



中证中小投资者服务中心

CHINA SECURITIES
INVESTOR SERVICES CENTER

投资者 INVESTOR

第3辑
(2018年7月)

郭文英 徐 明 主编



法律出版社
LAW PRESS · CHINA



中证中小投资者服务中心

CHINA SECURITIES
INVESTOR SERVICES CENTER

投资者

INVESTOR

第3辑
(2018年7月)

郭文英 徐 明 主编



法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

投资者. 第3辑 / 郭文英, 徐明主编. -- 北京: 法律出版社, 2018
ISBN 978-7-5197-2649-2

I. ①投… II. ①郭… ②徐… III. ①投资—研究—中国
②投资—金融法—中国 IV. ①F832.48
②D922.280.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2018)第203067号

投资者(第3辑)
TOUZIZHE(DI 3 JI)

郭文英 徐明 主编

策划编辑 陈妮
责任编辑 陈妮
装帧设计 李瞻

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 固安华明印业有限公司
责任校对 李景美
责任印制 吕亚莉

编辑统筹 财经法治出版社
开本 787毫米×1092毫米 1/16
印张 15
字数 260千
版本 2018年7月第1版
印次 2018年7月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792

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、子公司销售电话:

统一销售客服/400-660-6393

第一法律书店/010-63939781/9782

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995



书号: ISBN 978-7-5197-2649-2

定价: 80.00 元

(如有缺页或倒装, 中国法律图书有限公司负责退换)

学术指导委员会 (按姓氏笔画排列)

王利明 吴志攀 陈 甦 赵旭东

顾功耘 郭 锋 黄 炜 梁定邦

编辑委员会

主 任：郭文英 徐 明

副 主 任：黄 勇 马继东

委 员：(按姓氏笔画排列)

王 庆 王升义 牛文婕 卢文道 叶 林

冯 果 吕红兵 汤 欣 李有星 李迅雷

李明良 杨成长 吴 弘 吴伟央 邱永红

陈 洁 范 愉 罗培新 郑少华 高善文

郭 雳 彭 冰 董安生 管清友

主 编：郭文英 徐 明

副 主 编：黄 勇 马继东

执行主编：李国俊

编 辑：杜理达 杨 宏 张 建 鲁小木 潘 莉

郜 峰 康江辉 汤 沸

特邀编辑：陈 洁 彭 冰 汤 欣 吴伟央 武俊桥

投资者

INVESTOR

卷首语

2018年4月27日,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)和国家外汇管理局联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号),业界将该文件称为“资管新规”。“资管新规”提出不刚兑、不保本保息、净值化管理等制度促使行业规范发展,对投资者来说是一种积极保护,进一步加强了投资者保护工作力度。本辑的政策解读栏目结合《上市公司治理准则》对该文件进行研究探讨,后面部分开展对公司治理、中小投资者权利保护的事后救济制度模式构建等内容的讨论。同时继续坚持实践性、探索性、前瞻性的研究态度,围绕中小投资者保护工作这个核心,吸纳法学家,金融、经济界名家,业内一线从业人员和研究人员共同为推动中小投资者保护工作建言献策、深入探讨与研究。本辑共分为6个栏目,共收录了15篇文章以飨读者。

【政策解读】收录了2篇文章。

刘燕的《资管计划的结构、功能与法律性质——以券商系资管计划为样本》是以券商系资管计划为样本来分析资管计划的法律性质,简要描述“大资管”在整个金融市场中的定位,回顾我国券商系的资管计划前身——委托理财时代的交易、规则以及风险暴露与处置,并梳理“大资管”时代资管计划的结构及功能的扩张。在此基础上,对信托、委托等法律标签如何与资管计划对接提出一些初步想法。

林雨晨的《上市公司治理准则最新修订:积极推动机构投资者参与公司治理实践》是就中国证监会最新发布的《上市公司治理准则(征求意见稿)》新增的机构投资者章节这一重大修订变动为契机,从公司治理与股东权益保护的相关理论溯源入手,探讨成熟市场股东积极主义的兴起和壮大历程,深入剖析我国机构投资者参与公司治理的现状和问题,归纳了《上市公司治理准则(征求意见稿)》中新增内容的亮点,

并提出了对机构投资者推动公司治理实践的未来展望和建议。

【理论探究】收录了3篇文章。

汪青松、肖宇的《差异化股权制度东渐背景下的中小股东保护》认为,差异化股权制度从欧美到亚洲逐渐发展起来。近年来,作为亚洲主要资本场所的中国香港特别行政区和新加坡也都开启了拥抱差别化股权制度的变革之路,并相继在2018年4月和6月实施了最新的上市规则,允许采用了双重类别股权构造的公司上市,以顺应新经济公司在公司治理上的特殊性。这种变革趋势能够给我国公司法和证券法的发展带来有益的启示和借鉴。但同时,差异化股权构造对中小股东利益的影响也是双向的,由此就需要采取有效的措施来加强对采取差异化股权构造的公司中的中小股东利益的保护。

蒋大兴、薛前强的《股东大会授权董事会的法理分析——基于理论与实践的双重解读》认为“股东大会授权董事会问题”横跨两个公司治理视域——既包含两个机构(股东会与董事会)权力的初次配置,也包含股东大会将其所获权力再度交由董事会行使这一“转赋权”。文中梳理公司权力分配的历史生长脉络,从商业实践与司法裁判两个层面还原授权问题的具体实证纹路与可能的冲突,并为问题之解决提供些许建议。

张钦昱的《我国公开征集投票权规范性研究》认为,我国公开征集投票权制度存在诸多缺陷,难以体现公开征集投票权维护中小股东合法权益的制度价值。完善我国的公开征集投票权制度,应当从立法着手,立足我国法律缺位、实践不足的现状,可以借鉴域外有关公开征集投票权的经验,明确我国公开征集投票权的主体资格,尤其是要赋予非直接利害关系人公开征集投票权主体资格。此外,还要完善公开征集投票权中的信息披露机制。

【市场实务】收录了4篇文章。

罗荟的《投服中心民事赔偿诉讼方式研究》在对比研究域外群体性纠纷解决模式后认为,中证中小投资者服务中心有限公司采用示范诉讼模式能有效解决证券市场的民事赔偿问题,同时其也具备提起示范诉讼的正当性基础,可以构建具有中国特色的示范诉讼模式。

杜勇波、张海洋的《对“抢帽子”市场操纵行为的认识与反思——由一起“黑嘴”案引发的思考》进一步厘清“抢帽子”市场操纵行为的实质内涵、构成要件。文章从一起案例谈起,对“抢帽子”行为的实质属性、构成要件、立法的完善及证明路径进行

了论述,提出了相应的观点。

谢刚凯、张永卫的《上市公司并购重组现状及趋势分析》通过分析中国证监会第六届上市公司并购重组审核委员会审核项目的情况,尤其是审核未获通过项目情况,着重分析上市公司并购重组审核关注点、支持的领域和发展趋势。

林蔚然、刘畅、汪哲、陈建桦的《证券交易所现场检查制度的相关问题研究》在新修订的《证券交易所管理办法》中明确了证券交易所的一线监管职责并赋予其对上市公司等市场参与主体进行现场检查的权力的契机下,通过对交易所现场检查相关规定以及监管实践的梳理,在借鉴境外经验的基础上,对交易所现场检查的制度基础提出了进一步的完善意见。

【投教园地】收录了3篇文章。

杨柯、李绚的《上海期货交易所投资者教育产业服务实践与发展》结合期货市场20余年来与实体经济共生发展的历程,阐述上海期货交易所多年来坚持以服务实体经济为宗旨,在产业服务方面的实践和探索。近年来,为培育机构投资者,优化市场结构,上海期货交易所面向产业客户推出“风险管理研讨班”,并逐步形成面向不同受众、各具特色的“期货大讲堂”系列投资者教育品牌,帮助解决制约企业利用期货市场面临的市场环境、管理水平和人才培养等因素,从产业服务实践出发,探讨投资者教育的模式。

刘飞烨、潘琼的《湘财证券投资者教育实践与探索》指出了投资者教育工作的必要性。随着市场的不断发展,创新成为常态,将会有越来越多的新产品、新业务、新业态出现,证券公司不但要充分了解市场上的产品,更要对投资者的需求具有深入了解,通过更加专业的服务提升投资者满意度,拓宽投教工作思路,使投资者权益得到最大程度的保护,让证券公司和投资者获得双赢的局面,使整个市场迎来更加健康的发展。

沈宇锋的《资管新规监管背景及逻辑》以宏观外部视角,通过梳理分析新规出台的背景因素,帮助大家解读新规背后的监管逻辑,以便更好地理解 and 把握新规,并希望在此基础上对实际的资管业务有所指导和借鉴。

【案例探析】收录了2篇文章。

张巍、邓峰的《公司章程的多层次审查:投服中心的初始贡献》认为,公司章程自治日益成为一个理论问题,其合规性和正当性审查,也日益并且应当成为资本市场、证券监管和公司法律研究的重点问题之一。无论是公司登记机关、产业监管部门还

是证监会、证券交易所、法院,还是以法定公益股东为定位的中证中小投资者服务中心有限公司,也都面临这一问题的挑战。诸如控股股东滥用股权、小股东权利保护等重大命题都与章程审查密切相关。文章对章程审查的必要性、现有审查的法律体系和层次进行了总结,结合中证中小投资者服务中心有限公司已开展的工作,对所有上市公司章程梳理的初步结论进行了阐释,并对未来的工作进行了展望。

范雪飞、连环的《从两个调解案例看上市公司虚假陈述民事诉讼前置条件之缓和》认为,当下正是前置条件将取消而未取消的过渡时期,应当立足于前置条件的证据本质,将前置条件的范围进一步放宽,所有已经生效的,能够初步证明行为人实施了证券虚假陈述行为的,相关国家机关、社会团体或者虚假陈述行为人做出的,书面形式的表面证据(*prima facie evidence*)都应当被纳入前置条件中。其不仅几乎涵盖了全部或者至少涵盖了绝大多数情形下人们能够证明行为人实施了虚假陈述行为的表面证据,同时还符合民事诉讼法对起诉基本事实的要求,而且还满足了证券市场证据的专业性和技术性要求,最大限度地达到了对保障投资者的诉权、证券市场稳定、证据专业性以及遵守民事诉讼法的兼顾。

【域外译丛】收录了1篇文章。

该部分包含了《德国〈投资者示范诉讼法〉译文》,在考虑中小投资者团体诉讼构建模式时,德国的示范诉讼模式提供了一个可供参考的思路,而在构建我国本土化的团体诉讼模式制度时,应该从三个维度来考量:诉前,包括案件范围、原被告的明确、管辖权等;诉中,包括民事赔偿案件的损害计算、证据认定的效力等;诉后的执行程序,明确保护中小投资者权利的路径。

目 录

政策解读

资管计划的结构、功能与法律性质

——以券商系资管计划为样本

刘 燕 003

上市公司治理准则最新修订：积极推动机构投资者参与公司治理实践

林雨晨 030

理论探究

差异化股权制度东渐背景下的中小股东保护

汪青松 肖 宇 043

股东大会授权董事会的法理分析

——基于理论与实践的双重解读

蒋大兴 薛前强 059

我国公开征集投票权规范性研究

张钦昱 084

市场实务

投服中心民事赔偿诉讼方式研究

罗 荟 101

对“抢帽子”市场操纵行为的认识与反思

——由一起“黑嘴”案引发的思考

杜勇波 张海洋 123

上市公司并购重组现状及趋势分析

谢刚凯 张永卫 133

证券交易所现场检查制度的相关问题研究

林蔚然 刘 畅 汪 哲 陈建桦 150

投教园地

上海期货交易所投资者教育产业服务实践与发展

杨 柯 李 绚 165

湘财证券投资者教育实践与探索

刘飞烨 潘 琼 171

资管新规监管背景及逻辑

沈宇锋 180

案例探析

公司章程的多层次审查:投服中心的初始贡献	张巍 邓峰	195
从两个调解案例看上市公司虚假陈述民事诉讼前置条件之缓和	范雪飞 连环	209

域外译丛

德国《投资者示范诉讼法》译文	上海市第一中级人民法院课题组	219
----------------	----------------	-----

CONTENTS

Policy Interpretation

- The Structure, Function and Law Nature of the Asset Management Plan
—Take Brokers Asset Management Plan as a Sample Liu Yan 003
- The Latest Revision of Corporate Governance Standards for Listed
Companies: Promoting Institutional Investors to Participate in
Corporate Governance Practices Lin Yuchen 030

Theoretical Exploration

- To Protect Minority Shareholders under the Background of Differential
Equity System Spreading Wang Qingsong Xiao Yu 043
- An Analysis on Juridical Logic of Board of Directors Being Authorized
by Shareholders' Meetings
—A Dual Interpretation based on Theory and Practice Jiang Daxing Xue Qianqiang 059
- A Normative Research on the Open Solicitation Voting Rights in China
Zhang Qinyu 084

Market Practice

- Research on the Approach of Civil Compensation Lawsuit for the ISC Luo Hui 101
- Recognition and Reflection on the Market Manipulation of Scalping
—Reflections triggered by a “Black Mouth” Case Du Yongbo Zhang Haiyang 123

Analysis on the Actuality and Trend of the Mergers and Acquisitions of Listed Companies	Xie Gangkai Zhang Yongwei	133
Research on Site Inspection System of Shanghai & Shenzhen Stock Exchange	Lin Weiran Liu Chang Wang Zhe Chen Jianhua	150

Investor Education

The Industry Service Practice and Development of Investors Education in SHFE	Yang Ke Li Xuan	165
The Practice and Exploration of Investors Education in the Xiangcai Securities Co. Ltd.	Liu Feiye Pan Qiong	171
Research on the Regulation and Logic of the Regulating the Asset Management Business of Financial Institutions	Shen Yufeng	180

Case Study

The Multi-dimensional Scrutiny of Articles of Association: ISC's Initiative Contribution	Zhang Wei Deng Feng	195
To Recognize the Mitigation of the Pre-procedure of the False Statement of Listed Companies from the Two Mediation Cases	Fan Xuefei Lian Huan	209

Overseas Observation

German Test Case Law Shanghai No. 1 Intermediate People's Court Research Group		219
---	--	-----

I

政策解读
INVESTOR

资管计划的结构、功能与法律性质

——以券商系资管计划为样本

刘 燕*

摘要:对资管计划法律性质的争议已久,“委托 vs. 信托”难分伯仲。其原因既有分业监管的法律框架对民商法定性的干扰,也有概念层面的辩论与实践脱节的局限。以券商系资管计划为样本,可以发现,在定向资管计划、集合资管计划、优先-劣后的结构化资管计划、专项资管计划的名义下,券商系资管计划覆盖了从结构融资到受托投资管理的各类金融活动,发挥了资产管理、融资借贷、融资担保等不同功能,还通过对接与嵌套参与了我国影子银行的形成。“受人之托、代人理财”背后蕴含的“合同自治”成了资管计划基因突变的民商法基础,而证券监管规则通过设置受托人义务和受托财产安全的底线,维系着资管市场的基本秩序,并曾经在系统性风险出现时以国家信用兜底。“信托 vs. 委托”之争难以触及商业实践的真正痛点,但信托说的历史功绩不容否认。当资管回归本源后,应在构建一个完整的资产管理法律框架的同时,明确受托管理人信义义务的具体内容。

关键词:资管计划 大资管 信托与委托之争 系统性风险

一、问题与研究进路

本文的目的是探讨资管计划的法律性质。“大资管”包括银行理财、信托计划、券商资管、基金专户、期货资管、保险资管等各种业态,既具共性,也有差异。笔者选择以券商系资管计划为样本进行研究,主要有以下几点考量。

* 北京大学法学院教授。

第一,券商系的资管计划是我国资管业态发展的起点,也最早被直接命名为“资产管理”。同时,券实践中商系资管的交易模式最丰富,既涉及投资人端,也涉及融资人端,可谓贯穿了整个投融资业务链条,最具代表性。当然,各金融子行业的资管都各具特色,商业逻辑也略有差异,^①但交易模式与功能基本上都没有超出券商系资管计划的范围。

第二,之所以看重交易模式,是因为它是对资管计划进行法律定性的前提与基础。资管计划法律性质的争议几乎与我国资管业20年的发展如影随形,在旷日持久的“委托 vs. 信托”之争中,学界的主流观点旗帜鲜明地持“信托”说。然而,法律上的定性离不开法律概念,但我们所使用的法律概念大多是近二三十年从域外借鉴过来的,不少概念的内涵与外延在学者中并无共识。更关键的是,我国金融市场发展阶段、商业交易模式与域外不完全相同,作为舶来品的法律概念与规则有时很难与之对接。本质上,金融交易是商业操作与法律(合同与监管)规则的一体化,这一理念被国内学者表述为“金融交易的三位一体”,^②域外则称之为“金融的法律理论”。^③因此,相较于从法律概念出发给商业实践贴标签,本文更愿意首先关注资管计划的交易结构和功能。当交易操作细节都明晰了,法律定性或许也就不能成为一个争议问题了。

第三,正如业界人士所指出的,本次“资管新规”更多地是解决中国特色的影子银行问题,核心是银行的违规信贷业务对大资管渠道的充分运用或滥用,它与域外典型的资产管理并非一码事。^④的确,资管新规引发最大反响的是在银行理财领域,但焦点并非银行理财的法律定性问题或“委托 vs. 信托”之争,而是银行业务的影子化带来的系统性风险及其化解。而券商系资管业务在发展的前10年中就出现了系统性风险问题。从某种意义上说,近年来“大资管”的快速发展、风险积聚以及当下严厉的监管风暴,都可以在券商系资管计划中找到前车之鉴。

① 关于银行理财,参见柳灯、杨董:《银行理财十年蝶变》,经济管理出版社2015年版,第57~88页;关于信托计划,参见谈李荣:《金融信托交易模式演进的法律逻辑》,载《华东政法大学学报》2017年第5期;缪因知:《证券投资信托的法律构造与监管流变》,载《当代法学》2017年第2期。

② 参见楼建波:《金融商法的逻辑》,中国法制出版社2017年版,前言第1~2页;刘燕:《打破刚兑需要信托法,更需要监管法》,载微信公众号:InlawweTrust,2017年12月15日。

③ See Katharina Pistor, "A Legal Theory of Finance", 41 *Journal of Comparative Economics* 315 (2013).

④ 参见官巨:《“大资管”名不符实 何以回归本源?》,载微信公众号:金融混业观察,2017年12月8日。从影子银行角度分析,参见孙国峰、刘琼:《资管业治乱,探索目标导向的金融监管模式》,载《财经》2017年第29期;法学角度的最新观察,参见郭雳:《中国式影子银行的风险溯源与监管创新》,载《中国法学》2018年第3期。

二、资产管理及其在金融市场中的位置

资管新政的讨论催生了许多有意思的概念,“大资管”“大信托”“大证券”,然后又“影子银行”“金融乱象”等,名头越来越大。如此宏大的词汇,某种程度上意味着概念的内涵和外延都是不太清晰的,或者不容易清晰化。法律人天生希望把事情搞精确,否则很难进行法律适用。因此,讨论资管计划的法律问题,首先需要明确资管计划在金融市场中的角色。此次资管新政给“资产管理”作出了一个明确的定义,^①它确实意味着跨越不同金融子行业的“大资管”。那么,这种“大资管”与金融市场之间是什么样的关系?

(一)大资管与金融市场

金融传统上被称为资金融通,如今已成为一个资源分配机制,不仅分配资金,还分配风险,通过重新配置风险进行风险管理,这就形成了银行、证券、保险和期货等金融子行业。如图1所示,金融市场就其最基本的功能而言可被切分成资金融通和保险或风险管理两大块。“资金融通”包括直接融资与间接融资。银行属于间接融资领域,由存款人通过银行把钱放给借款人。直接融资领域是投资银行在中间做撮合,然后由发行人直接发行证券给投资人。这两个金融子行业在真正进行资金输送与重新分配。在“保险和风险管理”这一块下既有保险公司承担的传统保险,也有新型的风险管理工具——衍生品,或者叫衍生交易、衍生工具。

此外,金融业还包括信托、基金等传统或典型的资产管理业态。作为营业性行为的信托,从历史源流看,与银行有非常密切的联系,很多国家都是银行兼营信托业务,所以在图1中把它放在了银行的旁边。^②相反,基金在历史上是与证券市场投资交织在一起的,故图1中把它放在了投资银行旁边。^③可以说,在“大资管”概念登场之前,金融市场已经形成了这样一个以功能划分的不同子行业组成的基本格局。

① 参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》2018年第2条。

② See Charles S. Tippetts, “Fiduciary Powers of National Banks”, 15 *The American Economic Review* 417 (1925); 参见廖强:《制度错位与重建:对我国信托业问题的思考》,载《金融研究》2009年第2期。

③ 参见[美]马修·P. 芬克:《幕内心声:美国共同基金风云》,董华春译,法律出版社2011年版,第7~9页。