



中证中小投资者服务中心

CHINA SECURITIES
INVESTOR SERVICES CENTER

投资者 INVESTOR

第2辑
(2018年4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2辑
(2018年4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2辑 / 郭文英，徐明主编. -- 北京：法律出版社，2018

ISBN 978 - 7 - 5197 - 2285 - 2

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

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 100924 号

投资者(第2辑)
TOUZIZHE(DI 2 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 马 丽
责任印制 吕亚莉

编辑统筹 财经法治出版分社
开本 787 毫米×1092 毫米 1/16
印张 14.5
字数 250 千
版本 2018 年 4 月第 1 版
印次 2018 年 4 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 - 2285 - 2

定价:50.00 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：鲁小木 卢 勇 杨 宏 姜 皓 张 建

郜 峰 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3月30日国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见》的通知,对试点原则、试点企业、试点方式及投资者保护工作作出了规定,进一步加大资本市场对实施创新驱动发展战略的支持力度。本辑开设政策解读栏目,对该文件进行研究探讨。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、金融、经济界的名家,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14篇文章以飨读者。

【政策解读】收录了1篇文章。

潘向东、刘娟秀及郑嘉伟的《CDR发行交易机制及相关配套措施》通过对存托凭证的理论综述,详细介绍了DR的构成要素和运作流程,结合ADR和TDR发行的经验,尤其通过对TDR陷入交易量萎缩、挂牌数量负增长的原因分析,探讨了国内发行CDR可能的交易和运行机制,结合CDR发行对市场的影响,前瞻性地分析了CDR发行可能遇到的难点,最终从明确试点企业的筛选机制,提高CDR发行定价效率,发挥CDR自由转换机制,加强监管配套、实施跨境监管等五个方面完善配套措施,以期通过这些方面的改进,加快CDR进入中国的步伐,丰富金融市场创新工具,拓宽投资者投资渠道,实现中国资本市场稳定发展。

【理论探究】收录了4篇文章。

中小投资者权益的保护体现在公司治理、事后救济制度建设等各项环节,范愉在《中小投资者保护与证券业纠纷解决机制的构建》一文中指出,根据金融消费者和中小投资者保护的原理和规律,在谨慎尝试示范诉讼、团体诉讼的同时,应将重点放在加强行政监管和行业自治,将先行赔付、赔偿基金制度化,构建常规性非诉讼救济机

制上。可在现有投服中心、行业协会调解和投诉机制的基础上,通过顶层设计建立统一专业权威的第三方纠纷解决机制,实现更加快捷、经济、公平、全面的救济。

曹兴权在《公司治理准则的司法适用》一文中认为,我国公司治理准则被消极对待的根本原因在于,自上而下的制定与推行机制背离公司治理准则的自律逻辑和内生属性。若坚持现有体制,则应主动利用司法裁判活动的检验、推广与发展促进效应,引导作为软法规范的公司治理准则规范向企业组织习惯的回归,弥补因自上而下的监管实践而内生的体制性缺陷以及因资本市场不成熟导致的遵守或解释评判机制而内生的市场性缺陷。为此,公司治理准则的制定者应关注司法对公司治规范的需求以及审查立场,完善修订机制与推广实施机制。

邢会强的《内幕交易民事诉讼与投资者保护:制度比较与模式选择》认为,我国内地对内幕交易的打击力度较弱需要加以改进,而美国和我国台湾地区对内幕交易的打击力度较强,可作为我国建构内幕交易民事赔偿诉讼的范本。可在借鉴美国模式、我国台湾地区有益经验的基础上,应当建立以中国证监会为主导、民事诉讼为补充的内幕交易民事赔偿模式。

徐聪的《上市公司分拆上市的中小股东权益保护》认为上市公司分拆上市对中小股东利害关系重大,由于中小股东的弱势地位以及大股东在分拆过程中可能涉及的利益输送和关联交易,使中小股东的合法权益受到损害,而现有关联交易回避制度的局限性并不能使这一情况发生改变。在分拆上市的过程中,涉及中小股东重大利益时应当实行分类表决机制,让中小股东集中行使表决权,使异议股东的利益得以保护。

【市场实务】收录了4篇文章。

邓峰的《论投服中心的定位、职能与前景》认为,中国的投服中心是对现有制度环境有针对性的反映,在不同的发展阶段,根据组织化的水平和能力,不断扩充其角色和职能,知识化、法定化乃至独立化,服务内容扩展化和平台化构成了未来的目标。

李有星、潘政的《证券市场虚假陈述揭露日的再认识》认为证券市场虚假陈述揭露日直接关系投资者的原告资格、胜诉权和损失赔偿等权益。揭露日的确定在理论和司法实践上多有争议。虚假陈述揭露日是满足法定要件的、能够相对确定地揭露虚假事实相关“信息真相”,揭示的内容应当具有指向性和相当的确定性,同时应着眼于上市公司的公众投资者的整体利益考量,避免过度的“二次伤害”发生。

吴伟央的《行政调解化解证券期货民事纠纷》认为,基层证监局在处理复杂疑难

的投诉举报案件中探索适用行政调解的方式化解证券期货民事纠纷,取得了较好的个案效果和社会效果;并对证监会系统构建行政调解制度、化解证券期货民事纠纷的理论和实务可行性进行了分析,就当前条件下构建和适用证监会系统行政调解机制的相关工作提供了建议。

苟晨露的《证券支持诉讼的实践探索与思考》认为,证券支持诉讼这一创新机制的建立,系基于对我国“散户”权益救济现状的分析,借鉴境内外司法实践,用好、用足现有法律机制所进行的制度创新。在实践探索中逐步形成支持诉讼对象选择专业性、公开征集模式创新性、宣传教育针对性的特色。为克服证券支持诉讼申请投资者数量激增、诉讼周期长等诉讼“瓶颈”,探索与构建示范判决制度具有其必要性。

【投教园地】收录了3篇文章。

徐良平、刘然的《深交所投资者保护工作的实践与探索——基于深市投资者结构与行为特征的分析》认为,针对我国资本市场投资者“一多四弱”的基本特征,一方面加强监管、健全机制,为投资者营造良好的外部市场环境;另一方面构筑平台、搭建桥梁、引导投资者形成内在的自我保护能力。近年来,深交所不断汇聚市场合力,深入开展三大投教主题活动;充分运用互联网技术,构筑六位一体服务平台;持续创新投教产品形式与内容,借助五大信息渠道提升宣传力度,打造出独具特色的“365”中小投资者权益平台。深交所投资者教育保护工作以调查研究为先导,在深入把握投资者结构与行为特征的基础上,探索科学有效的投资者保护路径。

马鸣的《进一步加强经营机构投资者教育工作的方式方法——以安徽实践为例》从经营机构角度出发,指出了经营机构投资者教育工作的作用机理,分析了我国经营机构投资者教育工作的总体情况和存在问题,以当前安徽地区证券期货经营机构探索投资者教育工作新方式和方法的具体实践为例,对经营机构做好投资者教育工作的方式和方法进行研究。

郑晓雯的《顺“适”而为 比比皆“适”——论投资者教育在适当性管理中的重要性》认为,投资者适当性制度是资本市场的一项基础制度,制定统一的适当性管理规定,是落实国务院有关文件部署和“依法监管、从严监管、全面监管”工作要求,明确、强化经营机构的适当性管理义务,切实保护投资者合法权益的重要举措。

【案例探析】收录了1篇文章。

陈洁的《“庶民”的胜利——“ST生化要约收购案”评析》认为,资本多数决和资金为王的并购市场上,市场各方对监管规则的理解和运用同市场主体对公司控制权

的争夺一样,都要不断经受市场的洗礼和冲击。在这样复杂多元的博弈中,庶民的胜利很难是常态。但是,伴随着上市公司股权结构的多元化,监管规则的完善与监管水平的提升,中小投资者集体积极行使股东权利,维护自己权利的愿望并非梦想。尽管道路漫漫,但我国并购市场越来越多庶民胜利,就意味着我们投资者保护的进步和我国资本市场的成熟。我们期待这样的胜利,即便它是透着沧桑,跋涉而来。

【域外视窗】收录了1篇文章。

郑学勤的《从美国证券市场投资者保护制度谈起》认为,美国的证券监管在历史上是一个创举。它创造了一种介于对市场放任自由的管理方式以及对能源电力等与国计民生有重大关系产业的传统监管之间的一种监管方式。

投资者保护是美国证券监管的核心,其主要手段是信息披露。惩治执法是对信息披露的补充。投资者保护的主要工作是防止和惩罚欺诈、市场操纵和内幕交易等不法行为。投资者保护本身不是目的,但离开了投资者保护,资本市场就无法实现集资功能。投资全民化对投资者保护提出了更高的要求。美国在投资者保护方面有许多有益经验,但也受自身历史条件的限制。向成熟市场的学习,不仅要了解他们怎么做,而且要了解他们为什么这样做,以建立自己精准有效的监管体系。

目 录

政策解读

CDR 发行交易机制及相关配套措施	潘向东 刘娟秀 郑嘉伟	003
-------------------	-------------	-----

理论探究

中小投资者保护与证券业纠纷解决机制的构建	范 愉	019
公司治理准则的司法适用	曹兴权	031
内幕交易民事诉讼与投资者保护:制度比较与模式选择	邢会强	051
上市公司分拆上市的中小股东权益保护	徐 聪	066

市场实务

论投服中心的定位、职能与前景	邓 峰	089
证券市场虚假陈述揭露日的再认识	李有星 潘 政	110
行政调解化解证券期货民事纠纷	吴伟央	129
证券支持诉讼的实践探索与思考	苟晨露	139

投教园地

深交所投资者保护工作的实践与探索		
——基于深市投资者结构与行为特征的分析	徐良平 刘 然	157
进一步加强经营机构投资者教育工作的方式方法		
——以安徽实践为例	马 鸣	165
顺“适”而为 比比皆“适”		
——论投资者教育在适当性管理中的重要性	郑晓雯	175

案例探析

“庶民”的胜利

——“ST 生化要约收购案”评析

陈 洁 185

域外视窗

从美国证券市场投资者保护制度谈起

郑学勤 205

征稿启事

215

编辑体例

217

CONTENTS

Policy Interpretation

The Issuing Transaction Mechanism and Related Measures of CDR

Pan Xiangdong Liu Juanxiu Zheng Jiawei 003

Theoretical Exploration

The Protection of Minority Investors and the Construction of Dispute

Settlement Mechanism in Securities Industry Fan Yu 019

The Judicial Application of the Corporate Governance Rules Cao Xingquan 031

The Civil Procedure in Insider Trading and Investors Protection Systems

Comparison and Model Selection Xing Huiqiang 051

The Protection of Minority Shareholders during Spin – off and Listing of

Listed Company Xu Cong 066

Market Practice

The Role, Function & Future of ISC Deng Feng 089

Further Understanding of the Disclosure Date of Misrepresentation

Li Youxing Pan Zheng 110

The Reflections and Recommendations of the Construction of

Administrative Mediation Mechanism to Resolve Civil Disputes over
Securities and Futures Wu Weiyang 129

The Exploration and Deliberation of Securities Supportive Litigation Gou Chenlu 139

Investor Education

The Exploration and Practice of the Investors Protection in SZSE	
—Analysis Base on Investors Structure and Behavior from Shenzhen Market	
	Xu Liangping Liu Ran 157
Research on Ways and Means to Further Strengthen Investor Education	
Work by Business Institutions	
—An Example of the Anhui Province's Practice	Ma Ming 165
An Investor's Understanding of the Importance in Investor Education on the	
Suitability Management of Securities and Futures Industries	Zheng Xiaowen 175

Case Study

A Victory of the Common People	
—Analysis on the Case of Acquisition by Tender Offer of ST	
Zhenxing Biopharmaceutical & Chemical Inc.	Chen Jie 185

Overseas Observation

Investors Protection System in U. S. Securities Market	Zheng Xueqin 205
Contributions Invited	215
Edit Style	217

I 政策解读

NVESTOR

CDR 发行交易机制及相关配套措施

潘向东* 刘娟秀** 郑嘉伟***

摘要:随着我国步入新时代,经济向高质量阶段发展,金融业对外开放步伐不断加快,证券市场也在逐步与国际接轨。在新时代经济背景下,各国对创新企业等优质企业的争夺也日趋激烈。在这样的条件下,我国勇于打破传统发行制度和法律法规的限制,通过引入 CDR 这一创新型金融工具,不仅有助于鼓励境外优质企业回归 A 股,留住更多的创新企业在国内上市,让投资者分享其成长成果,助推经济转型,而且也是我国金融业对外开放的具体举措。因此,本文通过对存托凭证的理论综述,详细介绍了 DR 的构成要素和运作流程,结合 ADR 和 TDR 发行的经验,尤其通过对 TDR 陷入交易量萎缩、挂牌数量负增长的原因分析,探讨了国内发行 CDR 可能的交易和运行机制,同时结合 CDR 发行对市场的影响,前瞻性地分析了 CDR 发行可能遇到的难点,最终从明确试点企业的筛选机制,提高 CDR 发行定价效率,发挥 CDR 自由转换机制,加强监管配套、实施跨境监管等五个方面完善配套措施,以期通过这些方面的改进,加快 CDR 进入中国的步伐,丰富金融市场创新工具,拓宽投资者投资渠道,实现中国资本市场稳定发展。

关键词:CDR 发行交易机制 配套措施

一、引言

2018 年正逢中国改革开放 40 周年,“两会”期间,政府工作报告明确提出,我国

* 新时代证券副总裁兼首席经济学家。

** 新时代证券首席宏观分析师。

*** 新时代证券宏观固收研究员。

经济从高速增长向高质量发展阶段转变。在传统产业出现一定程度回落,新经济成为中国经济中增长最快的板块的背景下,依靠新经济和创新型经济发展成为我国经济转变经济发展方式的必然选择。发行 CDR 有助于推进新经济和创新型经济回归我国 A 股市场,助推经济转型升级,化解经济深层次矛盾和问题关键。因此,2018 年 3 月 30 日,国务院办公厅转发中国证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》(以下简称《意见》),标志着中国存托凭证 CDR 发行已经进入倒计时。

《意见》从试点企业选取标准、筛选机制、试点方式、发行条件、基础制度安排、信息披露、投资者保护等十个方面,为创新企业境内发行股票或存托凭证奠定了制度基础,这是我国在经济向高质量发展和转型背景下,通过创新发行机制,凭借 CDR 等工具推动优质企业逐步回归 A 股市场的手段,也是落实我国金融业对外开放战略的具体举措。上述举措有助于推动我国资本市场与国际接轨,提高我国资本市场的国际化程度。那么 CDR 是什么?我国为何要推出 CDR? CDR 发行交易机制将会如何设计? CDR 推出将会对市场产生怎样的影响? CDR 试点将会存在哪些难点?后续我国还需要出台哪些配套措施?这些都是本文研究的重点。

二、关于存托凭证发行的理论基础

存托凭证(Depository Receipts, DR)是指在一国证券市场发行流通,代表外国公司有价证券的可转让凭证,属于公司融资业务范畴的金融衍生工具。根据 DR 所代表的基础证券不同,可分为普通股票、优先股和债券型。DR 起源于美国,早在 1927 年,JP 摩根银行首先发明了存托凭证,以方便美国人投资英国零售商塞尔福田奇(Selfridges)公司的股票。当时,英国法律禁止本国企业在海外登记上市,塞尔福田奇公司为了获得国际资本,便引入了 DR 这一金融工具。DR 的产生主要是为了规避有关国家境内筹资及境外投资限制性规定,同时由于其自身的诸多优点及金融全球化趋势等因素而取得显著发展。

(一)DR 的分类

根据发行地点不同,DR 可分为 ADR(美国存托凭证)、EDR(欧洲存托凭证)、HDR(香港存托凭证)、SDR(新加坡存托凭证)、GDR(全球存托凭证)等。CDR(Chinese Depository Receipts)是指在境外发行上市的公司,将部分已发行上市的股票

托管在当地保管银行,由中国境内的存托银行发行、在境内 A 股市场上市、以人民币交易结算、供国内投资者买卖的投资凭证。按照基础证券发行人是否参与存托凭证的发行,可分为无担保和有担保存托凭证。有担保存托凭证又可分为一级、二级、三级公开募集存托凭证和私募存托凭证。级别越高,登记要求越高,吸引力越大。同时,存托凭证发行目的越接近二级市场公开发行的股票,所受到的监管也越强(见表 1)。

表 1 有担保存托凭证不同类型比较

类目	一级 ADR	二级 ADR	三级 ADR	规则 144A
发行目的	不上市交易,不发行新股筹资,提高流动性,扩大投资者基础	上市交易,不发行新股筹资,提高流动性,扩大投资者基础	发行新 ADR,交易所上市,筹资,提高流动性,扩大投资者基础	私募
信息披露及文件规范	较宽松表格 F-6 注册 12g3-2(b)豁免	较严格表格 F-6 注册表格 20-F 报告	最严格表格 F-6 注册表格 20-F 报告	无注册需要 12g 3-2(b)豁免
美国证券交易委员会手册	需要,不必完全遵守美国证券交易委员会的信息披露规则	需要	需要	不需要
交易市场	场外交易市场(Over The Counter,OTC)	纽约证券交易所,纳斯达克交易所,美国交易所	纽约证券交易所,纳斯达克交易所,美国交易所	美国私募市场(PORTAL)
筹资能力	无,需升级	无,需升级	有	有
公开发行	否	否	是	否
发行时间	短	较长	长	较短
中国案例	轮胎橡胶、氯碱化工、二纺机、深深房、东方航空	第九城市、空中网、前程无忧、E 龙	上海石化、南方航空、华能国际、中国电信、中石化	马鞍山钢铁、庆铃汽车、仪征化纤、中海发展

资料来源:JP Morgan ADR 官网,新时代证券研究所。

(二)DR 的构成要素与运作流程

从世界范围来看,目前存托凭证交易最活跃的地区以欧美为主。尤其是随着 20 世纪 80 年代美国金融管制的放松,DR 在 20 世纪 90 年代欧美一些证券市场开放度较高的国家发展最迅速。因此,欧美对 DR 的运行机制和对资本市场的影响也较为成熟与显著。DR 的运作流程与构成要素如图 1 所示,其中: