

法学论丛



国际金融法系列

美国证券私募发行 法律问题研究

◆ 郭雳著

北京大学出版社

LAW LAW LAW 法学论丛



国际金融法系列

ISBN 7-301-06900-6



9 787301 069004 >

责任编辑：薛颖

封面设计：常燕生

ISBN 7-301-06900-6/D·0825

定价：18.00 元

法学论丛

AW

国际金融法系列

美国证券私募 发行法律问题研究

郭 雳 著

北京大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国证券私募发行法律问题研究/郭雳著. —北京:
北京大学出版社, 2004. 2
(法学论丛. 国际金融法系列)
ISBN 7-301-06900-6

I. 美… II. 郭… III. 证券法-研究-美国
IV. D971.222.8

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 000278 号

书 名: 美国证券私募发行法律问题研究

著作责任者: 郭 雳 著

责任编辑: 薛 颖

标准书号: ISBN 7-301-06900-6/D·0825

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村 北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn> 电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752027

排 版 者: 北京高新特打字服务社 51736661

印 刷 者: 北京大学印刷厂

经 销 者: 新华书店

890 毫米×1240 毫米 A5 9.625 印张 276 千字

2004 年 2 月第 1 版 2004 年 2 月第 1 次印刷

定 价: 18.00 元

未经许可, 不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有, 翻版必究

总 序

一、法律方法与经济问题

“国际金融法系列”这套专著有一个共同的特点,就是作者们不约而同地采用法律方法研究经济问题。过去我们在二十多年的时间内,多看到用经济学的方法分析法律问题。特别是国外法学界开展的轰轰烈烈的“法律的经济分析”,已有若干部专著翻译成为中文。而现在,在中国的大学和研究机构里,法律研究工作者开始进入经济学、公共管理学和工商管理学的领域,用法律的方法来研究这些边缘领域的问题。

在社会科学几个相近的领域,例如经济学、公共管理学、工商管理学和社会学等领域,都有法律研究的论文和著作,这种跨学科的研究成果,也越来越多了。在中国政府将“依法治国”定为基本国策之后,采用法律的思维与方法分析目前的经济改革问题也非常有意义。其意义就在于,我们所说的“依法治国”,不仅仅是表现在一个宏观的口号上,而且是要将“依法治国”作为可以实际操作的、用来实际分析经济问题的、作为经济政策设计基础的法律方法。

记得前年,全国人大常委、人大财经委员会委员、北大前校长吴树青教授问我,依照《宪法》,“债转股”是否应该提交人大财经委讨论?我说需要研究一下法律,才能回答。最近,国务院关于“国有股减持与成立社保基金”的办法出台,又有人问我,这么大的财政支付转移,是否应该经过人大财经委开会讨论?我回答说,需要研究法律。直到我在写这个序的时候,相关的法律研究工作还在进行。我希望从法律制度变迁的角度和我国财经法制程序演进的过程中找出符合法律的答案。

不断遇到类似问题,使我开始研究与思考经济学家们提出的问题:“人大财经委员会的职权范围究竟是什么?”“人大财经委员会对于国家重大财政支付转移是否有权审议?”从法学的角度来研究这些

经济学问题,本身就构成了一个重要的法律制度程序化和司法化的法学课题。

二、经济学家敏感,法学家稳重

还记得有一次,一位金融业界人士对我说:“改革十多年来,讨论经济改革的问题,几乎都是经济学者的声音,这不奇怪。目前,讨论《证券法》或公司治理的问题,也几乎都是经济学者的声音,这也不奇怪。奇怪的是,所有这些问题的讨论中,几乎听不到法学家的声音!”说到这里,这位朋友几乎用质问的口气对我说:“你们法学家们关心什么?为什么听不到声音?你们都干什么去了?”

我一下子被他的语气盖住了!当时我想不出用什么简单办法向他来解释。尽管我不完全同意他的看法,因为这里可能有他个人信息渠道的问题,也可能有社会媒体关注的偏好问题,但还有可能是更深层的问题,例如,在改革过程中,许多法律制度和程序都尚未定型,如果采用法律的方法,可能会增加改革的成本,特别是时间方面的成本等。

本套专著的作者们都是研究法律的,他们也可以称为年轻的“法学家”了,因为,他们已经发表了相当一批研究成果,从事法学专业研究的时间都在10年以上,甚至有从事司法实务工作25年以上的。他们长期研究的成果,似乎可以部分地回答前面那位朋友的问题了。法学家可能没有经济学家那样敏感,但是,法学家多数比较稳重。法学家的发言将影响经济政策与制度的设计,也影响经济操作与运行。经济发展要考虑效率,但是不能仅仅考虑效率,还要考虑到多数人的公平与程序的正义。我们的政府和社会可能都需要一段时间接受和适应法学家的分析方法和论证方法。

三、研究成果的意义

邀我写序的这套专著的作者们,经过三年多时间的专门研究,又经过一段时间的修改,才拿出这样厚重的成果来。我看到这些成果时,就像看到美国最高法院门前的铜铸灯柱底下基座的铜龟,给人以一种稳重、缓慢、深思熟虑的感觉。中国古代在比美国更早几千年的

时候,政法合一的朝廷大殿前,就有汉白玉雕刻的石龟,龟背上驮着记录历史的石碑,同样给人以庄严、持久、正义的印象。中外司法传统与法学研究在历史上流传至今,给人的形象方面的印象和感觉是非常类似的,这种感觉在今天还有。

在不太讲究政治经济学基本理念的时代,又是在变动未定型的过渡时期,经济学家关于对策性的看法是敏捷和回应迅速的。在回应中有许多是充满了智慧的解决方案和温和的中庸选择。相比之下,法学领域的回应还显得少些,也慢一些。有一个可能的答案,也是从本套研究性专著中解读到的:经济学家们谈论的是“物”(商品与交易),法学家谈论的是“人”(权利与义务)。

现实情况也是如此。市场中的“物”,无论是动产,还是不动产,几乎都成为商品,早已流通。现在,更加上升了一个台阶,市场将作为商品的物,进化到了证券化的虚拟资产的形态了。但是,法学这边的情况呢?《物权法》还在起草过程之中,该法案能否在今年内通过,目前还是一个未知数。但是,立法的稳重并不影响市场的发展,法学家们在实务性工作方面,特别在市场中的交易契约设计方面,已经在研究具体的问题,在这方面的成果也已相当可观。

经济学家对问题的讨论,观点可以是多元化的,也有争论。但是,总的方法还是建立在一个统一的理论框架下和一致的假设前提下的。但是,法律则不同。法律天生就是对抗性的,生来就有正方与反方。抗辩是法律运作的方式,法律的逻辑和理念就是在这种对抗之中发展的。对抗性的法学,本身也导致了它的成果在外界人士看起来充满矛盾和冲突,甚至让他们感到,这群人搞的不是科学,而是一种抗辩的技术。

四、国际与国内金融法的融合

如果有人要我用一句话来表达什么是国际金融法,我就会说,它是一张没有国界,只有金融中心与边缘关系的地图。如果说,国内金融法与国际金融法还有什么区别的话,只是时间上的区别了,我国加入WTO后,区别将越来越缩小。

如果我们承认一美元在美国和在亚洲都等于一美元的话,国际

金融的国界就越来越失去意义。而美元市场上中心与边缘的流通关系,就变得越来越有意义。任何国家国界之内的法律制度如果符合金融流通与发展规律的话,这个国家的经济与社会发展就会顺利,否则就曲折。荷兰的人口是俄罗斯人口的 10%,但是,荷兰的金融规模超过俄罗斯的规模。英国人口 6000 万,是印度人口的 6%,但是,伦敦金融市场的规模比印度大若干倍。这就是金融中心与边缘之间的关系之一。所以,区别国内与国际金融市场,在法律规则方面已经不如以往那样重要,重要的是发展中国家中的大国,如何抵御西方金融中心的垄断,将以美元为基础的金融中心从一极化发展为多极化。

具体到我国,研究国际金融法与国内金融法是不可分的,而且这个领域范围之广袤,课题之宏大,数据之丰富,关系之复杂,都是非常吸引人的。特别是年轻人,这个天文般宏伟的领域,特别适合青年人研究与学习。因为,在这个领域比在其他法学领域出新成果的机会要更大,创新成果也相对较多。这套专著的出版,就是一个例证。

本来这套专著的作者们要我写个小序,他们的书稿引发了上面一些话语,我感到有些喧宾夺主了。我感谢作者们以加速折旧的生活方式,写出了这样多的研究成果。学者们的生活,分为两个阶段,在学习的时候,取之于社会;而做研究的时候,特别是出成果的时候,就是学者用之于社会和回馈于人民。

愿这些专业研究对金融业内人士有所帮助,对金融体制改革有所贡献。

吴志攀 谨志

2001 年 6 月 28 日

内 容 简 介

本书代表着国内对于美国证券私募发行法律问题的首次系统研究。基于发展和规范我国证券私募发行的需要,本书集中回答下列问题:美国证券私募发行法律规定如何,该制度是怎样逐步形成完善的,对其他国家或地区有何影响和借鉴作用。通过对这些问题的深入研究,结合对我国现状的重点剖析,探索我国法律规范证券私募发行活动的基本进路。

本书主要采用了比较研究、历史研究、实证研究、语境研究等方法。经过细致讨论,本书说明:美国证券私募发行法律是相当完善的,以联邦证券法为主,配合各州相关规范;其本源是1933年《证券法》发行注册制下规定的“豁免交易”,骨干包括该法第4(2)条、SEC颁布之D条例、规则144、规则144A以及法院若干重要判例(如Ralston Purina案、Doran案),枝节则触及包括《证券交易法》、《投资公司法》、《全国证券市场促进法》等几乎整个证券法律体系;其制度优越性和最大特点在于均衡和协调,即均衡筹资便利与保护投资者、均衡效率与公平、均衡市场与监管,协调发行环节与流通环节、协调业界要求与学者观点、协调联邦规范与各州规范。

美国证券私募发行法律迄今已经经历了七十年的演进,其制度变迁突出体现了“与时俱进”的特征,有力地推动了私募发行的发展,可被视作是美国证券法律发达史的一个缩影。正因如此,日本、台湾地区等纷纷将其奉为主臬,整体上加以借鉴移植。

同样,作为公开发行的有益补充,私募发行也有理由成为我国证券市场的重要组成部分,在改革、转轨、开放进程中发挥各方面的积极作用。然而我国相关现状是:真正意义上的私募活动还不普遍,系统、有效的对应规范尚未形成,存在着“私募活动公募化”、“私募规范

公募化”等误区。私募发行要想健康发展,还必须克服法律、市场、制度、认识等诸多障碍。就此本书也提出了作者对于我国法律规范私募发行的初步阶段性设想,为他人的继续研究创造了一个平台。

Abstract

This book is featured as the first systematic study of Chinese scholars on the legal issues regarding the securities private placement in the United States. In response to the need of China's development and regulation on such field, this lucubration mostly addresses the following questions: what are the relevant prescriptions and interpretations in the US statutory or case laws, how the said law institution evolves into the way it now looks like, and to what extent it has impacts on other countries or regions. Through exploring such questions and China's status quo, the fundamental approach fit for China may well loom up.

The discussion in this book benefits from such means as comparative study, historic study, empirical study and contextual study. The core views include: (1) The US securities private placement regulation is pretty matured, by giving priority to federal laws and in conjugation with state laws. (2) Such institution is originated from and based on the Exempted Transactions stipulation, with Section 4(2) in the Securities Law of 1933, Regulation D, Rule 144, Rule 144A by the SEC and those milestone judiciary precedents (for instance, SEC v. Ralston Purina Co., Doran v. Petroleum Management Corp.) as the main body, while also covering the related provisions in other legal sources such as the Securities Exchange Act of 1934, the Investment Company Act of 1940, and the National Securities Market Improvement Act of 1996, etc.. (3) Its advantage and characteristic lie in equilibrium and harmony, by achieving a fine balance between the promotion of capital formation and the protection of investors (objectives set by Section 2 (b) in the Securities Law of 1933), between efficiency and equity, between market function and regulatory interfere, by giving consistent

consideration to the securities issuing and circulation, by harmonizing the positions taken by securities industry and legal intellectual, by co-ordinating the federal and state regulation.

It has been seventy years since the debut of the US securities private placement law, whose evolution clearly represented the trend "keeping pace with times", and greatly pushed forward the advance of private placement in the US. Due to its strength and effect, Japan and Taiwan followed the US steps in succession and transplanted such institution into their respective laws.

As an important supplement to public offering, private placement has good reasons to become part of our securities market, and is able to perform various functions for China's reform, restructuring and open-up. However, up to date, there is scarcely such kind of offering as private placement in its real sense, and the key line which should be drawn between public offering and private placement often gets blurred inappropriately in China, both on the practical and regulatory sides. Furthermore, to ensure the sound development of securities private placement, obstacles have to be removed in the areas of law, market, institution and cognition. This book includes some tentative plan brought forward by the author to better China's laws on private placement, and hopefully can serve as a platform for the further research on such subject.

法学论丛是我社近年推出的大型法学专著系列丛书。该丛书共有以下几个系列：法理学系列、公法系列、比较法系列、宪法行政法系列、民商法系列、刑事法律系列、经济法系列、国际经济法系列、国际金融法系列、法律史系列、国际法系列。该丛书将以开放的形式连续出版下去。每个系列都由该领域的专家学者进行策划、审稿，作者队伍包括法学界老中青几代学者，既有德高望重的学术权威，又有刚刚展露才华的后生晚辈，体现了法学研究的繁荣昌盛、蒸蒸日上。

本丛书本着“人无我有，人有我优”的原则，所选书目基本上反映了该学科最新、最前沿的研究成果，既有重要的理论价值，又具有较强的实践指导意义。希望本丛书的出版能够为法学学术研究的发展增姿添彩，呈现出一道亮丽的风景。

- | | |
|-------------------|-----|
| 资产证券化的法律解释 | 彭 冰 |
| 票据的法律冲突 | 潘 攀 |
| 内幕交易论 | 杨 亮 |
| 交易所非互助化及其对自律的影响 | 于绪刚 |
| 证券投资基金管理人的责任 | 王苏生 |
| 国际法与国际货币新秩序研究 | 杨 松 |
| 跨国银行法律制度研究 | 岳彩申 |
| 证券内幕交易规制的本土化研究 | 郑顺炎 |
| 证券监管法律制度研究 | 李东方 |
| 金融业的分与合:全球演进与中国实践 | 邵东亚 |
| 证券欺诈侵权损害赔偿研究 | 陈 洁 |
| ● 美国证券私募发行法律问题研究 | 郭 雳 |

目 录

导 言	(1)
第一章 美国证券法相关基础概念的语境化解读	(12)
第一节 证券与证券发行	(12)
第二节 豁免证券与豁免交易	(35)
第二章 《证券法》中的私募发行规范与适用	(51)
第一节 第 4(2)条与 Ralston Purina 案	(51)
第二节 标准的再发现	(61)
第三节 对规范与发展的回顾比较	(78)
第三章 D 条例下私募发行“安全港”规则研究	(89)
第一节 进路初试——SEC 规则 146	(89)
第二节 D 条例及规则 506 私募发行	(97)
第三节 围绕规则设计的争论与反思	(113)
第四章 私募发行证券的转售问题及解决	(142)
第一节 限制与流通的协调——规则 144	(142)
第二节 “法中之法”——第 4(1½)条豁免	(156)
第三节 规则 144A 与资本市场国际化	(161)
第五章 私募发行其他相关问题研究	(174)
第一节 涉及私募发行规范的晚近发展	(174)
第二节 私募发行中相关法律责任研究	(178)
第三节 联邦与州法规范的并存与协调	(194)
第六章 美国私募发行法律制度的反思与借鉴	(205)
第一节 美国制度规范的整体评价	(205)
第二节 部分国家与地区的借鉴情况	(213)
第三节 我国的相关实践与规范讨论	(234)
第四节 发展与规范我国私募发行活动的分析与 设想	(250)

结语.....	(263)
附录.....	(265)
法规.....	(265)
案例.....	(267)
表格.....	(269)
参考文献.....	(270)
英文文献.....	(270)
中文文献.....	(284)
常用网址.....	(291)
后记.....	(292)

导 言

一、问题的提出

目前在我国证券领域内存在着一系列现象和疑问与“私募发行”相联系。在全面建设小康社会、资本市场渐趋成熟的今天^①,作为“面向少数特定投资人发行证券的方式”^②,证券私募发行有没有应用价值,应当或者可能发挥怎样的作用,如何进行法律规范等等,业已成为有识之士关注和思考的问题。例如,在“大力培育与超常规发展机构投资者”的热潮中,私募基金将扮演何种角色,反过来,机构投资者的涌现又会对私募活动开展产生什么影响?许多大型国企改制后选择直接在海内外公开发行、上市,出于彻底转换经营机制、切实完善公司治理的考虑,是否有必要在其间穿插一轮或多轮股权私募,先行引入国外或民营战略投资者?^③内部职工股定向募集的做法已成为历史,但通过向管理者、员工、客户等特定人进行私募以实现中小企业股份制改造的研究和尝试,是否应当继续?私募资本推动高科技企业发展的功能如何发挥?我国加入 WTO 后证券市场逐步对外开放的进程中,私募发行有无用武之地?……为了全面回答这些问题,现实要求我国法学界为证券私募发行的发展和规范提供系统的见解和思路。

遗憾的是,迄今为止除台湾地区外,我国尚缺乏针对证券私募的

① 参见《全面建设小康社会、开创中国特色社会主义事业新局面——江泽民同志在中国共产党第十六次全国代表大会上的报告》,人民出版社 2002 年版,第 19、27 页。

② 参见周正庆主编:《证券知识读本》,中国金融出版社 1998 年版,第 169 页。

③ 事实上这样的私募活动已在实践中有越来越多的体现,例如 2002 年中国国际金融有限公司就协助不同发行人完成了总额约 90 亿元人民币的私募,其中包括为太平洋保险公司私募 57 亿元、为网通公司私募融资 5—6 亿元等。不过目前国内券商从事的私募业务,更多地仍局限于上市前的一轮私募(PREIPO)。参见于宁:《券商争夺第二战场》,《财经》2003 年第 5 期,第 70 页。