



上海对外经贸大学 法学文库
Shanghai Duiwai Jingmao Daxue Faxue Wenku

证券市场监管 法律制度之比较研究

*Comparative Study on the Legal System of
Securities Market Regulation*

李晓珊◎著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

证券市场监管 法律制度之比较研究

*Comparative Study on the Legal System of
Securities Market Regulation*

李晓珊◎著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场监管法律制度之比较研究 / 李晓珊著. —北京: 中国法制出版社, 2014. 6

(上海对外经贸大学法学文库)

ISBN 978 - 7 - 5093 - 5454 - 4

I. ①证… II. ①李… III. ①证券市场 - 市场监管 - 监管制度 - 对比研究 - 世界 IV. ①D912. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 126956 号

责任编辑 潘孝莉 (editorwendy@126.com)

封面设计 李 宁

证券市场监管法律制度之比较研究

ZHENGQUAN SHICHANG JIANGUAN FALÜ ZHIDU ZHI BIJIAO YANJIU

著者/李晓珊

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/640×960毫米 16

印张/17 字数/205千

版次/2014年8月第1版

2014年8月第1次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 5454 - 4

定价: 45.00元

值班电话: 010 - 66026508

北京西单横二条2号 邮政编码 100031

传真: 010 - 66031119

网址: <http://www.zgfzs.com>

编辑部电话: 010 - 66022958

市场营销部电话: 010 - 66033393

邮购部电话: 010 - 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010 - 66032926)

序

经过大家的努力，“上海对外经贸大学法学文库”丛书即将付梓。作为曾经在上海对外经贸大学求学和工作加在一起超过20余载的一名贸大人，作为贸大法学院的首任院长和现任名誉院长，我深感欣慰。

“上海对外经贸大学法学文库”汇集的是上海对外经贸大学法学院教师的学术研究成果。上海对外经贸大学法学院是在1986年设立的国际经济法系基础上于1995年创立的。我国著名国际法学家、我的恩师裘劭恒教授为此奔走呼号、竭尽心力。近30年来，几代贸大法学同人接力奋进，使之成为以国际法为特色，经济法、民商法、知识产权法共同发展的法学一级学科人才培养基地，在上海乃至全国都有广泛影响。

此次入选“上海对外经贸大学法学文库”的书籍以上海对外经贸大学法学院青年教师的博士论文和博士后出站报告为主，还有一些是该院资深教授多年学术研究积累的成果。我想，这一文库的出版，对于每一位作者，特别是首次出版专著的青年教师而言，将会是其学术生涯中值得长久纪念的一件事，也是他们学术生涯的一个新开端。

上海对外经贸大学法学文库成果的出版，得到了“上海市高等教育内涵建设085工程”（简称“085工程”）的大力资助。“085工程”是上海市教委为提升上海市高校的科研水平而推出



的一项重要举措，旨在为高校青年教师的学术成果出版提供有力资助，同时大力推动学科前沿成果的推广传播。借此机会，我也衷心感谢上海市教委对高校青年教师学术研究的鼓励和支持！

“合抱之木，生于毫末。九层之台，起于垒土。千里之行，始于足下。”我衷心希望上海对外经贸大学法学院的各位同人以及所有同学要以此此次法学文库的付梓出版为新起点，营造扎根学术研究的浓厚氛围，把我们的学术研究更深入地植根于变动发展的国际形势和国际法的发展变化之中，更深入地植根于不断深化改革和扩大开放的中国热土之中，更深入地植根于创新发展和转型升级的申城实践之中，静心思考，精心钻研，潜心研究，不仅要多出作品，更要多出精品。

是为序。

全国政协常委、上海市政协副主席
上海对外经贸大学法学院名誉院长

周汉民

前 言

中国证券市场发展二十余载，从无到有、从小到大、从无序到有序、从不讲规范到强调规范，完成了历史性的跨越。但其间亦历经波折，证券市场内幕交易、操纵市场的事件出现的频率越来越高，原因见仁见智。其中证券市场监管权力的边界以及监管理念、监管程序和保障机制等均无疑成为与证券市场的效率、活力高度相关的一个话题，更有学者关注到，证券监管问题，并非仅仅局限于政府对证券市场操纵、欺诈、内幕交易等行为的法律约束和监督，而应当以广义的视角来审视证券市场的监管问题。

大多数现代关于“法律经济学”的著作都假设资本市场的规制是不必要的，公司法为投资者和融资者提供的是一种示范的格式合同，有丰富经验的合同双方能够针对他们的自身情况，制订出超过任何标准化监管机构所期望的、更为详细、复杂且灵活性的合同。然而，认为投融资合同很大程度上使监管无意义的观点却并不能解释为什么某一国家资本市场的发展水平与它的法律体系之间密切相关的原因。事实上，监管的作用是重大的，因为在充满活力、信任的证券市场上，监管的作用证明了“合同”观点并不足以维持透明、公开和有序竞争的市场环境。

法律如何能够更好地配置监管资源；如何厘定政府证券监管的权力边界，如何平衡政府履行监管职能与证券业自律监管的关系；如何规制证券市场上的各类违法行为；如何通过证券监管最



终实现对投资者利益的保护；在股权分散的英美国家与股权相对集中的法国和中国，是否因两两所存在的证券法的共性而使得证券监管的效率有所差异；为追随欧盟市场，法国历经 2003 年的金融监管改革和法律修改之后，给证券市场监管注入何种新的理念，本书试图对这些问题进行探究。

李晚珊

导 论 / 1

第一章 证券及证券监管基本法律制度概述

第一节 证券概述 / 9

- 一、美国法关于“证券”的界定 / 10
- 二、法国法关于证券的定义 / 12
- 三、我国关于证券的定义 / 13

第二节 证券市场监管的法律分析 / 14

- 一、证券监管的含义 / 15
- 二、我国证券监管发展的三个时期 / 16
- 三、政府证券监管的理论基础 / 17

第三节 证券市场监管法律体系之比较研究 / 22

- 一、法国证券市场监管制度 / 23
- 二、英国证券市场监管模式——自律型监管模式 / 36

第四节 我国证券市场监管体系、法律制度之评价及建议 / 41

- 一、金融混业经营下的监管体系：机构监管到功能监管之路 / 41



二、我国证券监管法律制度存在的问题及建议 / 47

第二章 证券发行、上市制度比较研究

第一节 证券发行、上市基本问题概述 / 53

一、证券发行 / 53

二、证券上市 / 57

第二节 证券发行审核制度：注册制还是核准制？ / 58

一、证券发行注册制 / 59

二、证券发行核准制 / 61

三、注册制和核准制的理念之辨析 / 64

第三节 国外证券发行、上市制度之典型剖析——法国 / 66

一、法国证券市场概述 / 66

二、法国证券发行之监管 / 67

三、法国证券上市之监管 / 68

第四节 国外证券发行、上市制度之典型剖析——美国 / 78

一、发行制度概述 / 78

二、美国证券发行制度——1933年《证券法》

(The Securities Act of 1933) / 80

三、美国证券上市法律制度 / 89

第五节 我国证券发行、上市制度的评价与完善 / 91

一、我国证券发行制度概述 / 91

二、我国证券发行制度的演变 / 92

三、对我国现行证券发行制度的评价及建议 / 103

四、我国证券上市监管制度之评析与完善 / 105

第三章 上市公司内幕交易法律规制之比较研究

- 第一节 内幕交易的几个基本问题 / 115
 - 一、内幕交易的概念 / 115
 - 二、内幕交易的构成要件 / 117
- 第二节 法国关于内幕交易之法律规制 / 128
 - 一、关于“市场滥用”的几个基本问题 / 129
 - 二、内幕交易的预防性措施 / 132
 - 三、内幕交易之事后处罚 / 142
 - 四、内幕交易之民事赔偿 / 147
- 第三节 美国关于内幕交易之法律规制 / 149
 - 一、对内幕交易规制之争议 / 149
 - 二、预防性措施 / 151
 - 三、惩罚措施 / 153
 - 四、小结 / 160
- 第四节 我国内幕交易监管之立法实证及借鉴 / 162
 - 一、我国关于内幕交易之构成要件 / 162
 - 二、内幕交易之法律责任 / 173

第四章 操纵证券市场的法律规制

- 第一节 操纵证券市场概述 / 184
 - 一、操纵证券市场的定义 / 184
 - 二、操纵证券市场的法律性质 / 191
 - 三、操纵证券市场行为之表现 / 195



第二节	法国操纵证券市场之立法实证研究 / 204
一、操纵证券市场行为的刑事犯罪之构成要件 / 205	
二、操纵证券市场违法行为之民事赔偿 / 214	
第三节	美国操纵证券市场之立法实证 / 216
一、普通法 / 216	
二、1933 年《证券法》 / 217	
三、1934 年《证券交易法》对于操纵证券行为的规制 / 220	
四、证交会《规则 10b—5》 / 226	
第四节	我国操纵证券市场之立法评析及建议 / 229
一、我国关于操纵证券市场之立法梳理 / 229	
二、对我国“操纵市场行为”立法之评价及建议 / 234	
结论	/ 242
参考文献	/ 245

导 论

从1990年上海证券交易所挂牌开启中国股市之元年，历经二十余载，资本市场已经成为我国经济生活中的重要组成部分和中国经济发展的重要推动者。而证券市场无疑是资本市场中最重要的组成部分，证券市场的发展对于经济的贡献功不可没。

据投融资方面的历史资料统计，2002年至2010年8月，中国证券市场境内融资达到2.7万亿；1990年至2010年8月，中国境内上市公司由8家发展为1947家，增长243倍；截至2010年10月15日，沪深两市共有A股账户14810.02万户；至2009年底，沪深A股市值逾24万亿，两市市值超越日本成为列美国之后的全球第二大市值市场^①。无论是融资规模还是投资规模，近年来均获得了较大的突破。然而，相比金融机构的贷款余额，证券市场的融资规模仍旧微不足道，从这个角度看，证券市场在调配企业资源、社会资源的能力方面相当有限；投资者仍然不够成熟，市场内机构投资者数量偏小，造成市场换手率居高不下，居世界榜首，证券市场更像是投机市场；市场结构仍然不尽合理，资本市场的发展更多地体现在股票市场方面，企业债券发展得非常薄弱；中小投资者尽管成为中国证券市场发展的主力军，

^① “资本力量（1990-2010）”，载网易财经网站，<http://money.163.com/special/cnstock20years/>，2014年1月6日访问。



但是没有促成有效的保护机制。

在证券监管的理念方面，各国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转向鼓励证券业务创新和强化证券信息的充分披露^①。正如中国人民银行行长周小川在2004年全国外资银行工作会议上指出的那样：“市场需求的不断变化和业务交叉性产品的不断出现，日益要求树立功能监管观念，适应形势，加强协调，功能监管和业务发展之间并不必然发生矛盾，随着经济发展，不论机构设置该由谁来审批，都不应阻碍有市场需求的业务创新。”^②在监管方式上，金融监管从分业监管走向统一监管，从机构监管走向功能监管，已经成为国际证券监管的潮流^③。

我国十二五规划纲要提出深化金融体制改革，这对于证券市场的发展是一个良好的契机。其核心宗旨在于，市场的发展与监管制度的重构，应当以市场为导向。而对于政府来讲，资本市场的转轨过程中，监管者的角色定位和监管理念需要发生大的转变。

政府在证券市场中扮演什么角色？政府的角色是多重的，但政府首先是证券市场的投资者，为了维持国有企业的发展，完成股权分置改革，政府需要实现国有资产的保值增值，确保国有资产的安全。长久以来，人们一直认为证券监管的重心在于如何防止被监管者从事可能引发系统能够风险的冒险行为，以及如何消

① 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。

② 邓子来、李岩松：“功能金融理论与我国金融体系的稳定性和效率性”，载《金融论坛》2004年第6期。

③ 丁俊：“功能型金融监管：我国金融监管体制发展的新方向”，载《国际金融研究》2001年3月，转引自顾海峰：“基于金融混业视角的金融监管创新路径——功能监管论”，载《金融理论与实践》2010年第10期。

除被监管者与监管者之间的信息失衡，最终实现公共利益的最大化，这也成为证券监管制度设计与运行的出发点、目标及理论框架^①。然而事实是，监管者本身也会存在问题，他们并非能够时刻保持利他的属性，也并非能够总是毫无偏倚地追求社会的公共利益。造成这一问题的主要原因在于监管者并不是真正的独立。我国的证券监管机构依附于政府部门，在实施监管的过程中，常常会站在政府一边，其所设计、制定和实施的制度往往会对其他投资者造成伤害。所以，对证券市场的监管，不能以所谓的公共利益为导向。证券监管的基本理念应当是，重新审视政府在市场中的角色定位，不能忽视其投资者的身份，从而为所有投资者提供一个真正平等、公平、正义的资本竞争环境和资本竞争秩序。同时，在证券监管方面，应当保持证券监管机构的独立性，而政府应当以资本市场发展的推动者和资本市场稳定的守护者的角色出现。

还原二十余年来我国的证券监管模式所展现出来的突出现象是，证券市场的法律法规不健全，证券监管过于严厉而效率不高，证券机构的国际化程度不高，证券市场的国际化趋势和国外高度市场化的证券交易所的发展给我国证券市场带来巨大的挑战。究其原因，在于：一是证券监管体系并未理顺，监管理念较为落后；二是政府与监管机构的关系、证券监管机构与证券交易所的权限并不明晰；三是政府监管过广过多，证券行业缺乏自律，证券发行和证券上市受到制度掣肘，市场主体与市场自身的核心竞争力缺乏；四是内幕交易和市场操纵行为愈演愈烈，广大投资者的利益受损，缺乏足够公平、有序、公开的生长环境和发

^① 岳彩中、王俊：“监管理论的发展与证券监管制度完善的路径选择”，载《现代法学》2006年第2期。



展空间。

法律制度无疑是最有效的路径之一。本书主要从证券监管体系、证券发行法律制度、内幕交易的立法解析、证券市场操纵的法律规制四个方面进行阐述。

第一章，证券及证券监管基本法律制度概述。在这一章中，首先对“证券”和“证券监管”的定义进行了探讨，尤其是对美国法律和美国法院关于证券的界定进行了较为深入的解读，并探索了适度证券监管的理论根源。随后，梳理了法国证券监管的体制，介绍了法国综合式金融监管模式中金融管理局的职责及惩罚委员会的权限。概括分析了英国的自律监管模式中，政府监管与自律监管的制衡问题。最后，对我国的证券监管体系的路径选择进行了研究，并就证券监管具体制度中存在的问题给出了建议。

第二章，是关于证券发行、上市制度的比较研究。在这一章中，首先对证券发行、上市的基本内容进行了介绍性的研究。随后，对证券发行的注册制和核准制进行了比较研究，并寻找各制度所存在的理论根源，揭示了两种发行制度所反映的不同的监管理念。再次，对法国和美国的证券发行和上市制度进行了细致的梳理。最后，回顾了我国证券发行制度的历史，对发行制度进行了评价并结合我国国情提出了相关建议；对我国证券上市制度存在的缺陷进行了剖析并揭示了其背后的原因、提出了相应的建议。

第三章，在比较研究法国和美国规制内幕交易的法律制度的基础上，结合我国上市公司内幕交易的特点，给予了相关的建议。

第四章，操纵证券市场法律规制之比较研究。从法学、经济学等角度探讨了“操纵市场”的定义，并对法国和美国法学界

关于“操纵市场”的概念进行了比较研究之后，对我国“操纵市场”的法律概念提出了概括式和列举式两种界定方法。进而，剖析了“操纵市场”与“欺诈”的联系和区别。随后，以近年来证监会对操纵市场行为的处罚案例分析了操纵市场的各类行为表现，并进行了述评。接下来，从法国刑法和民法的角度分别对操纵市场行为进行了深入的探讨：刑法上对操纵市场行为认定的主观和客观构成要件、惩罚机制，民事赔偿制度等；梳理了美国规制操纵市场行为的相关立法实证。最后，对我国操纵市场行为的法律规制的不足之处进行了比较分析，并给出了建议。

