

## 新证券法：国家干预与放松管制之平衡（郭锋）

中央财经大学财经法研究所 郭锋

我今天演讲的题目是《新证券法：国家干预与放松管制之平衡》，我想从四个方面给大家介绍一下：

第一个方面，《证券法》修订概述。

### 1、《证券法》起草的概况

大家知道，我们现在的《证券法》是1998年12月29日颁布的，自1999年7月1日开始正式生效实施。我国最早在1981年开始发行国库券，1985、1986年的上海飞乐音响和北京天桥百货两支股票是国内最早发行的股票，1990、1991年在上海、深圳建立了证券交易所。1992年，小平发表南巡讲话，针对当时国内一些认为不应当开办证券交易所的想法，小平同志就讲，资本市场这些东西我们也能用嘛，我们也可以试一试嘛，如果搞得不好可以关掉嘛，关掉可以快关也可以晚关，关了也可以留下一个尾巴嘛！小平同志发表了南巡讲话以后，证券市场就在争论中基本建立起来了。

在证券市场建立的初期，1992年国务院制定颁布了《股票发行和交易管理暂行条例》，用行政法规来调整证券市场。两个交易所建立起来之后，国务院就组建了国务院证券管理委员会和中国证券监督管理委员会，以前以人民银行为主来进行管理的中国证券市场，就变为由证监会和国务院证券管理委员会两个部门统一管理了。由于中国证券市场发展初期出现了很多问题，当时就感到，单用国务院颁布的行政法规来指导股票的发行是远远不够的，无论是它的法律地位，还是对市场主体的约束力都远远达不到大家期望的高度。还有部门之间相互牵制的问题，比如体改委、人民银行、证监会都来管理证券市场，由此就造成了很多监管方面的矛盾。因此大家认为，一定要尽快制定出一部统一的《证券法》。

那么《证券法》的制定由谁来主导呢？当时是交由专家来制定的。因为证券属于全国人大财经委员会的管理范畴，所以《证券法》的起草工作就由全国人大财经委员会负责。当时财经委的同志大多是学经济的，很多人不懂法律，最后财经委就把《证券法》的起草工作交给北大的李林来主持，当时我也有幸参加了《证券法》的起草工作。最后呈交全国人大常委会审议时，很多同志都不理解证券市场，不理解为什么要搞资本市场。

经过反复的探讨，在1998年12月29日，国家颁布了《证券法》，自1999年7月1日开始实施。《证券法》实施以来，证券市场发生了很大变化，《证券法》在规范、指导证券市场以及惩戒违法行为等方面确实起到了很大作用。在2004年8月28日，十届全国人大常委会第十一次会议表决通过了《证券法》修正案，修订了《证券法》的第二十八条和第五十条。这次修订主要是为了解决我国现行法律与WTO规则的矛盾冲突，没有触动《证券法》内固有的不合理问题。

《证券法》第二十八条被修改为：“股票发行采取溢价发行的，其发行价格由发行人和承销的证券公司协商确定。”第五十条修改为：“公司申请其发行的公司债券上市交易，由证券交易所按照法定条件和法定程序核准。”股票的价格、债券的发行、交易以及上市从此就不需要报送国务院证券监督管理机关批准了。

2005年10月27日，《证券法》修订草案经第十届全国人大常委会第十八次会议审议通过了。我们都没有想到能够这么快通过，正因为有些仓促，所以其中一些条款还是值得商榷的。

### 2、原《证券法》诞生的背景与不足

我将背景归纳为两点，不足之处归纳为三点。

第一个重要的背景，是亚洲金融危机的爆发。

1997年，我国起草《证券法》时恰逢亚洲金融危机。1997年7月，金融危机从泰国开始，席卷了整个东南亚，后来波及到韩国、日本以及中国香港，整个金融系统出现了系统性风险，金融市场一片混乱。由于中国的金融市场没有对外开放，所以没有受到太多的波及，但是，金融危机的爆发给我们的警醒是非常大的。我们不能过早的实行金融自由化，也不能过早的把金融市场、资本市场向国际资本开放，因为我们的资本实力、金融环境、金融从业人员的素质等各方面都跟不上。所以，要采取防范措施，加强管制。

在资本证券化的过程中，当时争论最大的一个问题，也是这次修订解决掉的一个问题，就是混业经营和分业经营的问题，当时学者普遍认为，应该搞混业经营，不应该再搞分业经营。因为当时美国已经实行混业经营了，

英国、日本等国基本也都实行混业经营了，所以，大家认为我国也应该搞混业经营。但是证券主管部门认为应该搞分业经营。金融危机爆发之后，朱镕基总理就指出，只能搞分业经营、分业管理，这就导致《证券法》的条款规定证券业、保险业、信托业分业经营、分业管理。

第二个背景是，国内金融活动混乱。

在《证券法》制定过程中，中国的证券市场也正处于初级发展阶段，其特征就是一片混乱。就交易市场来说，虽然当时上海和深圳已经建立了两个金融证券交易所，但是各省市还在纷纷开办没有经过国务院审批的股票交易所，当时不叫股票交易所，有的叫做证券股票交易中心，有的叫做股票内部交易中心，天津、武汉、海南都有类似的证券交易所。后来，朱镕基总理下令整顿，派出工作组到全国各地清理证券市场和房地产市场，最典型的案例就是取缔成都的“红帽子”市场。

当时中国的金融市场和证券市场，和美国1929年前的证券市场很类似。美国在1929年到1933年的经济危机爆发之前，证券市场也是很混乱的，混乱的特征就是银行主导证券市场，银行业和证券业没有严格的区分。当时我国国内证券市场也为银行所主导，人民银行一方面是证券市场的主管单位，另一方面却又投资兴办信托公司和证券公司，造成银行业和证券业原始混营，银行的大量资金流向证券业，再加上银行内幕交易等等，最后就导致整个证券市场的混乱。

证券市场混乱的突出表现之一就是内部职工股问题。国家体改委的《股份公司规范意见》规定允许设立内部职工股，其本意是为了奖励内部职工，为内部职工提供福利。但实际上全向政府官员发行了，内部职工只是象征性的买了一点，大部分流入到社会中去了。政府官员纷纷到证券市场寻租，这就导致内部职工股非常混乱。最后国务院花了很多精力来整顿清理这件事，直到现在还有一些遗留问题没有完全解决。而且内部职工股也助长了腐败现象的滋生，导致大批政府官员进了监狱。所以，针对种种混乱情形，国务院要求对证券市场加强监管。

这就是我介绍的《证券法》立法的两个背景，一个是国际的背景，一个是国内的背景。这两个背景就导致了原《证券法》存在三个方面的严重不足：

第一，过度管制，抑制创新。在制定《证券法》时，由于有亚洲金融危机给我们的警示，而且我们要清理整顿国内的证券市场，所以《证券法》就不能放的太宽。一些助长投机性的机制，暂时就不能进行规定，比如股票的一些衍生工具、股值的期货期权交易、场外交易市场等等，对这些我们都进行严格的管制，其结果就导致金融产品的创新、交易机制的创新在现有的《证券法》中没有依据。

第二，重风险防范，轻市场发展。为了防止证券市场的风险，特别是为了防止个别风险导致系统性风险，引起社会的动荡和整个金融市场的混乱，我们在《证券法》里加强了防范措施。比如说，禁止银行资金违规流入股市、禁止国有企业炒股等等，这些措施虽然起到了一定的规范作用，但是也抑制了市场的发展。

第三，不重视投资者权益。虽然原《证券法》第一条就规定：“为了规范证券发行和交易行为，保护投资者的合法权益，维护社会经济秩序和社会公共利益，促进社会主义市场经济的发展，制定本法。”表明其立法宗旨之一是保护投资者的利益，但是，在整个《证券法》的制度设计方面，对投资者权益的重视是远远不够的。之所以不够，一方面是我们当时还不太清楚国际上保护投资者利益有些什么规定，有些什么先进的制度，或者说即使我们知道，但是认为在中国当时的情况下，引进这些制度可能还不太适合。这个问题不仅体现在《证券法》里，在《公司法》里也同样存在。另一方面，投资者权益受到侵犯以后，我国的法律也没有规定一些有效的救济途径。比如没有针对操纵市场、内部交易设定民事赔偿条款，《证券法》中只是针对虚假陈述有一个赔偿条款，其他的都没有相应的规定。而对投资者来说，最重要的救济方式就是民事方面的救济，公法上的救济对投资者来说不是特别重要。公法上的救济无非是惩处违规者，证监会的罚款都要上交国库、交财政部，投资者能得到吗？因此只能用民事赔偿制度弥补投资者在证券市场上受到的损失。

第二个方面，《证券法》的修订理念：国家干预与放松管制之平衡。

我们这次《证券法》修订是按照什么样的理念、什么样的指导思想来修订的呢？我的归纳就是，要寻求一个在国家干预和放松管制之间的平衡点，从《证券法》的修订内容来看，这个平衡点还是找到了的，虽然技术上还存在问题，但是基本的理念都体现出来了。

### 1、国家干预的动因

为什么要进行国家干预？从经济学理论上来说，由于垄断、外部性、不对称信息等问题的存在，市场机制不可能达到经济资源最优配置的理想状态，市场存在大量导致资源配置低效率的市场失灵问题，因此国家需要用“看得见的手”对市场进行干预。在证券市场里面就表现在以下几个方面：

(1) 垄断。证券经营机构规模经济的特点使自由竞争很容易发展成为高度的集中垄断，在我国证券市场中，券商越大可能占的市场份额就越多，他就会垄断市场中的一些产品，垄断市场中的一些运作，也就很容易发展成为高度的集中垄断，垄断的出现会给效率和消费者福利方面带来损失。而券商为了抢客户，会使出各种招数来竞争，这种激烈的同业竞争如果没有国家的管制，将会导致证券体系的不稳定，例如挪用客户保证金等，就会危及整个金融、经济体系的稳定。

(2) 外部性。证券经营机构的破产倒闭将可能影响整个交易机制的正常运行，引起整个证券市场、金融市场

的危机，并将通过货币信用紧缩破坏经济增长的基础。这样一个论点，应该说已在我国证券市场中得到了验证的。特别是最近一年多，证监会集中处理的案件，比如德隆案件、南方证券的案件，都是上千亿的资金形成不良资产，最后需要由央行成立调查小组来进行处理。所以，我们一定要让证券公司把内控机制、风险防范机制、利益冲突机制等方面都做好，避免引发一些危机。

(3) 信息不对称。在证券市场中，信息是投资者投资决策的依据，也是构成股票涨跌的一个最基础的因素，实际上证券市场就是一个信息的市场。美国提出的有效资本市场假说理论就根据信息对证券价格的影响，将市场分为强式资本市场、半强式资本市场和弱势资本市场三种“有效”形式。信息不对称存在于任何委托代理关系中，比如股东和管理者之间就是一种委托代理的关系，二者之间就会存在信息不对称的问题，在证券市场上永远都会存在信息不对称的问题。而我们的任务就是尽量去解决这些信息不对称的问题，比如证券市场的公众股东与大股东、管理者、证券经营机构、中介机构之间就存在信息不对称的问题，信息不对称的问题不解决，就会出现很多道德方面的风险和法律方面的风险，使投资者的利益受到损害。

鉴于自由竞争的市场机制存在上述缺陷，为保证经济体系的高效运行和社会资源的有效配置，必然要求对其进行外部监管。而管制制度作为一种公共品只能由代表社会利益、公众利益的政府来供给和安排。既然干预是必然的，那么为什么要由政府来进行干预，而不是民间机构来干预呢？因为在经济学理论或者法律理论上，我们都认为，只有政府才是公共利益的代表。在经济上有一种公共利益理论，这种理论随着凯恩斯的国家干预经济理论在社会生产、交换、分配和消费关系中的渗透而产生。从20世纪30年代到60年代初期，公共利益论一直都是资本主义社会各界普遍接受的有关监管标准的正统经济理论。这种理论认为，证券市场监管是政府回应投资大众的要求、纠正证券市场欺诈现象——比如内幕交易、市场操纵、虚假陈述等损害投资者利益的不公正、不公平行为——的措施。证券市场监管被看成是政府用来改善融资市场资源配置和收入分配的手段，如果不实施监管，那么，市场机制本身的作用就可能导致证券市场资源配置的无效率或低效率以及收入分配的不公平甚至证券市场的萎缩。

通过政府的监管，证券监管的总体目标就是要建立一个高效率的证券市场，即一个既能充分发挥证券市场的所有功能，同时又运行有序、竞争合理、信息透明度高、交易成本低、真正贯彻“公正、公开、公平”原则的市场。具体监管目标可以归纳为以下几个方面：

第一，通过监管促进整个金融证券市场资金的有效配置；

第二，加大信息的公开披露力度，避免因信息不对称而造成的交易不公平；

第三，克服或者消除整个证券业或者宏观经济的系统性风险；

第四，促进整个证券市场的公平竞争。只有公平竞争了，才能够抑制内幕交易、操纵市场等不公平现象，才能有效消除垄断的情况。

## 2、干预过度与监管失灵

在证券市场新兴的国家，特别是我们这样一个从计划体制向市场经济转轨的国家，最容易出现的问题就是干预过度。但是，这种新兴市场的证券监管不但成本高昂，成效不明显，甚至还会产生反效果，严重阻碍市场本身的自发演进，使国家的经济、金融受到抑制。而一般的规律就是，监管越紧，成本就越高，不仅包括监管导致的直接成本，还包括执法成本、守法成本、道德风险等，而且会抑制金融机构提供更低廉、更富创新性、更富竞争力的产品和服务。因此，监管并不必然导致证券市场的发展，相反，可能还会限制其发展。如果对证券市场干预过度，市场就没有创新了。

另外，从监管本身来说，以前我们总认为监管部门都是很公正的，工作人员都是很廉洁的。但是，根据西方监管经济学的理论，监管者与监管对象一样具有自利性，都以自我利益最大化为依归。工作人员同样受到薪金、工作条件、声誉、权力等的影响，都有以公谋私、成为某些特殊利益集团的工具或偏离、牺牲公众利益的可能。一项监管措施如果可能对监管者的地位造成风险，此项措施一般不获推出，这不利于市场上的创新产品和新机制的出现。

监管经济学是监管理论的最新发展，它把监管现象看成是一种商品，这种商品的分配受供求关系的支配。由于存在这种供求关系，利益集团和政府监管部门之间是相互影响、相互依赖甚至相互算计的。利益集团需求政府监管，因为他们可以从政府监管那里获得至少三方面的利益：直接的货币补贴、控制竞争者的进入、获得影响替代品和互补品的能力以及定价能力。政治家供应监管产品是因为他们需要选票和资源。西方经济学家将这种情形归结为俘虏论学说，认为监管者最终被利益集团俘获，成为他们的工具。因此，不能迷信监管权力，必须设立相关的制约条款，使监管机关正确行使自己的权力。在这种情况下，基于交易成本、信息的不对称、监管供求关系等，无论是市场还是政府监管都有可能失败。

## 3、放松监管的必要性

我国证券市场的兴起是在计划经济体制开始向市场经济体制转轨时期，强烈的政府主导意识和制度惯性导致证券市场具有显著的行政干预特征：证券市场作为融资市场，以为国企改革和脱困服务为目标；证券发行监管以行政审批、额度控制为主要手段；证券监管以稳定、规范、不出事为目标；证券监管体现监管机构对市场的直接控制；证券监管通过大量随机式惩处来显示监管权威；证券监管自由扩充监管机构运用监管手段的空间等。

新《证券法》为什么要放松管制呢？因为现在的《证券法》条款还是走的强化管制的路线，强化管制表现在：

重政府监管，忽视自律监管。《证券法》重视证监会等政府组织的监管，但没有一个有效的措施来实现交易所真正的自律功能。上市公司发行股票等问题本属于交易所自身的经营决策，现在却由证监会越俎代庖。证券交易所作为重要的市场参与者，本应发挥重要作用，却在证监会的过度管制下沦为一个单纯的交易市场。这种过度管制的结果是证监会角色错位，定价脱离实际，市场缺乏活力。

此外还有证券发行中的通道制、对证券二级市场过度控制、对金融产品创新的抑制、对金融混业的严格管制、对银行资金入市的管制以及对融资融券的管制问题等等，这些措施都使市场发展受到严格限制。

#### 4、如何寻求国家干预与放松管制之平衡

##### (1) 监管过度与监管不足

证券市场，尤其是新兴证券市场，存在巨大的金融创新需求，而市场参与主体，尤其是证券经营机构则是提供金融创新供给的主要力量。监管过度必然会抑制其创新积极性，成为导致证券及金融创新供给不足的一个因素。反之，监管不足又可能放大证券经营机构的风险，损害市场稳定和投资者利益。监管的难点在于：如果监管过度，市场就会失去活力；如果监管不足，市场就会混乱。因此，监管过度与监管不足都是不可取的，监管永远是在过度与不足之间争取平衡。

##### (2) 市场交易和政府管制

在证券市场，市场交易和政府管制构成资源配置的两种可替代方法。有的问题需要市场交易去解决，有的问题需要政府管制去解决，但有的时候他们之间也可以互相替代和交叉。解决市场失灵的政府管制如果适当并正确，就能为市场交易提供一个成本更低的基础。但政府管制一定要明确，能不干涉交易就尽量不干涉，如果出现了市场失灵，必须要干涉，一定要做合理的、适度的干预，从而让交易的成本更低和更有效率。

##### (3) 政府管制和契约安排

在证券市场中，政府管制能否干预当事人间的契约安排？一般来说，当事人私人之间的交易选择能够有效配置资源，但契约的缔结与履行是民法、合同法等私法调整的领域。只有不能进行有效的配置，或者配置出现一些不公正、不公平时，政府管制才能介入。因此，政府管制能否介入，关键要看是否有可替代的法律制度。

第三个方面，《证券法》修订的主要内容。

我把《证券法》修订的主要内容归纳为这样几个方面：

##### 1、关于放松管制方面的修订。

放松管制方面的修订主要体现在以下五个方面：

(1) 混业经营。这次修订为混业经营留下了空间，现行的《证券法》第6条规定证券业和银行业、信托业、保险业分业经营、分业管理，证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。这次修订《证券法》的时候，最有争议的也是这个问题。

各国对银行业与证券、保险、信托业务关系的制度设计，可以分为两类模式：

一种是混业经营模式，银行不仅可以经营传统的商业银行业务，而且可以参与证券、保险、信托、金融衍生业务及其它新兴金融业务；一种是分业经营模式，银行业只能从事存贷款、信用交易等传统的商业银行业务，不能参与证券、保险等其它业务。

1933年美国国会通过了《格拉斯 - 斯第格尔法案》，明确规定商业银行与投资银行在业务上必须严格分离，从而奠定了此后半个多世纪美国银行分业经营的基本模式。尽管有该法案的严格限制，但试图寻求利润最大化的银行业并没有放弃进入证券市场的努力，它们一直伺机绕过法案所确立的“格拉斯 - 斯第格尔墙”从事证券业务。

后来，随着全球金融自由化和一体化趋势的不断深入，越来越多的国家放弃了原先的金融分业管制政策，银行一改以往小规模渗透证券业的谨慎作风，大规模地参与证券业务，一时间金融并购浪潮风起云涌，以银行资本为主的多元化金融集团的发展迎来了历史性的黄金时期。美国1999年通过了《金融服务现代化法》，彻底拆除了1933年经济危机后形成的银行、证券、保险相互隔离的藩篱，允许银行控股公司申请成为可以从事具有金融性质的所有业务的金融控股公司，第一次以法律形式界定了一种能够跨行业经营、提供综合金融服务的金融机构。

我国现在也加入了WTO，金融市场即将对外资开放，如果还坚持分业经营的模式，会对我国的金融机构形成制约，不利于他们的做大、做强。事实上，这五六年来，金融市场的发展已经突破了现行《证券法》的限制，比如光大集团、中信集团，他们的集团中既包括银行，也有证券公司，甚至还有信托公司。最近国务院已经批准商业银行设立基金管理公司试点，批准保险资金按一定比例直接进入资本市场，这些做法都已突破分业经营的限制。这次《证券法》修订，在原条款不动的基础上增加了“国家另有规定的除外”这句话。

“国家另有规定”肯定是由国务院交给有关的部委来规定，由谁来规定呢？当然就是由证监会、银监会、保监会这几个部门来规定。刚才我们讲了监管的功利色彩和监管的风险，那么他们谁会牵头来规定呢？如果国务院不协调的话，“另有规定”可能会一直搞不出来。当然这是我最悲观的想法，也不排除乐观的想法，也许很快就可以搞出来。但作为一部大法来讲，这终究不是一个明智的办法。

(2) 关于证券衍生品和期货期权交易。原《证券法》第三十五条规定：“证券交易以现货进行交易。”这意味着我国只允许现货交易，排除了其他交易方式，比如国际上通行的证券股指期货期权等交易形式。目前研究开发新的证券交易品种已成为我国资本市场稳定发展的必要条件，证券交易除现货交易外还应允许以其他方式进行交易。这次新《证券法》第二条中就规定证券衍生品品种的发行、交易管理办法，由国务院依照本法的原则规定。这条确认了可以推行证券衍生品品种，但是要由国务院进行规定。新《证券法》第四十二条还规定证券交易可以以现货和国务院规定的其他方式进行交易。这就突破了以前只限于现货的交易方式，虽然规定本身在立法上解决了衍生品品种和交易的问题，但是同时也带来了风险。金融衍生品品种确实为市场所需要，应该在干预和放松管制之间寻找到平衡，才能使市场健康发展，这也是监管部门下一步要研究和探讨的问题。

(3) 证券公司向客户融资融券。原《证券法》第三十六条规定：“证券公司不得从事向客户融资或者融券的证券交易活动。”第一百四十一条规定：“证券公司接受委托卖出证券必须是客户证券账户上实有的证券，不得为客户融券交易。证券公司接受委托买入证券必须以客户资金账户上实有的资金支付，不得为客户融资交易。”

各国资本市场均已建立了证券融资融券交易制度。通过融资融券可增加市场流动性，提供风险回避手段，提高资金利用率，融资融券是以后实施期货等多种衍生工具交易必不可少的基础。特别是在我国目前的情况下还要考虑到一个问题：那些券商总是挪用客户的交易计算资金，也就是交易保证金，这也是一个一直没有完全根除的现象。本来是投资者开户把自己的钱存进去，但证券公司却可以把客户的资金拿来自己投资，包括德隆事件、闽华事件，最后查出来的不良资产很大一部分都是挪用的客户交易保证金。而且证券公司还振振有词地说：“不挪用客户的交易保证金我怎么生存？一方面不让银行给我们贷款，另一方面又不让我们向客户融资融券，所以我们只能去挪用客户的交易保证金了。”券商虽然是强盗逻辑，但也确实有一定的道理，券商没有自己的资金来源，就只能挪用客户的交易保证金了。

证券市场推出的各项新制度都要靠融资解决，在原《证券法》的框架下，券商的融资渠道有限，市场缺少资金，缺少活力。所以，这次新《证券法》第一百四十二条修改为：“证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。”同时也删除了原《证券法》第一百四十一条的规定，但删掉这一条不意味着券商可以不顾条件、不顾风险地自由地融资融券，即使允许融资融券，仍要做好风险控制措施，防止经营风险。

(4) 国企炒股。原《证券法》第七十六条规定：“国有企业和国有资产控股的企业，不得炒作上市交易的股票。”

国有企业作为“特殊主体”，一直被禁止“炒作”股票，以防止国有资产折损于证券市场。证券市场成立的目的是为国有企业解贫脱困，既然允许国有企业进入发行市场，自然也应当允许其进入交易市场。投资总要有风险，高风险与高收益总是相伴而生，如果投资失误可以追究责任，但不能因此而限制其入市交易资格。国有企业和国有资产控股的企业是否允许买卖股票，应当由国有资产监督管理的有关法律和法规规定。

所以，这次新《证券法》第八十三条修改为：“国有企业和国有资产控股的企业买卖上市交易的股票，必须遵守国家有关规定。”这条最大的进步就是把“炒作”两个字删掉了，意思就是可以买卖了，但是前提条件是必须遵守国家有关规定。

(5) 银行资金入市。原《证券法》规定禁止银行资金违规流入股市。我们首先需要界定一下什么是“违规”？“规”指的是什么？是行政法规还是部门规章、还是企业内部的规章制度呢？这里的“银行资金”究竟是自有资金还是客户存进去的资金、还是其他的资金？因此这个规定没有对银行资金性质做出明确的界定。

另外，证券市场是和银行分不开的，如果真正切断银行这条线，证券市场就没法搞了。现在民生银行、招商银行、建设银行等银行都已经上市了，上市了就是要进入股市啊，怎么能规定银行不能进入股市呢？这次修订的理由是，银行资金入市属于银行监管范畴，受《商业银行法》等法律的调整，没有必要在《证券法》中规定，而且对于其他渠道流入的违规资金都应加以限制。为此，新《证券法》第八十一条修改为：“依法拓宽资金入市渠道，禁止资金违规流入股市。”这条修改的内容也是值得商榷的，“依法拓宽资金入市渠道”是《证券法》要解决的问题吗？这只是一个政策性的口号。“禁止违规资金流入股市”，这意味着不仅银行的违规资金要禁止，其他违规资金也要禁止。实际上这条规定是违反证券交易基本原理的，按照国际通例，证券交易是无因性的、不讲基础关系的一种交易。只要是依法进行的证券交易，交易结果是能够改变的。实际上证券市场就是提供一个合法洗钱的场所，这是各国证券市场的一个基本功能。如果某个企业到银行贷款，理由是搞基本建设，结果这个企业用这笔钱去买了股票，这个交易结果要不要改变呢？这笔交易要不要宣布作废呢？所以，证券市场本身不解决这些问题，如果一个企业违反了贷款规定，可以对它进行处罚，要求它把买的股票马上卖出去，赚的钱可以没收了，这些是需要市场外的机制来解决的。因此这个问题我觉得还是需要继续探讨的，但毕竟银行资金已经可以入市了。

这是新《证券法》关于放松管制的五个方面的修订内容，由于时间的关系，下面的内容我就简单的给大家介绍一下。

## 2、关于证券公司监管及风险防范的修订

(1) 关于券商。原《证券法》将券商分为综合类券商和经纪类券商，综合类证券公司最低注册资本为5亿

元，经纪类证券公司最低注册资本为5千万元。综合类证券公司可经营证券经纪、证券自营、证券承销及其他业务，经纪类证券公司只能开展证券经纪业务。这种按注册资本金多少划分券商类别并进行业务差别待遇的做法，实际上是一种身份歧视，不利于券商的公平竞争和发展，会导致很多负面后果，因此，新《证券法》就把这种分类给取消了。但是也没有从根本上解决问题，仍是按照注册资本金的多少来决定你可以做哪些业务，与原法相比，是换汤不换药。

新《证券法》规定注册资本最低限额为人民币五千万元的证券公司可以经营下列业务：1、证券经纪；2、证券投资咨询；3、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；注册资本最低限额为人民币一亿元的证券公司可以经营下列一种业务：1、证券承销与保荐；2、证券自营；3、证券资产管理；4、其他证券业务。注册资本最低限额为人民币五亿元的证券公司可以经营下列两种以上业务：1、证券承销与保荐；2、证券自营；3、证券资产管理；4、其他证券业务。

(2) 利益冲突和风险的防范。近年来，证券公司风险不断暴露，主要是控制度不严，证券公司大量挪用客户交易结算资金，严重损害投资者权益。这次修订就增加了利害冲突和风险防范措施。

第一个方面，采取隔离措施，防范利益冲突。这次新《证券法》第一百三十六条就规定：“证券公司应当建立健全内部控制制度，采取有效隔离措施，防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突。证券公司必须将其证券经纪业务、证券承销业务、证券自营业务和证券资产管理业务分开办理，不得混合操作。”第一百三十九条则规定：“证券公司客户的交易结算资金应当存放在商业银行，以每个客户的名义单独立户管理。”

第二个方面，严格区分证券公司自有财产与客户的交易结算资金和证券。现在证券市场中主要的纠纷就是证券公司故意把自己的财产、自营的证券和客户的财产、客户的证券混在一起，导致法院在审理案件的时候，搞不清楚这些资金哪些是证券公司的，哪些是客户的，最后干脆就把帐全封了。后来最高人民法院就做出批示说不能封客户的保证金。针对这种情况，这次修订就规定证券公司不得将客户的交易结算资金和证券归入其自有财产，禁止任何单位或者个人以任何形式挪用客户的交易结算资金和证券。证券公司破产或者清算时，客户的交易结算资金和证券不属于其破产财产或者清算财产。非因客户本身的债务或者法律规定的其他情形，不得查封、冻结、扣划或者强制执行客户的交易结算资金和证券。

第三个方面，对证券公司高级管理人员、主要股东的监管标准提高了。为了加强对证券公司高级管理人员的管理，新《证券法》第一百三十一条规定：“证券公司的董事、监事、高级管理人员，应当正直诚实，品行良好，熟悉证券法律、行政法规，具有履行职责所需的经营管理能力，并在任职前取得国务院证券监督管理机构核准的任职资格。”这是把证监会的一些部门规章写进去了，其中也有值得商榷的地方，我不赞成把“正直诚实、品行良好”写进去，因为这种标准是没法衡量的，这些标准非常主观，属于道德方面的评价，操作性比较差。

为了使证券公司更好地防范风险，有必要对证券公司股东资格特别是主要股东及其实际控制人资格进行明确规定。为此，新《证券法》要求证券公司主要股东及其实际控制人具有持续经营盈利能力，信誉良好，最近三年内无重大违规纪录，净资产不低于人民币二亿元。

第四个方面，对问题券商的监管进行规定。主要是要求证券公司规范经营，各项指标要符合监管部门的规定，新《证券法》第一百五十条规定：“证券公司的净资本或者其他风险控制指标不符合规定的，国务院证券监督管理机构应当责令其限期改正；逾期未改正，或者其行为严重危及该证券公司的稳健运行、损害客户合法权益的，国务院证券监督管理机构可以区别情形，对其采取下列措施：(一)限制业务活动，责令暂停部分业务，停止批准新业务；(二)停止批准增设、收购营业性分支机构；(三)限制分配红利，限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利；(四)限制转让财产或者在财产上设定其他权利；(五)责令更换董事、监事、高级管理人员或者限制其权利；(六)责令控股股东转让股权或者限制有关股东行使股东权利；(七)撤销有关业务许可。”这些规定我觉得是必要的，主要是能使券商更规范的进行经营活动。

### 3、对证券发行制度的修订

新的《证券法》对证券发行制度的修订有这样几个方面：

第一，对“公开发行”进行了定义，主要有：(1)向不特定对象发行证券的；(2)向特定对象发行证券累计超过二百人的；(3)法律、行政法规规定的其他发行行为。这在以前的《证券法》、《公司法》里都是没有的，这次是把《公司法》里有关发行资格的内容全部拿到《证券法》里来了。要把这一条和《公司法》里关于发起设立和募集设立的相关条款结合起来理解，规定股份公司设立的发起人是二人以上二百人以下，主要原因是实务中已经出现利用法律漏洞将证券发行对象扩大、变相公开发行的案例。这次新《证券法》的规定，在杜绝漏洞的同时也隐含着重大的法律变化，那就是为私募发行预留了法律空间。虽然这次修订仍然没有明确地允许私募，但是从立法精神上看，只要是非公开发行证券，不采用广告、公开劝诱和变相公开方式，且发行对象的人数在二百人以下，就可以成立。

第二，公开发行新股的条件放宽。原《证券法》规定公开发行要具备几项指标，包括要与上次募集间隔一年以上；连续三年盈利；预期利润率要达到同一存款利率水平等几项。这就限制了很多要进行私募的或是采取发起设立的公司来筹集资金。现在修订之后只要符合四个条件就可以了：(1)具备健全且运行良好的组织机构；(2)具有

持续盈利能力良好；(3)最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；(4)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。由于大多数新成立的公司短期内难以盈利，不能达到法定上市条件，使股份流通受到限制，对公司引进战略投资者造成了障碍，因此新《证券法》放松了规定。

对证券发行制度的修订还包括建立发行保荐人制度、规定代销发行失败的返还责任等等，由于时间关系就不多赘述了。

#### 4、证券交易制度的修订

第一，为场外交易市场留空间。新《证券法》第三十九条规定：“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券，应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。”第二，为非集中交易提供依据。新《证券法》第四十条规定：“证券在证券交易所上市交易，应当采用公开的集中交易方式或者国务院证券监督管理机构批准的其他方式。”第三，证券上市门槛降低。原《公司法》规定上市公司股本总额不得少于五千万，这次修订为公司股本总额不少于人民币三千万元。

#### 5、关于信息披露制度

这次新《证券法》对信息披露制度的修订主要体现在两个方面：

第一，预披露制度。为了加强社会公众对发行人的监督，防范发行人采取虚假手段骗取上市资格，有必要建立发行申请文件的预披露制度。要求首次公开履行的申请人预先披露申请发行上市的有关信息，这样可以拓宽社会监督渠道，有利于提高上市公司的质量。为此，新《证券法》第二十一条规定：“发行人申请首次公开发行股票的，在提交申请文件后，应当按照国务院证券监督管理机构的规定预先披露有关申请文件。”

第二，对“重大事件”的完善。新《证券法》第六十七条规定：“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件，投资者尚未得知时，上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告，并予公告，说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。”

这里所强调的标准就是“重大性”，只有具有重大性的信息才是应该披露的信息，才可能构成信息欺诈，不是重大的信息就不用披露。凡是可能影响投资者投资的重大事项，均符合重大性的标准，都应当进行披露。这次修订增加了“公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查，公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施”为重大事件。

#### 6、关于上市公司董监事、高管人员、控股股东的信息担保和短线交易归入权

近年来，上市公司董监事、高管人员不勤勉尽责甚至弄虚作假，损害上市公司和中小投资者合法权益的事件时有发生，严重影响了投资者对证券市场的信心。

(1) 信息担保责任。新《证券法》第六十八条规定：“上市公司董事、高级管理人员应当对公司定期报告签署书面确认意见。上市公司监事会应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见。上市公司董事、监事、高级管理人员应当保证上市公司所披露的信息真实、准确、完整。”第七十一条规定由国务院证券监督管理机构对上市公司控股股东及其他信息披露义务人的行为进行监督。

(2) “短线交易归入权”的完善。新《证券法》第四十七条规定：“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东，将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入，由此所得收益归该公司所有，公司董事会应当收回其所得收益。……公司董事会不按照前款规定执行的，股东有权要求董事会在三十日内执行。公司董事会未在上述期限内执行的，股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。……”

#### 7、关于投资者权益保护。

对投资者权益的保护主要体现在两个方面的修订：

第一，增加了设立证券投资者保护基金。大家知道，现在证监会已经批准设立证券投资者保护基金公司，前期投入资金已达几十个亿，现在已经开始运作了。其目的是在证券公司破产、倒闭、清算时，在证券公司不能够清偿客户证券的情况下，由基金按比例进行清偿，尽量降低市场的系统性风险。新《证券法》第一百三十四条规定：“国家设立证券投资者保护基金。证券投资者保护基金由证券公司缴纳的资金及其他依法筹集的资金组成，其筹集、管理和使用的具体办法由国务院规定。”

第二，进一步完善了投资者的民事赔偿责任。这次新《证券法》规定了虚假陈述、内幕交易、操纵市场、欺诈客户等的行为人给投资者造成损失的，应当承担赔偿责任。这些条款对虚假陈述的民事赔偿责任写得非常详细，并对主观方面的规则进行了规定，但是内幕交易、操纵市场等还没有写进去，但最高人民法院马上就开始了起草相关的司法解释了。

#### 8、关于增加监管机构的执法手段和权限。

证监会一直在争取准司法权，但是学界十分反对，这次《证券法》修订进行了妥协，针对证监会工作的实际情况和现实要求，赋予了证监会一部分准司法权。

第一，扩大了现场检查的范围。新《证券法》明确规定对证券发行人、上市公司、证券公司、证券投资基金管理公司、证券服务机构、证券交易所、证券登记结算机构都可以进行现场检查。

第二，赋予证监会冻结或查封的权力。以前的规定是由证监会向法院申请进行冻结或者查封，但由于地方保护主义，地方法院很可能不和证监会配合。而学者们认为，不能因为跑了一个小偷或强盗，而牺牲了司法权，还是应该由法院统一行使司法权。新《证券法》的规定是，对有证据证明已经或者可能转移或者隐匿违法资金、证券等涉案财产或者隐匿、伪造、毁损重要证据的，经国务院证券监督管理机构主要负责人批准，可以冻结或者查封。

第三，增加了限制证券的买卖。如果在调查操纵证券市场、内幕交易等重大证券违法行为时，经国务院证券监督管理机构主要负责人批准，可以限制被调查事件当事人的证券买卖，但限制的期限不得超过十五个交易日；案情复杂的，可以延长十五个交易日。

第四，采取“市场禁入”措施。违反法律、行政法规或者国务院证券监督管理机构的有关规定，情节严重的，国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券市场禁入的措施。证券市场禁入，是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务或者不得担任上市公司董事、监事、高级管理人员的制度。

#### 第四个方面，对《证券法》修订的思考与评价

第一，管制和放松的关系如何平衡，哪些领域应当强化管制，哪些领域应当放松管制？这些问题背后体现的是民法上的私法自治和国家干预的问题，值得我们进一步研究。

第二，关于监管机构的权力边界。证监会应不应当行使准司法权，行使准司法权的利弊是什么？这也是一个需要进一步研究的问题。

另外，关于“市场禁入”制度，我觉得大家应当理性思考一下。证监会不能搞市场禁入制度，特别是终身市场禁入制度是没有法理依据的。《公司法》规定的董事、监事、高管人员的任职资格里，规定哪怕是犯罪了，刑满释放五年之后还是可以担任公司的董事、监事、高管人员的。如果仅仅是违反证监会的行政法规，就惩罚他终身不能进入证券市场、不能再进行证券业务，这是不是太严厉了？证券业务包括买卖证券，这是任何公民、法人投资的权利，是他们的民事权利能力，你怎么能够剥夺呢？一个小偷在某个商场里偷东西，被抓住以后，你可以对小偷进行治安处罚，但是你不能宣布这个小偷以后不能进入全国所有的商场啊！所以，“市场禁入”制度有剥夺主体从事交易的民事权利能力之嫌，可能会和民法的基本理论相违背。

第三，市场组织制度的改革与完善。多层次交易市场体系在治理空间方面需要进一步的构建。自律组织的职能，包括交易所、证券业协会这些自律组织应该如何定位？交易所的性质是什么？交易所是会员制的，还是公司制的呀？是应该完全市场化，还是由证监会来管理？这些问题都还有探讨的余地。

第四，关于《证券法》调整范围的问题。新《证券法》在很多问题上有了较大突破，立法技术也较原法成熟，但是许多诸如市场主体融资融券的权利、国有企业炒股、银行资金入市等本不应属于《证券法》调整范围的问题仍为新法所规定。因此《证券法》的调整范围还有待于厘清。

第五，关于慎用授权性立法条款的问题。对目前尚有争议的问题，这次新《证券法》在立法上更多使用的字眼是“国家另有规定除外”或“必须遵守国家有关规定”。这些词句用多了，一是没有解决问题，二是给行政部门留下了很大空间，有可能造成行政权对立法权、司法权的不当解读和干预，可能会导致很多问题。所以，这样的写法一定要慎重。

由于时间的关系，今天就先讲到这里。我的理解也不一定正确，希望批评指正！谢谢大家！（来源：中国民商法律网）

来源：华东司法研究网  
阅读：662次  
日期：2006-5-8

【双击滚屏】 【推荐朋友】 【评论】 【收藏】 【打印】 【关闭】 【字体：大 中 小】

上一篇：[\[公告\]“华东司法研究网”全体同仁祝愿大家“国际劳动节”快乐！](#)

下一篇：[王小石受贿案第一审刑事判决书](#)

>> 相关文章

没有相关文章。

发表评论



- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论



点 评:



字数0

■ 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

用户名:

密码:

发 表

版权所有：华东司法研究网 [www.sfyj.org](http://www.sfyj.org) 沪ICP备05030577号  
Copyright (c) 2004-2005 SFYJ.ORG. All Rights Reserved .