规模,投资人对市场没有信心,就会放弃直接投资的方式,证券市场就无从存在。因此,规制证券欺诈,维护市场公正,是证券市场生存的必备条件。但是,以上五个特征,给证券欺诈的查处带来了特殊的困难,导致:(1)难以取得有效证据;(2)难以确认损害和欺诈者之间的因果关系;(3)难以用“恢复原状”进行救济。

证券欺诈的这些特征给证券执法提出了特殊的要求。第一,查处必须注重时效性,否则影响会不断扩大,损害难以救济。第二,执法必须具有专业性,否则难以解决复杂的技术问题。

简而言之,证券欺诈的信息特征,导致难以找到证据,难以认定责任,难以恢复原状。这使得证券执法体制必须相应予以调整,必须能够及时地发现证券欺诈行为,并且迅速和有效地处罚证券欺诈行为。

从目前来看,各国的证券执法体制仍然处于发展过程中。美国证券执法体制发展时间较长,具有了种种针对证券欺诈特性的特殊机制,而其他各国的证券执法体制都仍然处于发展过程中,还处在不断的调试阶段。但即使如此,我们也可以从中发现各国的证券执法体制可能具有的一些共同特征,包括:

1、执法者的调查权力要有充分的保障,被调查者的秘密权力会受到压缩。

2、处理上应推行灵活的和解策略,避免费时耗力的诉讼过程。

3、在处理上应当发挥证券监管机构的专业性,倡导行政仲裁程序。

综合比较各国地区的证券执法体制,我们可以发现,各国和地区证券执法体制在非正式调查程序、和解制度及行政仲裁程序等几个方面具有一些共同特征,值得借鉴。

1、非正式调查程序

非正式调查(informal investigation)或称初步调查(preliminary investigation),是指在正式调查程序启动之前展开的相对简便、灵活和快捷的非正式程序。

美国证券交易委员会(SEC)的非正式调查程序较为成熟。当SEC获知违法行为可能存在时,通常会先展开非正式调查。与正式调查程序相比,非正式调查程序的启动门槛较低,不需要发出经证券交易委员会签署的正式调查令,执法部自己就可以决定是否开始。在非正式调查中,SEC不发出正式调查令和强迫性证明,因此调查人员只有依靠调查对象的自愿配合。但是,若调查对象拒绝提供或者拖延提供所需信息,将可能导致调查人员展开正式调查程序。在非正式调查中,调查人员可以要求询问有关被调查人员,这种询问可以通过相对正式的证据程序也可以通过相对非正式的会见方式。

对于监管机构来说,非正式调查程序的好处在于简便,可以避免内部繁琐的申报批准程序,节约执法资源,提高调查效率。一个正常的申请获得正式调查令的程序一般需要几周时间,而非正式调查程序的展开往往几个小时就可以完成。另一方面,对于调查对象而言,基于如下理由,往往也会倾向于在非正式调查程序中与SEC合作:(1)调查人员在非正式调查中得到的配合越多,其展开正式调查程序的可能性就越小;(2)在自愿性的身份下,被调查人员及其律师可以更好地和调查人员谈判,讨论调查人员要求提供的材料和信息的范围和期限,也可以帮助避免刑事执法当局不必要的卷入;(3)被调查人员配合调查的程度可能是SEC在今后衡量采取何种处罚程序和处罚手段时考虑的因素,也是SEC考虑和解协议条件的重要因素。

在实践中,德国证券监管机构也经常采用非正式调查和处罚程序。在得到证券投资人或金融证券机构投资者的投诉,或者在通过媒体报道得知有关金融证券机构违反证券法规的消息后,证券监管部门会首先要求被投诉或被报道的金融证券机构提供对投诉及报道的评述和意见,在得到评述和意见后,如果证券监管机构认为金融证券机构的行为属于一种不是完全符合证券法律的非正常行为,会对金融证券机构的领导层表达证券监管部门的“不满”或者提出“警告”,并同时保留在有关金融证券机构不对其行为进行改正的前提下,实行正式调查程序和进行正式处罚的权力。这种非正式调查措施和处罚,是行政执法比例原则的体现,即在法律允许的范围内尽量采用对被监管人权利损害最小的监管方法和处罚。

香港证监会的执法过程中也存在类似的非正式调查程序。香港证监会法规执行部下设的监察科负责监察香港证券期货市场的日常交易,通过先进的电脑系统识别出价格和成交量的异动并作出查

讯,如发现有涉嫌操纵市场、内幕交易或发布虚假或具误导性资料的活动,监察科将向经纪行索取交易详情以进行初步评估。例如,在2004-2005年度,监察科就股价及成交量异动完成了142宗查讯,并就每件查讯向经纪行索取交易记录;多数情况下,由于及早进行查讯,能够找出异动原因或制止可能出现的不当交易活动,只有40宗个案需要展开全面调查。

比较美国、德国和我国香港地区的非正式调查程序不难看出,非正式调查程序主要具有如下三个特点:(1)不是法定程序,没有明确的法律渊源,而更多地体现为监管机构执法过程中经验累积而成的一种“行政习惯”;(2)较为灵活和便捷,在启动、进行和终结等方面执法人员都有更大的自由度和灵活性;(3)监管意味相对淡化,更为强调调查人员与调查对象之间的沟通和配合。非正式调查程序的意义主要在于节约监管资源,提高监管效率,使监管机构掌握更大的主动性。

2、和解制度

在证券执法过程中,监管机构同相对方之间可能就相关事实及处理结果达成协议,从而以和解方式结束执法程序。同非正式调查程序类似,和解制度对于证券监管机构的意义主要在于效率,即有助于有限监管资源的最大化运用,使监管人员时间和精力投入更多,更重要案件的处理。由于人员、资金等资源的限制,监管机构必须选择重大的、恶劣的、原则性的、具有示范意义的案件进行重点追诉,这就意味着其必须在其他案件中大量使用和解策略以实现监管资源的最优配置。同时,监管机构在法院诉讼中败诉的现实可能性,也是促使其进行和解,防止调查追诉徒劳无功的一个因素。

和解在美国SEC的执法活动中大量存在。SEC有50%以上的案件在进入正式的民事诉讼或行政仲裁程序前被和解,此外还有大量的案件在诉讼/仲裁进行中和解(例如在某项决议提出或证据发现程序进行后)。实际上,SEC调查的案件中,最终走完民事诉讼或刑事检控部门(美国联邦司法部、州检察官办公室)单独进行和解谈判,即所谓“和解交易”。

英国金融服务监管局(FSA)在执法过程中也允许执法对象或潜在执法对象同FSA职员磋商后者建议采取的措施,寻求达成和解。和解在执法程序的任何阶段均可进行。为尽可能地节约监管资源,提高执法效率,FSA鼓励相对方向法院提起民事诉讼。对于SEC,SEC的委员或者其他被正式任命的听证官主持。行政法官主持听证会程序,审查和决定在裁决做出之前各方当事人提出的各种申请、动议和反对意见。在听证会后,行政法官应当做出裁决。该裁决是初步裁决,如果当事人在规定期限内没有申请SEC委员会复议,或者SEC委员会也没有自行决定复议,该初步裁决就变成SEC的正式裁决,对所有当事人发生法律效力。

当事人应当在收到初步裁决的21天内提出复议申请。当事人或者任何受到行政裁决影响的人都可以针对委员会的最终裁决提出再复议(reconsideration)申请。再复议动议必须在各方接到最终裁决的10天内提出。对于SEC行政法官的裁决,相对人必须首先提请SEC委员会复议,针对SEC委员会的最终裁决,相对人才可以向法院提起诉讼。再复议则是一个额外救济途径,并非申请法院司法审查所必需的前置程序要求。考虑到证券法律领域的专业性,法院在审查时一般对SEC决定给予较大的尊重,除非SEC的决定没有法律

依据或者缺乏事实根据,否则法院不会干涉。

在我国香港,涉及影响整体市场的市场失当行为(内幕交易、虚假交易、操纵价格、披露关于受禁交易的资料、披露虚假或具误导性的资料以诱使进行交易、操纵证券市场)主要并不依赖民事诉讼或刑事诉讼,而是通过独立的市场监管行为为仲裁处(Market Misconduct Tribunal)的研讯程序加以裁决。市场失当行为为仲裁处是《证券及期货条例》在1991年设立的内幕交易仲裁处基础上扩大而成,全面负责内幕交易和其他市场失当行为的审理。仲裁处由一名主席和两名其他成员组成。仲裁处的研讯程序由财政司司长负责启动。若证监会/律政司司长合理相信或怀疑已发生构成市场失当行为的事件,可向财政司司长报告/通知该事件;财政司司长在考虑报告/通知之后或在其他情况下如认为必要,则可将该事宜向仲裁处提起研讯程序。仲裁处通过研讯程序,裁定是否曾发生市场失当行为的人的身份以及因该失当行为所获利润或所避免损失的金额。在裁定任何有待裁定的问题或争议点时所要求的举证准则,适用于在法院进行的民事法律程序的举证准则,即优势证据原则。律政司司长或被裁定为曾从事市场失当行为的人若对仲裁处的裁定不服,可在仲裁处作出上述命令之后向上诉法庭提起上诉。

德国证券执法制度中没有上述美国这种司法色彩较为浓厚的行政法官仲裁程序,证券监管部门在调查报告的基础上作出是否采取处罚措施的决定。联邦金融监管局的处罚一般由证券部第13科(证券行政处罚科)与本部的其他专业和共同商定,在得到本部部长和局长的同意后以联邦金融监管局名义送达当事人。如果作出处罚决定,处罚决定必须按照《行政程序法》规定满足不同的要求:处罚决定必须以书面形式送达,并提供处罚的事实基础及其法律依据和处罚理由,特别重要的是,处罚决定必须符合所谓的比例原则和信赖原则。对于证券监管机构做出的处罚,被处罚人可以在1个月内提请行政复议。如果复议的结果仍是对被处罚人进行处罚,被处罚人可以向行政法庭提起诉讼,由行政法庭对处罚事项进行判决。

综上所述,无论是普通法系的美国、中国香港,还是大陆法系的德国,行政裁决、处罚程序在证券执法过程中都扮演着极为重要的角色,这是由证券监管案件的大量存在、司法资源有限以及证券法领域的高度专业性等因素共同决定的。行政仲裁程序相对于司法程序更为快捷和高效,但是必须有相应的机制确保其透明性和公正性。美国的行政法官制度和我国香港的市场监管行为为仲裁处都是通过引入司法质素,构建“准司法程序”来规范监管机构行政裁决和处罚权力的运用,德国则通过比例原则和信赖原则的设定来约束监管机构调查和处罚权的行使。毕竟,在行政仲裁程序即使存在一定意义上的内部分工,作为一个整体的监管机构仍是身兼指控者和裁判者的双重角色,必须有严格和规范的程序,确保其裁决过程和结果的公正、公开和公平。进而言之,这同样是对效率和公平这两个价值目标的平衡问题。

3、行政仲裁程序

由于证券领域执法的高度专业性和时效性,法院提供的司法裁判和救济只能作为最后屏障,大量案件需要通过证券监管机构的行政仲裁和处罚程序来处理。这种程序在有的国家表现为较为纯粹的行政手段,而在有的国家如美国,则因为其行政法官制度的存在而具有了一定的司法决策性质,被称为所谓的“准司法程序”。

在美国的行政法官程序中,SEC的执法部是一方当事人,相对方则是另一方当事人,前者必须证明其指控。通常会有一个行政法官(administrative law judge, ALJ)主持最初的程序,并做出裁决。

如果调查人员向SEC建议启动行政处罚程序,而SEC也接受的,SEC就必须发出“行政程序启动令”(Order for Proceedings)。当SEC签发启动令之后,SEC就必须参与该程序的各方当事人发出听证通知。听证会一般都是公开的。听证会通常由一名行政法官主持,有时也可以由SEC的委员或者其他被正式任命的听证官主持。行政法官主持听证会程序,审查和决定在裁决做出之前各方当事人提出的各种申请、动议和反对意见。在听证会后,行政法官应当做出裁决。该裁决是初步裁决,如果当事人在规定期限内没有申请SEC委员会复议,或者SEC委员会也没有自行决定复议,该初步裁决就变成SEC的正式裁决,对所有当事人发生法律效力。

当事人应当在收到初步裁决的21天内提出复议申请。当事人或者任何受到行政裁决影响的人都可以针对委员会的最终裁决提出再复议(reconsideration)申请。再复议动议必须在各方接到最终裁决的10天内提出。对于SEC行政法官的裁决,相对人必须首先提请SEC委员会复议,针对SEC委员会的最终裁决,相对人才可以向法院提起诉讼。再复议则是一个额外救济途径,并非申请法院司法审查所必需的前置程序要求。考虑到证券法律领域的专业性,法院在审查时一般对SEC决定给予较大的尊重,除非SEC的决定没有法律

依据或者缺乏事实根据,否则法院不会干涉。

在我国香港,涉及影响整体市场的市场失当行为(内幕交易、虚假交易、操纵价格、披露关于受禁交易的资料、披露虚假或具误导性的资料以诱使进行交易、操纵证券市场)主要并不依赖民事诉讼或刑事诉讼,而是通过独立的市场监管行为为仲裁处(Market Misconduct Tribunal)的研讯程序加以裁决。市场失当行为为仲裁处是《证券及期货条例》在1991年设立的内幕交易仲裁处基础上扩大而成,全面负责内幕交易和其他市场失当行为的审理。仲裁处由一名主席和两名其他成员组成。仲裁处的研讯程序由财政司司长负责启动。若证监会/律政司司长合理相信或怀疑已发生构成市场失当行为的事件,可向财政司司长报告/通知该事件;财政司司长在考虑报告/通知之后或在其他情况下如认为必要,则可将该事宜向仲裁处提起研讯程序。仲裁处通过研讯程序,裁定是否曾发生市场失当行为的人的身份以及因该失当行为所获利润或所避免损失的金额。在裁定任何有待裁定的问题或争议点时所要求的举证准则,适用于在法院进行的民事法律程序的举证准则,即优势证据原则。律政司司长或被裁定为曾从事市场失当行为的人若对仲裁处的裁定不服,可在仲裁处作出上述命令之后向上诉法庭提起上诉。

德国证券执法制度中没有上述美国这种司法色彩较为浓厚的行政法官仲裁程序,证券监管部门在调查报告的基础上作出是否采取处罚措施的决定。联邦金融监管局的处罚一般由证券部第13科(证券行政处罚科)与本部的其他专业和共同商定,在得到本部部长和局长的同意后以联邦金融监管局名义送达当事人。如果作出处罚决定,处罚决定必须按照《行政程序法》规定满足不同的要求:处罚决定必须以书面形式送达,并提供处罚的事实基础及其法律依据和处罚理由,特别重要的是,处罚决定必须符合所谓的比例原则和信赖原则。对于证券监管机构做出的处罚,被处罚人可以在1个月内提请行政复议。如果复议的结果仍是对被处罚人进行处罚,被处罚人可以向行政法庭提起诉讼,由行政法庭对处罚事项进行判决。

综上所述,无论是普通法系的美国、中国香港,还是大陆法系的德国,行政裁决、处罚程序在证券执法过程中都扮演着极为重要的角色,这是由证券监管案件的大量存在、司法资源有限以及证券法领域的高度专业性等因素共同决定的。行政仲裁程序相对于司法程序更为快捷和高效,但是必须有相应的机制确保其透明性和公正性。美国的行政法官制度和我国香港的市场监管行为为仲裁处都是通过引入司法质素,构建“准司法程序”来规范监管机构行政裁决和处罚权力的运用,德国则通过比例原则和信赖原则的设定来约束监管机构调查和处罚权的行使。毕竟,在行政仲裁程序即使存在一定意义上的内部分工,作为一个整体的监管机构仍是身兼指控者和裁判者的双重角色,必须有严格和规范的程序,确保其裁决过程和结果的公正、公开和公平。进而言之,这同样是对效率和公平这两个价值目标的平衡问题。

综上所述,无论是普通法系的美国、中国香港,还是大陆法系的德国,行政裁决、处罚程序在证券执法过程中都扮演着极为重要的角色,这是由证券监管案件的大量存在、司法资源有限以及证券法领域的高度专业性等因素共同决定的。行政仲裁程序相对于司法程序更为快捷和高效,但是必须有相应的机制确保其透明性和公正性。美国的行政法官制度和我国香港的市场监管行为为仲裁处都是通过引入司法质素,构建“准司法程序”来规范监管机构行政裁决和处罚权力的运用,德国则通过比例原则和信赖原则的设定来约束监管机构调查和处罚权的行使。毕竟,在行政仲裁程序即使存在一定意义上的内部分工,作为一个整体的监管机构仍是身兼指控者和裁判者的双重角色,必须有严格和规范的程序,确保其裁决过程和结果的公正、公开和公平。进而言之,这同样是对效率和公平这两个价值目标的平衡问题。

证券执法体制比较带来三大启示

证券欺诈的查处,主要依赖于专业执法机构,这是广为认同的普遍做法。但具体各国和地区的证券执法体制却有着很大的不同。这种不同,主要是由各国地区的政治体制、经济体制和社会文化环境不同造成的。基于证券执法的信息理论,我们在比较各国地区证券执法体制中,也可以发现一些与证券欺诈特性相关的共同特征,值得在建立我国证券执法体制过程中予以借鉴。

1、灵活的调查程序。关于信息的证据很难收集,在很多情况下,只要信息的生成、传递、处理者不提供,就无法找到。因此,让被调查者提供真实信息的能力,决定着调查的有效性。证券执法者调查权的保障,当然是作为后盾的民事和刑事责任。但各国地区证券执法者在扩大调查权的同时,也根据自身的经验发展出灵活多变的非正式调查程序,以节约监管资源,加强监管者的执法主动性。

2005年我国《证券法》的修订赋予了中国证监会更多的调查权力。但由于正式调查程序的启动较为复杂,中国证监会也应当在实践中运用自身积累的经验,发展出更为灵活的调查程序和调查手段。

2、适当应用和解策略。和解的应用,避免了诉讼过程。但违法者接受处罚,同意改正,达到了执法的主要目标。SEC利用和解,还创制了新的救济手段和新的法律,大大方便了执法。在我们的现行法律框架下,直接引入和解制度,有一定难度,但可以在执法过程中,引入某些和解策略。对于即成的违法犯罪,当然应坚决查处,但对于一些不当行为,可以采用整改的方式,予以矫正、规范,督促被调查者完善管理,建立措施,防止违法违规行为的发生。

3、建立有效的行政仲裁机制。鉴于证券欺诈行为的复杂性和专业性,有专门证券执法机构主导的行政裁决,往往比司法审判过程更为简便和有效。各国地区的证券行政仲裁程序往往增加了很多灵活之处,如大量使用传闻证据,选择使用专家意见,简化审理过程,提高仲裁效率,不受追诉时效限制,等等。这些措施,主要是为了扩大自由裁量的范围,以尽可能准确地予以认定和处罚。但同时也应当加强行政审判裁决程序的中立性,以保护被处罚者的公民权利。

我们的证券行政仲裁中面临的重大问题之一,是违法行为的认定在法律上存在许多模糊之处。这样一来,行政裁决有时就会进入两难境地:如果“大胆”一点,“灵活”一点,就可能导致行政诉讼;如果“谨慎”一点,“保守”一点,就只好放纵违法行为。解决之道,应当是给与行政裁决机构更多的自由裁量权。但在现有的体制下,行政处罚完全由中国证监会内部机构作出,无法保证处罚程序的独立性和中立性。赋予其过多自由裁量权,可能损害被处罚者的公民权利。因此,从长远来讲,随着法律环境的完善,法治程度的提高,应该建立隶属于行政法机构,但相对独立的、专业化的仲裁机构,类似于SEC的行政法官,类似于香港地区的市场失当行为仲裁处。对于这种相对独立的机构,法律才会放心赋予更多的自由裁量权。该机构可以用专业的程序,确保其裁决过程和结果的公正、公开和公平。进而言之,这同样是对效率和公平这两个价值目标的平衡问题。