



经|济|法|文|丛 赵 威◎主编

证券市场国际化的监管与立法

REGULATORY AND LEGISLATIVE
ISSUES UNDER THE INTERNATIONALIZATION
OF SECURITIES MARKETS

陈鸿基◎著



中国政法大学出版社



证券市场国际化的监管与立法

陈鸿基◎著



中国政法大学出版社

2012·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场国际化的监管与立法 / 陈鸿基著. —北京: 中国政法大学出版社, 2011. 12

ISBN 978-7-5620-4121-4

I. ①证… II. ①陈… III. ①证券市场-金融监管-研究-中国 ②证券法-立法-研究-中国 IV. ①F832.51②D922.287.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2011)第261495号

- 书 名** 证券市场国际化的监管与立法
ZHENGQUAN SHICHANG GUOJIHUA DE JIANGUAN YU LIFA
- 出版发行** 中国政法大学出版社(北京市海淀区西土城路25号)
北京100088 信箱8034 分箱 邮编100088
<http://www.cuplpress.com> (网络实名: 中国政法大学出版社)
58908325(发行部) 58908334(邮购部)
- 编辑统筹** 综合编辑部 010-58908524 dh93@sina.com
- 承 印** 固安华明印刷厂
- 规 格** 880mm×1230mm 32开本 8.25印张 200千字
- 版 本** 2012年3月第1版 2012年3月第1次印刷
- 书 号** ISBN 978-7-5620-4121-4/D·4081
- 定 价** 26.00元

- 声 明**
1. 版权所有, 侵权必究。
 2. 如有缺页、倒装问题, 由出版社负责退换。

内容摘要

证券市场国际化给我国证券市场的监管带来了严峻的挑战，本书分别从证券发行上市法律制度、信息披露法律制度、内幕交易的防范与立法以及市场操纵的防范与立法四个方面对我国证券法进行检讨，提出了应对证券市场国际化的立法完善建议。

第一章以证券（以股票发行作为典型代表）发行的审核制度为重点探讨了证券发行上市制度。

本书对三种不同体制——注册制、核准制以及审批制进行了分析、对比，并通过典型国家的立法和实践进行了论证，详细介绍了美国证券发行审核的程序和特点，总结了美国所代表的注册制的发行审核制度的特点。以法国、德国为代表分析研究了核准制的基本特点和相关的审核程序。“审批制”是特定经济时代的产物，笔者用我国证券业监管的发展特征对审批制进行了解读。

笔者接着分析了证券上市监管的国际化趋势，并提出了证券上市监管在国际化过程中应当强化的几个核心问题：公司治理、负责任投资原则对证券上市的国际化监管的启示等。在国际化监管的趋势下，笔者分析了转轨时代的中国的证券发行、上市监管制度，着重介绍了我国现行的监管体制并对保荐人制度进行了分析研究，探讨现行制度的缺陷并提出相关建议。

第二章在比较、研究西方发达国家尤其是美国的证券立法的基础上,结合我国证券市场的特点和信息披露制度存在的问题,对我国上市公司信息披露制度的完善提出一些合理建议,包括完善信息披露法律体系和制度内容、明确监管机构职权划分、加大对违规行为的处罚力度、完善虚假陈述民事赔偿诉讼制度、完善上市公司内部治理结构、加强对信息披露中介机构的监管力度、加强对上市公司的外部环境约束等,以期能够在我国证券市场形成良好的信息披露氛围,使投资者及时、有效地获得公司信息,作出正确的投资决策,从而促进我国证券市场的健康稳定发展。

在第三章,笔者通过对其他国家如美国、英国和日本规制内幕交易制度的介绍,借鉴其对内幕交易进行规制的理论、立法以及司法经验,结合我国国情,探讨我国现行内幕交易立法的不足并提出相关的立法建议。

首先论述内幕交易的基本理论问题。通过内幕交易的构成要素来把握内幕交易的内容,介绍和比较了各国对这些要素的具体规定以及我国在这方面的规定,接着对世界主要国家和地区规制内幕交易制度进行了比较研究。笔者选取了三个具有代表性的国家,即对美国、英国和日本的内幕交易制度进行了简要介绍。第三部分主要研究了当今各国对内幕交易进行规制的立法趋势,主要分析了加强内幕交易的刑事处罚、建立完善的内幕交易民事责任制度以及加强内幕交易监管国际合作三个方面。第四部分主要论述了我国内幕交易规制现状及其缺陷。首先对我国现在内幕交易的现状进行了介绍,总结了我国内幕交易的总体特点,之后笔者对我国现行内幕交易立法的不足进行了论述,主要是分析了内幕交易界定、预防制度、监管制度和制裁制度几方面存在的问题。第

五部分笔者就完善内幕交易基本界定、建立完备的内幕交易预防制度、建立全方位的监管制度和完善对内幕交易的法律责任四大方面提出了建议。

第四章首先分析了证券市场操纵的基本理论问题，就关于证券市场操纵的理论和观点进行了论证，剖析了证券市场操纵的概念、特征、分类及基本表现方式。接着对主要国家和地区关于证券市场操纵的立法框架和内容要点进行了介绍，包括英国、美国、欧盟、日本和我国台湾地区的立法，并总结分析了各自的特点。其后聚焦我国大陆地区有关证券操纵的法律制度。先简要回顾大陆有关证券市场操纵的立法沿革，后重点分析了大陆现行关于证券市场操纵有关的立法，概括出大陆有关法律制度的特点，指出了《证券法》第77条有关规定不足之处，然后分析大陆在多层次法律调整机制构建和执法监督机制上存在的问题。最后，提出完善我国大陆地区有关立法的建议。包括对第77条的完善建议，构建可操作性民事制度的构想和建议，指出加快有关细则的出台和构建操纵市场案件分流机制的建议。



内容摘要	I
导 论	1
第一章 证券发行、上市的法律监管	6
一、“证券发行”与“证券上市”的法律特性分析 / 6	
(一) 证券发行 / 6	
(二) 证券上市 / 10	
(三) “证券发行”监管与“证券上市”监管的 关系 / 11	
二、证券发行监管的基本体制 / 13	
(一) 注册制的理论基础及监管特征 / 14	
(二) 核准制的理论基础及监管特征 / 16	
(三) 审批制的理论基础及监管特征 / 19	
三、证券发行审核制度的国际比较 / 22	
(一) 注册制的典型代表：英国传统下完备的美国证券 发行审核制度 / 23	
(二) 核准制的典型代表：法国、德国的证券发行审核 制度研究 / 38	
四、证券上市监管的国际化 / 44	
(一) 各国应加强对公司治理的要求 / 45	
(二) 负责任投资原则对证券上市监管的国际化之	

启示 / 47

(三) 证券交易所的未来发展趋势 / 48

五、我国的证券发行、上市监管制度及立法建议 / 50

(一) 我国证券发行核准制的法律体系 / 50

(二) 我国发审委和证监会的证券发行、上市的核准程序 / 52

(三) 我国证券发行、上市监管之保荐制度的理论基础 / 56

(四) 我国证券发行、上市制度的缺陷与建议——保荐制在我国证券发行市场的现状与完善 / 58

第二章 上市公司信息披露制度的完善与立法 65

一、信息披露制度的基本理论 / 65

(一) 信息披露制度的含义和意义 / 65

(二) 信息披露制度的法律标准 / 67

(三) 信息披露制度的内容 / 72

二、西方上市公司信息披露制度简介 / 74

(一) 英国上市公司信息披露制度 / 75

(二) 美国上市公司信息披露制度 / 78

三、我国的信息披露制度 / 88

(一) 我国信息披露的法律体系 / 88

(二) 我国上市公司信息披露制度的监管模式 / 89

(三) 我国上市公司信息披露制度的法律标准 / 91

(四) 我国上市公司信息披露制度的内容 / 92

(五) 违反上市公司信息披露制度的法律责任 / 98

四、我国信息披露存在的问题 / 100

(一) 典型案例 / 100

(二) 我国上市公司信息披露存在的主要问题及其

成因 / 103

(三) 我国上市公司信息披露的制度缺陷 / 105

五、我国上市公司信息披露制度的完善 / 109

(一) 完善信息披露制度的立法 / 109

(二) 完善上市公司内部治理结构 / 117

(三) 加强对中介机构的信息披露监管 / 119

(四) 加强对上市公司信息披露的外部环境约束 / 120

第三章 内幕交易的规制与立法 122

一、内幕交易的基本理论问题 / 122

(一) 内幕交易的基本概念 / 122

(二) 内幕交易的构成要素 / 124

(三) 是否对内幕交易进行规制的争议 / 136

二、各国规制内幕交易的相关立法 / 139

(一) 美国对内幕交易的相关立法 / 140

(二) 英国内幕交易的相关立法 / 147

(三) 日本内幕交易的相关立法 / 151

(四) 小结 / 154

三、当今各国对内幕交易进行规制的立法趋势 / 156

(一) 加强对内幕交易的刑事处罚 / 156

(二) 完善内幕交易的民事责任制度 / 157

(三) 加强内幕交易监管国际合作 / 159

四、我国内幕交易规制现状及其缺陷 / 161

(一) 我国证券市场内幕交易现状 / 161

(二) 现行内幕交易立法及其不足 / 168

五、我国内幕交易规制制度的完善 / 177

(一) 完善对内幕交易的立法界定 / 177

(二) 建立完备的内幕交易预防制度 / 178

(三) 建立全方位的内幕交易监管体系 / 180

(四) 完善内幕交易法律责任 / 181

第四章 证券市场操纵的防范与立法 182

一、证券市场操纵的基本问题 / 182

(一) 证券市场操纵的定义与性质 / 183

(二) 操纵市场行为的共同特征与主要形式 / 190

(三) 证券市场操纵的法律规制 / 196

二、主要国家和地区的立法实证 / 199

(一) 英美法系 / 199

(二) 大陆法系 / 206

三、我国证券市场操纵的法律制度 / 218

(一) 我国立法的历史回顾 / 218

(二) 我国现行证券市场操纵法律制度 / 225

(三) 我国现行证券市场操纵法律制度的缺陷与
不足 / 229

四、证券市场操纵的防范和立法建议 / 233

(一) 立法完善建议 / 233

(二) 防范机制构建 / 235

结 论 237

参考文献 240

后 记 247

导 论

证券市场国际化是指以证券为媒介的资金在国际间自由流动,即证券发行、证券投资、证券交易和证券市场结构超越国境,实现国际间的自由化。^{〔1〕}从一国的角度来看,证券市场国际化主要包含三个方面的内容:一是融资的国际化,指国内企业可以在境外资本市场和境内资本市场进行证券融资,同时外国的企业也可以利用本国资本市场进行证券融资,企业对市场的选择完全基于市场的条件和状况以及融资的目的和要求;^{〔2〕}二是投资的国际化,指一国允许外国居民投资于本国的证券市场和允许本国居民投资于国际证券市场,国内外投资者可以自由地进出国际和国内证券市场从事证券交易活动;^{〔3〕}三是证券业务国际化,是指一国允许外国证券中介机构在本国证券市场上为证券投融资提供各种服务,同时也允许本国证券中介机构在其他国家的证券市场上为证券投融资提供各种服务。^{〔4〕}

证券市场国际化是生产国际化和资本跨国界流动的必然结果,随着 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系的崩溃和国际社会外汇

〔1〕 戴学来:《中国证券市场开放战略研究》,经济管理出版社 2004 年版,第 8 页。

〔2〕 聂庆平:“关于证券市场国际化的几个问题”,载《财贸经济》2003 年第 3 期。

〔3〕 戴学来:《中国证券市场开放战略研究》,经济管理出版社 2004 年版,第 8 页。

〔4〕 聂庆平:“关于证券市场国际化的几个问题”,载《财贸经济》2003 年第 3 期。

交易风险私人化,全球债券市场和全球股票市场逐渐形成,作为经济全球化核心内容之一的金融全球化更加深化,与证券市场国际化相互融合、相互促进。20世纪90年代以来,伴随着经济全球化和金融全球化的浪潮,国际证券市场得到迅速发展,证券市场全球一体化进程加快,形成了24小时交易的全球性市场,跨境间的国际资本流动迅速增长,国际证券发行与交易活跃,西方国家外汇管制基本取消,国际外汇市场交易额迅速增加,金融管制逐步放松,全球范围内推行国际准则,促进各国证券市场走向一体化。^{〔1〕}此外,区域证券市场的统一化、各国证券市场的运作的趋同化以及证券国际性组织机构的不断涌现进一步推进了证券市场的国际化的发展。

证券市场的国际化使传统的证券监管面临着新的挑战,为适应国际证券市场发展的需要,各国证券监管在其发展中呈现出一些新的趋势和特征:在监管理念上,各国纷纷放松监管要求,由过去强调降低证券交易成本、推动证券业的竞争以及国内统一的证券法规的规范管理逐渐转向鼓励证券业务创新和强化证券信息的充分性披露;^{〔2〕}在监管方式上,集中监管与自律监管相融合的中间监管方式成为共同趋势;证券监管的国际合作不断加强;混业监管成为证券监管的主流。^{〔3〕}

我国证券市场国际化是我国对外开放必不可少的组成部分。20世纪90年代,沪深证交所的相继创立,标志着我国证券市场

〔1〕 戴学来:《中国证券市场开放战略研究》,经济管理出版社2004年版,第110页。

〔2〕 何雁明:“国际证券市场法律规范方式的创新对深化中国证券市场改革的启示”,载《当代经济科学》2000年第3期。

〔3〕 舒峰、马思萍:“中国证券市场国际化趋势及监管对策”,载《行政与法》2005年第2期。

的国际化悄然启动。^{〔1〕}二十多年过去了,我国在证券融资、投资、证券业务国际化等多个方面取得了很大进步。

在证券融资方面,1993年起,国务院证券委员会批准数家国有大型企业到香港联合交易所发行股票,被称为H股;此后,国内部分企业被允许在美国纽约证券交易所上市发行股票,被称为N股,标志着我国证券市场的国际化进入一个新的发展时期。

在证券投资方面,我国1992年开放B股,2001年允许境内居民投资B股,从而使我国证券市场国际化迈开了新的一步。^{〔2〕}

2002年《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》的颁布使QFII(合格境外机构投资者)制度得以实行,使中国证券市场首次对国际投资者开放,为国际资本进入我国证券市场打开合规格的通道。2006年,我国开始实行QDII(境内合格机构投资者)制度,允许境外投资者在满足一定条件下投资国内证券市场,建立了国际资本与国内证券之间的桥梁。

在证券业务国际化方面,境外证券类机构在国内设立了代表处在我国发展证券业务,不少境外机构与内地证券公司、基金管理公司、基金托管银行等开展了密切合作,成立了中外合资基金管理公司和中外合资证券经营机构。同时,我国内地的证券机构也开始步入国际市场。

此外,证券监管的国际交流与合作得到加强。自1993年以来,中国证券监督管理委员会已与香港、新加坡等地区和国家的15家证券监管机构签署了监管合作备忘录;另外,中国证监

〔1〕 郝洁:“我国证券市场国际化的回顾与展望”,载《理论探索》2007年第3期。

〔2〕 陆峰:“中国证券市场国际化实证分析”,载《青海金融》2009年第5期。

会 1995 年加入了证监会国际性组织，并于 1998 年当选为该组织的执行成员。^{〔1〕}

我国证券市场发展历史短，并且基本上是在一个相对封闭的环境下发展起来的，尚处于不成熟、不完善的新兴市场阶段。目前中国证券市场国际化存在的主要障碍是证券市场不成熟，证券市场的法律法规不健全，金融监管严而不科学，金融机构的国际化经验少、程度低等。^{〔2〕} 证券市场的国际化虽然一方面可以带来大量国际资本的流入，使我国筹集到经济建设所需的资金，但同时，国际资本的流动及国外金融机构的进入将给我国证券市场带来巨大的外部市场风险和系统风险，给我国证券市场、证券监管带来巨大的影响和挑战。^{〔3〕}

证券市场规范化是证券市场国际化的前提和基础，而健全的法律体系是证券市场规范化的法律保证，也是中国证券市场国际化的保障。许多新兴市场国家开放证券市场的经验表明，在开放前证券市场制度环境已经比较完善的国家开放证券市场的效果更好；发达国家证券市场国际化的经验也说明，法治建设是保证证券市场国际化顺利推进的关键因素之一。^{〔4〕} 证券市场国际化程度高的国家都形成了一套包括针对证券交易、证券投资者保护、证券业务在内的完整的法律体系。而从我国目前证券立法来看，证券立法政出多门，相互之间缺乏协调，存在交叉重叠、矛盾冲突的地方；调整涉外证券交易的法律法规极

〔1〕 郝洁：“我国证券市场国际化的回顾与展望”，载《理论探索》2007 年第 3 期。

〔2〕 李蒲贤：“中国证券市场国际化的利益风险”，载《社会科学研究》2006 年第 6 期。

〔3〕 王述虹：“中国证券市场国际化问题”，载《东北财经大学学报》2004 年第 4 期。

〔4〕 戴学来：《中国证券市场开放战略研究》，经济管理出版社 2004 年版，第 110 页。

其缺乏；缺乏一套应对国际化挑战的有效的整体制约机制，与国外成熟证券市场相比，我国在证券监管法律、监管方式和监管水平都存在着不足，不能适应证券市场国际化的要求。因此，本书试图通过证券市场国际化的角度来考察我国目前证券法规中与国际化水平不相适应的地方，对证券市场中的核心要素——证券发行和证券交易过程中的规则进行评价和分析，依据证券市场国际化的规律，参考其他国家和地区的经验教训，探索在金融全球化背景下中国证券市场逐步实现国际化的立法选择。

第一章 证券发行、上市的法律监管

2007 年美国的次贷危机引发了震荡全球的金融危机，此次危机不仅是市场的“地震”，更是对目前金融体制的冲击，引起了世界的深思。美国次贷危机是资产证券化的逐利性的恶果，但从根本上来说，是整个金融监管体系监管不到位的苦果。随着国际金融体系逐步从以货币为核心转向以证券为核心，证券业无疑成为金融业的发展核心，而证券业本身的高风险性和隐蔽性令对其的监管更具难度。证券的发行上市作为“一级市场”是证券参与交易的前提性程序，也是保障证券交易安全、规制发行人行为、维护投资者利益的第一环节，可以说，证券发行上市的监管是证券市场的第一道“防火墙”。本部分着重探讨证券发行、上市的监管体制，探究证券上市监管的国际化特点，进而研究我国现行的证券发行、上市监管体制。

一、“证券发行”与“证券上市”的法律特性分析

（一）证券发行

1. “证券发行”的概念界定

我国《证券法》并没有明确给“发行”定义，只是在第 10 条第 2 款规定了“公开发行”^{〔1〕}：“有下列情形之一的，为公开发行：①向不特定对象发行证券；②向特定对象发行证券累计超过 200 人的；③法律、行政法规规定的其他发行行为。”而对于“发行”这一概念，学界的认识、说法莫衷一是。

〔1〕 叶林：《证券法》，中国人民大学出版社 2006 年版，第 121 ~ 122 页。

(1) “证券发行”有广义和狭义的区别。广义的证券发行“包括证券发行人以募集资金为目的依法制作证券并交付投资者时的法律行为和证券募集活动”^{〔1〕}，而狭义的证券发行不包括证券募集。虽然从严格意义上来说，证券发行与证券募集并不是同一个概念，也并不是同一个过程（募集行为在先，而发行行为在后），将两者混同确实缺乏一定的严谨性，各国对待“证券发行”与“证券募集”的态度也并不一致，但是，从我国《证券法》来看，“《证券法》实质上是把证券募集纳入了证券发行的调整范围之内”^{〔2〕}。

据此，笔者认为，采广义说更符合我国目前的法律构架，也更加符合证券市场的运作规律，而狭义说则易造成割裂证券发行的一系列过程之局面，故本书采广义说。

(2) “证券发行”有单方法律行为、双方法律行为的定性之争。有一部分学者认为证券发行是包含证券发行与投资者认购的买卖合同关系，是双方法律行为。但是大部分学者认为，证券发行“是指发行人以募集资金或调整股权结构为目的，作成证券并交付相对人的单独法律行为”^{〔3〕}。目前，此为通说，但其亦认为证券发行包含了证券制作、交付的一系列行为，此种涉及双方的“单方法律行为”是由证券交易的现实特点决定的。

(3) “证券发行”有“过程说”与“行为说”之差异。目前有如下几种观点：第一种观点认为，“证券发行是指证券集资

〔1〕 杨丽主编：《证券法学》，郑州大学出版社2004年版，第65页。

〔2〕 有关证券募集的相关规定均列在我国《证券法》第二章“证券发行”中。

〔3〕 杨志华编著：《证券法律制度研究》，中国政法大学出版社1995年版，第53页。