

# 证券法苑

第十卷  
(2014年3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

*Jingji Zhan Tan*

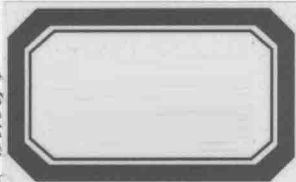
法律出版社  
LAW PRESS · CHINA



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

总编 桂敏杰  
主编 黄红元 徐 明

*Jing Fan Fa Yuan*



# 证券法苑

第十卷  
(2014年3月号)



上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

  
法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第10卷 / 黄红元, 徐明主编. —北京:

法律出版社, 2014. 4

ISBN 978-7-5118-6343-0

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(2014)第080130号

© 法律出版社·中国



责任编辑 王旭坤 彭 雨

装帧设计 乔智炜 贾丹丹

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

版本 2014 年 5 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 三河市龙大印装有限公司

印张 33.5 字数 470 千

印次 2014 年 5 月第 1 次印刷

编辑统筹 法律职业教育出版分社

经销 新华书店

责任印制 沙 磊

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 978-7-5118-6343-0

定价: 69.00 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 王保树 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 | 范永进 | 罗培新 | 周仲飞 | 赵旭东 |
| 胡宝海 | 彭 冰 | 董安生 | 韩 康 | 傅鼎生 |

主 编：黄红元 徐 明

执行编辑：卢文道 项 剑 王升义

编 辑：王文心 彭鲁军 吴 非 常 明 杨 懿  
武俊桥

**Foreword / 1**

**[ The Fourth SSE Forum on the Rule of Law ]**

Legal Reasoning and Theories Behind the Securities  
Law/ *XIAO Gang* / 1

History of the *Securities Act* as a Piece of Legisla-  
tion and Proposals for Its Amendment  
/ *XIN Chunying* / 8

To Fulfill the Adjudicatory Function in Support of the  
Economic Institutional Reform and Sound Develop-  
ment of the Capital Market / *DU Wanhua* / 12

To Advance Capital Market Innovations and Devel-  
opments in Compliance with the Rule of Law /  
*GAN Zangchun* / 17

To Accelerate Development of the SSE Market and  
Take the Lead in the Current Round of Reform of  
the Capital Market / *GUI Minjie* / 20

Key Provisions Call for Special Focus in the *Securi-  
ties Act* Amendment / *WU Zhipan* / 24

To Protect the Lawful Rights and Interests of Finan-  
cial Consumers and Preserve the Orderliness of  
the Financial Market / *WANG Liming* / 26

Market Orientation Should Be Pursued in the *Secur-*

*ities Act Amendment / GU Gongyun / 31*

To Reform the Fundamental Institutions of the Securities Law in Recognition of Its Nature as a Commercial Law / *WANG Baoshu / 35*

Improving Legal Institutions Concerning Listed Companies as a Major Task of the *Securities Act* Amendment / *XU Ming / 38*

To Utilize the *Securities Act* Amendment to Establish a Registration System for Stock Issuance / *GUO Feng / 43*

To Advance the Rule of Law in the Governance Institutions for Capital Market / *ZHANG Shouwen / 46*

A Synopsis of the Seminar Discussions at the Fourth SSE Law Forum / *Legal Department of the Shanghai Stock Exchange / 50*

[ **Issues in Focus** ]

To Construct the Legal Reasoning and Theories for Registration of Stock Issuance in China / *WU Guofang and YUAN Kang / 58*

Virtues and Weaknesses of the Migration System in the American Securities Markets—From the Perspective of Building a Multi - Tiered Capital Market / *WANG Xiao / 74*

Cost - Benefit Analysis Performed by SEC Rule-making and Implications for China: Commenting on Three Defeats SEC had in Courthouse / *DONG Xiang / 112*

[SSE Joint Research Projects; the *Securities Act*  
Amendment Series]

- On Coverage of the *Securities Act* and Legislative  
Deployment/ *Project Team of the East China*  
*University of Political Science and Law* / 134
- On Improving the Legal Institutions of Securities Issu-  
ance / *Project Team of the Peking University* / 175
- On Improving the Legal Institutions of Securities Trading/  
*Project Team of the Tsinghua University* / 224
- On Improving the Legal Institutions Concerning Ac-  
quisition of Listed Companies / *Project Team of*  
*the Northwest University of Politics and Law* / 251
- On Improving the Legal Institutions of a Multi –  
Tiered Capital Market and Securities Trading  
Venues / *Project Team of the Central University*  
*of Finance and Economics* / 285
- On Improving the Legal Institutions Concerning Se-  
curities Companies and Securities – Related Serv-  
ice Providers / *Project Team of the East China*  
*University of Political Science and Law* / 319
- On Improving the Legal Institutions of Securities  
Registration and Settlement / *Project Team of*  
*Renmin University of China* / 355
- On Improving the Legal Institutions for Investor Protec-  
tion / *Project Team of the Wuhan University* / 393
- On Improving the Legal Institutions of the Securities  
Regulatory Authority / *Project Team of the China*  
*University of Political Science and Law* / 437
- On Improving the Legal Institutions of Liability in  
Securities Law / *Project Team of the Chinese A-*  
*cademy of Social Sciences* / 481

## 卷首语

2014 年春天,《证券法苑》新一卷又与大家见面了。

今年是一个特别的年头,是中央提出全面深化改革后的第一年,或可称为全面深化改革元年。

改革必然伴随着制度的调整,在此意义上,改革就是变法。“把权力关进制度的笼子里”,“运用法治思维和法治方式深化改革、推动发展、化解矛盾、维护稳定”,“凡属重大改革都要于法有据”,言之凿凿,掷地有声。《关于全面深化改革若干重大问题的决定》对资本市场做了一系列战略部署,也对完善资本市场法治提出了新的目标和新的任务,资本市场将迎来一轮新的“变法”。

法治强则市场兴。近一年来,我们欣喜地看到——

在立法方面,全国人大常委会继将《证券法》修改、《期货法》制定列入本届人大五年立法规划后,又将其纳入 2014 年度立法计划,监管机构也制定了资本市场法律体系建设的路线图;

在监管执法方面,简政放权和强化执法无疑是两条主线,证监会提出大力加快监管转型,对不该管的事情要坚决地放、不惜“革自己的命”(《证券时报》评论语),对需要管好的事情要坚决地管住管好、切实维护中小投资者合法权益;

在司法方面,证券市场司法环境逐步改善,相



关司法解释陆续出台,一批刑事、民事案件依法公正审理。

但毋庸讳言,无论是与成熟市场相比、与自身规模上的快速发展相比,还是与投资者的期待相比,资本市场法治建设仍显滞后,依然任重而道远。

资本市场新一轮的改革和“变法”,恰是法治研究的富矿,为我们提供了难得的素材和样本。而为繁荣资本市场法治研究、推动资本市场法治建设尽绵薄之力,自始就是《证券法苑》的使命。在各界领导关心和各位作者厚爱下,《证券法苑》已被中国社会科学评价中心收录为中文社会科学引文索引数据库(CSSCI)2014~2015年来源集刊。站在新起点上,我们将加倍努力,务求刊物真正办出水平、办出特色、办出实效。

本卷为总第十卷,包括如下栏目和文章:

**【第四届“上证法治论坛”扫描】**本栏目为本卷特设栏目。

2013年11月28日,上海证券交易所联合北京大学、中国人民大学、华东政法大学以“打造升级版的《证券法》,促进资本市场改革创新”为主题,成功举办了第四届“上证法治论坛”。为了将论坛精彩内容更好地呈现给读者,本卷收录了论坛上的领导讲话和法学专家所做的精彩演讲,并做了会议专题研讨综述。

**【热点追踪】**本栏目收录了三篇论文。

吴国舫、袁康《构建我国股票发行注册制的法理逻辑》一文从宏观着眼,分析了我国股票发行中“五严”并举、“五怪”难消的现状和原因,指出推进股票发行注册制改革本质上就是要重新厘定政府与市场的边界、重新设定政府履职的方式,关键在于宗旨意识的增强、法治理念的养成以及执法能力的提升,路径上要按照市场化、法治化的价值取向,及时修订《证券法》和全面修订现行规章、规范性文件。

王啸《美国资本市场转板机制的得失之鉴》一文则从微观入手,在对美国多层次市场的若干“常识性”概念辨析的基础上,对“后门上市”的操作方式、市场规模、驱动因素以及监管应对进行了系统介绍和细致讨论,并对我国多层次资本市场建设和转板机制设计提出建议。

**【“上证联合研究计划”《证券法》修改系列课题集萃】**本栏目为本卷特设栏目。收录了十篇研究报告,系“上证联合研究计划”《证券法》

修改系列课题的研究成果。课题研究中,中国证监会法律部主任、首席律师黄炜、证券法修改工作小组组长陆泽峰对选题确立、协调推进和结题验收给予了全程指导,证券法修改工作小组胡传高、卢国聪、武俊桥、胡安金、丛怀挺、台冰、李诗梦、赵刚、张国磊、韩香、肖炯、林海、黄健、孙红霞、徐珏、尤佳、李易承担了大量的组织、沟通、配合工作。

华东政法大学课题组完成的《证券法的调整范围与立法体例研究》指出,“证券”界定须朝着“宽口径”方向发展;《证券法》目的性条款须完善,并以此为指导对《证券法》结构体系进行调整;证券监管模式须调整,由机构监管向功能监管转变,建立起完善的跨境监管机制。

北京大学课题组完成的《证券发行法律制度完善研究》,从证券发行的一般理论出发,对现行核准制的弊端与注册制改革的可行性进行分析,提出应尽快将证券发行核准制改为注册制;进而通过对美国、香港等成熟市场相关经验的考察,和对中国相关制度和实践的分析,给出了注册制下相关制度的设计和安排。

清华大学课题组完成的《证券交易法律制度完善研究》,对证券交易的相关概念进行了系统梳理,并重点就证券从业人员买卖股票的规制、短线交易的规制、信息披露制度、禁止交易行为进行了研究。

西北政法大学课题组完成的《上市公司收购法律制度完善研究》,就上市公司收购的概念、要约收购、信息披露、反收购、间接收购、收购中的反垄断审查和国家安全审查等问题,进行了细致分析,提出了修法建议。

中央财经大学课题组完成的《多层次资本市场及证券交易场所法律制度完善研究》指出,多层次资本市场法律制度的构建和完善,应明确各证券交易场所之间的功能和定位,促进发行市场与交易市场之间的合理区隔,引入介绍上市、转板制度等。与此相适应,证券交易所的设立制度、组织形式和自律管理职能的履行方式也应进行改革。

华东政法大学课题组完成的《证券公司与证券服务机构法律制度完善研究》,对现行法律规范中证券公司与证券服务机构的规则体系和设立制度、监管措施与监管制度、证券公司基本行为规则进行了全面梳理,并针对存在的问题提出了解决路径。

中国人民大学课题组完成的《证券登记结算法律制度完善研究》,

从多层次资本市场和多元化证券品种的发展需要出发,探讨了适度放开证券登记结算业务管制,建立市场化、有竞争的多元证券登记结算业务系统的制度设计;同时以证券登记效力规则和持有模式为核心,构建无纸化证券确权、交易的民商事规则。

武汉大学课题组完成的《投资者保护法律制度完善研究》,提出在我国构建一个更完善的投资者保护体系,需对“投资者”进行科学定义,引入投资者适当性制度,提振投资者保护基金制度的实际功效,以及丰富投资者损害救济的方法和渠道。

中国政法大学课题组完成的《证券监督管理机构法律制度完善研究》,分析了各国证券市场监管体制发展的新趋势,并从我国证券监督管理机构在法律定位、职责权力、监管措施、执法体制、资本协作及跨境监管等方面存在的问题出发,对我国未来证券监督管理机构的改革提出建议。

中国社会科学院课题组完成的《证券法律责任制度完善研究》,立足我国证券市场的现实状态和发展趋势,对证券市场违法行为的发现机制、处罚依据、程序成本、制裁效果及其相互之间的内在联系进行系统性分析,为建构能够充分发挥证券市场机制功能的科学合理的证券法律责任制度提供立法建议。

2014年起,《证券法苑》拟每季度出版一卷,全年出版四卷。我们向广大作者长期征稿,欢迎贴近市场脉搏、具有学术深度的稿件,欢迎有关办好这片园地的一切意见和建议。

编者

2014年3月

### 卷首语 / 1

#### [第四届“上证法治论坛”扫描]

证券法的法理与逻辑/肖 钢 / 1

我国《证券法》的发展历程及其修改完善/信春鹰 / 8

发挥审判职能,服务经济体制改革,为资本市场健康发

展保驾护航/杜万华 / 12

在法治轨道上继续推进资本市场的创新发展/甘藏春 / 17

加快推进上交所市场建设,努力做好资本市场新一轮改

革的排头兵/桂敏杰 / 20

《证券法》修改要关注“关键条款”/吴志攀 / 24

保护金融消费者合法权益,维护良好金融市场秩序

/王利明 / 26

《证券法》修改应该坚持市场化方向/顾功耘 / 31

充分体现商法特性,深化证券市场基本法律制度改革

/王保树 / 35

完善上市公司法律制度是《证券法》修改的重要任务/徐 明 / 38

以《证券法》修改为契机,建立股票发行注册制/郭 锋 / 43

推进资本市场治理体系的法治化/张守文 / 46

第四届“上证法治论坛”专题研讨综述

/上海证券交易所法律部 / 50

[热点追踪]

构建我国股票发行注册制的法理逻辑/吴国觞 袁 康 / 58

美国资本市场转板机制的得失之鉴

——兼议多层次资本市场建设/王 啸 / 74

成本效益分析方法在美国证券规则制定中的应用及其启示

——从美国证券交易委员会三次败诉说起/董 翔 / 112

[“上证联合研究计划”《证券法》修改系列课题集萃]

证券法的调整范围与立法体例研究/华东政法大学课题组 / 134

证券发行法律制度完善研究/北京大学课题组 / 175

证券交易法律制度完善研究/清华大学课题组 / 224

上市公司收购法律制度完善研究/西北政法大学课题组 / 251

多层次资本市场及证券交易场所法律制度完善研究/

中央财经大学课题组 / 285

证券公司与证券服务机构法律制度完善研究/

华东政法大学课题组 / 319

证券登记结算法律制度完善研究/中国人民大学课题组 / 355

投资者保护法律制度完善研究/武汉大学课题组 / 393

证券监督管理机构法律制度完善研究/

中国政法大学课题组 / 437

证券法律责任制度完善研究/中国社会科学院课题组 / 481

## 证券法的法理与逻辑\*

肖 钢\*\*

资本市场说到底是一个法治市场,法治强,则市场兴。我们很高兴地看到,全国人大已经把证券法的修改列入了立法规划的第一类项目,也就是条件比较成熟、本届人大需要完成的项目,这是业界翘首以盼的一件大事,对从事证券行业工作的同仁来讲,这是一件鼓舞人心的大事。

事变则法移。情况变了,法律就要相应作出修改。尤其是证券法,在世界各国法律当中变化都是最快的。比如说美国的证券法,从1933年出台到现在,大大小小的修改,包括以一些专门立法进行的制度完善,大概修改了四十多次,平均下来大概每两年就得修改一次。其中关于证券的定义,在八十多年的历史中就修改了三十多次。修改总的趋势是,证券的定义在外延上越来越宽泛,除详细列举具体证券品种外,还以非常弹性的“投资合同”兜底,除明确列举的少数品种被豁免外,都需要适用证券法的规范。总之,证券法的修改是一项经常性的工作,这是由证券市场的特性所决定的。

---

\* 本文系根据肖钢主席在2013年11月28日第四届“上证法治论坛”上的讲话整理而成,未经本人审定。

\*\* 中国证监会主席。

进入修法的过程以后,也就是进入了一个各方利益博弈的过程。修法是一件很不简单的事情,各种争论、各种不同意见都会提出来。所以,进一步理清楚证券法的法理和逻辑就显得十分必要。因为这个问题直接关系到证券法的法律品格和法律秉性。不管怎么争论,怎么协调,最后怎么妥协,最终总得有个基本取向和遵循。进一步明确证券法的法理与逻辑,有利于我们在修法过程中更好地协调争议,妥善处理遇到的各种矛盾和问题。所以,可以说,这个问题是我们解决立法争议的基础或者前提。如果离开这个法理和逻辑,就某一个条款争来争去,甚至成为一种部门利益之争,则偏离了立法的正确轨道。

我认为《证券法》修改的法理和逻辑应当主要体现在以下三个方面:

第一个方面,《证券法》应当以公众投资者利益保护作为基本价值取向,或者作为基本价值目标追求。道理其实很简单,因为证券交易不同于普通的商品交易,也不同于银行的存款和贷款、保险与被保险,它是一对多、多对多的关系,买卖双方不知道谁是买方、谁是卖方。正是因为这个特性,必须强调信息披露的充分和有效。以信息披露为中心的原理就在这里。

在公众化交易的条件下,证券市场的交易关系具有不同于一般民商事关系的特殊性,简单依靠一般的民商事法律难以解决证券市场的特殊问题,需要通过证券法的特别规定来调整。比如,证券交易是无纸化的,在证券权益的确认、归属、变动、流转和实现等方面,无法直接适用针对一般动产或者不动产的传统的物权规则;基于证券集中交易的买卖双方无法特定化,通过中央对手方制度实现责任更替和清算交收的合同关系,无法用普通债权债务的概括转移来解释;在高度流动的条件下,传统担保法律制度在担保标的物的范围、担保的设定和行使等方面,也表现出和一般的物权关系不一样的地方。

所以,在公众化交易的条件下,对证券市场的规范和规制,有很特殊的要求。这也是为什么各国的证券监管机构不同于其他行政部门的原因所在。正因为监管公众化交易的特点,证券监管机构不仅不同于银行监管机构,不同于保险监管机构,更不同于一般的行政执法机关。从境外经验看,各国证券监管部门都是集必要的立法、行政和司法职权于一体的法定特设机构。比如熔断机制,当交易出现特别异常情况时,

如2分钟内股票暴涨5%，就要暂停交易10分钟，有些交易需要取消，这在一些境外市场是普遍做法，但目前我国没有明确具体的法律规定。因此，遇到类似情况，证券交易所不能采取熔断或取消交易的措施，否则，投资者跟你打官司、上访，交易所就很难讲得清楚。国外这方面的制度，很多是由证监会制定规则或者经过证监会确认的交易所规则来安排的，这是有法律效力的，得到法律保障的。任何人要挑战这个规则，法院是不支持的。因此，监管机构必须要有必要的立法权。执法不用说了，监管执法与一般的行政执法又有所不同，境外一些国家和地区，证监会可以监听，可以查封账户、冻结资金，甚至可以直接向法院提起诉讼的，这就给予了证监会准司法的权力。总之，证监会是一个特殊的机构，是兼有几种职权的综合体。

由公众交易的特殊性所决定，《证券法》应当把维护公众投资者的权益，作为基本价值追求。我认为，《证券法》本质上就是一部投资者保护法。我希望在这次《证券法》修改当中，在对广大公众投资者的保护上应该要有新的突破，在这里，我提出以下几个方面的建议，供大家讨论研究。

一是研究完善证券侵权民事赔偿制度。最高人民法院高度重视证券市场的投资者保护工作，通过司法解释建立了专门的虚假陈述民事赔偿制度，在实践中发挥了很好的作用。同时积极指导各地法院开展内幕交易、操纵市场民事赔偿案件的审理工作，积累了工作经验。这次证券法修改，能不能系统总结民事赔偿的实践经验，将一些成熟可行的制度规则和认定原则，如适格原告的确认、归责原则的要求、因果关系的认定、证明责任的分配、赔偿损失的计算等，上升为法律的规范。在建立集团诉讼还存在诉讼法障碍的情况下，能不能通过明确代表人诉讼实施制度，建立基于同一侵权行为的裁判结果的普遍适用规则，方便投资者降低诉讼成本，及时获得赔偿。

二是研究建立证券市场的公益诉讼制度。在证券市场，虚假陈述、内幕交易、操纵市场等违法违规行为危害范围广，涉及受害人多，且中小投资者在诉讼能力上处于弱势地位，由专门的组织机构为投资者提起公益诉讼，有利于改变诉讼中双方当事人的不平等地位，帮助投资者获得赔偿，符合公益诉讼制度的价值取向。世界上不少国家和地区都



有证券领域的公益诉讼制度。比如,我国台湾地区 2003 年就设立了证券投资人及期货交易人保护中心,为投资者提供公益诉讼服务。我国 2012 年修订的《民事诉讼法》也专门规定了公益诉讼制度,明确对于损害社会公共利益的行为,法律规定的机关和有关组织可以向法院提起诉讼。因此,能不能依据《民事诉讼法》的规定,由《证券法》明确规定可以提起公益诉讼的组织,以方便投资者保护机构通过公益诉讼的方式支持和帮助投资者获得民事赔偿。

三是研究建立和解金赔偿制度。也就是行政和解制度。在中国建立和解制度没有法律障碍,但是确实也没有明确的法律依据。但是法律没有明确禁止,我认为是可以试点的。当然,对实施和解制度也有争议,主要是担心发生道德风险的问题,也就是说“花钱买平安”。因此,要严格和解的范围,制定一系列的有关和解实施的细则来确保公平、公正、公开,防范道德风险。我认为,在中国证券市场探索和解制度,意义重大。

四是研究建立监管机构责令购回制度。对于通过欺诈方式从证券市场获取巨大经济利益的违法主体,在追究其相应的行政或刑事法律责任的同时,借鉴侵权责任中“恢复原状”的基本法理,强制其支付相应经济代价,通过交易安排恢复原有的状态,是对其最直接也是最有效的经济惩罚方法。能不能借鉴香港市场的做法,在《证券法》中明确赋予监管机构必要的职责和权力,对于类似欺诈发行、欺诈销售等违法行为,监管机构经过必要的程序,直接责令违法主体购回所发行或所销售的证券产品,将其所获得的不当利益,“回吐”给投资者,并相应建立司法机关直接强制执行的保障机制。

五是研究建立承诺违约强制履约制度。这是我们实践当中遇到的一个难题,就是上市公司、发行人、证券公司、中介机构是做了承诺的,但是他违约了,最后承诺没有履行,他不履行我们没有很好的办法,强制他履行承诺。如果这次修法能够明确监管机构可以责令其履行承诺,提出明确具体的履约要求,并相应建立司法机关强制执行的保障机制,这将是一个很大的进步。

六是研究建立侵权行为人主动补偿投资者的制度。前段时间大家都知道万福生科案件的处理,平安证券主动补偿投资者,开了个很好的