



金融法研究系列丛书

证券市场 监管研究

李立新 等/著

Zhengquan Shichang Jianguan Yanjiu



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE



金融法研究系列丛书

证券市场监管研究

李立新 等/著



立信会计出版社

LIXIN ACCOUNTING PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

证券市场监管研究/李立新等著. —上海:立信会计出版社,
2014.3

(金融法研究系列丛书)

ISBN 978-7-5429-4155-8

I. ①证… II. ①李… III. ①证券市场—市场监管—研究—
中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 058930 号

责任编辑 黄成良 孙 勇

封面设计 周崇文

证券市场监管研究

出版发行	立信会计出版社		
地 址	上海市中山西路 2230 号	邮政编码	200235
电 话	(021)64411389	传 真	(021)64411325
网 址	www.lixinaph.com	电子邮箱	lxaph@sh163.net
网上书店	www.shlx.net	电 话	(021)64411071
经 销	各地新华书店		

印 刷	常熟市梅李印刷有限公司		
开 本	890 毫米×1240 毫米	1/32	
印 张	11.375	插 页	2
字 数	300 千字		
版 次	2014 年 3 月第 1 版		
印 次	2014 年 3 月第 1 次		
书 号	ISBN 978-7-5429-4155-8/F		
定 价	32.00 元		

如有印订差错,请与本社联系调换

序 言

亚当·斯密在其《国富论》中分析国民财富的性质和原因时曾说：“资本的每一次增加或减少，自然会增加或减少劳动的实际数量、生产性劳动者的人数，从而增加或减少一国土地和劳动年产物的交换价值、它的全体居民的真实财富和收入。”而现代经济则无疑是以金融为核心的经济，金融在国民经济和国际社会经济生活中发挥着日益重要的作用。历次经济危机和金融危机造成的破坏性后果从反面印证了这一结论，彰显了金融的重要地位。正因如此，各国政府都十分重视对金融活动的管理和规制，一些国家则为维持或建设国际金融中心或区域金融中心而进行战略决策和提供各种政策支持。20世纪90年代初期，在中央政府的战略决策和大力支持下，逐步确立了建设上海国际金融中心的宏伟目标。2009年4月国务院明确提出，2020年上海基本建成与国家经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。多年来，上海虽然在国际金融市场发挥了重要的作用，但上海国际金融中心的建设是一个漫长的过程，要获得国际社会的公认，完全确立其国际金融中心地位，还需要长期的积累和继承、不断的改革和创新、大量的工作和努力。

2013年8月22日国务院正式批准设立中国(上海)自由贸易试验区，中国(上海)自由贸易试验区于9月29日正式挂牌开张。中国(上海)自由贸易试验区将在加快政府职能转变、扩大投资领域开放、推进贸易发展方式转变、深化金融领域开放创新、完善法制保障等方

面改革试点,并通过地方立法,建立与试点要求相适应的试验区管理制度。《中国(上海)自由贸易试验区总体方案》明确建设中国(上海)自由贸易试验区,要使其成为推进改革和提高开放型经济水平的“试验田”,形成可复制、可推广的经验,发挥示范带动、服务全国的积极作用,促进各地区共同发展。2013年12月2日,中国人民银行提出《中国人民银行关于金融支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见》。金融支持具体内容包括:探索投融资汇兑便利化;扩大人民币跨境使用;稳步推进利率市场化;深化外汇管理改革。从2014年3月1日起,中国(上海)自由贸易试验区已经放开300万美元以下小额外币存款利率上限。上限放开后,中国(上海)自由贸易试验区将在全国率先实现外币存款利率的完全市场化,在负债产品市场化定价上先走一步,这是利率市场化改革的重要一步。

无论是上海国际金融中心的建设还是中国(上海)自由贸易试验区的改革,金融法制的改革与创新、金融法制环境的建立和改善,都是其重要内容之一。上海大学是国家重点建设的一所综合性、地方性的“211工程”大学。多年来,上海大学法学院在“创特色、入主流、走国际化办学道路”的办学实践中,从上海建设国际金融中心的法治需求出发,整合相关学科的师资力量,成立了上海大学法学院金融法研究中心,开展金融法系列课程的教学工作,探索金融法人才培养的路径,研究金融法的理论与实务问题,并承担了一批重要的金融法研究项目,例如,上海市教委学科建设项目“金融改革创新背景下的金融法研究和人才培养”;国家哲学和社会科学基金项目“利益衡平视野下寿险核保期风险分担法律问题研究”;教育部社科规划项目“出口信用保险立法的制衡问题研究”“农村建设土地使用权出让法律制度研究——以小产权房问题为切入点”;上海市社科规划课题“保险法基本问题研究”“房地产投资信托(REITs)运行机制之法律经济分

析”“集体土地所有权法律制度研究——基于历史、比较和实证的考察”“保障性住房 REITs: 路径依赖与制度设计”;上海市教委重点创新项目“廉租房 REITs: 瓶颈与出路”;上海市教委创新项目“土地抵押融资的法律困境与制度创新”“上海国际金融中心建设中金融消费者隐私权保护问题研究”等。

在研究上述及相关课题的基础上,我们将有关研究成果以《金融法研究系列丛书》的形式陆续出版。这些作品多是上海大学法学院金融法研究中心部分成员近年来的部分研究成果,也是上海市教委学科建设项目“金融改革创新背景下的金融法研究和人才培养”的最终成果的一部分。这些研究成果涉及的领域比较广泛,虽不局限于狭义的、作为法学三级学科和经济法学组成部分的金融法,但它们都属于广义的金融法。我们这里使用的金融法概念更多的是从广义和交叉学科,即与金融有关的法律的含义上而言的。期望《金融法研究系列丛书》对深化金融法理论研究,推动金融制度创新,解决金融法律实务问题提供一些理论借鉴和决策参考,促进金融法学发展,为金融法治建设贡献力量。

2012年10月,李凤章教授等著的《土地抵押融资的法律困境和制度创新》作为本套丛书的第一本顺利出版。该书从我国土地抵押融资的实际出发,比较系统地分析了土地抵押中融资过度 and 融资不足并存的现实困境;对划拨土地使用权的抵押融资能力提出了质疑,勾画了划拨土地使用权改革的思路;比较深入地研究了储备机构土地抵押贷款及其风险防范、宅基地使用权和土地承包经营权的抵押融资、土地开发权的财产化与融资交易等重大问题;论证了土地银行制度建立的必要性,借鉴域外实践和历史经验,具体设计了土地银行的制度内容。正如作者在其前言中所言,打破制约经济发展的钟罩,让内外的压力趋于平衡,为国有土地上过热的土地融资降温;同时,

为冰冻的集体土地融资化冰,让狂欢者更理性,为无力者赋权利。这既是现实的重大挑战,也是该书的研究主题。

2013年3月,李智教授等著《资产证券化及其风险之化解》顺利出版。该书紧紧围绕资产证券化及其风险化解这一主题,从资产证券化的基础性框架入手,结合我国资产证券化的一些典型案例,考察我国主要资产证券化产品的现状,研究资产证券化运作过程中的风险隔离机制及信用等级制度,并在此基础上对我国资产证券化的制度完善和实务改革提出了对策与建议。

本书则阐释了证券市场监管的理论基础与制度变迁,密切关注证券市场动态,专题研究证券发行监管、信息披露监管、内幕交易监管、市场操纵监管、证券欺诈监管的新情况和新问题,探讨了金融一体化环境下证券市场监管的改革与创新对策。

非常感谢本套丛书各位作者在项目研究和专著撰写过程中所付出的艰辛劳动和大量心血。欢迎读者朋友提出宝贵的意见和建议,以便我们改进和完善。

张秀全

2014年3月

前言

我国 2005 年修订的新《证券法》实施已有 8 个年头。经过 8 年的奋战,我国证券市场已有了长足的发展,但国家机关人员内幕交易案——高淳陶瓷案,基金经理“老鼠仓”案——韩刚案,重组方内幕交易案——黄光裕案等的不断曝光,让人们不得不对证券市场捏一把汗。

而今,我国证券市场“跌跌不休”,A 股市场已到了病入膏肓的地步。这个时候,投资者对市场的信心,比什么都重要。信心是无价之宝,市场信心的无价之“价值”,需要通过政策和法制来重塑。如果在证券市场尚未打好一个稳固坚实的法制基础之时,即将证券发行等全面推向市场化的舞台,终将造成舞台坍塌的灾难性后果。

综观世界各国的证券市场,它在发挥筹集资金、优化配置、分散风险等作用的同时,也演绎着高度的投机和欺诈,甚至是蓄意欺诈、垄断行市、哄抬股价、操纵交易等种种恶端。为此,各国都将证券市场监管列为证券法制建设的一个重要方面。

所谓证券市场监管,是指证券监督管理机构运用法律的、经济的以及必要的行政手段,对证券的募集、发行、交易等行为以及证券投资服务机构等的行为进行监督与管理。它是一国宏观经济监督体系中不可或缺的重要组成部分,对证券市场的健康发展意义重大。必须对证券市场的活动进行常规化的有效监督检查,严厉打击和查处非法的证券交易活动,保护正当交易,维护证券市场的正常秩序。

当前更为重要的则是,通过证券市场监管,树立投资者的市场信心。大大小小的投资者,他们参与证券交易、承担投资风险,是证券市场的基石。可以说,没有他们的参与,无以成“市”。为了保护投资者的合法权益,维护他们对市场的信心,必须坚持“公开、公平、公正”的原则,加强对证券市场的监管。只有这样,才能使投资者充分了解证券发行人的资信状况、证券的价值及风险状况,审慎选择投资对象,降低投资风险,获得相对较好的投资收益。

在证券市场中,信息是灵魂,一个高度发达的证券市场,必定是一个信息灵敏的市场。证券市场上交易的商品是一种特殊商品,它的价值虽然与对企业将来收益的预期相连,但因为证券产品价值的虚拟性、交易的集中性和普遍采用的信用交易,造成了证券市场的价格波动比其他市场更容易受到各方面信息的影响。就拿 A 股市场上的股票交易价格来说,它不仅取决于上市公司的经营情况,而且还受宏观经济形势、政府政策变动等外部因素的影响。我国股市早期的郑百文重组事件、银广厦陷阱、大庆联谊虚构利润案,等等,以及近期的五粮液虚假陈述案、ST 东盛虚假陈述案、江苏三友造假门事件、绿大地欺诈上市案等暴露出来的问题,无不证明我国证券市场信息披露中存在漏洞,从而给投资者带来了惨重的损失。为此,对证券市场信息的监管,对于证券市场、对于投资者的投资决策,甚为重要。

在 2013 年刚刚走过一半之际,有证监会稽查局人士表示,2013 年前 4 个月,证监会受理有关信息披露和欺诈上市的案件数量已经接近 2012 年全年受理的水平。针对严峻的市场形势,针对近几年我国证券市场不断曝出的虚假陈述案、内幕交易案、市场操纵案等,本书在总括介绍证券市场监管的理论基础与制度变迁的基础之上,围绕证券市场监管的几大问题,即证券发行的监管、证券市场信息披露的监管、证券内幕交易的监管、证券市场操纵的监管、证券欺诈的监

管等展开具体分析论证,寻找目前监管中存在的问题,提出监管改进的路径和对策,以期对我国证券市场的监管有所裨益。

作为上海市教委学科建设项目“金融改革创新背景下的金融法研究与人才培养”的子课题“证券市场监管研究”的最终研究成果,本书倾注了子课题负责人李立新、成员张秀全、赵清林、张景树、温贵能、柴丽杰、巫利娟、孔珊珊等的辛勤努力。课题组的成员们密切关注证券市场动态,积极搜集最新监管情况,一起分析问题,探讨对策,并在此基础上形成了本书。在此,要感谢课题组成员们的付出,并感谢苏志和、廖文娟、皇甫振宇、张俊美、李乐钦、刘婷、蒋国军、黄淑文等在本书的大纲讨论、资料搜集、注释改正、内容校对等方面工作的参与中所做的贡献。

本书撰稿和编写工作的具体分工如下:第一章由赵清林编写;第二章由李立新和孔珊珊编写;第三章由李立新和巫利娟编写;第四章由张景树编写;第五章由张秀全和温贵能编写;第六章由柴丽杰编写;第七章由李立新和巫利娟编写。

李立新

2014年3月

目 录

第一章 证券市场监管的理论基础与制度变迁	1
第一节 自由市场与市场失灵	1
第二节 证券市场监管的必要性	14
第三节 证券市场监管的一般理论	24
第四节 证券市场监管的制度变迁	37
第二章 证券发行的监管	52
第一节 证券发行监管理论	52
第二节 证券发行监管的制度变迁	57
第三节 证券发行监管的内容	70
第四节 提高证券发行监管实效的建议	80
第三章 证券市场信息披露的监管	94
第一节 证券市场信息披露监管概况及引发的思考	94
第二节 证券市场信息披露的理论基础	99
第三节 信息披露的基本原则	108
第四节 信息披露制度剖析	116
第五节 证券发行的信息披露监管	135
第六节 持续信息披露监管	147
第四章 证券内幕交易的监管	158
第一节 证券内幕交易监管的法律分析	158

第二节	证券内幕交易行为的构成与界定	165
第三节	证券内幕交易监管的制度措施	179
第四节	内幕交易罪的认定与处罚	192
第五章	证券市场操纵的监管	197
第一节	禁止市场操纵的法律分析	197
第二节	证券市场操纵行为的构成与表现	207
第三节	证券市场操纵监管的制度措施	229
第六章	证券欺诈的监管	261
第一节	证券欺诈监管的法律分析	261
第二节	证券欺诈的行为分析	279
第三节	证券欺诈监管的若干问题及对策	308
第七章	金融一体化环境下证券市场监管的法律思考	318
第一节	我国金融监管现状	319
第二节	美国金融监管的新变化及启示	322
第三节	我国证券市场的新动态	331
第四节	我国证券市场监管的改革与创新	338

证券市场监管的理论基础 与制度变迁

第一节 自由市场与市场失灵

一、亚当·斯密与自由市场理论

自由主义的奠基人亚当·斯密对市场这只“看不见的手”的作用顶礼膜拜,他和其后的许多西方经济学家都认为市场机制可以自发调节经济运行并达到均衡状态,认为市场自身会解决一切问题。因此,他们崇尚自由竞争,反对国家干预。亚当·斯密在其著作《国民财富的性质和原因的研究》一书中提到“关于可以把资本用在什么种类的国内产业上面,其生产才能有最大价值这一问题,每一个人处在他当时的地位,显然能判断得比政治家或立法家好得多。如果政治家企图指导私人应如何运用他们的资本,那不仅是自寻烦恼地注意最不需要注意的问题,而且是僭取一种不能放心地委托给任何个人、也不能放心地委之于任何委员或参议员的权力。把这种权力交给一个大言不惭地、荒唐地自认为有资格的人,是再危险不过的了。”^①类似的论述还有:“一切特惠或限制的制度,一经完全废除,最明白最单纯的合乎自然的自由制度就会树立起来。每一个人,在不违反正

^① [英]亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》(下卷),郭大力,王亚南译,商务印书馆,1983年版,第28页。

义的法律时,都应听其完全自由,让他采用自己的方法,追求自己的利益,以其劳动及资本和任何其他人或其他阶级相竞争,这样,君主们就被完全解除了监督私人产业、指导私人产业、使之最适合于社会利益的义务。要履行这种义务,君主们极易陷于错误,要行之得当,恐不是人间智慧或知识所能做到的。”^①“人人都想方设法使自己的资源产生最高的价值。一般的人不必追求什么公共利益,也不必知道自己对公共利益有什么贡献,他只关心自己的安康和福利。这样他就被一只看不见的手引领着,去促进原本不是他想要促进的利益。在自觉追求自身利益时,个人对社会利益的贡献往往要比他去特地追求社会利益时更有效。”^②

综上所述,亚当·斯密认为,人是理性的,是谋求自我利益的,在每个人追求自我利益的同时,也就促进了社会利益。政府不应当干预个人追求自我利益的过程,应当实施“自由放任”的政策。他认为,在正常情况下,市场会以它内在的有效机制维持其健康的运行,人们进行经济活动时,会依据利己原则进行理性选择。这些选择会自然而然形成市场经济中的价格机制、供求机制和竞争机制。这些机制就像一只看不见的手,在冥冥之中支配着个人自觉地按照市场规律进行活动,使消费者依据效用最大化的原则作出购买决策,使生产者依据利润最大化的原则作出销售决策。市场在供给和需求之间根据价格的自然变动,引导资源向着最有效率的方面配置。

斯密的理论以其完美和谐的结构设计和自由自治的价值追求一度统治欧洲近百年,成为显赫一时的主流经济学说。然而,与理想中的市场状态相悖,现实中的市场,存在着大量最终导致资源配置低效率的市场失灵问题,从而使市场功能不能得以有效地发挥。1929年爆发的世界性经济危机就宣告了市场和谐论、市场万能论的破产。

① [英]亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》(下卷),郭大力,王亚南译,商务印书馆,1983年版,第252页。

② [英]亚当·斯密:《国民财富的性质和原因的研究》(下卷),郭大力,王亚南译,商务印书馆,1974年版,第14页。

市场不是万能的,市场本身也存在着缺陷,即市场失灵。市场失灵的存在使得在理论上得以完美构筑的市场功能在现实世界中遭到扭曲和抑制,这些市场本身无法克服的局限性使市场不可能实现资源配置的最优化,即无法实现帕累托最优。本节将对市场失灵为何会存在及其所包含的相关问题进行探讨,以便为更好地理解政府适当干预的必要性即政府监管制度的存在奠定理论基础。为什么会存在市场失灵?经济学家从不同的角度进行了解释,形成了各种不同的理论。

二、外部性理论

外部性这个概念最早出现在马歇尔于1980年创作的巨著《经济学原理》之中。在这本著作中马歇尔首次用到了“外部经济”与“内部经济”两个概念。自外部性问题提出之后,吸引了许多的经济学家从不同的角度对其进行研究。庇古就是其中的典范,他不仅全面接受了马歇尔提出的内部经济与外部经济的概念,并在此基础上充实了“内部不经济”和“外部不经济”的概念,从社会资源最优配置的角度,运用边际产值的分析方法,提出“边际社会净产值”和“边际私人净产值”两个概念,指出造成现实中经常存在的社会边际成本与私人边际成本相背离的主要原因之一是“外部不经济”,且将收益与成本递增或递减等概念加以系统化,最终确立了外部性理论。这是对马歇尔外部经济理论新的发展。

所谓外部性是指一定的经济行为对外部的影响,造成私人(企业或个人)成本与社会成本、私人收益与社会收益偏离的现象。它是一种经济力量对另一种经济力量的“非市场性”的附带影响,是经济力量相互作用的结果^①。外部性的影响或作用不是通过市场的价格机制反映出来的,它妨碍市场机制的有效运作,这是外部性的重要特征。外部性的实质就是社会成本与私人成本的不一致,存在某种偏

^① 王俊豪:《政府管制经济学》,商务印书馆,2011年版,第326页。

离。存在外部性时,社会成本不仅包括私人成本,而且还包括人们生产或消费行为对外部的影响而产生的外部成本。当社会成本大于私人成本时,说明某种经济行为给社会造成了额外的成本,存在负外部性;反之,说明某种经济行为给社会事业带来了额外的利益,却加大了私人的成本,则存在正外部性。因而外部性还可分为正外部性与负外部性。具体来说,正外部性是指一种经济活动给其外部造成积极影响,引起他人收益增加或成本减少。诸如城市中的教育、公安、排水、消防等公共物品均能产生积极的外部效应,它们在消费上具有非排他性与非竞争性,使人们可以通过搭便车来共同分享其利益。负外部性是指某种经济行为给外部带来的消极影响,导致他人成本增加或收益减少。无论是正外部性还是负外部性,它们均是市场失灵的表现。外部性是伴随着生产或消费而产生的某种作用,其在中国企业生产和人们生活中广泛存在,比较典型的例子是灯塔和排污。灯塔所发出的光使所有路过的船只都受益,但灯塔的建造和维护者却难以向这些路过的航船收费,这是正外部性的体现。然而,工业生产过程中排放的废水废气使周围环境受损,某人吸烟造成公共场所空气污染等,这些均对外部环境产生不良影响,这就是典型的负外部性的体现。外部性的存在使得在社会经济生活中就必然会出现个人利益与社会利益,局部利益与整体利益之间的冲突。当冲突爆发时,在很多情况下市场机制不能发挥作用,失灵就必然会出现。结果,或是追求了个人利益而损害了社会利益,或是暂时满足了社会利益、他人利益而损害了个人利益,或是二者都没有能够得到满足。综上所述,外部性这种非市场性的附带影响使市场机制不能有效地配置资源,即使在完全竞争条件下,即在不存在垄断的完全市场下也使资源配置不能达到帕累托最优。也就是说,只有在不存在外部性的条件下,市场才能使社会资源得到最优配置,消费者才能得到最大效用,即实现帕累托最优状态;如果存在外部性,就无法实现帕累托最优状态。因此可以得出结论,外部性是市场失灵即市场局限性的重要原因之一。由于外部性的存在意味着资源的非帕累托最优化配置,那么如何克

服外部性问题,或者说如何引导外部性问题内在化,成了经济学普遍关注的问题。

前面已经提到,存在外部性时,市场的自发作用难以实现资源的有效配置,外部性不可能通过市场作用自发得到调节,市场这只“看不见的手”在解决外部性时是失灵的。对于正外部性,由于不能得到适当的补偿,行为人会失去进一步行动的动力和积极性,诸如教育、医疗、各类公用设施等公共物品给社会各个方面带来了正的外部性,从理论的角度讲,可以对外部效益的受益者进行收费,但在实践中是很困难的。一方面,要控制人们对这些设施的利用是困难的,即使能够做到,控制成本也极其高;另一方面,要衡量不同人的使用量同样是困难的。收费也就因缺乏计量基础而无法进行^①。因此,对于外部经济项目,私人因投资很难收回和很难获益而不愿投入。然而,这些项目是社会发展的基础,从整个社会资源来看,这样做显然是一种损失。对于负外部性,由于行为人因此受益,减少了成本,他理所当然地希望保持现状甚至扩大生产,然而其造成的外部不经济的损害后果,即社会附加成本,又应当如何来平衡呢?以利润最大化为根本动力的市场机制,对这一问题的解决几乎无能为力,如果任其发展就可能造成资源配置的低效率的损失。在市场经济条件下,市场机制的基本功能是使交易双方的福利最大,而不顾及社会福利。当任何外在一方受到活动(无论是有害还是有利)的影响时,市场却不能起到自动纠正的作用。外部性的范围愈广,市场价格机制有效配置资源的作用就愈小。然而人类社会的生产活动从未间断地进行,而人类所从事的每一项活动都会带来残余物,从而给其他公共资源带来不良影响。这充分说明了外部性的普遍性与严重性。如何克服外部性问题,探寻外部性问题的校正措施,也就是将外部性问题内在化的途径,才是研究外部性问题的真正目的。如果能找到某种或某些方

^① 李志君:《证券市场政府监管论》,吉林人民出版社,2004年版,第68页。