

理 论 研 究 系 列

证券市场管理 国际比较研究

LILUN
YANJIU XILIE

严 武 李汉国 吴冬梅 等著



中 国 证 券 丛 书
丛书主编 ◆ 杨天赐 陆国元

Zhong
Guo
Zheng
Quan
Cong
Shu

上海證券報 总策划
中国财政经济出版社

证券市场管理 国际比较研究

● 理 论 研 究 系 列 ●

严 武 李汉国 吴冬梅 等著

上海證券報 总策划

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券市场管理国际比较研究/严武等著. - 北京:中国财政经济出版社,1998.11

(中国证券丛书·理论研究系列)

ISBN 7-5005-3999-1

I.证… II.严… III.证券交易-市场管理-对比研究-世界 IV.F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 29905 号

作 者:严 武 李汉国 吴冬梅等

责任编辑:林治滨

封面设计:桑吉芳 鲁继德

中国财政经济出版社出版

URL:<http://www.cfeph.com>

e-mail:cfeph@drc.go.con.net

(版权所有 翻印必究)

社址:北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码:100010

发行处电话:64033095 财经书店电话:64033436

北京市通州运河印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 8.125 印张 189,540 字

1998 年 12 月第 1 版 1998 年 12 月北京第 1 次印刷

印数:1—3000 定价:16.00 元

ISBN 7-5005-3999-1/F·3641

(图书出现印装问题,本社负责调换)

《中国证券丛书》 编委会

顾问委员会

周正庆 王梦奎 桂世镛 黄 达
厉以宁 董辅初 吴敬琏

学术委员会(以姓氏笔划为序)

王广谦 刘 伟 刘福垣 李 扬
吴晓求 张曙光 肖灼基 陈 重
胡怀邦 桂敏杰 曹凤岐 黄亚钧
屠光绍 樊 纲

丛书主编

杨天赐 陆国元

丛书编委

杨天赐 陆国元 罗 林 杨 力
张立宪 李 东

厉以宁

总 序

我国证券市场从无到有,从小到大,发展十分迅速。实践证明,证券市场在促进社会主义市场经济的发展,优化资源配置,促进经济结构调整,转换企业经济机制和建立现代企业方面都发挥了积极的作用。总的来看,证券市场近几年来取得的成绩是显著的,应该给予充分肯定。但是,我们也应该清醒地认识到,我国证券市场建立的时间还很短,还是一个不成熟的市场,当前还存在着诸如上市公司质量不高、市场运行风险较大、有关的法律法规尚不健全等许多亟待解决的问题。

江泽民总书记不久前在为《证券知识读本》一书所作的重要批语中明确指出:“实行社会主义市场经济,必然会有证券市场。”这是对邓小平同志有关证券市场论述的重大发展,标志着我们党在总结实践经验的基础上对发展证券市场的认识又有了重大突破。这一重要论断更加坚定了我们搞好证券市场的信心和决心。江泽民总书记在批语中强调:“搞证券是现代经济中一门复杂的学问。各级党政领导干部、企业领导干部和证券工作者,务必勤学之、慎思之、明察之,务必在认真掌握其基本知识和有

关法律法规的基础上,不断提高驾驭和正确运用证券手段的本领。”当前,我国的国有企业改革和国民经济发展都进入了一个关键阶段,如何正确运用证券手段,使证券市场更好地发挥出为国有企业改革服务,为国民经济持续稳定发展服务的功能,是摆在我们面前的一个新课题。各级党政领导干部、企业领导干部、证券工作者要认真体会江泽民总书记重要批语的精神,自觉地学好证券知识和有关法律法规,在理论学习和工作实践中努力提高驾驭和运用证券手段的本领。

要建立一个发展健康、秩序良好、运行安全的证券市场,我们还有许多事情要做。加强对证券市场的分析研究就是其中之一。近年来,伴随着我国证券市场的发展,我国的证券市场研究工作也有了长足的进步,许多实力雄厚的研究机构相继建立,一大批富有成果的研究专著和论文纷纷问世,证券研究已成为经济学研究中的热门课题,这是一个可喜的现象。但是,就总体而言,我们对证券市场的研究还很不够,研究水平也亟待进一步提高,研究工作离证券市场发展的客观要求还有相当距离。因此,我们必须高度重视对证券市场的研究,花大力气提高证券市场的分析研究水平。我们不仅要重视对国内证券市场的分析和研究,也要重视对国际证券市场的分析和研究;不仅要研究证券市场本身的问题,也要研究与证券市场发展相关的社会、经济、法律诸方面的问题;不仅要研究证券市场过去和当前的状况,还要对证券市场的发展趋势进行探讨,努力把握证券市场的发展规律。在研究工作

中,要树立注重实证、联系中国实际、实事求是的良好风气,摒弃脱离实际、夸夸其谈和照搬西方学术理论的不良风气。我们还要大力提倡调查研究,应及时对证券市场出现的各种新情况、新问题开展深入的调查研究,在充分了解情况的基础上,提出妥善的解决办法。

与此同时,我们还要做好证券知识的普及教育工作。目前我国证券市场参与者中绝大多数是个人投资者,机构投资者所占的比重还很小,而且在我国现有的三、四千万个人投资者中,有三分之一左右是1996年以后新入市的。这些投资者对证券市场了解甚少,认识有限。许多投资者不懂得投资技巧与方法,也不会作宏观分析、企业分析、市场分析,而轻信市场传言,盲目跟风,追涨杀跌,成为市场不稳定因素,也极易使自身的利益受到损失。因此,我们一方面要通过完善法律法规、加强市场监管、规范市场运作等手段,保护好投资者参与证券市场的积极性;另一方面也要帮助投资者了解市场、认识市场,让投资者懂得证券市场投资的基本规则,学会分析、判断与操作的正确方法,提高风险意识,增强防范风险的能力,做一个理性的、成熟的、高素质的投资者。

中国财政经济出版社与上海证券报合作编辑出版的“中国证券丛书”有六个子系列(理论研究系列、统计资料系列、实战纪实系列、翻译经典系列、企业文化系列和教育培训系列),涉及市场理论的研究、统计数据的整理、上市公司基本状况的分析、海外研究成果的介绍、证券投资知识的普及等,涵盖面是比较广的。从其即将推出的首批

图书书目来看,选题也是恰当的。这样一套有系统、有深度、注重实用的大型丛书,现在还不多见。我想,这不仅对于广大证券从业者较全面地了解中国证券市场的发展历程和现状,了解专家学者的理论研究成果有所帮助,而且对广大投资者掌握证券投资理论知识和操作技巧,进而提高风险意识、增强防范风险能力也大有裨益。借此机会,我对这套丛书的出版表示衷心祝贺,并希望国内今后有更多高质量的证券研究和普及教育方面的专著问世。

目 录

0. 导 论	(1)
0. 1 证券市场管理的意义与特征	(1)
0. 2 证券市场管理国际比较研究的现实意义	(5)
0. 3 证券市场管理国际比较研究的内容与重点	(6)
0. 4 证券市场管理国际比较研究对象的选择	(7)
1. 证券市场管理体制比较研究	(9)
1. 1 证券市场管理体制的基本类型	(9)
1. 2 证券市场管理三大法规体系	(14)
1. 3 中国证券市场管理体制的选择	(16)
2. 证券市场管理立法比较研究	(20)
2. 1 美国证券立法概况	(20)
2. 2 英国证券立法概况	(25)
2. 3 日本证券立法概况	(28)
2. 4 中国证券立法概况	(32)
2. 5 其他国家证券立法概况	(34)

3. 证券市场管理机构比较研究	(43)
3.1 证券市场管理机构设置的几种类型	(43)
3.2 美、英、日三国证券管理机构比较	(45)
3.3 其他西方国家证券管理机构比较	(51)
3.4 新兴证券市场国家证券管理机构比较	(54)
3.5 中国证券管理机构设置及模式	(58)
4. 证券市场发展管理比较研究	(63)
4.1 证券市场发展管理的两种基本制度	(63)
4.2 主要国家对证券发行管理的基本要求	(68)
4.3 国际债券发行比较	(75)
4.4 主要国家证券评级制度比较	(91)
4.5 中国的证券评级制度	(105)
5. 证券市场交易管理比较研究	(109)
5.1 证券上市标准比较	(109)
5.2 证券停止上市条件比较	(120)
5.3 证券交易所场内交易管理比较	(126)
5.4 场外证券交易管理比较	(132)
5.5 对券商管理的比较	(137)
5.6 三大证券交易所自律管理比较	(148)
6. 证券市场信息披露制度比较研究	(159)
6.1 法定信息披露	(159)
6.2 证券交易所信息披露要求	(167)
6.3 中国证券市场信息披露制度	(171)
7. 证券市场税收制度比较研究	(176)
7.1 国外证券税制一般比较	(176)
7.2 美、日、英三国证券税收制度比较	(183)
7.3 中国证券税收制度	(189)

8. 证券市场国际化比较	(192)
8. 1 证券市场开放及对外国证券投资管理比较	(192)
8. 2 美、日、英三国证券市场国际化比较	(199)
9. 东南亚金融危机与发展中国证券市场的思考	(211)
9. 1 东南亚金融危机实录	(211)
9. 2 东南亚金融危机爆发的原因	(213)
9. 3 东南亚金融危机对发展中国证券市场的启示 ...	(218)
10. 结论、启示、借鉴	(223)
10. 1 证券市场管理国际比较研究的结论	(223)
10. 2 证券市场管理国际比较研究给我们的启示 ...	(224)
10. 3 借鉴国际经验,完善我国证券市场管理	(226)
主要参考文献	(247)
后 记	(250)

0. 导 论

证券市场是金融市场体系的重要组成部分。证券市场具有的筹资、产权复合与重组、资金导向与资源优化配置、宏观调控等重要功能在国民经济中发挥越来越重要的作用。证券市场功能的实现程度，取决于证券市场的运行效率。运行效率越高，其功能的实现也就越充分。一个高效率的证券市场，应该是运行有序、合理竞争、信息透明度高、市场机制较灵活、操作成本较低、真正贯彻“公正、公开、公平”原则的市场。然而，由于证券市场内在的投机性和高风险性等特点，证券市场本身并不能自发实现高效、平稳、有序的运行，因此必须对证券市场加强管理。强化和改善对证券市场的管理，提高市场的安全性和运行效率，是世界各国政府和金融、证券业界注重的全球性课题，尤其是在金融证券化、证券国际化趋势加快发展的今天，加强对证券市场管理的研究更具有重大的现实意义。

0. 1 证券市场的意义与特征

证券市场管理，是指为确保证券市场高效、平稳、有序的运行

行, 通过法律、行政和经济等各种手段, 对证券市场运行的各环节和各方面进行组织、规划、协调和控制的总称。证券市场的管理贯穿于证券发行、交易的全过程。

要全面理解证券管理的意义首先应了解证券市场管理的必要性。证券市场管理的必要性主要表现在以下几个方面:

1. 证券市场管理是保护证券活动主体正当权益的需要。证券活动主体是指证券市场的主要参与者, 即证券筹资者、投资者及证券商。它们之所以参与证券市场的发行、交易和投资活动, 其共同目的是获取经济利益。如果证券市场混乱无序, 投机过度, 则广大投资者的正当权益得不到保障; 如果对证券发行、交易和投资行为缺乏必要的管理, 则不仅投资者的利益, 而且发行公司及证券商的利益也得不到保障。例如, 如果不加强对收购控股的管理, 则发行公司的正常利益得不到保障; 如果没有一定的佣金制度和保证金制度, 则证券商的利益缺乏保障。所以, 总的来看, 对证券市场进行系统的规范的管理, 可以使各种证券活动主体的权益得到制度上的保障。

2. 证券市场管理是证券市场良性循环和健康发展的需要。证券市场管理以“三公”即公平、公开和公正为原则。公平原则保证了大小投资者在投资竞争中的公平环境, 能够尽量减少操纵、欺诈行为; 公开原则则保证了证券行情信息及发行者有关信息的及时、全面的公开, 减少内幕交易和防止舞弊行为; 公正原则使得在证券活动中的一些违纪行为能得到及时的制止和公正处理, 这样, 就能为整个证券市场的发展提供一个良好的环境, 以促进证券市场的良性循环和健康发展。

3. 证券市场管理是实现证券市场功能的需要。我们知道, 一个好的证券市场具有筹资功能、资金导向和资源配置功能、宏观调控等重要的国民经济服务功能, 如果证券市场能够健康发

展,则它的国民经济服务功能就能得到正常的发挥,就能促进整个国民经济的健康发展。相反,如果证券市场缺乏管理、混乱无序,则不仅不能发挥它的国民经济服务功能,而且可能会对国民经济发展起反作用,造成资源配置失误、信息传递误导及整个宏观经济的混乱甚至崩溃。

特别是随着证券市场发展到了一定程度后,社会融资结构发生重大改变即实现了金融证券化,这时,许多宏观经济指标如经济增长、投资规模、物价指数、收入分配都与证券的发行、交易和投资行为发生密切的关联,在这种情况下,如果不对证券市场进行规范的管理,则后果是不堪设想的。

从以上分析可知,证券市场管理的意义主要表现在以下几个方面:(1)有利于防止不正当竞争和欺诈行为,保护广大投资者的合法利益;(2)有利于规范各类市场主体的行为,保持市场稳定和健康发展;(3)有利于维护证券发行与交易市场的正常秩序,发挥证券市场集资、融资的功能,合理配置社会资源;(4)有利于创造一个公平、公正、公开、有序的投资环境;此外还有利于证券市场,特别是股市正常发挥国民经济“晴雨表”的作用,清除因泡沫经济和过度投机而造成的股市与国民经济运行状况相背离的现象。

证券市场管理的特征主要有以下几点:

1. 复杂性。这是由以下因素决定的:(1)证券市场参与者众多,涉及面广。在市场参与者中,既有各类法人机构,还包括众多自然人。由于证券市场参与者的复杂性,而对不同的参与者又必须制定相应的管理条例,加剧了市场管理的难度。(2)证券市场是一个复杂的组合体。按证券品种可分为债券市场和股票市场,按市场运行环节又可分为一级市场、二级市场,以及第三市场和第四市场。而对不同的市场要采取不同的管理政策。

2. 层次性。证券市场管理的层次性主要体现在监管工作和行为规范上。(1) 在监管工作上可分为三个层次：第一，证券主管机构的行政监管；第二，行业自律性组织对会员机构的监管；第三，证券交易所对上市公司和会员机构的监管。(2) 在行为规范上也可分为三个层次：第一，立法机构、行政机构制定的强制性法律、法规；第二，证券主管机关，以及有关的主管部门制定的行业规范和部门规章；第三，证券行业协会和证券交易所等自律性组织制定的自律规则。在证券管理实践中，由于证券市场的复杂性，单纯依靠强制性法律规范难以达到很好的管理效果，同样单纯依靠自律管理也难以保证证券市场的稳定运行，要有效地管理好证券市场，既要建立一个层次分明的监管体系，又要将立法管理和自律管理相结合，做到立法完善、监管有力、调控灵活、自律严明。

3. 国际性。在金融证券化、证券全球化趋势加快发展的形势下，世界各国证券市场之间的联系与影响更加密切。在各国证券市场管理实践中，已形成了一些国际认同并为各国共同采用的基本原则和惯例性作法。比如保护投资者利益原则、信息披露原则、“三公原则”等等。随着证券市场国际化的发展，各国在证券市场监管中的国际合作与交流也将进一步发展。目前，在证券市场监管中的国际合作主要有两条渠道。一条渠道是通过证监会国际组织（IOSCO），开展证券市场的国际合作活动。IOSCO 最突出的贡献是其制订了许多管理标准与准则，虽然没有强制性，但由于其体现了科学性、协调性和标准性，为各国所采用，对各国证券市场的管理在国际范围内发挥了规范作用。IOSCO 还为打击国际证券领域的各种犯罪活动制订了有关制度，并配合有关国家采取协调打击行动，有力地抑制了国际证券领域的犯罪行为。另一条渠道是各国监管机构相互合作，合作的主要内容之一是分享

有关信息，为合作方有效开展市场监管提供信息帮助和必需的协调行动。以我国为例，迄今为止，中国证监会在成为 IOSCO 的成员国后，又先后与美国、日本、澳大利亚、英国、巴西、新加坡、马来西亚、乌克兰、法国、卢森堡等国和我国香港的证券监管机构签订了监管合作备忘录。

0.2 证券市场管理国际比较研究的现实意义

一个运行良好的证券市场离不开有效的管理。我国目前虽已在证券市场管理方面取得了一定的成就，但由于证券市场发展历史短，与发达国家证券市场相比还存在不少的问题，而其中一些问题的产生是由于管理上不规范，监管力度不够或管理体制不顺，因而通过学习和借鉴西方成熟证券市场在管理方面的成功经验，并吸取他们在管理中一些重大挫折和失误的教训，以加强和规范我国的证券市场管理，是我们面临的一项紧迫而又具有重要现实意义的任务。而通过对国外证券市场管理的成功经验进行比较研究，是我们向其学习和借鉴的一种有效方法。开展这一比较研究，其意义有以下几方面：

1. 理论界对这一领域的研究刚刚起步，而这一领域的研究对中国证券市场的发展又具有极其重要的意义。中国证券市场的发展需要一个强有力的监管体系，而证券市场管理需要一个理论指导体系，再不能象现在这样“摸着石头过河”，出了问题再出台制裁措施。通过对国际证券市场管理比较的研究可以为中国证券市场管理的实践提供一个理论指导。

2. 世界经济一体化已是当今世界经济论坛的热点，各国证券市场也在不同程度上加速国际化进程。我们应该了解和熟悉证券市场管理中的国际通行规则和惯例。通过对证券市场管理的国

际比较研究,可以使我们立足本国国情,借鉴他人经验,建立一个既能促进有中国特色的社会主义市场经济发展,又符合国际惯例的证券市场管理模式。

3. 证券市场的具体发展情况虽因各国国度不同、体制不同而有所差异,但市场的内在规律性是相同的。通过证券市场管理比较,可以充分吸收和借鉴他人的长处,避免他人之短,做到“他山之石,可以攻玉”,使我国证券市场的发展少走弯路,避免再犯同样的错误。

4. 我国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制。在市场机制发挥主要作用的证券市场中,指令性计划要产生良好效果是根本不可能的,政府必须改变其职能,即把注意力转向维护良好的市场秩序,创造一个高质量的资本市场。针对这一点,通过证券市场管理的国际比较研究,可以为我们深刻理解和认识市场经济体制下政府在证券市场管理中应扮演什么角色,该如何更好地利用经济和法律手段,而不是行政手段来规范证券市场,提供了可以学习和借鉴的经验。

0.3 证券市场管理国际比较研究的内容与重点

证券市场管理涉及的内容与范围比较广,可以从多层面、多角度进行考察。从证券市场的结构分类看,证券市场管理包括证券发行市场管理和证券交易市场管理(或称证券流通市场管理)。从证券市场参与主体看,证券市场管理包括对证券发行者、证券交易商、证券经纪商及其他中介机构、公众与机构投资者的管理。从采取管理的方式和手段看,证券市场管理既包括立法管理,也包括自律管理。从保障证券市场规范运作的条件与制度看,证券市场管理包括对证券发行条件、审核程序、上市标准、