



Jiaojinhou Bianzhu

焦津洪/编著



Guoji Zhengquan
Shichang de

国际证券市场的 Falu Guanzhi 法律管制

中国友谊出版公司

国际证券市场的法律管制

——管制知情交易、市场操纵、虚假信息披露及
金融衍生交易的比较法研究

焦津洪 编著

中国友谊出版公司
2003年7月·北京

图书在版编目(CIP)数据

国际证券市场的法律管制:管制知情交易市场操纵/
焦津洪著. —北京:中国友谊出版公司, 2003. 7

ISBN 7-5057-1912-2/F·37

I. 国... II. 焦... III. 证券法-研究-世界

IV. D996.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 045416 号

书名	国际证券市场的法律管制
作者	焦津洪
出版	中国友谊出版公司
发行	中国友谊出版公司
经销	新华书店
印刷	聚鑫印刷有限责任公司
规格	850×1168 毫米 32 开本 9 印张 200 千字
版次	2003 年 7 月第 1 版
印次	2003 年 7 月北京第 1 次印刷
书号	ISBN 7-5057-1912-2/F·37
定价	18.50 元
地址	北京市朝阳区西坝河南里 17 号楼
邮编	100028 电话(010)64668676

前 言

近年来,证券市场全球化已经成为国际资本市场一个重要的新趋势,它不仅给国际证券市场的未来带来巨大的冲击,而且对我国证券市场的对外开放产生重大影响,同时也为各国监管部门提出了严峻的挑战。对证券市场欺诈行为,特别是跨国证券欺诈行为的监管是世界各国所面临的共同难题。

本书以证券市场全球化为背景,对各国针对主要的证券欺诈行为——知情交易、市场操纵、虚假信息披露的有关立法和司法制度进行了详细的研究,对有关学说、理论做了较为全面的归纳、介绍、评价,收集了国外大量较新权威研究资料,反映了国际证券法领域的许多最新研究成果。本书对如何完善对知情交易、市场操纵、虚假信息披露等证券违法行为及金融衍生交易的法律监管提出了切实可行的建议。

本书系教育部博士点基金课题成果,由焦津洪任主编,负责统一修改审定,各章的撰稿人是:第一篇、第二篇为焦津洪;第三篇为李先云;第四篇为胡江燕;第五篇为申文浩。

本书不足之处敬请读者指评指正。

焦津洪

2003年2月12日

目 录

第一篇 证券市场的全球化对法律监管的挑战

一、证券市场全球化的概念、演变及现状·····	1
二、证券全球化的成因与影响·····	4
三、美国对全球化证券市场的监管·····	11
四、未来与展望·····	16

第二篇 知情交易的法律管制

第一章 概述·····	19
一、知情交易的概念·····	19
二、管制知情交易的历史演变——以美国为例·····	21
第二章 管制知情交易的理论基础·····	33
一、证券市场健康运作的条件·····	34
二、对管制知情交易的不同理论观点·····	36
三、对知情交易利弊的分析·····	41
第三章 管制知情交易的模式·····	56
一、法律管制还是自律管制?·····	56
二、知情交易法律管制的不同模式·····	59
三、世界主要国家管制知情交易的法律·····	63
第四章 知情交易的构成要素·····	88
一、知情人·····	88
二、内幕消息·····	98
三、知情人占有或使用内幕消息·····	107
第五章 管制知情交易的自律机制·····	109

一、综合性证券机构与知情交易	109
二、“长城”制度的概念与演变	111
三“长城”制度的形式及其类似机制	115
四、“长城机制”的政策基础	117

第三篇 证券市场操纵的法律管制

第一章 市场操纵概述	127
第一节 市场操纵产生的原因及世界上首例市场操纵案	127
一、市场操纵产生的原因	127
二、世界上首例市场操纵案及其评价	128
第二节 市场操纵的定义及其性质分析	129
一、市场操纵的定义	129
二、市场操纵的性质	132
第三节 市场操纵的危害	134
一、虚构供求关系,误导资金流向	134
二、损害广大投资者的利益	135
三、破坏市场竞争机制	136
四、造成银行信用和证券抵押物的不稳定	136
五、引发经济危机、危害金融体系	137
第四节 市场操纵的分类	137
第二章 市场操纵与其他相关概念的比较	140
第一节 操纵与欺诈	140
第二节 操纵与投机行为	141
第三节 操纵与造市	143
第三章 市场操纵行为的主要类型	144
第一节 虚假交易	145
一、洗售	145
二、相对委托	146

第二节	实际交易操纵	147
第三节	散布谣言或不实资料	148
第四节	违反法律、法规而实施的安定操作	149
第四章	市场操纵的责任主体	151
第一节	个人	151
第二节	发行公司与承销商	152
第三节	证券商	153
第四节	上市公司	154
第五节	证券交易服务机构	156
第五章	对市场操纵的规制	157
第一节	美国	157
一、法律依据		157
二、市场操纵的主要类型及其构成要件		158
三、归责原则		161
四、谁能成为原告		167
第二节	日本	168
一、操纵行情的行为形态		168
二、以行情变动为目的的散布流言蜚语		170
第三节	中国台湾地区	170
第四节	中国	172
一、法律依据		172
二、对我国规制市场操纵的评价		173
第六章	对市场操纵的监管体制	175
第一节	事前监管	176
第二节	事后制裁与救济	177
第七章	市场操纵的法律责任	178
第一节	概述	178
一、证券法律制度与法律责任		178

二、归责原则	179
第二节 市场操纵的刑事责任和行政责任	179
一、刑事责任	179
二、行政责任	181
第三节 市场操纵的民事责任	182
一、市场操纵行为与损害事实之间的因果关系	182
二、损害赔偿额的计算方法	184
第四篇 虚假信息披露的法律管制(美国法)	
第一章 信息披露和民事责任概述	186
第一节 信息披露制度概述	186
第二节 违反信息披露制度的民事责任	187
第三节 违反信息披露民事责任的框架和法律基础	189
第二章 初次发行信息披露的民事责任	190
第一节 虚假注册报表的民事责任	190
一、注册报表中的虚假因素	190
二、原告和被告	194
三、“尽职”抗辩理由(Due Diligence Defense)	195
四、损害赔偿	196
第二节 出售未注册证券的民事责任	197
一、美国“证券法”第 12 节 a(1)下的民事责任	197
二、美国“证券法”第 12 节 a(1)下的责任	198
第三节 控制者的连带责任	199
第四节 一般反欺诈条款	199
第三章 持续性信息披露的民事责任	201
第一节 申报文化中误导性陈述的民事责任	201
第二节 投票代理规则中欺诈的民事责任	203
一、重大性标准和因果关系要求	204

二、过错程度	205
三、损失补偿	206
第三节 股权收购中信息披露的民事责任	207
一、美国“证券交易法”第 13 节(d) - (e)下的间接受购	207
二、第 14 节(e) - 《威廉姆斯法》中的反欺诈条款	209
第四节 美国“证券交易法”规则 10(b) - 5 下的民事责任	211
一、默示的私人诉权	212
二、谁有诉权	213
三、谁是被告	215
四、欺诈的故意	215
五、重大性标准	216
六、因果关系和信赖	216
七、损害赔偿	218
第四章 《1995 年证券民事诉讼改革法》简介	220
一、民事诉讼程序上的改革	221
二、预测性陈述的“安全港”规则	223
三、发行人更新先前披露信息的义务	225

第五篇 金融衍生交易的法律管制

第一章 概述	227
第二章 衍生工具的基本特征	228
一、衍生工具的定义和分类	228
二、掉期交易	230
三、衍生交易的参加者	232
四、衍生交易的用途	233
五、衍生工具的风险	234
第三章 美国对衍生交易的法律监管	236
一、美国对衍生工具法律性质的认定	236

二、衍生交易的法律监管概述	246
三、对各类交易商的不同监管要求	247
四、衍生工具的政府监管部门和主要职能特点	248
五、对监管的不同态度	250
第四章 衍生交易监管的国际协作	255
一、衍生交易监管的国际协作的必要性	255
二、巴塞尔银行监管委员会与巴塞尔协议的框架 及主要内容	256
三、巴塞尔协议的理论基础	257
四、巴塞尔协议确立的最低资本标准计算方法	259
五、金融创新与巴塞尔协议	260
六、巴塞尔协议的去向	264
主要参考文献	268

第一篇

证券市场的全球化 对法律监管的挑战

一、“证券市场全球化”的概念、演变及现状

一般认为,“全球化”是指一种进程,在这种进程中,原来局限于各个不同国家疆域内的诸多活动、制度正在冲破国界的局限,而成为全球性的^①。有人把这种进程称为“非国家化”(denationalization)的进程^②,即一种国家、国界等与主权相关联的范畴的作用不断减弱的过程。

与“全球化”相近的概念有“国际化”(Internationalization)、“自由化”(Liberalization)和“一体化”(Integration)。

“全球化”与“国际化”是两个相似甚至常常被通用的概念。但是,一些西方学者们认为,两者有着重要的区别。全球化强调的是,基于人类共同利益而寻求一种非国家化的全球一体化的普遍适用机制,在这种机制中,主权国家的作用不断被削弱;而国际化则强调国家出于本国的自身利益,为解决单个国家无法解决的问题而寻求国际或与其他国家之间的合作。

从某种程度而言,国际化只是全球化的前奏,全球化则是最大范围的国际化。

^① Jost Debruck, Globalization of Law, Politics, and Markets—Implications for Domestic Law—A European Perspective, 1 Indiana Journal of Global Legal Study 9, 1993

^② Gordon Walker, The Concept of Globalization, 14 Company and Securities Law Journal 59, 1996

全球化的最终目标是“一体化”，也就是说，“一体化”是全球化的最高形态。在全球经济一体化阶段，各国经济已不仅仅是一般地相互联系和交往，而是相互交织、相互融合，以至形成了全球性经济统一体。欧洲联盟内部的经济一体化可以说就是全球经济一体化的区域版。

“自由化”的涵义要窄一些，它主要指各国政府为适应经济全球化、经济一体化的趋势而采取的放宽经济、贸易、金融、投资等领域的政府管制的措施。从某种意义上说，“自由化”只是经济全球化的一个必要条件。

经济全球化的表现是多方面的，其范围涉及从国际分工与世界经济体系的建立，到货物、服务、技术、资本、信息、人员的跨国流动，环境保护，打击国际犯罪，移民，劳动保护等许多领域。经济全球化的核心是资本市场，特别是证券市场的全球化。进入 20 世纪 80 年代后期以及 90 年代，资本市场全球化的步伐大大加快，其中，以证券市场全球化发展尤为迅猛。

证券市场的全球化，是指企业或投资者的证券融资、交易、服务等活动已经不再限于特定国家或地区，而成为跨国性和全球性的，逐渐形成全球统一、相互连结的证券市场。证券市场全球化的表现是多方面的，它包括投资者在本国证券市场购买外国证券；公司到外国证券市场上发行股票；投资者到国外公司的股票在国际上同时上市发售等等。近年来，国际证券市场在国际资本市场所占比重越来越大。据统计，70 年代中期“经合组织”国家私人资本流出中，银行贷款和直接投资占全部资本流出的 85%，而到 1990 年代中期，证券资本流出则达到全部资本流出的 75%，贷款和直接投资则降低到只占 25% 左右。^①

^① Richard A. Grasso, Globalization of the Equity Markets, 20 Fordham Int'l Law Journal 1180, 1997

同时,国际证券市场的总规模迅速增长,1987年全球证券市场总值约为8万亿美元,到1996年这一数字则达到20.4万亿美元^①。仅1996年通过证券投资流入新兴市场国家的资本就达580亿美元^②。在1970年底美国人投资与国外股票的总值为64亿美元,持有外国债券总值130亿美元;到1980年底持有外国股票总值达到189亿美元。然而,到1996年底,美国投资者持有外国证券总值达到5000亿^③,比1980年增长8倍多。仅1996年一年美国公民购买外国证券就达到1031亿美元,1986年仅为50亿美元^④。美国互助基金持有国际证券的总金额从1989年的236亿美元,到1996年11月增长为2790亿美元。美国投资者每天买卖外国证券的金额达到250亿美元左右,持有外国债券总值则达到432亿美元。在另一方面,外国投资者购买美国证券的金额则从1986年1074亿美元增长到1996年的3849亿美元^⑤。

跨国上市的公司数量日益增加。1980年在美国纽约证券交易所上市的外国公司只有38家,而且其中一半是加拿大公司,而到了1997年底,这个数字已达到305家,来自世界42个国家^⑥。在Nasdaq上市的外国公司则有416家。1997年底在英国伦敦证券交易所上市的外国达到533家^⑦。

从以上数字可以看出,证券市场的全球化,作为资本市场全球

① Richard A. Grasso, Globalization of the Equity Markets, 20 Fordham Int'l Law Journal 1180, 1997

② IMF, International Capital Markets: Developments, Prospects, and Key Policy Issues, 1997, p28

③ IMF, 同注6, p28

④ Richard A. Grasso, Globalization of the Equity Markets, 20 Fordham Int'l Law Journal 1180, 1997

⑤ Richard A. Grasso, Globalization of the Equity Markets, 20 Fordham Int'l Law Journal 1180, 1997

⑥ Richard A. Grasso, Globalization of the Equity Markets, 20 Fordham Int'l Law Journal 1180, 1997

⑦ Amir N. Licht, Regulatory Arbitrage for Real: International Securities Regulation in a World of Interacting Securities Markets, 38 Va. J. Int'l L. 563, 1998

化的重要组成部分,已成为十分重要,且无法回避的一种客观现实。

当然,这种现实与完全国际化,即国际一体化的证券市场还有一定差距。按照美国学者的观点,一个真正国际一体化的证券市场至少应具有以下两个特征:

1. 全球来自任何地方的发行人可以从来自全球任何地方的投资者获得资金,而无须考虑投资者的国籍、居所。换言之,世界上所有投资者在同样的信息、技术、管制等基础上认购全球任何地方新发行的股票。

2. 证券交易者可以通过单一的电子系统,或者相互联结的国际网络进行证券的交易。证券市场参与者不会基于各国在法律管制、政治制度、国家政策等方面的差异主动选择或限制自己的证券活动区域,而只考虑纯商业纯经济因素,如风险、利润、公司、行业等等。在不同市场中,同一类的金融资产的价格之间的制度性、系统性差异不再存在。^①

显然,目前的国际证券市场尚不具备这两个基本特征。尽管如此,证券市场全球化在走向证券市场一体化的进程中已取得了令人瞩目的进展,这是一个不争的事实。

二、证券全球化的成因与影响

证券市场全球化并不是偶然的,它是国际政治、经济、文化等方面因素发展而共同促成的。一般认为其主要原因有以下几个方面:

1. 资本市场的扩大,不平衡以及资本流动方式的转变

自 70 年代布雷顿森林国际货币体制崩溃以来,西方国家普遍采用了“浮动汇率”体制,国际资本流动大幅增加。70 年代以来,国际资本流动的增长远远超过国际贸易的增长。联合国一项报告

^① David E. Van Zandt, *The Regulatory and Institutional Conditions for an International Securities Market*, 32 Va. J. Intl'l L. 47, 1991

统计,二十多年来,国际贸易年平均增长率为 12.5%^①,近五年国际贸易年增长率则只有 6.5%至 7%^②。而国际银行间交易额的年平均增长率则为 26%。

与此同时,国际资本市场不平衡日益加剧。在 80 年代以前,世界资本的主要供应国为美国,到了 80 年代中后期,日本逐渐成为世界资本最大输出国和债权国,而美国则成为最大的债务国和最大的资本流入国。自 80 年代以来,亚太地区一批新兴工业国家和地区迅速兴起,成为国际资本投资的热门地区。南美和东欧一些国家私有化也吸引了大量国际投资。据“国际货币基金组织”统计,1990 年流入新兴市场的私人资本为 457 亿美元,到 1996 年,则上升为 2352 亿美元,增长达 5 倍多。其中仅 1996 年流入亚洲地区私人资本就达到 1068 亿美元。这种资本流向的巨大变化不可避免的会反映到国际证券市场发展之中。

此外,资本流动的方式也出现重大变化。例如,传统的银行融资方式(中长期贷款市场)和直接投资从 80 年代中期占全部“经合组织”国家私人资本流出的 85%,下降到 1990 年中期的 15%左右。而国际证券市场融资则上升为 40%,其中通过发行股票方式融资则从原来的 5%,上升到占 35%。

国际证券市场无论在规模流向上,还是在形式上都更加成熟,这成为证券市场全球化的重要基础。

2. 技术进步

从某种意义上说,技术进步,特别是现代计算机、通讯和网络技术的发展,既是国际资本市场全球化的动力,又是国际资本市场全球化的结果。

^① Barbara S. Thomas, Internationalization of the Securities Markets: An Empirical Analysis, 50 Geo. Wash. L. Rev. 155, 1982

^② 张小济等,“对外开放:新战略中有大机会”,载上海证券报 2001 年 4 月 17 日第八版

80年代以来,现代通讯、计算机和网络技术领域发生了革命性的进步。世界各大证券交易所相继采用了计算机交易系统,许多证券商通过计算机联网了解交易所内交易状况,并通过计算机发出买卖指令。此外,Bloomberg、Reuters等新闻机构通过卫星等现代通讯把各种信息广泛迅速地传播到各地、各个角落。80年代末,东京、伦敦、纽约证券交易之间实现互联,使得全球投资者得以进行24小时不间断连续交易。在今天,美国个人投资者只要通过联网计算机,如“美国在线”(American On Line)就可以在家中24小时获得各种世界市场及有关信息、作出投资决策、在网上买进卖出股票,都极为方便、快捷和价廉。

这些技术上的进步推动了证券交易所全球一体化,打破了证券交易所之间的分割,使投资者可以以低成本获得及时、全面的信息,特别是有关外国证券市场的信息,从而增强了参与外国证券市场投资的信心。在另一方面,资本市场全球化为技术进步提供了巨大的推动力和产品市场,推动信息、通讯、技术、网络进一步发展。总之,现代技术的革命彻底改变了国际证券市场的面貌,与证券市场的全球化有着密切不可分割的关系。

3. 现代金融理论

现代金融理论中一重要的理论是“投资组合理论”(Modern Portfolio Theory)。这种理论由Harry Markowitz在1950年首次提出。他认为,投资乃是风险与回报相互作用而产生的一种功能。把各种风险较高的股票按一定比例组合起来,要比任何一种股票的风险要小得多。因此,投资者应当选择一种分散的、组合性投资策略,使其以最低的风险,产生最高的回报^①。受这一理论的影响,现代投资经营者大多采取分散投资战略(Diversified Invest-

^① Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, 4th Ed., W. W. North de Company, 1985, P198

ment Strategy),即按照不同的比例,分别持有不同种类,不同地区、不同公司的证券。80年代后期以及90年代以来,亚洲、南美、东欧等一些“新兴市场”(Emerging Markets)迅速成长,已成为美国、英国等发达国家证券投资者,如投资基金管理者,实施分散投资战略的重要目标。

此外,现代金融理论对于奉献的评估和计算理论也日益成熟,例如广泛接受的“资本—资产定价模型理论(CAPM)”对于分析、评估证券系统性风险提供了一种相当有效的方法。风险预见能力的提高,有助于促使投资者更有勇气和信心到外国证券市场投资,从而使得证券投资全球化。

4. 金融管制放松(Deregulation)

70年代以来,随着世界市场竞争加剧,世界一些主要发达国家相继开始放松对证券市场管制。1975年美国在证券市场上取消了单一能力结构,实行双重能力结构,允许证券经纪商,即可作为代理人,又可当造市商(Market Makers)。在80年代,美国为了吸引外国公司到美国证券市场上市,在信息披露、审批登记等方面逐步放宽了许多限制。1986年伦敦证券交易所进行了被称为“Big Bang”的大幅度的改革,废除了“固定佣金”制度,允许商业银行收购伦敦证券交易所的成员证券公司,从而结束了英国长达300年的,严格区分证券和银行服务业务的历史^①。

由于各国资本市场管制程度和环境存在巨大差异,国际投资者趋于将资本投入管制宽松、法制健全的市场。各国在金融市场管制方面不同程度的改革和放宽限制更加剧了这种资本的流动,进一步促进了证券市场的全球化进程。

5. 金融创新

^① Norman Poser, S. Poser, *International Securities Regulation*, Little Brown and Company, 1999, p5-10