

李朝晖 著
LI ZHAOHUI

证券市场 法律监管 比较研究

ZHENQUAN SHICHANG
FALU JIANGUAN
JIAO YANJIU



人民出版社
RENMIN CHUBANSHE

策划编辑:欧阳日辉

责任编辑:欧阳日辉 郑海燕

装帧设计:曹 春

图书在版编目(CIP)数据

证券市场法律监管比较研究/李朝晖著.

-北京:人民出版社,2000.12

ISBN 7-01-003360-9

I. 证…

II. 李…

III. 证券交易-金融市场-法制-对比研究-中国、外国

IV. D922.234

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 13355 号

证券市场法律监管比较研究

ZHENGQUAN SHICHANG FALÜ JIANGUAN BIJIAO YANJIU

李朝晖 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市电子外文印刷厂 新华书店经销

2000 年 12 月第 1 版 2000 年 12 月北京第 1 次印刷

开本:850 毫米×1168 毫米 1/32 印张:10.75

字数:256 千字 印数:1-2,000 册

ISBN 7-01-003360-9/F·743 定价:20.00 元

前 言

从 80 年代初首次发行国库券,我国证券市场建立已经近 20 年。在这 20 年中,我国证券市场从无到有,从小到大;从试点到正式确立,已经扩展到全国范围。证券品种也由单一的国债,发展到国债、企业债券、金融债券、股票、基金、可转换公司债券等多个品种;证券市场已由单纯一级市场发行,到目前二级市场的交易相当活跃;从 80 年代分散的场外交易到 1990 年分别建立上海和深圳证券交易所,实行证券的集中交易。目前在深圳和上海证券交易所挂牌交易股票的上市公司已近千家,全国股票投资者达到 4000 多万人,证券交易量已经占到国内生产总值的 30% 多,证券市场逐渐成为我国社会主义市场经济的重要组成部分。

但是,我国证券市场还存在许多先天不足和后天发育不良的现象。其先天不足是指我国证券市场不是在市场经济发展到一定阶段随着股份公司的产生、发展而自然产生、发展的,而是在被禁止近 30 年之后,由政府解禁并直接植入的,证券市场的建立与股份制改造同时进行,是在股份制极不规范的情况下开始运作的,因此证券市场自我管理和风险自我控制能力都相当欠缺。其后天发育不良是指我国证券市场建立以后,由于监管没有及时跟上,存在大量问题,如市场过度投机、内幕交易、虚假信息、操纵市场等不良事件迭出不穷,投资者利益无法保障,证券市场作为国民经济晴雨表的作用也尚未显现。可以肯定,目前证券市场中存在的这些问题主要是由于不成熟的市场行为与不完善的市场管理体系交织并

存而造成的。因此,在培育和发展市场的同时,提高和完善证券市场监管体系成为解决问题的当务之急。

完善我国证券市场监管体系,可以借鉴发达国家和地区的现成经验和做法。但是借鉴国外证券立法和监管制度不能简单地照搬照抄,必须建立在对其制度充分认识的基础上。不同国家的立法和监管制度存在着差异,甚至实行完全不同的制度,一国禁止的,可能正在另一国实行;有的一国长期实行的制度也正在发生变革。因此,必须充分认识各种制度存在的客观环境和相应的配套制度,才能准确判断什么可以为我所用,什么不适合我们,有选择地借鉴国外立法和制度,确定适合我国国情的证券市场监管体制和制度。

本书正是以此为出发点,对不同国家证券市场的法律监管进行了比较研究。不仅对美国、日本、英国、德国、法国等证券市场有着悠久历史和目前最发达的几个国家的法律监管制度和体系进行研究,而且将新加坡、台湾、香港等新兴证券市场国家和地区的监管制度纳入研究范围。并大量参考了各国证券立法和证券市场历史与现状的有关资料,从证券监管体制、证券立法体系、证券发行与上市制度、交易制度、上市公司收购的规制、证券商制度、证券交易场所的管制等多方面进行比较研究。

为了准确把握各种制度对于我们的现实参考借鉴价值,本书对各国现行证券监管制度进行了比较研究,并分析各种制度的优点和缺陷;而且这种研究不是停留于现行制度,而是追溯历史,深入分析各种制度生成的原因、运作机理及其在现实环境中的运作情况,以及各种制度演进轨迹和发展方向。然后再分析我们的现实环境和状况,包括我国目前的证券监管体制、制度和证券立法及其运作情况,证券市场发育程度,我国的法律传统,国家管理经济的方式,金融体制和制度,以及整个经济环境、股份公司的规范化

程度、公司治理结构的完善程度、企业和股份公司的规模等等。根据我国这些实际情况,客观评价我国现行证券市场监管制度,提出未来完善和发展的方向及具体措施和步骤。

我在大学和研究生学习期间就已开始证券法的学习和研究,至今已近10年,在这方面积累了大量资料,并已公开发表10多篇相关的论文,为完成本书写作打下了基础。同时由于身处深圳这个全国的证券交易中心,对证券市场的许多变化有较深刻的了解,这对准确认知和把握我国证券市场法律监管状况有着重要帮助。当然,由于所掌握的资料有限,书中可能存在不全面、不完善之处,甚至有些观点可能有失偏颇,敬请读者指正。

作者

2000年4月

目 录

前言	1
第一章 证券监管体制之比较	1
第一节 政府型监管体制	1
一、集中型管理体制	2
二、综合型证券监管体制的监管机构	7
三、政府型证券监管体制的优点和缺陷	13
第二节 自律型监管体制	14
一、英国的自律监管体制	15
二、香港地区的证券监管体制	20
三、自律型证券监管体制的优点和缺陷	25
四、证券市场监管体制的国际趋势：政府型和自律型 监管体制的融合	26
第三节 我国证券监管体制的建立与完善	27
一、我国证券监管体制的形成过程	27
二、我国证券监管体制进一步完善的建议	38
第二章 证券立法体系之比较	44
第一节 以专门立法为主的立法体系	44
一、美国的证券立法体系	45
二、日本的证券立法体系	58
三、我国台湾省的证券立法体系	59
第二节 以自律规则为主的证券立法体系	62

一、英国的证券立法体系	63
二、香港地区的证券立法体系	67
第三节 以商法为基础的证券立法体系	72
第四节 我国证券立法体系的建立	75
一、我国证券立法体系建立过程	75
二、我国目前证券立法体系	81
三、我国证券立法的缺陷	87
第三章 证券发行与上市制度之比较	91
第一节 证券发行与上市的审核制度:注册制与核准制	92
一、证券发行与上市的注册制	92
二、证券发行与上市的核准制	99
三、注册制与核准制的比较和评价	106
四、中国证券发行与上市的审核制度:从审批制到核准制	108
第二节 证券发行与上市的条件	115
一、证券发行的条件	116
二、证券上市条件	118
三、上市的暂停和终止	124
第三节 证券的种类	127
一、世界各国证券的种类	127
二、我国证券的种类	131
第四节 证券发行和销售的方式	136
一、两种证券发行方式:公募发行与私募发行	136
二、公开发行的销售方式	138
三、我国证券发行与销售方式	140
第四章 证券交易制度之比较	144
第一节 证券交易的一般规则	144
一、委托竞价方式	144

二、证券成交的规则·····	149
三、清算与交割制度·····	149
第二节 对信用交易的管制制度·····	155
一、美国的证券信用交易制度·····	156
二、英国的证券信用交易制度·····	157
三、日本的证券信用交易制度·····	159
四、我国台湾省的证券信用交易制度·····	163
五、香港地区的证券信用交易制度·····	166
六、小结·····	167
第三节 不正当证券交易行为之限制·····	169
一、内幕交易·····	169
二、操纵市场·····	181
三、欺诈行为与虚假信息·····	188
第五章 上市公司收购规制制度之比较·····	196
第一节 上市公司收购及其规制原则·····	196
一、上市公司收购法律规制的范围·····	196
二、上市公司收购的种类·····	198
三、上市公司收购的法律后果·····	200
四、上市公司收购的规制原则·····	204
第二节 对收购者的法律规制·····	206
一、公开收购信息·····	207
二、关于收购要约的规定·····	212
三、强制收购制度·····	217
四、部分收购的规则·····	222
第三节 对目标公司董事会的规制·····	224
一、出具独立意见·····	224
二、公开有关收购信息·····	226
三、董事会权能的限制——禁止擅作阻挠行动·····	226
四、对目标公司受雇人员代表的通知·····	231

第六章 证券商制度之比较	233
第一节 银行业与证券业关系的法律规定:分业型 与混业型	233
一、两种体制及其利弊	233
二、银行业与证券业分合在各国立法和实践中的沿革	237
三、我国证券业与银行业的分业经营模式及未来取向	245
第二节 证券商的种类	247
一、证券商的主要种类	248
二、我国证券商的种类及思考	256
第三节 证券商的法定资格	263
一、证券商的管理模式:注册制、特许制和承认制	263
二、证券商的组织管理	271
三、证券商条件	273
第七章 证券交易场所监管制度之比较	293
第一节 证券交易所的监管模式与设置制度	293
一、证券交易所监管模式:政府主导型、自律型和综合型	293
二、证券交易所的设置制度:注册制、特许制和承认制的比较	297
三、我国证券交易所监管模式和设置制度	301
第二节 证券交易所的组织形式	304
一、公司制证券交易所	304
二、会员制证券交易所	307
三、两种组织形式的比较	308
第三节 关于场外交易市场和二板市场	312
一、国外场外交易市场和二板市场概况	313
二、我国建立场外交易市场和第二板市场的思路	322
参考文献	331
后记	335

第一章 证券监管体制之比较

加强证券监管的一个重要前提条件是理顺证券监管体制。综观世界各国的历史和现状,证券监管体制并没有固定的、一成不变的模式,各国证券监管体制因对证券市场和对证券监管手段功效的认识不同以及法律传统不同而各不相同,并且随着证券市场的发展变化而或多或少地发生变化。但从总体上看,证券监管体制可以分为两大类,即政府型监管体制和自律型监管体制,并且近年这两种监管体制出现了融合趋势。

第一节 政府型监管体制

政府型监管体制是指政府通过立法及设立全国性的证券监督管理机构对整个证券市场实施监督和管理的制度。这一监管体制的最突出特点是政府以法定方式积极参与证券市场的管理,实现对全国证券市场的统一管理。美国是实行这一监管体制的典型代表。此外,加拿大、韩国、印度尼西亚、菲律宾、大陆法系国家以及受大陆法系影响深刻的国家和地区,如德国、法国、意大利、日本、我国的台湾地区等也实行政府型监管体制。

政府型监管体制因政府参与和干预证券市场的方式和监管机构设置的不同,又可以分为两类:集中型管理体制和综合型管理体制。

一、集中型管理体制

集中型管理体制是指政府通过制定专门的证券市场管理法规,并设立全国性的专门的证券监督管理机构来实现对全国证券市场的集中统一管理。美国是集中型证券监管体制的典型代表。

美国证券市场的专门管理机构是根据其 1934 年证券交易法设立的联邦证券交易委员会 (the Securities and Exchange Commission, 缩略称 SEC), 它由总统任命、参议院批准的 5 名委员组成, 委员全部为专职, 不得兼任其他公职, 也不得直接或间接从事证券交易。委员会直接对国会负责, 是具有完全准立法和准司法职能的独立机构, 其对全国证券市场的交易主体和交易行为依法进行管理和监督的权力不受总统和其他政府部门的干涉, 只在其预算、立法等事项上应同有关主管部门协调。SEC 领导全国市场咨询委员会、联邦证券交易所、全国证券商协会。证券交易委员会具有对全国的证券发行、证券交易所、证券商、投资公司等依法实施全面管理监督的权力, 是统一管理全国证券活动的最高管理机构, 是美国证券市场的政策中心、管理中心和信息中心。它负责制定并调整有关证券交易活动的管理政策, 制定并解释证券市场的各种规章制度, 并组织实施, 成为美国证券市场的政策中心; 它管理着全国范围内一切证券发行与交易活动, 包括证券发行的注册和有关信息的公开, 管理证券商、投资公司等证券经营机构及其从业人员, 维持证券市场秩序, 调查、处理证券发行与交易中的不法行为, 成为美国证券市场的管理中心; 它组织并监督证券市场活动和输送各种有关证券发行与交易的信息, 成为美国证券市场的信息中心。

证券交易委员会是一个合议制的审议机构, 通过辩论会等形式决定和解决有关证券市场的问题。其主要活动是通过促进充分

披露实质性的信息保证对投资者的保护,并且确保证券市场公正和诚实地执行联邦证券法律以及根据这些法律所制定的规则。解释联邦证券法律、指导市场人士行为、制定规则是证券交易委员会最主要的职责和任务。

由于联邦证券法律的比较简单,在实际执行中,在理解上可能出现分歧,证券交易委员会担负着解释证券法律的任务,这是根据联邦证券法律规定赋予的职责和权力,也是其重要职责和任务之一。

指导市场人士行为是证券交易委员会的另一主要职责和任务,根据联邦证券法规定赋予的职责和权力,证券交易委员会属下各局都负有向注册人、未来可能的注册人、公众和其他人等提供指导和咨询意见的责任,帮助其确定是否执行法律及其条例,以及帮助其遵守法律。

制定规则也是证券交易委员会的主要工作之一。委员会不仅根据联邦证券法律制定证券市场管理的具体规则,而且还要根据这些规则的实践情况不断进行修正。委员会追求的目标是在尽量减少受监管对象所负担的费用的情况下有效地披露信息,即成本和效率并重。这一目标要求委员会不断地审查所通过的规则和注册表格的实际运作情况,一旦发现某一规定未能达到其目标,或某规则执行的成本过高,工作人员就会及时将这一情况报告委员会,再由委员会着手进行修改。

证券交易委员会还拥有强制执行联邦证券法律的法定权力,即行政处罚权,如果它认为法律已遭到或在某些情况下即将遭到违反,便会对有关问题进行调查,并通过听证会、行政诉讼程序等对实际已经发生的违法行为予以制裁。这种制裁包括中止交易所或场外交易商协会的会员资格或将其开除,拒绝、中止或撤销经纪人的注册,谴责不法行为,宣布个人为暂时或永久的市场禁入人

员。同时委员会还可以提起民事诉讼,请求有关地方法院下令禁止被指称违反法律或委员会规则的行为或做法,或要求法院下令采取补救措施如退出非法所得或处以民事罚款等。委员会还与刑事权力部门就共同关心的问题密切合作,对欺诈或其他故意的违法行为已构成犯罪的,可以将事实转呈司法部,并提出对犯罪个人进行刑事诉讼的建议,打击证券犯罪活动。

委员会有着很周密的内部分工,SEC 本身的组织机构包括公司财务局、执法局、市场管理局、投资管理局等四个业务局和会计师事务所办公室、国际事务办公室、法律事务办公室、经济分析办公室、行政法官办公室、秘书办公室、监察主任办公室、执行主任办公室、审计官办公室、档案和信息办公室、行政和人事办公室、信息技术办公室及公共事务、政策评估和研究办公室等 14 个独立服务于委员会的办公室共 18 个部门。

公司财务局的主要职责是监管公众持股公司在信息披露方面的活动。它的具体工作包括审查新证券的注册登记表、年度报告、关于收购要约的文件以及所有与收购合并有关的信息的披露,并负责向公众和潜在的注册人等提供有关《证券法》、《证券交易法》及其有关条例的行政解释。公司财务局还负责《信托契约法》的执行,负责对信托契约资格的申请是否符合法律和委员会规则的要求等进行审查。此外,公司财务局还参与制定有关财务报表的规则和条例。

市场管理局负责监管二级市场的活动,包括证券经纪人的注册和监管,监督证券交易所、证券商协会等自律性组织和二级市场的参与者以及登记清算机构等,包括这些实体的财务状况、业务情况等,市场管理局还负责研究市场结构问题,保障影响证券市场运作的政策的实现,监督证券投资者保护公司和城市证券规则制定委员会的工作,协商地区办事处的工作。

投资管理局的基本职责是执行《投资公司法》、《投资顾问法》和《公用事业控股公司法》，具体负责关于互助基金与投资顾问注册、财务责任、销售方式和宣传方面的条例的执行，审查新基金，负责投资公司和投资顾问公司的注册，监督投资公司、投资顾问公司的业务活动。

执法局负责执行联邦证券法律，行使调查权和处罚权，对各局和自律组织通报及投资者控告的事件进行审查和展开调查，通过行政诉讼或必要时向有关地方法院提起民事诉讼，保证联邦证券法律的正确执行。

各办公室是独立服务于委员会的机构，各负其责，例如总律师办公室是处理委员会或有关委员会及其工作人员的所有诉讼的中心，具体职责包括在司法程序中代表委员会，处理涉及各个业务局的法律事务，根据《诉讼程序规则》采取惩戒性程序，并向委员会和各业务局和办公室提供涉及法规解释、规则制定、立法事项和其他法律问题的咨询意见和帮助。总会计师办公室在提高会计和审计标准及保持各独立会计师较高专业行为标准方面具有重要作用。它的主要职责包括就颁布新的会计或审计标准或对原有标准进行修订等事项，与会计专业代表和该专业指定的标准制定机构代表进行磋商，负责起草财务报表要求的规则和条例，并监督管理独立会计师的行为，对违反业务规则的会计师建议委员会作出处理和处罚。经济分析办公室负责处理与委员会监管活动密不可分的经济问题和经验问题，在建立、维护和管理证券市场有关数据库的基础上，对证券市场进行长期研究，并分析证券监管规则的变化，制定长期发展政策、规划。此外，该办公室还通过收集和分析关于各种可能需要委员会注意的市场活动的的数据，分析市场上具有潜在意义的事态发展，为规则的变化提供依据。各办公室在工作上与各局是相互协作的，例如总律师办公室向各业务局提供咨询意见

和帮助,经济分析办公室通常与负责规则提案的各局密切协作等。

此外,美国证券交易委员会将全国证券市场分为九个交易区,包括纽约、芝加哥、洛杉矶等,在每个交易区设立证券交易委员会的办事处,每个地区办事处又下设若干个地区分处,监督交易区内的证券发行与交易行为,主要是负责调查本地区证券市场的状况,办理证券发行登记等事宜。这样,证券交易委员会的活动可以深入到基层,也因此对市场的变化及行为和现象能够及时作出反应,使监管更为有效和符合市场规律。

目前美国已经形成多级管理的监督金字塔,在多级管理体制中,除了位于金字塔顶端的联邦证券交易委员会外,由于美国是联邦制国家,各州在不违反联邦法律的前提下,有权制定证券法规和设立证券交易委员会,对本州的证券市场进行监管。在金字塔的中级是一些私人非盈利性机构(如证券投资保护公司)和自律组织,包括纽约证券交易所和其他证券交易所、全国证券交易商协会、各清算公司以及证券规则制定委员会,这些自律组织负有监测在其各自市场上的交易并监督其成员的活动的责任。构成监管金字塔的基础的是投资公司、上市公司等的监督部门,其职责在于监督公司与公众的交易,调查客户申诉以及答复监管机构的询问。

值得一提的是,自律组织在美国证券交易委员会成立以前曾是美国证券市场管理的主要形式,但这种自律监管未能有效地发挥作用,最终导致1933年《证券法》和1934年《证券交易法》的制定、通过以及联邦证券交易委员会的成立。美国集中型证券监管体制建立以后,并未否定自律监管的作用,相反自律组织和自律监管日益完善,特别是近年各国证券监管体制融合的趋势下,这种表现更为明显,自律监管已成为美国证券监管金字塔的基础。例如全美证券交易商协会是美国场外交易市场的主要管理机构,该协会的主要管理职能主要体现在会员管理和交易管理上。该协会建

立会员制度,负责所有参加该协会的会员注册,并监督会员的日常经营活动;该协会不仅要求会员执行联邦和州证券法以及 SEC 制定的规则,而且也制定本组织的规章制度,并监督执行;该协会在向会员和投资者提供电子化的统计系统、报价系统和转账清算系统的同时,利用该系统指导证券投资方向和资金流向,监视场外交易中各种证券交易量和交易价格的变化,防止不法交易的发生。该协会 1971 年成立的自动报价系统(NASDAQ)目前拥有 3 000 多个证券交易商、500 多个证券经纪人和美国大部分的投资银行家,其交易量仅次于纽约证券交易所,在美国位居第二,并已成为全球重要的证券交易系统,这也使该协会在美国证券市场监管中的作用进一步提高。

属于这一体制的还有韩国、菲律宾等国家,韩国的证券监管机构包括证券交易委员会、证券监督局、证券交易所等专门机构,对证券市场实行严格的管制。菲律宾根据法律设置了证券交易委员会,按规定证券只有在向证券交易委员会进行登记后才能向公众出售,任何交易所都必须向证券交易委员会登记,该委员会是一个准司法机构,通过一系列的规章管理证券交易所。

二、综合型证券监管体制的监管机构

综合型的证券监管体制是指在一国的证券监管体系中,虽以政府监管为主,但政府中不设专门的证券监管机构,而是由政府的相关部门兼管,主要是由政府中主管财政或金融的机构兼管,对金融市场实行综合管理。

采用综合型的证券监管体制的国家,或是由中央银行或财政部门负责证券市场的监管,或是在银行或财政部门中设立证券监管机构。采用这一监管体制的多为大陆法系国家,如德国、法国、意大利、卢森堡、瑞士等,以及受大陆法系影响深刻的国家和地区,