

证券法上的安全港及其制度价值*

——以前瞻性信息披露为例

魏俊**

摘要:美国法上的“安全港”制度本质上是一种豁免安排,但又与一般意义上的法律豁免制度相区别,是一种动态的、较具确定性的、非排他的豁免,同时又有其独特的适用理念。我国针对前瞻性信息披露的监管虽含免责规定,却与美国法上的“安全港”制度相去甚远,且我国当前并不具备移植美国法上“安全港”条款的制度基础和理论基础。基于此间差别,可管窥中美两国在证券监管理念上的差异。以美国的成熟监管经验作为视角,可以充分探寻“安全港”的制度价值。

关键词:安全港 前瞻性信息披露 制度移植
证券市场监管 制度价值

一、问题的缘起

与发达国家相比,我国证券市场起步较晚,发

* 感谢清华大学汤欣副教授对本文的贡献;感谢于绪刚、高斯敏、阮金阳、任少雄等师友的批评和建议。文中错误概由本人负责。

** 上海期货交易所员工。

展历程亦可谓“步履阑珊”；且“先天不良”，弊病丛生。^{〔1〕}因此，即便沪深两市总市值在2009年即已高居世界第二位，^{〔2〕}中国证券市场充其量也只能算是一个“新兴加转轨”^{〔3〕}的市场，距离理想的成熟市场状态，还有很长一段路要走。在诸多“顽疾”之中，证券市场的监管一直为人诟病，理论界、实务界对我国证券市场的监管问题进行了大量研究，针对中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）的讨论、质疑乃至批评也从来没有停止。

法律条文或监管措施不是无源之水，其产生和运行背后必然有着更深刻的理论基础和意识导向，此系不证自明之理。因此，从宏观上看，条文措辞必然围绕着某种统一的理念，监管实践也必然存在某种统一的风格；从微观上看，该种理念必然贯穿和体现于每一项具体的制度设计，以及具体的监管行为之中。因此，透过对单一制度的深刻分析，进而管窥背后的监管逻辑，是一件十分有意义的工作。其不仅可以使对我国证券市场监管的研究更有说服力，也可以为未来的监管改革提供宏观方向和微观指导。

基于上述考虑，本文以前瞻性信息披露为例，研究证券法上的“安全港”制度。在剖析其具体内涵、特征、适用理念的基础上，力图摆脱前瞻性信息披露的束缚，在更宏观的层面上，审视制度背后的监管理念，并以其为佐证，阐述安全港的制度价值。

〔1〕 原全国人大财经委办公室副主任、基金法起草工作组组长王连洲认为：中国股市不是市场经济发展到一定阶段自然的产物，而是在计划经济成分严重残留、由政府主导的旨在为国企脱贫解困而建立的筹资市场。因此，我国股市将“融资功能”几乎发挥到了极致，而其投资功能完全没有发挥。参见王连洲：“先天不足、后天失调制约股市难入正道”，载 <http://stock.hexun.com/2011-12-29/136790753.html>，2014年1月7日访问；原全国人大常委会副委员长成思危认为我国股市先天存在三方面的不足，参见黄格斯：“我国股市先天不足后天失调”，载《证券时报》2005年1月10日版。

〔2〕 载 <http://stock.hexun.com/2010-01-28/122513433.html>，2014年1月7日访问。

〔3〕 参见肖钢：“监管执法：资本市场健康发展的基石”，载《求是》2013年第15期。但中国证券市场属于“新兴加转轨”的观点，最早是由中国证监会第四任主席周小川在“2002中国证券投资基金发展国际研讨会”上提出的。

二、美国法上“安全港”的概念与特征

(一)“安全港”的概念

美国证券法对前瞻性信息披露的监管态度可谓一波三折,从最初绝对禁止到后来强制披露与鼓励披露并存,经历多次反复。^[4] 伴随此种态度转变,立法与判例最终形成、发展了三套安全港路径,^[5] 与前瞻性信息披露制度配套实施。

1. 行政路径:SEC 安全港 (SEC safe harbor)

SEC 于 1979 年颁布的 175 规则规定:发行人及其他相关人的陈述(前瞻性)将不被认为是欺诈陈述,除非此陈述(前瞻性)在做出或重申时没有一个合理的基础 (reasonable basis) 或并非基于善意 (good faith)。^[6]

2. 司法路径:“预先警示理论”(bespeaks caution doctrine)

在 Polin v. Conductron Corp. 案中,第八巡回法院认为 Conductron 公司 1967 年年报中所使用的“可能性”(possibility)、“预期”(anticipation)以及“期望”(expectation)等词语,“显示了在一个快速变化领域的复杂因素下不可衡量的影响”,清楚地进行了“预先警示”(bespeak caution),^[7] 因而并非欺诈。

3. 立法路径:法定安全港 (statutory safe harbor)

1995 年美国国会通过私人证券诉讼改革法案 (PSLRA), 分别在《1933 年证券法》和《1934 年证券交易法》之下加入了内容完全一致的

[4] See Securities Act Release No. 33 - 7101 (Oct. 13, 1994).

[5] 有关美国法上安全港制度详细的形成与演变过程,有兴趣的读者可向作者索要本文的详细版本。

[6] See SEC Rule 175.

[7] See Polin v. Conductron Corp., 552 F. 2d 797. The court holds that *The terms thus employed bespeak caution in outlook and fall far short of the assurances required for a finding of falsity and fraud. Language of expectation, of anticipation, and of possibilities recognizes the imponderable influences of complex variables in a fast - changing field.*

第 27A 条和第 21E 条。新增条款(c)(1)规定:^[8]

除非(b)款另有规定,否则,在本法项下因含有对重大事实的不实陈述,或遗漏了使陈述不致误导而必须说明的重大事实,而引起的私人诉讼中,在下列情况下及其限度内,(a)款中提到的人对任何书面或口头前瞻性陈述概无责任:

(A)该前瞻性陈述:

(i)被确定为前瞻性陈述,并附有有意义的警示性声明,声明中确定了可能导致实际结果与前瞻性陈述中的结果产生重大差异的各种重要因素;或

(ii)属于不重要的前瞻性陈述。或

(B)原告不能证明该前瞻性陈述:

(i)若是自然人所为,该自然人在做出陈述时实际知悉该陈述时虚假的或是误导性的;或

(ii)若是公司所为:

(I)是由该实体的高级执行管理人员做出或是经其批准后做出的;且

(II)该等高级执行管理人员做出或批准陈述时实际知悉该陈述是虚假或具有误导性的。

简言之,新增条款(c)(1)规定,在达到下列标准时,(a)款中提到的人将对其前瞻性陈述不负责任:(1)有意义的警示性声明(meaningful cautionary statements)标准;(2)不重要(immaterial)标准;(3)确知(actual knowledge)标准。^[9]

可见,虽然前瞻性信息披露安全港制度的具体表述有所差异,但共同之处在于:发行人或其他相关主体的行为会由于一些“情形”的存在而不被认定为证券欺诈或其他证券违法行为,故无须承担责任。易言之,这些“情形”的存在将使发行人或其他相关主体的行为不构成证券欺诈或其他证券违法行为,从而免于处罚。这些“情形”包括三类:(1)

[8] See Section 27A, Securities Act of 1933, the same as Section 21E, Securities Exchange Act of 1934.

[9] See Jeanne Calderon, Rachel Kowal, *Safe Harbors: Historical and Current Approaches to Future Forecasting*, 36 J. Corp. L. 653, 1997.

一种法定的行为。如前瞻性陈述基于合理基础且善意做出,前瞻性陈述已伴随有意义的警示性声明等;(2)具体事物的特殊性质。如某一前瞻性陈述并不重要;(3)控告行为不符合相关法律规定。如控告方不能履行相关举证义务。不难看出,这些“情形”就是所谓的安全港制度。

申言之,法律上的安全港制度,系指:(1)一个保护的领域(area)或保护方法(means);(2)对责任(responsibility)和惩罚(penalty)提供保护的一个条款(在法规或规章之中)。^[10]概言之,安全港制度是为相关法律主体或领域提供的一种保护。具体到证券法,该种保护通过对相关主体法律责任^[11]或者法律义务^[12]的豁免安排而实现。因此,更精确地说,证券法上的安全港制度本质上是一种豁免安排。^[13]

应当注意的是,安全港制度设计豁免安排的方式是多样化的。例如,前瞻性信息披露的三套安全港路径,可依其豁免方式不同细分为三类,即因法定行为的豁免,因具体事物特殊性质的豁免和因其他情形的豁免。与此相仿,证券法上的安全港制度亦可如此分类。因法定行为的完成需要发行人或其他相关人主动作为,作为之过程亦由发行人能动控制,故可称为“动态的豁免”;又因具体事物的特殊性质与发行人或其他相关人的能动性无关,豁免与否完全由具体事物的特殊性质本身决定,故可称为“静态的豁免”;而其他情形的豁免,往往是立法者基于特殊目的考虑而进行的特殊安排,不具有普遍性。如前瞻性信息披露项下因控告方不能履行相关举证义务的豁免,其设计目的之一在于

[10] See Bryan A. Garner, *Black's Law Dictionary* (9th ed. 2009), West Publishing Co., at 1453.

[11] 如前瞻性信息披露安全港制度实现了前瞻性信息披露有关责任的豁免。

[12] 如后文所述,证券私募发行豁免安全港制度实现了证券私募发行注册义务的豁免。参见后文“‘安全港’的适用理念”一节。

[13] 豁免条款与例外条款是一个法律上经常不加区分使用的概念。但是,仅从文义解释出发便可知,二者存在区别。豁免条款是对当事人责任或义务的免除,而例外条款既可以是对责任或者义务的免除,也可以是对当事人权利的排除。总之,例外条款覆盖的情形远远多于豁免条款;豁免条款可以被认为是例外条款的一个方面。

减少基于 10b-5 规则下大量的证券集团诉讼。^[14]

(二)“安全港”的特征

1. 动态的豁免

如前文述,证券法上的安全港亦可分为动态的豁免,静态的豁免和其他豁免三类。其中,后两类安全港并无特殊之处,发行人或其他相关主体不需要有任何作为,只要事物本身性质符合法律规定,或者具备法律特殊规定的情形,即可享受安全港的保护。因此,此两类豁免与一般豁免安排没有本质区别,^[15]虽然也有可能成为安全港路径之一,但不能体现安全港制度的特性。

实际上,典型的安全港路径均系动态的豁免,强调发行人或其他相关主体的能动性。申言之,发行人或其他相关主体必须对照安全港的要求,发挥其本身的能动性,做出符合安全港要求的行为。唯有如此,才能享受安全港的保护,实现责任的免除。易言之,如果说动态的豁免给发行人或其他相关主体带来了一定的利益,那么发行人或其他相关主体想要获得该种利益,还必须履行一定的“义务”。因此,动态的豁免需要对发行人或其他相关主体的“义务”进行或多或少的描述,在立法技术上相对复杂。

以预先警示理论(bespeaks caution doctrine)为例,其要求发行人或其他相关主体的前瞻性信息披露必须伴随着充足的警示性语言(cautionary language),非唯如此,不能享受此种安全港的保护。充足的警示性语言(cautionary language),这正是发行人及其他相关主体意欲

[14] See H. R. Conf. Rep. No. 104 - 369, at 37 (1995); S. REP. No. 104 - 98, at 4 - 5 (1995). 当然,这一目的究竟实现与否,亦有美国学者持不同观点。See Claudette A. Robertson, *The Private Securities Litigation Reform Act of 1995: The Safe Harbor for Forward - Looking Statements, and Its Effect on Issuers and Investors*, 17 Ann. Rev. Banking L. 607, 1998; Walter C. Somol, *Dredging the Safe Harbor for Forward - looking statements—an Analysis of the Private Securities Litigation Reform Act's Safe Harbor for Forward - looking statements*, 32 Suffolk U. L. Rev. 265, 1998.

[15] 例如,美国《1933年证券法》第3条(a)款(2)-(8)项规定了7类“豁免证券”(exempted securities)。其之所以被豁免注册,主要是由于“其证券发行人的性质或者证券本身的性质”。参见郭雳:《美国证券私募发行法律问题研究》,北京大学出版社2004年版,第41页。这是一个典型的一般静态豁免安排,非动态的豁免,也非本文所要讨论的安全港制度。

泊于“安全港”而必须缴纳的“停泊费”。^[16]

2. 较具确定性的豁免

证券法上的安全港制度主要适用于极端复杂,立法难以统一界定或只能进行高度抽象描述的领域。^[17]安全港制度的设计逻辑是:一个高度复杂的领域,立法难以统一界定某一行为是否符合法律要求。因此,法律只能规定在符合某些条件的情形下,相关主体的行为就合法。^[18]易言之,虽然该高度复杂领域内的行为难以统一界定是否合法,但符合某些条件的“情形”却一定是合法的,因而这些“情形”就形成了的安全港。

显然,安全港制度的设计逻辑基于一种“反其道而行之”的思维。^[19]既然欲将规制之领域内的行为性质模糊不清,难以统一界定,那么由法律精心“挑选”出的合法的“情形”便必须具备确定性和可操作性。这也正符合安全港制度的设计目的:将一个模糊的难以统一界定的领域改造的相对明确。^[20]如果这些由法律精心“挑选”出的合法的“情形”也同样难以捉摸,那么“挑选”行为本身,以及挑选出的“情形”也就失去了意义。^[21]

预先警示理论(bespeaks caution doctrine)出现的一个重要原因是:SEC安全港所要求的“合理的基础(reasonable basis)”、“善意”(good faith)可操作(证明)性不强,在实践中对其证明依旧相当困难,因此被

[16] 某些安全港同样鲜明的具备该特点。例如,D条例(506规则)是针对美国《1993年证券法》第4(2)条的一个安全港,其就证券私募发行享受豁免应当符合的条件提出了诸多要求,亦即发行人要履行诸多“义务”才能享受该豁免。如发行人“不得使用一般性劝诱或公开广告的方式进行要约发行或出售”等。参见前引郭雳书,第99~113页。

[17] 参见后文“安全港”的适用理念一节。

[18] 同上引。

[19] 同上引。

[20] 同上引。

[21] 有学者对某些安全港体现出的该特点有明确的说明。例如,D条例(506规则)是针对美国《1993年证券法》第4(2)条的一个安全港,其最大优势在于“它提供了更为统一、客观的判断标准,极大地提高了豁免规范的确定性,这也正是SEC颁布实施D条例的初衷”。参见前引郭雳书,第116页。

告往往不愿援引。^[22]实际上,预先警示理论(bespeaks caution doctrine)经由1995年立法安全港发展成有意义的警示性声明(meaningful cautionary statements)标准,其背后重要原因之一也是后者更具有可操纵性。有关国会报告明确指出:“格式化的警示性语言(boilerplate warnings)不能构成有意义的警示性陈述。警示性陈述必须传递可能现实地导致事实结果与前瞻性陈述有重大不同的实质性信息,例如发行人商业信息。”^[23]美国判例法同样对有意义的警示性声明(meaningful cautionary statements)进行了详细的解释,因此发行人或其他相关主体明确知悉要怎么样做才能符合警示性语言(cautionary language)的标准,从而使其具有较高的可操作性。^[24]

3. 非排他的豁免

在一个领域设置了安全港条款,并不意味着只有符合这些安全港条款,才会被法律接受从而实现豁免。相反,证券法上的安全港制度是一种非排他的豁免。易言之,安全港之外存在其他符合法律要求而实现豁免的路径。在一个具体的证券法领域中,如何实现豁免可能有诸多路径。而由于该领域的极端复杂性,这些路径不可能被统一描述。于是监管者事先将其断定符合法律规定的某几个路径挑选出来,形成安全港制度。至于挑选出的路径之外的路径,不必然意味着是“绝路”或必须放弃。^[25]事实上,法律对其不做事先评价,而是在事后再做具

[22] *Third, defendant companies do not frequently raise Rule 175 as a defense because procedurally it requires a time-consuming, expensive, and fact-intensive analysis of whether defendants have met Rule 175's "good faith" and "reasonable basis" requirements.* 参见前引9。

[23] See H. R. Conf. Rep. No. 104-369, at 43 (1995).

[24] 具体地说,有意义的警示性声明(meaningful cautionary statements)大体应符合四个要件:第一,警示语言必须具有针对性,不是总括的。第二,警示语言是清晰的,显而易见的。第三,警示语言必须是与重要的风险因素相联系。第四,有意义的警示语言还包括及时更新的义务。即如果公司原有的客观环境发生变化,相关的风险在发生演变,那么该公司就必须及时更新警示语言,否则,该公司原有的警示语言有可能会被认为不是有意义的。参见李先波、戴华丰:“美国对有意义的警示性语言的规制”,载《时代法学》2011年第6期。

[25] 对此,某些安全港的立法文件有明确的说明。参见 SEC Securities Act Release 6389, 24SEC Dock. 1166, 1178, note 33 (1982)。转引自前引郭雳书,第97页。

体认定。一个形象的比喻是:安全港正类似于斑马线。法律规定:行人选择从斑马线过马路,则绝对安全;行人也可以选择从斑马线以外过马路,但该种路径是否安全(合法与否)法律不做事先评价,而是留待事后再具体问题具体分析。^[26]

以前瞻性信息披露安全港制度为例,其直接目的即在于保护发行人及其他相关主体合法的前瞻性信息披露行为。前瞻性信息与生俱来的“不准确性”是不可避免的,因为事物从不可能完全如计划那样进行。^[27]此时,法律便难以对发行人及其他相关主体是否存在证券违法行为做出整齐划一的评价。法律能做的,只是强调在上述三套安全港路径之外,不排除发行人及其他相关主体选择新的路径实现责任豁免的可能。例如,美国证券法下的“欺诈”的成立需要满足多个构成要件,^[28]在因前瞻性信息披露问题而引起的基于 10b-5 规则的证券欺诈诉讼中,发行人及相关主体完全有可能证明其特定行为路径并不满足其中一个或多个构成要件,从而实现责任豁免,而不必援引安全港规则。易言之,其完全可能在前瞻性信息披露三大安全港之外,利用不同的行为路径实现责任豁免。

值得注意的是,一些经济法上的所谓安全港制度并不具备该特点。例如,税法上,为防止资本弱化避税而采用的固定比率法被称为安全港规则,也即在税收上对公司债务资本和股权资本的比例规定一个固定值。若公司债务资本和股权资本的比率在此固定值之内,则债务的利息支出允许在税前扣除;反之,若公司债务资本和股权资本的比率超过该固定值,则超过部分的债务利息支出不允许在税前扣除,并将超过部分的债务利息视同股息征收所得税。^[29]可见,此处的税法上的安全港是一种排他的标准,更类似于一条“红线”。红线之内,是安全的,即享

[26] 该比喻系清华大学法学院汤欣副教授提出。

[27] See *Wielgos. v. Commonwealth Edison. Co.* 892. F. 2d 509, 514 (7th. Cir, 1989). 转引自齐斌:《证券市场信息披露法律监管》,法律出版社 2000 年版,第 178 页。

[28] 关于 10b-5 规则构成要件的具体论述,参见莱瑞·D. 索德奎斯特:《美国证券法解读》,胡轩之、张云辉译,法律出版社 2004 年版,第 246-285 页。

[29] 参见应小陆:“安全港规则及其在我国的适用”,载《涉外税务》2007 年第 5 期。

受免税优惠;红线之外,则是不安全的,即需按规定征税。^[30] 类似的经济法上所谓的“安全港标准”并不少见。^[31] 应当承认,经济法上带有“红线”性质的所谓安全港制度,确与一般意义上的“静态的豁免”安排有所不同,“红线”标准的设定并非基于相关主体或事物的特殊性质,而是基于背后的经济原因。^[32] 然而必须强调,即便如此,由于缺乏非排他性这一证券法上安全港制度的核心特征,经济法上的带有“红线”性质的安全港制度与证券法上的安全港制度迥然不同。

(三)“安全港”的适用理念

前瞻性信息披露的安全港制度根植于美国对前瞻性信息披露的规制。易言之,没有前瞻性信息披露,就没有安全港制度诞生的可能。由于前瞻性信息的披露主要基于主观估计和评价,披露者往往缺乏现有数据证实其陈述的准确性,因此,未来的实际状态与所披露的预测状态出现冲突是难以避免的。每当这样的情况出现之时,摆在监管者面前的一个难题便是:实际状态与披露状态的冲突,究竟是不可避免的正常现象,还是背后隐藏着某种证券法上的违法行为?显然,由于前瞻性信息天然的不确定性,法律无法针对这一复杂问题做出一概而论的回答。统一的、直接的、正面的规制方法难以奏效,法律才采纳另一种“逆向规制”的方式:符合规定情形(安全港)的行为不违法;不符合规定情形的行为的合法性事先不做评价,留待在各种调查或诉讼中进行个别认定。可见,由于前瞻性信息的不确定性而产生的一个难题,或者说一个复杂的,法律难以统一界定的领域,是前瞻性信息披露安全港制度生根发芽的土壤。

在美国证券法上,安全港不单单存在于对前瞻性信息披露的监管

[30] 参见应小陆:“安全港规则及其在我国的适用”,载《涉外税务》2007年第5期。

[31] 例如,在反垄断法上,安全港规则就是在进行企业并购实体分析前,依据市场份额信息对一些规模不大、对竞争不产生实质性影响的并购免于反垄断审查。世界主要国家和地区在设置安全港规则时采用的量化标准从总体上可以分为两大类:一类是使用HHI指数作为基准来设定安全港;另一类是使用 CR_n 指数作为基准来设定安全港。无论采取何种指数基准,其实质仍然是一条“红线”。红线之下,免于审查;红线之上,不能免于审查。参见余东华、乔岳、张伟:“横向并购反垄断规制中的安全港规则研究”,载《光华经济研究》2010年第3期。

[32] 同上引。该文认为,中国的“红线”标准需要科学测算,而非直接比照其他国家。

制度之中。另一个著名的安全港是美国证券法下证券私募发行豁免规则。美国《1933年证券法》第4(2)条是一个著名的“九字条款”，其规定：“(本法第5条不适用于)不涉及公开发行之发行人的交易”(transactions by an issuer not involving any public offering)。^[33]然而，何为公开发行(public offering)却是一个证券法上的难题。虽由SEC的法律总监(general counsel)通告，Ralston Purina案，Continental Tobacco案以及Doran案不断发展，历经“人数标准”到“需要标准”，“关系检验”到“分离检验”的进程，^[34]但判例法所建立的具体规则仍然十分模糊，实践中试图获得第4(2)条豁免的发行人时刻面临巨大的风险。^[35]发行人即使倾其所有履行法律规定的义务，也很难确保发行行为符合第4(2)节私募发行的条件，从而时刻面临违反《1933年证券法》的风险。^[36]为此，证券协会(Securities Bar)呼吁SEC颁布安全港规则。^[37]终于，SEC在1974年颁布了规则146(Rule 146)，^[38]在1982年颁布了D条例(规则506)，^[39]从而形成了针对第4(2)条的安全港规则。^[40]

[33] See Section 4(a)(2), Securities Act of 1933.

[34] 关于此部分的详细介绍，参见前引郭雳书，第51~88页。

[35] 参见于绪刚：“美国私募发行制度研究”，载吴志攀、白建军主编：《证券市场与法律》，中国政法大学出版社2000年版，第209~250页。

[36] 同上引。

[37] 同上引。

[38] 因其过于严苛，而实际上为D条例(规则506)取代。参见前引郭雳书，第96页。

[39] D条例由规则501-506等6项规则构成，其中规则506涉及第4(2)条。参见前引郭雳书，第97页。规则506就证券私募发行享受豁免应当符合的条件提出了下列要求：(1)来自发行人证券的购买人或发行人合理认为的购买人不得超过35人。(2)非“可资信赖投资者”(accredited investor)，或其代表有评估投资价值与风险方面的知识，或发行人合理地认为，在作出任何销售之前，该购买人符合前述规定的要求。(3)发行必须符合一体化的要求。如果在美国境外向外国人发行或销售证券，且该证券停留在国外，则非美国购买人就不计算在内。(4)发行人应当在出售证券前的一个合理时间内向“可资信赖投资者”以外的购买者提供信息。(5)不得利用任何广告或招揽的形式要约或出售证券。(6)发行的证券应有第4(2)节规定之证券地位，非依《证券法》注册或获得豁免，不得再出售。发行人应当给予合理注意，确保购买人不是《证券法》上的“承销商”。(7)发行人应在第一次出售证券之日起15日内，依法通知“证交会”。参见前引于绪刚文。

[40] 此处强调，D条例(规则506)完全符合上文所述证券法上的安全港制度的三个特征。参见前引郭雳书，第97~116页。

再如,股份回购(issuer purchase)与操纵市场(market manipulation)的关系高度复杂。^[41] 股份回购(issuer purchase)是否构成《1934年证券交易法》第9(a)(2)条项下的操纵市场?对这一问题也不宜一概而论,对“其规制技术也应尽可能细致精巧”。^[42] 为此,SEC于1982年首创“规则10b-18”,即竞价回购的安全港规则,^[43]对符合其规定的回购行为豁免操纵市场审查。只要发行公司根据该规则要求的方式(manner)、时间(timing)、价格(price)及数量(volume)条件进行回购,^[44]就不会被认定为操纵市场。对于采用安全港之外的方式进行的股份回购行为,根据发行公司是否依法进行了信息披露、其操作行为是否在事实上产生操纵效果等因素进行个案判断,而不会当然被认定为操纵市场。^[45] 易言之,规则10b-18是一个非排他的豁免。该套安全港规则已被实践证明效果明显,为许多国家和地区所效仿。^[46]

商法区别于传统法律部门的一个重要特征是:相较于伦理性而言,其技术性更为“浓厚”。^[47] 作为商法的典型代表,证券法的高度技术性向来异常突出。证券法的该种特征源自于证券市场本身的复杂和技术化。正如有学者指出的,“证券发行和交易,是极其复杂和技术化的商事活动”。^[48] 由于证券法的调整对象是技术性极强,复杂性极高的资

[41] 朱庆:“论股份回购与操纵市场的关联及其规制”,载《法律科学》(西北政法大学学报)2012年第3期。

[42] 同上引。

[43] 关于规则10b-18的详细论述,参见[美]路易斯·罗斯·乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,法律出版社2008年版,第831~834页。

[44] See 17 CFR 240.10b-18. See also Securities Exchange Act Release No. 19244 (November 17, 1982), 47 FR 53333, 53334 (November 26, 1982). 这样的豁免显然是动态的豁免,同时也是高度明确的豁免。

[45] 参见前引朱庆文。

[46] 同上引。

[47] 施天涛:《商法学》,法律出版社2010年版,第14页。所谓技术性规范,“其制定也,完全出乎立法专家之一种设计,故其内容并非仅凭一般常识所能了解”。参见郑玉波:《票据法》,台北三民书局1986年版,第3页;转引自范健、王建文:《商法总论》,法律出版社2011年版,第14页。

[48] 参见汤欣:“证券市场虚假陈述民事责任制度评析——兼论证券法上的一般性反欺诈条款”,载郭峰主编:《证券法律评论》(第3卷),法律出版社2003年版,第76~102页。

本市场,因此在证券法上,类似上文所述的难题或领域并不少见。对此类问题的规制,难以做出整齐划一的正面规定,或者即便做出统一规定也必然导致文义过宽而没有可操作性。但是,针对类似的模糊、抽象、复杂的领域,法律又不能不做出回应。否则一方面,市场主体(主要是融资方)会得不到充分保护,时时面临各种来自于法律本身和“职业诉讼群体”^[49]的种种威胁;另一方面,又会使其增加行为成本,同时也增加投资方成本和监管成本,^[50]从而影响市场效率。为避免上述情景,安全港制度应运而生。《元照英美法词典》将安全港定义为“法律解释和适用的一项规则。当成文法规定的措辞过于宽泛时,当事人只需采用某种适当的方式遵守法律就应被视为已经履行了法律义务”。^[51] 该种概括殊值赞同。安全港制度给市场主体(主要是融资方)提供了一条绝对安全的保障路径,同时又不排除安全港路径之外的其他路径选择,以保障其充分发挥创造力,可谓兼顾了公平与效率,与证券法的精神一致。这便是安全港制度背后的宏观适用理念。

在微观上,从立法技术的角度而言,安全港的设计逻辑是一种“反其道而行之”的逆向思维。既然欲将规制之领域内的行为性质模糊不清,难以统一界定,那么不妨由法律精心“挑选”出一些合法的“路径”,并使其具备高度的可操作性。易言之,既然在正面难以统一判断是否违法,那么就从反面界定出绝对合法的一些“情形”。同时规定遵循挑选出来的路径行事,绝对是合法的、安全的;不走挑选出来的路径,而是依据自身个性作为,也不一定就是非法的、危险的,只是其效力及后果需要综合各种因素进行个别判断。

[49] 前瞻性信息披露安全港制度设计之初尚有大量“没有任何意义的滥诉”,可想而知,若没有该制度保护,滥诉的情况理所当然将更加严重。参见前引5。

[50] 例如,若没有D条例(规则506)安全港规则,大量难以界定为公募或者私募的证券发行将都需要注册。而注册将极大的增加投,融资双发成本,同时也增加监管成本。参见前引郭雳书,第81页。

[51] 参见薛波主编,潘汉典总审订:《元照英美法词典》,法律出版社2003年版,第1218页。

三、我国法上针对前瞻性信息披露的免责规定及其检讨

(一) 相关免责制度的梳理

我国关于前瞻性信息披露的规定可谓由来已久。早在证券市场建立之初,1993年《公司法》即规定公司发行新股必须具备的条件之一是公司预期利润率可达到同期银行存款利率。^[52] 据此,1993年国务院制定的《股票发行与交易管理暂行条例》规定招股说明书应当载明所筹资金的运用计划及收益、风险预测;公司近期发展规划和经注册会计师审核并出具审核意见的公司下一年的盈利预测文件。^[53] 自此之后,在中国证监会各种规章、其他法律文件,乃至沪深两大证券交易所的各类规范性文件中,均常有与前瞻性信息披露有关的内容,^[54] 归结起来大致包括盈利预测、业绩预告、业绩快报、管理层讨论与分析、业务发展目标五种类型。

然而,在如此丰富^[55]的有关前瞻性信息披露的规定中,直接针对

[52] 参见1993年《公司法》第137条。

[53] 参见《股票发行与交易管理暂行条例》(1993年4月22日国务院令 第112号发布)第15条。

[54] 主要散见于:《上市公司证券发行管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》、《上市公司信息披露管理办法》、《证券发行上市保荐业务管理办法》、一系列信息披露格式准则、《上海证券交易所股票上市规则》(2013年12月第八次修订)、《深圳证券交易所股票上市规则》(2012年7月第七次修订)等。

[55] 必须指出的是,虽然我国各类法律文件有关前瞻性信息披露的内容不可谓不多,但是我国前瞻性信息披露法律制度本身却存在大量的问题。例如,规定分散而非系统化,采取一种零敲碎打的方式;规定的可操作性不强;规定本身位阶不高且改动频繁;责任承担制度的扭曲与责任免除制度的缺失;等等。参见郭梦媛:“我国证券市场预期性信息披露制度研究”,上海交通大学2012年硕士学位论文。

前瞻性信息披露的^[56]类似安全港的豁免规定却屈指可数。能够看到的相关规定包括:第一,《上市公司证券发行管理办法》(中国证券监督管理委员会令第30号)第67条;第二,《首次公开发行股票并上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第32号)第68条;第三,《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(中国证券监督管理委员会令第61号)第57条。^[57]此三条法规的行文内容近乎一致,即上市公司(发行人)披露盈利预测的,利润实现数如未达到盈利预测的80%,除因不可抗力外,其法定代表人、盈利预测审核报告签字注册会计师应当在股东大会及中国证监会指定报刊上公开作出解释并道歉;中国证监会可以对法定代表人处以警告。利润实现数未达到盈利预测的50%的,除因不可抗力外,中国证监会在36个月内不受理该公司的公开发行证券申请。

对上述三条文进行反面解释可知:如果利润实现数达到盈利预测的80%或以上水平,发行人将免于处罚。易言之,该种免责的前提是利润实现数达到盈利预测的80%或80%以上水平。而美国证券法上前瞻性信息披露安全港制度的语境是之前披露的前瞻性信息与当前其实际状态不符,在此情形之下发行人仍然可以援引安全港规定而免除责任。^[58]可见,二者的语境截然相反。因此,因对上述法条作反面解释而得出的免责事由,与美国证券法上前瞻性信息披露安全港制度并

[56] 《信息披露违法行为行政责任认定规则》(2006年12月13日施行,以下简称规则)可谓我国有关信息披露法律责任的系统规定。然而,此处“信息披露”并非直接针对前瞻性信息披露。相反,规则将信息披露违法行为分为未按规定披露信息(第7条)、虚假记载(第8条)、误导性陈述(第9条)和重大遗漏(第10条),这均是传统意义上,尤其是我国《证券法》项下针对历史性信息披露违法行为的概念。因此,《信息披露违法行为行政责任认定规则》中有关免责条款不在本文讨论范围之内。当然,证监会的相关立法说明并没有谈到一个很重要的问题,即前瞻性信息披露的违法行为能否由规则中的四类违法行为涵盖,可参见 http://www.gov.cn/gzdt/2010-12/27/content_1773783.htm, 2014年1月25日访问。在理论上,如果能将前瞻性信息披露违法行为解释为符合规则中的四类信息披露违法行为的一种或多种,那么,规则中的免责条款则可适用于前瞻性信息披露。当然,这已超出本文研究范围,此处不予深究。

[57] 证监会于2014年3月21日颁布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》(征求意见稿),该法规第56条沿用了《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》第57条的规定。

[58] 参见前引7。

非一个语境或层面的规定,不具备比较的基础,故而绝非类似美国证券法上意义上的前瞻性信息披露安全港制度。相反,上述三条文文义一目了然地显示,在不可抗力的情况下,盈利预测即便未达法定标准也可以免责。这便与美国证券法上前瞻性信息披露安全港制度的语境一致,进一步的比较鉴别也才可能并有意义。

除上述规定之外,我国法律法规再无有关直接针对前瞻性信息披露的免责规定。因此,可以得出结论,在我国,法律法规对前瞻性信息没有实现的免责条件只明确规定了不可抗力一种。^[59]

(二)“安全港”属性之质疑

法律上的不可抗力制度肇始于罗马法,后为大陆法系各国民商事立法承继。例如,《法国民法典》第1148条规定:“如债务人系由于不可抗力或事变而不履行其给付或作为的债务,或违反约定从事禁止的行为时,不发生损害赔偿责任。”德国和法国虽然有关不可抗力的立法表达有异,但其借鉴理念可谓殊途同归。德国民法虽然没有明确采纳“不可抗力”这一术语,但规定债务人仅对可归责于其自身原因的债务不履行承担法律责任,从而逻辑的排除了债务人因意外事件和不可抗力造成损害时须承担相应后果的可能。英美法曾长期排斥将不可抗力作为法定免责事由的一种。但由于该种认识与社会经济发展的实际情况不相符合,故而在近现代历经重大调整。英美契约法所确立的合同落空(或合同挫折)制度事实上已将不可抗力包括在内。^[60]

我国民事立法对不可抗力的规定是逐步予以明确的。^[61]不可抗力作为法定免责事由现已在我国核心民事法律规范中有清晰体现。例如,《民法通则》第107条规定:“因不可抗力不能履行合同或者造成他人损害的,不承担民事责任,法律另有规定的除外。”《合同法》第117条规定:“因不可抗力不能履行合同的,根据不可抗力的影响,部分或者全部免除责任,但法律另有规定的除外。当事人迟延履行后发生不可抗力的,不能免除责任。”

[59] 参见前引郭梦媛文。

[60] 以上关于不可抗力的论述,参见刘凯湘、张海峡:“论不可抗力”,载《法学研究》2000年第6期;叶林:“论不可抗力制度”,载《北方法学》2007年第5期。

[61] 参见前引刘凯湘、张海峡文。

由此可见,不可抗力作为法定免责事由的一种,在民法理论上早已是定论,且已为包括我国在内的世界各国立法普遍确认。前述三条文中的“不可抗力”无非是立法者作出的一般性免责规定,并没有太多意义。易言之,此三条文即便不加上“不可抗力”四字,据民法理论亦可使盈利预测没有实现却可以免责。细察之下,此处的“不可抗力”也不具备前述证券法上安全港制度的基本特征,故而与证券法上的安全港制度相去甚远。因此,可以得出结论,我国不存在真正意义上的类似美国证券法上前瞻性信息披露的安全港制度。

(三)是否需要移植美国的“安全港”制度

市场上对建立前瞻性信息披露安全港制度的呼声从没有停息过,^[62]一些学者也持相同意见。^[63]然细察之下可见,“移植论”的提出并没有基于严密的分析,而多半是出于一个简单的逻辑,即既然我国缺乏美国法意义上的安全港制度,而该制度又意义重大,因此对美国法的移植就是理所当然的。

这样的观点是十分轻率的。一项制度的移植不同于一个国外商品的购买,不能仅以“缺乏国外的较好制度”为由而盲目引进。我国证券法律制度中也不乏移植国外,尤其是美国制度而失败的案例。^[64]从长远来看,随着我国证券法制与实践的发展,建立我国的前瞻性信息披露安全港制度将水到渠成。然而,当下中国缺乏移植安全港的制度基础和理论基础,不具有移植可能性。

1. 制度基础的缺失

我国证券民事诉讼制度实际缺失,安全港制度的移植缺乏制度基

[62] 参见邱永红:“盈利预测不是天气预报——加强对上市公司预测性信息披露的法律规制,已成为我国证券界的一项紧迫任务”,载《证券时报》2002年4月26日版;丁韬:“业绩预测可借鉴‘安全港’制度”,载《中国证券报》2002年11月19日版;莫及:“预测性信息披露变脸之痒”,载《证券时报》2004年4月28日版;杨琴、毛云保:“推进和完善预测性信息披露制度”,载《上海证券报》2004年5月12日版;“上市公司预盈变巨亏该不该承担责任”,载《证券时报》2005年3月17日版。

[63] 参见前引齐斌书,第203页;李士萍:“试论我国预测性信息披露制度的完善”,载《社会科学战线》2003年第6期;张保华:“上市公司预测性信息披露制度研究”,载《法律适用》2003年第4期。

[64] 参见汤欣:“美国证券法上的短线交易——制度、理念及其移植”,载高鸿均、程汉大主编:《英美法原论》(上、下册),北京大学出版社2013年版,第791~835页。

础。我国《证券法》第 11 章规定了证券违法行为的法律责任,然而在该章的 48 个条文中,有 46 个条文规定了行政责任。^[65] 与此形成鲜明对比的是,证券法仅以 10 个条文规定了民事责任。^[66] 关于证券民事诉讼,除第 47 条有关短线交易归入权的股东代表诉讼^[67]的规定外,更是难觅踪迹。2001 年 9 月 21 日,最高人民法院《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》(法明传[2001]406 号)使民事证券诉讼完全不可能。2003 年 2 月 1 日,最高人民法院《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》(法释[2003]2 号)虽然打开了证券诉讼之门,但其不但将可诉之证券民事赔偿案件的种类限制于“虚假陈述”,而且还设置了以“行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书”为依据的诉讼前提条件。^[68] 实践中,我国证券民事赔偿案件的情况是“起诉不收案、收案不立案、立案不审理、审理不判决、判决难执行、对共同诉讼设置种种障碍等情况”。^[69] 因此,称我国证券民事诉讼制度实际缺失并不为过。具体到因前瞻性信息披露而引起的民事诉讼,更是少之又少。到目前为止,因前瞻性信息披露不实而提起诉讼的也仅有渤海集团案一件。^[70]

美国法上的前瞻性信息披露安全港制度伴随着美国对前瞻性信息的态度转变而生,其立法目的之一便是限制基于 10b-5 规则下大量的证券集团诉讼,从而保护善意的披露者。^[71] 因此,证券民事诉讼制度的现实存在,系安全港制度诞生和发展的重要基础。考虑到我国与美

[65] 第 231 条规定了刑事责任,第 232 条规定了民事优先赔偿。第 190 条、第 191 条、第 210 条和第 214 条虽对民事责任也有所涉及,但主要是关于行政责任的规定。

[66] 参见第 69 条、第 76 条、第 77 条、第 79 条、第 171 条、第 173 条、第 190 条、第 191 条、第 210 条和第 214 条。

[67] 应当注意,47 条保护的是“公司的利益”,而不是投资者的利益。

[68] 参见最高人民法院《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》第 1 条和第 6 条。

[69] 参见汤欣:“私人诉讼与证券执法”,载《清华法学》2007 年第 3 期。

[70] 参见宋一欣:《股市维权》,上海社会科学院出版社 2009 年版,第 95-97 页。关于本案的细节,参见证监罚字[2001]23 号;关于本案的判决,参见(2002)济民二初字第 12 号,(2004)鲁民二终字第 287 号判决书。然以笔者观之,此案所涉及之虚假陈述,仍然属于历史性信息的虚假陈述的范畴。

[71] 参见前引 5。

国在证券民事诉讼制度上的巨大差异,在当前的法制环境下,即便移植安全港制度,其也必将仅仅是写在纸上的冷冰冰的条文,不具备操作可能,不能为发行人或其他相关主体提供实质保护。

有人可能认为,可以借鉴美国 SEC 的安全港路径,从而给予发行人或其他相关主体行政法上的保护。这种观点难以成立。在我国,虽然前瞻性信息与未来真实状态冲突的现象时有发生,但关于前瞻性信息披露的处罚却非常少。即便处罚,也非常轻微。以盈利预测为例,最严重的处罚措施也不过是证监会、交易所的通报批评、公开谴责。^[72]此外,就公开发行证券的盈利预测而言,证监会对其监管态度历经“强制披露”到“自愿披露”两个阶段。^[73]2001年改为“自愿披露”后,鲜有公开发行证券主体主动、自愿披露盈利预测的案例。还有学者统计,

[72] 例如,证监会于1997年对盈利预测事项进行调查,对未完成盈利预测的上市公司,仅要求其在指定报纸上公开解释并道歉。只有8家上市公司由于不认真对待,不按要求公开致歉,不说明未完成利润预测的真实原因,或不及时履行重大事项报告义务,受到证监会的通报批评,要求在指定报刊上做出公开解释并致歉,有重大误差的暂停配股2年,但没有投资者要求获得赔偿。其中某些会计师事务所未尽审慎职责,审计证据不足,审计程序实施不充分,对盈利预测的编制方法未经核实便出具了带有误导性和虚假性内容的盈利预测审核报告,也仅仅受到通报批评及责令整改的行政处罚。参见“利润预测岂能随便,敷衍了事更难容忍——中国证监会通报批评八公司”,载《中国证券报》1997年11月18日版;《中国证券监督管理委员会关于对石家庄会计师事务所予以通报批评的决定》,1998年3月10日,证监会字[1998]3号;《中国证券监督管理委员会关于刘北京会计信事务所予以通报批评的决定》,1998年3月10日,证监会字[1998]12号。交易所处罚例如,2002年5月24日上海证券交易所针对厦门夏新电子股份有限公司盈利预测后反而亏损的事实进行公开谴责,参见“关于对金杯汽车股份有限公司、北满特殊钢股份有限公司、厦门夏新电子股份有限公司、黑龙江省科利华网络股份有限公司、内蒙古宁城老窖生物科技股份有限公司5家公司及其全体董事予以公开谴责的公告”,载 [http://www. people.com.cn/GB/jinji/35/159/20020524/736613.html](http://www.people.com.cn/GB/jinji/35/159/20020524/736613.html),2014年3月5日访问。

[73] 1996年,证监会发布《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第1号——招股说明书》以及《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则第7号——股票上市公告书》,规定公司在上市时必须分别在招股说明书和上市公告书中盈利预测信息。2001年3月15日,证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式第1号——招股说明书》,将对盈利预测的要求由强制披露转变为自愿披露。参见刘运国、季虹:“董事会特征与IPO公司盈利预测可靠性”,载《中国会计学会》;暨南大学主编:《中国会计学会2006年学术年会论文集》(中),暨南大学出版社2006年版,第917~937页。

IPO 盈利预测自强制披露改为自愿披露后,拟上市公司披露意愿日趋减弱,披露率由强制政策下的 97.32% 下降到自愿政策实施后至 2012 年 3 月左右的不足 5%。^[74] 上述现象充分说明:在我国,尤其是资本市场某些领域(公开发行证券),暂不存在保护前瞻性信息披露人的紧迫必要。因此,通过立法移植 SEC 行政安全港制度显得成本过大而受益过小。

2. 理论基础的缺失

前瞻性信息披露的安全港制度发源于美国对前瞻性信息披露的监管态度转变。^[75] 基于此,国内学者几乎均将安全港制度置于前瞻性信息披露的背景下进行考察,而并没有进行深层次发掘,^[76]更遑论剖析超越前瞻性信息披露藩篱而存在的安全港制度本身。^[77] 反观美国,直接针对安全港制度本身的研究非常丰富,详细梳理了有关判例法,并解释历史源流、文本含义,制度效果等。^[78]

此外,美国法上对安全港制度项下的某些问题尚无定论,各种观点交锋不断。例如,1995 年 PSLRA 之法定安全港确定了三条安全港标准:(1)有意义的警示性声明(meaningful cautionary statements)标准;(2)不重要(immaterial)标准;(3)确知(actual knowledge)标准。^[79] 那么,明知是欺诈而进行预测性陈述,却同时符合有意义的警示性声明(meaningful cautionary statements)标准,该种情形发行人能否引用法定

[74] 载 <http://finance.qq.com/a/20120320/001162.htm>,2014 年 4 月 4 日访问。

[75] 参见前引 5。

[76] 参见前引齐斌书;吕富强:“美国前景预测制度及其借鉴”,载《证券市场导报》2009 年第 9 期;廖凡:“鼓励与强制之间——美国证券法对前瞻性信息披露的规定”,载《金融法苑》2003 年第 3 期;陈云涛:“我国证券业前瞻性信息披露的法律空间”,载《浙江金融》2005 年第 1 期;鞠雪芹:“美国预测性信息披露制度及其对我们的启示”,载《山东社会科学》2006 年第 2 期;李晓钟:“美国预测性信息披露制度的形成及其借鉴”,载《前沿》2007 年第 12 期。

[77] 难得地针对安全港制度本身进行研究的文献参见前引李先波、戴华丰文。

[78] See *Supra* Note 23; *Supra* Note 7; Richard A. Rosen, *The Statutory Safe Harbor for Forward-looking Statements after two and a Half Years: Has it Changed the Law? Has it Achieved what Congress Intended?* 76 Wash. U. L. Q. 645, 1998; Joseph Norman, *PSLRA Safe Harbor: A New Perspective on “Important Factors”*, 12 Wake Forest J. Bus. & Intell. Prop. L. 313, 2012; *Supra* 34.

[79] 参见前引 5。

安全港进行自我保护呢?实际上,该问题的本质是法定安全港第一个标准与第三个标准之间的关系究竟如何?从文义看,因其措辞为“or”,故二者之间似乎是选择关系。但明知欺诈却能获得保护,似乎有悖证券法的精神。围绕法定安全港第一个标准与第三个标准之间的关系问题,美国学者各执观点,进行了针锋相对的论战,至今尚无定论。^[80]

由此可见,一方面,我国关于前瞻性信息安全港下诸多问题的研究极端匮乏;另一方面,美国对安全港项下的一些问题也尚无定论。因此,我国并不具备移植的理论基础。一旦贸然引进,必然无法回答许多必然面对的重要问题,^[81]从而难以实际奏效。

四、从“安全港”管窥中美证券监管理念差异

中国的证券市场从设立伊始就深深地打上了“政策市”的烙印,由此而引致的证券监管“行政化”倾向严重问题,与证券市场横向、以平等主体民商事权利为基础的内在要求的冲突从未停止。在证券市场监管理念的定位上,监管与发展,监管与管制的矛盾始终困扰着理论界与实务界。^[82]与我国证券市场艰难前行的状况不同,美国的证券市场历史悠久,各项制度完备,监管理念先进,是公认的全球最发达的证券市

[80] See Allan Horwich, *Cleaning the Murky Safe Harbor for Forward-looking Statements: an Inquiry into whether Actual Knowledge of Falsity Precludes the Meaningful Cautionary Statement Defense*, 35 J. Corp. L. 519, 2010; Richard F. Conklin, *Why “Or” Really Means “Or” : in Defense of the Plain Meaning of The Private Securities Litigation Reform Act’s Safe Harbor Provision*, 51 B. C. L. Rev. 1209, 2010; Ann Morales Olazábal, *False Forward-Looking Statements and the PSLRA’s Safe Harbor*, 86 Ind. L. J. 595, 2011; Anand Das, *A License to Lie: the Private Securities Litigation Reform Act’s Safe Harbor for Forward-looking Statements does not Protect False or Misleading Statements when made with Meaningful Cautionary Language*, 60 Cath. U. L. Rev. 1083, 2011; Matthew Brinker, *Adding Meaning to “Meaningful Cautionary Statements” : Protecting Investors with a Narrow Reading of the PSLRA’s Safe Harbor for Forwardlooking Statements*, 84 Temp. L. Rev. 481, 2012.

[81] 参见前引齐斌书,第203页。

[82] 参见陈洁:《证券法的变革与走向》,法律出版社2011年版,第3页。

场。中美虽均为政府机关主导型的证券监管模式,但监管理念迥然不同,监管水平、经验差距较大。实际上,借鉴美国先进的监管经验,早已成为我国理论、实务界共识。

(一) 证券市场监管:缘由、目标与理念

监管者,监督管理也。金融市场“自由”与“安全”^[83]发展的愿景实现,依赖于金融监管。从实务的角度看,证券市场是一个资金密集、信息密集与名利密集的市场,^[84]对依法监督管理的需求更为强烈。

证券市场监管从来不是一个单纯的法学问题,而是一个法学与经济学交叉的领域。证券市场鲜明的体现了市场经济的一般特征,对其监管具有深刻的经济学基础。虽然关于为什么要监管的问题在经济学上有诸多解释,但是影响力最大的观点当属市场失灵理论。市场失灵源于市场缺陷。造成市场缺陷的原因主要包括不完全竞争、外部性、公共物品、社会不平等。事实上,证券市场同样存在上述缺陷,市场失灵的问题同样存在。因此,必须要对证券市场进行监管。

国际证监会组织发布的《国际证监会组织证券监管目标和原则》指出,证券监管主要有三项目标:一是保护投资者利益;二是保证市场公平、有效和透明;三是减少系统风险。证券市场监管的目标就是证券法的价值追求。我国《证券法》第1条开宗明义:“为了规范证券发行和交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展,制定本法。”美国《1933年证券法》包含两个基本目的:(1)向投资者提供有关证券公开发行的实质性的(material)信息;(2)禁止证券售卖过程中的误导、虚假陈述和其他欺诈行为。显然,保护公众利益是美国的证券立法精神追求。其他大陆法系和普通法系国家证券法亦有类似规定。^[85]

综上所述,证券市场监管的具体目标可归纳为:保护市场参与者

[83] 参见凤建军:“追寻对冲基金监管法制路径——嬗变与评述”,载《河北法学》2012年第6期。

[84] 参见肖钢:“法制强则市场兴”,载《新世纪》2013年第51期。

[85] 参见黄运成、申屹、刘希普:《证券市场监管:理论、实践与创新》,中国金融出版社2001年版,第33~34页。该书作者同时认为证券监管的根本目标是维护国民经济的稳定和发展。

(尤其是投资者利益)的合法权益,维护证券市场的“三公”原则,^[86]促进证券市场功能的发挥,保证证券市场的稳定、有序和高效。^[87]其中尤以投资者保护,维护证券市场公平,以及充分发挥证券市场效率为重。概言之,证券监管的最终目标就是维护证券市场的公平与效率。^[88]

理念者,思想也。证券监管理念,体现了证券监管机构对证券市场基本功能的认识,决定着证券市场的制度选择以及随之采用的监管政策和方式。在错误的证券监管理念下,监管缺乏方向性将不可避免,从而必将导致证券市场的低效和迟缓发展。因此,证券监管理念可谓证券市场发展的灵魂。^[89]证券市场监管理念内涵丰富,外延广泛。^[90]从法律的角度而言,证券监管理念主要涉及监管机构作为制度供给一方的制度设计,作为法律执行一方的执法任务,以及市场参与主体一方的角色定位等问题。

作为制度供给一方,监管者所要考虑的问题是根据市场需要,提供制度安排;作为法律执行一方,监管者要考虑的问题是如何保证其所设计的,符合证券法具体目标和价值追求的制度能够充分执行。这便要求监管者既要满足市场制度需求,提供制度安排,又要保证设计之制度能够充分贯彻,从而兼顾市场公平与效率。因此,监管者的角色定位应该是证券市场的“服务者”和“守夜人”。所谓“服务者”,系指根据市场需要进行制度供给;所谓“守夜人”,系指通过严格执法保障制度充分实施。概言之,监管者必须尽量远离证券市场的具体运作,而只能被动做好市场服务和积极从事守护工作。只有在为了克服市场缺陷,避免市场失灵之时,才可以主动“出手”干预市场。

[86] “三公”原则通常是我国的提法,即公开、公平和公正原则。我国《证券法》第3条规定:“证券的发行、交易活动,必须实行公开、公平、公正的原则。”

[87] 参见前引黄运成、申屹、刘希普书,第34页。

[88] 参见陈斌彬:《我国证券市场法律监管的多维透析——后金融危机时代的思考与重构》,合肥工业大学出版社2012年版,第41页。

[89] 参见前引黄运成、申屹、刘希普书,第14页。

[90] 关于证券监管的内涵与外延,在学术上有“狭义论”与“广义论”之分。参见前引陈斌彬书,第14~16页。由于中美两国均采政府机关主导的监管模式,因此本文所谓“证券监管理念”特指政府机关,也就是中国证监会和美国SEC的监管理念。

(二)对“公平”的理解

公平原则系证券市场“三公”原则之一,按照公平原则,证券监管机构在干预市场经济活动时,应当站在中庸、公允、超然的立场,对所有当事人均等同视之,不得厚此薄彼。^[91]概言之,公平原则的内涵非常丰富,证券监管应当对不同的融资方,不同的投资方一视同仁;此外,基于对“公平”的文义解释,^[92]融资方与投资方也应当得到一体保护。易言之,公平原则意味着将“投资者与上市公司摆平”。^[93]

与美国不同,我国证券市场投资方主要以中小投资者为主。^[94]投资者,尤其是中小投资者则处于最外围的信息劣势地位,^[95]再加上知识、经验和专业能力的限制,中小投资者更加难以及时获取真实准确的信息。这种信息不对称的状况,使中小投资者权益最容易受到侵害。但历史上,我国资本市场建设更多偏重于融资方,对中小投资者权益保护反而重视不够。因此,保护中小投资者成为我国证监会维护市场公平的主要出发点。正如证监会主席肖钢所论,“真正捍卫市场公平和平等的原则,就必须旗帜鲜明地保护中小投资者。保护中小投资者就是保护资本市场,保护中小投资者就是保护全体投资者”。^[96]

加强对中小投资者的保护以维护证券市场的公平,这是符合证券监管目标的理所当然的做法,也是公平原则的题中之意。但公平原则毕竟强调对投融资双方的一体保护,保护投资者的合法权益固然体现了公平原则,不保护融资方的合法权益却不符合公平原则。证券法上的安全港制度,是在某些领域模糊不清,某些行为性质难以界定,融资方“贸然行动”很可能被认定违法的情况下,给予融资方的一条安全的

[91] 参见刘俊海:《现代证券法》,法律出版社2011年版,第562页。

[92] 公平的文义是处理事情合情合理,不偏袒哪一方面。参见安汝磐、赵玉玲编著:《新编汉语形容词词典》,经济科学出版社2003年版,第241页。

[93] 参见前引李先波、戴华丰文。

[94] 参见张欣亮、杨莹:“中小投资者仍是A股市场主体”,载《上海证券报》2008年4月9日版。

[95] 融资方是证券信息的产生者和控制者,处于信息占有的绝对优势地位。证券经营机构及其他中介服务机构处于近距离获取信息的相对优势地位。参见肖钢:“保护中小投资者就是保护资本市场”,载《证券时报》2013年10月16日版。

[96] 参见肖钢:“保护中小投资者就是保护资本市场”,载《证券时报》2013年10月16日版。

路径。在这条安全的路径中“行走”绝对合法,从而保护了融资方的合法权益,体现了证券市场公平原则。

我国证券法缺乏安全港制度设计,某些表面上似乎能实现安全港规则同样效果的免责规定,实际上与安全港规则的原理、特征、作用相去甚远,^[97]体现了我国证券监管在重视中小投资者保护的同时,对保护融资方合法权益的忽视。这种绝对化的做法显然是不正确的,也对做到真正的公平无益。实际上,保护融资方的合法权益,必然能促进证券市场的发展,从而能让更多的投资者享受资本市场发展带来的利益。因此,既保护投资方合法利益,又保护融资方合法利益,二者本来就是相辅相成的。^[98] 反观美国证券监管机构,在严厉打击证券市场违法行为,保障投资者合法权益的同时,又精心设计了許多安全港规则,以兼顾融资方的合法权益。这无疑更科学明智的做法,也反映了美国证券监管机构对公平原则更深刻的理解。

(三) 公平与效率的平衡

中国证券市场自设立之日起就肩负起一个特殊的政治、经济使命,即为国有企业排忧解难(或者说为其解决资金不足的问题)。^[99] 易言之,证券监管机构从一开始就承载着“发展与监管”的双重任务。传统发展观认为,效率优先、兼顾公平;在初次分配阶段强调效率,在二次分配阶段强调公平。受此观点影响,我国证券监管一直以提高证券市场效率,大力推动证券市场发展为最高使命。虽然证券监管理念在我国正经历着从“试验和观望”和“为国企融资服务”到“逐渐强化信息披露、对市场违规行为的打击和对投资者利益的保护”的过程,^[100] 实践中“保护投资者利益”、“加强证券市场法制建设”等呼唤证券市场公平的

[97] 参见本文第三部分。

[98] 许多安全港的支持者的支持理由之一就是其既保护投资者,也保护发行人,在二者之间找到了平衡。See Noelle Matteson, *Private Securities Litigation Reform Act of 1995: Do Issuers Still Get Soaked in the Safe Harbor?* 27 Golden Gate U. L. Rev. 527, 1997.

[99] 参见黎四奇:“对我国证券监管理念的批判与反思——一个监管角色定位的问题”,载《经济法论丛》2009年第2期。

[100] 参见范建、王通平:“亚洲国家和地区证券监管趋同对中国的启示”,载《南京大学学报》(哲学社会科学版)2012年第2期。

声音亦不绝于耳,但归根结底,至少在当前,证监会对证券市场的监管理念依然是效率优先。这种过分强调效率而忽略公平的监管理念在微观制度供给上表现的尤为明显。例如,维护证券市场公平的一系列重要制度,如民事赔偿制度,公益诉讼制度,证券专业调解制度等,尚未真正建立和发挥功效。

不存在没有公平的效率,也不存在没有效率的公平。公平的缺失,意味着一部分人本该获得的利益的散失,从而不可能实现整体利益最大化;效率的缺失,意味着整体利益处于低水平,而并非可能实现的高水平。因此,必然有一部分人没有达到本该可以达到的更高收益,本质上是不公平的。证券监管从来不是追求绝对的公平或者效率,而是在二者之中寻求平衡。因此,证券监管机构也必须以此为原则,制度的设计与执行必须兼顾公平与效率,不可偏废一方。睿智的监管者应当通过民主、科学、透明的决策机制优选公平与效率两全的方案。^[101]

在此方面,美国的监管理念显然更为先进,制度供给同时关注公平与效率,力求实现二者均衡。以美国对前瞻性信息披露的监管为例,一方面,在披露之前瞻性信息不能实现时,投资者可以利用民事诉讼等制度,要求发行人承担责任,以此督促发行人谨慎对待前瞻性信息披露,保护投资者的合法利益,追求证券市场公平;另一方面,着眼于证券市场效率,为发行人提供安全港规则。只要前瞻性信息披露行为符合安全港要求,发行人即不必承担证券欺诈责任,以此保护善意发行人不受恶意的证券欺诈诉讼的威胁,从而鼓励更多的前瞻性信息的披露,提高证券市场效率。总而言之,美国对前瞻性信息披露的监管正是在公平与效率之间努力寻求一个最佳的均衡点。

更细致的分析可见:作为一个微小的证券法律制度,安全港本身就体现了力求公平与效率平衡的理念。一方面,安全港制度是对融资方提供的合法合理的保护,这本质上也是公平原则的体现。^[102] 另一方面,安全港制度的一个重要特征是不排除安全港路径以外的路径。^[103]

[101] 载 http://www.shfe.com.cn/upload/dir_20130717/31203_20130717.pdf, 2014年3月7日访问。

[102] 参见前文“对‘公平’的理解”一节。

[103] 参见前文“‘安全港’的特征”一节。

融资方既可以选择安全港路径,也可以选择安全港以外的路径,因为安全港本身也许并不是最有效率的。如此保证了融资方的自由,激发了融资方的创造性,促进了市场效率的提高。

(四) 行政、市场与法律

我国证券市场从建立伊始,就树立了严格管制的监管理念。^[104]时至今日,我国证券市场管制过度 and 监管不到位的问题依然并存。一方面,证监会对证券市场诸多事项实行最严格的审批制,对 IPO 实施较为严格的核准制;另一方面,证监会对上市公司、中介机构和从业人员等相关市场主体的监管却远没有到位,各种证券违法现象十分严重。^[105]有学者通过调研显示,各方市场主体对证券监管有效性的总体评价不及格。^[106]

从目前证券业界的普适理解出发,监管通常指制定规则,并通过违法者进行处罚确保规则得到遵守;而管制则是以行政力量代替市场机制行使基本资源配置职能。^[107]以此观之,管制与监管在具体表现上主要存在两种差别:一方面,管制强调动用行政手段直接干预市场;而监管则主要利用市场手段和法律手段间接调节市场。另一方面,管制强调事前的审核,依靠监管机构对证券市场事项进行审查;而监管强调事后的管理,监管机构不审核或轻微审核证券市场事项,将监管资源主要投入事后执法阶段。

监管与管制的区别之根源在于监管机构对自身的角色定位的不同。在我国,虽然理论上对于证监会的性质和地位存在种种疑惑,但是实践中,中国证监会一直充分履行对中国股票市场的行政监管权。^[108]实际上,中国证监会的行政权力密布于证券监管每一个环节,此种过于专制型的“家长式”管理理念一直为学者批判。^[109]而美国监管机构对

[104] 参见白玉琴:“我国证券监管体制的演进、评析与完善”,载《法律适用》2006年第7期。

[105] 参见前引陈洁书,第5页。

[106] 载 <http://finance.sina.com.cn/zl/stock/20140107/102117868188.shtml>, 2014年3月7日访问。

[107] 参见前引陈斌彬书,第65页。

[108] 参见彭冰:《中国证券法学》,高等教育出版社2010年版,第404~405页。

[109] 参见前引黎四奇文。

自身的定位则大大不同。众所周知,美国证券监管机构注重事后监管,强调对证券市场违法行为的严厉打击,而在事前尽可能不触碰证券市场自身具体运作。美国监管者认为市场机制是最有效率的机制,市场缺陷引发的市场失灵毕竟有限,只有在市场失灵之时才会不得已动用行政手段干预市场运行。美国证监会第二任主席道格拉斯在描述1934年《证券交易法》中的自律制度时,形象地描述了美国证监会的角色:“交易所发挥领导作用,而政府发挥剩余作用。换句话说,政府拿着猎枪,站在门后,子弹上膛、抹好油、拉开枪栓,随时准备开枪,但期望永远不开火。”^[110]借用一个常用的比喻,美国监管机构的角色定位是“守夜人”。

美国证券法下证券私募发行安全港制度生动的体现了美国的该种证券监管理念。在美国,证券发行采用注册制,但如果是非公开(私募)发行,则可享受注册豁免待遇。然而究竟何为“公开”?却是法律上的难点。于是,SEC在1974年颁布了规则146(Rule 146),在1982年颁布了D条例(规则506),从而形成了针对第4(2)条的安全港规则。^[111]而实际上,美国对私募基金规制的主要内容均体现在各种豁免规则之中。毛海栋博士称其为“通过豁免的规制”,该种总结非常精确,实兹赞同。^[112]通过安全港制度,美国证券法律豁免了私募发行人的注册义务,也就是否认了监管者对私募发行的事前审核,否认了监管者行政权力的干预和动用行政手段的可能。监管者需要做的,无非在于对私募发行后的事项进行严格监管。一旦发现私募发行违法行为,再通过各种行政、民事和刑事手段予以严厉打击。可见美国对私募证券发行主要采用事后管理模式,综合运用市场手段和法律手段。

反观我国,私募股票、私募基金、私募债券的发行大体采取严格的

[110] 原文是:“*For self-regulation to be effective, government must play a residual role, keeping a shotgun behind the door, loaded, well-oiled, cleaned and ready for use but with the hope that it would never have to be used.*” See William O. Douglas, *Democracy and Finance* (Allen ed., 1940), at 82., quoted from Larry D. Soderquist, *Securities Regulation* (3rd edition), at 553.

[111] 参见前文“‘安全港’的适用理念”一节。

[112] 参见毛海栋:“通过豁免的规制——美国私募基金规制政策的变迁和启示”,载《法学评论》2013年第1期。

审批制与核准制相结合的制度。^[113] 监管者的理念一目了然,即必须经由证监会(或保监会)行使行政权力,进行事前审核并做出实质判断,私募证券才可以发行。如此做法很容易引发“政府失灵”,^[114] 导致证券市场无效或低效。^[115] 实际上,关于证券私募发行,中美两种监管理念孰优孰劣的问题,已有学者明确指出:美国的私募发行注册豁免(安全港)制度,是降低审核(核准)制和注册制下管制成本的有效设计之一。^[116]

五、“安全港”的制度价值

从个体看,不可否认的是,证券法上的安全港的确是一个非常微小的制度。也正是出于此点考虑,国内学者通常将安全港制度置于证券法上某个基础性制度之下考察。例如,将前瞻性信息披露安全港制度置于整个信息披露制度下考察,将私募发行安全港制度置于整个私募基金发行制度下考察。但是,即便安全港制度如此微小,其依然与其之上的某个证券法领域彼此协调,体现了证券法的基本原理,蕴含着证券监管的制度价值。如果从整体上审视证券法上安全港制度的共性制度价值,会得出更具一般性的结论。即证券法上的安全港制度为证券监

[113] 参见杨柏国:《中国私募证券法律规制研究》,中国法制出版社2012年版,第85~86页。

[114] 政府失灵系指是指政府的政策措施和干预行动没有达到纠正市场失灵的目的,甚至带来了比市场失灵更坏的结果。参见张卓元主编:《政治经济学大辞典》,经济科学出版社1998年版,第209~212页。

[115] 也有学者认为这种做法符合我国国情,对我国证券市场整体发展是必要的。参见前引杨柏国书,第86页。

[116] 参见宋晓燕:《证券法律制度的经济分析》,法律出版社2009年版,第99~108页。该书作者认为:履行审批,核准乃至注册所要求的义务,意味着发行人要承担高昂的机会成本,即巨大的金钱与时间损耗,财务状况与经营业绩乃至部分管理机密公之于众,以及发行人及其董事和高级管理人员可能承担的民事甚至刑事责任。这些增加的交易成本,阻碍了金融自由化的进程。正是在这样的情况下,在保护投资者安全的基本前提下,对于安全度值得依赖的某一次交易减轻或免于审核的法律制度应运而生。

管提供了法律确定性,体现了监管善意并留足了监管弹性。

(一) 商法的“确定性”价值偏好

在法哲学的维度上,有关法律确定性与不确定性的讨论由来已久。^[117]“规则主义”坚持法律的确定性,并通过形式逻辑的方法实现法律结果的唯一性。^[118]“现实主义”将法律的不确定性推向极端。^[119]还有学者力图在二者之间找到一个平衡点。^[120]抛开法哲学层面的种种争论,一个务实的结论是法律既有确定性的一面,也有不确定性的一面,二者是同时存在的法律特性。^[121]然而,应当注意的是,即便法律的确定性与不确定性同时存在,其在不同部门法上的体现程度也有所差别。易言之,法律的确定性与不确定性在不同部门法上的表现并不相同,不同的部门法对二者的需求各有“偏好”。

商法尤其强调法律的确定性。商法的基本理念之一便是倡导交易的确定。^[122]一方面,从法理学的角度而言,法律具有预测作用,即依据法律的规定,人们可以从中基本确知其行为的后果或他人将如何行为。^[123]法律的预测作用的实现需要法律具有确定性的特点。具体到商法而言,只有商法规范对商事主体之间的权利、义务提供明确的指引,商事主体才可能准确预知其行为效力及后果。另一方面,各国商法普遍以“保障交易简便、快捷”为原则。^[124]商事主体之间权利、义务关系的明确、稳定,对保障交易的快速流转意义重大。如果交易各方当事人商事法律关系处于不确定的状态,那么交易活动的简便快捷便无从谈起,因为商事主体必然担心贸然行动很可能由于法律的不确定而在

[117] 王晨光教授曾对法律的确定性与不确定性在法哲学层面讨论的历史进行梳理。参见王晨光:“法律运行中的不确定性与‘错案追究制’的误区”,载《法学》1997年第3期。

[118] 同上引。

[119] 同上引。

[120] 同上引。

[121] 同上引。

[122] 参见顾肖荣、张国炎、徐澜波、黄来纪:《商法的理念与运作》,上海人民出版社2005年版,第6页。

[123] 参见杨心宇主编:《法理学导论》,上海人民出版社2002年版,第314~315页。

[124] 参见范健、王建文:《商法的价值、源流及本体》,中国人民大学出版社2007年版,第58页。

事后承担难以接受的成本甚而遭受惩罚。正是由于上述两个原因,确定性于商法而言极端重要。在某种意义上说,“恶法”对商事主体及其商事活动造成的危害要高于的“不确定”商事规范所带来的危害。这是因为“恶法”亦可知,因此商事主体事先可以对“恶法”调整下的行为成本进行控制和计算;而在“不确定”的商事规范下,商事主体无法事先控制和计算其行为成本,一切行为后果都处于未知的混沌之中。

总之,商法以交易确定为宗旨。商法通过规定某些商事行为不得附条件、短期时效设计、意思表示的告知或通知主义等各种具体制度,极力确保交易各方当事人权利、义务的确定化,尽可能的避免或减少交易当事人的权利、义务处于不确定状态。^[125]

作为商法的典型代表,证券法的调整对象往往具有高度复杂的特点。在某些特殊领域,对某一具体问题无法进行统一的、明确的规定。即便进行规定,也必然使用文义过宽,难以精确把握的语言。^[126]此时,行为主体,尤其是融资方所面对的仿佛是一片未知的海域:如何航行才能确保安全不得而知,贸然行动的风险和成本无从计算。同时,监管者同样境地尴尬:统一对如此复杂的领域进行规制,要么在理论、实践上均不可能,要么只能采取模糊、宽泛的语言。这都无法形成对该领域的有效监管。

安全港制度不但满足了行为主体对确定的法律规则的需要,更为监管者提供了一种有效的监管方式。安全港规则的采用,使高度复杂的监管领域化繁为简,意味着提供了一条确定的、绝对安全的路径,从而提供了可贵的法律规则的确定性。在这些特殊领域,完整界定各种行为模式的合法性确不可能,但是又确实存在某些具体的行为方式,能够被确认为符合法律要求。将该种特定行为方式以法律的形式加以规定,也不排除该种特定行为方式之外的其他可能,从而至少保证前一行为方式的合法确定性,可望大幅节省监管资源。同时,由于法律明确规定的该种特定、具体的行为方式的指引,行为人也仿佛在未知的海域中找到了一个绝对安全的领域,使其采取便捷、迅速的行动成为可能。

[125] 参见前引顾肖荣、张国炎、徐澜波、黄来纪书,第7~8页。

[126] 参见前文“‘安全港’的适用理念”一节。

(二) 服务型政府与善意监管

行政法服务论强调行政权的本位最终应当落脚于人民,^[127]这是一个具有充分历史渊源和带有绝对性的命题。^[128]行政法具有服务人民的本质精神,^[129]这在根本上要求代表国家的政府机关应当以提供公共服务为宗旨。政府与公民的关系,不是管理与被管理的关系,而是服务与被服务的关系。管理(规制)是手段,而服务才是目的。^[130]因此,建设服务型政府将是未来中国政府的改革方向。^[131]

服务型政府必然是法治的政府,^[132]而平权型政府是法治政府的题中之意。平权型政府必然要求对政府与公民的关系进行重新定位,从而促成政府与公民之间由猜疑对抗走向信任合作。^[133]这行政权力行使的终极目标是达至政府与公民关系的全面和谐,进而实现公共利益与个人利益之间由紧张对峙的状态走向良性互动的状态。

关于中国证监会的性质,虽然理论上多有疑惑,但就证券监管的实践而言,其作为行使行政权力的政府机关的一种,当属无疑。^[134]因此,证监会行使行政权力,履行证券市场监管职能,也应当对照服务型政府的要求,善意的为证券市场参与各方提供服务,而非摆出居高临下的管理者的姿态,通过各种条条框框限制市场主体的行为,或者直接将“触角”伸向市场本身。应当强调的是,证监会作为实质上的政府机关,在处理其与证券市场参与方的关系问题上,应当摆脱传统的“垂直型”关

[127] 参见杨海坤、关保英:《行政法服务论的逻辑结构》,中国政法大学出版社2002年版,第10页。

[128] 同上引,第18页。

[129] 同上引,第69页。

[130] 参见姜明安:“建设服务型政府应正确处理的若干关系”,载《北京大学学报》(哲学社会科学版)2010年第6期。

[131] 载 <http://v.ifeng.com/news/mainland/201203/09d92f3c-af79-46c8-9276-078bdf18765d.shtml>,2014年4月2日访问。

[132] 参见前引姜明安文。

[133] 参见杨海坤、章志远:《中国行政法基本理论研究》,北京大学出版社2004年版,第88~89页。

[134] 参见向祖荣:“论证券监管机构的法律定位”,载《证券市场导报》2012年第9期;后引152。还有学者明确强调应考虑将中国证监会的性质定位为国务院部委机构,即一级政府。参见冷传莉主编:《商法学》(修订版),人民法院出版社2009年版,第375页。

系理论的桎梏,树立“平权型”关系的理念,尽最大努力为证券市场参与主体提供便利和帮助。^[135]

美国证监会一直强调其证券市场“守夜人”的角色,^[136]但同时也力争做好证券市场“服务者”的工作。证券法上安全港制度的大量设计和运用,就是其“善意监管”和“服务精神”的生动体现。在一个证券法上高度复杂的领域,市场主体(融资方)不知道该如何作为,也担心贸然行动招致赔偿责任或惩罚而不敢作为。在此种尴尬情形之下,监管者设定安全港规则,尽可能的将这一模糊领域变得明确。易言之,监管者是向市场主体传递了这样一种信息:面对这种领域,监管者理解市场主体的困难。因此,监管者利用安全港规则,为市场主体提供一条安全的绿色通道,从而尽可能地帮助市场主体,尽可能地保障市场主体的合法利益。相反,如果美国证监会面对这一模糊领域不设置规则,则是监管不作为的表现;若采取统一规定的方式,很可能因为语义过宽而并无实际意义。这都与“善意监管”和“服务精神”不相符合。^[137]

(三) 政府失灵与监管弹性

政府监管之所以必要,是因为市场不是万能的。由于市场缺陷的存在,市场失灵不可避免。证券市场同样如此。然而,政府也不是万能的。根据美国经济学家布坎南等人提出并发展的“公共选择理论”,^[138]任何政府机构均由存在固有缺陷的理性经济人组成,因此,政府绝非超个人的决策机构,同样能力有限,会犯错误,也会不顾公共利益而追求

[135] 中国证监会主席肖钢最近在《人民日报》发表署名文章,强调要建设人民群众满意的监管机构。这不失为打造服务型证监会的一个有益探索。参见肖钢:“建设群众满意的监管机构”,载《人民日报》2013年7月10日版。

[136] 参见前引114。

[137] 安全港制度体现了美国证监会对证券市场进行“监管”的一面,这自无疑问。只是此处强调,在监管之外,其同样生动地体现了美国证监会对证券市场的服务,是一种善意的监管。

[138] 公共选择理论是公共经济的一般理论,它以经济学的方法研究政治过程,研究资源配置的非市场过程,从市场过程的特点理解政治过程。公共选择理论在理性经济人的假定下,探讨政治领域个人行为对集体选择的作用,证明政治市场可能失灵。公共选择的理论内容主要有:直接民主制经济理论,代议民主制经济理论,官僚经济论,宪制经济理论等。参见前引胡代光、高鸿业主编辞典,第176~177页。

自身私利。实践同样证明了“政府失灵”^[139]现象的大量存在。

在证券市场,由政府主导的监管同样不是万能的。行政监管机构能力有限,一方面是由于“政府失灵”,另一方面则是由于证券市场本身的复杂性。证券交易区别于普通商品交易,也有异于存、贷款交易、保险交易,是一种一对多、多对多的关系,买卖双方各自不知道其对手是谁,^[140]且证券交易日益与高新技术结合,交易方式、交易手段不断变化,各种创新层出不穷。^[141]对这样一个高度复杂的市场的理解,需建立在亲自参与其中,实际感受其变化的基础上。而必须超然于市场之外的行政监管机构,显然缺乏亲身参与市场交易的可能。因此,行政监管机构对许多领域和问题的理解,较之于亲身体验市场,且其利益与市场息息相关的市场主体,不可能更为深刻。不顾市场规律的草率深入,将不可避免地导致对市场的过分干预,从而阻碍资源的最优配置。^[142]

基于上述理由,证券监管机构必须充分认识并承认自身不足,^[143]在加强监管的同时又要注意引导市场主体的个性行为,更不能轻易否定市场主体对某个复杂领域的理解。易言之,面对某些特殊领域,证券监管应当留足“弹性”,既不能监管不作为,又不能机械作为,否认市场主体的能力。在安全港制度下,监管者不但提供了方便市场主体行为的安全路径,还规定在其提供路径之外,并不排除市场主体自身的创新举措。如果事后该创新举措被界定为合法,则同样不用承担任何责

[139] 参见前引 118。

[140] 参见中国证监会主席肖钢在第四届“上证法治论坛”上的演讲,载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/bgt/xwdd/201311/t20131128_238946.htm。

[141] 参见李朝晖:《证券市场法律监管比较研究》,人民出版社 2000 年版,第 14 页。

[142] 同上引。

[143] 例如,有学者曾经研究美林证券与美国 SEC 职员的情况,发现美林证券公司高级职员的薪酬与福利比 SEC 高许多,所以 SEC 与美林证券相比也许并不具备人才优势。另外,美林证券在全球许多大城市没有办事处或分公司,而 SEC 只在美国有分支机构,在全球并没有有像美林那样多的机构。因此,就了解全球金融市场信息而言,美林比 SEC 更快、更多、更广泛、更深入。此外,美林证券的历史比 SEC 更长,因此,在市场经验和对市场的感受力上,美林同样可能优于 SEC。参见吴志攀主编:《市场转型与规则嬗变——WTO 条件下中国证券市场法制环境面临的挑战与完善建议》,北京大学出版社 2004 年版,第 56 页。

任。^[144] 如此做法显然兼顾了市场监管与引导创新。其背后的逻辑在于：监管者承认，在面对一个高度复杂的领域时，其智识、能力、经验可能不足。相反，亲身参与市场的被监管者对该领域的理解很可能更为直接和深刻。因此，监管者在提供确定性“便利”的同时，允许市场参与者发挥能动性。如能达到合法的效果，监管者也愿意乐观其成，从而为证券监管留足了“弹性”。

六、结语

前瞻性信息披露安全港制度是一种责任豁免制度。然而，证券法上的安全港不同于一般的法律豁免规则，个性特点鲜明，是一种动态的豁免、较具确定性的豁免、非排他的豁免。在宏观上，安全港制度给市场主体（主要是融资方）提供了一条绝对安全的保障路径，同时又不排除安全港路径之外的其他路径选择，以保障其充分发挥创造力，可谓兼顾了公平与效率，与证券法的精神一致；在微观上，从立法技术的角度而言，安全港的设计逻辑是一种“反其道而行之”的逆向思维，即对合法与否不做统一界定，而仅仅明示几种合法行为，同时不排除其他合法行为的可能性。

我国法上的前瞻性信息披露的免责规定只有一种，即“不可抗力”。然而，不可抗力作为法定免责事由，在民法理论上早已成定论，且已为包括我国在内的世界各国立法普遍承认。“不可抗力”也不具备证券法上安全港制度的基本特征，因此与证券法上的安全港制度的精神相去甚远，并没有太多意义。

安全港制度虽然微小，但却足够具体，透过其足以管窥中美证券监管理念差异。美国证券监管机构对“公平”的理解更为全面；监管力求公平与效率的均衡；且行政化色彩淡薄，多采市场、法律手段，注重事后监管。以美国的成熟监管经验作为视角，可以充分探寻安全港的制度价值：证券法上的安全港制度为证券监管提供了法律确定性，体现了监

[144] 参见前文“‘安全港’的特征”一节。

管善意并留足了监管弹性。

总体而言,我国证券监管理念应当以市场化,法制化和国际化为导向,特别强调放松管制,加强监管。参考借鉴美国先进监管手段、制度和理念,可从以下四个方面着手提升监管水平。第一,着力保护证券市场投资者,尤其是中小投资者权益的同时,对融资主体的合法权益也应予以足够保护;第二,作为证券市场制度供给一方,证券监管制度的设计既要注重效率,也要重视公平,不可偏废其一,而应力求发掘公平与效率的平衡点,并以此作为制度供给的指导方向;第三,监管应当去行政化,从事前监管向事后监管转变,尤其是强调对证券违法行为的严厉打击。慎用、少用行政手段,而多采市场、法律手段;第四,应当确保各种规章制度的确定性,确立“服务者”的自我定位。同时注意引导市场主体的创新精神,留足监管弹性。