


证券法苑

第二十四卷
(2018年4月)

黄红元 总编
蒋 锋 卢文道 主编

中文社会科学引文索引(CSSCI)来源集刊

Zheng Quan Fa Yuan

 法律出版社
LAW PRESS · CHINA

 上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

总编 黄红元
主编 蒋 锋 卢文道

Zheng Yuan Fa Yuan

证券法苑

第二十四卷
(2018年第4期)


法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第二十四卷 / 蒋锋, 卢文道主编. -- 北京: 法律出版社, 2018

ISBN 978 - 7 - 5197 - 2257 - 9

I. ①证… II. ①蒋… ②卢… 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(2018)第 101225 号

证券法苑(第二十四卷)
ZHENGQUAN FAYUAN
(DI - ERSHISI JUAN)

蒋 锋 卢文道 主编

责任编辑 彭 雨
装帧设计 贾丹丹

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 中煤(北京)印务有限公司
责任校对 李景美
责任印制 张建伟

编辑统筹 法律考试·职业教育出版社
开本 710 毫米×1000 毫米 1/16
印张 29
字数 413 千
版本 2018 年 5 月第 1 版
印次 2018 年 5 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 - 2257 - 9

定价:87.00 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

黄红元

学术指导委员会

(按姓氏笔画排列)

王利明 吴志攀 顾功耘 徐 明 郭 锋 黄 炜

编辑委员会

主 任：蒋 锋

副 主 任：卢文道

委 员：(按姓氏笔画排列)

甘培忠	叶 林	冯 果	吕红兵	朱慈蕴
刘俊海	吴 弘	宋晓燕	张子学	陈 洁
陈 甦	罗培新	周仲飞	赵旭东	胡宝海
郭 雳	彭 冰	董安生	韩 康	程合红

主 编：蒋 锋 卢文道

执行编辑：王升义 陈亦聪

编 辑：武俊桥	谭 婧	张 媛	彭鲁军	吴 琼
丛怀挺	周莹盈	姜沅伯	邹 露	滕玉琳
阎俊忆	谢贵春			

卷首语

草长莺飞,春意盎然,《证券法苑》迎来了2018年的第一卷。本卷除“第六届上证法治论坛扫描”外,收录了证券法治领域的19篇优秀稿件。相关栏目和文章介绍如下:

【第六届上证法治论坛扫描】为本卷特设栏目。

2017年12月15日,由上海证券交易所主办,北京大学、中国人民大学和华东政法大学联合举办,以“新时代资本市场法治建设”为主题的第六届“上证法治论坛”在上海召开。本卷收录了论坛上的致辞讲话和专家学者的精彩演讲,并整理了会议专题研讨综述,藉以将论坛精彩内容带给读者。

【前沿探讨】本栏目收录了四篇论文。

私募基金“老鼠仓”行为因其损害了基金财产及基金份额持有人的利益,破坏了证券市场“公平、公正、公开”原则及基金行业正常交易秩序而受严厉规制。巩海滨、赵涛的《私募基金“老鼠仓”行政处罚研究》关注了《证券投资基金法》与《私募投资基金监督管理暂行办法》在对“老鼠仓”行为规制上的差异,从法律解释和法律适用角度论证了私募“老鼠仓”行政处罚可以且应当适用《证券投资基金法》的有关条款。

2017年12月,香港联交所宣布拟允许含有差异化表决权架构的创新产业公司上市,引起了市场

的广泛讨论与关注。林海、常铮在《境外资本市场差异化表决权监管路径探究及启示》一文中梳理了对差异化表决权架构的不同观点,比较了境外差异化表决权监管实践,提出了在世界主要交易所争夺优质企业上市资源风潮愈演愈烈的背景下推进我国差异化表决权架构试点的建议。

在证券市场监管中,认定公司的实际控制人,进而明确相应的责任归属,具有重要的规范和实践意义。截至2017年12月底,沪市有63家上市公司披露无实际控制人。李祎璐、许鹭嘉和韩松林在《上市公司无实际控制人情况探析——基于沪市视角》一文中梳理了沪市无实际控制人公司的基本情况,对该类公司的实际控制状态、认定难点及相应监管逻辑作了理论和规则探讨。

证券指数是否构成作品或者其他形式的保护客体,从而获得知识产权法的保护,证券指数编制机构对于指数享有哪些权利或者利益,如何在树状产品网络中合理设定证券指数权益保护的范围和边界,是目前国内证券指数权益法律保护方面的疑难问题。吴琼、邹露和陈亦聪的论文《证券指数权益保护的法理逻辑与政策脉络——美国市场若干典型案例分析》选取了美国市场上8起典型案例进行了分析,提出了推动立法完善、充分运用反不正当竞争法的保护框架以及通过指数许可使用合同提供更周密的保护三方面的研究建议。

【制度研究】本栏目收录了三篇论文。

上市公司分拆上市将使母公司在实体变化、财产债务转移、股份分配、股东退出等方面产生一系列的法律后果,处理不慎极有可能损害债权人的利益。各国公司法中有关上市公司分拆上市债权人保护的制度主要有信息公开制度、债权人异议制度、连带责任制度和分拆无效制度。徐聪的论文《上市公司分拆上市的债权人利益保护》重点就债权人行使异议权的条件、主体、期间、效力,连带责任制度中的主体、内容、期间进行了探讨。

准入资格设置缺乏统一性,独立性有关规定不够完善,以及职责履行的尽职程度不够充分是目前我国上市公司收购财务顾问制度存在的弊端。高鹏程、曹璐、操龙飞在《关于完善上市公司收购中财务顾问制度的思考》一文中提出应当从统一财务顾问准入要求、完善财务顾问

独立性机制和强化财务顾问履职约束三个方面提高财务顾问的履职能力和履职水平。

相比银行等其他类型债权人、公司债券发行人股东以及发行人管理者,公司债券持有人在信息获取等诸多方面存在明显的弱势。张媛的《论债券持有人弱势地位与持有人会议制度的完善》一文重点关注了如何借助持有人会议制度矫正公司债券持有人的弱势地位,从会议召集、会议组成、议事范围、会议决议、决议执行和司法救济六个方面提出了我国持有人会议制度的完善建议。

【市场观察】本栏目收录了五篇论文。

戴鑫泽的论文《企业 IPO 中的“三类股东”——从私法和监管角度谈“三类股东”之适格性》讨论了“三类股东”(契约型私募基金、资产管理计划和信托计划)的适格性问题。在私法层面,“三类股东”具有法律实体“资产独立”的内在特征及“登记公示”的外在特征,具有持股资格且持股清晰稳定,适格性较为明确。在金融监管语境下,应对“三类股东”的“IPO 股东”适格性进行二次审查监管,包括通过穿透以审查合格投资者及资产风险披露,以及根据 IPO 特别审核要求对“三类股东”的“IPO 股东”适格性进行审查。

朱宝丽的论文《社会效应债券运行原理、域外实践与发展路径研究》分析了社会效应债券的法律属性、作用价值、运行机制,对社会效应债券在美、英、澳等国实践进行了考察,提出了推进社会效应债券在国内发展的实现路径。

前些年,我国的资管市场纷繁复杂,各类资管产品层出不穷,但也出现了偏离其本质的刚性兑付、多层嵌套、底层资产不确定等问题,而囿于分业监管模式,资管行业难以实现统一有效的规范发展。尤婧的《资管业务现状及新规简析》正是在这一背景下的有益思考。其认为,五部委发布的资管新规虽然能够起到回归资管本质、消除监管套利的功能,但并未界定资产管理业务的法律属性。资产管理的基本法律框架应当以信托关系为基础,以信托法为基础,制定资产管理业务法,从而对资产管理业务进行功能监管。

张凤翔、王向前的论文《论上市公司要约收购制度的完善——以爱建集团要约收购案为视角》选取了 2017 年声噪一时的爱建集团要

约收购案作为样本,讨论了上市公司要约收购中投资人的主体资格、收购资金来源的合法性、股份增减持信息披露以及反要约收购制度的规范性等四个方面的现实疑难问题,有针对性地提出了完善一致行动人资格审查制度、施行全面的收购资金来源约束机制、进一步严格股份增减持信息披露规则以及健全反收购措施规范制度等四个方面的建议。

近年来,上市公司破产重整中以资本公积转增进行出资人权益调整的做法日益普遍。一些上市公司利用这一操作手法规避了证监会对上市公司非公开发行股份的行政许可,绕过了现行有关非公开发行股份的一系列规定约束。陈霖在《论对上市公司破产重整中出资人权益的特殊调整形式的监管》一文中提出了完善对出资人权益的特殊调整形式的监管建议。

【金融法制】本栏目收录了三篇论文。

赵希在《论证券、期货市场新型操纵行为的刑法规制路径》一文中分析了我国市场上出现的信息型操纵、技术型操纵、场外交易市场操纵和基准操纵四种新型操纵行为。我国刑事立法对操纵本质的狭义界定导致现有条文无法涵盖新型操纵行为,以至于实践中过度依赖兜底条款。赵希提出,应当对操纵本质进行重新界定,将操纵本质理解为市场优势地位的滥用,同时通过司法解释填充兜底条款内容,完善对新型操纵行为的刑事处罚规定。

原油期货于2018年3月在上海国际能源交易中心挂牌交易。原油期货上市之路,恰似我国资本市场对外开放的缩影。黄鹜在《原油期货上市的法律难点与对策回顾》一文中分析了原油期货上市的法律难点,提出了相应的法律对策。

大连商品交易所法律与合规监督部在《美国期货市场操纵相关立法沿革及实施效果研究》一文中跟踪了美国期货市场在市场操纵行为规制上从结果导向到行为导向的立法沿革。2010年美国《多德—弗兰克法》颁行后,在面对长期存在的操纵案件“查处难”问题时,CFTC采取的策略包括通过和解实现处罚,无法证明存在人为价格时以“试图操纵市场价格”来指控,积极促成新判例降低举证难度,以及发挥交易所自律监管功能。美国市场的经验给我国完善期货市场操纵执法带来

了积极的启示。

【域外法制】本栏目收录了三篇论文。

蒂莫西·E.林奇的论文《美国的次优选择：对纯投机衍生品的适度监管》介绍了纯投机衍生品（purely speculative derivatives, PSD）在美国的发展近况以及2010年以来美国如何借助《多德—弗兰克法》加强对纯投机衍生品的监管。作者认为，纯投机衍生品仅仅是将财富从一个交易对手转移到另一个交易对手，同时破坏了总财富；在资本市场中，它们起不到促进效率的作用，而且增加了市场的整体风险。这一观点对国内一些“自娱自乐”式的金融创新具有针砭意义。

在国内公司法研究中，不少文献论证了在国内引入董事责任保险制度的必要性。迈克尔·霍夫曼—贝金的文章《德国董事责任保险制度的悖论》讨论了董事责任保险制度存在的种种悖论，特别是公司以自己承担费用的方式为其组织机构成员签署保险合同，从而为这些成员在因违反法律义务给公司造成损失的情况下提供保护。作者提出，德国立法者应该响应学界的呼声，准许股份公司通过章程对董事的内部责任进行限制，即免除其因轻微过失所导致的损害赔偿责任，抑或引入最高责任的限额的方式，终结董事责任保险的畸形发展。该文章对重新思考在国内进行董事责任保险制度移植有所启示。

梅杨、刘沛佩翻译了《美国证券交易委员会关于智能投顾的指引更新和投资者公告》。智能投顾指引就智能投顾如何履行《1940年投资顾问法》规定的相关义务提出了建议，包括信息披露的内容和方式要适当、为客户提供的建议要适宜、通过调查问卷收集的信息要合理，以及基于运作的特殊性建立有效的合规方案等。投资者公告回应了投资者较为关切的几方面问题，如智能投顾的概念、适当的人际互动程度、投资者的信息负担、智能投顾的投资方法、智能投顾的收费等。

【法治述评】是本卷特设栏目。

本卷收录的《2017年证券市场法治述评》，从立法、行政、司法、自律管理和法治研究等维度对2017年的资本市场法治发展进行了整体梳理和归纳。

希望《证券法苑》能够汇集更多、更优秀的研究成果,一点一滴推进证券法治的进步。

编者

2018年3月

卷首语 / 1

【第六届上证法治论坛扫描】

在第六届上证法治论坛上的致辞/吴清 / 1

深入学习贯彻党的十九大精神 大力推进新时代资本市场法治建设/黄炜 / 4

面向发展的适度监管/张守文 / 9

法治:建设科技强国的有力支撑

——以科技公司的上市为主要观点/顾功耘 / 13

证券市场与公司社会责任/郭锐 / 16

中国公司法的改革与发展/赵旭东 / 22

加快证券法修改步伐 为建设新时代资本市场体系奠定法治基础/郭锋 / 26

把准审计师的法律责任 确保证券市场信息披露的质量/张为国 / 31

多措并举,积极推进立体型中小投资者保护机制/徐明 / 35

上市公司收购中的资本文明与制度保障/卢文道 / 40

战略性新兴产业发行上市与股票发行制度完善/吕红兵 / 45

上市公司收购中的非理性行为分析/马骁 / 52

第六届上证法治论坛会议综述/上海证券交易所法律部 / 65

【前沿探讨】

私募基金“老鼠仓”行政处罚研究/巩海滨 赵 涛 / 74

境外资本市场差异化表决权监管路径探究及启示

/林 海 常 铮 / 86

上市公司无实际控制人情况探析

——基于沪市视角/李祎璐 许鹭嘉 韩松林 / 106

证券指数权益保护的法理逻辑与政策脉络

——美国市场若干典型案例分析

/吴 琼 邹 露 陈亦聪 / 124

【制度研究】

上市公司分拆上市的债权人利益保护/徐 聪 / 158

关于完善上市公司收购中财务顾问制度的思考

/高鹏程 曹 璐 操龙飞 / 177

论债券持有人弱势地位与持有人会议制度的完善

/张 媛 / 198

【市场观察】

企业 IPO 中的“三类股东”

——从私法和监管角度谈“三类股东”之适格性

/戴鑫泽 / 217

社会效应债券运行原理、域外实践与发展路径研究

/朱宝丽 / 237

资管业务现状及新规简析/尤 婧 / 253

论上市公司要约收购制度的完善

——以爱建集团要约收购案为视角/张凤翔 王向前 / 266

论对上市公司破产重整中出资人权益的特殊调整形式

的监管/陈 霖 / 280

【金融法制】

论证券、期货市场新型操纵行为的刑法规制路径/赵 希 / 293

原油期货上市的法律难点与对策回顾/黄 鹭 / 314

美国期货市场操纵相关立法沿革及实施效果研究

/大连商品交易所法律与合规监督部 / 329

【域外法制】

美国的次优选择:对纯投机衍生品的适度监管

/[美]蒂莫西·E.林奇 著 李 铭 余治志 译 / 340

德国董事责任保险制度的悖论

/[德]迈克尔·霍夫曼-贝金 著 张怀岭 译 / 385

美国证券交易委员会关于智能投顾的指引更新

和投资者公告/梅 杨 刘沛佩 译 / 397

【法治述评】

2017年证券市场法治述评/姜沅伯 邹 露 / 412

征稿启事 / 439

编辑体例 / 443

Securities Law Review (Serial No. 24) (2018)

Foreword / 1

[Overview on the 6th SSE Law Forum]

Remark at the 6th Legal Forum of Shanghai Stock Exchange/*Wu Qing* / 1

Study the Spirit of 19th CPC Party in depth, Promote the Construction of Legal System in Capital Markets for New Era/*Huang Wei* / 4

Modest Regulation for Development
/*Zhang Shouwen* / 9

Rule of Law: Strong Support for Building A Technology Superpower

—from the Perspective of Listing of Tech Companies/*Gu Gongyun* / 13

Securities Markets and Social Responsibilities of Corporates/*Guo Rui* / 16

Reform and Development of Corporate Law in China/*Zhao Xudong* / 22

Step Up the Revision of Securities Law, Lay the Legal Foundation for Building A Capital Market System for New Era/*Guo Feng* / 26

Define the Legal Liabilities of Auditors Precisely, Secure the Disclosure Quality in Securities Markets

/Zhang Weiguo / 31

Adopt Multi Measures, Promote the Multidimensional System of Investor Protection/*Xu Ming / 35*

Capital Civilization and System Safeguard in Corporate Takeover/*Lu Wendao / 40*

Listing of Strategic Emerging Enterprises and Improvement of the Stock Issuance System/*Lv Hongbing / 45*

Analysis of the Irrational Behavior in Corporate Takeover/*Ma Xiao / 52*

Summary of the 6th SSE Legal Forum/*Legal Affairs Department of SSE / 65*

[Frontier Discussion]

Research on Administrative Penalty of “Rat Trading” in Private Equity/*Gong Haibin and Zhao Tao / 74*

Exploration and Insight of the Regulation Path of Unequal Voting Rights in Overseas Capital Markets/*Lin Hai and Chang Zheng / 86*

Exploring the Issues of Listed Companies with No Actual Controlling Person

—from the Perspective of SSE Market/*Li Yilu, Xu Lujia and Han Songlin / 106*

Legal Logic and Policy Context of Securities Index Rights Protection

—Based on Key Cases in U. S. Markets/*Wu Qiong, Zou Lu and Chen Yicong / 124*

[Legal System Study]

Creditor interests protection of Listed Company Spin-off Listing / *Xu Cong / 158*

Reflections on Perfecting the Financial Advisor System in the Acquisition of Listed Companies / *Gao Pengcheng, Cao Lu and Cao Longfei* / 177

On the Weak Position of Bondholders and the Enhancement of the Bondholder's Meeting System / *Zhang Yuan* / 198

【 Market Observation 】

“Three Types of Shareholders” in the Corporate IPO

—Discussion of the Three Types of Shareholders' Eligibility from the Perspective of Private Law and Supervision / *Dai Xinze* / 217

Social Effect Bond: Operation Theory, Foreign Practice and Development Path / *Zhu Baoli* / 237

The Status and New Regulation of Asset Management Business / *You Jing* / 253

On the Perfection of Tender Offer System of Listed Companies

—from the Perspective of Tender Offer against Aijian Group / *Zhang Fengxiang and Wang Xiangqian* / 266

On the Supervision of the Special Adjustment of the Investors' Equity in the Reorganization of Listed Companies / *Chen Lin* / 280

【 Financial Legislation 】

On the Criminal Regulations of the Emerging Manipulations in Securities and Futures Markets / *Zhao Xi* / 293

Retrospect on Legal Difficulties and Countermeasures for Launching Crude Oil Futures

/ *Huang Ao* / 314

Research on the Evolution and Implementation Effect of U. S. Legislation against Futures Market Manipulation / *Legal and Compliance Department of Dalian Commodity Exchange* / 329

【Overseas Legislation】

The United States' Secondbest Strategies for Corraling Purely Speculative Derivatives / [U. S.] *Timothy E. Lynch*, Translated by *Li Ming and Yu Zhizhi* / 340

The Paradox of the German Directors' Liability Insurance System/ [GER] *Michael Hoffmann - Becking*, Translated by *Zhang Huailing* / 385

U. S. Securities and Exchange Commission's Guidelines on Intelligent Investment Adviser and Investor Announcements/[U. S.] *Securities Exchange Commission*, Translated by *Mei Yang and Liu Peipei* / 397

【Review of Legislation in 2017】

Commentary on Rule of Law of Securities Market in 2017/ *Jiang Yuanbo & Zou Lu* / 412

Invitation for Contribution / 439

Editing Style / 443