

卷首语

《证券法苑》是由上海证券交易所主办的法学学术集刊,截至目前已出版了八卷 12 册,共计五百余万字,得到了各界诚挚的厚爱。在 2013 年秋季我们为您带来了第九卷四十余篇佳作。

本卷为总第九卷,包括如下栏目和文章:

[理论前沿]共收录了四篇论文。

“在‘默认合法’中爆发的法律风险——协议控制 - VIE 模式下风险事件及案例述评”对实践中 VIE 风险事件进行分析研究,从监管和合同路径研究“默认合法”中的法律风险,合同路径其实是加强版的公司治理冲突,监管路径下散乱芜杂的政策信号以及司法、仲裁环节的无所适从加剧了合同路径下的法律风险,导致法律与信任的双重缺失。“市场治理模式与中国证券律师——基于 1148 家 IPO 案例的实证报告”通过对 2006 ~ 2012 年间中国 1148 家 A 股首发上市公司所聘任的发行人律师的实证分析,认为中国证券市场已经形成了“品牌律所”,不仅证明了证券监管部门放弃对律师进行准入管制的正确性,还意味着中国的证券律师已经“具备条件”去迎接更多的证券执业机会和挑战,包括同其他中介行业进行合理竞争。“行政处罚证明标准研究”归纳了英美法系国家诉讼证据证明标准与大陆法系国家的共同点和区别,通过比较域外行

政处罚的证明标准,论述了我国行政处罚程序证明标准的指导思想,归纳出在三种不同情形下适用的证明标准。“买卖法视野下的金融衍生工具”认为所有金融衍生工具交易均可类型化为买卖,但是传统的买卖法又无法对其进行规范。针对金融衍生工具的法律特性,在修改《证券法》、《合同法》时应当加入专门条款对卖方义务进行规范。

[热点追踪]共收录了五篇文章。

“新《基金法》关于基金组织形式规定的评析”一文参照公司治理的机理和有限合伙企业的运行机制,允许基金份额持有人大会设立常设机构,增加部分基金份额持有人作为基金管理人并承担无限连带责任的规定,促进了基金组织形式的多元化,文章结合相关制度修订的背景、主要内容和重要意义,就上述新规定的理解和适用进行初步探讨。“双层股权结构及其对一股一权规则的背离——阿里上市方案中“合伙人制度”引起的思考”以阿里上市方案中“合伙人制度”为切入点,指出很多国家“一股一表决权”并非公司法上强制性规则,实践中对“一股一表决权”规则的背离是普遍的,其中又以双层股权结构最为直接、最为典型。我国除了应当为保护小股东话语权增加制度供给外,也要适当关注经济发展中新兴企业融资和国有资产资本化过程中提出的特殊股权结构的需求。“证券网络讨论区当事人法律责任的界定”试图通过对美国和国际证券监管组织实践的考察分析,借鉴其成熟经验,从而厘清我国证券网络讨论区相关当事人法律责任,有益于我国对证券网络讨论区当事人法律责任的界定。“高频交易及其监管政策探析”探究了高频交易的定义、特点、主要策略,分析了高频交易对市场的影响和对监管的挑战。同时文章梳理了近几年主要成熟市场中监管高频交易的制度动态及各种具体的监管措施,以期能够对我国构建相关制度提供借鉴。“优先股法律制度的合理性基础和构建思路”认为优先股法律制度在尊重公司追求效率的价值诉求下,平衡公司内部不同权利主体之间的利益需求,实现公司结构和公司运营中公平和效率价值的协调。从现实意义分析,设置优先股将有效缓解我国上市公司内部人控制问题、拓宽公司的融资途径和丰富金融投资工具等。

[修法专论]共收录了十一篇论文,分为三个板块。

(一) 基础性制度

“论我国《证券法》修改的证券范围扩张:投资合同的引入”认为我国证券法没有证券定义并缺乏功能性标准,法定证券的狭小范围,抑制了证券融资功能,应当扩张证券范围,引入投资合同、证券私募和小额融资豁免制度,赋予证券监管机构与法院证券认定裁量权,实现证券融资领域的全面无缝隙监管。“多层次证券市场体系的完善及《证券法》修改建议”认为我国的证券市场体系的层次性还不够明显,初级证券市场的发展受到了一定的限制,高级市场的挂牌公司质量也因此受到了影响。其中区域性股权交易所颁布了一些规则,可以适当升级为证券法律规则。“《证券法》修改背景下我国投资者保护制度的立法模式选择”一文认为我国《证券法》应当摒弃传统的分散模式,根据市场进化和法制发展的现实转向集中模式,设置投资者保护专章,将直接的投资者保护制度在该章中进行体系化的规定。

(二) 证券发行制度

“高效、透明、友好的发行审核制度——《证券法》修改涉及的发行审核注册制问题”针对我国招股说明书披露标准与国际标准存在很大差异,与主要发达金融市场相比,我国发行审核制度的效率、透明度和与业内的友好互动程度也存在部分问题,提出相应《证券法》修改意见。“论场外交易市场(拟)挂牌公司的公开发行——兼论公开发行与上市制度的分离”通过讨论在股票交易过程中公开发行与上市制度的关系,通过国外众多的交易市场的实践来表明,上市制度并不需要与公开发行相关联,从而对我国的发行上市制度提出自己的见解与修改建议。“论发行审核制度与保荐制度的同步重构——以注册制改革为背景展开”认为两大制度存在的问题做出基础性同步改革,才能成为证券发行体制改革的突破口和关键节点。本文从实务、法律和财务相结合等角度分析了保荐制度和发行审核制度存在的问题,并在同步修改的方向下针对问题提出了相应的修改建议。“《证券法》承销保荐民事法律责任制度的完善”针对保荐机构“只荐不保”现象,认为其在责任划分、证明标准、责任范围等方面需要改进,可在归责原则、责任范围等方面适当减轻一般承销商的民事法律责任,可考虑适当强化其个人责任;对于证券侵权民事诉讼,立法应明确适格原告资格及损害计算

标准。

(三)内幕交易与短线交易制度

“证监会内幕交易处罚案例研究——以59个内幕交易处罚为例”通过对内幕交易处罚案例的系统梳理,明晰证监会在界定内幕信息、内幕交易的主体范围以及其他有关内幕交易问题的执法标准和习惯,为内幕交易执法的连续性与一致性提供参考。同时,文章着力探讨我国内幕交易立法与执法上的不足之处,为实际的证券市场规范提供借鉴。“论内幕信息的认定”以股价敏感事件的进程分析为基础,提出了一种便于操作的内幕信息认定模型。模型从静态内幕信息与动态内幕信息的视角出发,将内幕信息的认定分解为“确定内容”和“确定起点”两个方面,并分别设定了直观明确的判断标准。文章认为“确定内幕”必须结合事件流程、当事人交易及外部环境,“确定起点”既要从“事”的角度判断内幕信息的“实质性”,又要从“人”的角度判断内幕信息的“确定性”。“探索证券内幕交易投资者损害救济的新路径”认为内幕交易投资者损害的推定因果关系有利于减轻投资者证明负担,但会因无限限制地扩大因果关系范围引起滥诉风险。平安证券开创的投资者补偿专项基金展示了非诉机制在补偿投资者方面的良好效果,建议由证券监管部门主导,将内幕交易违法所得或特定情况下的罚款按一定方案分配给适格投资者,是实现投资者损害救济的可行路径。“《证券法》第四十七条存在问题与完善对策研究——以境外市场规制证券短线交易法律制度为借鉴”对短线交易收益归入权制度进行研究,立法目的是对上市公司内部人短线交易收入予以归入和处罚这一威慑手段,建立内幕交易的事先防范和吓阻机制,结合我国的相关司法和监管实践,提出了完善我国证券短线交易法律规制制度与《证券法》第四十七条的若干建议与对策。

[市场观察]本栏目共收录了三篇文章。

“红筹架构企业回归A股首发上市实践与监管研究”对全球证券市场 and 监管竞争所形成的红筹架构企业回归A股进行研究和分析,证监会在审核中确立了清理境外壳公司、控制权回境与实质拆除红筹架构、信息披露与合规性要求等重点及例外处理,近20项实例在类红筹、返程投资、对赌协议、协议控制、外汇登记和税收优惠补缴等问题上丰

富着中国证券法律。“言论自由与证券市场秩序的协调——评证监会规制社交媒体”针对证监会意图规制以微博为代表之社交媒体的新政策动向进行了法理学和经济法上的分析。强调对言论的事后追责可能并不会达到政策目标,而消减市场投机性和信息噪音,治理好证券市场才是解决欺诈和内幕交易的长久之策。“祛魅与重构:金融创新的法律困局及其突围——以资本市场为中心的观察”认为鉴于金融创新面临制度进化与路径依赖的双重困境,未来的资本市场法制应该注重激发市场主体的金融创新活力,理顺行政管制与市场机制的关系,在加强金融监管的前提下鼓励、培育和引导金融创新,实现金融创新的祛魅与返璞。

[制度评析]共收录了八篇文章。

“论公司分立行为的界定”中对公司分立行为的界定进行研究,现行法上对于公司分立行为缺乏明确界定,通过分析公司分立制度的立法价值和债权人保护的制度安排,可以发现公司分立应当作为与转投资、资产转让行为并列的一项资产处置安排,由当事人根据自身商业需求自由选择适用。法官不顾当事人的选择而对交易重新定性,只会破坏交易秩序,增加商事交易的不确定性,并不符合公共利益要求。“我国上市公司累积投票权实施效果的实证研究——基于深市上市公司2012年年报数据的分析”认为为确保累积投票权制度发挥应有的作用,建议实行“选出式”的累积投票制度,以便于股东通过“决议无效”的司法途径迫使上市公司采用累积投票制度;将《公司法》中选举董事或监事的股东大会表决程序,由现有的“过半数”修改为“相对多数”,以配合累积投票制度的实施;由监管机构或交易所制定具体的累积投票实施细则,贯彻“差额选举”原则;发现存在剥夺或限制股东提名权情形的,一律要求限期改正。“债券市场发展的若干重大问题与对策研究——以交易效率与结算风险控制为视角”基于我国债券市场的发展以及监管法律制度现状,从债券交易效率与结算风险角度,研究分析其发展所面临的现实性问题,在总结国际债券监管经验及国内债券市场发展的经验教训基础上,提出我国债券市场发展的若干制度设计与完善建议。“我国证券从业人员买卖股票制度及其完善”认为全面禁止证券从业人员买卖股票制度的合法性、合理性和实效性,都值得重新

审视;而有条件地允许证券从业买卖股票,从立法、监管和市场角度,都能获得支持。我国有必要借鉴境外成熟资本市场“堵疏”结合的经验,修改目前绝对禁止证券从业人员买卖股票的规定,探索建立起一套事前防范、事中监控、事后惩处的规制体系,做到有堵有疏、放而不乱。“证券法中‘封存’措施的理解与适用”一文中认为《证券法》规定证券监督管理机构有权使用封存措施,但是未明确如何具体实施。根据《行政强制法》,封存是行政强制措施,也是证据保全措施。证券监管机构有权以自己的名义作出封存决定。封存对象包括纸质文件和资料,也包括存储光介质、磁介质、电子介质等载体形式的文件和资料,以及承载上述载体的特定物件。建议封存期限应规定为30日。“新《基金法》关于法律调整范围规定的评析”认为《基金法》将私募基金纳入规制范围,并统一了金融机构私募基金业务的执业规则和监管要求。修订过程中,法律的调整范围一直是本次修法的重点问题,也引起了广泛的争议,文章结合相关制度修订的背景、主要内容和争议情况,就新规定的理解和适用进行论述。“期货市场操纵行为的类型及认定标准研究”一文论述到价格操纵是期货市场的典型民事侵权行为之一,为世界各国立法所普遍禁止。文章充分结合期货市场的监管实践,深入分析期货市场操纵行为的主要类型及特点,重点研究其构成要件和认定标准,最后从立法层面,提出了具有操作性的完善建议。“个股期权强行平仓实施方式及其法律后果探讨”一文从个股期权强行平仓的基础法律关系和法律性质出发,对强行平仓实施中的若干重要环节进行分析,并探讨了不同情形下强行平仓法律后果的承担问题。

[市场监管]共收录了六篇文章。

“上市公司分类监管研究”一文回顾了过往对上市公司分类监管的法规探索,对其他公司分类监管的法规进行了借鉴。在此基础上,江苏证监局结合实际,选取对江苏辖区三分之一的上市公司进行验证,初步建立了符合实情的上市公司分类监管指标体系,提出了作为《证券法》修改的配套文件,从规范性法律文件层面上明确上市公司分类监管,力求上市公司监管不断适应资本市场的创新发展。“上市公司收购法律制度研究:历史、现状、问题及变革”认为现有的监管制度都存在着不少差距,而且存在着收购法律制度不能适应日趋市场化、复杂化

的收购行为的弊端。文章希望以制度分析的方法,通过梳理我国历史及现有上市公司收购监管制度的具体内容,以期对上市公司收购法律制度的完善提出作者的一家之解。“从‘重大违法行为’条款浅思退市制度顶层设计”针对无论是证监会还是交易所均从未因公司存在重大违法行为而作出过暂停或终止其股票上市的决定,“重大违法行为”条款在一定程度上成为了“纸面法律”。文章结合具体案例,从退市制度价值理念、立法背景、语言及配套衔接等方面探究该条款被“束之高阁”的原因,并横向比较香港证券市场的退市立法,在引发思考的同时提出完善之浅见。“我国引入证券执法和解制度的法律争点与解决途径”针对理论界和实务界对于构建证券执法和解制度的合理性已基本取得共识,但在该制度的合法性基础、权力滥用的操作性问题以及具体制度设计中的路径选择等方面还存在争点。作者逐一梳理出这些争点,并提出有针对性的解决建议,以期引起有识之士的成熟思考。“契约理论下证券和解制度的正当性分析——以万福生科案中投资者权益的保护为视角”以实践案例为基础,认为证券和解应作为行政和解制度的一部分,来源于私法上的和解契约理论,从契约角度阐释在证券执法中引入和解制度的正当性,从而彰显万福生科案中投资者保护的有效尝试,释放和解制度在证券监管领域的能量。“国际金融危机后的监管执法反思与借鉴”认为本轮金融危机有市场机制的失灵与监管机制的失效两大方面的成因。危机后,各国际监管组织、国家及地区的立法及监管机构都进行了深刻的反思和改革。应充分吸取国际金融危机的教训,学习各国改革经验,为我国证券期货监管执法有重点、有层次、有步骤地进行改革提供必要的借鉴。

[证券司法]共收录了四篇文章。

“雇员证券违法引致的证券机构行政法律责任”基于对我国立法与司法现实与前景的考察,以及对成熟资本市场法域主要是美国证券立法、执法与判例的观察,认为应当按照行政处罚上的“自己责任”、“过罚相当”原则,不枉不纵,本着既制裁、遏制、防范证券机构及其雇员违法行为又不至于给其良性发展带来太大冲击的宗旨,建议《证券法》应明确规定证券机构对雇员违法行为的监督义务与行政法律责任。“中国证券虚假陈述民事赔偿制度:实证分析与政策建议”认为目

前我国证券虚假陈述民事赔偿诉讼制度的主要问题不在于实体规则,也不在于诉讼形式,而是法院的司法问题,建议:第一,现阶段无须废除诉讼提起的前置条件,但应逐步扩大满足前置条件的处罚类型和范围;第二,目前诉讼形式并无严重问题,尚敷使用,并不急需引入美国式集团诉讼形式;第三,鉴于法院的地方保护和专业素质等问题,应允许投资者既可在被告公司的所在地起诉,也可在其上市地起诉。“‘存款’还是‘证券’?——刑事司法实践的金融法制难题”认为金融刑法规范的不完善归根结底是由于基础性金融法律制度的欠缺而导致的,它本身已经不再是一个纯粹的刑法制度完善的问题了。为此,唯有对《证券法》等基础性金融法律制度进行有针对性的改革,我国的刑事立法者才有可能顺势而为地在未来逐步完善关于治理非法集资的刑法规范,进而我国的金融刑事司法水准才能相应地得到提高。“欺诈发行股票罪未遂问题探析”一文认为具体适用欺诈发行股罪未遂形态定罪量刑时,面临着罪与非罪、既遂与未遂、未遂与中止、此罪与彼罪等法律解释和法条竞合问题,困难重重。从打击欺诈发行违法行为的实践需求出发,应当推动相关司法解释的出台,并择机重构相应的反欺诈发行法律体系。

[域外法制]共收录了两篇文章。

“内幕信息传递和交易推荐的构成要件及违法所得计算的重构——2013年日本《金融商品交易法》修改及对中国法的借鉴意义”认为证券法上没有单独规定这两种行为的构成要件,在进行处罚时也将这两者与内幕交易行为的处罚标准相混同。此外,证监会在计算内幕交易的违法所得时采用两种不同的思路,不仅方法过于复杂,还带来结果上的不确定性。文章首先梳理现行立法,进行实证分析,并与域外法律横向比较之后,提出进一步完善我国证券法的相关立法建议。“注册制背景下的保荐人制度改革:香港对大陆的启示”通过归纳总结香港保荐人制度历次修订,期望为大陆保荐监管制度的改革带来启示。香港对保荐人的要求越来越严格,但始终围绕保荐人的尽职调查等方面的责任和义务进行修订完善。大陆也必须借此次《证券法》修改的机会,厘清保荐人与承销商的关系,加强保荐人的协助信息披露义务,严格保荐机构的法律责任,取消保荐制度中的个人责任,促进保荐人完

善持续督导的“看门人”任务。

《证券法苑》第九卷又将面市了。我们深深感动着诸位专家学者躬耕于资本市场法治事业,并一如既往的关爱着《证券法苑》。在此,谨表达我们的敬意和谢意。

编者

二〇一三年十一月