

证券法苑

第十二卷
(2014年2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

Jing Yuan Fa Yuan

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

上海证券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

总编 桂敏杰
主编 黄红元 徐 明

Zheng Quan Fa Yuan

证券法苑

第十三卷
(2014年12月)


法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第13卷 / 黄红元, 徐明主编. —北京:

法律出版社, 2014. 12

ISBN 978 - 7 - 5118 - 7306 - 4

I. ①证… II. ①黄… ②徐… III. ①证券法—中国

一文集 IV. ①D922.287.4 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 285517 号

© 法律出版社·中国

证券法苑(第十三卷)

黄红元 徐明 主编

责任编辑 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 12 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 北京泰山兴业印务有限责任公司

印张 33.25 字数 464 千

印次 2014 年 12 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 - 7306 - 4

定价:78.00 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	陆泽峰	陈 洁	陈 甦	范永进
罗培新	周仲飞	赵旭东	胡宝海	郭 雳
彭 冰	董安生	韩 康	程合红	傅鼎生

主 编：黄红元 徐 明

执行编辑：卢文道 项 剑 王升义

编 辑：陈亦聪	杨 懿	谭 婧	王文心	张 媛
吴 非	徐 俊	彭鲁军	常 明	武俊桥
吴 琼	肖乃茹	阎俊忆		

卷首语

《证券法苑》是由上海证券交易所主办的法学学术集刊,截至目前已出版了十二卷 17 册,共计八百余万字,得到了各界诚挚的厚爱。在 2014 年秋季,我们为您带来了第十三卷二十三篇佳作。

本卷为总第十三卷,包括以下栏目和文章:

【公司治理】共收录五篇论文。

“我国上市公司控制权之争的最新态势与监管路径研究”全面分析了我国上市公司“控制权之争”发展演变的市场环境和内在特点,厘清了上市公司“控制权之争”涉及的公司内部治理规范和证券市场监管问题,并在此基础上探讨证券市场监管者如何有效应对各方股东争夺上市公司控制权过程中激化的各类矛盾冲突,从而明确监管导向和政策路径。

“公司双重股权结构问题研究”剖析了双重股权结构的制度构造,对建立这一制度的利弊进行了分析,特别关注了其中中小股东利益保护问题。该文认为,在我国资本市场“放松管制、加强监管”的大背景下,应允许上市公司试行“双重股权结构”,但要通过制度的合理设计避免其产生不利的后果。

上市公司破产重整是近年来证券市场颇受关注的现象。“上市公司破产重整中的股东权异化”指出,在我国上市公司破产重整中,在“中小股东保护”的口号指引下,鉴于对公司重整后营运价值和

“壳”资源价值的特殊考量,股东除保有对重整计划的表决权外,被监管机构赋予了对资产重组和债务重组的实质否决权。破产法“绝对优先原则”的缺失,导致股东可通过法院强制批准绑架债权人,其权益削减比例实际远远低于普通债权人,违背了破产制度一般法理。在重整中,若以保护中小股东利益为先可能扭曲资本市场的激励机制,保护债权人利益、促进公司重生以实现社会利益才是破产重整正当的制度追求。

“公司治理的政治经济学维度——基于中国公司法的分析”对公司治理的政治经济学研究进行了综述,指出中国公司治理及公司法的理论基础研究应重视政治经济学的维度。该文对构建嵌入政治描述变量的政治经济学模型进行了理论尝试,并基于中国公司法语境,对中国公司治理的特殊问题进行了实证与规范性的探讨。

“公司实际控制关系认定的理论溯源与司法考察”认为,实践中公司实际控制人规则运用乏力,其主要原因在于原告举证困难和司法适用的不确定性。公司实际控制权的本源理论与美国司法确立的控制理论可以为完善公司实际控制关系的认定提供重要参考。其中有关证明责任的内容可以通过解构控制权力的层次结构,增强实际控制人规则适用的确定性;对于举证责任的分配,则可以通过比较美国不同控制理论内含的举证规则,综合考虑当事人的举证负担,在立法上进行相应的制度选择。

【债券市场】共收录五篇论文。

“美国市政债券监管执法的状况与借鉴”从证券立法与监管执法的角度,以保护市政债券投资者权益为中心,介绍了美国市政债券的基本情况、监管执法框架、信息披露与市场结构、中介服务机构,描述了美国市政债券监管执法的历史情况与近两年的最新动向,本着“他山之石”、“旁敲侧击”的考虑,总结与借鉴美国经验,从九个方面构想了我国市政债券监管执法的切入点、基本路径与主要手段。

“构建我国债券市场风险预警机制的法律思考”指出,近年债券市场频频爆发的违约危机暴露出目前我国债券市场预警机制形神皆散的弊端。这一状况既肇端于监管机构和公众的预警意识不足、证券法制投资者保护功能弱化,又决定于市场割据下预警措施政出多门、未能形成一个整体性的建构思路。构建市场化、法制化的债券市场风险预警机制,应当确立投资者保护的价值本位,协调好政府预警与市场预警之

间的关系,形成宏观、中观和微观一体的建构层次。

“债券违约应对处理法律机制探析”认为,债券违约是债券市场持续健康发展的一个必然现象。我国债券市场在努力保持长期刚性兑付的状况下也不可回避地面对着债券违约事件。境外成熟市场在长期实践中积累了一整套债券违约应对处理法律机制,包括事前预防措施、事中应急力量和事后处置机制等,可以充分借鉴并进行制度完善操作改进。

“证券市场诚信建设需要评级机构的若干原因分析”从国家和社会的关系角度、政府和市场的关系角度、“管理”到“治理”的理念变迁,以及证券市场固有的信息不对称,普通投资者需要中介机构弥补其投资能力缺失等方面,分析了证券市场中评级机构存在的独立地位和价值,并建议从监管、治理结构、问责等三个方面对相关制度予以完善。

“资产证券化法律制度:问题与完善建议”从我国资产证券化发展现状入手,通过对分业经营、分业监管模式下资产证券化业务存在的法律问题进行综合分析,检讨我国现行法律制度的不足,提出完善我国资产证券化相关法律制度的建议,以期实现资产证券化业务在我国的发展壮大。

【内幕交易】共收录五篇论文。

“内幕信息的法律界定模式”指出,世界各法域对内幕信息的法律界定存在定义式、列举式、定义加列举式以及判例规则式等四种不同的模式。我国采取定义加列举式的做法是合适的。需要从以下几方面进行完善:对内幕信息的定义予以改进;对内幕信息列举事项进行调整和完善;证监会应积极行使法律授予的界定内幕信息的“规定”权利和“认定”权利;通过制定指引为内幕信息的认定提供指导和参考。

内幕交易违法所得计算是认定内幕交易是否构成犯罪及如何惩处的重要依据,而期初持股是影响内幕交易收益水平的重要因素之一。“内幕交易违法所得计算中对期初持股的处理”从境外内幕交易案例出发,并结合会计实务理论,重点探究了内幕交易违法所得计算中对期初持股的处理。研究结果显示,不同计算方法结果各有差异,而后进先出原则对期初持股的处理具有重要借鉴意义。

“期货市场上内幕交易的内涵:以美国为中心的考察”通过考察境外案例和立法例发现,期货市场存在内幕交易和专门的禁止性规定。不同于证券内幕交易,期货内幕信息主要包括宏观“黑天鹅”信息与微观

“被卧底”信息。典型的套期保值不是内幕交易。建议深化认识,明确要件,完善敏感性政府信息的保密与披露,积极完善我国期货市场内幕交易制度的构建。

“股票期权内幕交易法律规制之检视与思考”对股票期权内幕交易的特殊性进行了分析,在此基础上梳理了境外典型案例的主要类型和监控指标,借鉴了境外主要市场规制经验,检视了我国股票期权内幕交易的法律规制现状,并提出了完善建议。

“内幕交易与股权司法拍卖重叠下的公共执法与民事救济”指出,股权司法拍卖可以被利用来实施内幕交易。股权司法拍卖的性质界定不影响证监会对内幕交易的认定权。在内幕交易民事赔偿诉讼的“中国方案”出台前,人民法院不受理内幕交易的民事赔偿诉讼,但是拍定人可以通过提起案外人再审的方式获得赔偿。

【制度评析】共收录四篇论文。

“创业板公司强制退市路径研究”认为,创业板应当设计“场外市场挂牌”和“直接退市”共存的退市路径安排。退市路径兼及“场外市场挂牌”和“直接退市”安排符合其完整性要求,而其区分性则不仅表现在退市路径的区别,更表现在两种退市路径对应的退市条件需要分别设计。

“我国证券市场信息披露制度的法律分析”以2000年1月1日至2014年3月31日期间我国证券市场信息披露法律规范为样本,在“投资者需求导向”为基础的价值导向下,对近14年来我国证券市场信息披露法律制度的框架、结构、体系和主要问题进行了梳理。

“表决权虚化与优先股制度”认为,表决权虚化是上市公司小股东的现实地位,与其艰难防阻不如放弃休眠的表决权,换取其他权利的优先。无表决权优先股恰好符合这一目的。在优先股股东权益保护方面,未支付的可累积性优先股股息在有利不分的情形中应当界定为对公司的一种债权;表决权恢复对优先股股东的保护是间接的,其功能具有局限性,应以计息和强制分红作为辅助保护措施;对于可转换优先股,转换权只能由股东享有。

“期权保证金的两级担保法律架构及其实务运作——以行纪关系为视角”指出,《期货交易管理条例》构建的保证金两级交纳及担保体系,需要以行纪法律关系为背景,作出与《物权法》、《担保法》等法律制度相适应的法律解读,从而明确界定期权交易各参与主体的权利义务,

并在此基础上作出兼顾效率与安全的保证金运作制度安排。

【监管执法】共收录四篇论文。

“委托实施证券期货案件调查的法律分析”分析了委托执法的现实背景,论证了非行政机关及其工作人员参与行政执法可能的模式选择,对具体实施委托执法涉及的问题进行了梳理,在此基础上为下一步如何落实和完善委托执法制度提出了相关建议。

“网络环境下中国证券业自律监管制度改革的路径选择”指出,证券市场的电子化、网络化,对传统证券市场的结构及其监管产生了深远的影响。我国现行证券立法缺乏对网络环境下的证券跨境交易监管的规定,尤其是跨境证券交易中具有明显优势地位的相应的证券业自律管理制度的建立更是处于空白,亟待建立。

“股权众筹监管的‘连通器’效应及法律分析”以金融抑制理论与普惠金融作为理论基础,通过对 JOBS 法案新规则的研究,探讨了美国 JOBS 法案规定之下的“众筹”模式及其对中国的启示,并进一步探讨了股权众筹在我国的制度性完善建议。

“证券律师行政责任案例初步研究”从证券律师的行政责任切入,采用案例研究的方式,从中国证监会近年来对证券律师的行政处罚案例出发,试图考察证券律师的行政责任的实证样态。该文认为,证券律师必须回到自己的本原——加强专业化,保持独立性。

编者

2014年11月

卷首语 / 1

【公司治理】

我国上市公司控制权之争的最新态势与监管路径

研究 / 卢文道 方 俊 / 1

公司双重股权结构问题研究 / 蒋学跃 / 27

上市公司破产重整中的股东权异化 / 周 淳 / 45

公司治理的政治经济学维度

——基于中国公司法的分析 / 刘 安 / 62

公司实际控制关系认定的理论溯源与司法考察

/ 邢 梅 / 88

【债券市场】

美国市政债券监管执法的状况与借鉴 / 张子学 / 102

构建我国债券市场风险预警机制的法律思考

/ 冯 果 谢贵春 / 169

债券违约应对处理法律机制探析 / 吴伟央 / 189

证券市场诚信建设需要评级机构的若干原因分析

——基于法社会学的视角 / 任静远 王国侠 / 215

资产证券化法律制度:问题与完善建议

/ 丁 丁 侯凤坤 / 233

【内幕交易】

内幕信息的法律界定模式 / 肖 伟 / 251

内幕交易违法所得计算中对期初持股的处理

——基于境外的典型案例与统计分析

/ 陈 莹 赖朝晖 李心丹 / 264

期货市场内幕交易的内涵:以美国为中心的考察

/ 李明良 李 虹 / 276

股票期权内幕交易法律规制之检视与思考

/ 彭鲁军 陈亦聪 / 294

内幕交易与股权司法拍卖重叠下的公共执法与

民事救济 / 陈 飞 / 312

【制度评析】

创业板公司强制退市路径研究 / 曾 洋 / 328

我国证券市场信息披露制度的法律分析

——以法律规范文义解释为基础的研究 / 郑 彧 / 351

表决权虚化与优先股制度 / 王东光 / 399

期权保证金的两级担保法律架构及其实务运作

——以行纪关系为视角 / 陈亦聪 / 420

【监管执法】

委托实施证券期货案件调查的法律分析

/ 何艳春 张朝辉 / 435

网络环境下中国证券业自律监管制度改革的

路径选择 / 楼 晓 / 458

股权众筹监管的“连通器”效应及法律分析

/ 孙天承 杨 东 / 475

证券律师行政责任案例初步研究 / 孔令君 / 494

Foreword / 1

[Corporate Governance]

Research on Latest Developments in Battles for Corporate Control and Regulatory Solutions / *Lu Wendao and Fang Jun* / 1

Dual – class Shares Structure / *Jiang Xueyue* / 27

Alienation of Shareholder Rights in the Reorganization of Bankrupt Listed Companies / *Zhou Chun* / 45

Political and Economic Dimensions of Corporate Governance—from the Perspective of China's Company Law / *Liu An* / 62

Theoretical Origin and Jurisprudence of Cases Involving Determination of Actual Control / *Xing Mei* / 88

[Bond Markets]

Municipal Bond Regulation and Enforcement in the U. S. – Current Landscape and Lessons / *Zhang Zixue* / 102

Legal Insight on the Development of an Early Risk Warning Mechanism for China's Bond Market / *Feng Guo and Xie Guichun* / 169

Legal Mechanisms Designed to Deal with Bond Defaults / *Wu Weiyang* / 189

Role of Rating Agencies in the Development of Securities Market's Integrity—from the Perspective of Sociology of Law / *Ren Jingyuan and Wang Guoxia* / 215

Laws and Regulations Governing Asset Securitization – Challenges and Responses / *Ding Ding and Hou Fengkun* / 233

[**Insider Trading**]

Approaches to a Legal Definition of Insider Information / *Xiao Wei* / 251

Treatment of Shares Acquired before Obtaining Insider Information for the Computation of Illegal Gains Derived from Insider Trading
—Study of Classic Foreign Cases and Statistical Analysis / *Chen Ying, Lai Zhaohui and Li Xindan* / 264

Implications of Insider Trading in Futures Markets Based on the U. S. Experience / *Li Mingliang and Li Hong* / 276

Review of and Reflection on the Regulation of Insider Trading for Stock Options / *Peng Lujun and Chen Yicong* / 294

Public Enforcement and Civil Remedies for Insider Trading Pertaining to Judicial Auction of Equity / *Chen Fei* / 312

[**Analysis of Current Rules**]

Involuntary Delisting Approaches for GEB – listed

- Companies / *Zeng Yang* / 328
- China's Securities – related Disclosure Rules—Based
on Interpretations of Legislative Texts / *Zheng Yu*
/ 351
- Weakened Voting Rights of Small Shareholders un-
der the Preferred Shares Regime / *Wang Dong-
guang* / 399
- Two – tier Guarantee Structure of Margin Require-
ments for Options and Their Practical Application
—From the Brokerage Perspective / *Chen Yicong*
/ 420
- [**Enforcement**]
- Delegation of Investigation of Securities – and Fu-
tures – related Cases to Exchanges / *He Yanchun*
and Zhang Chaohui / 435
- Approaches to Reform of the Self – regulatory Sys-
tem in China's Securities Industry / *Lou Xiao* / 458
- Lowered Eligibility Threshold Balanced by Tighter
Investor Protection Requirements for Crowdfund-
ing / *Sun Tiancheng and Yang Dong* / 475
- A Preliminary Study of Administrative Liability Cases
Involving Securities Attorneys / *Kong Lingjun* / 494

我国上市公司控制权之争的 最新态势与监管路径研究

卢文道* 方俊**

摘要:近期,在我国一些上市公司中,持较高比例股份的股东之间就公司任免董事会成员、召集临时股东大会、提交或表决股东大会议案等内部治理事项,出现分歧、发生争执甚至演变为各种形式对抗的情况频繁出现,多数还伴随着公司股票二级市场价格的大幅波动,从而引起市场及媒体的高度关注。这一现象的直接原因是上市公司的“控制权之争”。在此背景下,本文分析了我国上市公司“控制权之争”发展演变的市场环境和内在特点,厘清上市公司“控制权之争”涉及的公司内部治理规范和证券市场监管问题,并在此基础上探讨证券市场监管者如何有效应对各方股东争夺上市公司控制权过程中激化的各类矛盾冲突,从而明确监管导向和政策路径。

关键词:控制权争夺 公司治理 证券监管

近期,在我国一些上市公司中,持较高比例股

* 上海证券交易所公司监管一部总监,法学博士。

** 上海证券交易所公司监管一部员工,法学博士。

份的股东之间就公司任免董事会成员、召集临时股东大会、提交或表决股东大会议案等内部治理事项,出现分歧、发生争执甚至演变为各种形式对抗的情况频繁出现,多数还伴随着公司股票二级市场价格的大幅波动,从而引起市场及媒体的高度关注。^{〔1〕}这一现象的直接原因是上市公司股东之间对公司控制权的争夺,因此被也称为上市公司的“控制权之争”。

本文认为,“控制权之争”源于近年来我国上市公司股权结构的多元变化,是我国公司“股东积极主义”的一种特殊表象,客观反映了并购重组的市场化趋势,也能在一定程度上督促公司现任管理层勤勉尽职。同时,我们还注意到,“控制权之争”经常导致公司董事会、股东大会运作陷入混乱甚至僵局,影响公司正常的经营运作。

因此,有必要全面分析我国上市公司“控制权之争”发展演变的市场环境和内在特点,厘清“控制权之争”涉及的公司治理规范和证券市场监管问题,并在此基础上探讨证券市场监管者应当如何有效应对各方股东在争夺上市公司控制权过程中激化的各类矛盾冲突,从而明确监管导向和政策路径。

〔1〕 赵一蕙:“上海新梅筹划收购 巧合还是反收购”,载《上海证券报》2013年11月29日第F06版;郭成林:“六股东结盟夺权上海新梅”,载《上海证券报》2014年6月10日第F06版;夏子航:“上海新梅夺权战再起”,载《上海证券报》2014年7月26日第004版;王雪青:“西藏药业两大股东内斗正酣”,载《上海证券报》2014年9月15日第004版;徐锐:“大股东直言反对累积投票制 西藏药业内斗前景莫测”,载《上海证券报》2014年9月25日第F07版;夏子航:“中科创四度举牌重夺新黄浦控制权”,载《上海证券报》2014年5月29日第F07版;覃秘:“新华网再度举牌新黄浦捍卫控股权”,载《上海证券报》2014年7月30日第F06版;覃秘:“中科创强攻控股权未果改提‘入阁’新黄浦两大股东矛盾激化”,载《上海证券报》2014年10月9日第F05版;郭成林:“长园集团紧急‘关门’阻挡野蛮人”,载《上海证券报》2014年5月29日第F05版;王雪青:“加仓长园集团沃尔核材巩固首席地位”,载《上海证券报》2014年7月3日第F07版;夏子航:“沃尔核材发声抗议长园集团公告驳斥长园集团职工董事引发口水仗”,载《上海证券报》2014年10月18日第004版;王莉雯:“豫商三度举牌东方银星抢筹争权恐将一触即发”,载《上海证券报》2013年7月16日第F01版;赵一蕙:“豫商举牌东方银星遭查‘老板娘’短线交易惹事”,载《上海证券报》2014年11月12日第F06版。

一、我国上市公司控制权之争的市场环境

今年以来,上市公司控制权争夺案例在短时间内呈爆发增长态势,从以往零星个案到近期集中出现上海新梅、长园集团、西藏药业、东方银星等多家公司的控制权争夺事件。究其原因,主要受我国证券市场整体环境中诸多基础性因素的作用影响。具体包括:我国不少上市公司股权结构趋于分散多元,以往普遍具有的“一股独大”特征逐渐弱化,使其他股东通过增持股份谋求上市公司控制权成为现实可能;同时,专业投资机构队伍逐渐壮大、投资方式日渐成熟、参与公司治理事务的能力及意愿不断增强;此外,市场整体投资收益水平稳步回升、保障投资者权利的法治环境明显改善等。

在这些因素的共同作用下,一批以私募投资基金为代表的专业投资机构,出于新的投资盈利模式,通过收购增持上市公司股份主导或参与上市公司控制权争夺。为更好地理解 and 剖析这一过程,下文对目前我国上市公司股权结构以及整个证券市场四个方面的相关基础因素进行了逐一梳理。

(一)上市公司控制权价值凸显、控制权交易活跃

近年来,由于证券发行制度还处于改革调整阶段,首次公开发行股票并上市的条件仍较为严格、相关行政审核程序周期较长。因此,不少资产所有权人转而考虑收购上市公司控制权,便于后续以资产认购股份的方式对上市公司进行重大资产重组,实现其资产的证券化上市。这一需求导致了上市公司控制权交易市场更加活跃,“壳资源”的价格始终维持在较高水平。

2013 年年初至 2014 年三季度末,除行政划拨和司法划转之外,沪市共有 53 家上市公司控制权发生变更。其中,因第三方以资产认购上市公司发行股份,即通过重大资产重组“借壳上市”,导致控制权变更的,有 15 家;因第三方以现金认购上市公司非公开发行股份,增持权益超过原第一大股东,导致控制权变更的,有 9 家;因第三方协议受让或在公开拍卖场所拍得上市公司股份,导致控制权变更的,有 22 家;通过