

证券市场的 法律监管

胡英之 著

中国法制出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场的法律监管/胡英之著. -北京: 中国法制出版社,
1999. 8

ISBN 7-80083-602-9

I. 证… II. 胡… III. 证券法-对比研究-世界 IV. D912.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (1999) 第 35146 号

证券市场的法律监管

ZHENGQUAN SHICHANG DE FALU JIANGUAN

著者/胡英之

经销/新华书店

印刷/北京市朝阳区科普印刷厂

开本/850×1168 毫米 32 印张/6.3125 字数/139 千

版次/1999 年 8 月北京第 1 版

1999 年 8 月北京第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 7-80083-602-9/D·578

(北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031)

定价: 10.00 元

(如发现印装问题请与本社发行部联系 电话: 66062752)

前 言

证券市场是一个涉及证券主管机关、证券发行人（政府、机构、企业等）、证券交易所、证券商、证券专业服务机构（律师事务所、会计师事务所、资产评估事务所等）、投资人等各个方面，反映各方不同利益，各方相互关联又相互制约的复杂系统。证券市场的有效运转要求与市场相关的各个方面必须严格遵守统一的游戏规则，而这一规则必须是按照公开、公平、公正和诚实信用的原则制定的，用以明确和规范包括监管者、发行人、证券商、证券专业服务机构、交易所、投资人等各层面的权利、责任和义务。这就是现代证券法律制度的宗旨。

我国的证券市场发端于80年代初，而真正成型并初具规模是在90年代初上海和深圳证券交易所成立之后。短短十几年的时间，我们走过了西方发达国家证券市场几百年的发展历程。股票、债券、市盈率、指数这些数年前还少有人知的概念，如今已成为普通老百姓日常谈论的话题，几千万股民投入到证券市场，随着行情的涨落而起伏跌宕。

然而，我国的证券市场是在政府推动经济体制改革的政策驱动下产生和发展起来的，而政府驱动发展的模式必然带来某些制度性的缺陷。这种先天的不足和过速的发展使得我国的证券市场始终处于动荡之中，投机风盛行，大户操纵、违规操作之事屡屡发生，规范市场成为保证和促进证券市场发展的首要任务。

用什么来规范市场，由谁来规范市场，如何对市场进行规范，这就是证券法律制度要解决的问题，也正是本书要探讨的问题。

作 者

目 录

前 言	(1)
第一章 概述	(1)
第一节 证券与证券市场	(1)
一、证券与证券市场	(1)
二、证券市场的发展及其作用	(3)
第二节 证券市场的法律监管	(6)
一、问题的提出	(6)
二、法律监管的历史沿革	(7)
三、发达国家的证券立法	(10)
四、我国的证券立法	(17)
五、法律监管的目的和原则	(17)
第二章 信息披露制度——证券市场法律监管的核心	(20)
第一节 信息披露制度概述	(20)
一、信息披露制度及其确立	(20)
二、信息披露制度的作用	(21)
第二节 信息披露制度的理论依据	(24)
一、信息披露制度的理论依据	(24)
二、有效资本市场假说	(25)
第三节 信息披露的内容	(28)
一、信息披露的范围	(28)

二、我国关于信息披露的规定	(33)
第四节 违反信息披露义务的法律責任	(43)
一、信息披露的要求	(43)
二、违反信息披露义务的法律責任	(44)
第三章 证券市场法律监管的管理体制	(49)
第一节 证券管理体制与证券主管机关	(49)
一、证券管理体制的类型	(49)
二、我国的证券管理体制	(57)
第二节 证券主管机关及其职权	(60)
一、不同类型的证券主管机关及其职责	(60)
二、证券主管机关职责分析	(64)
三、我国证券主管机关的职权	(65)
第三节 证券主管机关对证券市场的监管	(67)
第四章 对证券发行市场的法律监管	(70)
第一节 公开原则与实质审查原则	(70)
第二节 对证券发行的法律监管	(72)
一、公开原则下的证券发行制度	(72)
二、实质审查原则下的证券发行制度	(74)
第三节 我国的证券发行制度	(75)
一、股票发行管理	(75)
二、债券发行管理	(78)
第五章 证券上市的法律监管	(81)
第一节 各国有关证券上市的规则	(81)
一、英国有关证券上市的规则	(81)
二、德国有关证券上市的规则	(82)
三、美国有关证券上市的规则	(83)

四、日本有关证券上市的规则	(83)
第二节 我国对证券上市的法律监管	(84)
一、上市条件	(84)
二、上市申请及审批	(84)
第三节 证券上市的暂停与终止	(85)
一、上市的暂停	(85)
二、上市的终止	(86)
第六章 证券内幕交易的法律监管	(88)
第一节 禁止内幕交易的法律制度	(89)
一、禁止内幕交易法律制度的由来及发展	(89)
二、各国关于禁止内幕交易的法律规定	(90)
三、禁止证券内幕交易立法的理论	(93)
第二节 内幕交易的构成	(96)
一、内幕人员的界定	(96)
二、内幕信息的界定	(98)
三、内幕交易行为	(100)
第三节 内幕交易的法律 responsibility	(100)
一、违反禁止证券内幕交易规定的刑事法律 责任	(100)
二、违反禁止证券内幕交易规定的民事法律 责任	(102)
三、违反禁止证券内幕交易的行政法律责任	(103)
四、公司内部人短线交易的责任	(104)
第七章 对操纵证券市场行为的法律监管	(106)
第一节 操纵证券市场的行为	(106)
第二节 操纵市场行为的法律监管	(109)

一、美国有关禁止操纵市场行为的规定·····	(110)
二、日本有关禁止操纵市场行为的规定·····	(110)
三、我国台湾地区有关禁止操纵市场行为的规定·····	(111)
第三节 对操纵市场行为的处罚·····	(112)
第八章 上市公司收购的法律监管·····	(114)
第一节 上市公司收购概述·····	(114)
一、上市公司收购的概念·····	(114)
二、上市公司收购的法律管制·····	(116)
第二节 上市公司收购法律监管的基本原则·····	(117)
一、目标公司股东公平待遇原则·····	(117)
二、充分披露原则·····	(118)
第三节 上市公司收购的法律制度·····	(120)
一、持股披露制度·····	(120)
二、强制要约制度·····	(122)
三、一致行动原则·····	(123)
四、要约收购规则·····	(124)
第四节 部分要约收购·····	(127)
一、部分要约收购的概念·····	(127)
二、部分要约收购的法律调整·····	(128)
三、我国关于上市公司部分要约收购的立法 与实践·····	(129)
第九章 证券交易场所的法律监管·····	(131)
第一节 证券交易所概述·····	(131)
一、证券交易所的产生与发展·····	(131)
二、证券交易所的种类·····	(133)
第二节 对证券交易所的法律监管·····	(136)

一、证券交易所的设立·····	(137)
二、证券交易所的职能及作用·····	(138)
三、证券交易所的业务规则·····	(140)
四、证券交易所的组织机构·····	(141)
五、对证券交易所的管理与监督·····	(143)
第三节 场外交易市场的法律监管·····	(145)
一、场外交易市场及其特征·····	(145)
二、国外场外交易市场的发展·····	(147)
三、场外交易市场的管理·····	(149)
四、我国的场外交易市场及其规范·····	(150)
第十章 对证券经营机构的法律监管 ·····	(152)
第一节 证券经营机构的两种模式·····	(152)
一、银行业与证券业分离模式·····	(152)
二、银行业与证券业混业经营模式·····	(155)
三、两种模式之争·····	(156)
四、我国证券业模式的选择·····	(157)
第二节 证券经营机构的设立·····	(159)
一、证券商及其分类·····	(159)
二、证券经营机构的设立·····	(162)
第三节 证券经营机构的法律监管·····	(165)
一、证券经营机构的业务范围·····	(165)
二、对证券商的财务管理规定·····	(167)
三、证券商经营行为管理的规定·····	(168)
第十一章 完善我国证券市场的法律监管 ·····	(172)
第一节 我国证券市场的发展及其特点·····	(172)
一、我国证券市场的发展及其作用·····	(172)

二、我国证券市场的特点及其存在的问题·····	(175)
第二节 完善我国证券市场法律监管的几点 思考·····	(178)
一、规范证券市场首先要规范政府监管部门 的行为·····	(178)
二、改变证券发行的行政性管理方式，用市 场机制取代行政办法·····	(180)
三、建立多层次的证券市场·····	(182)
四、改善投资者结构，大力培育机构投资者·····	(183)
结 论·····	(185)

第一章 概 述

第一节 证券与证券市场

一、证券与证券市场

所谓证券就是“以证明或设定权利为目的所作成的凭证”。^① 证券这一名词在使用上可分为广义和狭义，广义上使用是各种财产所有权或债权凭证的通称，如股票、债券、票据、提单、保险单等都是证券。而在狭义上使用则仅指股票、债券这类资本有价证券。

证券法上的证券一般使用的是狭义的解释。如根据美国 1933 年证券法，受该法约束的证券包括：票据（note）^②、股票（stock）、库存股票（treasury stock）、债券（bond）、公司信用债券（debenture）、债务凭证（evidence of indebtedness）、盈利分享协议下的权益证书或参与证书（certificate of interest or participa-

^① 《辞海》缩印本第 384 页，上海辞书出版社 1980 年版。

^② 美国证券法上的票据（note）是指期限不少于 9 个月的，具有投资意义的票据，其与票据法上的票据——一般指汇票（bill of exchange）和本票（promissory note）——不同。在美国某一种票据是否受证券法的管辖主要看其是否具有投资的功能（参见 Thomas Lee Hazen; “The Law of Securities Regulation”, Second Edition, pp. 33-35; Louis Loss; “Fundamentals of Securities Regulation”, pp. 168-183）。

tion in any profit -sharing agreement)、以证券作抵押的信用证书(collateral-trust certificate)、公司成立前的认股证(pre-organization certificate or subscription)、可转换股份(transferable share)、投资合同(investment contract)、股权信托证(voting-trust certificate)、证券存款证(certificate of deposit for a security)等。日本证券交易法第2条规定:“本法所说的有价证券系指:(1)国债证券;(2)地方债券;(3)法人依据特别法发行的债券;(4)有担保或无担保的公司债券;(5)根据特别法设立的法人所发行的出资证券;(6)股票或表示新股承购权的证书;(7)证券投资信托和贷款信托的受益证书;(8)外国或外国法人所发行的具有上述各款性质的证券或证书;(9)其他由政令规定的证券或证书。”其他国家或地区,如韩国、新加坡及我国的台湾、香港地区的证券法也有类似的规定。^①

本文所讨论的证券仅为狭义上的证券,即以股票、债券为主要形式的资本证券。

证券是市场经济发展到一定程度的产物。为适应社会化大生产扩大生产规模和资本规模的客观需要,证券作为一种筹资工具而出现,并成为连接资金供求关系的纽带。

证券的发行和交易是通过证券市场而进行的,相应的证券市场由发行市场和交易市场而组成。发行市场也叫一级市场或初级市场,是新证券发行的市场。公司的股票和证券在发行市场上首次向投资者销售,投资者通过购买发行公司的股票或债券,获得对公司的股权或债权,期待将来从公司得到派息或分红,而公司则获得可用于扩大生产的资金。如果购买发行公司股票或债券的

^① 参见吴志攀:《金融法概论》第221页,北京大学出版社。

投资者不愿继续持有这些证券，即可将它们转让。买卖已发行证券的市场就是交易市场，也叫做二级市场。发行市场与交易市场通过证券的原始投资者连接在一起，在发行市场上，发行人通过发行机构向原始投资者出售新发行的证券，而在交易市场上，购买了新证券的原始投资者通过证券商与其他投资者进行交易。发行市场和交易市场相互联系，相互作用。没有完备的交易市场，证券的发行就会遇到障碍，因为如果投资者不能在需要时将所购证券转让出去，他就不会愿意购买这种证券，而未经发行的证券也无法进入二级市场进行交易。发行市场与交易市场互相依存、互为补充，构成完整有效的证券市场。

二、证券市场的发展及其作用

证券市场是生产社会化和企业股份化发展的必然产物。随着社会经济的发展，传统的封建家族企业和小作坊式的生产方式已不能胜任社会化大生产对巨额资本的需求，于是产生了合伙经营的经济组织，又由单纯的合伙组织逐步演变成现在的股份公司。股份公司通过发行股票向社会公众筹集资金，用于扩大生产，实现资本的集中。股份公司的出现使证券应运而生，为证券市场的产生提供了客观条件。

最初的证券市场只是商人和证券经营者之间的非正式的街头交易聚会，以后才从这种无组织的自由交易形式，逐步发展成为有组织的、正式的证券市场。据文献记载，早在1611年曾有一些商人在荷兰的阿姆斯特丹进行荷兰东印度公司的股票交易，形成世界上第一个股票交易所。1773年股票商在伦敦成立了英国第一家证券交易所，在这段期间先后成立的还有法国的巴黎证券交易所和美国的纽约证券交易所，日本的证券市场则出现于1878年明

治维新时期。这些早期的证券市场为各国筹集大规模建设的资金及资本积累起到了重要的作用。

20世纪初,随着股份公司这一组织形式在工商业中的统治地位的确立,证券市场进入高速发展的阶段。证券交易所普遍建立,证券发行及交易额迅速增长,证券市场逐渐成为筹集资金的主要市场。但是1929年的世界性经济危机严重影响了证券市场的发展,经济危机使得证券市场处于衰落状态,也推动了资本主义国家证券市场机制的改革。各国从危机中看到了对证券市场实施立法管理的必要性,从而纷纷制定法律对证券的发行和交易进行监督和管理。

通过立法对证券市场实施管理和控制是证券市场机制的一项重要变革,它使证券市场进入一个新的发展阶段。二次大战后,伴随着经济的复苏,证券市场的规模日益增大,交易日益活跃,在现代经济中发挥着越来越大的作用。

证券市场是市场经济不可或缺的组成部分,它在市场经济中担负着以下职能:

第一,证券市场是联系和沟通投资人和资金需求者的桥梁和纽带。作为资金需求者的企业通过在证券市场发行股票和债券,筹集生产所需资金。而股票一经发行,投资者购买后就不得要求退股,其所筹集的资金即可由发行公司一直使用,满足企业使用资金的长期性和稳定性需求,解决其长期发展的资金问题。而对于投资者,证券市场不仅为其投资活动提供了理想的场所,更重要的是证券市场具有兼顾其投资资产受益性和流通性的特点。投资人投资后可以持有证券以取得利息、股息及分红,也可将不愿继续持有的证券通过证券市场转让给他人,从而收回投资。证券市场使证券的发行者、证券的购买者、证券的转让者以及沟通证券

交易双方的中间人——证券经纪人通过其提供的“场合”联系起来，它给资金需求者带来资本的稳定性，同时又为投资者带来了资产的高度流动性和预期收益性。因此，证券市场的最主要、最基本的功能就是充当连接资金需求者和投资人的桥梁和纽带。

第二，证券市场是调整和重组社会资产，优化资源配置的调节器。资金是生产资源的构成要素，生产资源在各个产业和经济部门的转移首先通过资金的转移表现出来。在证券市场上，经济效益好、有发展前景的产业或公司，其证券的价格会远远高于其他证券的交易价格，而投资者当然也会瞄准这些产业或公司投入资金。资金的大量涌入，便会给这些产业或公司注入活力，使其迅速发展。相反，那些经营不善、经济效益不佳的公司，其证券不但很难吸引投资者，而且即使有投资者原来购买了其证券，也会纷纷抛售而转向购买其他的证券。这种状况必然导致资金在不同产业及公司之间的重新分配，使资金流向不断地趋于合理，资源配置效率不断提高，充分体现“优胜劣汰”和“效率优先”的市场经济基本原则。由此可见，通过证券市场可对现有的存量社会资产、资金和资源进行重新组合，引导社会资金从增长停滞的部门、企业流向技术先进、成长性好的产业和企业，提高资金使用效率，减少资源的浪费，推动经济的增长。

第三，证券市场为政府对经济进行宏观调控提供了新的重要手段。政府借助证券市场实施宏观经济调控政策，是市场经济体制国家通行的作法。政府通过在证券市场进行公开市场操作，根据资金市场的供求变化买卖证券，调节货币供应量，达到收缩或放松银根、调节经济增长的目的。政府还可以通过对证券市场的信用政策、利率政策的调整，改变资金在证券市场与商品市场的流通比例，使货币流通满足宏观调控的要求，以全面实施其货币

政策。

第四，证券市场是转播经济信息，反映社会经济状况的晴雨表。证券市场本质上是一个信息市场，人们通过观察证券市场上各种证券的交易情况和价格的涨落，了解企业的经营状况，了解社会资金的流向，了解经济形势的变化。证券市场通过信息披露以及价格信号直接揭示出来的企业盈利状况、成长性及不同行业的景气状况是人们判断宏观经济整体运行态势的重要依据，而证券市场的总体走势与国民生产总值的增长情况以及国民经济的发展有着紧密的相关性。因而，证券市场是经济形势的晴雨表和温度计。

第二节 证券市场的法律监管

一、问题的提出

证券市场的形成是在资本主义初期，当时的社会经济处于自由竞争时期，各国对经济生活采取放任自流的态度，这是受当时占主导地位的亚当·斯密的自由主义经济学思想影响的结果。亚当·斯密认为人们从事经济活动虽然出于个人利益，但在这一过程中他受着一只“看不见的手”的指导，在追求个人利益的同时达到促进社会利益的目的。因此政府不应当干预个人追求个人利益的过程，而应当遵循一种自由放任的政策，一个国家最好的经济政策就是经济自由主义，因为每一个人都比政治家或立法者更能准确地判断资本用在什么产业更为有利。在这种自由放任思想影响下，政府对证券市场基本处于不干预、不管理的状态。这种自由放任的状态虽然使证券市场有了很大的发展，但其弊端也日

益暴露，在自由放任的证券市场上，交易活动缺乏应有的控制，具有极大的投机性，欺诈、操纵市场等行为极为普遍，埋下导致市场崩溃的隐患。

1929-1933年第一次世界性的经济危机促使各资本主义国家放弃其听任“看不见的手”调节经济的作法，转而运用各种手段干预经济。1929年经济危机一开始就爆发了证券市场的大崩溃，以美国为例子，1929年10、11两个月，美国工业股票行市跌落了36%还多，损失总额达260亿美元。在危机期间，道·琼斯工业股票指数下跌89%，纽约证券交易所上市的股票价值从897亿美元降到156亿美元，其中美国钢铁公司股票的价格从每股310美元跌至70美元，通用汽车公司的股票从每股92美元跌到7美元。^①席卷全球的经济危机震惊了资本主义世界，使得各国不得不重新审视其经济理论和经济政策，深入研究经济危机爆发的原因，试图找出预防危机和解决危机的办法。经济危机使人们认识到市场这只“看不见的手”的作用是有局限性的，仅凭市场机能来保证其有序运作几乎是不可能的，因此要扩大政府的经济职能，加强政府对经济生活的干预，运用公共权利管制证券市场，以弥补市场这只“看不见的手”的缺陷。危机过后各国都加紧制定各种证券法律，用法律手段对证券市场进行监管，以美国制定1933年证券法和1934年证券交易法为开始，证券市场进入了一个法律监管的新的发展时期。

二、法律监管的历史沿革

纵观世界各国证券立法的历史，对证券市场的法律监管经历

^① 数字资料来源于郭振英主编：《证券市场及其交易所》，北京航空学院出版社。