

# 国际证券市场热点法律问题对中国的启示

刘 丰 名

本文通过对各国证券市场的法律管制现状的鸟瞰以及美、英两大证券制度模式对面临的“中国墙”与“收购”两大热点法律问题解决办法的比较,认为中国在借鉴美国经验同时尤需重视英国经验,一方面健全对投资者提供更为有效保护的法制,一方面抓紧建立和完善各级市场自律组织;使中国证券市场及早成为开放的、富有竞争力的国际证券市场,是建立社会主义市场经济不可缺少的一个重要组成部分。

## 一、各国证券市场的法律管制现状

纵观世界,各国管制证券市场的法律已经摆脱不同法系影响和突破传统代理法原则,而趋于开放证券市场和强化对投资者的保护。一国所实施的证券制度则不外乎美国模式或英国模式。美式证券制度,以政府管制为主,市场自律为辅。英式证券制度,以市场自律为主,政府管制为辅。美国模式影响及于德国、日本、韩国与台湾等国家和地区。英国模式影响及于英联邦与香港等国家和地区。

自70年代以来,美国相继推出一系列革新措施,诸如允许经纪商与交易商业交叉,取消固定佣金率,开放“美国预托债券”<sup>①</sup>,启用屏基自动报价系统与屏基自动交易系统等。80年代中期,英国政府采纳公司法教授高尔建议(《高尔报告》——Gower Report),引进美国经验。伦敦证券交易所改组为伦敦国际证券交易所,一批新规章于1986年10月27日同天生效,屏基自动报价系统与自动交易系统也于同天启用,被称做伦敦城“大爆炸”<sup>②</sup>。仅10天,英国下议院通过《金融服务法》<sup>③</sup>。英国一方面开放证券市场,屏基系统直接与纽约、东京市场联网;一方面实行新法,强化对投资者的保护。伦敦城一下变成了一块大磁铁,将美国、荷兰、瑞士等国的大公司股票都吸引到了伦敦市场<sup>④</sup>。

欧共体国家,除英国和德国外,其他如法国、西班牙、意大利等国的证券交易所,原均系沿袭拿破仑时代以来的老章程,每个交易所的经纪商会员不过几十名,通常是由政府指定的民事公仆担任,不接纳外国会员,而且不接纳女会员,父亲的会员资格可以由儿子顶替,被称做“男人俱乐部”<sup>⑤</sup>;经纪人佣金收费率由政府规定,场内沿袭古老的“喊价”交易方法;股市基本上为大的家族公司所垄断,意大利米兰证券交易所并以进行非法内部交易而著称<sup>⑥</sup>。1986年伦敦城“大爆炸”,震撼西欧大陆国家,相继追随,出台新法,各证券交易所除旧布新,正增强与伦敦城

的竞争力。美国法律教授诺曼·波塞(Norman Poser)在1991年发表的《国际证券管制》一书“前言”中评论道：“大爆炸”的涟漪已扩及欧洲及欧洲之外。“大爆炸”是建立世界性资本市场竞争制度的一个重要步骤，其影响已为美、日和其他各国所感受。新的英国法规设计借鉴于美国，但比美国的更适用、更高明。

70年代以来美国锐意革新与1986年伦敦城“大爆炸”，为证券市场带来了两大热点法律问题，即“中国墙”(Chinese Wall)<sup>①</sup>与“收购”(take over)公司的法律问题。

随着经纪商与交易商之间栅栏的拆除，证券公司、投资银行日益成为向客户提供综合服务的实体，有的并结成金融集团，同时从事多种业务活动：(1)买卖证券，收取经纪佣金；(2)为客户管理帐户；(3)管理互助基金或单位信托；(4)以自身帐户从事市场发行以及其他证券交易(包括套利)；(5)为法人客户包销公募和私募证券；(6)提供金融咨询服务或充当投资顾问，为客户的“收购”和兼并牵线搭桥，等等。从而利益冲突丛生，诸如：作为包销人或包销集团，可以优先考虑自身利益，指使基金管理部门订购其所包销的新证券；作为市场发行人，可以指使充当佣金经纪人的业务部门将滞销证券向客户兜售；作为佣金经纪人，为多捞佣金，可以利用客户帐户作过度交易，或挪用所保管的客户证券进行倒卖；从事投资业务部门，可以指使基金管理部门支持一方客户实现对另一方客户公司的“收购”和兼并；市场发行和其他交易部门，可以利用研究部门提供的信息报告，包揽能够获利的证券、脱手不能获利的证券，等等。为合理解决上述利益冲突与防止内部信息的滥用，从而有“中国墙”法律问题出现。“中国墙”问题仅涉及证券公司、投资银行与客户之间的纷争，尚带个别性与局部性，而“收购”问题则涉及整个股市的稳定，乃至一个国家的经济大局和资本主义国家执政党的地位。因为“收购”总是与炒股交织在一起，如属敌意“收购”还将触发一场“收购”与反“收购”的恶战。1986年11月14日纽约股市出现混乱不堪局面，行情暴跌，当天道·琼斯综合指数下降43点，此后两天平均每天下降55点。原因即出在有个名叫伊凡·博斯基的经纪人一年多来在大肆从事非法套利活动。他盯住那些即将倒闭、与其他企业合并或被兼并的公司股票，一有机会就将之以贱价大量购进，价格哄抬起来后再看准时机以高价抛出。常言道“几条泥鳅翻不起大浪”，但就股市而言，即使一条泥鳅也有可能翻起大浪，恶化一国投资环境。1992年4月爆光的印度股市丑闻，经纪人哈什迪·迈赫塔，采用申通银行职员开假债券收据，持以去另家银行骗取现金的手段，先后骗取现金达307.9亿卢比，用于炒股票。他所从事的非法套利活动，往往投入3000万卢比便把一家濒临破产的公司股票市价哄抬10—100倍，等到中小投资者争相抢购时再相机抛出，造成孟买股市的暴涨暴跌，有的股票价格甚至暴跌50%至90%，数以10万计的股民损失惨重，就连印度国家银行等财力雄厚的大户也损失好几亿美元。这次股票贬值约达1.75万亿卢比，相当印度一个年度国民生产总值的四分之一。外国投资者对去印度投资心存疑虑，执政党受到舆论和反对党的猛烈抨击。

中国证券市场是进入90年代才建立和发育起来的。由于资本市场的世界性，国际证券市场面临的热点问题终将扩及中国。“收购”问题已经在中国证券市场露头，“中国墙”问题迟早也将表面化。本文即旨在从美、英两国对于上述两大热点法律问题解决办法的比较中，探求中国需要获取的有益启示。

## 二、“中国墙”的法律问题

“中国墙”的法律问题最早出现于美国。1974年，斯莱德诉希尔松·汉米尔公司。希尔松公

司投资业务部门获知不利于一家客户蒂塔尔·马林国际公司的敏感信息,当时希尔松公司门市部还在向客户推销蒂塔尔公司股票。客户得知这一内情后,控告希尔松公司违反对客户承担的诚实信用义务。希尔松公司辩称,公司内部建立的严格保密制度,禁止各业务部门之间传送内部信息,门市部对之一无所知,自无对客户违反诚实信用义务可言。受理讼案的地区法院尽管驳回了希尔松公司所作的“中国墙”辩护,仍向联邦第二巡回法庭提出了以下问题:一家兼营投资与证券业务的公司获得了不利于投资业务部门客户的内部信息未向门市部客户披露,是否构成欺诈或误导?第二巡回法庭就此要求联邦证券交易委员会澄清希尔松公司所作“中国墙”辩护的有效事实。证券交易委员会对斯莱德案面临两难境地,因其涉及两项重要原则:第一,重大内部信息禁止在市场上加以利用;第二,证券商必须公平对待客户。为维护处于革新中的证券业的正常经营,证券交易委员会对“中国墙”最终持首肯态度。为避免类似争议今后发生,证券交易委员会建议承认“中国墙”,同时要求对客户提供综合服务的证券公司、投资银行列出“限制名单”,对于已经列入公布名单的证券,营业部可以销售。自1974年以来,建立“中国墙”、辅之以公布“限制名单”的作法即流行于美国证券业。1980年,美国证券交易委员会并颁行“14e—3规则”,作出3项有关规定:(1)“中国墙”是在防止内部信息被滥用的“合理情况”下建立;(2)援用“中国墙”作辩护,不适用于欺诈指控;(3)证券公司、投资银行也不得以自己帐户利用所获内部信息从事交易。

英国在80年代初引进“中国墙”办法,在1983年颁行的《有执照交易商(业务行为)规则》中,将“中国墙”定义为:“建立的一种安排,借以使从事某一部分业务的人所获信息,不被从事另一部分业务的人(直接或间接)所利用,从而得以承认,各个业务部分的分开决策没有涉及业务上任何人在该事情上可能持有的任何利益。”这一定义为1986年《金融服务法》所重申。

英国下议院对政府提交的“金融服务法议案”进行辩论时。对新法是否纳入有关“中国墙”规定的问题存在3种不同意见:(1)工党议员反对,因为,按照传统代理法,不应允许代理人自身利益与本人利益有潜在冲突时从事代理。(2)一些大的“清算银行”(Clearing Bank)<sup>®</sup>和“商人银行”(Merchant Bank)<sup>®</sup>派遣的院外说客鼓吹,新法应采取免除适用普通法代理原则的态度,否则,将妨碍证券业的有效操作与正常营运。(3)政府持折衷立场,在拒绝完全放弃普通法代理原则适用的同时,主张按照自1983年以来已经确立起来的给投资者以受益保护的原则,于新法纳入有关“中国墙”规定,俾既能稳定证券市场,又能活跃证券市场。最终,下议院通过了政府提交的“金融服务法议案”。

《金融服务法》授权证券和投资局对建立“中国墙”可以采行以下特别规则:“经许可从事投资业的人,他在一部分业务中所获取的信息,能对其所从事的另一部分业务的客户保密。”如证券商的行为符合该规则,将不被视为有违“反欺诈”的规定。新法的这些规定虽形成对常规的一种突破,但仍不允许援用“中国墙”作为证券商开脱其对客户应予承担的信托责任。

美、英实践表明:建立“中国墙”,可以限制内部信息被滥用,并不能从根本上解决证券业利益冲突问题,而且其效用的发挥基本上是取决于从业人员的职业道德水准,在法律上仍得坚持证券商必须将有关业务中的利益冲突事实向客户披露。

### 三、“收购”的法律问题

英国象美国一样,近年出现了“收购”浪潮,而且“收购”规模愈来愈大。1988年,英国大的兼并达154起,所涉总值达720亿英镑,1987年为460亿英镑。这是由于1986年伦敦城“大爆

炸”以来,美国投资银行已经加入了英国的“收购”。“收购”所需解决的问题,即在于如何从法律上维持证券市场的稳定与保护被“收购”公司的股东利益。

美国是适用证券法解决“收购”问题。按照 1934 年《证券交易法》,收购股权的人必须向证券交易委员会报送“14D—1 表”所要求的信息和证明,如收购人为非自然人还必须提交财务报表。由于有组织地大量收购某公司股票或有组织地向大批预期出售者收购股票也可构成“收购”,因此,证券法还要求收购人将上报证券交易委员会的有关情况向被收购公司的股东或者被征求出售股票的持有人披露。《证券交易法》并规定,任何人对重大事实进行不真实的陈述或漏述重大事实,或者从事与股权收购有关的任何欺诈、蒙骗或操纵行为,都是非法的。该规定对收购人和被收购公司双方均适用。

现美国对少于全部股权进行收购,究竟可以少到什么程度即须接受证券法有关“股权收购”规定的管制,尚无明文规定。但按《证券交易法》规定,如果一家公司取得了另家公司股份的 5%,其目的在于对那家公司进行股权收购,那么,这种意图必须公布;一旦股权收购终止,收购人对“14D—1 表”应立即报送一份最后修正本,披露该表项目在内容上的一切重大变化,并写明股权收购已经终止,终止日期和此项股权收购情况。

美国判例表明,证券法并不对被指控的收购人的不当行为提供补救<sup>⑨</sup>,仍系承认其收购的既成事实。

英国对“收购”问题的解决办法与美国则显有不同。在英国,“收购”价值超过 3000 万英镑或兼并涉及市场特定商品或服务的四分之一交易量时,才由政府机构垄断与兼并委员会处理。按照《公平交易法》规定,公平交易局局长(公平交易总监)要求潜在收购人和兼并人向工贸部大臣提交报告,由其决定是否交由垄断与兼并委员会处理。对受理的案件,该委员会完成调查,如认为“收购”和兼并有违公共利益,有权阻止“收购”或为之附加条件。在英国,一般的“收购”与合并则均由自律组织按照自律规章处理。

1968 年,经英格兰银行提议组成“企业收购与合并问题专门小组”(简称“专门小组”),由其制定、解释和执行《伦敦城企业收购与合并法则》,简称“伦敦城法则”(City Code)或“收购法则”(Take Over Code)。专门小组由各证券交易所 12 名代表和英格兰银行指派的主席、副主席、1 名非代表共 15 人组成。在 1986 年《金融服务法》出台后,专门小组仍保持其独立性,并能依法与证券和投资局、其他自律组织(如证券交易所等)对违反“收购法则”的收购行为联合进行调查,拥有广泛行政调查权的工贸部充当后盾。1987 年专门小组主席亚历山大称,专门小组的工作是有成效的,因其具有“灵活、实在、协商一致”的特色。

专门小组制定的“收购法则”包括 10 项一般原则和 38 项具体规则。普遍适用的一般原则为:1. 同类所有股东须与发盘人的股东相同对待;2. 无论发盘人或受盘人均不应将不适于告知全体股东的信息只提供给一些股东;3. 发盘人可以不宣布发盘,除非他有充分理由相信他能将之坚持到底;4. 全体股东须获充分信息;5. 送达股东的全部文件和广告均须按最高标准的谨慎与准确进行准备;6. 各方必须避免对发盘人或受盘人的证券制造虚假市场;7. 未经股东批准,受盘人董事会不得采取任何导致一项急切或有效的发盘失效的行动;8. 对公司的控股必须讲究诚信,而不得对少数股东施压;9. 公司董事为股东提供投资意见,需要考虑股东利益和雇员、债权人利益,而非董事自身利益;10. 对一家公司进行收购或合并,必须向该公司全体股东发盘。当事人违反了上述一般原则的任一项,即使未违反具体规则,亦构成对“收购法则”的违反。例如,被收购公司的董事为使收购人的发盘失效,不经股东批准即向法院提起诉讼,这一行动尽管符合具体规则 21 规定的提起诉讼活动可以不经股东批准,但违反一般原则第 7 项,仍构

成对“收购法则”的违反。

专门小组 1980 年还公布《事实上收购规则》，以防止“突然袭击”，禁止袭击者通过加快市场收购行动以事实上收购一家公司。除非遵守该规则，任何人不得在 7 天内收购取得一家公司 10% 以上股票；只有是(1)向某一股东手中购得，(2)通过投标发价购得，或(3)发实盘购得，才可以不受 7 天之内的限制。

英国公司法对被收购公司董事所作“金色降落伞”(Golden Parachute)安排，规定有以下严格限制：(1)公司为退职董事作损失补偿是非法的，除非经股东批准；(2)为被收购公司董事作不经股东批准的秘密补偿是非法的；(3)获得补偿的董事应在传送给股东的收购发盘信息中加以披露。英国税法规定，退职董事所获补偿在 3 万英镑以上者，须按照最高税率交纳个人所得税<sup>①</sup>。

《金融服务法》为欺诈行为规定了刑事与民事责任。这些规定均可适用于收购人与投资顾问，以及操纵证券价格者。

美、英实践表明：美国的证券法虽较其他资本主义国家的都更完备，但对解决“收购”的复杂法律问题仍不免顾此失彼，诉诸法院的讼案仍旧不少。英国对于“收购”问题的解决，主要是适用自律组织制定的“收购法则”和“规则”等自律规章，加上在解释和执行上的“灵活、实在、协商一致”，作法更为贴近市场实际，能够将问题解决于市场，诉诸法院的讼案也就不多<sup>②</sup>。

#### 四、对中国的启示

通过对美、英解决证券场所面临的上述两大热点法律问题办法的比较，中国可以从中获取以下有益启示——

(一)美国经验的“墙内开花墙外香”告诉我们，美国的一系列革新措施，在其政府管制为主、市场自律为辅的证券制度下，所起作用有限，而移植到了英国市场自律为主、政府管制为辅的证券制度下，则作用大显。而今，伦敦城“大爆炸”的影响不仅及于欧洲，也及于欧洲之外的日本和美国。现伦敦城面临的三个方面的挑战，已经显示英国与美、日、欧之间的交互影响：(1)一旦美国废除了《格位斯——斯蒂格尔法》<sup>③</sup>，美国商业银行即有可能将它们伦敦城的证券业撤回美国。(2)西欧大陆主要国家都在相继对证券市场采取开放政策，而吸引着一些大的欧洲公司股票上市。(3)日本东京金融市场的发育成长，可能夺去伦敦城的部分证券交易。

美、英经验都告诉我们，开放证券市场与加强管制不是对立的，相反，加强管制为开放市场所必需。管制既以立法形式出现，更多是以在市场参加者中的自律和自愿安排的形式出现。中国对证券市场的管制已需两手抓，一手抓立法，一手抓自律。现在的情况是，立法抓的较紧，抓自律则不够。中国急待再建一家证券交易所，以与上海证券交易所、深圳证券交易所形成鼎立。全国至少要有 3 家证券交易所，才能在中央市场形成一个“少数服从多数”的核心自律组织，产生一整套更具权威性的统一自律规章。政府对证券市场的管制，有了得力助手，也才能落到实处。可见，中国在借鉴美国经验同时，尤需重视英国经验。以英国伦敦城的企业收购与合并问题专门小组而言，它制定的“收购法则”和“规则”之所以有权威，即在于它是“灵活、实在、协商一致”的产物，并有专门小组这样一个有政府工贸部为其后盾的自律组织专施解释和执行。对于违反了“法则”和“规则”的收购人和被收购公司，由专门小组申诉委员会对之作出处理决定，加以公布，各证券交易所均将拒绝为违规行为提供服务。这一威慑，比政府主管机关给予的警告、罚款等行政处罚都更能当事人为当事人所实在感受，难以满不在乎。

(二)尽管我们不宜照搬“中国墙”这一与社会主义中国开放形象已不相称的名词,但“中国墙”作为金融业和证券业中一个特定专门术语的定义与实施办法,中国立法则需考虑引入。中国正在争取恢复在关贸总协定的缔约国地位,中国已经参与乌拉圭回合多边贸易谈判,按照其《服务贸易总协议》(the General Agreement on Trade in Service——GATS)和《金融服务的附录》有关市场准入、国民待遇、透明度和最惠国待遇等基本要求,中国证券市场即将面对类似于伦敦城“大爆炸”的新局面。中国是发展中国家,按照 GATS,尽管可以根据自己经济发展水平、有步骤地开放服务行业和证券市场,以实现服务贸易自由化,但开放金融服务行业和证券市场终究是迟早间事。中国证券立法及早纳入有关“中国墙”规定,不仅有利于解决证券业中正趋表面化的利益冲突问题,而且也将有助于增强中国证券业在国际上的竞争力。

(三)中国的证券市场要成为开放的、富有竞争力的市场,必须对外国证券商实行开放,这就不仅需要建立起更加完善的社会主义法制,而且政府对于证券市场的管制更加不能掉以轻心。1979—1980年初,一个名叫纳尔逊·邦克·亨特的投机商,串通 12 个中东石油巨富,即操纵了美国白银市场。自 1979 年起,他们在纽约和芝加哥的商品交易所,“以小搏大”,以交付 10% 的保证金大量收购白银期货,控制了纽约商品交易所 53% 的白银和芝加哥商品交易所 69% 的白银,持有白银现货达 1.2 亿盎司、期货 0.5 亿盎司。在他们的操纵下,1980 年 1 月 21 日美国的银价暴涨到每盎司 50.35 美元的历史最高价,比一年前上涨 8 倍多。美国商品期货交易委员会指示各期货交易所采取紧急措施,将白银保证金从 10% 调高到 50%。大批投机者由于在一天之内无力补足差额,在无债务清算原则的制约下,只得抛出手中的白银期货合同。几天时间里,白银终于回落到每盎司 10.8 美元的正常价格。<sup>④</sup>政府主管机关的干预,在平息这场白银市场风波中起着决定性作用。

证券市场的风浪较之期货市场有过之无不及。政府要管好这个复杂多变的市場,无各级市场“自律组织”<sup>⑤</sup>充当助手,必将事倍而功半。自律组织与市场联系更紧,政府有各级市场自律组织作助手,自律组织有各级政府作后盾,有利于既稳定市场又活跃市场。美、英两国经验的精髓即在于此。英国经验则更为成功,60 年代以来,英国证券市场发生的讼案已经不多,证券发行的成功率很高<sup>⑥</sup>,这同其市场发育的比较健康与管理机制的比较完善而又贴近市场是分不开的。“他山之石,可以攻玉”。

国际资本市场,国际借贷已受到国际清算银行巴塞尔委员会 12 个成员国在 1988 年签订的《巴塞尔协议》(Basle Agreement)的制约,国际证券市场正在膨胀起来,外国投资者已将证券投资作为主要投资形式<sup>⑦</sup>。使中国证券市场及早成为开放的、富有竞争力的国际证券市场,是建立社会主义市场经济不可缺少的一个重要组成部分,可以不言而喻。

#### 注 释:

- ① American Depository Receipt—ADR,为美国商业银行对不能在美国上市的外国证券办理预托,持有 ADR 的美国投资者可据以分得股息、红利或利息,称做“美国预托债券”。
- ② 伦敦城指方圆平方英里的伦敦金融区,区内可以提供包括银行、律师、会计、印刷、计算机专家与投资顾问、证券发行等综合服务。“大爆炸”(Big Bang)原系天文学家对于宇宙起源的一种说法,人们借以喻指伦敦证券交易所 1986 年 10 月 27 日起厉行的一次全面革新。
- ③ 英国《金融服务法》分 10 个部分,共 212 节,附表 17;1986 年 11 月 7 日公布。了解该法,可参阅 Andrew Whittaker: The Financial Services Act—A Guide to the New Law, Butterworths, 1987.
- ④ 门户开放前的伦敦证券交易所进行的主要交易不是公司股票,而是金边债券。1975 年,金边债券占交易量的 72%、股票占 19%,其他占 9%;1985 年,金边债券仍占交易量 67%。

- ⑤ 美国证券交易所会员资格,自 1975 年起已对妇女开放,伦敦证券交易所经过改组为伦敦国际证券交易所后也吸收了几名女会员。
- ⑥ 1988 年,米兰证券交易所主席埃托内·富马格利私下对人讲,米兰市场多次像脱缰野马。大的集团操纵了市场,价格已被操纵,所有的投资者都像被钉在耶苏十字架上,遭受折磨。这番话转引自 Norman Poser, *International Securities Regulation—London's "Big Bang" and the European Securities Market*, Brown and Company, 1991, P. 416.
- ⑦ “中国墙”为罗斯福总统在一次演讲中对旧中国所奉行的闭关锁国政策的一种说法。后美国人用以形容金融组织中不同部门之间存在的一种无形屏障。70 年代,美国各证券公司和金融集团相继为客户提供综合服务,为防止内部信息从一个部门传到另一部门而建立起来的一套内部规章和程序,亦以“中国墙”相称。
- ⑧ 清算银行(Clearing Bank),又译“交换银行”,直接参加票据交换所进行票据清算的银行。
- ⑨ 商人银行(Merchant Bank),存在于西欧大陆国家和英国,始见于 19 世纪,当时从事国际贸易的商人,在进行商业活动之外,开始承汇不太出名的其他商人票据,后来许多商人便从商业活动中脱出身来专营商人银行。在英国,商人银行现还代理客户作为发行股票的发起人,替国内外客户保管证券,从事金融咨询和投资管理业务,与美国的“投资银行”(Investment Bank)类似。
- ⑩ 《证券管理与证券法》(中译本),群众出版社,1989 年,第 232 页。原著为荷兰克鲁尔—蒂凡特出版社 1980 年《Regulation of securities and securities Law》。
- ⑪ Norman Poser, *International securities Regulation*, 1991, P. 280—281。“金色降落伞”,指付给在一场“收购”战中准备离开被收购公司的董事的去职费。在公司被收购实现之前,有关方最高层达成协议,被收购公司高级管理人员免职或辞职时,使其能带着金色降落伞体面而又安全着陆。
- ⑫ 1989 年,迈罗可公司对金矿的“收购”,发盘 35 亿英镑,为迄今欧洲规模最大的一次兼并,所涉纷争,在英国也是适用市场自律的“收购法则”即告解决。详见 Norman Poser: *International Securities Regulation*, 1991, P. 262、276.
- ⑬ 美国在 1929—1933 年世界经济危机中,有 9000 多家商业银行倒闭,不少经济学家将之归咎银行的兼营证券投资业务。《格拉斯—斯蒂格尔法》(Glass—Steegali Act),即美国国会 1933 年通过的一项银行法修正案,又称《紧急银行法》,规定将银行业务中的商业性业务同投资银行业务分开,还规定对银行吸收存款实行最高利率限制,并成立联邦存款保险公司为客户提供存款保护。在 60 年后的 1992—1993 年,美国联邦储备管理委员会又开始批准 5 家国民银行兼营证券投资业务,从而显示了《格拉斯—斯蒂格尔法》将有被废除的迹象。
- ⑭ Daniel R. Siehel, *The Futures Market*, 1990, P. 221.
- ⑮ 自律组织,在美、英两国称“自定规章组织”(Self—Regulatory Organization—SRO)。各级市场自律组织的工作人员多为专业人员和不在政府编制的文职人员。证券交易所与证券商协会等均属自律组织。
- ⑯ 例如:在 1963—1988 年的 25 年,伦敦市场共发行欧洲债券 1.1 万笔,失败的仅 36 笔。Ravi Tannekoon, *The Law and Regulation of International Finance*, Butterworths, 1991, P. 10.
- ⑰ 1989 年,国际证券融资占国际资本市场融资总额的 72%、辛迪加贷款占 28%;到 1990 年,仅为时一年,辛迪加贷款已进一步降到仅占 15%。这一通过证券市场融资的趋势还在继续发展。现美、欧国家和香港均已有一些“海外中国基金”问世,以购买中国公司在境内上市的 B 股和在境外上市的 H 股作为投资对象。