

证券法篇·

海外证券市场案例(上)

吴晓求 梅君 主编

以案说法
新版

以案说法

志



中国人民大学出版社



序言

2001年6月以来，中国股市出现了持续性低迷。关心中国资本市场的人们都在思考：问题究竟出在什么地方？我们可以从成熟市场吸取什么样的经验和教训？

进入新世纪以后，美国资本市场也曾发生过剧烈波动。当时我就在想，在美国这样一个信用基础非常好，有着完备的公司法人治理结构、完善的外部监管制度的资本市场上，为什么也会出现如此大幅度的波动？这种波动会有什么样影响？

美国的资本市场从1992年以来，长达十年处在牛市状态，从2 000多点开到11 500点以上，上涨速度非常快，大大超过了同期美国GDP的增长速度。所以到2002年，美国的金融市场出现了双重波动。在一个非常市场化的国家，金融市场的波动通常都是双重的，很少是单一的。纳斯达克指数从2000年三四月份开始，从5 058点跌到1 200点，跌幅之大，超过了亚洲金融危机时期东南亚及东亚国家的市场波动幅度。纳斯达克市场曾经成为全球最重要的高科技资本市场，曾一度有超过纽约证券交易所的势头。道琼斯指数从“9·11事件”之前的11 000点跌到最近的7 000多点。就是这样一个大的波动，如果放在亚洲国家，那就有可能引发金融危机。东南亚的危机除了货币贬值比美元贬值快得多外，它的资本市场的波动不会大于美国资本市场的波动，至少不会大于纳斯达克指数的波动，但它引发了严重的金融危机，而且这种金融危机直接影响到实体经济的发展。美国金融市场如此大的波动，为什么没有导致金融危机？这里面有大量的深层次的问题需要从理论上予以总结，可以作为我们金融体制改革的借鉴和参考。

美国资本市场在最近 100 年长盛不衰，有两个内在原因。一是这个市场直接享受了近 100 年经济高速度成长（其中有若干次大的波动）所带来的福利；二是它有一个相对透明的外部环境。所以，它充满了生命力，充满着勃勃生机，进而在美国金融体系中占据绝对的主导地位。如果说，一个国家的中介机构缺乏基本的公信力，这个国家的市场经济就很难发展，它就可能充满着欺诈。中国的中介机构总体上看是很糟糕的，是趋利主义的，有钱我就帮你说话，要什么报告都可以。我们的中介机构有一个口号：“为客户服务”。这个口号对资本市场的中介机构来说是错误的。中介机构的天职是为投资者服务。穆迪公司，它的全称是“穆迪投资者服务公司”，这个名称道出了中介机构的天职是为投资者服务。所以，中国的中介机构发展之路还很漫长，我们的市场经济道路还很漫长。我们的经济增长很快，每年都在 7% 以上，但是我们的市场经济成熟度远远不够，最重要的就是中介机构缺乏最基本的信用度，缺乏起码的道德准则，过度趋利！当然，近年来财政部和证监会也加大了中介机构的违规违法的成本，提高了他们的犯罪成本，比较有效地遏制了这种由于中介机构的不诚信所带来的欺诈。资本市场秩序的维持最重要的力量是中介机构。市场经济的灵魂是中介机构而不是政府，它需要中介机构来维持市场经济基本秩序和基本规范。政府只是在市场经济的初级阶段来推动市场的发展，在进入成熟阶段之后，政府必须慢慢退出来。

即使在美国，对中介机构诚信的监管制度也在不断完善。以前无论教科书还是实证举例都要说美国市场，说美国的中介机构、上市公司、公司法人治理结构以及监管机构多么的严谨，但三年前却发现 5 大会计师事务所 4 个都有问题。这里面就有制度性原因。这些会计师事务所作很多业务，而且这些业务之间没有防火墙。一方面给客户作顾问业务，另一方面又作审计业务，这两者是矛盾的。顾问业务是为客户服务的，帮助你怎样消化坏账，怎样最大限度地掩盖事实，进行所谓的资产重组、财务重组。从极端意义上说，这

就是掩盖问题！但它的审计业务是揭露问题。同一个机构，比如说安达信既为安然公司做顾问业务，又为安然公司作审计业务，这怎么可能做到公正呢？近几年，5大会计师事务所的顾问业务利润大大超过审计业务利润，所以我们看到现在5大会计师事务所到处去做管理咨询了。管理咨询成了主导业务。做完顾问再审计，它怎么会去否定当年做顾问业务时所作的财务重组方案呢？不会否定的！按道理说，做多种业务是可以的，但必须分立，不能有利益的关联性。所以说，这样的制度安排不出问题才怪。于是我想起了20世纪30年代的金融危机。那场金融危机导致了分业经营模式的出现。1929年爆发了全球的经济危机，随之爆发了全球的金融危机。我们花了几十年的时间才从那场全球性的经济危机、金融危机中度过，那场危机导致了《格拉斯-斯蒂格尔法》的出台和分业经营模式的出现。当时在总结金融危机的时候，人们发现金融机构里面出现了严重的、没有任何防火墙的混业经营。既做融资业务，又做投资银行业务，这两者从某种意义上说，是矛盾的，所以加快了金融危机出现的速度。所以，在中国的金融体制改革的时候，虽然我也提倡我们的银行要做创新业务，不能仅做非常传统的300年以前就已经有了的业务，但是，这种业务的多元化、工具的多元化显然要求金融体制进行改革，要求金融的组织模式立体化。之所以立体化，就在于建立防火墙。我们一方面提倡综合经营、跨市场经营、创造新的业务和品种，但另一方面又不对我们的金融体制进行改革，那结果可能是灾难性的。

美国的市场之所以会出现如此大幅度的波动，直接的导火索是美国一些著名的上市公司都在披露虚假信息，做假账。它做假账的规模不像中国的上市公司存在二三个亿的假利润，它是数十亿美元的虚假利润或营业收入。这种虚造的利润推动了股价的上涨。假的东西只能是蒙骗一时，不能得逞一世，三四年后假账终于曝光了。所以美国从安然、默克、世通、施乐，到美林、JP. 摩根以及安达信都受到查处，都与做假账有牵连。所以说，美国市场大幅度的下

降是与美国上市公司的造假，同时与它的中介机构失去了起码的公信力有直接关联。

那么，为什么如此大幅度的波动又没有引起美国金融危机的出现呢？这与它们的市场结构有关系。因为美国市场本身具有很高的流动性，风险是流动的。资本市场虽然大幅波动，但其风险是流动的，是随时都在化解的。银行体系一旦出现不良资产，这个风险就沉淀下来了，风险存量化了。资本市场的风险是流动的、流量化的，而银行的风险是固定的、存量化的。美国的金融体系，在内部结构设计上的确注意了流动性设计即支付能力问题。格林斯潘说，美联储有足够能力确保美国金融体系的流动性。

现在金融学理论上研究的一个重要问题，就是金融体系的设计如何在流动性和效率之间选择一个平衡点。流动性是保证金融体系安全的必要要素，流动能力是金融体系正常运行的底线，这种底线在外部环境急剧恶化时，就是金融体系或金融机构的生命线。香港百富勤当时被认为是由华人创造的著名的投资银行，一个富有激情、富有创新精神的投资银行，但是它在1998年的亚洲金融危机中是因为流动性不足，而不是因为效率不足，也不是因严重亏损，以至于资不抵债。而在那个特定时候是不能解决流动性问题的。这告诫人们，在金融体系的设计方面，大到一个国家，小到一个金融机构，流动性应该放在一个非常重要的位置，否则，外部环境的恶化就意味着破产。

但是，任何制度安排，不能只考虑其一而不顾及其他。如果我们在金融体系设计和资产结构安排上过度考虑了流动性，过度地考虑了安全，那么，显然就会损害效率。损害效率的金融制度安排，是不可取的。美国的金融体系比较好地处理了流动性和效率之间的平衡，通常情况下，它把金融市场的效率放在非常重要的位置，从而创新在那里显得非常重要。同时，它们又建立了一整套防范因为流动性不足而出现危机的制度系统。我们国家金融体系包括整个亚洲国家的金融体系的设计，我认为是有缺陷的。韩国和日本的金融

体系设计，在以前偏重于效率，基本上是以效率绝对主导的，但是它忘记了安全，忘记了流动性，从而使得它们在那场金融危机中损失非常大。所以，韩国不得不接受世界货币基金组织提出的苛刻的金融体系改革的条件，它只能接受，否则，就会导致整个国家面临严重的金融危机。我们国家金融体系的设计原则，从目前看，安全性放在了最重要的位置，效率是不足的，这可能与我国过去封闭的体制、非市场化的体制有关系。我们的金融体系一方面存在庞大的不良资产，另一方面，从整体上看，还在安全运行，但是我们的效率确实是比较低的。所以在流动性和效益的平衡之间，我们要从美国金融体系学到的一条就是：在日常情况下，我们要注重金融体系效率，但是我们也不能忘了一旦出现严重的外部不确定性，要有足够的能力确保金融体系的安全。在制度、规则、政策的设计方面，要在这两个要素之间找到平衡点。

我们的金融法律体系，整体上看是一个把危机放在最重要位置的一种法律体系，包括《商业银行法》、《保险法》、《证券法》、《票据法》等等。这些法律都把如何防范金融风险放在最重要的位置，以至于可以牺牲效率。但是，对于中国金融业来说，目前可能最重要的问题是发展。所以，我们说中国金融法律体系，面临着根本性的调整。我们再不调整，等于捆住自己的手脚和别人竞争，这怎么能竞争得过呢？所以说，如果不注重风险，这显然是个错误——如果金融专业人士连这个意识都没有，他就是完全不称职的；如果把风险看过头了，以至于前怕狼后怕虎，缩手缩脚，那么他也不是一个优秀的金融管理人员。对我们来说，可能目前最重要的就是如何提高中国金融体系的效率。为此就要进行体制改革，业务转型，机制的转换，人员结构的调整，包括裁员、组织模式的调整。

中国资本市场在改革和发展过程中，既要以史为鉴，又要以邻为鉴，善于吸收发达国家和发达市场最先进的经验。在两年前出版丛书“中国证券市场典型案例”之后，我们就着手准备“海外证券市场案例”的资料搜集和写作工作。这次我们从海外证券市场的发

行、交易、信息披露和并购等四个方面，运用比较典型的案例介绍发达国家和地区的监管经验，希望能对中国资本市场建设有所裨益。

本书主要是由中国人民大学金融与证券研究所研究人员（包括我所指导的博士后研究人员）共同努力完成的，本书的出版得到了中国人民大学出版社王克方编审的鼎力支持，责任编辑方小丽女士做了大量艰苦细致的工作，在此表示感谢。尽管我们努力使本书编写得更好，但由于时间因素和水平所限，不足之处在所难免，欢迎广大读者提出意见和建议。

是为序。

吴晓求

于中国人民大学金融与证券研究所

2005年11月30日

目录

上册

第一篇 证券发行上市案例分析

周丽娟 廖乙凝 编著

前 言	 (3)
案例 1	亚信科技美国发行上市 (5)
案例 2	沪杭甬高速英国发行上市 (66)
案例 3	国美电器香港发行上市 (89)
案例 4	南方橡胶加拿大发行上市 (106)
案例 5	新达科技新加坡发行上市 (125)
案例 6	德国交易所发行上市 (139)
案例 7	得益电讯台湾发行上市 (156)

第二篇 证券交易案例分析

高国柱 谢志国 张春东 编著

前 言	 (177)
案例 1	美国证交会诉豪威公司案及其评价 (181)
案例 2	豪克英诉杜博斯一案及其评价 (189)

案例 3	雷维斯诉安永一案及评价	(197)
案例 4	证交会诉曼诺护理中心有限公司案及其 评价	(215)
案例 5	埃斯科特诉巴克里斯建筑公司案	(221)
案例 6	证交会诉莱尔斯顿-普利纳公司案及其评价 ...	(227)
案例 7	世界通信公司与 Qwest 公司财务造假案 及其评价	(236)
案例 8	Basic Inc. vs. Levinson 案及其评价	(242)
案例 9	哈里斯诉伊万科斯公司案及其评价	(248)
案例 10	美国诉莫尔海伦案及其评价	(260)
案例 11	时代华纳股份有限公司证券诉讼案及其 评价	(265)
案例 12	考文诉布莱斯勒案及其评价	(275)
案例 13	美国诉纳夫塔林案及其评价	(286)
案例 14	彻阿莱拉诉美国案及其评价	(295)
案例 15	Cady, Roberts & Co. 案及其评价	(307)
案例 16	得克萨斯海湾硫磺公司案及其评价	(311)
案例 17	证交会诉代特尼克斯工程股份有限公司及 其评价	(316)
案例 18	威尔曼诉狄根森案及其评价	(324)

案例 19	证交会诉卡特·霍利·黑尔百货公司案 及其评价	(334)
参考文献		(341)
后 记		(343)

下册

第三篇 证券信息披露案例分析

顾雷 编著

前 言		(347)
案例 1	新闻记者不实报道泄漏内幕信息案	(351)
案例 2	尼尔·纳夫塔林诱骗经纪人买卖证券案	(363)
案例 3	德克斯过失泄漏证券交易内幕信息案	(373)
案例 4	兰德尔诉洛夫茨加登证券民事赔偿案	(382)
案例 5	芭芭拉·施赖伯诉伯林顿北方公司证券操纵案	(390)
案例 6	M 证券公司连续交易操纵证券交易价格案	(403)
案例 7	夏瑞拉猜测内幕信息案	(410)
案例 8	恩斯特会计公司证券民事赔偿案	(424)
案例 9	圣达菲公司虚假增资扩股案	(430)
案例 10	马克斯·L·文特森诉巴西克公司虚假陈述案 ...	(442)
案例 11	得克萨斯州海湾硫磺公司隐瞒重大信息案	(449)
案例 12	查尔斯·拉扎罗、尼多虚假陈述赔偿案	(458)

案例 13	基特内幕消息领受人非法获取内幕信息案	(472)
案例 14	证券监管机构披露弄虚作假内幕信息案	(479)
案例 15	谢里拉证券内幕信息猜测案	(484)
案例 16	赫德尔斯顿等诉得克萨斯高速公路公司虚假陈述案	(494)
案例 17	E 证券公司炒作证券交易价格案	(501)
案例 18	证券公司合谋操纵证券交易价格案	(507)
后 记		(513)

第四篇 公司并购案例分析

娄雪莉 编著

前 言		(523)
案例 1	沃达丰国际收购	(527)
案例 2	花旗公司与旅行者集团合并	(559)
案例 3	美国在线与时代华纳合并	(579)
案例 4	英国并购法律与超市收购案例	(611)
案例 5	美国并购法律与 WorldCom 收购 Sprint ...	(635)
案例 6	一般收购策略与反收购措施	(658)
案例 7	戴姆勒-奔驰与克莱斯勒合并	(681)
参考书目		(707)

第一篇

证券发行上市案例分析

周丽娟 廖乙凝 编著

前言

证券市场是资本市场的重要组成部分，在国际经济蓬勃发展的今日，证券发行与上市制度对资本市场的重要影响是不容置疑的，无论是监管者还是发行者，无论是中介机构还是投资者，对于证券发行与上市制度的关注虽然角度不同，但其关注的程度是近似的。

发行与上市是证券市场运作的基础，是证券市场体系中的重要组成部分，发行与上市制度的形成和变化不仅是一个国家或地区证券市场发展内在要求的体现，也是其政治、经济、法律制度的延伸。关注证券市场必然关注证券发行与上市制度，在当今世界经济一体化趋势下，我们不仅要关注本国的证券发行与上市制度，而且必须关注世界主要国家和地区的证券发行与上市制度。中国的企业要做大做强，不仅要依靠中国的资本市场，也应当依靠国际资本市场。对于其他各国的证券发行与上市制度的了解与运用不仅仅是研究者，而且应当是更多的监管者、企业家和投资者需要做的。笔者正是在这种情况下迫切地将该篇呈现在读者面前，虽然它不完善，但笔者希望通过该篇向读者提供一些信息，并希望该篇可以抛砖引玉，使更多优秀的学者、实务工作者重视该领域的研究，并贡献出他们有关证券发行与上市制度的更优秀的著作。

本篇不当之处，敬请读者指正。

周丽娟

案例 1 亚信科技美国发行上市

一、案情

(一) 背景介绍

1993 年，在田溯宁的率领下，几名中国留学生在美国得州达拉斯创立了亚信公司，注册地在特拉华州，并于次年 3 月移师国内，成立亚信科技（中国）有限公司，率先将互联网技术引入中国内地。经过几年的发展，亚信科技（中国）公司已经发展成为一家中国互联网大型企业，业务遍及中国包括香港、台湾在内的 33 个省级区域，拥有中国亚信、亚信德康、亚信香港 3 家全资子公司及上海、广州、武汉、成都 4 家分公司，年营业额达 8 亿元人民币，拥有员工近 500 名，其中 80% 为各类专业技术人员。

亚信公司自 1994 年回国后，一直致力于中国互联网基础设施的建设。基于对互联网技术的理解，亚信曾在 1996 年提出“一网多平台”概念；1998 年又在国内率先提出“电信级互联网综合业务网”；1999 年，作为上述两个概念的进一步延伸和深化，提出“电信融合”的思想，认为未来的电信经营格局将更多的是数据、话音、图像三种传统意义上完全不同的业务模式的全面融合。电信业务也将走向全服务业务，电信运营商也会由现在的数据运营商走向融合的全服务运营商。而“电信融合”将会从接入的融合、主干网络的融合走向服务的融合，最终导致管理的融合。

亚信的客户群阵容强大，它曾向中国电信、中国联通、中国移动、中国网通以及金融系统和政府机构提供从软件、硬件到网络服

务的全方位解决方案。亚信还向国内大的 ISP 出售软件授权, 1999 年底估计最终用户有 180 万。

1999 年, 亚信净收入为 2 520 万美元, 其中网络解决方案收入为 1 870 万美元, 而软件产品收入为 650 万美元。从时间趋势上看, 软件产品收入占公司年收入的比例呈递增态势。1996 年该比例为 11%, 1999 年上升到 26%。

亚信的竞争优势可总结为四条: 在互联网基础设施及技术方面的领先地位, 国际标准与中国经验的结合, 稳固的客户群, 软件和网络解决方案的独特技术优势。

(二) 发行情况

亚信公司的发行概要、财务数据摘要以及公司的股权结构详见表 1、表 2、表 3。

表 1 发行概要

亚信 发行规模	发行价	发行后流通 股份总数	扣除发行费 用净筹资	承销商	上市地	上市 日期	股票 代码
500 万股	24 美元	3 748 万股	1.098 亿美元	摩根斯坦 利添惠	NASDAQ 全国市场	2000 年 3 月 3 日	ASIA

资料来源: Morgan Stanley Dean Witter。

表 2 财务数据摘要 (单位: 千美元)

	1996	1997	1998	1999	2000*	2001*	2002*	2003*
净收入	7 849	11 577	19 045	25 221	38 787	74 435	93 464	130 850
其中: 解决方案	7 088	10 802	16 787	18 727	23 954	49 648	54 782	71 925
软件授权	762	775	2 258	6 494	14 833	24 788	38 682	58 925
净收入增长率 (%)	0	47	65	32	54	92	26	40
销售利润率 (%)	31	1	13	-6	-41	5	10	23
每股收益 (美元)	-0.04	-0.3	0.06	0.15	0.45			

注: * 为预测值。

资料来源: Morgan Stanley Dean Witter, www.haiguinet。

表 3 公司的股权结构 (%)

	Warburg Pincus Ventures	HTCC Trust, Stephanie Trust	China Tech. Inv. Trust, ReneDing Trust	China Fidelity Vest	Fidelity	Intel Pacific	Louis Lau	Michael Zhao	董事 其 与经 他 理层 计
发行前	25	19	17	15	5	8	6	3	98 2
发行后	21	16	15	13	4	7	5	2	83 17

资料来源: Morgan Stanley Dean Witter。