

# 当今国际证券市场法律管制之特点及对我国的启示

倪建林

一个成熟、发达的证券市场，必然有完善的法律管制作保障。纵观世界发达国家的证券市场的法律管制之演变，有加强管制(regulation)和放松管制(deregulation)并举、并呈向国际化协调的趋势。发展中国家

的新兴证券市场在其发展进程中，也在不断完善其法律管制。本文试通过剖析世界主要证券市场法律管制之特点，旨在完善我国证券市场的法律管制提些建议。

## 一、各国证券市场法律管制概述

当今世界，证券市场法制最完善的是英美两国。这两国的法制经过不断地改进和完善，形成了两种各具特色的证券法律制度，即英式证券制度和美式证券制度。世界其他各国的证券制度都不同程度地参照这两种制度。总的来说，英国模式的证券制度影响了英联邦和香港等国家和地区；美国模式的证券制度影响了日本、德国、韩国和台湾省等国家和地区。英国式的证券制度，以市场自律(self-regulation)为主，政府管制为辅。而美国式的证券制度，以政府管制为主，市场自律为辅。

美国的证券法律制度，主要以1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》为基础。1933年的《证券法》规定了发行证券，除豁免证券以外，必须向证券交易委员会(SEC)注册登记，从而确立了SEC管理证券市场的法律地位。1934年的《证券交易法》是对1933年的《证券法》的强化和补充，强化了对证券流通市场的管制。除上述两个基本法外，与证券立法有关的还有，1940年的《投资公司法》、1988年的《内幕交易和证券欺诈执行

法》。美国的法律制度，除联邦立法外，还有州立法。所以各州所制订的管制证券发行的“蓝天法”(Blue-sky Law)也构成了美国证券法律制度的一部分。

英国的证券法律制度，没有一部专门管制证券市场的证券法。在1986年以前，主要体现在《公司法》的有关规定和其他单行法规上。英国国会在1986年10月通过的《金融服务法》(Financial Services Act)使其证券市场的管理有了一个基本的法律框架。《金融服务法》的主要内容是界定证券投资的范围、从事证券业的资格审查和不许违法行为的发生等，并由此成立了管理证券市场的机构——证券投资委员会(SIB)。在SIB成立以前，证券市场由证券商自律管理，由证券交易所制定规则，这是典型的自律性管理。在《金融服务法》所确定的法律框架下，自律组织(SROs)在证券市场的管理中有很作用，而SIB的首要任务是按照法律规定的要求制定法规实施细则，确定保护投资者的法则。

日本证券市场的法律管制很大程度上参照了美国的立法模式。例如，日本现行的《证

券交易法》是1948年颁布的,主要以美国1933年的《证券法》和1934年的《证券交易法》为蓝本制定。至今,该法已经四十多次修订,较近的一次是在1984年。除专门的证券交易法外,日本还有《外汇和外贸管理法》、《证券投资信托法》等法律与证券交易有关。日本管理证券市场的机构是大藏省。同样,日本的证券交易所制定的一部分规则,也构成了日本证券市场的法律管制内容。

欧洲大陆国家的管制证券市场的法律,由公司法、银行法和证券交易所规则组成。例如,法国的有关证券立法主要在商法典中,而德国管制证券市场的法规主要以《证券交易法》为基础,同时也散见于其他有关法律法规

中,如《公司法》和《投资公司法》。欧洲大陆国家(除德国外)的各证券交易所原均采用古老的交易方法和沿袭旧的交易规则,受1986年伦敦“大爆炸”的震撼后,相继出台了新法,管制证券市场的法规有了新的发展。

新兴证券市场,是指发展中国家的证券市场,特别指东南亚地区的证券市场,如韩国、泰国、马来西亚、台湾省等证券市场。新兴证券市场起步晚,但发展很快,其法律管制在参照发达国家的同时,也保持自己各具的特色。例如,韩国管制证券市场的主要法规有《证券交易法》和《商法》,随着证券市场的发展,该法已经多次修改;台湾省管制证券市场的法律也主要是《证券交易法》。

## 二、特点之分析

尽管世界各国管制证券市场的法律概不相同,但抛开具体的法律条文,我们仍可以总结出一些共同的立法原则和意图,代表当今国际证券市场法律管制的特点。正如美国法学教授Normans. Poser在其1991年出版的《国际证券管制》一书中所述,当今国际证券市场,加强管制与放松管制并不是矛盾的。加强管制是指加强对证券发行和交易行为的管制,从而保护广大投资者的利益;放松管制是指放松对证券业经营资格和经营范围的管制,从而顺应证券市场国际化趋势的发展。这些方面,是各国立法者都认同的。当今国际证券市场法律管制之特点,笔者认为,主要有以下几点:

### 一、更加重视对投资者利益的保护

美国1933年《证券法》的立法目的就是为了使每个投资人能获得充分和公正的信息,从而作出投资决定,保障投资者利益不致遭到损害。该法确立了至今仍被世界各国证券立法奉为“圣典”的两条原则:一是要求证券发行人必须向购买人充分披露财务状况及其他资料;二是禁止用不真实的说明及其他欺诈手段销售证券。为了达到保护投资者利益

的目的,各国都规定了严格的证券发行制度。例如,美国实行的是公开注册制,而欧陆国家实行的是核准发行制,相比较,后者更具有严格的实质性管理。但这两者同样强调的是发行人不得侵犯投资人的利益。对信息披露的法律标准,一般都要求达到全面性、真实性、时效性、易得性、易解性和合法性。任何在信息披露上达不到要求的做法,在发行上都将受到限制,如有违真实性的话,还将承担刑事和民事责任。

第二,加强对交易行为的监管 内幕人员利用内幕信息交易及短线交易等交易行为已为世界各国证券法所禁止。各国对证券融资和融券等信用交易行为的限制有所不同,美英等发达国家的限制较松,而新兴市场较严,但总的趋势是不能让信用交易泛滥于证券市场,从而保持证券市场的稳定。

第三,加强对证券商行为的监管 由于众多国家的证券法允许证券商兼自营商和代理商两者为一身,证券交易中的“利益冲突”(conflicts of interests)和“中国墙”(Chinese Wall)问题显得日益突出。利益冲突是身兼两职的证券商进行自营与经纪业务

混合操作产生的问题。例如,证券商一方面以代理委托人的身份卖出证券,另一方面又以自营商的身份买入他所代理的委托人出售的证券,使他处于利益冲突中。证券商往往为维护自己利益,牺牲交易委托人之利益,因此,混合操作行为,各国证券法都予以禁止。“中国墙”问题的产生,源于美国1974年的一个判例,一家兼营投资与证券业务的公司,获得了不利于投资业务部门客户的内部信息而未向门市部客户披露,是否构成欺诈或误导?SEC最终对该家公司所作的“中国墙”辩护持首肯态度。“中国墙”也就被解释为“经许可从事投资业的人,他在一部分业务中所获取的信息,能对其所从事的另一部分业务的客户保密。”这一判例的确立,表明了对常规立法的一种突破,但证券商对其客户应承担的信托责任,并不能均以援用“中国墙”开脱。证券商的行为仍受到严格的法律监督。

**第四,逐步放松管制的趋势** 主要体现在取消某些限制市场竞争的措施上。这些限制措施包括:(1)证券经纪人对每笔证券交易向其客户收取最少佣金的规则;(2)对进入市场的限制,如不许某些人或机构从事证券交易;(3)对市场参与者所从事业务类型的限制。美英两国率先进行放松管制的改革,体现了金融自由化的趋势。美国已有废除《格拉斯——斯蒂格尔法》的趋向,而该法的主要内容是银行业和证券业要分离,即把投资银行从商业银行中分离出来。这个法的废除,意味着美国将允许商业银行重新从事证券业,从而体现对证券业经营管制的放松。另外,美国针对大量增多的机构投资者,规定了对于向机构投资者募集,可以不受特殊的信息披露要求管辖。

**第五,法律管制在证券市场的逐步国际**

**化过程中作了相应调整** 世界各国证券市场,不管是英美等发达国家的证券市场,还是新兴证券市场,都依据证券市场的国际化潮流,对本国的证券法律制度作了修改,并主要体现在让外国公司便于进入本国市场及证券上市交易规划的国际协调上。为了使得外国公司更容易进入美国证券市场,SEC制订了使外国证券登记豁免的S规则和用于私募登记豁免的144A规则。在上市规则的国际协调上,美国和加拿大在1990年实现了上市公司的信息披露要求同一标准,便于两国企业的跨国上市,并积极和墨西哥协调。SEC也表示愿意接受按IAS(国际会计准则)作成的财务报表可以代替按GAAP(美国公认会计准则)作成的财务报表的上市要求。同样,英国在这方面的改革也不甘示弱。英国于1986年10月把伦敦证交所改成了伦敦国际证券所,修改了它的上市规则,吸引了众多的外国公司上市,使它的国际化迈出了很重要的一步,国际证券界谓之“伦敦大爆炸”(Big Bang)。1986年的《金融服务法》就是“大爆炸”的产物。而该法同时又参照欧盟(EU)证券法制的统一规则。欧盟关于证券发行、交易等的统一指令(Directives)是当今国际证券法制统一协调的典范。迄今为止,欧盟已在上市规则、内幕交易、收购、共同基金等重要领域,在成员国之间作了统一规定。亚洲证券市场的法律管制,也呈现了国际化协调的趋势。日本东京证交所不断修改其上市规则以吸引外国公司上市。而东盟国家想实现信息披露要求、注册登记的统一。国际证交委组织(IDSCO)在协调各国证券市场法律管制上作了很重要的贡献。证券市场法律管制的国际协调已是大势所趋。

### 三、对我国的启示

当今国际证券市场法律管制所呈现出的上述特点,代表了国际证券市场法律管制的

发展趋势,对尚在探索和完善中的我国证券市场之法律管制无疑是很好的借鉴和启示。

首先,严格奉行证券法制的两大根本原则:即保障投资者利益原则和保证信息充分披露原则。不管企业是境内上市还是境外上市,始终要秉持这两原则。这两原则也是我国证券立法的出发点。

其次,加强对证券交易行为的法律监督,特别是重视对违法行为的处罚。国际经验告诉我们,要保持证券市场的稳定和健康发展,必须对交易行为进行严格的法律监控。如对内幕交易行为、操纵市场行为、欺诈行为等,必须规定严厉的刑事处罚和民事赔偿措施。虽然国务院颁布了《禁止证券欺诈行为暂行办法》,但在这方面的立法显然还不够,还需制订操作性更强的法律规定。

第三,适时引入“中国墙”的规定,解决利益冲突问题。我国的证券商可以身兼自营和代理,但须严格禁止其混合操作行为,保证其对客户负诚实信托责任。对“中国墙”的援用,一定要严格调查和监督,防止滥用,造成对投资人利益的损害。建议法院在审理此类案件时,更多考虑援用先前判例的方法,即引进判例法作补充。

第四,放松管制,开放证券市场已成为必然趋势,但一定要看时机是否成熟。伦敦的“大爆炸”固然能给英国带来证券市场兴旺的生机,但这是建立在英国有极健全和完善的

自律管理制度上的。我国的证券市场刚起步,还没有形成很完善的法律监督机制。如果在法律机制还不健全的情况下放松证券市场的管制,必然会带来证券市场的混乱。所以,在放松管制时一定要慎重。譬如,对柜台交易(OTC)市场的放开要看条件。

最后,证券市场的国际化是我国证券业发展的必然选择。为此,我们应为证券市场的国际化构筑很好的法律框架。在这一点上,韩国的分三阶段实施国际化计划很值得借鉴。韩国政府为顺应证券市场国际化的趋势,于1988年制定了推进国际化的措施第一阶段,1990年前允许外国投资者通过投资基金与海外公司权益相关连的债券进行非直接投资;第二阶段,1991年允许外国投资者通过可转换债券方式进行直接投资;第三阶段,1992年允许外国投资者在有一定比例限制的条件下进行直接投资。除此之外,我们还可考虑和香港等地区的上市信息披露要求采取同一标准,实现交叉上市(Cross-listing)。同时,我们也应为我国企业的境外上市制定能同国际协调的法律规定。

总之,研究国际证券市场的法律管制在于借鉴其成功之处,从而使我国证券市场的法律管制早日走向健全的轨道。

