

民商法学专题研究

证券机构虚假陈述的信用规制研究

钱玉文, 周晓杰

摘要: 目前证监会对证券机构虚假陈述行为规制的重心放在了虚假陈述的前后环节, 却忽略了行政、市场与社会合作监管的中间环节。信用手段的阻遏功能将是更加实质性的, 信用规制遵循信息披露与商事信用原则, 以声誉罚和行为罚作为载体, 通过披露证券机构劣迹, 公示处罚内容并对其进行失信惩戒, 以信息制衡手段规制证券机构, 达到震慑与遏制目的。但目前法律惩罚缺乏刚性, 信用规制失灵, 预设的联合规制变为专项规制, 金融属性规制与企业属性规制彼此割裂, 立法设定和实务操作存在差异。因此必须立足于证券机构自身的金融属性与企业属性, 统筹政务领域和商务领域, 构建社会信用法律体系, 实现行政、市场与社会合作监管, 达到规制证券机构虚假陈述行为的目的。

关键词: 虚假陈述; 信用公示; 失信惩戒; 合作监管

作者简介: 钱玉文, 法学博士, 常州大学史良法学院教授、硕士研究生导师; 周晓杰, 常州大学史良法学院硕士研究生。

基金项目: 国家哲学社会科学基金一般项目“金融消费安全的公私合作规制研究”(18BFX138); 江苏高校哲学社会科学基金重点项目“网约车法律规制效果的实证研究”(2017ZDIXM005); 江苏省研究生科研创新计划项目“证券机构虚假陈述的惩罚性赔偿责任研究”(KYCX19_1726)。

中图分类号: D912.28 **文献标志码:** A **Doi:** 10.3969/j.issn.2095-042X.2019.06.003

在美国证券业发生的一例有关IPO注册文件虚假记载与重大遗漏案件即“德马利亚诉安德森案”^[1]中, 原告将ILife公司及其签署注册文件的5位董事、高管列为被告, 同时也将IPO的两个主承销商列为被告, 提起证券集团诉讼并主张: 第一, 被告向证监会提交的IPO电子版招股说明书与向公众提供的纸质版存在差异, 电子版错误总结了印在纸质版招股说明书上的统计数据, 注册无效。第二, 注册申请文件未披露第一季度中期财务信息。以上两点原因致使自己购买的股价出现暴跌, 该虚假陈述行为损害了投资人利益并违反了《1933年证券法》第十一条、第十二条, 请求损害赔偿。地区法院基于“股票注册瑕疵不存在可诉性”“注册申请文件不存在重大虚假或误导, 遗漏的内容实际上已经得到充分披露”理由驳回了原告请求, 上诉法院维持了原判。

中国法律规定, 投资者必须先证实存有证监会或其派出机构的行政处罚决定或人民法院制作的刑事裁判文书, 人民法院才可受理该类案件, 即法律对证券投资者的民事救济设置了前置程序。例如“白志敏等28位投资人诉兴业证券股份有限公司”集体诉讼案件中, 法院以证监会针

对“兴业证券股份有限公司虚假陈述行为”开出的罚单内容为依据,对后续虚假陈述的揭露日、更正日和因果关系争议进行审判,最终判决原告败诉。

以上中美两例虚假陈述败诉案件,引发了我们对于证券机构虚假陈述行为之定性以及后续如何进行救济的思考:一方面,虚假陈述具有延续性、广泛性以及因果关系复杂性,判定虚假陈述是专业性、技术性难题,例如以上列举的美国证券案件中对瑕疵披露与虚假陈述进行了严格的区分;另一方面,当以行政处罚决定对虚假陈述行为做出定性后,民事侵权私法救济也未必能成为遏制证券机构虚假陈述行为的有效手段,从以上列举的集体诉讼案件判决中可见一斑。

金融具有天然的信息属性,而信息的可迁移性意味着在一定的成本条件下,可以实现信息的分享、知识的普及和传递^[2]。信用手段的阻遏功能将是更加实质性的,因为在金融消费领域,信用授受是其微观行为的本质,一旦信用授受的能力受到可预期的负面影响,理性的市场参与者必然会倾向于自律^[3]。规制法以公共秩序为规制导向。社会性危害行为致使私人秩序成为泡影,对社会危害行为的规制旨在保护整体利益,私人秩序中的个人利益是规制的反射利益^[4]。因此,从信用规制角度重新审视现有监管方式或许是一条可行的规制路径。

一、信息披露与商事信用下的信用规制立法检讨

(一) 信息披露与商事信用

私法上的契约归根到底是对人类商事交易的一种制度安排,是为了消除人们之间的信用风险而存在的。事实上,契约与商事信用二者之间在实践中往往呈现出相随、互动的紧密关系^[5]。美国《1933 年证券法》首次确立了信息披露制度,之后修订的美国《1934 年证券交易法》第 10b-5 号规则规定:在购买、销售等任何与证券有关的活动中基于欺诈故意使用操纵或者欺骗方法,就某项重大事实做出任何不实陈述,或者忽略陈述某项不具误导性的重大事实,即为非法。在证券市场发行 IPO 制度改革的背景下,我国施行的“科创板+注册制”也对证券信息披露做出了准确、透明要求。

信用的经济学内涵包括信守合约、诚实交易与摒弃机会主义行为^[6]。商事信用既包括财产信用,也包括人格信用。前者反映商事主体的综合经济状况,包括商事主体的注册资本额、授信额度、业务范围、经营能力等;后者反映商事主体的商业道德和商业作风^[7]。证券机构虚假陈述行为破坏了信息披露规则,也违背了商事信用与契约精神。一般而言,由于公共机构执法信息公开制度的实施可以有效地、大范围地贬低市场主体的声誉,在罚款等传统法律责任失效之处,正是这种制度发挥功能之处^[8]。信用规制措施就是以信息制衡手段治理证券机构,通过披露证券机构劣迹,公示处罚内容并对其进行失信惩戒,达到震慑与遏制的目的。

(二) 信用规制措施的国内外立法与法律比较

一个国家或地区的诚信度,取决于法律制裁和社会约束。社会约束是对失信者的社会惩罚机制,也是对法律惩罚机制的有力补充。在规制证券虚假陈述行为时,社会约束与法律制裁分别对应信用公示与失信惩戒。信用公示制度发挥着声誉机制作用,属于声誉罚,又称申诫罚。失信惩戒是对失信主体施加的惩罚措施,包括市场禁入、从业禁止、业务限制等内容,属于行为罚。声誉机制是信用和声誉的结合体:信用是内在的基础;声誉是外在的表现,往往更强调多主体参与

评价，是商事信用外部化的体现；采取守信与失信双向公示制度，又兼具隐形激励与震慑作用。

声誉罚本是作为纯粹的软法规制，但是当存在强有力的法律责任作为保障时，即声誉罚与行为罚相结合（譬如发生证券机构虚假陈述行为而限制其承销、保荐、投资咨询等业务）时，声誉罚的软法特性便转化为威慑式的强制性特征，即成为信用规制。信用规制是惩处公司背信行为的衍生监管措施，也是长效惩戒手段，将信用（劣迹与处罚）公示与失信惩戒两者并用则是对证券机构虚假陈述信用规制的基本思路。信用规制是声誉罚和行为罚的综合体，缺一不可，通过对失信主体进行揭露和惩处，实现了预警功能、震慑功能以及惩处功能的统一。

国内外立法对证券规制虚假陈述行为预设了信用规制措施。表 1 展示并比较了国内外有关信用公示与惩戒的法律规定。

表 1 “证券机构虚假陈述的信用公示与惩戒”国内外法律规定比较

我国法律规定		国外法律考察	
法条	信用公示与惩戒	法条	信用公示与惩戒
《政府信息公开条例》第九条第二款	行政机关对“需要社会公众广泛知晓或者参与的政府信息”应当主动公开	美国《1934 年证券交易法》第 15（b）条第四款	对经纪商、交易商的注册申请或者报告中虚假陈述或误导性陈述、重大遗漏行为保留“申斥”行政监管
《政府信息公开条例》第十五条	将主动公开的政府信息通过政府公报、政府网站、新闻发布会以及报刊、广播、电视等便于公众知晓的方式公开	美国《1940 年投资顾问法》第 203（e）条	对投资顾问机构注册申请或者报告中虚假陈述或误导性陈述、重大遗漏行为保留“谴责”行政监管
《企业信息公示暂行条例》第七条第二款	“企业行政处罚信息”由工商行政管理部门以外的其他政府部门公示	美国《多得-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》第 764（l）条第二款	对证券类互换交易商和主要的证券类互换参与者的注册和监管：保留“谴责”行政监管
《企业信息公示暂行条例》第十七条	企业公示信息隐瞒真实情况、弄虚作假的列入“经营异常名录”，通过企业信用信息公示系统向社会公示	美国《多得-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》第 919B（a）条	开通便于投资者获取投资顾问、经纪商、自营商等注册信息（包括纪律处分、监管、司法、仲裁程序及其他信息）的渠道
《征信业管理条例》第二条	企业征信与金融征信，并向信息使用者提供	美国《多得-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》第 1055（a）条第二款	消费者金融保护局的行政程序：就违法违规行为发布公开通知
《严重违法失信企业名单管理暂行办法》第五条	企业提供的服务严重侵害消费者权益，两年内受到三次以上行政处罚的，列入严重违法失信企业名单管理	欧盟《欧洲议会与欧盟理事会第 2004/109/EC 号指令》第二十八条	成员国应确保主管部门可向公众披露对违反依本指令制定的国内规定而采取的各项措施或实施的各项处罚

通过对比以上列举的法律条文，发现我国对虚假陈述的信用规制措施具体表现在公示与惩戒，其中，企业失信行为实行一般公示，证券机构行政处罚实行专项公示。评级系统（行政评级

与市场信用评级)与征信系统(金融征信与民营第三方企业征信)是声誉罚;市场禁入、业务限制、上调投资者保护基金缴纳比例以及企业失信惩戒则是行为罚。这些法规不仅涉及金融市场的公示与惩戒措施,还涉及对企业一般行业的信用规制。通过对国外法律的解读,发现其他国家在制定一般硬性规制措施后新增了“申斥”与“谴责”行政监管手段,具体表现为以网页公示或者发布监督处理公告等最便于公众了解的方式公示虚假陈述行为,即在公开严厉谴责虚假陈述行为的外表下,发挥着信用公示的实质性作用。

二、金融属性下虚假陈述信用规制的现实考察

无论在债市还是股市,证券机构职能及履约能力日益受到市场和监管层的关注。实务中对虚假陈述行为实施的信用专项规制分为金融征信、市场信用评级、行政处罚公告、市场禁入以及证券公司分类监管,政府和市场对证券机构的资本信用进行分工监管。这些发布的公示与处罚数据,存在政务领域与商务领域、公共信用信息与市场信用信息之分。

(一) 信用领域与信息类别

按照信息制作主体区分,可分为公共信用信息和市场信用信息,原则上分别对应政务领域和商务领域。在政务领域,由证监会及其派出机构对虚假陈述行为做出的行政处罚以及对证券机构进行行政评级得到的数据属于公共信用信息。在商务领域,证券机构虚假陈述行为受到的记入诚信档案并公示的处罚,即纳入证券期货市场失信记录数据库与金融信用信息基础数据库,属于金融征信;这些数据库收集采集得到的数据属于市场信用信息。同样,证券市场信用评级机构的信用评级数据也属于市场信用信息。

公共信用信息制作者和发布者可以不同,同样的,市场信用信息制作者和发布者之间的相互关系也是如此,信用信息可以交叉发布。因此商务领域能公布政务信息(公共信用信息),例如商务诚信公共服务平台可以公布证监会行政处罚信息;政务领域也能公布商务信息(市场信用信息),例如信用中国网站公布金融业失信行为。两个领域相互渗透,彼此关联。由于证券机构同时拥有金融属性和企业属性的复杂特征,因此当产生证券机构虚假陈述行为时,实务中从商务领域和政务领域两个角度实施声誉罚和行为罚遵循以下准则:商务领域,以公示市场信用信息为主,公共信用信息次之;政务领域,以公示公共信用信息为主,市场信用信息次之。

(二) 商务领域的市场信用信息规制

金融征信方面,中国人民银行在商务领域开展金融征信系统建设,建设了金融信用信息基础数据库金融征信系统,主要采集市场信用信息;证监会则在商务领域建立了证券期货市场失信记录查询平台,同属金融征信系统。后一平台在违法违规失信者处罚处理时间与文件板块,主要采集并记录市场参与主体的基本信息、正面和负面信息。作为单一性金融数据公布系统,将证券机构虚假陈述行为记入诚信档案并对外公示显示了金融征信的独立性,属于行政监管的方式之一。但通过金融征信系统查询却并不能看到证券机构虚假陈述的失信记录。

当然,目前也存在着证券主体信用评级的辅助监管方式。监管是一种政府行为,而信用评级体现了市场的力量。根据穆迪和标准普尔的观点,评级是公司或发行人债务担保或财务的信用质量或一般信用价值的看法,评级不是机构关于是否投资于某个公司或证券的建议^[9]。证券公司的

业务主要集中在资本市场上，对它们的信用评级体系包括经营环境、竞争力、管理能力、风险控制、盈利能力等几个方面的内容^[10]。证券市场信用评级机构出具评级报告应当进行充分的风险揭示并且要及时公告行政处罚，实务中信用风险主要涉及融资融券业务中的客户违约风险和固定收益类业务中的发行人违约风险和交易对手风险，却并不包括证券机构自身风险^[11]。证券信用评级机构大多采用“发行方付费模式”，重信息保密，轻信息披露，仅公布评级结果并隐藏了证券机构自身的信用信息，实质为外部评级。发行人仅仅为了达到特定的监管待遇而依赖信用评级，评级给予发行人的核心利益不是评级本身，而是政府提供给具有该评级的产品的优惠待遇^[12]。

（三）政务领域的公共信用信息规制

证监会行政处罚委员会负责专项公示针对虚假陈述的行政处罚决定。表 2 展示的是证监会近 3 年对虚假陈述进行监管的数据汇总。

表 2 中国证监会对“证券机构虚假陈述行为”处罚与评级汇总（2016.6—2019.6）

序号	案号与处罚对象	处罚行为	直接处罚	行政评级与市场禁入
1	〔2016〕91 号兴业证券公司	出具的保荐书虚假记载	没收违法所得，并处 2 460 万元罚款	BBB 级，保持不变； 保荐代表人兰翔、伍文祥 10 年市场禁入
2	〔2016〕109 号信达证券公司	出具的保荐书虚假记载	没收业务收入，并处 320 万元罚款	由 A 级降为 CC 级； 保荐代表人寻源、李文涛 5 年市场禁入
3	〔2016〕112 号中德证券公司	财务顾问核查意见存在重大遗漏	责令改正，没收业务收入，处以 300 万元罚款	由 BBB 级降为 B 级
4	〔2016〕122 号中国中投证券公司	财务顾问业务中未能勤勉尽责	责令改正，并处 30 万元罚款	由 A 级降为 CCC 级
5	〔2017〕3 号爱建证券公司	未审慎核查；调查中未勤勉尽责	责令改正，并处 30 万元罚款	由 B 级降为 CC 级
6	〔2017〕27 号广州穗富投资管理有限公司	超比例持股未履行信息披露义务	给予警告，并处 60 万元罚款	无
7	〔2017〕46 号西南证券公司	出具发行保荐书、持续督导报告存在重大遗漏	责令改正，给予警告，没收业务收入，并处 2 000 万元罚款	由 A 级降为 C 级
8	〔2017〕54 号西南证券公司	虚假记载独立财务顾问报告；未勤勉尽责	责令改正，没收业务收入，并处 500 万元罚款	由 A 级降为 C 级
9	〔2017〕61 号新时代证券公司	出具的保荐书虚假记载	责令改正，给予警告，没收业务收入，并处 1 676.96 万元罚款	由 BBB 级降为 CC 级
10	〔2018〕4 号上海和熙投资管理有限公司	超比例持股未报告	处以 40 万元罚款	无

表2(续)

序号	案号与处罚对象	处罚行为	直接处罚	行政评级与市场禁入
11	〔2018〕5号浙江思考投资管理公司	超比例持股未报告	处以30万元罚款	无
12	〔2018〕26号广州安州投资管理公司	超比例持股未报告	处以120万元罚款	无
13	〔2018〕46号国信证券公司	出具保荐书存在虚假记载、重大遗漏;持续督导工作报告书虚假记载	没收业务收入,并处共计2100万元罚款	A级,保持不变
14	〔2018〕76号中原证券公司	担任财务顾问期间未勤勉尽责	没收业务收入,并处30万元罚款	由C级升为BBB级
15	〔2018〕110号东方花旗证券公司	出具财务顾问报告存在虚假记载;未勤勉尽责	责令改正,没收业务收入,并处1785万元罚款	由AA级降为A级
16	〔2019〕52号新时代证券公司	提供财务顾问服务中未勤勉尽责;出具的文件存在误导性陈述	责令改正,没收业务收入,并处共计2450万元罚款	由C级升为CC级

注:由于证监会每年7月份左右公布证券公司分类结果,故评级数据周期以“从上一公布结果起到本年度公布结果止整个时间段”为标准。

从统计数据中可以发现,行政处罚措施主要是罚款,且大多与没收违法所得一起实施。公布的罚单中,市场禁入4人,其中证监会对欣泰电气IPO申请的保荐代表人兰翔、伍文祥给予10年市场禁入的严厉处罚。证监会公布的年度券商分类结果属于行政评级。根据规定,综合性评价从A到E分为五大类11个级别。A、B、C三大类中各级别公司均为正常经营公司,评级B以上的为优质券商。监管部门将B类券商比例确定为50%左右,每年动态调整A类和C类券商的比重,根据6个指标去看行业变化,证券公司发生的重大事故、行政处罚、业务纠纷、客户投诉等管理不善行为都将被扣分。严格意义上来说,证券公司分类结果仅仅只是风险预警,并不是对证券主体的信用评级。但分类结果会对股价造成一定影响,尤其是在风向经常摇摆不定的股市:评级结果发布后的首个交易日,评级调低的上市券商股价全线飘绿;无论上市券商的再融资还是非上市券商的增资扩股,差评使得券商自身融资受挫,甚至还会增加券商发债融资成本。

信用分类监管是一种事中监督,但当前我国缺少对除证券公司以外的证券机构的评级。从2016年至2019年,绝大部分证券公司因受行政处罚影响而被降级,降幅范围从1个级别到6个级别不等,例如西南证券公司因在一个评分周期内受到两次行政处罚而被降六级。但仍然存在评分保持不变的券商,例如兴业证券公司和国信证券公司,行政评级丝毫不受虚假陈述行为影响。在没收业务收入并处共计2100万元罚款的情况下,国信证券依然属于A类优质券商,屹立不倒。更令人感到诧异的是,在最新一轮发布的评级报告中,中原证券公司与新时代证券公司评分不降反升,携手“晋级”,由此可见处罚强度与评分存在严重的不对称。当然,行政评级与市场禁入处罚不对等也是目前信用规制的实务问题之一。在遵循“实事求是,一事一评”原则下,评

分降幅最大的西南证券公司却无市场禁入处罚，评级保持不变的兴业证券公司保荐人代表却被处以 10 年市场禁入。

三、企业属性下虚假陈述信用规制的现实图景

社会信用是公共信用与市场信用的总和，必须从单一商务领域信用建设向社会信用机制建设转变，由金融属性下的专项规制逐渐扩展至企业属性下的一般规制。这是信用规制的发展趋势，也符合社会责任本位要求。

（一）政府主导下的企业信用公示

按照企业信用公示制度要求，行政机关具体职责分工如下：国家发改委推动行政处罚信息及公开、联合惩戒信息公示和全流程信用信息共享；国家市场监督管理总局开展以企业信息公示为基础的信用监管，建立部门间企业信用信息共享机制；商务部以大数据运用为基础，推动信用监督、行政监督 and 智能监督联动，提倡商务诚信。这些单一性、综合性信息发布平台既可公示市场信用信息，也可公示公共信用信息，但实务中信息公示侧重点不同。通过平台或系统的公示/征信板块均未查询到证券机构虚假陈述行为失信公示与失信惩戒数据，同时发现某些系统内收集的企业基本信息存在遗漏情况，例如信用中国网站和国家企业信用信息公示系统就遗漏了“浙江思考投资管理股份有限公司”基本信息，政府主导下的企业信用一般公示目前存在很大漏洞。

（二）市场主导下的民营第三方机构征信

企查查、启信宝以及天眼查是民营第三方征信的代表。民营第三方机构征信的数据主要有四方面来源：金融和零售等机构免费提供；公共部门的数据；征信公司之间进行信息共享，并收取费用；主动到相关企业调查收集，自身承担相应费用。以表 2 列举的行政处罚数据为依据，在民营第三方征信机构官网上对相关企业的信用公示记录进行检索后发现，第三方征信行业发展水平参差不齐，平台公布信息量存在差异且信息公示并不全面，也存在信息遗漏现象。总体来说，第三方征信行业发展势头不如证券市场信用评级机构，未能实现与政务信用平台信息共享，也未能将证券机构虚假陈述行为与处罚向社会进行系统性、全方位公示。

（三）企业属性下的失信惩戒机制

在企业信用一般规制领域，将虚假陈述的证券机构列入严重违法失信企业名单所导致的后果即信用惩戒，包括对企业信贷、商业交易、经营业务全方位制约，以及限制相关任职资格、限制获得相关荣誉称号等措施，最终影响证券机构的潜在财产利益。但是在实务中，执行惩戒措施之前另有前置程序，行政处罚未满足一定次数的证券机构并不会被认定为严重违法失信企业。

由于完整的法律程序应包含惩罚与救济，在此含义下证券机构主体依然享有更正或移除失信信息的权利。事实上，部分立法中已经确立了信用异议与修复机制，如中国证监会联合七家中央单位近期发布的《关于在科创板注册制试点中对相关市场主体加强监管信息共享 完善失信联合惩戒机制的意见》（以下简称《意见》），《意见》对欺诈发行、信息披露违法重点责任人群预设了“加强失信信息推送”“实施十一项失信联合惩戒措施”等失信责任，同时也规定了“失信信息更正与移除程序”“行政复议与诉讼救济”“实施或解除联合惩戒行动的五年最长时效”内容，赋予了失信主体信用异议权、信用修复权，明确了失信惩戒措施的限度与边界。但作为首个专门

聚焦特定金融领域信息共享与失信联合惩戒的信用监管文件,以上列举的措施也仅仅是对证券机构主体的信用异议权与修复权的原则性宣示。

四、证券机构虚假陈述的社会信用法律规制体系建构

建立信用公示以及严重失信行为惩戒制度,遏制证券机构虚假陈述行为是我国社会主义市场经济发展不断深化的重要标志之一。合理运用信用规制工具,凸显声誉罚以及行为罚效能,必须立足于证券机构的金融和企业属性,统筹政务和商务两个领域,完善惩戒标准,推动社会力量参与,建成规制证券机构虚假陈述的社会信用法律体系。

(一) 政务领域直接规制:信息共享、行政评级与强制披露

政府层面。应从单一征信向联合征信转变,打破信息孤岛,施行联合惩戒。对内整合企业信用信息一般公示与金融属性下的专项公示,真正实现政务部门多平台、多级别的联合信息公示;对外注重公共信用信息和市场信息信用之间的共享,鼓励行业协会、征信机构、信用服务机构以及企业将其掌握的证券机构信用信息与政府部门实现共享。行政评级作为衡量证券市场风险的监管工具,必须发挥行政职能的积极性与主动性,由单一性行政监管向行政指导与行政服务多样化角色延伸,因为回应性监管并不能起到有效规制证券机构虚假陈述的作用。同时,考虑到政府失灵现象的普遍存在,经济法要求公共规制机构行使权力时必须遵循比例原则和“权力清单”“负面清单”“责任清单”规则,即严格实行依法调控、合法规制^[13]。评级结果应与监管实际相适应,应引入第三方机构对行政评级过程进行监督,有效避免“规制俘获”效应,做到评级过程透明、评级结果公正,体现政府公信力。此外,直接规制还涉及强制信息披露手段,简单而有效的方式即为强制要求在招股说明书中披露中介机构及其相关从业人员的诚信信息,使得投资者能够通过招股说明书便捷地知悉中介机构的信用状况^[14]。舍弃劣迹披露作为任意记载事项规定,强制将不良虚假陈述处罚记录作为证券机构IPO上市保荐、承销证券等信息披露的法定记载事项,能起到提醒与警示作用。

(二) 商务领域间接规制:整顿信用评级以及征信行业

市场方面。遏制证券机构虚假陈述行为的间接手段是扭转市场信用评级机构不公开不透明、缺乏独立评级的局面,要求市场信用评级机构披露的信用信息必须包括证券机构履约能力、商业信誉、违规记录等方面的数据和资料,强制披露证券机构的自身信用状况以及经营风险状况,公开并强化对虚假陈述证券机构的信用规制。信用评级机构首先力求保留在政府统计评级机关注册名单内,其次是通过促进发行人监管合规以维护其在发行人中的声誉,最后通过保证评级准确性以维护其在投资者中的声誉,因此竞争、问责制和透明度是提高评级准确性的三大要素^[15]。

一是要鼓励信用评级机构的市场竞争,由市场和投资者对其进行筛选,促使其提升评级质量,力求做到对证券机构独立、准确、公正评级。当一个行业(如信用评级行业)由品牌效应主导时,行业中的竞争实体可能无法通过披露绩效信息来有效地表明其评级的质量^[16]。二是对强盈利模式下的信用评级机构引入绩效制裁,对违反评级规则的信用评级机构施加加重罚金责任并设立财产担保机制,震慑信用评级机构并逆向规制作虚假陈述的证券机构。三是要增强评级透明度。公开评级标准、评级依据以及对证券主体的内部评级,对证券机构虚假陈述劣迹也应做到及

时公布。

对于金融征信,必须按照立法规定要求对证券机构虚假陈述行为进行建档并予以公开。此外,行政规制需要改变传统的命令-控制模式,更多地引入“软法”思想,促使利害关系人、专家、普通民众和行政机关在公共规制过程中良性互动,并充分利用私人信息和专家理性,在降低行政规制成本的同时,增强行政规制的实施效果,即集权主义的命令-控制模式与契约自由模式的结合^[17]。

(三) 信用规制失信惩戒:重置标准与规范应用

失信惩戒,既包括拒不执行公示命令违法惩戒,也包括业务限制与市场禁入。申请人提出的行政许可将被审慎审查,业务创新试点也将被暂缓或者不予安排。应重置惩戒标准,排除惩罚前置程序;规范运用市场禁入监管措施,使之与行政评级和罚款强度相适应。应迈向一元多样的软硬法混合治理,即由单纯的依靠国家强制力的硬性手段转而向全方位的动用各种强制与非强制手段的机制,柔性治理手段不断增多^[18]。为保障失信证券机构的信用异议权与信用修复权,后续救济措施应考虑如下适用路径。首先,就证券机构的信用异议权而言,相关制度应当围绕“异议申请与异议处理”两方面展开:第一,异议申请;第二,异议处理^[19]。证券机构还可以通过行政复议与诉讼程序主张自己的合法权益。其次,就证券机构的信用修复权而言,借鉴《“信用中国”网站行政处罚信息信用修复指南》规则,失信人应准备主要登记证照、信用修复承诺书,已履行行政处罚相关证明材料(主要包括缴纳罚款收据等)、主动参加信用修复培训的证明材料、由综合信用服务机构试点单位和征信机构出具的信用报告,以线上申请或现场提交修复申请两种方式行使信用修复权。

(四) 社会公众参与:行政、市场与社会联合监管

社会层面的信用关系,主要是以伦理规范、声誉褒损、信息公开、商业征信以及声誉评价等为基础,所形成的市场化、社会化的声誉机制^[20]。单凭加大信用公示曝光度与落实惩戒制度还远远不够,必须启动社会力量参与社会信用体系建设,加大宣传让公众全方位知晓证券机构虚假陈述劣迹,培养公众对证券机构虚假陈述行为的抵制意识。我国台湾地区消费者保护相关规定第五十一条惩罚性赔偿责任的规定,以消费者受到的损害额作为客观标准,该条规定目的在于保护消费者免受企业经营者为了营利目的而实施恶意侵害行为^[21]。如果将信用规制手段作为证券机构虚假陈述惩罚性赔偿责任的前置程序,不但有助于抑制惩罚性赔偿责任的过度扩张,而且更能实质性地起到社会约束、威慑与遏制作用。

参考文献:

- [1] 中国证券监督管理委员会. 美国投资者保护经典案例选编:中英文对照本 [M]. 北京:法律出版社,2014:111-137.
- [2] 谢贵春,冯果. 信息赋能、信息防险与信息调控——信息视野下的金融法变革路径 [J]. 北方法学,2015,9(6):38-48.
- [3] 林越坚. 金融消费者:制度本源与法律取向 [J]. 政法论坛,2015,33(1):143-151.
- [4] 王波. 规制法的制度构造与学理分析 [M]. 北京:法律出版社,2016:72.
- [5] 王坤. 私法中的契约制度与商事信用扩展的关系 [J]. 政法论坛,2010,28(3):135-140.
- [6] 程民选. 信用的经济学分析 [M]. 北京:中国社会科学出版社,2010:24.
- [7] 雷兴虎,蔡晔. 论我国的商事信用调节机制 [J]. 法商研究,2003(5):23-31.
- [8] 应飞虎,涂永前. 公共规制中的信息工具 [J]. 中国社会科学,2010(4):116-131.
- [9] WESSENDORF E M. Regulating the credit rating agencies [J]. Entrepreneurial business law journal, 2008(3):155.

- [10] 叶伟春. 信用评级理论与实务 [M]. 2版. 上海: 格致出版社, 2015: 255.
- [11] 联合资信评估有限公司. 信用评级理论与实践 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2015: 376.
- [12] MULLIGAN L M. From AAA to F: how the credit rating agencies failed America and what can be done to protect investors [J]. Boston college law review, 2009 (50): 9.
- [13] 钱玉文. 消费者权的经济法表达——兼论对《民法典》编纂的启示 [J]. 法商研究, 2017, 34 (1): 143-152.
- [14] 刘志云, 史欣媛. 论证券市场中介机构“看门人”角色的理性归位 [J]. 现代法学, 2017, 39 (4): 94-106.
- [15] BONEWITZ P L. Implications of reputation economics on regulatory reform of the credit rating industry [J]. William & Mary business law review, 2010 (1): 4-10.
- [16] BAI L. The performance disclosures of credit rating agencies: are they effective reputational sanctions? [J]. NYU journal of law & business, 2010 (7): 24.
- [17] 宋亚辉. 论公共规制中的路径选择 [J]. 法商研究, 2012, 29 (3): 94-105.
- [18] 罗豪才, 周强. 软法研究的多维思考 [J]. 中国法学, 2013 (5): 102-111.
- [19] 罗培新. 遏制公权与保护私益: 社会信用立法论略 [J]. 政法论坛, 2018, 36 (6): 170-180.
- [20] 中国行为法学会企业治理研究会. 中国企业信用建设报告 2016 [M]. 北京: 中国法制出版社, 2017: 306.
- [21] 钱玉文, 段礼乐. 我国台湾地区“消费者保护法”的最新修订及启示 [J]. 常州大学学报(社会科学版), 2016, 17 (3): 23-30.

On Credit Regulation of False Statements by Securities Institutions

Qian Yuwen, Zhou Xiaojie

Abstract: At present, the focus of the China Securities Regulatory Commission on the regulation of false statements by securities institutions is placed on the pre and post links, but the intermediate link of administrative, market and social cooperation supervision is ignored. The repressive function of credit means will be more substantive. Credit regulation follows the principle of information disclosure and commercial credit. It takes reputation punishment and behavioral punishment as carriers to disclose the misdeeds of securities institutions, publicize the punishment contents and enforce disciplinary punishment of faithlessness and regulate securities institutions by information means, so as to achieve the purpose of shock and containment. However, due to the lack of rigidity in legal punishment and the failure of credit regulation, the pre-established joint regulation has become the special regulation, the financial attribute and corporate attribute regulations are separated from each other, and there are differences between legislation and practical operation. Accordingly, based on the financial and corporate attributes of securities institutions, it is necessary to coordinate the government affairs and business fields, construct a social credit legal system and realize the supervision of administrative, market and social cooperation, so as to achieve the purpose of regulating the false statements by securities institutions.

Keywords: false statements; credit disclosure; disciplinary punishment of faithlessness; cooperative supervision

(收稿日期: 2019-06-27; 责任编辑: 晏小敏)