

中国证券发行上市法律制度的构建思考



AN INTERNATIONAL COMPARATIVE STUDY
ON THE SUPERVISION OF THE SECURITIES' LISTING

证券上市监管

法律制度国际比较研究

陈岱松 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

中国证券发行上市法律制度的构建思考



AN INTERNATIONAL COMPARATIVE STUDY
ON THE SUPERVISION OF THE SECURITIES' LISTING

证券上市监管

法律制度国际比较研究

陈岱松 著



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券上市监管法律制度国际比较研究:中国证券发行
上市法律制度的构建思考 / 陈岱松著. —北京:法律出版
社, 2009. 4

ISBN 978 - 7 - 5036 - 9336 - 6

I. 证… II. 陈… III. 证券交易—监督管理—金融法—
对比研究—中国、外国 IV. D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 030487 号

证券上市监管法律制度国际比较研究
——中国证券发行上市法律制度的构建思考
陈岱松 / 著

编辑统筹 法律应用出版分社
责任编辑 孙 慧
装帧设计 马 帅

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

经销 新华书店

印刷 北京北苑印刷有限责任公司

责任印制 陶 松

开本 A5

印张 13.625

字数 323 千

版本 2009 年 4 月第 1 版

印次 2009 年 4 月第 1 次印刷

法律出版社(100073 北京市丰台区莲花池西里 7 号)

网址 / www.lawpress.com.cn

电子邮件 / info@lawpress.com.cn

销售热线 / 010 - 63939792/9779

咨询电话 / 010 - 63939796

中国法律图书有限公司(100073 北京市丰台区莲花池西里 7 号)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店 / 010 - 63939781/9782

重庆公司 / 023 - 65382816/2908

北京分公司 / 010 - 62534456

西安分公司 / 029 - 85388843

上海公司 / 021 - 62071010/1636

深圳公司 / 0755 - 83072995

书号: ISBN 978 - 7 - 5036 - 9336 - 6

定价: 32.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

序

金融是现代经济核心,维护金融安全是国家安全战略的重要组成部分。近年来,金融危机与金融风险防范成为世界各国特别关注的重大问题。这是因为局部金融危机很容易引发全局性、系统性的金融风波,其后果远远超出金融业自身而殃及整个经济生活,甚至引发严重的政治经济危机。1998年的亚洲金融危机不仅严重削弱了亚洲一些国家的经济实力,还导致部分国家政局动荡、社会不稳。目前由美国次贷危机引发的金融危机愈演愈烈,迅速从局部发展到全球,从发达国家传导到新兴市场经济国家和发展中国家,从金融领域扩散到实体经济领域,酿成了一场历史罕见、冲击力极强、波及范围很广的全球金融危机。国际社会正采取一切必要措施恢复市场信心,遏制金融危机扩散和蔓延;同时,各国不断加强宏观经济政策协调,扩大经济金融信息交流,深化国际金融监管合作,为稳定各国和国际金融市场创造必要条件。

党中央、国务院一直高度重视维护国家金融安全与防范金融风险。2008年底召开的中央经济工作会议对深入贯彻落实科学发展观,保持国民经济平稳较快增长、扩大内需,调整和优化经济结构等一系列重点工作做出了部署和安排,这是我国应对国际金融危机、把国际金融危机的不利影响降到最低程度,继续推动经济社会又好又快发展,继续推进全面建设小康社会进程的重要举措。资本市场

是金融市场的重要组成部分,会议对资本市场改革发展提出了新的更高的要求。会议提出,要加强资本市场基础性制度建设,提高上市公司质量和治理水平,加强资本市场监管,增强投资者信心,保持资本市场稳定健康发展。我们应当深刻认识到,我国资本市场的内外部环境发生了深刻变化,全球金融危机动荡加剧,对实体经济造成巨大冲击,在经历前几年的重大基础性制度变革之后,我国股市出现较大幅度调整,市场运行中出现了一些新情况和新问题。总体上看,资本市场“新兴加转轨”的基本特征没有改变,加强基础性制度建设和有效监管是资本市场改革发展必须长期坚持的中心任务,也是当前各界关注的热点问题。

陈岱松同志的专著《证券上市监管法律制度国际比较研究》是就如何加强资本市场有效监管的一项具体研究成果。专著首先系统探讨证券上市监管的法学基础及一般理论,从理论上论证监管的必要性和适度性;同时,从法学的角度探讨监管法律性质与监管法律理念等基本问题,藉此强调必须完善监管法律法规、实现依法有效监管。其次,比较分析各国或地区证券上市监管法律制度。通过对美英等国或地区的证券上市监管法律制度的比较,分析其各自的优势与不足,力求取长补短,归纳总结出高效率、低成本并卓有成效的证券上市监管制度。第三,通过对基本理论的探讨和各国证券上市监管法律制度的比较,在合理思辨的基础之上,得出一些有价值的结论,为进一步完善我国证券上市监管法律制度和加强执法效果提供理论支持和实施建议,从而完善我国的证券监管体系,促进我国证券市场健康发展。

陈岱松同志是我指导的硕士生、博士生,在学期间对金融法律产生浓厚的兴趣,并始终致力于金融法治化的实践和研究,在金融实务部门的工作实践进一步提升其学术研究的价值。《证券上市监管法律制度国际比较研究》是陈岱松同志在博士论文基础上撰写的

专著。为获得研究的第一手材料,陈岱松同志先后前往英国曼彻斯特大学、新加坡国立大学做访问学者。目前陈岱松同志还在中国社会科学院金融研究所从事博士后研究工作。当前,全球金融危机尚未见底,金融市场的发展变化日新月异,金融领域有效监管也是一项长期而艰巨的工程,作者的认识也需要不断深化和提高。希望陈岱松同志继续致力于金融监管领域的深入研究,敢于探索、勇于创新,做一名有责任感的学者,为我国金融市场的持续健康发展以及依法治国的伟大实践贡献自己应有的智慧和力量。

值此论文付梓出版之际,是为序。

A handwritten signature in black ink, consisting of stylized Chinese characters, likely '陈岱松' (Chen Daosong).

2009年3月17日

目 录

导 言

一、研究的背景

二、研究的价值

三、研究的范围

第一章 证券上市监管法律基础理论探讨

第一节 关于证券上市监管法律的含义分析

一、监管是对市场的校正——一种特殊的法律行为

二、证券监管——证券市场发展的基石

三、证券上市监管——关于监管必要性的佐证

四、小结：证券上市监管法律的基本含义

第二节 关于证券上市监管法律的经济理论基础分析

一、证券市场功能分析

二、市场失灵与政府干预理论

三、证券市场的失灵和证券监管的必要性

四、证券监管适度性分析

五、关于法律不完备性理论的介绍和批判——监管的另

一视角

第三节 关于证券上市监管法律的性质分析

一、证券上市监管法律是公法与私法的结合

二、证券上市监管法律是社会本位法	/ 52
三、证券上市监管法律兼有国内法与国际法的特性	/ 58
第四节 关于证券上市监管理念的法理分析	/ 63
一、证券上市监管理念——证券上市监管法律的宗旨	/ 63
二、证券上市监管的目标——监管理念的国际标准	/ 66
三、证券上市监管的法律原则——监管理念的法律要求	/ 72
第二章 证券上市监管基本法律架构——法律体系及监 管体制国际比较	/ 81
第一节 法律体系——证券市场的法律保障	/ 81
一、美国证券上市监管法律体系评析	/ 82
二、其他国家或地区证券上市监管法律体系评析	/ 91
三、比较与思考:证券上市监管法律的发展趋势	/ 101
第二节 监管体制——法律规定下的制度设计	/ 104
一、关于证券监管体制的分类述评	/ 104
二、关于证券监管体制主要类型的比较分析	/ 107
三、展望:关于证券监管体制的新发展	/ 121
第三章 证券上市的准入监管——证券发行审核制度国 际比较	/ 126
第一节 关于证券发行核准制的分析	/ 128
一、证券发行核准制的含义及特征分析	/ 128
二、证券发行核准制的立法思想	/ 131
三、证券发行核准制的适用环境——制度施行各国或地 区的相关分析	/ 132
四、关于证券发行核准制的总体评价	/ 138
第二节 关于证券发行注册制的分析	/ 145
一、证券发行注册制的含义及特征分析	/ 145
二、证券发行注册制的监管理念	/ 148

三、证券发行注册制的适用——以美国、日本为中心的分析	/ 149
四、关于证券发行注册制的简短评价	/ 158
第三节 关于证券发行审核制度的比较与分析	/ 161
一、几个需要澄清的问题	/ 161
二、归纳与总结——相互借鉴、共同发展	/ 163
第四章 证券上市的标准监管——证券上市法定要件国际比较	/ 166
第一节 证券上市监管的指标考察——法定条件分析	/ 166
一、关于硬性指标规定的分析	/ 167
二、关于软性约束条款的分析	/ 175
三、关于证券上市监管指标的发展趋势	/ 176
四、关于证券上市监管的另一标准——形式要求分析	/ 180
第二节 证券上市监管标准的重心——关于公司治理	/ 183
一、公司治理的含义分析	/ 184
二、公司治理的目标和意义	/ 185
三、公司治理的历史演变	/ 188
四、公司治理的模式选择	/ 191
五、公司治理的标准——OECD 公司治理原则	/ 194
第五章 证券上市监管的核心辅助制度——信息披露法律制度分析	/ 205
第一节 证券信息披露法律制度的基本理论分析	/ 206
一、关于信息披露法律制度历史沿革和国际化趋势	/ 206
二、关于信息披露法律制度的理论与挑战	/ 209
三、小结	/ 215
第二节 强制性信息披露法律制度评析	/ 216
一、关于信息披露制度的含义及基本内容	/ 216
二、关于信息披露制度的法律价值	/ 223

三、关于信息披露的法律标准	/ 226
第三节 信息披露法律制度的国际标准分析	/ 236
一、关于海外证券市场信息披露监管与执法情况	/ 236
二、关于上市公司初次信息披露比较	/ 237
三、关于 OECD 信息披露规范的评析	/ 238
第六章 证券上市监管的国际化——法律监管的趋同与	
国际协作	/ 243
第一节 证券上市法律监管国际化发展趋势分析	/ 243
一、关于证券市场国际化的成因及表现	/ 243
二、关于证券市场法律监管国际化的必然性	/ 247
三、关于证券上市法律监管的国际化发展	/ 249
第二节 各国或地区对境外上市法律监管的双边合作分析	/ 251
一、关于境外上市及其法律监管的意义	/ 251
二、关于各国或地区对境外上市法律监管的基本特征	/ 254
三、关于各国或地区对境外上市监管的法律冲突	/ 260
四、关于各国或地区对境外上市法律监管的协调	/ 263
第三节 证券上市法律监管的国际合作分析	/ 270
一、关于区域性法律监管合作	/ 271
二、关于全球法律监管合作	/ 274
三、关于 WTO 协议对全球证券市场法律监管的影响	/ 278
第七章 中国证券上市监管基本法律架构及完善	/ 282
第一节 我国证券上市监管法律制度的发展及评价	/ 286
一、关于证券上市监管法律制度的历史沿革	/ 286
二、关于证券上市监管法律的体系	/ 292
三、关于证券上市监管法律的改革	/ 294
四、关于证券上市监管法律的进一步完善	/ 296
第二节 我国证券上市监管体制的选择	/ 299

一、关于证券上市监管体制的发展演变分析	/ 300
二、关于证券监管机构的法律定位	/ 307
三、关于证券监管体制的发展趋势	/ 314
第八章 中国证券上市监管若干法律制度之构建	/ 319
第一节 新股发行制度改革之探讨	/ 319
一、当前新股发行制度缺陷分析	/ 320
二、新股发行制度改革相关意见之评析	/ 324
三、新股发行制度改革之设想	/ 326
第二节 证券上市保荐制度之构建	/ 330
一、证券保荐制度在我国产生和发展	/ 330
二、完善我国证券保荐制度之建议	/ 335
第三节 境外公司境内上市制度之构建	/ 342
一、境外公司境内上市的必要性分析	/ 342
二、境外公司境内上市的可行性分析	/ 345
三、境外公司境内上市的法律实践	/ 349
四、境外公司境内上市制度之构建	/ 352
第四节 对监管者监管制度之构建	/ 357
一、我国证券监管的局限性分析	/ 357
二、对监管者法律监管的必要性分析	/ 363
三、对证券监管者实施法律监管的制度构建	/ 366
第五节 证券纠纷司法救济制度之构建	/ 381
一、仲裁是解决证券纠纷的有效方式	/ 382
二、诉讼是解决证券纠纷的最后控制	/ 394
参考文献	/ 409
后记	/ 420

导 言

一、研究的背景

纵观人类社会几千年的文明史,经济发展对社会的进步和文明的程度起着决定性作用。研究同样表明,发达国家在近 500 年的经济发展中,有一个因素的作用在不断增长;特别是在高度发达的现代经济中,这个因素的重要性更加突出,这便是金融。^① 回望 500 年世界大国兴起交替的历史,金融在其中的作用不可替代。大国的兴起,必然有一个繁荣而健康的金融市场支撑。

金融是“现代经济的核心”,^②金融市场是市场经济体系的动脉,是市场配置关系的主要形式。金融在社会经济发展中处于特别重要的地位,我国改革开放后经济起飞的过程充分说明了这一点。20 世纪 80 年代以来,金融国际化成为世界金融发展的一个重要趋势,促进了全球性的金融活动,方便了国际投资,也带动了国际贸易和整个世界经济的飞速发展。

无论从国际还是国内的经济状况来看,经济发展已离不开

① 王广谦:《经济发展中金融的贡献与效率》,中国人民大学出版社 1997 年版,第 2 页。

② 《邓小平文选》(第 3 卷),人民出版社 1993 年版,第 366 页。

金融,金融发展水平和金融深化程度已经成为一国或地区经济发展水平的重要标志。金融在促进经济发展、调整经济结构、维护社会稳定等方面,发挥着越来越重要的作用。^①

(一) 金融风波迭起——法律监管的提出

在金融促进各国或地区的经济增长并对世界经济产生积极影响的同时,新的风险和问题也随之产生。金融作为一个特殊的高风险行业,一个金融机构出现危机很可能在整个金融体系中引起连锁反应,引发全局性、系统性的金融风险,并可能导致整个社会的动荡。特别是在经济全球化浪潮下,各国或地区金融市场联系更为密切,相互依赖程度进一步加深;只要一个金融市场发生动荡,就会迅速地影响或波及其他金融市场,引起金融市场间的联动效应。

自1980年以来,世界上已有120个国家发生了严重的金融问题,^②这些国家为解决金融问题所直接耗费的资金高达数千亿美元,其后果十分严重:一方面导致了许多生产部门发展停滞,生产下降,财政危机深化,物价不断上涨,货币贬值积重难返,随时可能造成全面衰退性经济危机;另一方面,金融危机给社会经济生活带来强烈的震撼,不仅导致失业率上升,人民生活受到严重影响,而且社会情绪低落,由此增加了社会不安定因素,甚至带来了很大的社会动荡。

1997年7月,席卷亚洲并波及全球的亚洲金融危机始于泰国;随后,菲律宾、印度尼西亚、缅甸、马来西亚、新加坡相继遭到金融危机的肆虐;接下来,中国香港、日本、韩国也受到冲击;之后,危机进而扩散到巴西、波兰、希腊等国。亚洲金融危机严重削弱了东南亚、东亚各国或地区的经济实力,即使是号称世界第二经济强国的日本,自20世纪90年代以来经济持续低迷,经过十余年的时间方才渐

^① 曹建明:《金融安全与法制建设》,中共中央法制讲座第七讲,1998年5月12日。

^② 戴相龙主编:《领导干部金融知识读本》,中国金融出版社2004年版,第4页。

出困境。

亚洲金融危机的重要原因就是亚洲新兴国家过分强调市场的发展速度而忽视了对市场的监管。没有相应法律制度保障的证券市场创造的是虚假的繁荣,虚假的繁荣蕴藏了巨大的风险。金融危机是风险积累并爆发的集中表现。

时隔十年,就在部分亚洲国家对那场危机仍心有余悸之时,在世界头号发达国家美国,爆发了被格林斯潘称为“百年一遇”的金融灾难的次级抵押贷款危机。2007年4月美国第二大次级抵押贷款机构新世纪金融的破产标志着次贷危机的全面爆发。危机随后迅速蔓延至整个金融系统:先是全美第五大投行贝尔斯登被清盘,接着美国抵押贷款市场的两大基石——房地美和房利美被政府接管;2008年9月14日,拥有158年历史的美国第四大投行雷曼兄弟申请破产;就在当天,第三大投行美林证券被美国银行收购。金融巨头的轮番倒下使整个华尔街哀鸿遍野。在欧洲,次贷危机也造成了巨大的损失,瑞银集团、巴黎银行等纷纷宣布巨额资产减记,英国北岩银行更是惨遭破产命运。至今,危机仍未显示出停止的迹象。

次贷危机产生的根本原因在于:发达国家对金融创新的过分运用以及对风险监管的忽视。金融创新在提高竞争力、分散风险的同时也使风险传导更加迅速,降低了金融体系的稳定性。如果不谨慎运用金融创新并对风险进行严格监管,就极易导致风险的扩大化,乃至形成金融危机。

因此,在经济全球化的大趋势下,世界金融发展一体化,金融市场孕育着无数机会,同时也可能产生巨大风险。在参与国际合作与竞争中,如何加强对金融业的监督管理,提高抵御金融风险的能力,维护国家的金融安全 and 经济安全,是国际社会特别是发展中国家普

遍关心和亟须解决的重要课题。^①

(二) 金融监管的重心——转移至证券监管

随着各国或地区证券市场迅速发展壮大,现代金融体系正由以银行体系为金融制度基础的传统金融架构转向以资本市场为核心的现代金融架构。20 世纪 80 年代以来,融资证券化成为当今世界金融发展的主要特征和趋势之一。融资证券化主要表现在两个方面:一是金融工具的证券化,即不断通过创新金融工具筹措资金;二是金融体系的证券化,指通过银行和金融机构借款的比重下降,而通过发行对第三方转让的金融工具的比重相对提高,即所谓资金的“非中介化”或“脱媒”现象。^② 过去十几年中金融主体业务发生了巨大的变化。十几年前,国际融资以银行贷款为主,因而主要的金融中心也是银行中心;近十几年来,证券融资业务发展很快,商业银行的部分传统业务让位于企业融资、股票发行和机构资金管理等投资银行业务。1985 年国际证券在国际融资总额中所占比重首次超过国际信贷,此后国际证券所占比重越来越大,目前这一比重已大体维持在 70% 左右。^③ 国际融资证券化促进了国际资本市场的长足发展。

证券市场被称为国民经济的晴雨表,证券市场在经济领域的重要地位使之成为金融的中心,而证券市场本身所具有高流动、高风险的特征也使得金融监管的重心扩大到证券市场。为防范和化解金融风险,各国或地区纷纷针对证券市场专门立法,金融监管当局也加强对证券市场的监管。证券监管研究成为上述金融课题的

① 曹建明:《金融安全与法制建设》,中共中央法制讲座第七讲,1998 年 5 月 12 日。

② 吴润生:“当前世界金融发展的十大特征和趋势”,载《国际金融研究》2001 年第 1 期。

③ 吴润生:“当前世界金融发展的十大特征和趋势”,载《国际金融研究》2001 年第 1 期。

核心。

并且,证券上市作为整个证券市场的入口,是证券市场发展的基础。对证券上市进行监管意味着对证券市场的入口进行把关,是防范证券市场风险的第一道屏障。证券监管法律总是以证券上市监管法律为开端。证券市场最发达的美国,其首部联邦证券立法就是关于证券发行上市监管的《1933年证券法》。其他国家和地区虽然没有针对上市监管的专门立法,但其证券基本法都明确详细地对证券上市作出规范。日本的《证券交易法》和我国香港特别行政区的《证券条例》等立法为上述论点提供了有力的佐证。即使是没有证券基本法的英国,其《公司法》、《金融服务法》等重要法规也确立了证券上市监管的基本原则,并且明确授权相关机构对证券上市实施监管。这些都充分说明证券监管法律的起点是证券上市监管法。因此,针对证券上市监管的研究尤为必要。

(三)我国的证券监管——法律制度亟待完善

中国证券市场经历了二十年的飞速发展,从无到有,从小到大,从地区性市场迅速发展成为具有一定规模的全国性市场,有效地发挥资源优化配置的基本功能;用短短二十年时间走过了发达国家一百多年走过的路,取得了可喜的成就。但是,由于时间短、法律法规尚不完善,监管方面存在一定的缺陷,证券市场尤其是发行市场的诸多问题不断显现,证券市场违规案件时有发生,风险逐步积聚。这些问题必须解决。

2005年4月29日,证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,标志着股权分置改革的开始。中国股市也在不久后触底反弹,开始了一轮史无前例的大牛市,股指从2005年6月6日的998点一路上涨到2007年10月16日的6124点。然而,历史的经验告诉我们,越是在近乎疯狂的证券市场中越会出现更多的证券违法行为。股改完善了证券市场的价格发现机制,改变了非

流通股股东与流通股股东利益取向不一致的公司治理状况;但也正是在股改后,非流通大股东为了实现手中股票市值的最大化,其操纵股价的动机也更加强烈。没有严格的监管,操纵股价、内幕交易等违法行为在盛宴的狂欢中将愈发嚣张。从杭萧钢构的违规信息披露、内幕交易到此后陆续爆发的上投摩根等基金的老鼠仓事件无不证实了这一点。只是在牛市中各方主体面对大好形势容易忽视问题的存在。而在股改已接近尾声的今天,已处于后股权分置时代的证券市场在大小非解禁以及宏观经济调整等一系列压力下“下跌”不休,人们这才能够冷静下来发现证券市场中存在的诸多问题;从而认识到健康的证券市场亟须完善的法律制度以及有效的证券监管,也只有良好的制度与监管才能充分保障投资者的利益。

发展经济,证券市场的功能应当得到充分的发挥;同时,我们也不能忽视证券市场的缺陷及其可能产生的巨大风险。理论和实践证明,市场发展需要监管,证券市场由于其自身的高风险及社会性,更需监管。世界上没有政府不监管市场的,关键是如何监管,采取什么样的监管政策与思路。^① 只有通过不断借鉴和反思,及时修正错误,完善监管法律制度,才能有效地防范风险,为证券市场以及国民经济持续、快速、健康发展打下坚实的基础。因此,如何完善立法,建立法律体系,实现依法监管、规范证券市场成为我们最迫切需要研究和解决的问题。

二、研究的价值

金融风险日益增加,证券监管亟待完善之时,关于证券上市监管法律制度的研究具有较强的理论价值和实践意义。本书希望通

^① 潘圆:“学界再次辩论:如何看待中国资本市场”,载《中国青年报》2001年12月2日版。