

证券法律制度与实务

黄仁杰 著



955

法律出版社
PUBLISHING HOUSE OF LAO

证券法律制度与实务

黄仁杰 著

法律出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券法律制度与实务 / 黄仁杰著. - 北京: 法律出版社,
1997.12

ISBN 7-5036-2143-5

I. 证… II. 黄… III. 证券交易-财政法-研究 IV. D91
2.201

中国版本图书馆 CIP 数据核字(97) 第 11503 号

出版·发行/法律出版社

经销/新华书店

印刷/外文印刷厂

开本/850×1168 毫米 1/32 印张/11.125 字数/290 千

版本/1997 年 8 月第 1 版 1997 年 8 月第 1 次印刷

印数/0,001-6,000

社址/北京市广外六里桥北里甲 1 号八一厂干休所(100073)

电话/63266794 63266796

出版声明/版权所有,侵权必究。

书号:ISBN7-5036-2143-5 /D·1774

定价:16.00 元

(如有缺页或倒装,本社负责退换)

前 言

中国证券市场经历了十来年的震荡和颠簸,以其独特的魅力与功能吸引着社会各界人士踊跃参与,成为寻常百姓的热门话题,经济体制改革的关注点,取得了可喜的成绩,实乃令人欣慰。面对社会公众日益强化的金融意识和投资观念以及迫切需要了解和掌握证券知识和证券市场理论的社会现实,国内学者先后推出了种类众多的证券佳著。但目前国内出版的各种证券书籍,大都集中于引进和研究证券市场的基本知识与理论,描述和分析证券市场实际运行与业务操作,而真正系统研究和分析证券法律制度和证券市场管理的书籍所见甚鲜,这不能说不是一个缺憾。因此,我本着尽力弥补缺憾的愿望,立足于探讨和分析证券法律制度的理论与实务,并根据多年来的研究收获,撰写成书,以期共享,并期望能够为我国证券市场法制化和规范化建设贡献微薄之力。

本书以在经济发达国家通行的证券法律制度为基础,引用了由英美国家法院判案所确立的原则,广泛参考了主要经济发达国家的证券市场管理经验,并紧密结合我国的具体情况以及最新颁布的有关法律,力求融理论与实务于一体。本书既可作为高等院校经济类专业和法律专业的教材和参考书,又可为广大证券业从业人员、证券投资者和法律工作者提供有益的借鉴和参考。

在本书的写作过程中,我参阅了大量国内外有关证券市场方面的论文和著作,并吸收了国内外同仁们的研究成果,在此,表示衷心的感谢。由于我涉足时间毕竟有限,书中的遗漏和不妥之处诸所难免,诚恳地恭请诸位同仁不吝赐教。

作 者

1997年4月于北京

目 录

第一章 绪论	1
第一节 证券化	1
第二节 证券法律制度概述	9
第三节 证券法律制度指导原则	16
第四节 证券市场构成要素	21
第二章 证券市场管理	33
第一节 证券市场管理体制	33
第二节 证券发行市场的管理	40
第三节 证券流通市场的管理	46
第四节 证券经营机构的管理	55
第三章 证券推销	64
第一节 筹集资本的方法	64
第二节 证券发行的条件	68
第三节 信息披露	71
第四节 证券上市	77
第五节 解除认购合同	80
第六节 欺诈赔偿诉讼	89
第四章 承购包销与分派认购	96
第一节 证券认购合同	96

第二节	认购新股通知书及其权利	103
第三节	承购包销的法律框架	116
第四节	短期融资券的发行与承购	124
第五章	股票交易	137
第一节	股权转让	137
第二节	股票出售	153
第三节	其他形式的股票交易	159
第六章	上市公司的收购	165
第一节	公司的并购	165
第二节	法人对上市公司股票的收购	169
第三节	上市公司对本公司股票的收购	176
第七章	反内幕人交易法	185
第一节	内幕信息	185
第二节	内幕人	188
第三节	反内幕人交易法对证券的适用范围	196
第四节	内幕人交易	199
第五节	制裁	206
第八章	债券发行人与债券持有人之间的法律关系	212
第一节	公司债券的种类	212
第二节	由债券产生的权利义务关系	216
第三节	债券受托人	223
第四节	债券支付代理人	236
第九章	可转换债券和认股权证	242
第一节	可转换债券的转换权和赎回权	242

第二节 对可转换债券转换权的保护.....	251
第三节 认股权证.....	261

附录:

有关证券法规及业务规则.....	266
一、禁止证券欺诈行为暂行办法	266
二、证券市场禁入暂行规定	272
三、证券经营机构股票承销业务管理办法	278
四、可转换公司债券管理暂行办法	288
五、关于股票发行与认购方式的暂行规定	295
六、申请公开发行股票公司报送材料标准格式	302
七、招股说明书的内容与格式	305
八、上市公告书的内容与格式(试行)	328
九、中期报告的内容与格式	335
十、上市公司检查制度实施办法	341

第一章 绪论

第一节 证券化

一、证券市场的发展

在证券市场上,有的人为弥补资金不足要通过发行证券而进行筹资,有的人把其闲置资金用来买进证券而进行投资,也有的人则利用在证券转让中的时间、空间的不同而出现的价格差异,为获取利益而进行证券的买卖。这种证券交易活动是有偿转让资金所必需的。在证券市场上交易的对象是证券,与其他各种市场交易比较,其特殊性主要表现为有偿性、风险性和契约性。证券交易与普通商品交易不同,它是通过缔结各种金融契约的形式进行的,其表现形式是有价证券及其派生工具。从金融市场的角度来看,有价证券既是信用工具,也是金融工具,由此便产生了证券市场存在的前提。

证券市场的组织形式主要有三种:其一,交易所方式,即通过交易所公开竞价进行,由代理人按照时间优先和价格优先的原则进行成交;其二,柜台方式,又称场外方式或店头交易方式,即不通过集中于交易所竞价而分散于各个金融机构柜台上的交易;其三,中介方式,即金融中介机构运用金融工具参加交易。在证券交易所以外进行的证券交易是场外交易。场外交易也有各种各样的形式,不同形式的场外交易又有不同的市场名称,如非正式市场,自由市场,店头市场(或称柜台市场)^①,第三市场^②,第四市场^③等。证券市场交易

活动的具体形态是由证券市场的参加者,证券市场工具和证券市场的组织形式这三个要素构成的。因此,证券市场是资金供求双方,运用金融工具,通过一定形式进行证券发行、交易以及交易场所的总和。在市场经济发展到一定程度之后,各种金融工具必然得到广泛运用,客观上也需要金融工具具有流通性,于是便产生了对金融工具的买卖和自由转让的需求,从而使开拓和发展证券市场成为市场经济发展的客观要求。

在国际金融市场上,随着欧洲美元市场的发展^④,50年代末期开始出现了国际金融业发展的契机。欧洲美元市场的建立是从短期银行拆借开始的,此后不久又形成了欧洲债券市场。这些市场建立和发展的意义在于产生了不受国家法规管制的资金和债券市场,使银行家们自20年代以来,首次经历了利率是由市场力量决定的市场交易,而不是由政府颁布行政命令决定的市场交易。国际银行业发展的另一个方面是从70年代开始,银行开始互相在其它国家设立分支机构,其直接原因是由于跨国公司的发展,以及银行竞相在海外寻找“避税掩蔽所”。然而,这些外国银行不久就超越了最初曾经吸引它们的业务范围,很快就向东道国的客户提供国际金融业务,并由此步入东道国的银行业,成为东道国银行体系中的一个组成部分。

与银行业的发展相比,证券业的发展被推迟到了80年代,直到1986年10月伦敦证券市场的“大变革”(“Big Bang”)^⑤才完全改变了欧洲的证券交易所,并为进一步的变革铺平了道路,从而开始了放松管制和适用新的信息技术的发展时期。信息技术的发展是使证券市场产生巨大变化的主要推动力,对实现全球化交易^⑥起了关键性作用。全球化交易使国际证券业的格局变得比较清晰了,它包括了一个证券交易所网络,其中在纽约、伦敦和东京的证券交易所是国际证券交易的中心,其次是在米兰和法兰克福的证券交易所。新加坡、香港和悉尼的证券交易所已经随着亚太地区经济的发展使其地位日益重要。证券业发展的另一方面是自80年代初以来,由股票和债券派生出来的衍生金融工具的交易剧增。这一发展过程通常被称之为

“金融创新”。

在金融创新的过程中,出现了许多流行词,其中“逆中介”或“资金游离”(Disintermediation)和“证券化”(Securitization)就是因金融创新而滋生出的新词藻。所谓“资金游离”指的是从储蓄银行中大量提款转向证券市场直接投资的活动。在大多数国家里,“逆中介”或“资金游离”的最大的来源之一是大量的财政赤字。导致财政赤字的原因很多,如不断增长的对社会保险、教育和健康服务方面的支出。这些方面支出增长的原因是由于人口老龄化和二次大战后的生育率增长。这两个问题都使得劳动力人口减少,并使政府增加财政支出。而财政赤字主要是由发行可转让证券的方法来弥补,虽然政府也力图增加在政府储蓄银行里的储蓄存款。但不论采用何种方式,其结果都将使银行里的资金游离。另外,资金游离的其他形式也会造成从银行大量提款。当那些资金需求者发现他们可以在公开市场上以自己的名义筹措到比银行贷款更便宜的借款时,并且当财政部门不仅可以在不使用银行就可以完成其大部分工作,而且还可以通过向社会公众提供金融服务的方式与银行竞争时,资金游离的情况也会大量出现。

“资金游离”与“证券化”在意义上有许多相似之处,尽管它们的着重点不同。倘若由“资金游离”所代表的直接金融是直接以可转让证券作为交易工具进行交易的话,那么就与“证券化”一词在意义上联系起来了。“证券化”一词通常指的是在金融市场上,资金需求者以发行各种债务性证券直接向社会公众筹集资金的方式,代替通过银行来取得资金的趋势。证券化的特征之一是大量发行各种形式的证券,但证券化的着重点并不仅仅是放在发行可转让证券上,而是涉及到将各式各样的银行资产形式转变为可转让证券的金融活动。它显示出财产形式日益转化为证券形式和资源配置日益以证券为媒介进行。这是市场经济演进的一种内在必然性。这种趋势在市场经济的发展过程中发育,逐渐形成了市场经济的一种新型经济关系。

证券化已经引入了新的证券,新的交易方式和新的市场。金融

期货和期权,掉期^⑦,购回协议,以及票券发行便利(NIFs)和循环承购票券(RUFs)等短期融资券都已经加入到传统的股票和债券之中。每一种金融工具的市场都有供方和需方。一般而言,在没有市场需求增长的情况下,通过提供特定类型的金融工具来刺激市场需求的增长是不可能。在证券发行方面,除了政府和平衡财政赤字方面的作用以外,其他类型的经济成分也从不同的方面增加了对证券的需求。另外,国际债券危机和多数工业发达国家的经济衰退也大大地削弱了银行。在解决了国际债务危机之后的新的国际金融形势下,市场的供需双方都不愿继续完全依赖银行在世界范围内运转资金。机构投资者们已经把兴趣放在可转让证券上,而不是放在银行存款上。于是,多数发达国家加强了提高对可转让证券市场需求的政府措施,其中包括逐步放松对证券交易所的监管和采取步骤鼓励那些低收入的社会阶层人士通过投资基金持有证券。其结果是使证券化已经很明显地成为 80 年代初期以来在国际金融业中的重要活动,使这种以证券为媒介的经济关系加速扩展,渗入到市场经济运行的各个层次和方面。可以说,市场经济的发展已进入证券经济的发展阶段,该阶段是继信用经济之后的又一个新的发展阶段。

二、证券化的形式

证券化的形式和工具是更加基本的经济发展产物,即金融创新。金融创新是一台“经济发动机”,它在整个金融体系的发展中运转,填补在金融市场供求不平衡中的空白,是市场上供需力量关系的产物。不同的证券化形式和工具反映了对金融创新的不同的供求关系。证券化主要有两种类型:其一,与资产出售有关的金融创新;其二,通过证券市场运作的信贷。

实际上,第一种类型的证券化形式就是所谓“资产证券化”(Asset Securitization)。资产证券化的概念并不复杂,它指的是资产持有者,即证券发行人,将其某类资产聚合起来,然后把聚合起来的“资产总库”(Pool of Assets)存放到一个专设的信托帐户上,再以资产总库

为抵押发行资产抵押证券(Asset Backed Securities, ABS)的过程。在资产总库中的资产通常是未来的某项收益。适合资产证券化的资产种类既包括金融资产,也包括非金融资产,其中比较常见的有房地产、信用卡的应收款、汽车贷款、贸易应收款、收费公路、已被证实的石油天然气储备等。当相关的资产被包装成为可接受的形式,并作为一项担保在公开市场上出售时,就是在证券化一项资产,或是其中的一部分。此时,“封闭型的市场信用”就被有效地转变为“公开型的市场信用”,即一项担保。所谓贷款担保证券或资产担保证券都是由现存债务形式担保或支持的,用于支持以资产出售为目的的融资工具。

第二种类型的证券化形式则类似于所谓逆中介或资金游离,即取消金融中介机构,让信贷通过证券市场运营,使以信贷通过证券市场运作为代表的直接金融代替以信贷通过金融中介机构运作为代表的间接金融。自80年代初以来,资本市场融资,或者说证券市场融资已经在相当大的比例上明显地代替了传统的银行中介服务。同时,证券和信贷市场之间的距离已经变得越来越小了,传统的市场屏障已经被侵蚀了。在这方面,可以用欧洲债券在国际资本市场上的增长情况与传统的欧洲贷款市场情况的比较来说明:

在国际资本市场上的借贷 (单位:10 亿美元)^⑧

年 度	总 额	欧洲债券	其他国际债券	欧洲贷款	其他信贷融资
1981	200.6	31.3	21.5	91.5	56.5
1982	179.1	50.3	25.2	90.8	12.8
1983	157.8	50.1	27.0	60.2	20.5
1984	228.3	81.7	29.8	53.2	64.0
1985	284.7	135.4	32.3	53.5	63.5
1986	317.0	187.0	39.0	50.0	41.0

另外,自80年代初以来,欧洲债券发行额的增长情况是:1980年为188亿美元,到1988年达到1757亿美元,而到1990年已达到2633亿美元。这些统计资料是对80年代欧洲债券在国际资本市场借贷中戏剧性增长情况的回顾,说明通过发行欧洲债券的融资方法从80年代初开始已被大量使用,使欧洲债券成为国际金融活动中的重要融资工具,并与传统的国际银团贷款相匹敌。这一进程被称为“欧洲市场的溶解”。

证券化始终是与新的金融技术的迅速发展相联系着的。这些新的金融技术被人们称作是衍生金融工具,其作用主要体现在四个方面,即融资(Funding),包销(Underwriting),对冲(Hedging)^⑨和套利(Arbitraging)。这些作用也归纳了所有衍生金融工具的基本特征。这些新的衍生金融工具无疑会使分析问题变得复杂化。例如,由于增加使用选择权的出售(Put)、购入(Call)、展期(Extension)和转换(Conversion),使评估期限变得困难了。衍生金融工具还增加了“合成”资产和负债的复杂性,一项合成的资产或负债可能被看作是已被资本化了的净收入的价值,它是从一家机构可能采取行动实施其选择权的情况下产生出来的。在这样的模式中,作为一项资产在债券中的转换权^⑩,可以产生许多可能出现的合成资产。每一项合成资产都反映出在不同的假设情况下的债券的转换条件。另外,还有一种附带认股权证的债券,即允许其持有人享有一项再投资的选择权。随着新的期限模式,价格公式和运用选择权的出现,新的衍生金融工具也会不断产生出来。

认识金融创新比认识相应的衍生金融工具要困难得多。衍生金融工具有形的,它们通常是一些特定的技术性金融产品。而与衍生金融工具相比,金融创新的有形程度则低得多,它们通常是现存金融工具的修饰物,是一种服务体系。一种基本的分类法是将衍生金融工具从金融创新的发展过程中分离出来。一种衍生金融工具改变了在市场上的一种产品或服务的参数,而一项金融创新则是指在一个生产发展过程的范围内,在投入中的一项改变。按照这一基本的

分类法,浮动利率债券是一种衍生金融工具,而银行资产负债表外活动的兴起则是一种金融创新。另一种分类法是将发明、创新和扩散区分开来。发明是与发现相联系的。创新是把发现和发明引入市场。而扩散则是随后产生的金融工具和对发明的行销。然而,多数人使用的是另一种简单、实用的概念,即把一项金融创新视为一种“标签”,集中了在一定时期内对新的金融工具或服务项目的鉴定和看法。第三种分类法是把金融创新和衍生金融工具这两种主要的金融技术形态区分为“分配”和“中介”。在这种分类法中所解释的金融创新部分地涉及到金融中介的发展,而证券化则涉及到对由银行和其他金融中介机构发展起来的“分配”和“中介”技术的转换。

证券化代表着一场朝着更侧重于直接金融方向发展的运动。在这里,信贷通过证券市场运转,并且是一种对相关银行职能的转换。作为证券化形式和工具的金融创新,是已发展起来的资本体系的生命血液,是金融体系发展的动力源泉。衍生金融工具刺激了储蓄,拓宽了可选择的储蓄渠道,提高了投资水平和金融投资信息的使用率,给市场上的投资带来了广泛的选择。

三、证券化的风险

证券化的主要目的是:第一,吸引新的投资资金进入市场;第二,从贷款人的帐面上转移资产;第三,分散贷款交易的风险。证券化的结果是使金融体系更具有发展的推动力,并产生了衍生金融工具。然而,无论是证券化还是衍生金融工具,都携带着风险,它们在产生经济利益的同时,也与风险相伴。这是合乎情理的。从积极的方面来看,金融体系就是在不断提高经济实体控制风险的能力中发展起来的。而从消极的方面来看,金融创新、衍生金融工具和证券化都会产生风险,它们都会使金融体系蕴藏着更大的风险。

现代金融体系的发展有利于改善宏观经济承受风险的能力,其发展适应了诸多因素,包括历史的、法律的、政治的和社会风俗方面的。法律和环境因素是在金融创新理论中的普遍因素。当法律和环

境因素有利于金融创新和提高使用率时,金融创新就应运而生了。然而,另一种观点认为,金融创新也是对不适当的金融法规的反应,不认为不适当的法律是不适合现代金融环境的因素。这种观点认为,美国的金融法规自30年代到70年代期间变化极少,自70年代初期之后,金融市场和金融环境变化很快,不适应的法规促成了金融机构去创新的倾向。当通货膨胀率和技术进步高速发展时,这种倾向就会迅速转化为真正的金融创新。高通货膨胀率增加了创新的边际报酬率,而技术进步的快速增长降低了与之相应出现的创新的边际成本,其结果是使银行和其他金融机构在有关法律允许的边缘上努力创新。无论如何,两种观点都说明了法律与金融创新之间的关系。实践证明,金融创新是一种富有吸引力的经济发展进程,但不容忽视的是,实践同样也证明,金融创新在不同水平上都是与风险结伴同行的。与证券化相关的衍生金融工具具有以下四种基本风险:

(1)信用风险,即当事人违约的可能性;

(2)市场和价格风险,即因利率或汇率造成的金融工具市场价值下跌的可能性;

(3)结算风险,即支付代理人承担风险的可能性;

(4)流动风险,即可交易金融工具在变现时未能实现其全部市场价值的可能性。

在转移风险方面,证券化能够将信用风险从银行或证券商转移到投资者身上,即证券持有人手中。从根本上说,包含在证券化或证券化资产中的信用风险是与原始交易有关的。证券化减少了信用风险的集中程度是因为风险在市场上被分散在众多投资者之中,风险实现的归宿,即风险的最终负担,已向投资者们分散了。其结果增加了信用体系的潜在力量,减轻了其脆弱性,并增强了有关信用工具的流动性。然而,尽管证券化通过把信用风险扩散分布在市场的方法将风险分解了,但市场风险的程度却增加了。发生在国际金融市场上的危机表明,证券化和金融创新已经增加了潜在的风险,新的、未曾经历过的、更加复杂的“风险链条”已经在金融体系中确立起来了。

在这种情况下,如何管理和控制金融机构自身风险和发展风险管理工具的问题得到了普遍的关注。金融机构的生存要依靠良好的和谨慎的管理,但这并不意味着金融机构要避免卷入所有与证券化和新市场有关的业务,而是要求金融机构限制其造市的程度、资产负债表外的活动和承诺,以及在证券化方面更具风险的业务活动。在防范风险方面,还有一项更为重要的手段,那就是法律,因此,需要研究和探讨法律与证券市场的关系问题。

第二节 证券法律制度概述

一、证券法律制度体系

市场经济是法制经济。市场经济体制的建立与完善,必须有完善的法制来规范和保障。证券市场能否健康发展,关键在于证券市场的规范化和法制化。证券市场法制化的任务是建立和发展统一、高效的证券市场,维护证券市场秩序,保护投资者的合法权益和社会公共利益,促进市场经济的发展。实践证明,证券立法是证券市场发展的客观需要,证券市场规范化和法制化是证券市场科学运作的根本保证。

证券法是金融法的一个重要组成部分,它有广义和狭义两种解释。广义解释是指一切与证券相关的法律规范,包括一切公法上和私法上的证券法律规范。公法上的规范是指在刑法和行政法规中的某些规定。私法上的规范是指在民法和经济法规中的某些规定。狭义解释是指规定证券市场的管理机构、组织形式和调整证券发行人和证券持有人以及其他利益相关人在证券发行、交易活动中所产生的权利义务关系的法律规范的总和。这些法律规范主要由三个方面的规范组成:其一,由国家立法机关制定的证券法、证券交易法、在公司法中与证券相关的法律规定以及其他证券法律规范;其二,由有关主管机构根据立法机关的授权制定的与证券相关的规则、规章、办法

及其对有关证券法规的解释;其三,由证券交易所、证券业协会或其他证券业自律性机构制定的组织章程、交易规则和其他自律规范。证券法律制度体系的产生是证券业和证券市场发展到一定阶段的必然结果。例如,美国的证券法律制度体系是在美国经历了1929年至1933年的股市危机之后逐步形成的。在那场经济大危机之后,美国制定了《1933年证券法》和《1934年证券交易法》,为美国证券管理法律制度构造了一个基本框架。从历史的角度看,证券市场的发展史就是证券市场危机与反危机的斗争史,是证券市场从盲目无序走向公平、公开、公正和规范化、法制化的历史。由于历史原因和各国具体情况的不同,各国立法者对于证券管理及其法律制度的认识不尽一致,在证券管理方式等方面存在着一定差异,形成了各具特色的证券法律制度体系。从总体上考察,世界证券法律制度体系可划分为美国、英国和欧洲大陆国家三个体系。

美国在经历了1929年至1933年的股市危机之后,开始在证券立法、管理方面做了大量工作,逐步形成一个法制健全、机构齐备、机制顺畅的证券市场监管和运作体系。就法律规范而言,美国证券市场的法律规范主要有:

(1)《1933年证券法》。该法确立了信息公开原则,要求公开发行有价证券的公司必须向社会公众提供重要的信息资料,保证投资者依据信息资料作出正确的价值判断。

(2)《1934年证券交易法》。该法将信息公开原则扩至交易市场及其参加者,以保证市场的公开性和公正性,并由此形成美国统一的证券监管机构,即美国证券交易委员会(SEC)。

(3)其他法律规范,包括《1935年公用事业控股公司法》、《1939年信托契约法》、《1940年投资顾问法》、《1940年投资公司法》及《1970年证券投资者保护法》等。此外,美国各州还制定了本州的证券法,即所谓“蓝天法”。在政府的监督下,证券从业机构的自律性组织也保留相当的自律权力,可以制定证券交易规则。这样便形成了由联邦立法、州立法和自律组织规则组成的完整的证券法律制度体