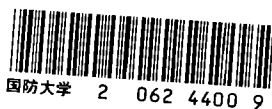


中国证券监督管理委员会法律部 编

证券市场 专家谈

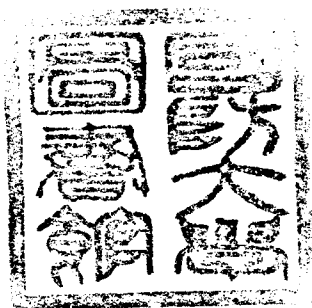
中国政法大学出版社



国防大学 2 062 4400 9

证券市场专家谈

中国证券监督管理委员会法律部 编



中国政法大学出版社

(京)新登字 185 号

证券市场专家谈

中国证券监督管理委员会法律部 编

中国政法大学出版社 出版

(北京学院路 41 号 * 100088)

北京海淀军科印刷厂 印刷

新华书店 经销

787×1092 毫米 32 开 180 千字 7.75 印张

1994 年 10 月第 1 版 1994 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 7—5620—1166—4/D · 1118 定价:7.50 元

前 言

1993 年是中国证券市场法制建设的重要一年。为了规范证券市场,保护投资人的合法权益,国务院和国务院证券主管部门先后颁布了《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券交易所管理暂行办法》、《禁止证券欺诈行为暂行办法》等行政法规。全国人大进一步加强证券立法工作。《证券法(草案)》已经提交全国人大常委会会议审议。但是,证券市场的发展及其法制建设在我国是一个新事物。人们对于证券市场基本规律及其各项制度与规范的认识,依然处在探索之中。为了研究证券市场法制建设的重要问题,为今后的证券立法工作奠定基础,中国证券监督管理委员会在中国证券业培训中心的协助下,于 1993 年 11 月中旬在北京举办了“证券法律制度与证券市场规范化”国际研讨会。

这次研讨会突出研讨证券立法中的若干难点问题,主要包括股份收购、投资基金、禁止证券违法行为,以及证券立法中的若干基本理论问题。与会者对此深入研究,充分交换意见,并且展开热烈的讨论。研讨会取得了丰硕的成果。

本次国际研讨会会有 50 余位专家参加。其中,有全国人大、国务院有关部门、地方证券主管部门的领导和从事证券监督管理工作的同志;有证券交易场所、证券经营机构、证券业协会从事证券工作的有关同志;有科研院所、大专院校的教授专家。美国、澳大利亚和香港的证券法专家参加了会议或者提交了论文。

为使本次研讨会的论文便于收藏,使更多无暇参加研讨会的朋友们分享研究成果,我们将与会代表提交的论文汇编成集,并适当补充若干篇有代表性的文章。

在论文集即付梓之际,向参加本次国际研讨会的各位代表,协助中国证券监督管理委员会举办本次会议的中国证券业培训中心,为出版本书付出辛勤工作的中国政法大学出版社表示感谢。

编 者

1994年8月

60260/13

目 录

证券法律制度与证券市场规范化	(1)
中国证券法规的制定与实施	(28)
证券立法的若干问题	(36)
关于起草证券法的几个问题	(48)
中国证券市场的构架及相关问题	(60)
场外交易场所的设立条件及管理体制	(70)
谈谈我国证券市场中“公平”问题	(76)
投资基金与我国证券市场的健康发展	(86)
论我国投资基金发展战略	(94)
我国投资基金的现状、问题及建议	(101)
上市公司收购中的若干法律问题	(106)
我国公司收购法律的研究	(115)
从“宝延风波”看上市公司的收购问题	(130)
证券交易税若干问题	(135)
提高会计信息质量 保护投资者利益	(141)
浅议股份制改革与证券市场中的非市场行为	(148)
国债和财政银行改革	(154)
论证券犯罪	(160)
证券犯罪的立法构想	(180)
证券市场内幕交易行为的调查与处罚(提纲)	(196)
有关市场操纵、证券欺诈及其他不当行为的思考	(201)

一桩股票买卖纠纷案引发的法律思考·····	(212)
证券市场国际化中的境外监管问题·····	(219)
美国银行业与证券的融合趋势及对我国的启示·····	(227)

证券法律制度与证券市场规范化

刘鸿儒*

随着我国证券市场的进一步发展,证券市场规范化和法制建设的重任,已经越来越紧迫地摆在我们面前。证券市场的法制建设,关系到在证券市场中坚持以公有制为主体的社会主义原则,关系到公开、公平、公正、统一、高效的社会主义证券市场的建立与发展,关系到对广大公众投资者,特别是对中、小投资者利益的保护,关系到证券市场依法管理和依法运作。可以说,证券市场法制建设的好坏,是股份制和股票市场及其改革试验成败的关键。

一、我国证券市场立法的指导思想及其沿革

(一)我国证券市场的发展概况

中国的证券市场,是中共十一届三中全会以后,随着对内搞活、对外开放政策的贯彻实行,逐步产生和发展起来的。1981年,国家恢复发行国库券,以国家信用形式向社会筹措资金。1984年,北京天桥百货股份有限公司和上海飞乐音响股份有限公司发行股票,开辟了企业以股票方式筹集资金的新渠道。1985年,中国工商银行等专业银行向社会发行金融债券,一批经过批

* 国务院证券委员会副主任,中国证券监督管理委员会主席。

准的企业向社会发行企业债券。随着经济体制改革的深入发展，特别是在邓小平同志南巡讲话以后，我国股份制和证券市场的发展进入到一个新阶段。

目前，我国证券的发行主要有三类。一类是国债券，主要包括国库券、重点建设债券、财政债券、基本建设债券、保值公债和特种国债。国债券的发行量在整个证券发行量中占主导地位。第二类是金融债券和企业债券。金融债券的发行主体是各专业银行、综合性银行及其他金融机构。企业债券包括一般企业债券和重点企业债券。一般企业债券是由国有企业和一些大中型集体所有制企业向个人和企业事业单位发行的债券，包括一年以上的企业债券和一年以内的企业短期融资券。重点企业债券是为了加强能源、交通、原材料等基础设施的建设，由部分重点企业向企业事业单位发行的债券。第三类是股票，包括定向募集的股份有限公司向特定的法人和内部职工发行的股权证，和社会募集的股份有限公司向社会公众发行的股票。股票包括三种类型，一种是以人民币标明股票面额，由国内公众投资者以人民币购买并进行交易，在上海或深圳证券交易所上市的人民币股票。另一种是人民币特种股票，包括以人民币标明股票面额，由港、澳、台地区和外国投资者以外币买卖和交易，在上海或深圳证券交易所上市的 B 种股票；以及以人民币标明股票面额，以外币进行买卖和交易，在香港联合证券交易所上市的 H 股。

自 1992 年以来，国内各省市相继设立了投资基金。据初步调查，截止 1993 年 5 月 30 日止，全国共有 18 个省市设立了 51 个投资基金，共吸收资金 38.31 亿元。此外，尚有金额 10 亿元左右的资金未在统计之列。

我国证券交易市场的建立始于 1986 年沈阳的债券转让柜

台。1990年和1991年上海和深圳分别建立证券交易所,从而形成了场内集中证券交易市场。截止到1993年8月13日,在上海证券交易所上市的公司有70家,A股70只,B股12只;在深圳证券交易所上市的公司有40家,A股38只,B股18只。

1990年,中国证券市场研究设计中心(简称“联办”)成立全国证券交易自动报价系统(STAQ系统),有10只法人股上市。1993年,由中国人民银行成立的中国证券交易有限公司(NET系统),有7只法人股上市。

我国的证券经营机构包括专营证券业务的证券公司、兼营证券业务的信托投资公司等。目前,我国已有80多家证券公司以及300多家其他金融机构经营证券业务。股票、债券的发行和转让基本上都是通过这此证券经营机构进行。

(二)我国证券市场立法的指导思想

1. 加强证券立法是证券市场发展的客观需要。

从历史的角度看,证券市场的发展史就是证券市场危机与反危机的斗争史,是证券市场从盲目无序走向公平、公开、公正和规范化、法制化的历史。

证券交易市场萌芽于17世纪末、18世纪初。两个世纪以来,证券的发行量和交易量迅猛增加,证券市场的危机和世界性的股灾不断出现。在工业发达国家,曾经发生两次震撼世界的股市危机。第一次是1929年至1933年发生在美国的股市危机。在这次大危机中,企业大批倒闭,工业减产60%以上,直到1940年还未恢复到危机前的经济发展水平。由于世界经济的相互渗透与联结,又使以美国为先导的股市危机波及其他发达国家。第二次是1987年10月19日,美国纽约证券交易所出现抛售风潮,股价大幅度下跌,道·琼斯工业股票指数在一天内下跌508

点, 跌落幅度高达 23%, 远远超过 1929 年 10 月股市崩溃时一日之内的跌幅, 人们称之为“黑色星期一”。在短短几小时内, 5000 多亿美元的股票价值化为乌有。股市崩溃的恐慌波及世界各股票市场。

分析股市危机的原因, 除经济和政治因素外, 仅从证券市场来讲, 主要有以下几点:

第一, 过度投机。证券市场中的投机行为是市场的必然现象。它如同一把双刃剑, 一方面可以填补各地股价差异, 加速市场流转, 加快市场对信息的反馈, 活跃证券市场; 另一方面也可使股价剧烈波动, 使社会投资者对证券市场丧失信心, 将股市推向灾难。问题的关键是, 如何把握与约束投机的尺度。美国 1929 年至 1933 年的“大危机”就是过度投机的结果。

第二, 信息滥用。信息在证券市场中具有重要的意义。西方经济学家的多种经济理论, 如随机理论、效率资本市场假设理论、现代证券组合理论, 均证明了信息与证券市场的内在关联性。就投资者而言, 投资效率与其获得信息的提前量成正比。换言之, 获得为一般社会公众不知悉的信息优势, 判断股价走势, 作出买进或卖出的决策, 以获得证券价格变动的差价收益, 这就是证券投机与信息的全部秘密。然而, 真正公平的市场不可能使一部分投资者享有信息, 而另外一部分投资者远离信息源, 这样的证券市场无公平可言。美国证券市场于 1929 年至 1933 年出现的“大危机”, 其重要原因之一就是信息公开与信息利用的不公平。部分公司内部人利用信息优势交易证券获利, 部分投资者恶意散布虚假信息, 以影响证券市场价格走势。因此, 必须以法律手段, 保证信息公开的全面性、真实性、时效性与适法性, 使投资者公平利用信息。

第三,操纵市场。操纵市场是指故意制造市场假相,操纵证券市场价格,诱导投资者作出错误投资判断,获取非法经济利益,或者使证券市场交易秩序受到严重损害的行为。西方国家证券市场上的操纵行为主要包括:(1)为制造证券虚假价格,与他人串通,从事不移转所有权的证券交易;(2)以影响证券市场行情为目的,与他人合谋,由一方作出交易委托,另一方以知悉的对方委托内容为依据,在同一时间、地点,以同等数量、价格委托,并达成交易的行为;(3)通过合谋集中资金操纵市场的行为;(4)以影响证券价格为目的,连续交易某种证券的行为等。操纵市场的结果必将导致人为因素影响市场价格对真实信息的反馈,使市场价格与价值过度背离,使投资者丧失投资判断的自由抉择权,最终造成证券资源的低效配置。因此,证券法律制度必须以制度的形式,约束、禁止、制裁市场操纵行为,以创造公平的竞争环境。

基于上述原因,自 30 年代以来,以美国为首的工业发达国家,在证券立法、管理方面做了大量工作,逐步形成一个法制健全、机构齐备、机制顺畅的证券市场监管和运作体系。

就法律规范而言,美国证券市场的法律规范主要有:(1)《1933 年证券法》。确立信息公开原则,要求公开发行有价证券的公司,必须向社会公众提供重要的信息资料,保证投资者依据信息资料作出正确的价值判断;(2)《1934 年证券交易法》。将信息公开原则扩至交易市场及其参加者,以保证市场的公开性和公正性。并由此形成美国统一的证券监管机构——美国证券交易委员会(SEC);(3)其他法律规范。包括《1935 年公用事业控股公司法》、《1939 年信托契约法》和《1940 年股资顾问法》等。

西方国家证券市场法制建设的发展表明,证券市场的平稳

发展,必须建立在科学、完整的法律、法规体系之上。有秩序的市场必须是法律化和规范化的市场。没有法律制度作保证的证券市场,只能处于盲目、低效状态,必将充满欺诈与操纵,投资者利益将无从保护。

2. 证券立法的重心是保护社会公众投资者。

发展社会主义市场经济,必须承认市场主体独立的法律地位,必须保护各行为主体的民事权利。权利是构成法律制度的基本要素,并借助法律的形式使权利上得以表现的保证。商品、证券、货币的交换,均以所有权为前提。马克思指出“从法律上来看这种交换的唯一前提,是任何人对自己产品拥有权和支配权。”(《马克思恩格斯全集》第46卷(上),第454页)现代法律制度必须以表彰、维护权利为中心。

证券法律制度也是如此。证券法固然要确立证券市场诸行为主体的法律地位,表彰发行人、证券商、证券专业服务机构、证券交易场所的权利与义务;更应当维护社会公众投资者的权利与利益。因为在证券市场诸行为主体中,社会公众投资者为社会弱者。他们无论从信息的获取,还是专业知识与技术的掌握均处于不利地位。法律的任务应当是保护社会弱者。其次,证券市场依靠社会公众投资者作支撑。他们以自己的投资行为保证证券发行成功,保证适度的证券交易规模。所有这一切,都必须来自投资者对证券市场的信任。只有秩序化、法律化、规范化的市场,只有确实真正保护投资者利益的市场,投资者才有安全感。因此,保护投资者的合法权益是证券法律的基本宗旨。

3. 证券法律制度的指导原则是公开、公平、公正和诚实信用。

公开是证券交易制度的核心,是杜绝证券市场舞弊行为的

有力手段。证券法律制度的公开,体现三层内涵:第一,股票应当向社会公开发行。《股票发行与交易管理暂行条例》第8条第5款规定:“向社会公众发行的部分不少于公司拟发行的股本总额的25%,其中公司职工认购的股本数额不得超过拟向社会公众发行的股本总额的10%。”第二,股票发行后,应在证券交易场所公开上市交易,禁止非法“黑市”交易。第三,必须公开与股票发行、交易相关的一切信息,包括招股说明书和上市公告书等。

公平的含义是在证券发行的交易活动中,发行人、投资人、证券商和证券专业服务机构的法律地位平等,合法权益受到公平保护。不能因为投资者投资数额多寡、交易量的大小、居住地的不同,存在差别待遇。在交易所内,本地会员和外地会员的权利义务应当相同。一切市场主体均应在相同法律条件下公平竞争。

公正的含义是国家证券监督管理机关在履行职责时,应当依据法律授予的权限进行。在遵循法律的基础上,对一切被监管对象给予公正待遇。处理证券纠纷与争议,应当公正进行。

诚实信用是民法的基本原则。它起源于罗马法。20世纪以来,诚实信用原则已发展成为民法的最基本原则,并在我国《民法通则》中得到确认。证券法律制度中的诚实信用原则是指证券发行与交易活动的当事人应当诚实履行义务,不得有任何证券欺诈行为,不得以损害国家、集体或他人利益为目的,不得滥用权利。证券管理机构和证券争议处理机关在履行职责时,如果没有法律依据或法律规定不明,应当依据诚实信用原则解释法律和处理问题。

(三)我国证券市场立法概况

1. 上海和深圳的地方证券立法。

上海于1984年由上海市人民政府发布了《关于发行股票的暂行管理办法》。1987年,制订颁布了《证券柜台交易暂行规定》、《企业短期融资券管理暂行办法》等。1990年11月27日,上海市人民政府发布了《上海市证券交易管理办法》,这是我国第一部较全面、系统的地方性证券交易法规。1992年6月,又颁发了《上海市股份有限公司暂行规定》。上海证券交易所成立以后,各种自律管理规章也已逐步建立健全。

深圳作为我国最早建立的经济特区,在证券市场的管理和法制建设方面取得了较好的成绩。1986年10月,深圳市人民政府制定颁布了《国营企业股份化试点暂行规定》,以指导企业的股份制改造。随后又制定、颁布了相关的法规和文件。1991年5月,颁布了《深圳市股票发行与交易管理暂行办法》,强调股票的发行与交易应遵守公开、公平、公正原则。1991年12月颁布了《深圳市人民币特种股票管理暂行办法》,对B种股票的发行与交易等问题作了规定。1992年2月,发布了《深圳市上市公司监管暂行办法》。此外,中国人民银行深圳经济特区分行还颁布了一些规定,如1991年6月的《深圳市证券机构管理暂行规定》等。深圳证券交易所也逐步完善了各种自律管理规章。

2. 全国证券市场立法。

在证券市场发展初期,依靠地方政府和有关部门制定相关法规并对证券市场进行管理是必要的。但是,随着证券市场的不断发展,在继续完善地方证券管理体制的同时,应当强化国家对证券市场的立法和统一管理。

1987年,国务院颁布《企业债券管理暂行条例》和《国务院关于加强股票、债券管理的通知》,对股票、债券的发行、转让等问题作了规定。1992年,国务院颁发《国务院关于进一步加强证

券市场宏观管理的通知》(国发[1992]68号文件),决定建立新的证券管理体制,成立国务院证券委员会和中国证券监督管理委员会。同时就证券市场立法工作进行部署,要求抓紧制定《股票发行与交易管理暂行条例》、《证券经营机构管理办法》、《投资基金管理办法》、《证券从业人员行为规则》和《股票发行资格审查管理办法》。并且,要求有关部门抓紧《证券法》起草工作。

在国务院的领导下,加上有关部、委的紧密配合,国务院证券委和证监会的立法工作卓有成效。1993年4月,国务院颁布《股票发行与交易管理暂行条例》,这是目前我国股票发行与交易的基本行政法规依据。1993年7月,国务院证券委颁发了《证券交易所管理暂行办法》,加强对证券交易所的规范与管理。在此基础上,证监会制订了《公开发行股票公司信息披露实施细则(试行)》、《公开发行股票公司信息披露的内容与格式准则》,规范证券市场的信息披露工作。为了加强证监会工作人员的廉正建设,1993年7月24日,证监会颁发了《中国证券监督管理委员会工作人员守则》。国务院证券委员会于8月18日发布了《关于一九九三年股票发售与认购办法的意见》,对股票发售与认购的原则、办法作了具体规定。

目前,证监会一方面抓紧进行《股票发行与交易管理暂行条例》的解释工作,另一方面在制定或与有关部委共同制定《禁止证券欺诈行为办法》、《证券经营机构管理办法》、《人民币特种股票管理办法》、《境内企业到境外发行股票及股票境外交易管理规定》、《投资基金管理办法》、《法律意见书标准格式》、《证券争议裁定工作规则》、《证券争议仲裁工作规则》和《证券违法违纪案件调查处理办法》。全国人大也在抓紧制定《证券法》,起草工作已经进入第七稿,并报八届全国人大常委会的第三次会议审

议。

二、我国现行证券法律制度的主要内容

(一) 证券发行制度

证券监管机关对证券发行的审核,是证券法律制度的重要内容之一。西方国家证券发行审核体制主要有两种。一种是以美国、日本为代表的注册申报制,另一种是以美国部分州的“蓝天法”和欧陆国家为代表的核准制。

注册申报制的基本价值理念是信息公开主义。这是贯串美国 1933 年证券法的基本原则。依据这一原则,发行人需将所有关于发行人及其发行证券的资料或信息完全公开。信息公开不得有虚假、误导和重大遗漏。美国证券交易委员会(SEC)审核公开文件,并保证投资者充分获得公开信息,不对发行证券的价值作任何实质判断。任何投资决定只能由投资者作出。证券监管机构不对投资者的投资收益或损失负担担保责任。

发行核准制不仅要求对证券发行文件充分公开,而且,证券监管机构对发行申请的营业业绩、资本结构、营业前景及发起人股东的出资等条件作实质审核。由此决定是否授予发行申请人证券发行权。

客观评价上述两证券发行审核体制,各具优点,又各有不足。我国证券发行审核体制的确立,是在充分认识中国国情,广泛吸收国际惯例的基础上,创造出的具有中国特色的发行审核制度。

目前,我国《股票发行与交易管理暂行条例》确定的证券发行审核制度具有如下特点: