

证券法苑

第十五卷
(2015年10月)

桂敏杰 总编
黄红元 徐明 主编

中文社会科学引文索引(CSSCI)来源集刊

Zhong Guo She Hui Ke Xue Yin Wen Suo Yin (CSSCI) Lai Yuan Ji Kan

法律出版社
LAW PRESS · CHINA



上海证券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

总编 桂敏杰
主编 黄红元 徐 明

中文社会科学引文索引(CSCI)来源集刊
Zheng Shuan Fa Yuan

证券法苑

第十五卷
(2015年10月)




法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第15卷 / 黄红元, 徐明主编. —北京:
法律出版社, 2015. 10
ISBN 978 - 7 - 5118 - 8555 - 5

I. ①证… II. ①黄…②徐… III. ①证券法—中国
—文集 IV. ①D922. 287. 4 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 242953 号

© 法律出版社·中国

证券法苑(第十五卷)

黄红元 徐明 主编

责任编辑 彭雨

装帧设计 乔智炜 贾丹丹

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

版本 2015 年 10 月第 1 版

出版 法律出版社

总发行 中国法律图书有限公司

印刷 北京泰山兴业印务有限责任公司

印张 31.5 字数 470 千

印次 2015 年 10 月第 1 次印刷

编辑统筹 法律职业教育出版社

经销 新华书店

责任印制 张健伟

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5118 - 8555 - 5

定价:79.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

主办单位：上海证券交易所

总 编

桂敏杰

学术指导委员会

(按姓氏笔画排列)

王利明 吴志攀 顾功耘 郭 锋 黄 炜

编辑委员会

主 任：黄红元

副 主 任：徐 明

委 员：(按姓氏笔画排列)

甘培忠	叶 林	吕红兵	朱慈蕴	刘俊海
吴 弘	陆泽峰	陈 洁	陈 甦	范永进
罗培新	周仲飞	赵旭东	胡宝海	郭 雳
彭 冰	董安生	韩 康	程合红	傅鼎生

主 编：黄红元 徐 明

执行编辑：卢文道 项 剑 王升义

编 辑：陈亦聪 杨 懿 武俊桥 张 媛 常 明

彭鲁军 吴 琼 邹思思 赵洪春 王溪月

刘沛佩 谭 婧 阎俊忆

卷首语

自二〇〇九年创刊以来,历经六个寒暑,在学界和业界各位领导、专家的指导下,在各位作者的鼎力支持下,《证券法苑》在蹒跚学步中,已从一个孩童成长为一个风华正茂的少年。作为一本以证券法为专长的专业学术刊物,《证券法苑》业已成为一个聚焦证券法热点问题、交流实务经验的理论与实务融合的重要平台,其在学术界的权威地位和实务界的影响力也在日益提高。

“问渠哪得清如许,为有源头活水来。”每一次学术进步的取得都需要知识的不断汲取。2015年秋,《证券法苑》第十五卷聚百家之言,采中外之长,在编辑部全体成员的辛苦努力下终于付梓。面对广大证券法学人的踊跃投稿,编辑部在组稿的过程中常常因为版面有限、无法刊登更多优秀的文章感到遗憾,同时又为自己以及读者能从这二十篇稿件中汲取新的养分而感到快乐。本卷我们选登的文章,既有关于证券法前沿问题的探讨,也有针对若干专题所进行的细致严密的研究;有基于市场和制度本身的分析与反思,也有对于域外法制的启发与借鉴。共设“前沿探讨”、“专题研究”、“市场观察”、“制度分析”、“域外法制”五个栏目,供读者饕餮。

【前沿探讨】本栏目收录了四篇论文。

张子学的《信息披露违法案中行政处罚帮助教唆者的尝试与提示》一文,从证监会对新疆中基实业股份有限公司发布的行政处罚与市场禁入决定书出发,分析了证券执法中行政处罚帮助教唆者遇到的难点问题以及问题的根源。之后通过 11 个 SEC 的典型执法案例,呈现了美国证券监管机构对信息披露违法案中帮助教唆者进行行政处罚的思路与实践。最后基于上述分析,立足我国实践,提出了完善现有立法与加强执法的政策建议。

徐聪的《注册制下的存量股流通:转让还是转售》一文,对《证券法(修订草案)》一读稿中的股票转售制度进行了探讨。文章从注册制下的存量股流通的法律本质入手,指出这是一种转让行为,不是转售行为,无须发行注册和注册审核,移植于美国的私募转售注册“事前管制”难以适应我国“土壤”。因此,应制定符合我国国情的存量股流通制度,强化股份转让“事中事后”监管,将存量股流通限定在二级市场,并以此为前提由交易所对存量股转让流通进行必要的限制和审核。

大股东套现、“大小非”解禁是长期以来困扰我国证券市场的难题。在美国等成熟市场国家,对于存量股份公开流通以及大股东减持股份的途径,证券法律则有着专门的安排。丛怀挺的《美国证券转售限制制度基础问题研究》一文,以域外法的制度研究为视角,介绍了美国证券市场中通过引入“受限证券”与“控制型证券”等概念,并以注册加“安全港”的方式,为存量证券有序流通所制定的较为完善的制度体系。对于美国在应对这些问题时的经验和教训的研究,或许可以帮助我们寻找出一条适合我国国情的问题解决之道。

蔡奕的《伞形信托业务发展及其监管反思》一文,从伞形信托的由来及范畴分析入手,分析了伞形信托业务模式及其特征。针对伞形信托兼具利弊的特性,文章提出了应秉持兼顾市场创新与风险防控的“平衡性监管”原则,并建议从识别伞形信托的行为合法性、确保对伞形账户的“看穿式”监管、审慎评估和应对伞形账户的高杠杆配资风险、有效实现券商及软件公司对伞形账户接入的前端控制等方面加强对伞形信托的监管。

【专题研究】本栏目收录了五篇论文。

经济危机与中小企业融资缺口的双重作用将众筹推向了普惠金融

的风口浪尖。相较于其他融资方式,股权众筹所面临的风险更大,对投资者保护的要求也更高。张继红和吴涛的《欧洲股权众筹投资者适当性制度之比较研究》一文,聚焦于近期较引人注目的欧洲股权众筹的立法探索,在对欧洲国家股权众筹立法比较分析的基础上,探寻我国股权众筹投资者保护制度的构建思路。

注册制改革是简政放权的重要突破,投资价值判断由监管机构回归市场参与主体。李有星和李延哲的《论拟设股票注册制度的不足与完善》一文,立足于对《证券法(修订草案)》的制度反思。作者认为,从修订草案的条文看,拟设的股票发行注册制度存在逻辑和制度可操作性的不足,有必要调整或完善。因此,建议未来可由证监会保留有限的注册权力,实现股票发行全面注册制以及注册审核与上市审核分离,并完善注册文件审核程序、互联网技术审核应用制度、保荐人与承销商分离制度等配套制度,以保障证券发行注册制的实施。

李海龙和刘沛佩的《证券发行实质审查法律制度:起源·衍变·启示》一文,围绕美国州“蓝天法”确立了证券公开发行的实质审查制度展开。文章结合美国州“蓝天法”及1933年《证券法》、1934年《证券交易法》对证券公开发行的相关规定,以州确立的实质审查制度为分析重心,全面阐释美国证券发行监管法律机制的历史沿革,剖析其现行制度架构存在的弊病。在此基础上,提炼出对我国证券发行注册制改革具有启示意义的基本经验。

损失计算规则一向是证券期货法律制度和研究中的一个难点。更为变幻莫测的期货市场中的损失计算,也比证券现货市场损失计算更为复杂。缪因知的《期货操纵和欺诈致损计算规则研究》一文针对上述问题展开研究。其认为,期货操纵和欺诈行为都会诱使他人交易并受损,在致损机制和损失计算方式上可以等同计算。期货操纵和欺诈行为造成的期货市场主体实际交割差价损失、对冲成本和可得利益损失应否赔偿,应结合期货交易的特性,对不同的情形进行细致的分类讨论,并综合考虑投资者持仓成本、持仓与操纵行为的关联、投资者的应对方式等进行处理。

罗慧明的《证券行政和解中投资者行使参与权与知情权的困境与出路》一文,分析了证券行政和解中投资者保护的困境与破局,提出在

和解过程中建立程序性制度来帮助投资者有效地行使参与权与知情权,能最大程度降低隐藏在证券行政和解背后的风险这一观点。结合我国最近出台的《行政和解试点实施办法》和《行政和解资金管理暂行办法》,文章建议构建起以信息披露程序性规则和程序性权利实现为核心的对投资者参与权和知情权的实现机制。

【市场观察】本栏目收录了三篇论文。

叶金育的《证券交易印花税的规范审查与实施评估》一文,从整体上描述证券交易印花税的制度变迁与运行机理,展示其与税法三大建制原则之间的内在逻辑。并以税法三大建制原则为分析工具,对证券交易印花税进行规范审查,对其运行效果与立法目的匹配度等进行评估,揭示证券交易印花税偏离税收正义的制度设计和运营机制等缺陷。最后在规范审查和实证评估的基础上,探寻证券交易印花税的理性定位和未来走向。

现有农村金融立法对于推动期货衍生品市场创新、服务农村实体经济发展的重视不够。李铭的《农村金融立法格局下期货衍生品市场发展》一文,关注现有立法框架下期货衍生品法律规范与“期货法”有关内容的妥善协调。作者认为,在农村金融立法格局下,期货衍生品的法律规范应与“期货法”立法衔接,并借鉴境外立法经验,通过改革农产品期货品种上市制度、丰富涉农期货衍生品种、促进金融业务创新、加强市场培育、取消不当限制和适当给予补贴等措施,完善农村金融法制化。

以“提前终止、终止净额结算”为代表的金融衍生品交易担保条款在我国《破产法》上的适用一直存在争议,这直接关系到金融衍生品交易担保和结算功能的实现。何晓楠的《金融衍生品交易中的“提前终止”与破产管理人强制选择权》一文,注意到了“提前终止”对研究这一问题的前提性意义,其对“提前终止”与《破产法》第18条管理人强制选择权的冲突这一争议核心展开研究,通过对破产管理人强制选择权的立法目的和取消破产管理人强制选择权的理由的考察,提出解决这一问题的修法路径和方法。

【制度分析】本栏目收录了五篇论文。

曾斌的《境外证券交易所规则体系比较与借鉴》一文,对纽约证券

交易所、伦敦证券交易所、台湾证券交易所、香港联交所五家境外证券交易所的业务规则体系进行了梳理与分析,归纳比较其相关特点,为完善我国证券交易所规则体系提供了相应的借鉴。

解正山的《论股东对高管薪酬的“劝告性”投票权》一文,研究了近年来备受质疑的上市公司高管薪酬。文章对股东“劝告性”投票权立法的国际进展进行了总结,通过对“劝告性”投票权的作用机理与理论争议的讨论,以及对“劝告性”投票权规则的适用及效果考察,阐述了“劝告性”投票权立法对我国上市公司高管薪酬治理改革的借鉴意义。

蒋昇洋的《博弈视角下的激励机制与双层股权结构》一文,以博弈论为基础展开一个公司法法理考辨。文章从对双层股权结构现有解释进路的梳理与反思出发,指出双层股权结构公司的控制股东与公众投资者通过资本市场所形成的长期博弈关系,激励着公司控制股东采取规范内部治理行为、提升公司经营业绩的合作策略。通过博弈激励解释,可以避免增加代理成本、损害公司与中小股东利益、控制权交易市场监督机制失灵三个方面对双层股权结构的责难。

张怀岭的《放松管制与制度竞争背景下德国公司法债权人保护制度变革》一文,从债权人保护的角度梳理了2008年德国《有限责任公司法》改革过程中的理论争议及其实践中的实施效果,并基于对企业主公司的立法与实践的考察,探讨了企业主公司设立过程中和经营过程中的债权人保护制度。通过对作为大陆法系典型代表的德国法近新相应变革的背景、立法技术与经验的考察,可为推进我国学界相关讨论提供一个有益的视角。

公司章程是公司自治之基础。在英美法系逐渐废除“越权规则”及“推定知道规则”的当下,公司章程具有对外效力之理论基础便成为争点。王胜民的《公司章程对外效力研究》一文,透过“多焦镜头”对公司章程之对外效力进行全方位透视后指出,公司章程作为“另有规定”之规范,在现实中已成为争议的制造者,因此迫切需要立法及司法机关对公司章程之对外效力予以承认。同时,公司章程的对外效力并非没有边界,其止于善意第三人。赋予章程条款对外效力,具有可能性和必要性。

【域外法制】本栏目收录了三篇论文。

上海证券交易所资本市场研究所翻译的《降低系统性风险——证券监管机构的角色》一文,主要讨论了证券监管机构在促进金融市场稳定中应扮演何种角色。并以此作为背景,描述了系统性风险在证券市场中发展的一些主要模式,为证券监管机构提供了一些用以识别系统性风险来源的方法与指标,以及有关降低系统性风险发生的概率和降低其冲击所能采取行动的指导意见。

王溪月和黄宇宏翻译的《〈S-K 规则〉信息披露规则评估报告(上)》一文,首先为我们呈现了整个信息披露体系和 S-K 规则的立法渊源,以及美国证券交易委员会之前对信息披露制度的评估和更新概况。评估报告具体评估了 S-K 规则、产业指导以及其他相关规则下的信息披露制度,并总结评论者对《创业企业融资法案》第 108 节的反馈。最后,评估报告总结了评估人员的建议并为下一步作考量,包括经济原则的概述以及依据评估人员对于披露要求的审议而得出的初步结论。

乔纳森·R. 梅西著、董翔翻译的《公司治理中的董事会案例研究》一文,对公司的董事会行为进行了描述。这些描述以四个案例研究的形式展开,为文章所述的董事会俘获理论提供具体的支撑。这些案例研究合起来有力地支撑了以下观点:合格的独立董事或许在提升管理决策方面会带来公司治理效益,但它们作为独立的监督者来说不太可能给股东带来很大价值。

卷首语 / 1

【前沿探讨】

信息披露违法案中行政处罚帮助教唆者的尝试与提示

/张子学 / 1

注册制下的存量股流通:转让还是转售

——兼议《证券法(修订草案)》一读稿中的股票转售制度

/徐 聪 / 23

美国证券转售限制制度基础问题研究/丛怀挺 / 48

伞形信托业务发展及其监管反思/蔡 爽 / 62

【专题研究】

欧洲股权众筹投资者适当性制度之比较研究

/张继红 吴 涛 / 78

论拟设股票注册制度的不足与完善

——基于《证券法(修订草案)》的思考/李有星 李延哲 / 99

证券发行实质审查法律制度:起源·衍变·启示

——围绕美国州“蓝天法”展开/李海龙 刘沛佩 / 115

期货操纵和欺诈致损计算规则研究/缪因知 / 147

证券行政和解中投资者行使参与权与知情权的困境与出路

——程序性规范的研究视角/罗慧明 / 168

【市场观察】

证券交易印花税的规范审查与实施评估

——以税法建制原则为分析工具/叶金育 / 183

农村金融立法格局下期货衍生品市场发展/李 铭 / 218

金融衍生品交易中的“提前终止”与破产管理人强制

选择权/何晓楠 / 239

【制度分析】

境外证券交易所规则体系比较与借鉴/曾 斌 / 260

论股东对高管薪酬的“劝告性”投票权/解正山 / 278

博弈视角下的激励机制与双层股权结构/蒋昇洋 / 301

放松管制与制度竞争背景下德国公司法债权人保护制度变革

——基于对企业主公司的立法与实践考察/张怀岭 / 320

公司章程对外效力研究/王胜民 / 339

【域外法制】

降低系统性风险

——证券监管机构的角色

/国际证监会组织技术委员会 著 上海证券交易所

资本市场研究所 译 / 352

《S-K 规则》信息披露规则评估报告(上)

——依据《创业企业融资法案》第 108 节的规定

/王溪月 文 黄宇宏 译 / 421

公司治理中的董事会案例研究/[美]乔纳森·R. 梅西

(Jonathan R. Macey) 著 董 翔 译 / 461

“债券市场发展与法治建设”专题征稿启事 / 485

编辑体例 / 489

Foreword / 1

[Frontiers Research]

Initial Attempts and Revelation of Administrative
Penalization of Aiders and Abettors in Illegal In-
formation Disclosure / *ZHANG Zixue* / 1

Circulation of Stock under the Registered System:
Transfer or Resale—A Concurrent Discussion on
the Stock Resale Regulation under the First Draft
Amendment of the Securities Act / *Xu Cong* / 23

A Research on Basic Issues of Restricted Securities
Resale Regulation in the United States / *CONG
Huaiting* / 48

A Reflection on the Development and Regulation of
the Umbrella – Structured Trusts / *CAI Yi* / 62

[Research on Special Topic]

A Comparative Study of Investor Suitability Re-
quirements for Equity Crowdfunding in Europe /
ZHANG Jihong and WU Tao / 78

Deficiency and Suggested Improvement of the Pro-
posed Registration System for Stock Offerings—
A Study of the Draft Amendment of the Securities

Act / *LI Youxing and LI Yanzhe* / 99

On the Legal Regime of Merit Regulation of Securities Offerings; Its Origin, Evolution and Revelation—From the Perspective of the American Blue Sky Laws / *LI Hailong and LIU Peipei* / 115

A Research on the Rules to Calculate Losses Caused by Manipulation and Fraud in Futures Transactions / *MIU Yinshi* / 147

A Research on Investors Protection Mechanism in Administrative Settlement in Securities Regulation—With a Focus on Investors' Right to Participation and Information / *LUO Huiming* / 168

[**Market Observation**]

A Norms Review and Practice Assessment of Stamp Duty on Securities Transactions—Using Statutory Principles of Taxation as the Analysis Tool / *YE Jinyu* / 183

Development of the Futures and Derivatives Market under the Rural Financial Legal System
/ *LI Ming* / 218

On Contractual Rights to Terminate and Accelerate in Financial Derivatives Transactions and Compulsory Option of the Receivership in Bankruptcy
/ *HE Xiaonan* / 239

[**Institutional Research**]

A Comparison and Reflection on the Rule Structures of Overseas Stock Exchanges / *ZENG Bin* / 260
Shareholders' Right to an "Advisory" Vote on Executive Compensation / *XIE Zhengshan* / 278

Incentive Mechanism and Dual – Class Shares from
the Perspective of the Game Theory/ *JIANG*
Shengyang / 301

Reform of Creditor Protection System in German
Company Law Against the Background of Dereg-
ulation and Institutional Competition— A Study
Based on the Legislative and Practical Survey of
the Entrepreneurial Company (*Unternehmerge-*
sellschaft) / *ZHANG Huailing* / 320

A Research on the External Effectiveness of the
Corporate Articles of Association / *WANG Sheng-*
min / 339

[**Overseas Legislation**]

Mitigating Systemic Risk—A Role for Securities
Regulators / *SSE Capital Market Institute* / 352

Report on Review of Disclosure Requirement in
Regulation S – K—as Required By Section 108 of
the Jumpstart Our Business Startups Act / *Trans-*
lated by WANG Xiyue and HUANG Yuhong / 421

Case Study of the Board of Directors in the Corpo-
rate Governance / *Jonathan R. Macey Translated*
by DONG Xiang / 461

信息披露违法案中行政处罚帮助 教唆者的尝试与提示

张子学*

摘要:近期,证监会在新中基案中,对一名帮助上市公司实施财务欺诈的外部人士给予警告、10万元罚款,引起市场关注。本文基于这一首次案例,分析了证券执法中行政处罚帮助教唆者遇到的难点问题,提出了初步解决思路,并通过典型执法案例介绍了美国证监会在给力的立法支持与刑事司法威慑下,如何在财务欺诈案中查处作为帮助教唆者的商业交易客户与银行机构,最后提出了立法与执法建议。

关键词:信息披露违法 行政处罚 帮助教唆者

近期,证监会发布了新疆中基实业股份有限公司行政处罚与市场禁入决定书。证监会认定,新中基通过自己设立的隐形空壳公司天津晟中,利用非关联的中转过账公司新疆豪客,连续多年虚构购销业务,虚增业务收入与成本,虚增或者虚减利润,不仅隐瞒关联关系、关联交易,更直接导致公司2006

* 中国证监会行政处罚委员会委员,法学博士。

年至2011年年度报告信息披露存在虚假记载及重大遗漏。证监会查明,2007年,新中基董事长找到曾任新中基销售负责人、已辞职独立经商的吴新安,请其帮忙从新中基采购番茄酱之后再卖给天津中辰;2007年至2010年间,吴新安控制的新疆豪客国际贸易有限公司先从天津晟中采购番茄酱,加上应交税款与新疆豪客获得的纯利润后,再转手全部销售给天津中辰;相关证据显示,新中基利用非关联企业新疆豪客中转与过账,货物基本不动,实际上的交易就是仓单的转移。证监会认为,吴新安明知是在帮助新中基实施违法行为,仍连续多年配合新中基违法,应当受到处罚,决定对吴新安给予警告,并处以10万元罚款。^[1]

据查询,这是证监会在信息披露违法案中,首次行政处罚发行人、上市公司体系之外的“外部帮助者”。从近年查处实践看,财务造假、欺诈发行、持续信息披露违法之所以能够顺利进行,发行人、上市公司的董事高管以及控股股东、实际控制人固然是违法行为的主干,保荐机构、会计师、律师等出具相应核查督导意见的中介机构也是“功不可没”,另一类人,也就是吴新安一类的帮助教唆者,常常发挥着重要作用。

已经发生的监管执法案例中,这类人既有配合上市公司虚构成本、虚构销售收入、虚构利润的上下游客户,也有为上市公司开立虚假存单的商业银行分支机构;既有配合拟上市公司虚假招投标、美化财务数据的地方政府设立的公司,也有倒签企业注册成立日期的地方工商行政部门与出具子虚乌有土地使用权证书的地方土地管理部门。另据媒体报道,在发行环节的财务欺诈案中,也隐现着急于上市后套现,授意、教唆乃至压迫发行人与中介机构实施财务造假的私募股权投资机构神秘的踪影。比如,《上海证券报》曾报道,在万福生科大案中,董事长龚永福称,其上市有“政府推动”,对于具体的造假问题,他语焉不详,只承认有“高人指点”,更直言“这不是我一个人能承担得了的”;花费沉重代价“美化”业绩后的万福生科,其发行价格被定在高位,最大

[1] 《中国证监会行政处罚决定书》[(2014)68号]。