



社会科学文库
shenzhen shehui kexue wenku

第④辑

投资者

TOUZIZHE
BAOHUFA YANJIU

保|护|法|研|究

张育军 / 著



人民出版社

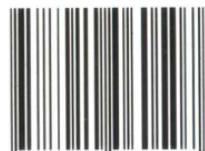


投资者

保护|法|研究

TOUZIZHE
BAOHUFA YANJIU

ISBN 978-7-01-006050-7



9 787010 060507 >

定价：45.00元

D912.280.4

8

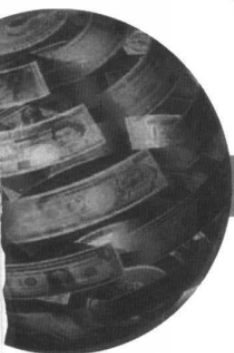
2007

投资者

TOUZIZHE
BAOHUFA YANJIU

保|护|法|研|究

张育军 / 著



● 人民出版社

责任编辑:李之美

版式设计:顾杰珍

图书在版编目(CIP)数据

投资者保护法研究/张育军著. —北京:人民出版社,2007.2
(深圳社会科学文库 第四辑)

ISBN 978-7-01-006050-7

I. 投… II. 张… III. 证券法—研究 IV. D912.280.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 006675 号

投资者保护法研究

TOUZIZHE BAOHUFU YANJIU

张育军 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街166号)

北京新魏印刷厂印刷 新华书店经销

2007年2月第1版 2007年2月北京第1次印刷

开本:880毫米×1230毫米 1/32 印张:23

字数:510千字 印数:0,001—3,000册

ISBN 978-7-01-006050-7 定价:45.00元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街166号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

投资者

保护|法|研究

TOUZIZHE

BAOHUFA YANJIU

内 容 简 介

随着我国资本市场的发展,投资者的权益保护问题成为经济领域备受关注的重要问题。作者从我国资本市场的运作出发,着眼于法律制度,紧紧围绕投资者保护问题,将理论与实践、政策与法律相结合,不仅从市场准入、证券交易、证券登记结算、证券公司、公司债权人、期货投资、市场监管、自律监管、法律救济制度九方面探讨了投资者保护的理论问题,而且对投资者权益保护进行了案卷调查、实证分析和案例分析,旨在研讨投资者保护法中资本市场运作各环节对投资者保护的现状、问题,进一步丰富和完善投资者保护法的内涵、机制。全书针对资本市场中的现实问题,依据法律和经济理论,多层次地深入探讨了投资者保护法,是目前我国研究投资者保护法方面的一部有分量的学术专著。

作者简介

张育军，1963年生于四川。先后获得西南财经大学经济学学士，中国人民银行金融研究所经济学硕士，北京大学经济学博士、中国人民大学法学博士学位等学位。深圳市第四届人民代表大会常务委员会委员。1988年起先后就职于中国人民银行总行、国务院证券委、中国证券监督管理委员会、深圳证券监督管理办公室。2000年10月起任深圳证券交易所总经理。兼任中国人民大学、南开大学、对外经济贸易大学、中山大学客座教授。主要从事金融证券、投资者权益保护法律法规等研究，已出版《美国证券立法与管理》、《中国证券市场发展的制度分析》、《国家竞争中的资本市场战略》、《转轨时期中国证券市场改革与发展》、《转轨时期资本市场前沿问题思考》等专著。

组稿编辑：方国根
责任编辑：李之美

前 言

投资者权益保护是各国资本市场发展的一个核心课题。各国资本市场的发展史,就是投资者权益保护的斗争史。我国资本市场发展只有 15 年的历史,投资者权益保护问题的提出只有几年的历史。从 2000 年开始,我国资本市场经历了前所未有的挫折,其中原因见仁见智。我认为,根本原因在于投资者权益保护水平不高。从 2001 年开始,我利用在中国人民大学攻读法学博士学位的机会,开始研究投资者保护问题,并于 2005 年 6 月完成了博士论文《投资者保护法律制度研究》(本论文已由最高人民法院出版社 2006 年 6 月出版)。该论文研究了投资者保护法的一般法理和基本法律制度,如投资者权益保护的法理基础,《公司法》、《证券法》、《民法》、《刑法》等中关于投资者保护的基本法律。但是,未就资本市场运行中的各个环节,如市场准入、证券交易、证券结算、证券公司运作、期货投资、市场监管、自律监管等中的投资者保护问题进行专题研究。

本书可以说是《投资者保护法律制度研究》的姊妹篇,它旨在研究投资者保护法中资本市场运作各环节对投资者保护的现状、问题以及改进方向,进一步丰富投资者保护法的内涵,完善投资者保护机制。本文主要研究了投资者保护中的下列主要法

律问题:一是资本市场准入,特别是证券发行中投资者保护的现状与问题;二是证券交易中投资者保护的现状与问题;三是证券登记结算中的投资者保护问题;四是证券公司运作中的投资者保护问题;五是投资者作为公司债权人的保护制度;六是期货投资中投资者的法律保护问题;七是研究证券监管行为对投资者保护的影响和意义;八是研究自律监管在投资者保护中的作用和主要保护机制;九是研究投资者保护的法律救济制度;十是研究我国投资者权益保护的现状以及受到侵害的基本途径。这十个基本问题决定了我国投资者保护的水平与质量。文章最后分析了投资者权益受到侵害的主要情况和部分具体案件,提出了进一步完善投资者权益保护法律机制的建议。

本书的写作得到了深圳证券交易所、中国证券登记结算有限公司深圳分公司法律人的大力支持,在此一并表示感谢。

目 录

前 言	(1)
第一章 市场准入与投资者保护	(1)
一、市场准入与投资者保护概述	(1)
二、产品准入与投资者保护	(12)
三、机构准入与投资者保护	(22)
四、从业人员准入与投资者保护	(33)
五、业务准入与投资者保护	(38)
六、市场准入与投资者保护的现状、问题与对策	(40)
第二章 证券交易与投资者保护	(46)
一、内幕交易的监管	(46)
二、市场操纵的监管	(66)
三、市场欺诈行为的监管	(84)
第三章 证券登记结算与投资者保护	(108)
一、证券登记结算制度与投资者保护概述	(108)
二、证券登记制度与投资者保护	(116)
三、证券结算制度与投资者保护	(139)
四、证券托管、存管制度与投资者保护	(153)

五、我国的证券登记结算制度尚存的缺陷及其 改进思路	(167)
第四章 证券公司与投资者权益保护	(180)
一、证券公司与投资者权益保护概述	(180)
二、证券公司治理结构与投资者权益保护	(215)
三、证券公司资本监管制度与投资者权益保护	(225)
四、证券公司信息披露与投资者权益保护	(241)
五、针对证券公司的投资者救济机制与投资者 权益保护	(248)
第五章 公司债权人与其保护制度	(258)
一、民法中的债和债权	(259)
二、债权人保护制度的产生背景及意义	(264)
三、公司债权人保护制度的法律规范	(268)
四、债权人保护与民事诉讼制度	(291)
第六章 期货投资与投资者保护	(297)
一、期货投资风险与投资者法律保护	(297)
二、我国期货投资者保护的法制体系	(310)
三、风险监管：保护投资者合法权益的监管 制度探讨	(327)
四、规范期货严重违法行为的法律思考	(341)
第七章 市场监管与投资者保护	(350)
一、市场监管的历史发展和理论基础	(350)
二、市场监管在投资者保护中的角色	(363)
三、监管调查与执法	(374)
四、市场监管在投资者保护方面的比较分析	(388)

五、改善市场监管,强化投资者保护的政策	(396)
第八章 自律监管与投资者保护	(404)
一、自律监管及其体系	(405)
二、自律监管在投资者保护中的角色	(421)
三、国内外自律监管对投资者保护的比较分析	(434)
四、强化自律监管,推动投资者保护的措施	(448)
第九章 投资者权益的法律救济制度	(456)
一、投资者权益法律救济的必要性及其种类	(456)
二、投资者权益的私力救济	(459)
三、投资者权益的民事救济	(465)
四、投资者权益的行政救济	(503)
五、投资者权益保护的证券仲裁机制	(523)
第十章 社会公众股东权益保护的调查分析	(551)
一、调查的基本结论	(551)
二、调查事项的统计分析	(552)
第十一章 投资者权益受到侵害的实证分析	(570)
一、投资者历年亏损金额分析	(570)
二、投资者权益受损的具体表现	(580)
第十二章 投资者保护案例分析	(598)
一、欺诈发行上市	(598)
二、高溢价发行	(605)
三、非公允关联交易	(613)
四、资金占用	(617)
五、违规担保	(624)
六、虚假并购重组	(633)

七、利润操纵	(644)
八、市场操纵	(656)
第十三章 加强投资者保护的思考与建议	(666)
一、投资者权益的法律含义与内容	(668)
二、保护投资者权益的理论基础	(672)
三、投资者权益的主要保护机制	(679)
四、我国投资者权益受到侵害的主要表现	(688)
五、我国投资者保护的法律政策建议	(701)
参考文献	(714)
后 记	(724)

第一章

市场准入与投资者保护

一、市场准入与投资者保护概述

1. 市场准入的概念和意义

市场准入是关于市场主体和交易对象(产品)进入市场的管制准则,是政府对市场管理的一种制度安排。具体地说,市场准入就是指政府部门或行业组织出于公共利益的需要,以矫正和改善市场机制内在问题为目的,制定的对社会经济活动主体进行限制的各种规则。它通过政府有关部门对市场主体的登记、发放许可证、执照等方式来体现。不同市场有不同准入规则,例如商品市场、证券市场、期货市场的准入规则就不相同。准入问题涉及的主要有三个方面:市场主体方面是准入的实体条件和程序条件,自律组织层面是自律组织的注册,政府层面是政府的审批制度。

从不同的角度分析,市场准入可以有不同的定义。根据市场准入的目的,市场准入可以分为外资准入、保险资金准入和国有企业准入。外资准入是为了保护国内金融安全和产业

竞争力。^① 保险资金准入是为了规范保险机构的投资行为,防范投资风险并保障被保险人利益。^② 为了防止国有资产流失,国务院有关主管部门专门发布规定,要求国有企业、上市公司等不得动用国家银行信贷资金买卖股票。^③

这里,我们主要研究资本市场中与投资者保护有关的市场准入。从资本市场的交易关系看,市场准入可以分为产品准入、机构准入、从业人员准入和业务准入。在资本市场上,市场主体包括产品提供者、中介服务提供者和投资者。交易的产品主要是各种证券和期货产品。对投资者保护而言,市场准入主要是证券和期货产品、中介服务机构进入资本市场的门槛或限制。虽然市场准入和市场自律限制相互影响,但市场准入不同于市场自律。市场准入主要是指市场和政府之间的关系,市场自律的限制主要体现为自律组织对市场主体和产品的进入限制。

世界各国市场准入主要有三种不同的制度:公开原则指导下的注册制、实质管理原则指导下的核准制和审批制。第一种以美国联邦证券法为代表;第二种以欧陆国家公司法为代表;第三种主要是一些发展中国家采用。上述三种准入模式只是市场

① 《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》对境外机构投资者的准入条件进行了十分具体的规定。该办法定义的合格境外机构投资者是指符合该办法规定的条件,经中国证监会批准投资于中国证券市场,并取得国家外汇管理局(额度批准)的中国境外基金管理机构、保险公司、证券公司以及其他资产管理机构。

② 保监会、证监会发布了《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》。该办法将保险机构投资者限定为符合保监会规定条件、从事股票投资的保险公司和保险资产管理公司。从事股票投资的保险集团公司、保险控股公司也适用该办法。保险公司要直接从事股票投资,必须经保监会批准,并满足偿付能力额度、内部管理、部门设置、风险控制等多项要求。

③ 《关于严禁国有企业和上市公司炒作股票的规定》(1997)。

准入的总体特征,即使在一种模式下,具体的主体准入或产品准入也有不同。例如,美国是典型的双层市场准入体制。自美国1933年证券法以来,美国的联邦证券法整体上均以披露监管为核心,与此不同,州证券法则或多或少保留了实质监管的痕迹。^①对准入的主体和产品而言,美国也有豁免登记的规定。在主体方面,根据1996年对1940年《投资顾问法》修改案的规定,资产管理规模在2500万美元以上或为投资公司提供服务的投资顾问,必须向美国证券交易委员会注册,并遵守有关联邦法律。资产管理规模在2500万美元以下的投资顾问一般在各州注册,受各州监管当局的监督管理。在产品方面,国库券在美国是豁免登记的。从市场的层次看,产品的首发和增发就不同。从1980年开始,联邦证券交易委员会采取了抽查制。根据这项新制度,第一次发行证券的发行人仍然被全面审查,而对于多次发行证券的报告公司,审查是有选择的。^②

市场准入的意义在于维护市场秩序和保护投资者。关于市场准入的意义体现在两个方面:是否应该进行市场准入的管制和采用何种市场准入的模式。市场准入在保护投资者利益方面是必不可少的,从各国均采用市场准入制度就可以证明这一点。市场准入制度的合理与否对相关领域的发展具有重要的影响。一般来说,相对宽松的制度安排,能够降低参与者参与相关领域经济活动的成本,创造经济发展的整体活力,但同时,宽松的制度安排会给相关领域带来相对较大的风险因素;而相对严格的

① 参见郭雳:《比坚持更重要的是坚持什么——美国证券监管的二元实践与理念分歧》,《金融法苑》2003年第5期,第208页。

② 参见高如星、王敏祥:《美国证券法》,法律出版社2000年版,第48页。

制度安排,虽然提高了市场主体的进入门槛和成本,从而会在一定程度上影响相关领域经济效率的提高和经济发展的进程,但另一方面能够为市场秩序和交易安全提供相当的基础。

在对待市场准入问题上,理论上的争论一直比较激烈。公共利益理论认为进入管制能确保投资者从信誉良好的企业购买高质量的产品。这种理论认为市场会失灵,会出现一些信誉不良的经营者给投资者提供质量低劣的产品,损害投资者的利益,且会出现外部性问题。进入管制能在一定程度上保护投资者的利益,解决外部性的问题。公共选择理论则认为政府规制的实际效果与政府所宣称的或公共利益理论所认为的保护公众利益、制约企业不正当获利行为的规制目标并不一致。该理论认为,管制不利于竞争,只是提高了企业市场势力,增加了被管制者的利润水平,并且进入管制创造了寻租机会,造成福利损失。

从信息经济学的角度来看,被准入限制的产品和服务,由于专业技术上的原因,使得广大投资者具有明显的信息弱势,因此,在这种情况下,市场很难正常地发挥作用,这就要求以提供公共服务、维护公共利益为己任的政府部门或行业组织消除这种生产者与投资者之间的信息不对称,对产品和服务的提供者进行相应的制度约束。对于这样的“门槛”,无论被限制的是企业还是个人都应该无条件地服从。但如果不是为了公共利益,把市场准入制度无限制地扩大到滥用的程度,此时完善市场的初衷已由经济学上所说的“市场失灵”演变成了“政府失灵”。

具体到证券市场来讲,经济发展水平、证券市场和证券市场主体发育程度、国际参与度、决策者和社会对经济及证券市场的

认识程度、国家干预的水平以及政治和民主的灵活度等都是影响市场准入的因素。但是从根本上来讲,建立什么样的市场准入制度应该取决于市场安全与经济效率成本之间的平衡点。

从市场监管角度看,任何市场准入制度均是从不同的角度保护市场秩序和投资者。注册制主要通过揭示风险来保护投资者,核准制主要是通过控制风险来保护投资者,审批制与核准制相比,对风险的控制更严格。各国的产品准入制度均体现了政府对证券发行的干预,只是程度上不同而已。^①注册制遵循的是公开原则,要求发行者提供与证券发行有关的一切信息,并对信息的真实性、可靠性承担法律责任。证券注册的唯一准则是应将发行公司及所发行证券的重要信息如实披露,以使投资者对证券的优劣作出判断。注册制对投资者的保护主要依靠市场机制和投资者自主决策。投资者根据信息作出决策,自负风险。核准制遵循实质管理原则,在信息公开基础上,对证券发行规定实质条件,证券主管机关有权否决不符合实质条件的证券发行的申请,通常把不符合要求的低质量公司排除于市场之外。核准制要求发行人必须具备一定的实质条件,确保证券发行市场上的证券具有基本的投资价值,从而在总体上降低了投资者的投资风险。^②

从行政法的角度看,核准和审批是一种行政许可。核准是审核裁量后批准,是指行政主管部门既对申请人是否具备权利资格、行使权利的条件加以核实,又对行政许可事项在总量的控

^① 参见李东方:《证券监管法律制度研究》,北京大学出版社2002年版,第113页。

^② 参见陈甦:《析证券发行审核制度的二元结构》,《法学杂志》2001年第1期,第38页。