

证券法苑

张育军 徐明 主编

第四卷
(2011年6月第1期)

Zheng Quan Fa Yuan

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA



上海证券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

证券法苑

第四卷
(2011年6月版)

张育军 徐明 主编

Zheng Quan Fa Yuan


法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第4卷/张育军,徐明主编. —北京:
法律出版社,2011.6
ISBN 978-7-5118-2172-0

I. ①证… II. ①张…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(2011)第098727号
© 法律出版社·中国

证券法苑(第四卷)

张育军 徐 明 主编

责任编辑 王旭坤
装帧设计 乔智炜

开本 787毫米×960毫米 1/16
版本 2011年6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 世纪千禧印刷(北京)有限公司

印张 32.75 字数 490千
印次 2011年6月第1次印刷
编辑统筹 独立项目策划部
经销 新华书店
责任印制 张宇东

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 978-7-5118-2172-0

定价:59.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

[Special Column for the First SSE Forum on the Rule of Law]

Rule of Law: The Dominant Driving Force behind the

Reform of the Capital Market / *SHANG Fulin* / 1

Improving Various Trial Systems to Provide a Judicial

Safeguard for the Capital Market / *XI Xiaoming* / 9

Further Improving Securities Legal Systems to Standard-

ize and Ensure the Orderly Development of e the

Capital Market/ *AN Jian* / 13

Construction of Rule of Law: An Important Safeguard

for the Development of SSE / *GENG Liang* / 15

Stock Market: The Most Transparent, Efficient Market

with the Highest Level of Rule of Law

/ *WU Zhipan* / 18

Property Law and Dematerialization of Securities

/ *WANG Liming* / 22

Goals and Tasks for Legal Construction of the Capital

Market / *GU Gongyun* / 29

Further Amending and Improving the Securities Law to

Promote the Sustainable Development of Securities

Markets / *XU Ming* / 35

To Meet the New Development of the Capital Market:

Confidence, Transparency and Legal System

/ *WANG Baoshu* / 40

Constructing an Anti-insider Trading System with Chinese Characteristics / *GUO Feng* / 44

Review and Prospect of the Construction of the Rule of Law of Capital Market in Celebration of the 20th Anniversary of China's Capital Market
/ *SSE Legal Department* / 48

[**Theoretical Frontiers**]

The Origin and Evolvement of the Board of Directors and Its Reference for China / *DENG Feng* / 60

Fiduciaries with Conflicting Obligations
/ *Steven L. Schwarcz, Translated by NI Shoubin* / 90

An Analysis on the Evidence for “Knowing” in the Insider Trading / *ZHANG Zixue* / 137

[**Academic Debate**]

Research on the Alternative Mechanism of Securities Class Actions—A Preliminary Study from the Point of View of Comparative Law / *TANG Xin* / 174

Reform of the Forms of Judicial Actions in Securities-related Tort Cases in China: Comparison, Reflection and Reconstruction / *CHEN Bin* / 201

[**Institutional Research**]

A Preliminary Study on the Judicial Application and Institutionalization of the “Let the Buyer Beware” Principle in Securities Trading / *XU Ming, LU Wendao* / 216

Securities Law Restrictions on Research Reports in the IPO—A Comparative Analysis on the Different Attitudes of the US and China on Research Reports
/ *TANG Yingmao* / 229

Re -Thought on Legal Protection for Securities Trading

Information—From the Perspective of Database

/ *ZHOU Jialei* / 243

A Study on the Definition and Prevention of Legal Risks
of Unusual Trading Arising from Stock Exchange's
Technical Failure/ *CHENG Yicong* / 255

[**Market Watch**]

Legal Difficulties and Regulatory Responses in Investigating and Dealing with Misconduct by Major Shareholders of Listed Companies / *CAI Yi* / 262

A Study on Legal Regulation and Liabilities of Forensic Accountants/ *XU Minglei, JIN Yufang* / 282

Prevention of Rat Trading in the Fund Industry—Comments on Article 17 of the Exposure Draft of the Amendment to the Securities Investment Fund Law/ *LIU Yunhong* / 304

Discussion on the Construction of Differentiated Disclosure System of Chinese Listed Companies
/ *XU Cong* / 328

[**Case Study**]

A Preliminary Study on the Improvement of China Corporate Bond Legal System—From the Perspective of Analysis of Two Cases / *WANG Shengyi* / 350

Games of Power or Power of Games—An Insight from Goldman Sach's Settlement Case into the US and China Legal Systems on Misrepresentations in Securities Markets/ *ZHAO Xiaojun* / 368

Research on Legal Issues in the Bankruptcy Case of East Star Airlines/ *ZHANG Jie* / 384

[**Overseas Legislation**]

- Judicial Judgment and Financial Innovation: A Case of
Protective Covenants in Bond Indentures / *Roberta
Romano*, Translated by *CHEN Yangyang* / 404
- Corporate Law Systems of the US, Europe, China and
Japan—From the Perspective of the Relationship be-
tween the Capital Market and Civil Society
/ *Uemura Tatsuo*, Translated by *WU Qi* / 410
- New Developments of the System of Bona Fide Acquisi-
tion of Dematerialized Securities in Japan and Their
Implications for China / *CUI Xiangmei* / 422
- Changes and Status Quo: A Study on French Financial
Regulatory System/ *CHAI Ruijuan* / 436

[**Legal Review**]

- Review of the Rule of Law of China Securities Markets
in 2010 / *WU Junqiao* / 464
- Notice of Securities Law Review for Inviting Contribu-
tions to its Fifth Volume and for the Second “SSE
Legal Forum” Prize Essay Competition / 497

总序

加强法治研究,推动法治建设, 促进资本市场健康稳定发展

上海证券交易所理事长 姚亮

我国资本市场从无到有,从小到大,经过十几年的发展,已经成为社会主义市场经济体系的重要组成部分和全球新兴市场的重要代表。以上海证券交易所为例,截至2010年年底,上市公司数从1990年成立之初的8家发展到894家;股票总市值17.90万亿元(2010年我国GDP为39.80万亿元),排名全球第五;股票成交金额、筹资金额分别排名全球第三、第四;投资者开立证券账户约9851万户。

资本市场的建立、运行和发展,离不开法治的支持和保障。法治强则市场兴,法治弱则市场衰。这是为国际、国内资本市场实践所反复证明的一条客观规律。早在1995年12月19日上海证券交易所成立五周年之际,时任国务院副总理的朱镕基同志来所视察,提出了“法制、监管、自律、规范”八个字,确立了我国资本市场发展的基本方针,其中“法制”排在首位,“监管”、“自律”、“规范”与“法制”也密不可分。十几年来,我国资本市场法治建设不

断加强,法治的基础性作用日益显现。这主要体现在以下三个方面:

首先,立法不断完善,各种市场关系纳入法律调整。由于资本市场最初是作为改革的一项试验推出,因此早期的资本市场立法带有较多的暂行性、试点性和地方性特征。1998年12月29日,全国人大常委会通过新中国第一部《证券法》,确立了资本市场发展的基本原则、制度和集中统一的监管体制,奠定了资本市场的法律地位,标志着我国资本市场法治建设迈入新阶段。2004年1月31日,国务院颁布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,对我国资本市场做出了全面规划,进一步明确了资本市场改革发展的指导思想和任务,提出了推进资本市场改革发展的政策措施和具体要求,为资本市场法治建设指明了方向。2005年10月27日,全国人大常委会通过了大幅度修订的《证券法》、《公司法》,解决了制约资本市场发展的一些体制性、制度性问题,扫除了资本市场发展的障碍,拓展了资本市场发展的空间,以“两法”修订出台及“两法”配套法规、规章、规则的完善为标志,具有中国特色的资本市场法律规则体系初步形成。

其次,监管执法不断加强,各类市场行为受到规范。行政执法不断完善,对证券发行、交易和上市公司、证券公司等机构的监管切实加强,特别是近年来,中国证监会扎实推进股权分置改革、提高上市公司质量、加强证券公司综合治理、大力发展机构投资者、完善发行制度改革等基础性建设,大力推行依法行政、完善执法机制、查处大案要案,取得显著成效。证券期货交易所、行业协会等市场自律组织依法履行自律管理职能,也发挥了积极作用。

最后,司法环境不断优化,市场主体的权益得到保障。最高人民法院先后出台了关于证券交易结算资金执行、虚假陈述案件受理与审理、证券交易所和证券登记结算公司依法履行职能案件受理等方面的司法解释,上海等地专门设立审理金融案件的金融审判庭、金融仲裁院,一大批涉及资本市场的重大刑事、民事案件公开审判,较好地保护了市场参与人特别是投资者的合法权益,净化了资本市场环境。

资本市场法治建设要取得成功,必须以科学的法治理论为指导,这就需要切实加强法治研究。近年来,证券监管机构、证券交易所等自律组织和法学界、金融界高度重视对资本市场法律问题的研究,形成一大

批高质量的研究成果,并为资本市场立法、监管执法和司法实践所借鉴和采用,对促进资本市场法治建设发挥了重要作用。当前,我国资本市场仍处于“新兴加转轨”阶段,市场法治建设仍任重而道远,需要进一步研究的法律问题还很多,在这一背景下,上海证券交易所创办《证券法苑》可谓非常及时、非常必要,我谨表示热烈祝贺!

值《证券法苑》创刊之际,我就办好《证券法苑》提出几点希望:

一是要办出水平。《证券法苑》作为交易所主办的法学理论集刊,要认真学习借鉴其他法学类期刊、集刊的成功经验,引领对资本市场各种法律问题的思考,跟踪资本市场法治建设的动态,探索资本市场法治建设的规律,总结资本市场法治建设的实践,致力于提升资本市场法治研究的水平,逐步将《证券法苑》打造成为我国资本市场法治研究的知名品牌。

二是要办出特色。《证券法苑》要坚持实践性与学术性并重、现实性和前瞻性兼顾,紧紧围绕我国资本市场的改革发展,以开放的心态、开阔的眼界和敏锐的视角、敏捷的思维,集中研究资本市场立法、监管执法和司法等法治活动,深入剖析资本市场法律制度和法律关系,积极探索资本市场法治建设中的重点、难点、热点问题,形成既依托理论又不拘泥于理论、既植根于实践又超越实践,紧跟时代、贴近市场、言之有物、不尚空谈的办刊风格。

三是要办出实效。《证券法苑》要积极宣传资本市场重大政策、决策,解读资本市场法律、法规、规章和市场自律规则,弘扬资本市场法治理念,传递资本市场法治信息,交流资本市场法治工作经验,提供资本市场法治建设的对策建议,成为资本市场法治建设的重要舆论阵地和理论平台,为促进资本市场的改革发展发挥切实的作用。

上海证券交易所一直高度重视法治工作,提出和践行“依法办所、依法治市”的理念,积极参与资本市场的法治进程,我国资本市场的许多重大法律工作,从第一部《证券法》的制定到“两法”的修订,从“股改”到证券公司综合治理,从上市、交易、会员管理三大业务规则的制订、完善到上市委员会、纪律处分委员会、复核委员会等专业委员会的成立与运作,从上市公司信息披露的监管到违规交易的处罚,等等,都活跃着“上证”法律人的身影。因此,我完全有理由相信,上海证券交

易所也一定能够把《证券法苑》办成我国法学研究百花丛中的一束奇葩!

祝愿《证券法苑》越办越好!

序

优化资本市场法治生态环境， 增强资本市场可持续发展能力*

上海证券交易所总经理 张育军

目前，全球金融危机仍在演变，中国资本市场受到的影响也没有结束。这场危机是市场危机，也是法治危机。法治之于资本市场健康发展之功效，再次为市场实践所诠释。

作为资本市场的自律监管者和法制建设的参与者，我们深切地感受到，资本市场历经多年发展，法律体系渐趋完备，但法治基础仍旧薄弱，前沿问题、热点问题、难点问题大量存在并持续产生，需要理论界、司法界和实务部门投入热情、深入思考、共同研究。我们创办《证券法苑》正是为了提供一个资本市场法制交流平台，繁荣资本市场法治研究。在这里，我想介绍一下近年来上交所市场发展和法制建设的基本情况，对资本市场发展创新的法治生态环境建设谈几点认识，对如何优化资本市场特殊领域的司法介入政策这一普遍关注的问题提一些思考。

* 本文为作者2009年6月27日在“金融危机背景下金融发展与金融法治研讨会”开幕式上的讲话，略有修改。

一、不断加强和改进法制建设,是上交所市场稳步健康发展的制度保障

近年来,上交所市场虽然经历了跌宕起伏的坎坷历程,但市场稳步前行的主线和趋势始终没变。经过几年的发展,上交所市场的规模、质量、作用和影响力稳步提升,蓝筹市场建设取得明显成效。从国际排名来看,上海证券市场股票市值、成交金额、筹资额已排在世界主要证券交易所前列。由此,上海证券市场已发展成为全球及亚太地区主要的资本市场之一,对全球资本市场的影响日益突出,在国民经济中正发挥着越来越重要的作用。从蓝筹市场建设来看,中国石化、宝钢股份、中国工商银行、大秦铁路、中国人寿、平安保险、上港集团、中国中铁、神华煤业、中国石油等在国民经济各行业中处于行业龙头地位的超大型企业先后在本所发行上市。

上述发展变化和成就的取得,原因固然是多方面的,交易所市场运行的法制基础的夯实和完善,无疑是其中的一个重要因素。这其中包括内外两个层面:

从外部看,近几年来,交易所自律管理的外部法治环境得到了明显改善。其中,立法机关在“两法”尤其是《证券法》修改中,明确了交易所实行自律管理的法律地位,扩大了交易所自律监管空间。最高人民法院就交易所自律管理引发的诉讼案件专门制定了司法解释,确立了集中管辖原则。上海高院及第一中院依法妥善审理了多起涉及上交所自律管理的诉讼案件,为上交所市场的发展提供了有效的司法保障。中国证监会始终积极培育行业自律,强化交易所的自律监管功能,支持上交所依法履行自律监管职责。

从内部看,近几年来,上交所主动适应资本市场法治化需求,遵循自律管理的内在规律,不断推进交易所自身的法制建设,加大一线监管力度,其中主要做了如下三方面的工作:

第一,完善自律管理规则,健全与市场发展相适应的基础性制度。交易所的业务规则是资本市场法律体系的有机组成部分,也是资本市场参与者的重要行为准则。近年来,我们以贯彻落实“两法”为契机,相继制定、修改、清理、完善了大量业务规则。一个包括基本业务规则、业务实施细则、业务指引、业务通知等不同类型,涵盖上市公司、证券交

易、会员管理、产品创新等主要领域的业务规则体系已经形成,各类有效业务规则达340余件。

第二,健全自律管理机制,增强交易所自律管理能力。近年来,我们按照《证券法》的要求和自律管理的内在规律,以市场化、法制化为导向,以规范自律管理权力运行为核心,着力推进自律管理机制的改革创新。我们相继成立了由市场不同利益主体代表、业内人士、专家学者组成的上市审核委员会、纪律处分委员会、复核委员会,制定了相应的审核程序。由此,交易所对公司上市、暂停及终止上市,对监管对象的纪律处分,复核被监管对象提出的异议等主要监管权力的运行,都由专门委员会按照既定程序独立行使,交易所的自律管理行为得到了进一步规范,自律监管的市场认同度不断提高。

第三,加大自律管理力度,维护资本市场公正。交易所的监管职能包括上市公司、会员公司和证券交易三方面。在上市公司监管方面,我们除了做好上市公司信息披露日常监管之外,着重引导上市公司完善内部治理和风险控制;推动股权分置改革和大股东拖欠上市公司资金问题的解决,保护投资者权益;支持上市公司做优做强,促进大型优质企业上市。在会员公司监管方面,颁布会员管理规则及配套业务实施细则,进一步强化会员自律意识;督促会员规范经营,推动会员做好客户管理和投资者教育;积极配合证监会开展证券公司综合治理、风险处置和分类监管。在证券交易监管方面,不断完善证券交易实时监察业务规则,主动发现异常交易行为,加大游资短线操纵监管力度;加强对大小非违规减持、权证交易过度炒作的监管力度;及时揭示证券交易风险,制止违规行为。

二、进一步完善资本市场法治生态环境,需要立法、执法、司法、市场参与各方实现有效配合和互动

资本市场是法治化市场。经过多年的发展,我国资本市场法制建设取得了长足的发展,基本上做到了有法可依,但包括法治文化与法律制度、法律制定与实施、法律执行与遵守等诸多矛盾统一体在内的法治生态环境建设,依旧任重道远。究其原因主要在于,在今后相当长的一段时间内,我国资本市场仍将处于“新兴加转轨”的基本发展阶段,完成市场转型,形成与成熟市场发展需求相适应的法治生态环境,将是一

个长期的过程。

在资本市场法治生态环境建设中,立法、执法、司法机关及市场组织的职能有分工,但功能是互补的,目标是一致的。一方面,立法机关制定法律,为司法审判、行政监管、市场自律提供基本的法律规范。但司法机关面向资本市场制定的司法解释和形成的有效判决、行政监管机构制定的行政规章、自律组织制定的业务规则,丰富和发展了证券法律法规,与之一起构成了完整意义上的市场游戏规则。另一方面,司法机关、行政监管机构和自律组织在法律的执行和实施中,还及时回应市场发展创新对现行法律制度的挑战,及时回应市场呼声和需求,突破传统民商法、行政法和刑法的窠臼,进行了一系列法制创新,这又有力地推动了资本市场法制的发展和进步。未来资本市场法治生态环境的优化和建设,仍旧需要立法、执法、司法、市场各方相互配合,实现功能性的衔接和互动。

我们认为,今后一段时期,法律界共同面临的法制建设任务有如下三方面:

一要继续倡导和弘扬资本市场法治文化。法律不仅是一种工具和手段,更是一种精神、观念和文化,资本市场法治现代化,不仅是法律制度的现代化,更是法律观念和法治文化的现代化。一个持续健康发展的市场,必然是一个有深厚法治文化的市场。为此,应当通过立法、司法、执法,使法治成为资本市场参与主体共同的思想文化基础,使资本市场法治由外在的强制性要求转化为市场参与主体的自觉意识和行为。

二要不断完善资本市场法律制度。法律和现实始终是一对矛盾。“两法”尤其是《证券法》修改后,资本市场法律制度和法制环境显著改善,但是法律始终落后于市场变化和实践。及时评估现有法律制度实施效果,持续完善证券法律制度,保持法律、法规、规则的开放性和适应性,是一个持久动态的任务。

三要进一步加大资本市场法律执行和实施力度。法律贵在执行。市场立法取得阶段性成果后,资本市场法治建设的重点应当调整至法律的执行,加大法律实施力度,将具体的法律条文由“纸面上的法”转变为“市场运行中的法”。由此,司法审判、行政监管、市场自律管理需

要围绕资本市场运行实践,加强协调配合,形成执法合力。

三、解决资本市场创新发展中面临的突出问题,需要进一步发挥司法保障职能,确立科学合理的司法政策

在资本市场的创新发展中,司法审判日益发挥着特有的、不可替代的作用。健全的司法制度和良好的司法环境,是形成强大资本市场、建设上海国际金融中心的基本条件。我们深切地感受到,随着资本市场的发展和变化,司法机关日益广泛而深入地介入资本市场运行,发挥了积极作用。我们同时也认识到,资本市场创新和发展中,诸多领域的司法介入政策还可以进一步优化,司法保障职能还需要进一步强化。我们认为,如下四个方面的司法介入和保障需要予以足够的关注:

一是投资者保护的司法介入。保护投资者利益,是资本市场的首要目标,也是资本市场法治生态环境建设的主要任务。近年来,司法机关在投资者保护方面发挥了重要作用,各地法院审理了大量案件。我们建议:在总结已有的司法实践和审判经验的基础上,进一步完善证券虚假陈述民事纠纷司法解释,时机成熟时取消行政处罚前置程序;早日研究制定内幕交易、市场操纵等证券欺诈行为为民事赔偿的司法解释;推进证券纠纷专业化审判机制,在全国证券、金融发达地区设立金融专业法庭;健全证券纠纷仲裁制度,及时处理涉及投资者的证券民事案件。

二是公司治理的司法介入。市场实践中,损害投资者权益、危害市场发展的违规行为,很多发生在公司治理领域,特别是一些公司的实际控制人和经营管理层采用占款、关联担保、关联交易等多种手段掏空上市公司,以及从事虚假陈述、内幕交易、市场操纵等证券违法行为屡禁不止。如何规范公司治理,有效约束公司控股股东、实际控制人、经营管理层的行为,切实维护市场公平正义、保护投资者利益,一直是资本市场法制建设的重要课题。在立法层面,修订后的《公司法》、《证券法》以及《刑法》第六、第七修正案从不同角度,加大了公司内部治理违法违规行为的规制力度。但问题的根本解决,离不开强大的司法力量和保障功能。应当完善制定股东权保护的司法解释,明确股东权诉讼、股东代表诉讼的实体和程序规则;加大对掏空上市公司资产,损害投资者权益的大股东、实际控制人、公司经营管理层违法违规行为的民事、刑事责任追究力度,增加当事人的违法成本。

三是市场创新的司法介入。我国资本市场完成转型,走向成熟,离不开金融制度、金融产品、金融机制、金融监管等方面的创新。在创新过程中,受限于市场环境的特殊性、资本市场的复杂性、证券主体利益的多元性,难免产生形形色色的利益纠纷。法院在审理此类案件时,既要坚持法治性原则,依法裁决,也应从支持和促进创新角度,妥善处理。既要能够按照常规思路查事实、找法律,定分止争,更要能够从法律精神和基本原理出发,积极行使司法自由裁量权,进行“法官造法”,形成与金融市场规模和特点相吻合的“市场游戏规则”,引导和推动市场发展。

四是交易所自律管理的司法介入。近年来,交易所在履行自律监管职能过程中,也面临着一些诉讼风险。相关案件审理,也引发了如何确立与交易所法律地位、自律管理职责以及资本市场发展需求相适应的、科学合理的司法政策等深层次问题,值得我们思考和关注。我们总体认为,交易所履行自律管理职责、行使自律监管权力,应当接受司法的监督、规范和引导,但司法介入应坚持合理适度原则,未来司法政策的构建可以考虑四个基本路径:

一是充分考虑交易所自律管理的特点和规律,遵照尊重市场规则的理念,在案件审理中,继续依法认可交易所业务规则的效力,妥善处理一般民事法律规范和交易所业务规则这一特殊商事规范之间的关系。

二是司法介入的力度应根据交易所自律管理的规范化、法制化程度及时调整。在交易所自律管理行为按照正当程序进行、交易所内部设置符合法治原则的权利救济渠道等基础上,引入“内部救济用尽原则”,将首先在交易所和证券行业内妥善处理相关纠纷,作为一项纠纷解决机制确立下来。

三是司法审查交易所自律管理行为应限制在合理范围内。总体上应坚持“合法性、程序性审查为主,合理性、实体性审查为辅”的原则,尊重交易所自律监管的内在规律和市场特征。

四是妥善处理交易所自律管理中的利益平衡。交易所自律管理的首要目标是维护市场秩序和投资者的整体利益,处理交易所自律管理引发利益纠纷型诉讼,应从市场和投资者整体利益出发,将维护公共利益、促进交易所履行监管职能放在第一位。