

公司法律评论

COMPANY LAW REVIEW

2005 年卷

顾功耘 主编

 上海人民出版社

公司法律评论

COMPANY LAW REVIEW

2005 年卷

顾功耘 主编



上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司法律评论. 2005 年卷/顾功耘主编.

—上海:上海人民出版社,2006

ISBN 7-208-06133-5

I. 公... II. 顾... III. 公司法-研究-中国-2005

IV. D922.291.914

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 013882 号

责任编辑 王舒娟 邱盈华

封面装帧 王晓阳

公司法律评论(2005 年卷)

顾功耘 主编

世纪出版集团

上海人民出版社出版

(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.cc)

世纪出版集团发行中心发行 商务印书馆上海印刷股份有限公司印刷

开本 787×1092 1/16 印张 18.5 插页 2 字数 387,000

2006 年 3 月第 1 版 2006 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—3,000

ISBN 7-208-06133-5/D·1055

定价 36.00 元

《公司法律评论》编辑委员会

特邀顾问 王利明 王保树 王家福
江平 吴志攀 曹建明
梁慧星 (以姓氏笔画为序)

委员 孙加锋 吕红兵 朱洪超
吴弘 严义明 杨国平
沈国权 陈慧谷 徐明
钱奕 顾功耘 聂鸿胜
强纪英 (以姓氏笔画为序)

主 编 顾功耘

执行编辑 陆晓妹 张沁 蔡勤为
叶微娜

卷首语

本卷评论是我们华东政法学院经济法研究中心公司法研究所编辑出版的第五卷关于公司证券法律的专刊。我们坚持的编纂宗旨是：为欲通过便捷的渠道，了解市场有关公司证券立法、执法和司法最新发展动向和理论研究最新动态的人们提供服务。我们相信，本卷评论的面世将继续得到广大读者的拥戴。

本卷评论全面反映 2004 年年初国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（简称“国九条”）发布以后，我国证券场所发生的重大变化以及由此而带来的对法制方面的众多影响。我们知道，由于历史的原因和多方面矛盾的积累，我国的证券市场进入 21 世纪以后持续低迷，“国九条”的发布意在重新激发市场的活力。它作为最高执法机关制定的政策，直接影响着政府行政法规与规章的制定和执行，影响着市场各参与主体的行为选择。“国九条”的政策取向体现了强烈的改革和创新精神，可以预见，它的效力不仅及于 2004 年，而且要及于 2005 年及其以后的若干年。尽管“国九条”是一个行政性文件，但它的有效执行将会对未来的立法、司法的走向发生实质性的推动。我们的评论除在本卷中有针对性地作出反映外，今后各卷仍将继续跟踪反映。

本卷评论设置了八个栏目。其中六个是传统栏目，专家访谈与会议报道两个是新设栏目。

“年度法制报告”栏目对 2004 年证券发行和股东会议的改革、国企中的 MBO、问题券商的处理和中小企业板块的设立等引人注意的行动做了综合分析。

这次“国企改革”栏目选载了三篇文章，其中有两篇是课题研究报告。甄言的《国企改革三题》针对国企改革深化时期激烈争论的几个问题提出了自己的独立见解。《国有企业产权交易制度研究》、《国有资产授权经营法律问题研究》两篇研究报告也有相当的深度，一方面总结归纳了国企产权交易和授权经营的现实情况及存在的问题，另一方面指出了解决问题的路径和对策。

“市场热点”栏目登载了六个专题论文。这六个专题均是该年度证券市场广受关注的焦点。所有作者对自己所做的选题都做了一定的情况调查和资料收集，在此基础上对照相关法律法规认真进行法理分析，并提出因应之道。

“专家访谈”栏目是原《中国证券报》资深记者与法律专家所作的对话，讨论的都是当时市场上的热门话题。这些话题包括：企业重组中发生的职工利益保护问题，家族企业的法律控制问题，没有重整制度情况下的重组利益调整问题以及企业之间普遍存在的相互

担保问题等等。这些对话均在当时的报刊上发表并引起了强烈的反响。

这次“域外法制”栏目选载了欧盟 2003 年颁布的关于内幕交易和市场操纵的指令的译稿。这对解决我国市场的相关问题,着手完善相关规则是有直接借鉴价值的。钟文兴博士编译的《日本的金融商品销售法与消费者保护》介绍了日本有关金融立法的最新动向,这对我国如何运用法律来规范金融产品创新活动具有十分重要的意义。

“理论综述”栏目全面归总了 2004 年度公司法、证券法和破产法研究的学术观点。“名案评析”栏目选载了当年市场发生的十大有影响的案件进行了有理有据的法律分析。读者可以方便地掌握和了解研究动态,也可以直接从这些案例的分析中得到启示。

本卷评论在编辑出版的时间上稍有延迟,敬请读者鉴谅。我们将在下一卷编辑出版中努力纠正,争取早日与读者见面。最后,我要代表我们的研究中心向一向支持我们公司法律评论的广大作者、读者表示由衷的感谢!

顾功耘

2005 年 12 月于华政园

相 关 书 目

公司法律评论 2001—2004 年卷 顾功耘主编 36.00 元

经济法教程 顾功耘 主编 59.00 元

商法教程 顾功耘 主编 55.00 元

法理学 徐永康 主编 45.00 元

国际私法学 丁 伟 主编 55.00 元

宪法学教程 殷啸虎 主编 45.00 元

刑法学 刘宪权 著 88.00 元

刑事诉讼法学 叶 青 主编 48.00 元

中国法制史 王立民 主编 52.00 元

经济法 高程德 著 28.00 元

国际经济法论 何 力 著 30.00 元

民事诉讼法学原理 章武生 段厚省 著 32.00 元

民法总论 刘士国 主编 15.80 元

国际商法学 姜作利 编著 28.00 元

公司法 吴建中 编著 13.80 元

以上书目均可在上海人民出版社读者服务部买到

邮购地址:上海市绍兴路 54 号上海人民出版社读者服务部

邮编:200020

联系电话:021-64313303

邮购方法:在定价的基础上加收 15% 的挂号邮寄费,量大者(请先致电联系)可免邮寄费

目 录

年度法制报告

2004 年中国证券市场法制研究报告	井 涛/ 3
--------------------------	--------

国企改革

国企改制三题	甄 言/ 19
国有企业产权交易制度研究	徐彦冰/ 27
国有资产授权经营法律问题研究	顾功耘 罗培新/ 37

市场热点

股权分置改革的困境与出路	王 丹/ 77
大股东关联占款法律对策研究	王 晖/ 88
平衡全流通补偿问题的另类之道	郑 彧/100
上市公司对外担保法律问题研究	宁 南/106
中小企业板块法律问题研究	雷晓冰 戴 莹/116
券商退出法律机制探究	陆晓妹/127

专家访谈

证券市场焦点问题访谈	卢晓平等/139
------------------	----------

域外法制

欧盟关于内幕交易和市场操纵的指令(2003/6 号 颁布于 2003 年 1 月 28 日)	
--	--

..... 井 涛 沈华勤 宋筱琦译/147	
日本的金融商品销售法与消费者保护	钟文兴/159

理论综述

2004 年中国公司法理论研究综述	张 沁 陈新松/167
2004 年中国破产法理论研究综述	陆晓妹/188
2004 年中国证券法理论研究综述	罗根达/201

名案评析

2004 年中国证券市场十大名案分析	/215
案例一 中国人寿境外上市诉讼风波的法律思考	罗根达 王 刚/215
案例二 从“ST 渤海”判决看虚假陈述的救赎	谷 穗 陆晓妹/222
案例三 一损俱损:“德隆系”上市公司关联担保危机的反思.....	张振宇/229
案例四 伊利背后的非法“MBO”	施一玥/236
案例五 湖北电广“以股抵债”:大股东占款问题解决之路.....	叶微娜/242
案例六 浙江新洲集团股权信托收购计划落败哈高科	蔡勤为/247
案例七 江苏琼花:有关中小企业板块与保荐人制度的反思	
..... 叶微娜 陈 磊/252	
案例八 证券公司路在何方? ——从南方证券被行政接管说开来	
..... 朱静秋/257	
案例九 巨星的陨落:中航油事件的法律解析.....	周 宇 蔡勤为/264
案例十 沈阳机床的“走出去”战略	张 苏/270

会议报道

加强诚信建设 完善公司治理——第四届《公司法理论论坛》综述	雷晓冰/277
-------------------------------------	---------

CONTENTS

Annual Legal Report

- Annual Legal Report on Chinese Securities Market in 2004
..... Jing, Tao/ 3

Reforms of State-owned Enterprises

- Three Subjects about Reforms of State-owned Enterprises
..... Zhen, Yan/ 19
- Study of Ownership Transaction System of State-owned Enterprises
..... Xu, Yanbing/ 27
- Legal Issues on Management in Authorization of National Property
..... Gu, Gongyun, Luo, Peixin/ 37

Theme Issues

- The Difficulties and Ways about Ownership Reform
..... Wang, Dan/ 77
- A Discussion about the Legal Ways to Deal with the Big
Shareholders' Affiliated Conversion Wang, Hui/ 88
- Another Way to the Full Circulation Compensations
..... Zheng, Yu/100
- A Discussion about the Listed Company's Guarantees
..... Ning, Nan/106
- A Discussion about the Legal Issues on the Small-and-Medium-

Sized Enterprises	Lei, Xiaobing, Dai, Ying/116
The Legal Mechanism about Retreat Securities Traders	Lu, Xiaomei/127
Specialist Interview	
The Focus on the Securities Business	Lu, Xiaoping etc/139
Foreign Legal System	
The EU's Instruction about Insider Dealing and Market Manipulation	Translator Jin, Tao, Shen, Huaqin, Song, Xiaoqi/147
The Japanese Financial Commodity Sales Law and Consumer Protection	Zhong, Wenxing/159
Review	
Studies on Corporate Law of P. R. China in 2004	Zhang, Qin, Chen, Xinsong/167
Studies on Bankruptcy Law of P. R. China in 2004	Lu, Xiaomei/188
Studies on Securities Law of P. R. China in 2004	Luo, Genda/201
Case Study	
The Ten Landmark Cases in the Securities Market in China in 2004	215
Conference Report	
Enhance honesty and Improve Corporate Governance — the Fourth Forum on Corporate Law	Lei, Xiaobing/277

年度法制报告

2004年中国证券市场 法制研究报告

井 涛

2004年,中国证券市场仍然持续低迷^①,长期以来一直存在的问题愈发凸显。如此背景下,立法、司法、执法、守法等各个法律运行环节上都呈现出了不同的特点。不再有大规模的立法,然而部分原有规则的修订和新规则的颁布却显得非常技术化。若干起案例的处理过程以及其间所昭示的法律规则的发展方向都很值得关注。从法律专业的角度来看,这一年是一个转变,中国证券法制建设从此实质性地步入了专业化和精细化的阶段。特别需要提出的是,2004年1月31日国务院正式发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》,对全年的证券市场法制建设产生了重大影响。

一、关于发行制度的完善

(一) 保荐制

保荐制是指由保荐人负责发行人的上市推荐和辅导,核实公司发行文件与上市文件中资料是否真实准确完整,协助发行人建立严格的信息披露制度,承担风险防范责任的制度。2004年2月1日《证券发行上市保荐制度暂行办法》的生效标志着证券发行制度的重大变革已经正式进入了操作阶段。监管机构通过组织保荐代表人的资格考试、保荐代表人和保荐机构的资格认定和注册登记,确定具备资格可以从事保荐业务的个人和机构。2004年5月12日,首个经保荐人汉唐证券推荐上市的项目是江西洪城水业。^②

保荐制被寄予厚望,被称为中国证券发行制度的革命性变革,它是证监会根据我国“新兴加转轨”的证券市场特点,从资本市场发展的全局出发,推出的旨在进一步保护投资

^① 从2001年夏以来,中国股票市场持续近四年的熊市。对于中国股票市场相关问题的一些定量研究见高潮生:《定量研究:重解中国股市》,《财经》2005年第5期。

^② 该项目详情见朱茵:《保荐人制扬帆起航 保荐机构首次现身IPO》, www.cs.com.cn/ztbd/02/06/t20040514_74910.htm, 2004年5月14日。

者特别是公众投资者的合法权益、提高上市公司质量的重要举措。^①与以前的行政审批制和核准制相比较^②,保荐制的突出特点在于:第一,行政干预少,在发行环节体现出了市场化的取向。发行人的发行能否成功,在发行前期是由承担保荐责任的券商来进行判断,在发行后期是由投资人来作出决定。第二,发行人的发行需要经过保荐机构和保荐代表人的双重推荐。符合保荐条件的证券公司经过登记注册后就可以成为保荐机构了,符合条件登记注册后的从业人员成为了保荐代表人。在推荐一个发行人发行的时候,保荐机构和保荐代表人的保荐都是必需的。第三,保荐期间分为前后两个部分。在发行人的申请被受理以后到发行上市之前的时间称为尽职推荐时间。发行上市以后还有持续的督导期间。第四,与前述两段期间相对应的保荐责任。在尽职推荐阶段,保荐机构和保荐人的责任在于,保证向证券监管机构所提交的所有关于发行上市的这些申请文件应该是真实、准确、完整的,不能有虚假陈述,不能有误导性陈述,不能有重大的遗漏。在持续督导阶段的责任是持续地关注发行人信息披露的规范性和持续经营的合规性。在这一阶段如果发现发行人有违法违规的地方,应该督促发行人进行纠正。第五,严格的责任约束。对保荐机构和保荐代表人规定了持续信用监管和“冷淡对待”等监管措施。如果保荐机构和保荐代表人没有尽职尽责,也要受到相应的责任追究。

保荐制实施的时间虽短,但也暴露出一些问题。通过保荐上市的江苏琼花因隐瞒有关国债委托理财的情况以及可能存在的重大风险而受到深交所公开谴责。^③在谴责发行人的同时,交易所对保荐机构的诚信和履行持续保荐职责的能力也表示了强烈关注。^④事实上在操作中,保荐人通常很少对公司的原始财务凭证和合同协议进行核实,大部分情况下,只是就关心的问题向公司发函问询,公司只需出具书面回函即可。在一些敏感问题上,如果公司恶意隐瞒的话,保荐人可以说是无能为力的。正如江苏琼花事件,在问题暴露出来被查处的过程中,其保荐代表人表示自己对国债的交易规则、交易方式不甚清楚,对公司国债投资风险有所疏忽,没有深入调查^⑤,公司方面对保荐人也隐瞒了情况。以上说明,对于保荐制度至少有两个方面的问题需要注意:第一,保荐人和发行人的职责界限如何划分?在

① 证监会:《保荐制度——证券发行制度革命性变革》,见中国证监会有关负责人就首批保荐机构和保荐代表人产生等有关问题答记者问, business.sohu.com, 2004年5月11日。

② 对于保荐人制的定性有不同认识,笔者赞同把保荐人制度依然归类为核准制下的一种做法。详见顾功耘、井涛:《2003年中国证券市场年度法制报告》,《公司法律评论》(2003年卷),上海人民出版社2004年版;也有观点认为保荐人制是注册制下的一种形式。见华泰证券市场研究/专题研究部分, www.htsc.com.cn, 2004年2月30日;官方观点似乎认为保荐制是一种向注册制的过渡。见《证监会官员姚刚解读保荐制》,央视国际2004年1月7日, <http://www.china.org.cn/chinese/OP-c/475733.htm>。另外,在证监会的官方网站上对保荐制的描述,“推动证券发行制度从核准制向注册制转变”也印证了这一点。无论对保荐人制属于哪种类型如何认识,都不影响到下文中对于其具体操作方式、特点和原理的描述。

③ 蔡锋:《深交所兑现“违规必查”承诺 公开谴责江苏琼花》, <http://finance.sina.com.cn/y/20040712/0218863345.shtml>, 2004年7月12日。

④ 刘黄周:《作为发行市场标尺 琼花事件拷问“保荐人制”》, <http://finance.sina.com.cn/t/20040728/1109907343.shtml>,《经济日报》2004年7月28日。

⑤ 《“琼花事件”:给股民一个说法》,央视国际 <http://www.cctv.com/stocks/special/C12635/20040720/101539.shtml>, 2004年7月15日。

出现信息虚假披露的情况下,如何认定是发行人的责任,还是保荐机构的过失?第二,对于保荐代表人的专业素质要求应该达到什么程度?保荐代表人显然不可能是万能的,但是在哪些方面他们应该体现出良好的专业性素养?笔者认为,对于这些问题,几乎不可能以成文的形式给出统一的规则,只能是针对个案的情况,由查处机构来妥当地进行自由裁量。

在《证券法》修订的过程中,有建议稿^①把建立证券发行上市保荐制度写入证券法。建议修订的条文是“发行人申请公开发行证券的,应当按照规定聘请证券公司担任保荐机构”。如果这样的修订建议被接受的话,说明保荐制的适用范围将大大扩大。目前,除了股票发行要适用保荐制外,其他的证券发行也都一律适用保荐制。这将对投行业务的运作模式带来很大影响。这些影响除了体现在尽职推荐阶段的责任和持续督导阶段的责任以外,随着发行市场风险的显露,发行本身的商业价值和市场认可度等因素也会影响保荐及其后续的运作方式。^②

(二) 发行审核委员会

王小石案件^③更使发行审核委员会的工作备受关注。继前一年发行审核委员会全面进行改革后^④,2004年继续深化股票发行机制实施透明化的改革。具体的措施体现在:第一,人员轮换力度比较大,任期满3届的委员不再续聘;第二,来自中介机构的委员比重比较大;第三,更加注重与拟发行人的沟通。比如完善见面会制度,建立反馈意见沟通制度,以及完善发行人出席发审委会议进行陈述和接受询问的制度等。发行审核委员会的这些改革措施,对于推动发行制度的市场化有重要意义。

以王小石案为头,此间已经有观点针对监管机构的权力及其行使进行了质疑。^⑤笔者的观察结论认为,证券监管机构的权力内容及其行使可能会发生重大变化。除了已经探讨的原因外,还有一些因素已经存在而且发挥作用了,但是没有被充分关注,比如金融混业已经探讨很久,银行法也作了对应修改,实践中已经有不少公司在尝试以金融控股模式来运

① 见全国人大财经委员会2005年4月的《证券法》修改建议稿。

② 比如在2004年9月8日和9日上市的久联发展与双鹭药业,被投资者放弃认购的比例创下了近十年的新高。面对无人认购的巨额余股,顶不住压力的保荐机构转而又搬出了承销团进行包销。详见尚正:《双鹭药业16.55%包销 创近10年新纪录》,http://finance.sina.com.cn/t/20040907/11411005017.shtml,2004年9月7日。

③ 2004年11月4日,中国证监会发行监管部发审委工作处副处长王小石被检察机关带走。11月18日,以涉嫌受贿罪名为由,反贪检察官将相关法律文书递交批捕部门,对他正式提请批准逮捕。见《金融腐败求解:证监会成立12年落马七官员盘点》,http://www.gog.com.cn/jqpd/pd0405/ca747488.htm,2005年1月11日。

④ 改革的主要措施是减少委员数量、设置专职委员、公开委员名单和发审委会议安排、改无记名投票为记名投票、改二审制为一审制、要求委员提交审核工作底稿等。2003年工作的那一届发审委共召开了58次发审委会议,审核公司177家,通过发审委会议的公司共119家,通过率为67.23%,被否决的公司58家,否决率为32.77%,与上年相比否决率增加了21.87个百分点。他们的工作得到较高评价。详见《中国证监会有关负责人就股票发行审核委员会换届工作答记者问》,http://news.stock888.net/041231/101,1277,1133238,00.shtml,2005年1月1日。

⑤ 高西庆在《王小石案不奇怪 腐败是市场自找的平衡》一文中说:“如果政府坚持不放开审批权,市场就会找到自己的平衡点。那么很多王小石这样的人还会不断地被抓,甚至不断地杀,如朱元璋杀贪官一样,可以在一段时间内起到震慑作用。”见http://news.beelink.com.cn/20041203/1738206.shtml,2005年1月1日。

作。和这些变化相对应的,一定是类似英国 FSA 之类的监管机构对金融领域进行全方位的监管。即使仍然将证监会作为独立的机构加以保留,其主要权力也不再是行政审批权,而应该是专业性很强的行政执法机构,比如针对内幕交易、操纵市场、虚假陈述等案件进行查处。

(三) 对发行的价格和规模的调控

对发行价格的调控集中体现在询价上。作为股票发行市场化探索的一个重要步骤,发行定价方式的改革不可忽视。《关于首次公开发行股票试行询价制度若干问题的通知》及配套文件《股票发行审核标准备忘录第 18 号》的发布就 IPO 询价制度作出了安排。^①按照新的规则要求,在 IPO 时候,确定发行价格,要向符合监管机构规定条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者,以及合格境外机构投资者(QFII)等六类机构投资者询价。询价对象应以其指定的自营账户或管理的投资产品账户分别独立参与累计投标询价和配售,并遵守账户管理的相关规定。单一指定证券账户的累计申购上限不得超过拟向询价对象配售的股份总量。询价对象参与累计投标询价和配售应全额缴付申购资金,申购资金冻结期间产生的利息归询价对象所有。询价制度使基金等机构投资者参与到发行定价的过程中来,有利于发挥机构投资者的作用,形成合理的定价机制,保护社会公众投资者的利益。

对于发行规模的调控体现在对“量”的控制上。监管机构要求首发公司筹资金额不得超过其申请文件提交发审委会议表决前一年末经审计的,扣除由发行前股东单独享有的滚存未分配利润后净资产值的两倍。^②公司对于资金的使用,是有差异的。在发行阶段如果不控制规模,会出现一些资金在公司内闲置的状况。^③已经大规模存在的委托理财说明了公司对于资金的使用能力是非常有限的。所以,即使是在非常市场化发行的情况下,对于发行规模的控制仍然是非常必要的。

二、关于上市公司治理和中小股东保护

经过数年来的持续努力,在上市公司治理方面已经取得了一定的进展。在 2004 年中,就上市公司治理和中小股东保护方面,值得关注的有以下三个方面。

(一) 类别表决

鉴于中国的上市公司长期以来存在着流通股和非流通股两种不同性质的股份,这不

① 询价的相关规则在 2005 年 1 月 1 日正式启动。规则在 2004 年 12 月 7 日发布后,在 2004 年内没有再安排首发公司发行股票。所以应该说在 2004 年,只是完成了关于询价的制度设计,至于其具体的实施后果,要考察以后的实践。

② 见《股票发行审核标准备忘录第 17 号——关于首次公开发行股票公司募集资金的审核要求》。

③ 有统计资料显示上市公司 2001 年的委托理财资金总额为 240 亿元,2002 年为 50 亿元,2003 年为 27 亿元。详见金黔在线 <http://www.gog.com.cn>, 2004 年 7 月 5 日。