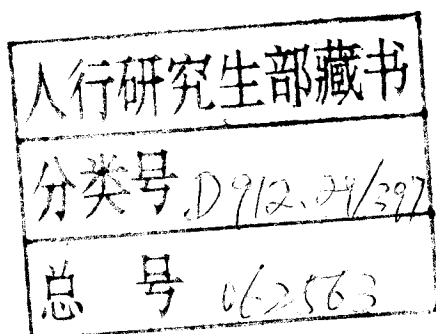


美国证券立法与管理

张育军 著



062563

中国金融出版社

刘

序

刘鸿儒

我国证券市场是随着经济改革逐步发展起来的。经过几年的发展,已初具规模。到1992年底,累计发行各种证券5657亿元,扣除已兑付的各种债券,年末证券余额为3255亿元。建立了上海、深圳两个证券交易所,证券公司86家,各类信托投资公司和综合性银行开办的证券营业部约1200家,各种证券代办点6000多个。特别是上海、深圳证券市场发展更快一些。到1992年底,在上海证券交易所上市的证券品种有73个,包括上市股票38个,国债4个,金融债券11个,企业债券20个。上市股本总额达130.85亿元,市值约550亿元,仅股票交易量达497亿元;在深圳证券交易所上市的证券品种39个,包括上市股票33个,国债4个,认股权证1个,企业债1个,上市股本总额26亿元,市值约500亿元,仅股票交易量达880亿元。全国证券从业人员10万余人。

证券市场是社会主义市场经济体系的重要组成部分。实践证明,证券市场的建立和发展,对于筹集资金,优化资源配置,调整产业结构,转换企业经营机制,促进社会主义市场经济发展具有积极作用,因此,国家决定要逐步完善和发展证券市场。1993年,不仅股票发行的试点要扩大到全国,而且要进行投资基金证券、可转换证券、信托受益证券等新品种的试点。

证券市场愈发展,证券管理愈重要。当前,如何加强证券市场监督管理是摆在我们面前的一项重要任务。法规建设是证券市场健康发展的基本保障。要搞好证券市场法规建设与管理,一是要深入研究中国实际情况,二是要学习、借鉴国际经验。西方发达国家证券

市场已有几百年的历史,无论是市场发展,还是市场管理都积累了丰富的经验。从我国实际出发,借鉴海外市场管理的经验,可以避免或少走一些弯路。

张育军同志作为证券市场管理的实际工作者,利用去美国学习机会,搜集大量素材,写成了《美国证券立法与管理》这本小册子,是学习、借鉴美国证券市场立法与管理的新尝试。该书利用美国证券市场的第一手材料,通过精心整理,比较全面系统地介绍了美国证券市场立法与管理的情况,简明扼要,通俗易懂。这是一本目前国内介绍国外证券立法与管理不可多得的材料,对当前我国加快证券市场立法,强化证券市场管理,有较好的参考价值。

1993年8月23日

编写说明

1991年4至5月间,我作为中国人民银行的代表,去美国华盛顿参加了美国证券委(SEC)主持召开的首届国际证券市场发展研讨会(International Institute For Securities Market Development),会后又前往纽约、芝加哥等地接受证券市场业务培训。在美期间,我先后访问了美国证券委(SEC)、全国证券商协会(NASD)、纽约证券交易所(NYSE)、美国证券交易所(Amex)、巴林证券公司(Smith Borne)、芝加哥期货交易所(CBOT)、芝加哥商品期货交易所(CME)、芝加哥期权交易所(CBOE)等美国著名的证券机构,有机会接触了大量的证券市场的第一手资料。回国后,我曾雄心勃勃地把资料整理成四个部分:《美国证券立法与管理》、《美国证券市场的运作》、《美国证券中介机构的经营管理》、《美国的期货与期权市场》。并写作了每个部分的详细提纲,打算陆续推出。1991年下半年,由于种种原因,便无心无力写作。1992年,又有半年左右的时间去新加坡接受证券市场业务培训,书稿一再拖下去,年底,中国金融学院任映国教授来家作客,谈起学问,我又拿出《美国证券立法与管理》的提纲,介绍自己曾打算写这样一本书。任教授看后大加赞赏,鼓励我一定要继续写下去。

作为我国证券市场监督管理较早的参与者之一,我对证券市场监督管理有着浓厚的兴趣,曾苦于国内缺乏这方面的材料。在去美国之前,我就有写作这方面内容的念头。在华盛顿的两个星期里,我尽最大努力收集这方面的资料,访问了美国证券委的各重要部门。在美国证券委各部门的支持下,我得到了大量的资料。为什么就没有决心继续写下去呢?到1993年初,我写出了初稿,经过整理,就是读者见到的这个书稿。

在写作《美国证券立法与管理》的过程中,我尽力坚持这样的

写作原则：一是忠实于原始资料，不加个人观点；二是精心整理，尽量通俗化；三是力求全面、系统地介绍。尽管如此，本书也可能存在许多不足之处，敬请读者指正。我国证券市场发展时间不长，证券市场管理更是一项崭新的事业，敬以此书献给中国证券市场的开拓者。也算抛砖引玉吧！

张育军

1993年6月6日于北京

目 录

第一章 市场发展与管理体制

第一节	证券市场沿革.....	(9)
第二节	证券管理的变迁	(11)
第三节	证券市场管理体制	(14)
第四节	证券市场管理的目标、原则与内容.....	(17)

第二章 市场立法的背景与进程

第一节	1933 年证券法	(21)
第二节	1934 年证券交易法	(23)
第三节	1935 年公共事业持股公司法	(24)
第四节	证券交易法 1938 年修正案.....	(24)
第五节	1939 年信托契约法(“TIA”)	(25)
第六节	1940 年投资公司法和投资顾问法	(25)
第七节	60 年代的证券市场立法	(26)
第八节	70 年代的证券市场立法	(26)
第九节	80 年代的证券市场立法	(27)
第十节	90 年代的证券市场立法	(28)

第三章 主要证券立法的内容要点

第一节	《1933 年证券法》内容要点	(31)
第二节	《1934 年证券交易法》内容要点	(34)
第三节	《1935 年公共事业持股公司法》内容要点	(38)
第四节	《1939 年信托契约法》内容要点	(40)

第五节 《1940 年投资公司法》和《1940 年投资顾问法》内容
要点 (41)

第六节 《破产法》中关于公司重组的内容要点 (43)

第四章 证券与交易所委员会

第一节 证券委的职能与权力 (45)

第二节 证券委的部门设置 (48)

第三节 证券委的辅助部门 (50)

第四节 证券委的派驻机构 (54)

第五节 证券委的非常设委员会 (56)

第六节 证券委的业务活动 (57)

第七节 证券委职员的行为管理 (60)

第五章 发行市场管理

第一节 联邦证券法的范围 (64)

第二节 证券发行的注册登记制度 (65)

第三节 证券发行的豁免制度 (68)

第四节 各州的证券发行法规 (69)

第六章 交易市场管理

第一节 交易市场的目标与种类划分 (71)

第二节 市场结构与全国市场系统 (74)

第三节 交易市场管理的目标与手段 (76)

第四节 《1934 年证券交易法》下的连续公开制度 (78)

第五节 市场操纵与欺诈的管理(上) (79)

第六节 市场操纵与欺诈的管理(下) (84)

第七章 政府证券市场管理

第一节 政府证券市场管理的豁免制度 (87)

第二节 政府债券产品与交易管理 (88)

第三节 政府债券的证券商管理 (90)

第四节 政府证券的期货商与期货交易管理 (93)

第五节 联邦储备系统对政府证券市场的日常监管 (93)

第六节 机构投资者的监管与保护 (96)

第七节 证券委对欺诈活动的调查 (97)

第八章 证券商管理

第一节 证券经纪商与证券自营商 (99)

第二节 证券商的注册登记管理..... (102)

第三节 证券商的财务责任管理制度..... (106)

第四节 证券投资者保护公司..... (108)

第九章 自我管理机构管理

第一节 自我管理机构的概念、种类与利弊 (111)

第二节 证券委对自我管理机构的管理..... (115)

第三节 证券委对清算机构的管理..... (117)

第四节 登记过户机构的管理..... (120)

第五节 对自我管理机构的监督检查..... (121)

第十章 投资公司(投资基金)管理

第一节 导言..... (125)

第二节 投资公司的运作..... (127)

第三节 投资公司管理(上)..... (132)

第四节 投资公司管理(下)..... (135)

第五节	投资公司管理的发展.....	(140)
-----	----------------	-------

第十一章 会计审计管理与合作

第一节	美国的会计与审计.....	(142)
第二节	证券委在会计、审计与财务报告制作中的角色 ...	(145)
第三节	会计、审计准则建立机构的管理与合作	(147)
第四节	会计从业人员的管理.....	(151)
第五节	会计、审计的国际准则与协调	(152)
第六节	证券委对财务报告制作的监管.....	(154)

第十二章 执法与调查

第一节	证券委执法部.....	(158)
第二节	证券案件的调查.....	(159)
第三节	证券委职员的意见与处理.....	(162)
第四节	证券委主要的执法领域(上):内部交易	(164)
第五节	证券委主要的执法领域(中):证券欺诈	(166)
第六节	证券委主要的执法领域(下):市场操纵	(170)
主要参考资料目录.....		(172)

第一章 市场发展与管理体制

美国证券市场发展经历了两百多年的历史,发展到今天,成了世界最大的高效率的证券市场。证券市场管理也经历了较长期的发展过程。本章首先勾划一下市场发展过程和证券管理的变迁,然后介绍美国证券市场的管理体制、管理目标、基本原则以及市场管理的主要内容,为以下各章的分析打下基础。

第一节 证券市场沿革

美国的证券市场,起源于两个世纪以前。1792年,一些银行家聚集于纽约华尔街的梧桐树下,每天进行证券交易。几年以后,这群华尔街的证券交易商签署了一个协议,约束他们自己,对互相间进行证券交易进行某些管理与限制。并且收购了一幢大楼,转移到室内进行证券交易。在十九世纪初期,证券交易并不成功,每天只有50种股票进行交易。然而,正是股票交易的连续增长,使得当初的交易场所变成了纽约股票交易所。这个美国历史上最早的证券交易所,随着历史的推移不断成长。

华尔街并不是早期美国唯一的证券交易的场所。波士顿和费城也是美国早期的金融中心。这两个城市有着可以与华尔街抗衡的证券市场。一般说来,在早期阶段,纽约的公司股票在纽约交易,费城的公司股票在费城交易,与此类推……。随着全国性公司的出现和发展,特别是铁路公司的发展,使得一家股票在多个股票交易所上市和交易成为普通现象。

显然,由于当时通讯、交通的限制,多个交易所的上市交易为

投资者套利提供了机会,投资者可以在一个证券市场上低价买进股票,然后在另一个证券市场上高价卖出。不同证券市场上的股票价格的信息因此成为有价值的商品。

到 19 世纪中期,许多美国公司,特别是铁路公司、工业公司到伦敦、巴黎和其他外国金融中心发行证券,并上市交易。例如,1853 年,所有美国铁路债券的 25% 由外国人持有。因此,国际证券投资已出现很久,不是新东西。当时,许多美国公司在伦敦和其他地方作广告,宣传“肯定成功”,事实上,后来戏剧性地破产了。

早期的美国证券市场通常先交易一种证券,然后再交易另一种证券。逐渐地,越来越多的公司证券开始交易,使得在一个时间内只交易一种证券,变得不实际可行,因此,开始建立单独的交易柜台,交易不同的证券。据说,在 19 世纪 70 年代,纽约股票交易所的一个会员打断了一条腿,来回避在交易大厅内来回移动,买卖不同种类的证券,而且站定了一定交易柜台,专门从事股票的买卖。

现在,纽约股票交易所建立了专家制度。所谓专家,就是指交易时间内,保留在同一位置,为一种或多种证券“制造市场”的个人。证券交易或者在两个经纪商之间进行,或者在专家柜台进行,或者在经纪商和专家之间进行。专家可以代理另一个经纪商,也可以为自己买卖证券。纽约股票交易所规则要求,如果有定单找不到合适的配对定单,专家要自营买卖证券,以便使市场供求的暂时不平衡得到缓解。

然而,纽约股票交易所的交易方式不是唯一的证券交易方式。在本世纪中期,美国全国证券商协会(NASD)对柜台交易市场(OTC)建立了自动报价交易系统(NASDAQ)。这个自动报价交易系统,没有交易大厅,没有拍卖,没有任何专家。事实上,所有证券交易都在证券商之间进行,而这些证券商不离开自己的办公室。由于所有证券交易参与者都能及时地通过计算机得到证券交易信息和当前报价信息,证券交易量迅速增长。到 1991 年,美国全国证券

商协会报价系统成为超过纽约股票交易所的美国最大证券交易市场。

毫无疑问,美国证券市场历史长于证券商的历史。美国证券市场在技术手段长期使用手工操作,使用电话和计算机的历史很短。许多美国证券商使用计算机处理日常事务,非常缓慢。在 60 年末期,美国证券界经历了一场“办公室后的危机”(“Back Office Crises”),证券的清算、交割系统跟不上纽约股票交易所和美国股票交易所证券交易的发展。

本世纪 70 年代后,美国证券商积极开发计算机跟踪证券交易的能力,各个证券交易所也同样积极地开发和建立集中的自动化的证券清算、交割系统和从事这类证券业务机构。建立诸如证券托管信托公司和全国证券清算公司这一类的机构。结果,美国绝大多数股票交易业务不涉及任何实物股份凭证的交送,绝大多数机构投资者和证券商之间的业务清算,只是简单地通过计算机在证券托管信托公司和全国证券清算公司的记录上进行输入或输出。由于计算机系统的建立,使得证券交易更有效、更安全。

对于所有交易同一种证券的证券交易所,美国建立了综合性的证券交易报告制度。对于同种证券,通讯网络把纽约、芝加哥、洛杉矶和费城等联结起来,使投资者在进行证券交易时能够得到最好的价格。

在 90 年代,美国股权证券的总价值超过了 3.5 万亿美元。证券交易系统每天能处理超过 10 亿美元的股票交易。美国证券市场发展成为世界最大、效率最高、技术最先进的世界证券市场。特别是股票市场,成为了美国经济增长和繁荣的关键资本源泉。

第二节 证券管理的变迁

美国证券市场有 200 多年的发展史,美国证券管理也有着较

悠久的历史。美国证券管理的出现,是随着证券市场发展而产生的。在十九世纪末期和二十世纪初期,铁路公司和其他公司不断发行股票。有时,使用较夸张的语言,诸如“肯定成功”,“财务状况较好”等。的确,这些公司也时常出售被人们称为“渗水股票”(Watered Stock)的股票给投资公众。这样,产生了证券管理的必要。早期的证券管理行为,主要根据各州的公司法、股东章程和各股票交易所的自我管理。一段时间后,一些州开始建立证券立法。第一部州的证券立法于1911年在堪萨斯州获得通过。该法针对那些证券出卖“漫天要价”的发行人。从这以后,各州证券立法被称为“蓝天法”(blue sky laws)。一般说来,早期的证券立法要求,证券发行人在本州内发行证券以前,应在州证券管理委员会填写初步的信息公开文件,并获得批准后,方可发行。

随着1929年股票市场的大崩溃,和接踵而来的经济大危机,清楚地表明,证券市场上的若干问题影响了整个国家。大家认为,从实质上,需要通过联邦证券立法。问题是,需要什么样的证券法律?有人认为,联邦证券立法,应像当时的纽约州证券立法一样,只是用一般术语来禁止证券欺诈活动。其他人则认为,联邦证券立法应像堪萨斯和其他一些州的证券立法一样,建立一个有权力的联邦证券管理机构,来审查每一种发行证券的优劣(merit)。在优劣制度下,联邦政府必须决定某种特定证券的“好”与“坏”,并且只有联邦政府批准的证券才能出售给投资公众。

最后,国会通过了一个妥协的方案,即《1933年证券法》。该法要求,任何证券在公开发行前,证券发行文件必须在证券委(SEC)注册登记,以备审查。该法的哲学是,充分、公开的信息将让投资者作为以信息为基础的决策。因此,该法实质上是一个信息公开法,证券委并无权审查或通过某种证券的优劣。只要投资者得到充分的信息,投资者就能做出好或坏的投资决策。类似,后来通过的《1934年证券交易法》要求,证券发行人应定期向投资者报告其财

务状况和其他所有重大事项。同样,根据证券交易法,证券委无权关闭财务困难的公司。只能要求这些公司充分、公平地向投资者报告其财务困难。

美国证券委不是根据《1933 年证券法》,而是根据《1934 年证券交易法》创立的。在证券委创立以前,证券法由联邦交易委员会内一个较小的部门负责实施。各证券交易所,特别是纽约股票交易所,强烈反对《1934 年证券交易法》。该法第一次要求管理证券交易所,也管理证券发行。各证券交易所特别担心,授权联邦贸易委员会管理证券交易所。交易所认为,负责管理的人会不理解和不喜欢证券交易所。结果是,再一次妥协,国会决定建立一个新的机构——证券与交易所委员会(SEC),并授权该机构而不是联邦贸易委员会来管理证券交易所。

证券委开始时,是一个很小的机构,只有一个主席和 4 个委员。其职员是随着市场发展不断增加的。到 1991 年,已有职员 2000 多人。证券委的总部先设于费城,后来迁往华盛顿特区。那里是美国联邦政府所在地。

各种证券立法的一条关键因素是立法的适应性。例如,最初的证券立法没有包括任何禁止内部交易的条款。的确,时至今日,联邦证券法律中都没有条款禁止、定义内部交易。而证券委采取的规则第十条 B 款条 5 项(Rule 10b—5),则有一段有趣的故事:1942 年的一天,当时证券委总部还在费城,从波士顿地区办事处打来了一个电话。波士顿某个公司的总裁以每股 4 美元购买了自己公司的股票,并告诉人们该公司经营很差。然而,事实上这个公司经营很好,并即将宣布下一年盈利将增加 4 倍。在费城的证券委职员查看了证券法律及有关规则,发现没有准确的条款处理这种情况。但是,证券委职员也觉得,应有规则来禁止这类内部交易。结果,证券委职员起草了一个规则,并于当天提交证券委。这就是证券委后来通过的规则第十条 B 款第五项。后来美国所有内部交易案件都以

此为基础进行处理。

这说明不仅有一部完善的证券法是重要的,而且对管理机关来说,要有能力填补证券法规的漏洞。从美国证券委成立的六十多年来,美国证券管理一直坚持,不管是首次向公众发行证券,还是证券在交易市场上交易,都应该向公众公开各种公司信息。公众是否相信,公司已全部公开了各种信息,是吸引投资的关键因素。尽管证券委的职员不断增加,立法也有所变化,但美国证券管理的基本任务没有变化,仍然是保护投资者,维护证券市场统一,提高证券市场效率。

第三节 证券市场管理体制

在美国,证券市场管理体制分成三道防线:第一道防线是,证券机构的内部管理;第二道防线是自我管理机构的自我管理;第三道防线是,政府证管市场管理部门的管理。在美国,政府管理证券市场实行双轨管理体制,即联邦政府管理与各州政府管理,其中,联邦政府管理处于最重要的地位,本书绝大多数内容立足于介绍联邦政府的证券管理。对于其他管理,本节作简要介绍。

一、证券机构的内部管理

证券机构自身内部的管理,涉及到机构自身建立恰当的内部管理制度,并自行监督这些制度的实施。健全的内部管理制度和积极的自身管理行为,使证券机构能有效地运行,是证券市场健康发展的基础。从美国证券市场看,证券机构建立内部管理制度及其实施的漏洞。常常是自我管理机构、证券管理部门监督管理证券市场最重要的原因之一。因此,这第一道防线绝不是可有可无的。

同时,一定的内部管理制度和业务控制机制也是证券机构自身发展的关键因素。这个内部管理制度包括的基本的内容是:

1. 对包括顾客、公司所有业务和包括货币、证券所有帐款项目建立日常的管理报告制度；

2. 对所有货币、证券在必要的协调后建立可靠安全的保管制度；

3. 在顾客方面，适当的信用评估程序和信贷限额管理制度应建立，并应受到独立的会计行政人员的监督；

4. 在公司证券交易方面，建立某种证券交易的适当授权和对交易员的交易限额制度，以确保其交易管理；

5. 职责应分离。特别是交易人员、交易记录人员、出纳人员、现金、证券保管人员的职责应分开；

6. 通过控制帐户的记录，建立现金和证券的保管制度。现金和证券的转移要有联合签名。对于现金和证券的实际情况，要建立固定独立的平衡帐户，记录每一笔变化情况。

总之，证券机构要建立、健全自己的各项内部规章，来约束自己的业务活动和行为。

二、自我管理机构的自我管理

在美国，有些自我管理机构先于政府证券管理机构的建立，如纽约股票交易所等。自我管理以证券从业人员为基础，涉及到对证券业务的监管，涉及到建立必要的管理规则，并组织实施。这是证券市场管理的第二道防线，处于承上启下的地位，其作用是不言而喻的。在美国，自我管理机构包括各证券交易所、证券商协会、清算机构、市政证券立法委员会等，其自我管理的作用也有所区别。

各个交易所均订有规则监管在其市场的买卖及营运活动。这些交易所遵照《1934 年证券交易法》实施自我监管，并据此承担责任，以确保市场公平及其成员均能遵守联邦证券法。

纽约交易所(NYSE)是美国最著名的自我监管市场，负责监管其会员公司的内部运作。

全国证券交易商协会(NASD)是美国最大的注册证券协会。《1934年证券交易法》视这类证券协会为经纪及交易商的自我监管组织。该协会负责监管所有非纽约交易所及美国证券交易所会员的证券经纪公司,并管理美国的场外市场的交易活动。此外,市政证券立例委员会(由证管会根据《1934年证券交易法》设立,借以防止欺诈行为以及就有关市政证券交易的纠纷作出审定)、注册的结算机构,为其成员订定须予遵守的内部规则。

证管会最终负责监察所有证券市场内的自我监管组织,对交易所或协会的纪律处分拥有复核权,并审批这类机构拟定中的规则修订。

三、政府证券管理机构

在美国,政府证券管理实行双轨管理制度,即联邦政府与各州政府管理。其中,各州政府管理先于联邦政府管理。在联邦政府机构成立以前,各州依据各州的公司法和证券立法管理州内的证券市场,在证券市场扮演着最重要的作用。联邦政府管理机构成立后,各州的证券管理作用降低,主要负责州内的一部分证券市场管理活动。联邦政府为管理证券市场,成立了证券与交易所委员会。证券及交易所委员会(证券委)是唯一法定机构,负责监管美国证券市场以及管理资料披露系统。证券委在1934年由国会根据《1934年证券交易法》第四条成立,其委员是由总统在征询并获参议院同意后委任。证券委每年须向国会提交有关证券市场发展的报告。

联邦储备体系(联储体系)是美国中央银行系统,并为联邦政府及机构证券提供保管服务。联储体系的管理委员会(委员会)有权订立信贷限额,影响证券市场内的保证金买卖活动或信贷使用情况。不过执行有关规定则是证券委。

根据《1934年证券交易法》,证券交易所、证券协会、经纪交易