



中财法学文库

Study on Functions and
Constraint Mechanisms of
Intermediary Institutions in
the Securities Market

*A Study on Lawyers
as A Explanation Base*

耿利航 著

中国证券市场中介机构的作用与约束机制

——以证券律师为例证的分析



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场中介机构的作用与约束机制:以证券
律师为例证的分析/耿利航著.—北京:法律出版社,
2011.7

ISBN 978-7-5118-2220-8

I. ①中… II. ①耿… III. ①证券交易—代理(法
律)—律师业务—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第112855号

中国证券市场中介机构的作用与约束机制
——以证券律师为例证的分析

耿利航 著

责任编辑 孙东育
装帧设计 乔智炜

© 法律出版社·中国

开本 A5

印张 9.75 字数 239 千

版本 2011年6月第1版

印次 2011年6月第1次印刷

出版 法律出版社

编辑统筹 独立项目策划部

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京中科印刷有限公司

责任印制 张宇东

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85388843

重庆公司/023-65382816/2908

上海公司/021-62071010/1636

北京分公司/010-62534456

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5118-2220-8

定价:28.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

《中财法学文库》编委会

编委会顾问

江 平	王家福	梁慧星	王利明
王保树	甘功仁	蔺翠牌	

编委会主任

郭 锋

编委会委员

安新宇	曹富国	陈 飞	陈华彬
高秦伟	郭 华	李 轩	刘双舟
胡晓珂	史树林	王克玉	吴 韬
许冰梅	阳 平	尹 飞	曾筱清
张小平			

执行编委

吴 韬 尹 飞

“中财法学文库”总序

中央财经大学法学院诞生于中国致力发展社会主义市场经济、建设社会主义法治国家的 20 世纪 90 年代中期这一伟大的变革时代。经过十多年的发展,法学院正在向着成为我国财经立法、司法和教育的思想库,财经法学的重要国际交流平台,财经法律复合型应用性高级人才的重要培养基地的目标迈进。

在中央财经大学法学院的教师中,活跃着一批学历高而又富有朝气的年轻学者,他们关注国计民生,参与国家法制建设,醉心于法学研究;他们热爱三尺讲台,关心学生的成长;他们具有国际化视野,重视借鉴西方先进的法律制度、法学理论与法律文化。以这批教师为主体,中央财经大学法学院的广大教师在平时的教学耕耘与学术研究中收获了累累硕果。以此为基础,我们决定编辑出版“中财法学文库”系列丛书。

投入较大的人力、物力组织这套文库的出版,是践行中财法学院“科研立院”宗旨的重要体现。如何在激烈的竞争中立于不败之地,培养出社会需

要、国家满意的优秀人才,是各个大学法学院共同思考的问题。我们始终认为:法学院的根本任务在于培养合格的高质量法律人才,科研则是教学的先导、教育的基础。没有高质量的学术研究,以己昏昏,使人昭昭,很难想像有深入浅出、鞭辟入里的课堂教学;没有教师对法律实践的敏感触觉和对社会问题的深刻领悟,很难想像有生动活泼、贴近实际的课堂艺术。唯有在科研方面的进步和成就,才能保证造就一支具有坚实理论基础、深厚学术底蕴并富有远见卓识和深刻洞察力的师资队伍,从而推动法学院全方位、多层次的发展,是故,学院多方筹资,购置图书、激励科研、补贴出版、奖掖人才;众学者皓首穷经、笔耕不辍;法学出版界同仁大力襄助,终有今日“中财法学文库”付梓。

这套文库的出版,必将有助于我院提升法科学子的学术品质,强化其专业素质。法学教育是高等教育的重要组成部分,是建设社会主义法治国家、构建社会主义和谐社会的重要基础,并居于先导性的战略地位。在我国社会转型时期,法学教育不仅要为建设高素质的法律职业共同体服务,而且要面向全社会,培养大批治理国家、管理社会、发展经济的高层次法律人才。中央财经大学法学教育适应侧重培养通法律、懂经济、懂管理、懂外语的高层次复合型、应用性人才的目标定位,在培养具有复合知识结构的本科生、研究生方面形成了鲜明的财经实务特色。法科学子在重点学好法学核心课程和教学计划的其他课程外,适当广泛涉猎、阅读学术专著,对巩固、深化课堂知识是十分必要的。在教材之外,出版一批理论精深、博采众长、体察实践、观点新颖的专著,可以有效满足学生解惑之需。本文库诸部著作,多围绕民商法、经济法等领域实践中的重大疑难问题,对我国相关制度加以细致地探讨与解说,这将有助于拓展学生视野,为他们思考问题、研究制度以及应用法律提供新的视野和方法,并进而登堂入室、一窥门径。

这套文库,在选题和策划上,偏重经济领域中实践意义重大且学界较少探讨的具体问题;在内容上,较为侧重对具体问题的深入分析和制

度的合理构建。这固然与我院以民商法、经济法为基础,以财经私法、财经公法为特色,以理论法学为支撑,集中发展若干新兴三级学科的学科发展战略有关,也是我们对法学研究方向思考的产物。从宏观而言,目前我国的法学学科框架已经基本成熟,法学界对法学各学科的体系与基本原则已无较大争议,法学各学科的基本理论相对而言也难以再有较大变动,因此我们的研究目标不能再仅仅局限于对若干宏观问题的探讨以及对若干基本原则的建构。因应法律实践的需求和法治完善的需要,我们更应当集中精力于以前较少涉及的具体制度及其微观层面展开深入细致的研究,揭示其背后的理论基础,提供完善、富有可操作性的制度设计,以此推动法学研究与法学教育的进步,并进而推动我国立法、司法日臻完善。

刚刚过去的 2007 年,适逢《民法通则》实施 20 周年。抚今追昔,以先师佟柔教授为代表的一代法律学人历尽磨难、备受灾辛,终以一部《民法通则》向世界发出了中国的《权利宣言》。虽历经波折,《物权法》终得以颁行,社会主义市场经济法律体系的框架已基本具备。在改革开放和法治建设的关键发展阶段,衷心希望我院同仁,以国家法制建设为己任,以民族复兴为目标,以追求真理的勇气致力于学术研究,以甘当人梯的情怀献身于法学教育,谦虚谨慎,踏实治学,团结国内外法学界同仁,弘扬老一辈学者的风范,为我国法学的繁荣与法治的进步不懈努力!

是为序。

中央财经大学法学院院长 郭锋

2008 年 3 月 1 日

目 录

引言/1

第一节 国有企业改制和中国证券市场统一监 管/1

一、中国证券市场监管发展的三个阶段/1

二、证券市场与国有企业改革/5

第二节 问题的提出和本书结构/7

一、移植的法律制度与管制、计划的冲突/7

二、问题的提出/10

三、本书其余部分结构安排/17

第一章 证券市场中介机构的作用与约束机制 的原理分析/20

第一节 “柠檬市场”问题和解决方案/20

一、信息不对称导致的“柠檬市场”问题/20

二、“柠檬市场”的市场解决方案/22

2 中国证券市场中介机构的作用与约束机制

第二节 证券市场信息不对称与市场解决方案存在的困难/24

一、证券市场的信息不对称/24

二、市场解决方案在证券市场上适用的困难/26

三、欺诈法律责任的局限性/27

第三节 第三方(中介)执行机制和利益冲突/34

一、第三方执行机制的优点/34

二、中介机构与投资者之间的利益冲突/36

三、“搭便车”和公司付费/39

第四节 中介机构的约束机制/42

一、声誉约束机制/42

二、法律责任约束机制/45

三、对中介机构作为第三方执行机制的评价/47

第二章 证券律师作用、自愿或强制使用/49

第一节 中介机构的自愿或强制使用的理论分析/49

一、中介机构的自愿使用/49

二、中介机构的强制使用/51

第二节 律师的自愿使用——美国的经验/53

一、律师出具的法律意见书/54

二、律师作为信息披露主协调人/57

第三节 律师的强制使用——中国的实践/58

一、律师的作用——以股东大会法律意见书为例/61

(一) 规则/61

(二) 对招商银行可转债风波案例的分析/61

二、律师的作用——以公司首次发行上市的法律意见书为例/71

(一) 规则/71

(二) 对成都红光实业股份有限公司欺诈上市案的分析/74

(三) 律师法律意见书验证功能的进一步观察/85

第四节 管制与律师作用/97

一、管制与律师服务/97

二、未尽的改革/99

第三章 证券律师从业许可制度/104

第一节 证券律师许可制度的由来与取得/104

第二节 证券律师许可制度的管制目标和执照买卖/108

一、许可制度的管制目标/108

二、实践中的“执照”买卖现象/110

三、对于“许可”的寻租/114

第三节 小结——许可和市场竞争/117

第四章 证券律师的约束机制/120

第一节 中国证券律师所受到的约束现状/120

一、声誉约束机制/120

二、法律责任约束机制/123

(一) 刑事责任/123

(二) 行政责任/128

(三) 民事责任/138

第二节 关于律师承担民事责任行为范围的争论/146

一、法律意见书的民事责任/149

二、“协助、教唆”责任/150

(一) 美国《证券交易法》10b 条款、SEC10b-5 规则、“协助、教唆”
理论/152

(二) Central Bank 案/154

(三) Stoneridge 案/162

(四) Central Bank 和 Stoneridge 案政策依据解读/165

三、对他人虚假陈述的“警告”责任/172

(一) 律师的警告义务/173

(二) 会计师的警告义务/178

4 中国证券市场中介机构的作用与约束机制

(三) SEC 与律师协会之间的冲突与妥协/180

(四)《萨班斯法案》的规定/195

(五)对警告义务的评价/198

第三节 归责原则的争论——过失抑或故意/201

一、过失责任/202

(一)美国 1933 年《证券法》第 11 条的规定/202

(二)中国证券法上的规定/212

二、故意责任/214

(一)虚假陈述对第三人侵权责任在普通法上的限制/214

(二)10b-5 规则下的故意要件/218

三、过失责任困境和出路/220

(一)过失责任的困境/220

(二)故意责任的政策目标和存在问题/230

第四节 证券集团诉讼原理以及内在困境/238

一、证券集团诉讼原理/239

(一)集团诉讼程序功能的经济解释/239

(二)集团诉讼机制与成员诉讼自治的冲突/242

二、证券集团诉讼的内在困境/244

(一)代理成本问题/244

(二)诉讼威慑功能——诉讼滥用、和解逼迫与和解勾结/245

(三)证券集团诉讼的补偿功能/250

三、法院对集团诉讼的监督困境以及司法的局限性/253

(一)法院对集团诉讼的监督困境/253

(二)司法的局限性/256

第五节 法律责任机制的评价/262

一、执法不精确/262

二、集团诉讼机制对民事责任执法机制缺陷的放大/264

三、美国司法经验和中国的选择/266

(一)美国司法经验/266

(二) 中国的选择/271

四、加强行政执法的设想/273

(一) 加强行政执法的现实需要/273

(二) 行政执法最优化及策略/276

第五章 证券市场中介机构作用与约束的一个总体观察/282

一、管制和中介机构功能的异化/282

二、管制和利益集团寻租/284

三、中介机构的声誉和法律责任约束/291

后记/295

引言

第一节 国有企业改制和中国证券市场 统一监管

一、中国证券市场监管发展的三个阶段

中国证券市场按照管制介入的强度和广度可大致分为三个时期或阶段。^{〔1〕}

新共和国成立后,经过 50 年代开始的社会主义改造,最后确立了计划经济体制的统治地位,各种形式的证券连同证券市场被基本取缔。中国证

〔1〕 关于中国早期发行股票和监管的变迁的描述,可参见胡续之:《中国股市的演进与制度变迁》,经济科学出版社 1999 年版;Fang Liufang: China's Corporate Experiment, Duke Journal of Comparative and International Law (Spring) 149 (1995);王安:《股爷您上座——大话中国证券市场十年》,华亿出版社 2000 年版;李樟喆:《终于成功:中国股市发展报告》,世界知识出版社 2001 年版;厉以宁主编:《中国资本市场发展的理论与实践》,北京大学出版社 1998 年版;庄心一:《中国证券市场功能研究》,陕西财经大学出版社 1998 年版。

券市场再次萌生于 20 世纪 80 年代初期,但起初并不是政府有意安排的结果,首先是那些民间的初级行动团体在追逐利润的过程中发展起来的。那些早期发行股票、成立股份制企业的经济组织很大程度是对中国当时极端严重的金融抑制的挣扎和应急行为的产物。^{〔1〕} 这些企业充当了制度创新的初级行动团体。^{〔2〕}

作为一种民间自发的制度创新,发行股票解决了企业资金困难,促进了地方经济的发展。正是看到这一点,尽管受到意识形态的限制,深圳、上海等一些地方政府其后开始积极介入股票市场,并运用各种手段(包括强制摊派股票)促进本地证券市场的发展。^{〔3〕} 在中央政府特许下,1991 年沪、深证券交易所相继成立。交易所的设立对证券市场发展初期具有决定意义:交易所集中交易取代了原来的柜台交易和黑市交

〔1〕 1981 年左右,随着改革开放、企业放权让利的推行,企业有了更多的自主权。在那个阶段,国家紧缩银根,按照传统计划体制通过国家银行信贷、财政体系的金融资源分配已经无法满足企业的经营需要和扩张冲动,一些地区的小型国有或集体企业开始进行股份制改造尝试,并以股票的方式直接向内部职工或当地公众融资。1981 年 7 月中国重新发行国债。1982 年和 1984 年,最初的企业债和金融债也开始出现。随着证券发行的增多和投资者队伍的逐步扩大,必然产生流通的需要,民间开始了自发的私下交易活动(黑市),在某些局部地区甚至非常发达。比如,从 1993 年 3 月到 1994 年 4 月的成都红庙子市场,据说每天都有数万人参与,最高峰每天达到 30 万人次,日均交易额在 1000 万元左右。参见杨晓维:“产权、政府与经济市场化——成都自发股票交易市场的案例”,载张曙光主编:《中国制度变迁的案例研究》(第 1 集),上海人民出版社 1996 年版,第 15 页。

〔2〕 当我们去追踪中国经济最近二三十余年的制度变迁史,我们会发现许多以前我们以为是精英们设计并推广的制度安排,实际上都是最先由基层人群在其利益驱动下的诱致性萌生。比如,实际上由安徽小岗村的村民冒着可能被杀头坐牢的危险最先施行的家庭联产承包责任制;近年来因农民强烈不满行政委派的乡村干部而萌生并被推行的乡村民主竞选制度;因国家无力和懒于提供金融支持而存在严重的金融抑制,进而自发萌生的面向非公有制经济的民营信用担保和信贷机构;等等。在现实生活中,纯粹意义的强制性制度变迁并不多见。

〔3〕 比如,1988 年深圳市场推出的深圳发展银行和万科公司的股票起初无人问津,公司的股票竟然在菜市场和大白菜摆在一起卖,公司人员不得不走街串巷,上门推销。看到这种情况,深圳市政府开始向个体户摊派,后来以党性的名义,动员党员干部带头买股票,支持新生事物。

易,降低了交易成本,提高了效率。在深圳和上海的带动下,其他官方或半官方的股票市场陆续在各地出现。虽然1987年3月国务院就发布了《关于加强股票、债券管理的通知》,决定仅在上海、深圳两地进行股份制和股票市场配套改革试点,^[1]但直到1996年中央政府清理整顿结束前,地方股票交易市场几乎一直与被官方认可的沪、深交易所市场并列运行。

此后,由于股份制改造、股票发行在全国的影响不断扩大,中央政府也开始逐渐关注证券市场的试验,并通过行政立法和各种政策调控,整合全国的证券市场、增强中央政府对股票市场的控制能力。中国人民银行1986年颁布《银行管理暂行条例》,明确中国人民银行“管理企业债券、股票等有价值证券,管理金融市场”,是证券市场的主管机关。1991年4月,中央政府设立股票市场办公会议,办事机构设在中国人民银行。1992年6月国务院证券管理办公会议成立,以中国人民银行证券管理办公室为办事机构。但整体上,这个阶段证券市场监管还是以地方政府为主,地方政府是市场发展的主导者。证券交易所由地方管理,企业改制、股票发行与上市由地方人民政府批准。1992年8月10日,由于供求矛盾,深圳几万名投资者闹事,酿成震惊全国的深圳“8·10

[1] 国务院1990年在一次关于规范向社会公开发行股票的发文中规定:“除已批准上海、深圳两市向社会公开发行股票试点外,凡由地方政府批准实施,但未经中央有关部门审批的,要在近期内上报国家体改委、国家国有资产管理局、中国人民银行重新履行审批手续。”对于上海市与深圳市市政府制定的有关公开发行股票的规章制度和管理办法,也须报经国家体改委、国家国有资产管理局、中国人民银行审查批准后方可施行。参见“国务院办公厅关于向社会公开发行股票的股份制试点问题的通知”(国办发明电[1990]37号)(1990年12月26日)。

事件”〔1〕

深圳“8·10事件”促使中央决定成立对证券市场进行统一宏观管理的监管部门。1992年10月,由中国人民银行和国家计划委员会等14个部委组成的国务院证券委员会“证券委”成立,中国证券监督管理委员会(“证监会”)是国务院证券委员会下属监管执行机构。证券委和证监会的成立,标志着证券市场监管权力开始由地方政府向中央政府正式集中。1997年年初,证监会向深、沪两个证券交易所派驻督察员。1997年8月,国务院决定,将上海、深圳证券交易所统一划归中国证监会监管。1997年年底,国务院召开全国金融工作会议,会议决定对证券监管体制进行改革,完善监管体系,实行垂直领导,加强对全国证券、期货业的统一监管。1998年4月,国务院证券委撤销,职能并入中国证监会,证监会为国务院直属正部级事业单位。中国证监会成为全国证券期货市场的主管部门,以往证券委、体改委、财政部、计委及中央银行分别行使的证券业监管权被统一到国务院这一专业机构上。1998年12月29日《中华人民共和国证券法》颁布,中央政府对证券市场实行统一监督管理的监管体制以立法形式确立下来。

中国对于国有商业银行之外的金融组织、市场的建立与发展,一直

〔1〕 1990年5月,深市快速上涨,地方政府出台各种措施予以制止。1991年9月,深市陷入极度低迷,面临崩溃,政府又召开救市会议,并安排有关单位托市。1992年5月,股市发生暴涨,政府不得不发出风险警示,并严禁金融机构炒股。为缓解股市认购的紧张状况,深圳和上海两地都采取了认购抽签表的办法。1991年,深圳派购抽签表,每张抽签表1元钱,中签率4.9%。每张抽签表中签后认股2000股,缴款3000~7000余元。不到一年,这2000股的市场价即可达到4万~8万元,翻10倍多。上海新股发行,抽签表30元1张,100张连号的抽签表(花费3000元),黑市价卖到了14万元,翻了近50倍。1992年8月,深圳再次集中发售新股,经过政府几个月的讨论,决定于8月9日、10日两天派发新股认购表,认购申请表印到500万份,每份认购表需交款100元,在全市300多家金融机构网点同时发放,但仍然不敷需求,黑市上认购表炒到了300至500元。时称有“百万人争购”,投资者连续几天彻夜排队,500万份认购表不到半天就被一抢而空。因发售认购表的组织工作不严,出现工作人员私分认购表的现象,数万名疲惫和失望的投资者于是走上街头。

采取严格限制政策,这决定了中国资本市场始终是被严密地置于中央或地方的视野之下。中国 20 世纪 80 年代初期的证券市场的自发试验虽然不是政府直接规划、组织和安排的,但如果没有政府的默许,这种自发的安排是很难实现的。在严格的金融管制下,自发的制度安排只能在政府放松管制的条件下,才有可能成为现实。^{〔1〕} 中央政府从 90 年代开始四面出击到最终全盘接管市场,私人自由活动空间不断被挤压、侵蚀。中国证券市场的发展过程从管制角度是一个从自发向中央集权管制逐渐发展的过程。在这个过程中,“计划”通过管制的“管道”开始源源不断、越来越多地进入市场。

二、证券市场与国有企业改革

对于计划经济转型国家,国家面临的财政危机总是制度变革的起点。经过 20 世纪 80 年代初“改革开放”的一波“高潮”后,国有企业仍然挣扎在几十年僵化经济体制的惯性下。而此时国家却已经无力再持续地向国企输入新的资金,国企依靠消耗贷款和财政拨款运行的方式已经走到了尽头。权力中心拿不出新的改革举措,于是先是民间、接着是地方政府就开始扮演“初级行动团体”的角色。

在证券市场初建阶段,中央政府只是将股市视为“改革开放的象征”。操作上采取试点方式,将股票发行仅限于少数经批准的集体企业,严格控制股票市场规模。^{〔2〕} 1990 年以后,“股票热”在全国蔓延,有些地区盲目抢购之风盛行,给金融秩序、社会安定都造成了不良影响。而且股票市场影响的扩大,使证券市场姓“资”还是姓“社”的争论变得激

〔1〕 参见杨晓维:“产权、政府与经济市场化”,载张曙光主编:《中国制度变迁的案例研究》(第 1 集),上海人民出版社 1996 年版,第 16 页。

〔2〕 比如 1987 年国务院发布《关于加强股票、债券管理的通知》。根据该通知,股票发行主要限于在少数经过批准的集体所有制企业中试行,全民所有制企业不得向社会发行股票,只能发行债券;新建企业的合作各方可以试用股票形式互相投资、合股或参股,未经中国人民银行批准,不得向社会发行股票。

烈。中央曾反复派员到上海、深圳进行调研,局面甚至已经发展到了是取缔还是规范证券市场发展的选择关头。考虑到股票市场风险大、争议大,中央起初的政策是维持现状,不再扩大。^[1]

1992年年初,邓小平南巡时发表讲话,主张停止争论,大胆进行改革,鼓励进行股票市场的试点。股票市场“姓氏”争论才得以平息。1992年国家体改委等制定《股份制企业试点办法》和《股份公司规范意见》。根据《股份制企业试点办法》,“股份制企业试点的目的为转换企业经济机制,开辟新的融资渠道,筹集建设资金,提高国有资产的运营效率,实现国有资产的保值增值”,“进行向社会公开发行业股票的股份制试点的省、市、自治区,其股票发行办法和规模必须经中国人民银行和国家体改委批准,并经国家计委平衡后,纳入国家证券发行计划”。如此,在中央政府接管后,证券市场这个自由市场经济的产物就逐渐蜕变为国家分配金融资源的一种渠道,实际上成了一架围绕国有大中型企业运转的庞大“输血”机器,作为市场运行原动力的个人和私人企业被排除在发行市场之外。在政治上,证券市场为“国企解困”的目标也使证券市场的发展具有“发展和壮大公有制功能”,而能够在中国经受“姓资姓社”意识形态的攻击而取得正当地位。证券市场最后被中央接受并有意识地加以利用,直接而简单的原因就在于股票市场具有为国有企业筹集资金的实用功能。

1994年《公司法》颁布前后,国家又开始了新一轮国有企业改革,自上而下推行“现代企业制度”,股市顺理成章地成为配合国企改制的主战场。在2000年前,国家股和国有法人股就已经在上市公司已发行股

[1] 参见刘倩:“首任中国证监会主席刘鸿儒忆往昔”,载《证券时报》2000年12月8日。