

当代国际 经济法丛书



国际证券业 的规范运作

周洪钧 张学森著

上海译文出版社

当代国际 经济法丛书

国际证券业 的规范运作

周洪钧 张学森著

上海译文出版社

当代国际经济法丛书
国际证券业的规范运作
周洪钧 张学森 著

上海译文出版社出版、发行
上海延安中路 955 弄 14 号
全国新华书店经销
文华新技术公司排版
上海市印刷十二厂印刷

开本 850×1168 1/32 印张 7.125 插页 2 字数 151,000

1996 年 3 月第 1 版 1996 年 3 月第 1 次印刷

印数:0,001-6,000 册

ISBN7-5327-1872-7/D·041

定价:9.90 元

总 序

从党的十一届三中全会到十四届五中全会,以邓小平同志建设有中国特色的社会主义理论为标志,我国的对外开放和法制建设进入了一个新的发展阶段。随着我国社会主义市场经济体制的建立和完善,如何建立适应社会主义市场经济的法律体系,如何依照我国国情和国际经济活动的一般准则,规范对外经济活动,已成为我国进一步扩大对外开放、加强法制建设的一项重大任务。

可以认为,在当代中国,社会发展已经把增强国际经济法的意识放到了十分重要的地位。在中国对外开放过程中,如果我们不懂一点国际经济法,我们就不可能了解国际经济活动中的一般准则,就不可能按国际法和国际惯例规范自己的行为,也就不可能真正有效维护我们自己的合法权益。

学一点国际经济法,是中国实行对外开放的需要。1994年,中国已同世界上 221 个国家和地区有贸易往来关系;1994 年我国进出口贸易总额已达 2367 亿美元,为我国国民生产总值的 45%左右,并使我国在世界贸易大国中排名第 11 位。因此,中国已不可能离开其他国家而孤立地存在。在同各国的交

往过程中,就必须遵守一定的原则或规则,而国际经济法就是各国在与他国进行经济交往中,确立自己的经济权利和义务的法律依据。在中国经济与国际经济互相依存日益紧密的情况下,在国际经济形势的复杂变化中,如果我们对国际经济法不甚明了,就将寸步难行。特别是近年来,国际经贸立法出现了一些明显的变化和新的特点,加强这方面的研究,将使开放的中国进一步面向世界、面向未来。

进一步对外开放市场,落实国民待遇,是当前国际投资法发展的一个重要特点。在我国继续扩大吸收外资规模、不断拓展吸收外资领域的新形势下,我们必须十分注意这样一个问题:在社会主义市场经济条件下和进一步改革开放的前提下,如何使我国的外资立法与政策更好地与国际投资法律规范接轨。许多国家认为,某些投资措施会在某种情况下改变国际贸易和国际投资的正常流向,从而对此产生扭曲和限制作用。这些投资措施一般可包括歧视进口、替代进口、国内购买、限制出口、外汇管制等。乌拉圭回合通过的《与贸易有关的投资措施协议》要求各缔约方在规定的时间内取消上述限制性投资措施;同时还要求外国投资应享受国内同类投资相同的国内税收待遇和国内规章待遇,即国民待遇。这些规定,已经或正在对我国的外资立法产生重大影响。

知识产权问题,现在已越来越受到国际社会的关注,各国间在这方面的摩擦与纠纷也日益增多。因此,知识产权保护已成为国家间最重要的竞争手段之一。乌拉圭回合通过的《与贸易有关的知识产权协议》十分突出了假冒商品的贸易问题,尤其是规定了海关边境措施,有关国家海关对侵权产品可扣留或销毁。我国已加入《世界版权公约》等诸多知识产权保护的

国际公约,因此增强全社会知识产权保护的法律意识,从执法上进一步加强反假冒的机制,加强对侵犯知识产权货物进出口的查缉,加大对知识产权侵权行为的打击力度,已成为我国对外开放中不容忽视的重大问题。

在实现国内经济与世界经济互接互补的重要时刻,学一点国际经济法尤为重要。长期以来,我国实行的是高度计划经济的政策,很多经济贸易政策及其体制同国际惯例或国际习惯做法是不相一致的。在对外开放和体制改革中,如果我们不仅善于总结和正确运用本国的法制建设经验,而且也善于从国际法角度,更多地和更大胆地学习和借鉴一些国际经济法的基本原则和规则以及国际惯例,使我国的法规、政策及其通常的经济贸易做法尽快向公认的国际公约、国际惯例靠拢,这对于加快我国经济法建设,尽快形成社会主义市场经济法律体系具有十分重要的意义。

为进一步大力加强国际经济法的宣传与研究,华东政法学院国际法系的部分中青年学者在掌握大量第一手资料的基础上,结合我国改革开放的实际,潜心研究,编纂了这套《当代国际经济法丛书》。全书共分八册,主要涉及国际经济活动中的各类法律,包括国际贸易、国际航运、国际投资、国际税收、涉外证券、国际信贷与担保、知识产权、国际仲裁等。作者们在努力阐明国际经济法基本理论的同时,对国际经济法律实务也作了较为充分的阐述。我相信,这套丛书的出版,对进一步普及国际经济法知识,加强国际经济法学科建设,促进我国对外开放,都具有积极意义。

当然,由于国际经济法是一门正在形成与发展的新学科,许多问题有待深入研究,我衷心希望本丛书的作者们在国际

经济法研究与宣传方面取得更大的成绩。

华东政法学院常务副院长、教授

曹建明

1995年10月1日

国际证券业的规范运作

本书展现了国际证券业由小到大,由探索阶段到规范阶段的简要历史过程,勾勒了当代世界证券市场美国式、英国式、法国式的三大法律体系,阐述了我国证券市场在法律建设、监管体制、经营业务诸多方面的蓬勃发展。书中对证券现货交易的规范以及本世纪70年代后出现的证券期货、期权交易作了扼要的介绍,并对国内外证券业的规范化、现代化、国际化以及“自由化”等问题试作了一定的探讨,提示了作者的研究心得和独立见解。对于关心和参与证券领域的各界人士,本书不无裨益。

主任编辑 沈志彦
责任编辑 刘李萍
装帧设计 陶雪华



作者简介

周洪钧 1968年毕业于中国人民大学国际政治系。1983年获复旦大学世界史专业硕士学位。1987年、1992年、1993年先后在美国乔治城大学国际法研究所、旧金山大学法学院讲学并任加州大学柏克莱分校国际法访问学者。现为华东政法学院国际法系副教授、国际经济法研究所副所长。曾参与撰写、发表专著、译著十余本、论文数十篇，其中主要是《国际法论》、《国际经济法新论》等。

张学森 毕业于山东师范大学外语系，现为上海华东政法学院国际经济法专业硕士研究生，撰写和发表有《论世界贸易组织的法律地位》等论文。

当代国际经济法丛书
编辑委员会

主 编	曹建明	徐冬根		
编 委	丁 伟	朱榄叶	李 泳	李宪普
	陈治东	张龙官	张国元	周洪钧
	单海玲	管敏正		
策 划	赵月瑟	沈志彦		

目 录

从巴林事件说起(代序).....	1
第一章 国际证券业的宏观视角.....	6
一、证券买卖从西方国家的咖啡馆发迹	6
二、国际证券业走向规范化的历程.....	10
三、中国证券市场的孕育和成长壮大.....	22
四、面向世界的中国证券业呼唤着法制保护.....	31
第二章 世界证券市场的三大法律体系	38
一、立法管制型的美国证券法体系.....	38
二、自律管制型的英国证券法体系.....	49
三、特殊管制型的法国证券法体系.....	58
四、香港地区的证券法律制度.....	63
五、台湾地区的证券法律制度.....	69
第三章 我国境外证券融资的法律规范	78
一、中国在国外发行外币债券.....	78

二、H 股：内地公司在港上市的股票	90
三、关于 B 种股票的发行与交易制度	104
四、中国证券法规的域外适用问题	119
 第四章 各国证券现货、期货市场规范综述	129
一、证券的第一、二、三、四市场	131
二、证券市场的规范化、现代化与国际化	146
三、蓬勃兴旺和时常失控的证券期货、期权交易	158
四、各国对约束证券期货市场动了真格	168
 第五章 层出不穷的证券纠纷与触目惊心的证券犯罪··	179
一、证券纠纷的复杂性及其严重后果	179
二、解决证券纠纷的手段：调解、仲裁与诉讼	181
三、各国重视取缔“内幕交易”	199
四、全球携手有效打击证券犯罪	209
 后记	219

从巴林事件说起(代序)

19 95 年伊始,发生了震动世界金融界的巴林银行破产事件。成立于 1762 年的巴林银行,是英国历史最悠久的商业银行,其证券业务在伦敦金融中心内位居前列,一向以资金雄厚、根基牢固称誉世界。早在 1800 年,该行就成为英国政府证券的主要发行人。本世纪 80 年代中期以来,巴林银行大力拓展远东及拉美新兴证券市场,盈利颇丰。1994 年该行获利 1.2 亿英镑,比 1993 年增长 14%。直至 1995 年初的伦敦金融统计,该行还排在英国投资额最大银行的第 3 位。

1995 年 1 月 26 日,巴林银行驻新加坡负责期货等交易的尼克·利森,判断日本股市将会上扬,在未经授权的情况下,大量购入 225 种股票日本产经新闻指数期货(即日本股票平均股价期货),期盼股价大升后猛赚一笔。但东京股市持久徘徊在低迷状态,并在阪神大地震的影响下明显下滑。2 月 23 日,利森了解到已无法弥补因投机失误造成的巨额亏损,便携妻仓皇出逃。2 月 24 日,巴林新加坡分行发现事态严重,遂向伦敦总行报告。英国的中央银行英格兰银行,从速研究补救措施,但迄 2 月 26 日,利森造成的损失已在 3.7 亿至 4.5 亿英

镑之间，而巴林银行的流动资金和储备总额仅有 2 亿英镑左右，资不抵债，走过 233 年历程的巴林银行的破产已成定局。这则消息一传开，全世界为之震惊，国际证券业更感受到极其强大的冲击波。全球各大股市陷入恐慌之中。2 月 27 日下午，日经股指创了新低，同时，欧洲、亚洲股市也全面告跌。一时全球证券界产生了众多连锁反应。人们开始冷静地思考巴林事件产生的原因以及国际证券业的前景。

据初步分析，巴林银行破产并被荷兰银行国际集团收购的原因，主要有以下两点：

(1) 内部监管混乱。利森在股票指数期货等金融衍生工具投资方面，曾为巴林银行获取过骄人利润，因此他为巴林高层所赏识，助长其赌博心理膨胀。多年来，巴林银行一直利用金融衍生工具从事对冲交易，即同时在大阪和新加坡交易所买卖同一种证券期货合约，赚取中间的差价或空头多头对冲，这样风险较小。1994 年底，利森擅自变动这一投资策略，在两个交易所同时做多头，终于酿成惨祸。对于利森的过度投机行为，巴林高级管理层长期未予注意和阻止，这与内部监管体制不规范大有关系。利森本人既是交易员，又是期货交易管理者，无法自行监控。在 1994 年 7 月前，巴林内部审计部门已报告，利森在期货交易中越权和隐匿亏损，并警告可能引发重大风险，但这些都未使得巴林的主管人予以重视。

(2) 外部监管松弛。其实在巴林银行倒闭之前，国际证券市场早已传出利森持有大量日经指数期货多头长线合约。新加坡市场的日经指数期货每天成交合约一般在 6 万张左右，而利森一个人的持仓量，却达上述数目的 1/3 至 2/3。新加坡金融管理局和新加坡国际金融交易所理应对之有所警惕，并

制定证券期货经纪人最高持仓量的限制,或及时采取其他有效的防范手段。另外,在全球证券市场步入电脑操作的一体化时代,如何加强对跨国证券期货交易的监管,事实上是缺乏国际间的协调合作规范或统一标准的。

巴林事件向国际证券业敲响了加强监管的警钟。具权威性的国际清算银行决定监督金融衍生商品的交易,建立早期的预报机制。实际上在巴林破产的前夕,国际清算银行恰好已经意识到各国中央银行无力对此类交易带来的急剧风险进行监管,因而正在草拟建立早期警报机制的规范文件。1995年2月27日,该行在发表的一份报告中说,已找出改善金融衍生商品交易环境的两种办法,即是:一、对大量从事此类交易的参与者开展非经常性调查,以便掌握此类商品国际市场活动的概貌;二、实施定期报告制度。其对象为从事此类国际性交易的主要中间商。被称为“各国中央银行的中央银行”的国际清算银行,在同有关各方磋商后,已在全球范围内开始一般性调查,26个国家的市场参与者将对该行的调整活动予以协助。

无独有偶。几乎在巴林事件爆发的同时,1995年2月23日上海证券交易所也发生了一次严重违规交易事件,即所谓的327国债期货(1992年三年期国库券期货)蓄意违规交易事件。国债期货市场的失控状态,引起了我国证券监管部门的高度重视。2月26日,中国证监会和财政部联合颁布《国债期货交易管理暂行办法》。同一天,上海证券交易所向各会员公司发出《关于加强国债期货交易监管工作的补充通知》,从2月27日起暂停所有国债期货品种的自由竞价交易,改为在场内办理协议平仓。从各方面看,我国目前尚不具备开展国债期

货交易的基本条件,中国证监会经国务院同意,在 1995 年 5 月 17 日作出重要决定,自 5 月 18 日起,在全国范围内暂停 1992 年 12 月开始的国债期货交易的试点,并发出紧急通知,在一律不准开新仓的前提下,组织各地会员协议平仓,5 月 31 日为平仓清场截止期。5 月 18 日,中国证监会又作出补充通知,要严惩那些违规交易者,直至开除其交易所会员资格。

规范不能确定,就可能多走弯路,甚至给证券市场发展造成人为障碍。我国国债期货交易的违规事件,就是规范匮乏的曝光,迫使我国监管层作出暂停试点的决策。中国证监会的决定对规范国内证券期货市场健康发展,是及时的和必要的。

发生在自由竞争程度较高的国际性证券市场的巴林事件,以及发生在我国的地方性证券市场的违规事件,都同如何正确地运用和严加监管金融衍生工具有着密切的关联。金融衍生工具,受市场实际需求的驱动,创新于本世纪 80 年代,并自 90 年代初起,被广泛地应用。当前,国际证券市场上金融衍生工具(又称金融衍生产品投资),主要包括三大类:(1)以期货为基础的衍生工具,例如股票和债券期货、股票指数期货等;(2)以期权为基础的衍生工具,例如股票和债券期权、股票指数期权、期货合约期权、掉期期权等;(3)其他衍生工具,例如,认股权证、备兑认股权证等。现在,全世界已有约 1200 种金融衍生工具,截至 1993 年底,全球未及平仓合约的名义总金额高达 18 万亿美元。金融衍生工具的应运而生,为广大证券投资者提供了以较低成本,对冲风险和套期保值的可能性,它服务快捷,增强了证券市场的流动性,从而对繁荣和发展国际证券业起到了积极的作用。然而,金融衍生工具如若使用和监管不当,又会产生极大的风险性,包括因合约无法履行或合

约条文章拟不明确而导致法律风险。甚至像巴林事件那样,引起严重的连锁反应,分别对国际证券市场和我国证券市场产生强大的冲击波。

尽管在 90 年代因金融衍生工具的应用不当而引发了一系列事件,但是国际证券界的大部分人士认为,金融衍生工具本身只是一种创新的产品或工具,加以恰当运用,完全可以为证券市场带来拓宽业务的机遇,并可给证券业的机构和个人投资者提供丰硕的收益。只有在对它放纵,以至失控的情况下,才会使国家和投资者蒙受损失。关键在于健全对它的规范,包括完善有关立法并厉行执法,形成切实有效的监管体系。

面对一些金融衍生工具引发的意外风波和事件,人们不必杞人忧天,更无须因噎废食。巴林事件后,东南亚的新加坡、马来西亚、泰国、印度尼西亚各国明确表示,仍然要大力促进金融衍生工具交易的繁荣和发展。事实上,金融、证券工具的创新一贯是走在立法与监管之前的,而经受一次失败或冲击,立法和监管就会进一步得到完善。而今后,金融衍生工具的交易、投资,可能成为衡量一个国家、一个地区,乃至一个证券机构信用状况的重要标志之一。在国际证券市场逐步走向规范化的时代,金融衍生工具本身不仅是无可非议的,而且,它将在相当长的阶段里,仍然是一种富有生命力的新生事物,并是全球证券市场的一个令人关注的热点问题。包括金融衍生产品在内的方兴未艾的国际证券业将在规范化的旗帜下,迈着坚实的步伐,走向 21 世纪的灿烂明天。