

万 猛
刘 毅 著

武汉工业大学出版社

A Comparative Study
of UK and US
Securities Regulation

英美证券法律制度比较研究

英美证券法律制度 比较研究

万猛 刘毅 著

武汉工业大学出版社

· 武汉 ·

图书在版编目(CIP)数据

英美证券法律制度比较研究/万猛,刘毅著. —武汉:武汉工业大学出版社,1998.10

ISBN 7-5629-1408-7

I. 英… II. ①万… ②刘… III. 证券-法律-比较研究 IV. D912.201

武汉工业大学出版社出版发行

(武汉市武昌珞珈路122号 邮政编码430070)

武汉工业大学出版社印刷厂印刷

*

开本:850×1168 1/32 印张:9.5 字数:230千

1998年10月第1版 1998年10月第1次印刷

印数:1—2000册

定价:20.00元

序一

本书提到美国法学家路易斯·登比茨·布兰代斯(Louis Dembitz Brandeis, 1856—1941)名言:“阳光是最好的消毒剂,阳光是最有效的警察。”在其启迪下,作者从英美证券法律制度的综合比较研究中,立足中国,就如何建立和健全我国证券市场的监管制度,从以下两个方面形成了其凭信息监管的法治思想:(1)发行公司股票和债券的上市公司,必须公开家底,将其一切都置于阳光底下,以接受股东和投资公众的民主监督;(2)证券市场的入市者,都须公开其市场活动,将之置于阳光底下,以接受自律组织和监管当局的依法监管。作者的这一思想,既源于对英美证券监管历史经验的总结,也出乎对当前亚洲金融危机现实教训的沉思。

第二次世界大战后,欧洲美元问世,将货币金融的发展推向新的高峰,出现了离岸金融市场;货币金融与投资金融的结合,把信贷活动推向证券化,出现了创新金融工具与衍生金融市场。国际炒家的兴风作浪,可以使一国货币贬值、经济发展倒退、人民生活水平下降,并可能触发社会动乱和导致政府倒台。查明谁在操纵市场,并从炒家手中夺回市场的控制权,成了监管当局能否对市场实现其有效监管的关键,这首先就得凭借掌握充分信息。

本书从哲理到法理、从宏观到微观,理论联系实际、法律结合实务,作了深入的相应法学探讨。其重大学术价值与实践意义很值得重视。乐为之序,亦示对其创作精神的赞赏。

刘丰名

1998年8月27日

于武汉大学法学院

序二

我赞赏万猛法官的这部著作。有效的证券监管不仅是出于对投资者的保护,而且还在于维持人们对整个金融体系的信心。近期在世界不同地区发生的事件表明,如果对金融机构和金融市场的监管未达到一定标准,人们对金融体系的信心则会变得十分脆弱。

万猛法官的著作向中国读者介绍了英国和美国证券监管的经验,同时为其他国家在证券监管领域应该做什么及应该避免什么提供了教训。该部著作将对中国在证券监管方面的探讨大有裨益。

英国皇家大律师、国会议员:罗斯·克兰斯顿

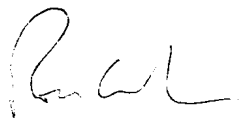
1998年10月13日于伦敦英国国会平民院

I commend Judge Wan Meng's book. Effective securities regulation is necessary not only for reasons of investor protection, but also to ensure confidence in the financial system as a whole. Recent events, in a number of different parts of the world, demonstrate just how fragile confidence can be when the regulation of financial institutions and markets is not up to the mark.

Judge Wan Meng's book introduces to Chinese readers the experiences in the United States and in Britain. It therefore provides lessons for other countries both on what should be done but also what is to be avoided, in the area of securities regulation. Its value to informed debate in China will be great.

ROSS CRANSTON QC, MP

13th October 1998



前 言

翻开经济发展的史卷,我们便能发现,证券市场是与工业革命和近代商品经济伴随而生的,它不仅以一定的生产力发展水平及相应的生产方式为基础,并且与社会的政治经济制度、文化传统等上层建筑和意识形态密切相关。英国作为老牌资本主义国家和工业革命的发源地,其证券市场的发展历史最为久远。美国作为资本主义世界的后起之秀,其证券市场的形成与发展亦超乎寻常。近些年来,英美两国的证券市场虽然受到日本等国的挑战与威胁,但始终在整个国际证券市场中处于举足轻重的地位。而且,由于多种因素作用的结果,英美两国的证券管理(法律)制度成为世界证券管理两大体系的代表和典型,对发展中国家和其他发达国家的证券管理均产生了程度不同的影响。

我国证券市场起步时间不长,正处于成长发育阶段,证券管理法律制度更是亟待建立和健全。如何结合我国的国情,借鉴西方发达国家尤其是英美两国证券管理经验,设计一套科学、合理、“三公”、高效的证券管理法律制度,用以促进和保障我国证券市场的健康发展,是摆在我国法学界面前的一个重大而紧迫的课题。

1991年9月,本书作者万猛考入武汉大学攻读博士学位,从师于我国著名国际货币金融法专家刘丰名教授,开始着手研究发达国家(主要是英美)的证券管理法律制度。在悉心钻研浩如烟海的中外证券法律学著作的同时,作者还深入了解我国证券管理的实际状况,认真考察和分析我国证券管理实践中的得失及需要解决的一系列问题,在此基础上,完成了以本书为同一命题的博士论文。1996年9月,前往英国伦敦大学从事博士后研究。在此期间,

作者有幸考察了位于著名伦敦金融城中的英格兰银行、伦敦证券交易所等金融机构,在著名教授 Joseph Norton 的指导下得以进一步深入在国际金融法领域的学习与研究工作。

作者刘毅 1993 年考入武汉大学经济学院攻读货币银行学硕士学位,随后前往伦敦大学研习金融经济学(Financial Economics),现于武汉大学经济学院攻读博士学位,主要研究金融风险防范与金融监管。

几年来,作者收集了大量与本命题相关的最新资料,并与国内外法律界、证券界人士交流了有关论点。无数次的研讨与磋商,使作者获得了许多新的启迪,在广泛搜集消化中外相关文献并结合我国证券市场实践的基础上,撰就此书。

作者虽将此书定名为《英美证券法律制度比较研究》,但由于英美证券法律制度涉及面很广,不可能面面俱到地予以论述和分析,故作者仅就英美证券管理体制(模式)和当前证券法律制度中的四大热门话题(利益冲突、股份收购、商业银行与证券业的离合以及内幕人士交易)进行综合比较,并在此基础上对我国证券管理的若干问题作一些相关的法律思考。

在资料收集和本书撰写过程中,武汉大学法学院余劲松教授、武汉大学经济学院刘涤源教授、南开大学国际金融系钱荣堃教授、美国南卫理公会大学(SMU)Joseph Norton 教授、英国伦敦大学访问教授 Philip Wood、英国平民院议员兼伦敦经济学院教授 Ross Cranston、伦敦 Gray's Inn 的皇家大律师 William Blair 等给予了大量的帮助,在此一并致谢!

由于证券管理法律制度对我国法学界是一个全新的课题,再加上时间紧迫,作者学识有限,文中不当甚至错误之处,在所难免。敬请诸位前辈学者、老师和学友指正。

作 者

1998 年 8 月 23 日于武昌

作者简介

万猛, 1964年4月出生于湖北省石首市。1985年和1991年两度考入武汉大学法学院并先后分别获得法学硕士学位和法学博士学位。1996年受国家公派赴伦敦大学从事博士后研究。现为湖北省高级人民法院经济审判第二庭副庭长、正处级审判员, 并兼任伦敦国际银行金融与发展法律研究院研究员、美国南卫理公会大学国际银行与金融研究所研究员、武汉工业大学教授。曾出版《国际经济法学》(合著, 获第三届普通高等学校优秀教材国家教委中青年奖)、《国际金融法新论》、《国际经济法成案研究》等著作多部, 发表“论提单争议的法律适用”、“企业集团若干法律问题探讨”等论文多篇。主要研究领域为: 国际金融法学、国际贸易法学、经济法学、海商法学、经济审判的理论与实务。

作者简介

刘毅，1964年8月生于四川成都。1990年和1996年先后毕业于中南财经大学会计系和武汉大学经济学院，并分别获得经济学学士学位和经济学硕士学位。随后赴伦敦大学研习金融经济学(Financial Economics)。现为武汉大学经济学院博士研究生。曾在全国中文核心期刊上发表了“西方银行业与证券业管理模式的比较研究”、“我国证券管理中亟待解决的几个问题”等数篇论文，获两届武汉大学研究生学术成果奖。博士论文命题为“金融监管论”。

目 录

第一章 英国投资市场管理的发展历史与现状·····	(1)
第一节 有关投资市场管理和投资者保护的早期立法·····	(1)
第二节 1939 年和 1958 年的《防止欺诈(投资)法》·····	(5)
第三节 伦敦“大爆炸”与《金融服务法》确定的 证券管理新框架·····	(14)
第四节 英国证券(投资)业监管体系的最新发展·····	(22)
第二章 美国证券法的发展历史和主要内容·····	(32)
第一节 美国证券法的发展历史·····	(32)
第二节 美国联邦证券法规的立法背景及主要内容·····	(45)
第三章 英美证券管理制度宏观比较·····	(65)
第一节 证券管理哲学同出一辙·····	(65)
第二节 证券管理模式各有特色·····	(67)
第四章 股份收购的法律调整·····	(82)
第一节 英国对收购的管理·····	(82)
第二节 美国对溢价收购的法律调整·····	(103)
第三节 英美收购管理制度比较·····	(117)
第五章 利益冲突与“中国墙”·····	(128)
第一节 多功能服务证券商的利益冲突·····	(128)
第二节 代理法中的相关规则·····	(133)
第三节 美国对利益冲突的调整·····	(137)
第四节 英国对利益冲突的法律调整·····	(149)
第五节 “中国墙”效力述评·····	(155)

第六章 商业银行与证券业(投资银行)的离合·····	(160)
第一节 投资银行与商业银行·····	(160)
第二节 《格拉斯-斯蒂格尔法》产生的背景及主要内容·····	
·····	(171)
第三节 《格拉斯-斯蒂格尔法》的发展与前景·····	(177)
第七章 内幕人士交易的法律控制·····	(182)
第一节 英国对内幕人士交易的法律管制·····	(182)
第二节 美国对内幕人士交易的法律控制·····	(194)
第三节 英美两国对内幕人士交易的法律管制的比较·····	
·····	(245)
第八章 我国证券管理的历史考察·····	(250)
第一节 我国证券市场的历史沿革·····	(250)
第二节 我国证券管理的历史考察·····	(257)
第九章 从英美证券法律制度看我国的证券管理·····	(271)
第一节 我国证券市场与证券管理的现状·····	(271)
第二节 我国证券管理中亟待解决的几个问题·····	(281)
参考文献·····	(288)

Table of Contents

1 The History and Status Quo of Investment Market	
Regulation in UK	(1)
1.1 Early Legislation Regarding Regulation of Investment Markets and Protection of Investors	(1)
1.2 Prevention of Fraud (Investment) Acts 1939 and 1958	(5)
1.3 London's Big Bang and the New Regulatory Scheme under the Financial Services Act of 1986	(14)
1.4 Recent Developments of the Securities Regulatory Structure in UK	(22)
2 The History and Main Contents of Securities Laws in US	(32)
2.1 The History of Securities Legislation	(32)
2.2 Legislative Background and Main Contents of Federal Securities Laws	(45)
3 A Macro-comparison of UK and US Securities Regulatory Structures	(65)
3.1 The Same Regulation Philosophy	(65)
3.2 Two Unique Regulatory Models	(67)
4 Regulation of Takeovers	(82)
4.1 Regulation of Takeovers in UK	(82)
4.2 Regulation of Tender Offers in US	(103)
4.3 US and UK Takeover Regulation Compared	(117)
5 Conflicts of Interest and the Chinese Wall	(128)
5.1 Conflicts of Interest of Multiservice Securities Firms	(128)

5.2	Relevant Rules of Agency Law	(133)
5.3	Regulation of Conflicts of Interest in US	(137)
5.4	Regulation of Conflicts of Interest in UK	(149)
5.5	Comments on the Effectiveness of the Chinese Wall	(155)
6	The Integration and Separation of Commercial Banking and Investment Banking	(160)
6.1	Investment Banking and Commercial Bankin	(160)
6.2	The Background and Main Contents of the Glass-Steagall Act	(171)
6.3	The Development and Prospect of the Glass-Steagall Act	(177)
7	Regulation of Insider Trading	(182)
7.1	Regulating Insider Trading in UK	(182)
7.2	Regulating Insider Trading in US	(194)
7.3	Comparison	(245)
8	A Historical Review of China's Securities Regulation	(250)
8.1	An Outline of the History of China's Securities Markets	(250)
8.2	The History of China's Securities Regulation	(257)
9	China's Securities Regulation Considered against the Background of UK and US Securities Regulation	(271)
9.1	The Status Quo of China's Securities Markets and Securities Regulation	(271)
9.2	Problems in Dire Need of Solving Regarding China's Securities Regulation	(281)
	References	(288)

第一章 英国投资市场管理的发展历史与现状

第一节 有关投资市场管理和投资者保护的早期立法

一、概述

直到《1986 年金融服务业法》于 1988 年 4 月 29 日正式生效之前,英国没有一部综合性的法律对投资业(包括投资工具的创设、销售和交易)进行全面管理及全面保护投资者的利益。当时的有关法律,要么是针对特定的投资活动,要么是针对特定种类的投资中介机构。且这些立法中的大部分是直接为了调整公司及其他经营机构的创立和经营活动,而非直接为了管理投资市场和保护投资者的利益,尽管这些立法从某种程度上取得了调整投资市场和保护投资者的客观效果^[1]。

二、对证券经纪人实行许可证管理

在英国,试图对投资业实行控制的最早立法尝试可以追溯到 1697 年的一项法令。这项 1697 年法适用于伦敦城(the City of London)从事政府证券(主要为 tallies 和 Exchequer bills)经纪业务的经纪人。该法令要求这类经纪人必须从伦敦城高级市政官法庭(the Court of Aldermen of the City)(由市长和高级市政官组成)处获取有效期一年的从业许可证,并发誓在交易过程中,恪守

诚实信用原则,不得有任何欺诈。当时,经纪人的人数限于 100 人,且高级市政官法庭是否颁发许可证,完全由其自由裁量^[2]。如果有人违背法令,未经许可从事上述证券经纪业,那么任何知情人(common informer)均可对其提起诉讼,并可获得罚金(penalty)的一半。根据 1697 年的这项法令,证券业经纪人在为自己或客户完成一笔交易后的 3 天之内,必须将有关交易细节记入由其保管的登记簿(register books)之中;经纪人经手的证券买卖,如果买卖合同在签订 3 天之后,没有发生证券交割和偿付,那么,合同任何一方均可废止(avoid)该项证券买卖合同。最后,依法令规定,经纪人为其客户撮合的交易不论交易额多少,经纪人从交易中提取的佣金不得超过 10 个先令(10 shillings);如果经纪人为了自营而与其客户交易,必须说明自己系交易的另一方,否则,依法对其处以罚金。

1697 年的这项法令有效期仅为 3 年,但到 1700 年又延期 7 年,然后便名存实亡,尽管在 1886 年才正式在法律上废止该法令。

三、早期公司法中有关公开说明书的规定

上述 1697 年法令于 1707 年失效后,直到 19 世纪中叶时,英国没有颁布一项适用面较宽的法律调整投资活动。1884 年国会通过《1844 年股份公司法》(Joint Companies Act of 1844)。根据该法,公司创办人可以分两个阶段组建和注册登记一家公司。发起人在向注册官(the Registrar)申请注册时及在向广大公众发布“有关公司设立的招股章程、公开说明书、传单或广告”以筹措公司创立所需的最初股本之前,发起人只需向公司注册官提供一份有关拟设立公司基本情况的声明,包括公司名称、公司将经营的业务以及发起人姓名和公司正式成立后董事会成员的姓名。这时,公司还不能马上成立,只有当其募足四分之一的股本时,发起人才能将财产授与契约(deed of settlement)(相当于现在的公司创设备忘录

和公司章程)呈交与公司注册官,从而使得公司正式创立。于是,发布招股章程(prospectus)以募集股本便成为公司创设中不可或缺的一环。根据 1844 年公司法第 4 节的规定,发起人在公布招股章程之前或之后,必须向公司注册官递交一份该招股章程。不过,该法有一项严重的不足,即对招股章程的内容未作任何要求。

随后,1856 年股份公司法(the Joint Stock Companies Act 1856)和 1862 年公司法(Companies Act 1862)取代了上述 1844 年公司法。后两项法令对公司为筹措股本而发布招股章程只字未提。针对这一问题,1862 年公司法于 1867 年作了修订,但修正后的公司法也仅仅是简单地规定,除非招股章程披露发起人或董事与拟设立的公司谈妥的合约或为拟设公司谈妥的合约,否则,发起人不得发布招股章程。发布的招股章程如对上述合约未作披露,则被认为系欺诈行为(fraudulent)^[3]。直到 1900 年,法律才第一次要求有关人员在发布招股章程时,必须向公司注册处(the Companies Registry)递交经董事会或拟设董事会签署的招股章程,且招股章程应记载 13 项基本信息,以便让认购人正确判断有关股票的质量与价值^[4]。

四、公司法中关于延伸保护股东(投资者)权益的规定

英国 20 世纪初叶以来的公司法均规定有招股章程应予披露的信息^[5],但即使是在 1985 年公司法中,有关招股章程信息披露的要求远不如伦敦证券交易所在“黄皮书”(Yellow Book,正式名称为 Admission of Securities to Listing)中对招股章程规定得那么严格^[6]。而且,1900 年以来的公司立法要求公司在招股章程中披露有关信息之外,还得向其股东或债券持有人披露其他相关信息,从而公司法扩大了公司应予披露的信息量。自从 1908 年以来,公司负有任命审计员(auditor)的法定义务,审计员必须向股东报告公司的年度账目^[7]。自从 1929 年以来,公司必须向其股东准备

年度损益账表和资产负债表,以反映公司的基本财务状况;同时,开放公司(public companies)还必须向公司注册官提交年度资产负债表^[8]。

自从1948年以来,所有公司每年应向其股东提供资产负债表、损益账表及董事会报告和审计官报告;公司集团的控股公司或母公司应就整个公司集团的利润,损失、资产和负债情况制订集团账目,并应每年向公司注册官提交集团账目及相关报告^[9]。

英国公司法不仅通过要求公司在发行证券时披露信息,或在证券发行之后定期披露信息,而且还借助于其他方式来保护广大股东(投资者)的权益。自从1862年公司法(Companies Act 1862)颁布以来,英国政府贸易局(the Board of Trade)(现为工业与贸易部,the Department of Trade and Industry)有权应持有一家公司发行在外股份20%的股东的申请,任命检查官(inspectors)对该公司的事务(affairs)进行调查^[10]。不过,这项权力只是在过去的近30年中才开始比较广泛地运用。近年来的英国公司立法为了寻求保护广大股东(投资者)的利益,不仅规定了公司披露大量信息的义务,同时还要求公司董事会作出的某些与公司董事利益相关的重大决策必须得到股东大会决议的认可,这些决策包括为退休的董事提供离职补偿^[11],与公司董事或同该董事相关的人员签订获取或处理大量资产的协议^[12],与某人签订雇佣其充任公司董事或其他身份任期超过5年的协议^[13],以及公司从其董事手中或其他任何人手中回购其自身的股票^[14]。

需要指出的是,上述公司法中有关保护股东(投资者)权益的规定不是个别性质的法律规定,而是具有集体性质(collective character),这些规定系保护所有股东的相同权益,或旨在保护特别一类股东的所有权益。这就意味着,其权益受到公司法规定保护的股东如采取措施或提起法律诉讼以主张这些受保护权利和利益,他则是在代表公司所有的股东或某一特定类别的所有股东行