

公司
金融
市场
与
法律
丛
书

证券市场与法律

LAW AND PRACTICE OF SECURITIES TRANSACTION

吴志攀 白建军 主编

中国政法大学出版社



公司、金融市场与法律丛书

证券市场与法律

主编 吴志攀 白建军

中国政法大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场与法律/吴志攀主编. —北京: 中国政法大学出版社, 2000. 4

ISBN 7-5620-1979-7

I. 证… I. 吴… II. 证券市场-法律-研究-中国
IV. D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 19930 号

责任编辑 丁小宣

出版发行 中国政法大学出版社

经 销 全国各地新华书店

承 印 中国人民解放军第 1201 印刷厂

开本 850×1168 1/32 11.75 印张 300 千字

2000 年 5 月第 1 版 2000 年 5 月第 1 次印刷

ISBN 7-5620-1979 7/D · 1939

印数: 0001—3000 册 定价: 20.00 元

社址: 北京市海淀区西土城路 25 号

邮编: 100088 **电话:** 62229803 或 62228801

声明: 1. 版权所有, 侵权必究。

2. 如有缺页、倒装, 由本社发行科负责退换。

丛书总序

中国经济体制改革走过 20 年历程，取得了相当大的成就，收获之一就是我国国有企业进行了公司制度改革，建立了资本市场，将公司治理、资本市场与法律三者结合在一起来考虑，这种“三位一体”的结构是我国经济体制改革中国版的创造。我国现在正在进行以国有企业的公司产权与管理权治理结构改革为核心，以发展资本市场为依托，以建立适应市场竞争并可持续发展的法律为规范的改革。对这种“三位一体”的体制改革研究的重要意义，不仅在于宏观的层面，更重要的是其已深入到法律操作层面的个案分析和具体研究之中。

一、公司治理结构的改革

我国国有企业进行现代化的公司治理结构改革，应该是在观念上和行为上的一大转变。从蒋一苇先生的“企业本位论”开始，到厉以宁先生的“公司股份制”改造，再到吴敬琏先生的“大中型国企治理机构”的改革建议，最后到中央政府关于国企改革的决定，我们可以看到我国国企改革走过的轨迹：从“放权让利”，到“明晰产权”，再到“投资者与管理者分开”的专业化管理，最后到“抓大放小”、“有进有退”，按照产品和行业的性质，实现国企股权的多样化，从主要依靠国家发债来支撑国企转换为国企自身转让部分股权来置换发展资金。经济学家已经勾画出了国企改革的蓝图，现在需要法学家从行为规范上、契约操作上、制度设计上、章程和

细则的安排上，进行细致的“再加工”。

没有法律专家的“再加工”环节，有关政策放在具体实施过程中总会发生变形。我国过去有许多非常好的经济建设的经验，也有非常好的规划设计以及非常好的经济与经营人才，但是，由于制定了政策就开始实行，结果造成上实下虚，上高下低，上紧下松，最后变成了上有政策，下有对策。由于效果不好，某些人就开始批评政策不好，埋怨没有人才，抱怨规划不符合实际，等等。其实，这在任何国家都一样，只不过外国的法律制度比我国健全，有制度落实的保障措施，有落实保障措施的机构制度，依法办事，而不是依政策办事。外国经济的成功，也是法律的成功。我国在经济发展中出现这样那样的问题，除了经济方面的原因外，主要是法律设计与执行方面的问题。

国企改革的本质的本质是产权结构与管理权机构的改革，国企改革的发展是从国家企业到有限责任公司，再到股份有限公司，然后发展到国内证券市场上市公司，直到海外证券市场上市公司，证券国企的发展一步一步地融入资本市场。资本市场的核心并不是金融工具，金融工具仅是为了表现企业资产或资产的衍生形态，或为了规避交易风险而存在的。人类进行经济活动，其生产与生活的最高境界，是达到“安居乐业”四个字，企业生产为实现这四个字提供了衣食住行的物质保障，而金融市场为企业生产衣食住行的物质产品进行有效的资源再分配，从这个角度来讲，资本市场的核心还是企业。具体来说，何为生产效率高的企业，企业以何种方式进行生产，企业提供何种服务，又以何种方式提供服务，企业为何人所有，又以何种方式所拥有，将如何管理，又以何种方式进行管理，经济学家已经回答了这些问题，现在轮到法学家来回答了。

1993年我国颁布了公司法，更早的时候还试行了破产法。这些法律现在看来有些过时，但是在当时看来，还是具有前瞻性的，例如，《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）不依企业

的所有制来划分公司类别，而是按照投资者的责任来划分公司类别。现在，国家决定修改公司法，我们有理由相信，新的公司法将体现现代公司产权与治理结构改革的新内容和资本市场改革的新发展。

二、公司治理与资本市场

公司发展要在金融市场融资，同时，公司的资产也将在金融市场上进行交易，公司资产被资本化，产权被股份化，如同商品市场买卖商品一样，资本市场买卖公司。国企在资本市场的交易过程之中进行合并或重组，社会的经济资源得到重新配置。如果资本市场对国企的结构调整得好，国企的生产效率就会获得提高，管理人员也会获得奖励，公司的投资者也会获得更好的回报，国家的税收也将获得提高，国家经济实力得到增强，社会各项事业就得以持续发展，这便实现了良性循环。同时，在国企资产资本化的过程中，还可以使国企由政企不分、资企不分的传统管理途径转向市场化的发展轨道。

法学家研究金融市场的游戏规则可以有两个角度，一是从公司融资的角度，二是从资本市场交易监管的角度。国企上市融资，例如发行证券（股票、公司债券和公司可转换债券等），需要按照市场的“游戏规则”来进行。我国在这方面已经摸索出了“本土经验”，即同国企管理体制深化改革挂钩，同发展国民经济挂钩，同我国经济体制改革挂钩，还同我国鼓励公司高科技创新挂钩，最后，还要同加入 WTO，开放国内市场与国际市场接轨挂钩。

我国国企改革离不开金融市场发展的国际背景，将在发达国家金融自由化、全球化和电子化的情况下进行。我国的改革同时面临三重接轨：一是行政体制与市场体制接轨；二是国内市场与国际市场接轨；三是金融工程的劳动密集化低技术与信息化高技术接轨。实现上述三个接轨，其时间表不是由我国自己来安排的，而是由国际市场的发展与竞争来安排的，所以，时间紧迫、资金紧俏，人才

紧缺，竞争激烈。

回顾历史，西方工业化发达国家，是从1970年初开始金融创新和科技革命的。1990年开始了新一轮金融自由化与全球化改革，2000年至2005年，西方发达国家将会把全球金融服务市场的、高技术支持下的新“游戏规则”推广到发展中国家，所以，留给我国的时间大约有5年或7年。

西方国家已经表明政府对待全球金融市场的新观念：从将金融作为“特殊市场”，转变到将其作为像普通商品市场一样的“一般市场”来看待。其原因在于他们采用了金融交易的高技术，使得全球金融交易成本大幅度下降，交易规模提高，利润也相应提高。不掌握这种高技术的国家，人工成本较高，规模较小，交易费用较高，利润率下降。这种有对比性的发展趋势，将导致全球的资金向着利润率较高的市场集中，而需要资金的国家的市场反而短缺资金。发达国家首先掌握了金融高技术，并修改法律，以便于新技术在金融市场中得到运用。西方的这种高技术与法律改革的良性循环，导致了在法律上接受“金融市场开放化”、“金融市场全球化”和“金融经营自由化”的观念。

1994年，英国开始了以新版《金融服务法》的颁布为标志的本质性改革，改革幅度之大，被传媒称为“宇宙大爆炸”。1995年，日本学习英国的经验，也开始了“大爆炸”的“东洋版”的改革，40多项金融法律被修改，并于1999年开始实施。1999年11月，美国国会也通过了《金融服务现代化法》，将实施了近60年的《格拉斯—斯蒂格尔法》废除，自此美国的商业银行与证券公司业务、保险公司业务与投资银行业务之间没有了限制，可以相互兼营。“美国版”的金融自由化改革，将使美国出现国际超大型的、全方位的、全球化的、由网络技术支持的“现代化”金融集团。

有远见的美国银行家和证券商们，早在多年前就开始准备迎接兼营金融市场的到来。他们采取的超前行动之一，就是将大型金融

机构合并，商业银行同投资银行合并，零售业为主的金融机构同批发业为主的金融机构合并，合并的结果是导致全能型金融机构的提前出现。美国的金融机构已经像马达轰鸣的汽车，在起跑线上等待着废除经营限制的法律这一发令枪响，这一枪终于在 20 世纪结束前扣动了扳机。

在上述国际背景下，我国法律工作者在研究国内金融市场的游戏规则时，发现我国的金融市场监管体制的设计也正经历着三重观念的转变，尽管转变是相当缓慢的、渐进的和连续的。这三种转变是：第一，从以发行上市监管为中心的行政监管体制向以市场交易监管为中心的观念转变；第二，从将金融市场作为特殊市场向将其作为普通商品市场的监管观念转变；第三，从以政府为主的他律监管体制向以市场自律监管为主的体制观念转变。

变则通，转变则发展。观念的转变是金融市场发展与科技进步的必然结果，也是物质生产过剩与资金使用过剩的必然结果，同时也是经济全球化发展的必然结果。西方发达公司股票发行的注册制设立之初，就已表明发行监管为中心开始向股票交易监管为中心转移。金融市场发展中追求自由化的本质，必然导致政府对待金融市场的态度从“特殊”向“一般”转变。上网后，电子商务和电子金融具有相同特点，即其监管不仅是行政问题、法律问题，更是一个高技术问题。此时，市场的自体变得更加重要，各国政府间的国际合作也更加重要。当前，研究我国金融市场的“游戏规则”时，要从监管制度设计的角度出发，要考虑上述“三个接轨”和“三重转变”的时代背景，要从“动态”观念，从变通的角度来进行。涉及立法与司法时，要审时度势，宽严相济，更要古为今用，洋为中用。

三、金融法律与制度设计

建立与发展以证券市场为主的金融市场，完善金融市场监管和操作，保护投资者利益与维护国家利益并存等观念，已经成为国

家、企业和个人的共识。以前，国家对金融行业的发展模式，以宏观调控为主；发展资本市场模式，以为国企融资为主；保护投资者利益，以社会安定团结为主。现在，这些观念都已开始发生变化。

我国的金融体制建设已经开始步入轨道，在法治国家的大目标下，金融立法与金融司法已经加快了步伐。现在除信托法外，相关的金融法律已经基本齐全，在法院执行过程中也积累了一些宝贵经验，金融法制教育也开始普及。

在我国，政府已经确定建设和完善我国资本市场的方针，证券法颁布后，证券市场的实验阶段便告结束，正式发展阶段宣告开始。证券市场9年多的发展，表明了它确实是我国经济体制改革的需要、国企改革的需要、国内市场与国际市场接轨的需要。

发展证券市场对国企改革有着重要的意义。国企是国民经济的重要支柱，国企在保证税收、解决就业、保障国计民生的重要商品生产方面，都作出了重要贡献。改革发展的实践证明，证券市场能够有效地为国企改革提供资金，促进国企的公司治理结构调整和企业经营机制的转换。但是，国企改革也要尊重证券市场发展的客观规律，尊重金融市场中的契约承诺机制、商业信用机制、会计可信机制和市场淘汰机制。否则，证券市场不但帮不了国企，反而会被国企拖垮。

尤其重要的是，国企治理结构改造、证券市场监管制度设计及国内与海外上市的战略安排等，最终都要落实到法律规章的文字上、司法操作的实务上、立法机关对法律条文的解释上以及大众法律观念的接受程度上。国企、金融市场与法律制度的设计是互相影响、互相推动的。公司治理机构改革的成功、金融市场的安全交易与稳步发展，与诸项金融法律和有关行政法规的出台有关、与我国司法机关将法律规定落实到具体个案有关，与我国法律院系进行金融法律教育、培养人才的日常工作有关。

促使公司、金融市场与法律形成“三位一体”的研究，应该成

为理论研究人员和业内人士共同关心的问题，应该成为经济学家与法学家共同关心的问题。我国国企公司治理结构研究、金融市场监管研究、金融法律制度设计思路与司法实践具体技术问题的研究以及涉及到金融市场的监管机构类型、监管人员法律与业务素质及市场参与者自律能力与水平等，都将成为经济、法律学术研究与司法实务领域的共同课题。

在我国将要加入世界贸易组织的时候，此方面研究的时间表拨快了，要求提高了，理论界与实务界同样面临挑战。

四、面临着攻坚

改革的攻坚阶段到了！

一方面，国企改革进入攻坚阶段，在今后的几年里需要证券市场发挥更大的作用。中国证券市场的规模和质量同市场经济发达国家相比还有很大的距离，随着经济体制改革的延伸，中国证券市场的快速发展不仅是可能的也是必然的，很多问题将在监管者、从业者以及研究人员面前出现，等待解答和解决。

另一方面，虽然有关的制度建设取得了巨大成就，在监管方面也积累了很多经验，但面临“入关”，市场监管的攻坚阶段也到来了，我国的经验远远不够对付金融市场对外开放的局面。证券法的出台为中国证券市场的发展设定了大致的法律框架，但还有很多细节部分需要立法来完善和填补，金融市场监管的质量和效果也还不能完全满足开放后的市场发展要求。我国证券市场中的实际情况是违规行为不能及时得到惩治，损失无法赔偿，市场交易的成本很高，风险很大。

要处理好这些问题，迎接“入关”的挑战，离不开理论研究的支撑，更要依靠经验的托举。长期以来，经济学理论工作者在入关问题上，一直扮演着积极参与的活跃角色，但法学理论家一直处于相对沉默状态。现在，经济学家需要法学家的参与，他们期盼法学家的发言，攻坚需要经济与法律的并肩作战。

我们正在尝试一种新的研究角度、新的分析方法和新的认识论观念，从公司、证券市场和法律“三位一体”的多元系统中，找出中国版的规律。我们的作者有法律界人士，也有有经济学背景的研究人员，他们本身就是市场的监管者、参与者、规则的解释者以及市场行为的被规范者。

“三位一体”的原因已经说过了多次，还有一点没有强调，这就是：金融市场的各个领域是相通的，钱会像水一样流动。当存款市场的利息提高时，货币将从银行存款账户上流出，进入证券市场；当证券市场的指数下降时，金钱将从股市中流出，进入外汇市场或银行，以及贵金属市场。总之，这些市场像若干个大水池，互相联系在一起，设计与研究市场监管与交易规则时，也要有系统的、互动的观念。水流的终点还是大海，公司就是最终的大海。

金融市场中的主要角色，无论国内国外都是公司，将来公司和个人可能会扮演同样重要的角色，但是，目前还是以公司为主角。我们谈到公司时，总是将它同生产与制造业联系在一起，同时应该将其与金融市场联系在一起。公司既是金融市场中买卖金融产品的主体，也是被买卖的对象。要看到公司在金融市场上更加敏感，更加具有扩张力。

本套丛书以《证券市场与法律》为第一本面世，随后将推出涉及公司、金融市场和法律制度设计的系列著作。这套丛书的特点是：比较注重经济学与法学跨学科的研究，注重采用中西比较方法的运用，分别从法律领域和经济领域选取资料来综合分析。

本套丛书预计出版 10 本，包括我国的证券市场监管、证券市场不当行为、商业银行新经营观念与法律、公司资产证券化、公司在金融市场中的合并、法律金融体制改革与法律设计、信息化对我国金融市场和公司行为的影响、全球化对我国金融市场和公司行为的影响以及金融市场与公司行为法律的研究方法等。

待本套丛书出版齐全之后，我们希望在这个跨学科领域，将出

现一种新的研究方法、新的研究领域的划分和新的观察事物的观念。在今后几年，我们这些作者还将致力于一套新的丛书的编著。

本套丛书的出版得到许多领导和企业家的帮助，丛书的关于证券市场监管的第一册和第二册，十分荣幸地获得了上海证券交易所的帮助，从课题研究、资料搜集和出版经费方面都得到了相当大的帮助，在此我们非常感谢上海证券交易所法律部和其他有关部门。丛书的关于银行新的经营业务与法律和公司资产证券化的第三册和第四册，得到了河南豫联能源集团的支持。豫联集团在有关资料搜集和实地调查方面，以及出版经费方面都给予了巨大的帮助，在此，我们对该集团的总经理张洪恩先生表示深深的感谢，没有他和他的同事们的大力支持，出版这几本书是不可能的。

本套丛书中其他几册也有企业界的大力支持，等到该册出版时，我们将在该书的序言中表示感谢。

在本套丛书的资料整理和联系出版的过程中，北京大学法学院金融法研究中心的许多同志做了大量的工作，没有他们的努力，丛书也无法顺利出版。

本套丛书撰写、编辑于 20 世纪，出版于 21 世纪，我们全体作者、支持者和编辑等工作人员希望能够将本套丛书作为对 20 世纪的回顾及献给 21 世纪的微薄之礼。

编 者

1999 年 12 月 21 日

序

法制建设对证券市场的重要性是众所周知的。我进入证券行业，最初的工作就是参与证券法规的制定。记得在《股票发行与交易管理暂行条例》等最初一批法规的起草和修改工作中，若干条款存有争议，在讨论时，大家经常以“这是国际惯例”来支持自己的论点，听来听去，发现同一问题有不同的国际惯例，仔细一问，才明白所谓“国际惯例”有相当一部分是“国家惯例”，实际是美国惯例、日本惯例和英国惯例。这使我懂得了一个道理，在遵循一般原则的情况下，各国经济、法律和社会状况均有其特殊性，其证券法规都需要适应和体现这种特殊性，才能维护证券市场健康发展。中国制定证券法规，需要把立足本国实际和充分借鉴国际经验相结合，既不能照搬照抄，也不能闭门造车，一句话，要实事求是。

另一个深刻的印象是，在起草法规和执行法规的过程中，大家也喜欢引用外国的名词，但往往一追根究底，就不得而知了。规范和发展证券市场必须充分借鉴国家经验，但要做到这一点，前提是搞清证券市场发达国家和地区到底是怎么做的，有什么相同之处，又有什么不同之处，这样才能决定哪些可以引进，哪些不能引进。本着这个想法，去年上半年，我建议北京大学吴志攀教授组织人对国际证券法规作一些系统的比较研究，从中吸取对中国有用的做法，并请上交所予以一定的支持。目前，这项工作已经取得初步成果，现将其编辑出版，相信会对证券市场的发展有所裨益。希望北京大学的同仁能再接再厉，继续把这一工作做好。

王 益

1999年10月28日

目 录

监管篇——证券市场的永恒话题

- 从“证券”的定义看监管制度设计 吴志攀 (3)
- 中国证券监管体制的立法再造——《证券法》中
 证券监管体制规定研究 王 超 (23)
- 论商业银行证券投资权力的法律限制 潘 攀 (42)

中介机构篇——证券市场的核心

- 美国对券商利益冲突的法律规范 彭 冰 (119)
- 证券公司资本充足率监管法律制度比较研究 杨 亮 (142)
- 我国券商融资渠道的法律分析 郑顺炎 (187)

发行与交易篇——证券市场的焦点

- 美国私募发行制度研究 于绪刚 (209)
- 客户交易结算资金的法律问题 彭 冰 (251)
- 网上证券交易之发展、产生的法律问题及我国
 之对策 朱绵茂 (276)
- 上市公司收购法律监管模式 郑 瑛 (294)

法律责任篇——证券市场最薄弱的环节

证券犯罪理与法 白建军 (313)

浅析信息披露不实的民事责任——从红光案

谈起 郑 琰 (345)

监 管 篇

——证券市场的永恒话题

猫与鼠的斗争是证券市场上永恒的话题，“道高一尺，魔高一丈”是监管机构的尴尬和不敢松懈的现实。中国究竟应为监管者设计一种什么样的监管模式呢？

