

朱伟一 著

美国

证券法判例

解析

中国法制出版社

美国证券法判例解析

朱伟一 著

中国法制出版社

责任编辑 李仕春

图书在版编目(CIP)数据

美国证券法判例解析/朱伟一著. —北京:中国法制出版社, 2002. 4

ISBN 7 - 80083 - 938 - 9

I. 美… II. 朱… III. 证券法 - 案例 - 分析 - 美国
IV. D971.222.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2002)第 012652 号

美国证券法判例解析

MEIGUO ZHENGQUANFA PANLI JIEXI

著者/朱伟一

经销/新华书店

印刷/河北省三河市汇鑫印务有限公司

开本/850 × 1168 毫米 32

印张/10.75 字数/244 千

版次/2002 年 7 月第 1 版

2002 年 7 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 7 - 80083 - 938 - 9/D·904

(北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031) 定价:19.00 元

(发现印装问题请与本社发行部联系 电话:66062752)

(发现内容误差请与本社编辑部联系 电话:66062738)

“有时我们必须先做,做了才能找到该做的理由。有时我们做了,但只有问题,没有答案。”

——约翰·勒卡雷尔

序

我顽固地相信，越是复杂的问题，就越是应该说清楚。法律中以证券法最复杂，也就最需要说清楚，用人民大众喜闻乐见的语言说清楚。当然，实用和便利也是本书作者所念念不忘的。

中国证券法复杂，美国证券法更复杂，但还是需要对后者仔细端详。毕竟，中国证券法由美国证券法科隆而来。师古、法古才能超越；习字、绘画、音乐如此，法律也是如此。讲“满门抄斩”的刑律，讲妻妾同堂的历史，那我们是具有特色的，但就证券法大谈中国特色为时尚早。如果一定要谈，那是空白意义上的特色，而不是推陈出新的特色。

今天，与国际接轨之声不绝于耳。很残酷的，这里的接轨是我们与主流国家接轨，而不是别人与我们接轨。加入世界贸易组织便是一例；我们加班加点，忙着按别人的范本炮制法律。想想伤心得很，接轨一事，本该上个世纪初就完成了。那现在我们就可以宣讲自己的特色，忙着到世界各地巡回讲学。

当然，我们也不是一味强调中国特色。西方的坏东西我们大多一学就会，很少强调中国特色。而对一些属于全人类先进文化的精华，我们却是那样的踌躇不前，那样地顾左右而言他。本书也批判了美国证券法的坏人坏事——是美国人自己没有说或不愿说的短处。希望这些短处是中国所要避免的，而不是被吾人用作效尤的理由。

美国证券法的译本市面上也有，但看起来都很吃力——因为

译本没有“中国特色”。美国的法官,美国的教授,心中装的是美国读者。他们知道美国读者爱什么恨什么,心有灵犀一点通,许多问题或背景就不用交代了。再有,英语的表达、英语的思维与中文大不一样。比如,英语多是长句、从句,而中文多四字结构,讲究铿锵有力,但多没有主语——重意会,轻逻辑。如果翻译时断句不当,更是让人比较烦。

本书的结构如下,引言是对证券法主旋律的简介,力求一矢中的,漫画似地突出证券法的特点——这位美人仪态万方,常无定型。其他方面,本书与《美国公司法判例解析》(中国法制出版社2000年版)的结构相同。为了化难为易,本书各章分为三部分:法律简介、判例以及判例要览和判例分析。一部分法律词条收入书后的《法律词条解释》。

法律简介是相关法律的鸟瞰,大多篇幅较短,但求一目了然,便于读者翻阅。判例分析提供不同的角度和坐标,融入人文背景,找出中、美两国法律和法律文化的同异点。独立孤零的判例如大海上漂浮的一叶孤舟,需要各种坐标才能判定其方位。判例要览是为了便捷,仅供课前预习和各种考试的应急之用。当然,如果少了便捷,少了投机取巧,那就真的没有中国特色了,那就真的看不到中国人的聪明才智了。

朱伟一

2002年4月5日

引 言

证券法的核心是披露，而披露的最佳手段是填表。填表很烦，几乎没有人喜欢填表。美国人填税表，经常要等到最后一天，而有钱人干脆请律师代劳。

一、很多问题可以通过填表得到解决

人的一生中要填无数的表，“文革”中填的最详细，九族、三代都要填，填的大家心惊肉跳。如果历史上有过自首变节，那就更加紧张。即便你不是地、富、反、坏、右，即便你不是“走资本主义道路的当权派”，那也有不足向外人道的事情——“不如意事常八九，可与人言无二三”。

表填多了，自然知道夹起尾巴做人。只要不落实在文字上，我们就敢于扯谎，善于扯谎。写在纸上就不一样，如有不实之处，一经发现，至少有欺骗组织之嫌。同样，公司如有虚假陈述，那就是欺诈，至少是重大过错。公司大多有些不可告人之处。表填得越多，填得越详细，暴露的问题就越多，董事、经理们也就越加是胆战心惊，谨慎从事。真的，填表是个好办法，很多问题可以通过填表得到解决。

二、证券法、公司法互为表里

证券法比较枯燥。证券法与公司法互为表里,是一枚硬币的正反两面。而比较有趣、比较性感的问题大多在公司法范畴内。股东、董事与公司的三角关系很有意思,但大多是公司法的斗争。按照专家学者的分类,涉及公司内部斗争的,如委托授权投票、公司兼并,也都划在公司法的范畴内。

证券法主要制约公司在股市的行为。公司内部斗争由股东自己去进行。美国的证券交易所对公司治理有所要求,但如果公司出了问题,还是需要股东自己去斗争,通过诉讼争取自己的权益。证券法主要涉及股票发行和股票交易的问题。在证券监管机构的眼里,公司内部的斗争更像是家庭内部的矛盾,监管部门视其为烂事、破事,惟恐避之不及。

三、披露——贯穿证券法的红线

披露是贯穿证券法的一根红线,是证券法活的灵魂。美国法律并无特别精深之处,就像麦当劳快餐,一切从简,不求食不厌精,但求不过于离谱。证券法也一样,只有两个核心:披露和反欺诈。

证券法强调披露,就是因为证券有风险,有很大的风险。这是产品性质所决定的。证券本身并没有使用价值或欣赏价值(对收藏家来说除外),证券代表另一种价值,而且经常涉及未来价值。事实上,许多市场本身就是无形的,如美国的纳斯达克,完全是电子交易系统。现在证券市场的戏法越变越多,也就有了误导、欺诈和虚假的广阔天地。

在上市公司来说,必须根据法律的要求知无不言,言无不尽,

必须尽情披露。披露责任与言论自由正好相反。言论自由是说话的权利，别人不让说，你却偏要说，拼命地说。披露不同，是当事人不想说，监管部门却一定要你说，非要你说。

证券法的核心思想是保护中、小投资者，也叫公众投资者、股民或散户。公司(也叫“发行人”)可以通过股市筹集资金，中介机构可以从中渔利，但都不能竭泽而鱼，杀鸡取蛋。发行人只要把问题交代清楚，广大投资者就可以做出明智的选择，从善如流，远离伪劣产品——证券也是一种商品、一种产品。

四、披露与反欺诈——证券法的两大主题

其实，即便发行人尽情披露，广大投资者也未必会看材料，看了也未必看得懂。但披露仍然可以起到很大作用。首先，如上文所述，披露本身对发行人就是一种很大的压力，即便旁人只是冷眼相看，即便没有人冷眼相看，如果发行人有问题，还是做贼心虚。第二，如果发行人有虚假陈述，那就露出了狐狸尾巴。投资者和监管者都可以秋后算账，踩住狐狸尾巴后狠狠砍上一刀。这把刀就是反欺诈、反虚假条款。所以，证券法两手都要硬，既要强调披露，又要打击欺诈。

反过来说，证券投资是姜太公钓鱼，愿者上钩。上市公司只要把问题向投资者交代清楚，就可以放下包袱，轻装上阵。这样有利于公司上市，有利于市场做大。有人担心上市公司把问题讲透，就不会有人上钩。大可不必！贪婪是人的本性。伟大革命导师马克思早就说过：“有200%的利润，就有人甘冒杀头的风险”。新经济鼎盛时期，美国一家网络公司在纳斯达克上市，股票价格一日飙长700%。那还没有人来火中取栗？我们更是穷怕了，要把“四人帮”造成的损失补回来。目前我们致富心切，要把林彪、蒋介石造成的

损失补回来,要把秦始皇造成的损失补回来。“一万年太久”,有时候真恨不得饮鸩止渴。

五、证券法比较琐碎

证券法只有一根披露的红线,但头绪较多,比较琐碎。美国证券法就散见各处。狭义上说,美国证券法是三部曲:《1933年证券法》、《1934年证券交易法》和《威廉斯法》。《1933年证券法》制约证券的发行,即,所谓的一级市场。《1934年证券交易法》制约证券的交易,即,所谓的二级市场。《威廉斯法》则制约公司的收购兼并。

除了上述三法,广义上的证券法还包括:《公用设施控股公司》、《信托债券协议法》、《投资公司法》、《投资顾问法》、《投资者保护法》以及《破产法》。不过,万变不离其宗,这些法律的两大主题仍然是披露与反欺诈。这些法律涉及三大问题:证券的定义、证券发行以及内幕交易。证券定义是个门槛问题,如果所涉及的不是证券,那就不由证券法制约,或可以逍遥法外,或由其他法律制约。

证券发行也就是所谓的一级市场。公司上市发行是点石成金的时候,自然要他们把话说清楚,不能有半点马虎。这里的常见问题包括:发行人如何申报材料、如何准备招股说明书,以及那些证券可以得到豁免。证券交易是二级市场,而其中涉及的最大问题是内幕交易和操纵市场。

责任也是证券法中比较棘手的问题。说到责任,我们通常想到的是刑事责任、民事责任和行政责任。但从侵权责任方面说,责任又分为严格责任和过错责任。证券法诉讼中的要害问题是侵权问题。我国法律经常分不清两类性质的矛盾。券商也就是为了这些问题而在那里死缠烂打。

六、证券法也是判例

美国的证券法也是判例。美国最高法院时常出面，由全美公认的最有智慧的、最德高望重的人来审理证券法的案件。智慧是中年人、老年人的专利，应该由老年人来把握斗争大方向。美国的最高法院都是些老人，是九位活到老、学到老、干到老的老英雄。当然，智叟们也会给市场（尤其是纳斯达克这样的新兴市场）留下一片自由发展的空间。无论是个人犯生活错误，还是生意上越轨，都是市场运作和我们生活必不可少的一部分。混水才能摸鱼，水混才能养鱼。

中国有最高法院的司法解释。但司法解释不如判例来的生动活泼。判例直接来自诉讼，真枪实刀，刺刀见红。而司法解释则是中国最高法院集思广益后推出的准立法性文件。美国的判例与司法解释有异曲同工之处，但司法解释最大的缺憾是没有说理部分，只有结论，没有论述和推理。

诉讼非常重要，狗咬狗，狗咬人或是人咬狗都行——当然，最好是狗咬狗。只要有诉讼，就可以充分暴露问题，而暴露问题是解决问题的第一步。最后也还是少不了法官。在美国，任何问题相持不下，最后大多由法院来定夺。在美国，证券法方面的重要问题无不打上判例的烙印。美国法官并非生来就是神人，但美国法官个人大多审了几十年的案子，美国法官作为一个群体审了十几代人，应该有些经验。法律也是一种积累，一种沉淀，我们也不可能一蹴而就，不妨先静下心来来看一下美国的判例。

七、证券法是对话

法律是对话,证券法也不例外,是监管者、被监管者、学者以及法官之间的对话。

监管机构与法院是一张一弛,相得益彰。监管机关出手快,而法院是慢点、慢点、再慢点;非双方斗的你死我活,法院轻易不肯出面。同时,法院通过判例不断修正和发展成文法。而诉讼是对话的终极形式,是当事方在特定程序下进行的平等对话。

目 录

引 言	(1)
第一章 简 介	(1)
一、资本市场	(1)
(一)纽约股票交易所	(1)
(二)纳斯达克	(2)
1. 主板	(2)
2. 二板市场	(2)
(三)柜台交易显示牌和粉红色纸条	(2)
(四)电子通讯网络	(3)
二、监管者	(3)
(一)证券交易委员会	(3)
1. 凡事留有充分余地	(4)
2. 谁在证交会操刀?	(4)
3. 证交会做些什么?	(6)
4. 两把刀子	(6)
5. 证交会“替天行道”吗?	(7)
6. 不如人意处	(7)
(二)国会	(8)
(三)法院和法官	(9)
三、法律散见各处	(9)
(一)三部曲——核心的核心	(10)

1.《1933年证券法》	10
2.《1934年证券交易法》	10
3.《威廉斯法》	10
(二) 证券和证券市场的其他相关法律	11
1.《公用设施控股公司法》	11
2.《信托债券法》	11
3.《投资公司法》	12
4.《投资顾问法》	12
5.《破产法》	12
(三) 其他法律	13
1. 宪法	13
2. 合同法	13
3. 侵权法	13
4.《行政诉讼法》	14
5.《证券个人诉讼修改法》	14
6.《信息自由法》	14
7.《金融隐私权利法》	14
8.《小企业投资法》	15
9.《投资者保护法》	15
10.《反托拉斯法》	15
(四) 证交会规则	15
第二章 什么是证券?	16
一、股票	16
二、债券	17
三、票据	17
四、杂交证券	18
五、期货合约	18

六、投资合同	(18)
(一)法官下的定义	(18)
(二)学者的引伸解释	(19)
1. 投资者是否积极参加管理	(19)
2. 出售投资凭证的方式	(19)
3. 投资合同是否有市场?	(19)
4. 透过现象看本质	(20)
(三)各类投资合同	(20)
七、证券与非法集资	(22)
(一)法律的定义	(22)
(二)非法集资	(22)
[判例]证交会诉阿奎声波产品公司	(24)
[要览]	(29)
[分析]一句、一词、一字	(30)
——投资合同为证券规则中的“仅仅”	
一词	
第三章 发行的披露责任	(37)
一、登记说明和招股说明书	(37)
(一)登记说明	(38)
1. 综合登记	(38)
2. 待用登记	(38)
(二)招股说明书	(38)
1. 性质、内容及形式	(38)
2. 明了的英语	(39)
二、公开发行申报材料的流程	(39)
(一)登记说明申报之前	(39)
1. 什么是发行?	(39)

2. 禁止抢跑	(40)
3. 可散发的信息	(40)
(二) 等待期间	(40)
1. 有限的推销	(41)
2. 承销商的活动	(41)
(三) 登记说明生效之后	(41)
1. 沉默即默认	(41)
2. 落实一系列协议	(41)
3. 包销	(41)
三、违反规定的后果	(42)
(一) 登记说明生效之前	(42)
(二) 登记说明生效之后	(42)
[判例] 拉斯维加斯夏威夷开发有限 责任公司诉证交会	(43)
[要览]	(46)
[分析] 监管机构也要守规矩	(46)
——证交会如何拦截公司上市	
第四章 豁免的证券和交易	(52)
一、豁免的证券	(52)
(一) 短期商业票据	(52)
(二) 企业重组发行的证券	(53)
(三) 其他证券	(53)
二、豁免的交易	(53)
(一) 有限制的发行	(54)
1. 私募(506 规则)	(54)
(二) 小额发行	(56)
1. 一百万美元以下的小额发行(504 规则)	(56)

2. 五百万美元以下的小额发行(505 规则)	(57)
3. 仅向认可的投资者出售五百万美元以下 的证券	(57)
4. A 规定(Regulation A)	(58)
(三)州内发行	(58)
三、非发行人的交易	(59)
(一)非“三种人”	(59)
(二)主要角色的定义	(60)
(三)144 规则(Rule 144)	(61)
1. 受限制证券	(61)
2. 关联人与非关联人	(61)
(四)144A 规则(Rule 144A)	(62)
(五)规定 A(Regulation A)	(62)
[判例]证交会诉墨菲	(63)
[要览]	(71)
[分析]私募	(72)
——证券监管机构何时登场的游戏	
第五章 “重大”的定义	(77)
一、公司证券发行和上市公司的持续披露责任	(77)
(一)定义	(77)
(二)细化	(78)
1. 定性信息	(78)
2. 管理层的讨论与分析	(78)
3. 不确定事件	(78)
4. 可读性	(78)
5. 未来预测	(78)
二、内幕交易	(79)