



证券监管与 投资者保护

李鸿渐 著
王富华

甘肃人民出版社

证券监管与投资者保护

李鸿渐 王富华 著

TOUZIZHE BAOHU

甘肃人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券监管与投资者保护 / 李鸿渐, 王富华著. —兰州:
甘肃人民出版社, 2005
ISBN 7-226-03334-8

I. 证... II. ①李... ②王... III. 证券交易-监督
管理-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 147735 号

责任编辑: 郝 军

封面设计: 杨旭勇

证券监管与投资者保护

李鸿渐 王富华 著

甘肃人民出版社出版发行

(730000 兰州市南滨河东路 520 号)

兰州鑫昌印刷有限责任公司印刷

开本 850 × 1168 毫米 1/32 印张 10 插页 2 字数 246 千

2005 年 12 月第 1 版 2005 年 12 月第 1 次印刷

印数: 1—1,000

ISBN 7-226-03334-8

定价: 20.00 元

前 言

投资者是证券市场的主体,保护投资者的合法权益是世界各国《证券法》的立法宗旨,也是证券监管工作的首要任务。大量理论与实证研究表明,投资者保护是证券市场能否持续健康发展的关键因素,因而是世界各国证券市场发展中无法回避的重要问题。一国或地区投资者保护越好,投资者就越有信心,从而资本市场也就越发达,抵抗金融风险的能力就越强,对经济增长的促进作用也就越大。

然而,全球证券市场发展的历史与现实表明,同其他市场一样,证券市场也面临着无法避免的市场失灵——垄断、经济外部性、信息不对称等现象,而其内在的高风险性和高投机性特征,伴随长期存在的形形色色欺诈现象,中小投资者权益因此而遭受严重损害成为一种常态。早在18世纪初,证券市场尚处于萌芽阶段的英国发生了严重损害投资者权益的“南海事件”;2001年,使大量中小投资者蒙受惨重损失的“安然事件”和“世通事件”更是表明,即使证券市场发展已经相当成熟如美国,对中小投资者的侵权行为也是普遍存在的;新兴证券市场上,掩盖在繁荣泡沫下的投资者权益缺乏保护问题在亚洲金融危机的冲击下也暴露无遗;在中国,证券市场发展时日虽短,但损害投资者权益的严重程度与其他国家相比较有过之而无不及,“中科创业”股价操纵案件和“银广夏”等上市公司财务造假案件已经危及到投资者对中国证券市场的基本信心。于是,如何通过完善法律法规制度,强化对违规交易

的稽查与惩处,最大限度地保护投资者合法权益不受侵害,成为各国证券监管机构的核心工作内容。

但监管机构的存在并不意味着投资者利益尽可得到有效保护。一个国家或地区能否通过强化证券监管,实现对投资者、特别是中小投资者合法权益的有效保护,受到多种因素的约束影响:

第一,监管理论。科学的监管理论对于明确实务中行政监管机构的监管目标、监管原则、监管对象以及可资使用的监管手段等具有很强的指导性影响,如果监管者不能从理论上形成保护投资者利益的共识,则其错置目标的监管行为将无助于投资者合法权益的保护。

第二,监管结构。不同的证券监管理论会催生不同的监管结构与体制,而不同的监管结构对投资者的保护在效果上存在着重大差异。

第三,认识问题。在某一既定监管结构中,如何实施监管以求最大限度地实现投资者保护宗旨,需要在理论上充分认识投资者保护的重要性,避免监管不足的同时也应防止过度监管对投资者可能造成的损害。

第四,监管标的。明确特定期间、特定市场中损及投资者合法权益的违法违规交易,并进行针对性的事前预警和事后稽查与惩处。

第五,法律支持。投资者保护需要有法律的基本支持,监管、稽查与惩处的效果在很大程度上取决于其时立法、司法的基本价值取向及其执行情况。

本书正是从这一逻辑基础出发,就我国证券市场中的投资者保护问题进行探索性研究,认为投资者保护的有效性在很大程度上取决于监管环境,即科学的监管理论指导、适合国情的监管结构与体制和对投资者保护问题的理论认识。但良好的监管环境也只是必要条件,除此而外,尚须明确特定时期的监管标的,即对场中

损害投资者利益、使其蒙受巨大的违规行为(通常即指证券欺诈行为)进行严厉监管查处。而所有基于投资者保护的证券监管措施是否能够实现其目标,也都受到适用法律法规的具体制约。

本书在对证券监管与投资者保护问题进行全面理论分析的基础上,就我国证券市场中的证券欺诈行为进行了深入讨论,特别是对投资者造成严重损害的股价操纵和内幕交易进行了系统的研究,提出相应的规范措施,即事前预警监察和事后稽查监管,并进行适当的建模分析和实证检验。其用意在于,从经济技术的角度分析并探求现有交易制度下,如何才能尽可能地阻止股价操纵和内幕交易行为的发生,最大限度地保护中小投资者的利益,使其免受证券欺诈的危害。

需要特别说明的是,证券监管与投资者保护是证券市场永恒的主题,在不同历史时期,不同的文化环境,不同的经济发展水平,其所含内容也各不相同。对于中国这个新兴证券市场而言,以有限的研究精力、能力和篇幅,在一本小册子中深入考察这一重大问题,其困难与不足显而易见,书中的缺点与谬误在所难免。而面对证券市场日新月异的快速发展,理应就其中某些观点与方法进行及时更新与修正,但这并不容易,个中诸多困难与问题也都有待于作者做出进一步的探索与努力。敬请各位同仁、读者朋友不吝给予批评与指正。

李鸿渐

2005年10月

目 录

前言	(1)
1. 导论	(1)
1.1 研究主旨与研究路线	(1)
1.2 若干基本概念の界定	(4)
1.3 主要内容与结构安排	(10)
2. 证券监管及其经济学分析	(13)
2.1 证券监管概述	(13)
2.2 证券监管的经济学分析	(41)
2.3 新兴证券市场的监管特性	(55)
3. 证券监管结构模式与选择	(66)
3.1 证券监管结构的逻辑分析	(66)
3.2 证券监管横向结构分析与选择	(80)
3.3 证券监管纵向结构分析与选择	(92)
4. 投资者保护:理论与现实	(104)
4.1 投资者保护原则与实践	(104)
4.2 投资者保护的现实分析	(117)
4.3 监管与过度监管:投资者保护效果	(136)
5. 证券欺诈:基于投资者保护的监管标的	(157)

证券监管与投资者保护

5.1 证券欺诈的法律界定	(157)
5.2 股价操纵及其监管	(159)
5.3 内幕交易及其监管	(178)
6. 中国证券市场上的欺诈与监管	(208)
6.1 中国证券欺诈现象描述	(208)
6.2 中国证券市场股价操纵及其判别	(214)
6.3 中国证券市场内幕交易及其判别	(241)
6.4 证券欺诈的事后稽查与监管	(257)
7. 投资者保护的法律视角	(274)
7.1 投资者保护的法律现状	(274)
7.2 基于投资者保护的民事赔偿分析	(276)
参考文献与资料	(305)
后 记	(308)

1. 导 论

1.1 研究主旨与研究路线

1.1.1 问题的提出

投资者是证券市场的主体,保护投资者的合法权益是世界各国《证券法》的立法宗旨,也是证券监管工作的首要任务。大量理论与实证研究表明,投资者保护是证券市场能否持续健康发展的关键因素,因而是世界各国证券市场发展中无法回避的重要课题。一国或地区投资者保护越好,投资者就越有信心,从而资本市场也就越发达,抵抗金融风险的能力就越强,对经济增长的促进作用也就越大。

然而,全球证券市场发展的历史与现实表明,证券市场上长期存在着形形色色的欺诈现象,中小投资者权益因此而遭受严重损害成为一种常态。早在 18 世纪初,证券市场尚处于萌芽阶段的英国发生了严重损害投资者权益的“南海事件”;2001 年,使大量中小投资者蒙受惨重损失的“安然事件”和“世通事件”更是表明,即使证券市场发展已经相当成熟如美国,对中小投资者的侵权行为也是普遍存在的;新兴证券市场上,掩盖在繁荣泡沫下的投资者权益缺乏保护问题在亚洲金融危机的冲击下也暴露无遗;在中国,证券市场发展时日虽短,但损害投资者权益的严重程度与其他国

家相较有过之而无不及,“中科创业”股价操纵案件和“银广夏”等上市公司财务造假案件已经危及到投资者对中国证券市场的基本信心。

上述诸多欺诈事件的直接后果是损害了证券市场的统一性,扭曲价格并破坏市场发现价格的功能,严重损害投资者权益,破坏市场的公平性(欺诈者的超额利润大部分源于其他投资者的损失或成本),最终削弱市场信心,而市场信心对保持市场流动性和效率至关重要。监管者如果认识不到甚或漠视投资者保护问题的重要性,不能有效制止市场上非法行为对投资者的损害,将严重挫伤其信心进而退出市场,对资本市场的健康发展造成不良影响,甚至破坏其健康存在之基础。令人欣慰的是,大多数国家或地区的学者与政府官员基本形成这样一种共识:保护投资者利益并维护其长期投资信心是促进资本有效形成和配置,实现证券市场和国民经济持续健康发展的必要条件。国际证监会组织(IOSCO)更是将投资者保护列为证券监管的首要目标。因为投资者对市场的长期信心与资本形成之间存在某种正相关关系,缺乏对投资者的有力保护会使其丧失信心,证券市场将失去正常运转的基础,整体经济也将受到严重影响,市场为得到这一经验性结论付出了沉重的历史代价。

在西方国家相对成熟的证券市场上,对证券监管与投资者保护的理论研究正在逐步完善和深入,已经形成了比较完备的制度体系:以 Stigler 为代表的对证券监管的研究,以 Jensen 和 Meckling 为代表的公司治理研究,以及近年颇为活跃的 La Porta、Shleifer 和 Vishny 等学者对全球范围投资者保护理论的研究更成为证券市场研究的热点。与此同时,实务中的行政监管也在不遗余力地强化着对投资者利益的维护,美国 SEC 更是成为国际证券界行政监管的典范。相对于国外成熟市场而言,我国证券市场尚处成长初期,市场信心非常脆弱,因此,强化对证券市场违规交易的有序监管,严

厉打击证券欺诈行为,切实保护投资者合法权益不受侵害,更具有特别的迫切性和制度建设意义。

我们对证券市场上投资者保护和监管的理论研究尚处起步阶段,对于投资者保护在证券市场发展中的重要性乃至对国民经济的影响是否充分认识也还是不容乐观。本书的写作正是基于这一现实背景,试图在理论和实践上对这一问题做出一些有益探讨。

1.1.2 研究路线与方法

本书在写作中遵循的一个基本逻辑是:监管理论对于实务中是否需要监管及如何监管具有很重要的影响与指导性;不同的证券监管理论会催生不同的监管结构与体制,而不同的监管结构对投资者的保护在效果上存在重大差异;在某一既定监管结构中,如何实施监管以求最大限度地实现投资者保护宗旨,需要在理论上充分认识投资者保护的重要性,避免监管不足的同时也应防止过度监管对投资者可能造成损害;在认识清晰的情况下,就特定期间、特定市场中损及投资者合法权益的违规违法交易,进行针对性的事前预警和事后稽查与惩处;投资者保护需要有法律的基本支持,监管、稽查与惩处的效果在很大程度上取决于其时立法、司法的基本价值取向及其执行情况。

循此路线,本书采用理论探索与实践运用相结合的研究方式,理论分析与数据实证分析相结合的研究范式,对证券监管与投资者保护的各相关主题,在阐述国内外学术界理论研究和经验分析的基础上,结合中国的实际情况展开具体分析。研究方法基本以传统研究框架为基础,即:提出问题——文献综述——理论(模型)分析——实证检验——结论与建议。

1.2 若干基本概念的界定

可靠的理论分析必须建立在对基本概念与相关问题的正确界定和理解之上。欺诈、监管、投资者保护是本书的关键词,为了减少歧义,更清楚地表述我们的理论与观点,有必要对三个概念及相关问题做一梳理性说明,并指明本书使用时的特定内涵。

1.2.1 投资者保护

投资者涵义之界定

实务中,投资者系指投入现金购买某种资产以期获取利益或利润的自然人和法人,其投资行为包括购买公司股份或基金、购买债券或以获利为目的放贷、以获利为目的存款、以获取收益为目的购置房产、贵金属、甚至邮票、字画和文物等。一般意义上通常指企业的借贷人(债权人)和上市公司的股东。

理论界对投资者的定义随着现代公司理论的发展而呈现出多变趋势。*Jensen & Meckling* (1976) 认为公司是一个由物质资本所有者、人力资本所有者及债权人等相关关系人组成的契约型组织^①。因此公司治理结构可以理解为股东、债权人、职工等利害关系人组成的契约组织。无论是股东、债权人或是职工,他们均对公司的营运投入了资产,并且这些资产的价值还依赖于其他相关的资产,任何一方的随意退出或机会主义行为均可以使其他方的利益蒙受损失。由此可见,同实务相较,在新的公司概念范畴内,投资

① 青木昌彦等:《经济体制的比较制度分析》,魏加宁等译,中国发展出版社 1999 年版,第 175 页。

者概念的内涵得到了扩展。

本书讨论的主题是证券监管与投资者保护的关系,以及如何通过对证券市场上欺诈行为的监管,有效保护投资者的利益不受侵害。证券交易实务中,欺诈行为的实施者一般是拥有资金优势和信息优势的机构,包括证券公司、基金、上市公司和控股股东等。与此相应,权益容易遭受侵害而需要保护的则是处于弱势地位的中小股东^①。因而,本书所称之“投资者”较上述投资者内涵要狭隘得多,特指那些参与证券交易,但身处弱势地位、投资权益易受侵害的中小股东,从而将债权人及控股股东等剔除在投资者定义之外。

将债权人与控股股东排除在外,是基于是否需要给予额外保护的考虑。事实上,做这样的处理也有法律上的考虑。我国《公司法》里有一个突出的矛盾,即应该更多地强调保护股东的利益,还是应该特别注意保护债权人的利益,具体表现在公司清算终止后的法律处理上:公司法人资格的终止是清算后还是吊销营业执照后?按《公司法》,清算后才终止了它的法人资格;按照国家工商行政管理总局的概念,只要吊销了营业执照,即取消了公司的法人资格,然后再进行清算。对公司清算和终止的不同处理,反映了股东利益与债权人利益存在严重冲突的现实。本书无意、亦无力解决这一现实问题,故在论及投资者保护时,并不涉及对债权人的保护。

另外,关于中小投资者利益与大股东利益的冲突问题,也存在法律上的矛盾。《公司法》和《证券法》明确规定,股东大会有权决定公司的包括合并、分立和重组等的权限。如果股东会合法召开(不仅程序合法,而且实质内容也合法),任何中小股东也没能按照公司法第 111 条,认为股东大会的决议违法,或者董事会的决议

① 从公司治理的角度看,中小股东的弱势地位源于其与控股股东等优势机构之间信息不对称、搭便车及持股比例小等因素。

违法,从而侵犯了他的利益。在这种情况下应该如何保护中小股东的利益呢?有鉴于此,本书并不认为控股股东是需要保护的投资者,相反,将其视为实施证券欺诈行为的主体之一。

投资者保护:概念及内容

依国际证监会组织(IOSCO)的定义,投资者保护(*Investor Protection*)是指投资者应当受到保护以免被误导、操纵或者被欺诈,包括内幕交易(*Inside Trade*)、插队交易(*Front Running or Trading Ahead of Customers*)和滥用客户资产(*Misuse of Client Assets*)等。考虑到本书讨论的主题,我们将投资者保护理解为:由国家立法机关、司法机关、行政机关或其授权的监管机构,以及自律型监管组织等,通过法律、法规、行政或者自律手段对投资者的合法权益进行保护,使投资者能够在证券市场中公平地获得相关信息和投资机会,免于受到公司控股股东和内部人等拥有资金优势和信息优势的机构欺诈行为的伤害,以及过度监管和不当监管所带来的侵害和损害,同时有效降低投资者的投资风险的行为。

作为一种监管行为,我国证券市场中的投资者保护主要针对以下方面:

公司控股股东或内部人对中小投资者的侵害 世界各国证券市场发展过程中,都或多或少地存在公司控股股东和内部人对外部中小投资者权益侵害的现象,如控股股东和内部人将公司的利润或者现金流转移,不按照市场价格实施资产置换,在企业管职位上任人唯亲,建立自己的权利帝国,过高地支付管理者报酬等。从这个意义上说,公司治理在很大程度上是监管者实现外部投资者权利免受内部人侵犯的一套机制(La Porta等,1999b)。

证券欺诈行为对投资者的损害 在证券市场中,上市公司

与投资者之间、具有资金优势和信息优势的投资者与其他投资者之间、证券中介机构与投资者之间存在着信息不对称。虽然信息披露可以减轻信息不对称的程度,但真正完全、及时、充分地进行信息披露,在实践中很难做到。信息不对称的存在使得虚假陈述、欺诈客户、内幕交易与市场操纵成为可能。这些行为都会损害投资者的利益,如何避免这些损害成为投资者保护的重要内容。

证券经营机构对投资者利益的侵害 投资者欲进行证券交易只能通过证券经营机构进行,因此投资者必定要与证券经营机构,如证券公司直接发生委托代理关系。由于监管措施不当、信息不对称性等多种因素,投资者一般处于相对不利的地位,有可能发生证券经营机构侵犯客户利益的现象,比如证券商挪用客户资金,不优先处理客户交易指令,或者由于经营机构自身的经营风险带来对客户不能清偿等问题。

过度监管、不当监管对投资者的损害 监管者在实现社会福利最大化时存在着信息不完全和信息不对称问题,监管者也不可能知道真实的、确定的社会福利函数以及政策制定技巧,或者说,社会福利函数的确定和政策制定技巧的获得是有成本的。再者,监管机构本身的影响和重要程度都直接和产业重要程度、机构规模、预算规模以及机构中高层职位薪金等有关,而且监管机构的收入或经费也是被监管产业重要程度的函数,这样就有可能出现过度监管。此外,如“俘获”理论所表述的,不同的利益集团支配了整个监管过程,并最终使得监管机构适应他们的需要。故而,证券监管政策对投资者而言,并非必然适当且能保护其利益,事实上大量存在过度监管和不当监管的现象。

1.2.2 证券欺诈的法律涵义

由于信息不对称的客观存在,证券欺诈(*Securities Fraud*)行为自证券市场诞生之时即长伴不断,以至世界各国证券市场都有

一个共性特质,那就是“形形色色的证券欺诈始终是五彩缤纷的证券市场的共生体”^①。我国证券市场上,著名如银广夏案、红光实业案等证券欺诈事件从来就不曾中断过,而且随新技术的发展,欺诈手法演绎翻新,更趋隐蔽性和危害性。

一般意义上,通常将相关机构或个人在证券发行与交易活动中,采取欺骗性手段诱使投资者买卖证券或做出其他违背其真实意愿并损害其权益的行为,称之为证券欺诈。但作为民事欺诈的一种具体形态,法律给予证券欺诈的界定对于投资者合法权益的保护更具重要意义。

但令人遗憾的是,我国现有证券法规对证券欺诈的界定并不十分科学明确。国务院证券委员会于1993年8月发布的《禁止证券欺诈行为暂行办法》认定内幕交易、操纵市场、欺诈客户和虚假陈述等为证券欺诈行为^②;而后由全国人大常委会颁布的《证券法》第5条规定:“证券发行、交易活动,必须遵守法律、行政法规;禁止欺诈、内幕交易和操纵证券交易市场的行为。”证券欺诈因而与内幕交易和操纵市场相并列,成为一种特定的证券交易禁止行为,《证券法》第72、73条则从形态上对证券欺诈做了具体界定,包括编造并传播证券交易虚假信息行为、虚假陈述和信息误导行为及欺诈客户行为等。欺诈的主体则在第72条第1款中规定的是国家工作人员、新闻传播媒介从业人员和其他有关人员故意编造传播虚假信息的欺诈行为,第72条第2款规定的是证券业有关机构及其工作人员和证券管理部门及其工作人员的欺诈行为,第73

-
- ① 宋一欣:《充分利用民事诉讼法律机制建立证券市场民事赔偿制度》,北大法律信息网,2001年9月26日。
- ② 《禁止证券欺诈行为暂行办法》第二条:“本办法所称证券欺诈行为包括证券发行、交易及相关活动中的内幕交易、操纵市场、欺诈客户、虚假陈述等行为。”

条规定的是证券公司及其从业人员实施的欺诈行为。应该说,我国《证券法》将“证券欺诈”与“内幕交易”和“操纵市场”行为并列并不十分恰当,仔细分析内幕交易行为与股价操纵行为的表现,会发现两者都离不开欺诈,因此就性质而言,两者本身就是欺诈性行为的具体表现。

本书重点讨论了证券欺诈行为对投资者权益的侵害,认为内幕交易、操纵市场、欺诈客户和虚假陈述等行为均对中小投资者的合法权益构成了侵害,故于行文中引用“证券欺诈”概念时以《禁止证券欺诈行为暂行办法》中的界定为准,同时认为《证券法》的有关规定是对“暂行办法”中没有涉及的一些欺诈行为的补充,如国家工作人员、新闻传播媒介从业人员和有关人员故意编造传播虚假信息的欺诈行为,发行人及有关机构和人员的证券欺诈行为等。至于证券欺诈的具体内容如内幕交易、操纵市场等,将在本书的相应章节予以详尽分析说明。

1.2.3 证券监管

综观各国证券市场的历史轨迹和现状,可以发现,政府对于证券市场的监管活动在任何体制背景的国度中都是证券经济及其市场运行的主要组成部分,亦即各国证券市场上无一例外地存在明显的政府管制。反映在理论上,证券经济和证券市场的特殊性使得证券监管几乎成为最少争议的管制范畴:“在所有对经济活动的公共管制中,最受赞扬的也许要属证券交易委员会^①对证券市场的管制了”^②。

一般认为,所谓证券监管,不过是政府管制在证券经济和证券

① 指美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)。

② George Stigler: *Public Regulation of Securities Markets*, Journal of Business of the University of Chicago, 37, No. 2 (April 1964)。