

ISSUES OF
SECURITY LAW IN
FINANCIAL DEVELOPMENT



金融发展中 的证券法问题研究

郭锋 等著

——以金融创新中的法律制度构建为路径

中央财经大学金融服务法研究中心系列学术成果

金融发展中 课题研究

——以金融创新中的法律制度构建为路径

撰稿人：郭 锋 李赵力 翟彦杰
 王 林 杜 娟 贾 愚



法律出版社
LAW PRESS CHINA



www.falvm.com.cn

图书在版编目(CIP)数据

金融发展中的证券法问题研究:以金融创新中的法律制度构建为路径/郭锋等著. —北京:法律出版社, 2010.5

ISBN 978-7-5118-0625-3

I. ①金… II. ①郭… III. ①证券法—研究—中国
IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 050976 号

金融发展中的证券法问题研究——以金融创新中的法律制度构建为路径

郭锋 等著

责任编辑 孙东育
装帧设计 马 帅

© 法律出版社·中国

开本 A5

版本 2010 年 5 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 北京北苑印刷有限责任公司

印张 11 字数 238 千

印次 2010 年 5 月第 1 次印刷

编辑统筹 独立项目策划部

经销 新华书店

责任印制 张宇东

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 978-7-5118-0625-3

定价:32.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

本书为郭锋承担的教育部新世纪人才计划、中国法学会 2008 年部级法学研究重点课题《证券法律制度研究》、“211 工程”三期重点学科建设项目的部分成果。

序 言

在经济证券化和全球化的时代,金融资本市场的法治建设越来越受到各国的重视。证券法律制度的核心是保护投资者利益和促进国家经济的发展,因此,针对金融、证券法律制度的研究大都围绕信息披露、金融创新与监管等问题展开。循此路径,本书着力对上市公司选择性信息披露制度、场外金融衍生品市场监管法律制度、融资融券交易制度、私募股权基金组织形式、非上市公众公司法律制度、注册会计师对第三人的民事责任的立法选择等问题展开研究,以期对我国金融、证券市场法治建设有所助益。

第一章主要研究上市公司选择性信息披露制度。主要分析借鉴美国《公平披露规则》对上市公司从事选择性信息披露行为的规制,并结合我国目前的有关规定,提出我国加强上市公司选择性信息披露规制,构建我国公平信

息披露制度的建议,包括我国构建公平信息披露制度应当把握的原则,对于制度中包括披露的信息、披露主体、披露对象、披露方式、责任承担这些具体要件内容的建议。第二章探讨了场外金融衍生品市场监管法律制度。主要介绍、分析了美国法下的场外金融衍生品的监管机构及其基本监管职责,英国场外金融衍生品市场监管法律制度,有效场外金融衍生品市场监管的基本框架,构建中国的场外金融衍生品市场监管法律制度。第三章是对我国融资融券交易法律制度的探讨。本章不求对融资融券交易的法律制度进行面面俱到的体系化架构,而是将融资融券交易业务之特征凝练为融资融券交易信用关系、担保关系和财务杠杆效应三个典型特征,并以此为基石对我国融资融券交易过程中的相关法律问题进行分析研究,形成了交易主体法律关系定位、交易担保制度、交易风险控制 and 监管的文章主体结构。第四章主要讨论私募股权基金组织形式的立法选择问题。私募股权基金的组织形式的选择是指私募股权基金选择以何种法律认可的方式安排基金投资人和基金管理人之间权利、义务、责任,关系到投资人和管理人的利益保护和基金本身的运作效率。在研究借鉴国外发展体例的基础上,认为当前我国的私募股权基金应该以公司制为重点,认可公司制和有限合伙制都可以作为私募股权基金的组织形式,并逐步完善相关法律制度,为有限合伙制私募股权基金的发展创造条件。第五章探讨非上市公众公司法律制度。2005年修订的《证券法》重新界定了证券的公开发行,明确区分了证券发行与证券上市的行为性质,为非上市公众公司法律制度的构建预设了法律空间。由于非上市公众公司的公众性,必须对非上市公众公司进行监管,提供其良性运行的制度保障。借鉴境外非上市

公众公司的制度设计,我国非上市公众公司法律制度应主要包括:成为非上市公众公司的路径及程序、非上市公众公司的再融资制度、股份转让和股权托管制度、持续信息披露制度、退出机制。第六章着力研究注册会计师对第三人的民事责任问题。正确认识并解决注册会计师对第三人的民事责任,对于提高注册会计师的执业水平和职业道德,保护第三人合法利益以及从根本上促进市场经济健康发展都会产生积极影响。本章首先就注册会计师对第三人民事责任及其构成要件做简要介绍,并以此为基础评析了我国现行的与注册会计师对第三人民事责任有关的立法及立法思路的改进,尤其是法释[2007]12号在立法思路方面的进步,最后深入剖析了法释[2007]12号在具体制度设计上的不足之处,并给出了相应的完善建议,以求对法学理论和司法实践有所裨益。

目 录

第一章 上市公司选择性信息披露的规制/1

第一节 上市公司选择性信息披露概述/1

一、上市公司选择性信息披露的界定/1

二、上市公司选择性信息披露的成因及危害/5

三、上市公司选择性信息披露规制的争议及法理 基础/10

第二节 美国《公平披露规则》研究/13

一、美国《公平披露规则》的立法背景/13

二、美国《公平披露规则》确立的主要制度/16

三、美国《公平披露规则》的影响及反思/21

第三节 我国上市公司选择性信息披露规制现 状研究/30

一、我国目前规制上市公司选择性披露行为的主 要规则/33

二、我国上市公司选择性信息披露的典型案列/36

三、我国《指引》与美国《公平披露规则》的比较/40

第四节 构建我国公平信息披露制度的建议/46

一、应当把握的原则/47

二、构建我国公平信息披露制度的具体建议/53

第二章 场外金融衍生品市场监管法律制度比较研究/61

第一节 美国场外金融衍生品市场监管法律制度研究/63

一、美国法下的场外金融衍生品的监管机构及其基本监管职责/63

二、交易商的基本监管法律制度/69

三、最终用户保护法律制度——适当性原则/72

四、本轮金融危机后的变化——《2009年场外金融衍生品市场法案》/74

五、小结——美国场外金融衍生品市场监管的基本特点及其可能的不足/75

第二节 英国场外金融衍生品市场监管法律制度研究/77

一、金融服务局(FSA)及其基本监管职责/77

二、场外金融衍生品市场监管的基本思路——基于“特定投资”的监管/79

三、交易商监管——批发市场体制及其基本要求/80

四、消费者保护制度——消费者的分类及适当性原则/85

五、本轮危机后的新变化——《2009年银行法》及《改革金融市场》白皮书/87

六、小结——英国场外金融衍生品市场监管的特点及其可能的不足/90

第三节 可能的借鉴——有效场外金融衍生品市场监管的基本框架/90

一、监管确定性——合理的监管结构与明确的监管分工/90

二、外部举措——有效的信息披露制度和市场准入规则/93

三、内部举措——良好的内部风险控制措施/94

四、必要的最终用户保护措施/95

第四节 构建中国的场外金融衍生品市场监管法律制度/95

一、中国场外金融衍生品市场监管法律制度的现状及其缺陷/95

二、构建我国场外金融衍生品市场监管法律制度的具体设想/109

第三章 我国融资融券交易的法律分析/129

第一节 金融危机与融资融券交易/129

一、融资融券交易概述/129

二、金融危机与我国融资融券交易业务的推行/138

第二节 我国融资融券交易的法律关系界定/144

一、现行规范性法律文件对融资融券交易法律关系的规定/145

二、我国融资融券交易的信托关系分析/147

三、我国融资融券交易法律关系的界定/149

第三节 我国融资融券担保制度的法律分析/150

一、成熟市场国家和地区融资融券业务的担保制度/151

二、我国融资融券交易担保制度的特征/155

三、我国融资融券担保制度的构造与分析/157

四、小结/166

第四节 我国融资融券交易风险控制的法律分析/167

一、强制平仓——融资融券交易风险控制的内控核心/168

二、监管制度——融资融券交易风险管理的外部保障/177

第五节 结论/183

第四章 私募股权基金组织形式的立法选择/187

第一节 私募股权基金组织形式的概述/189

一、私募股权基金的概念/189

二、私募股权基金组织形式的概述/192

第二节 私募股权基金组织形式的比较分析/201

一、比较所需考量的因素/201

二、私募股权基金组织形式的比较/203

第三节 各国(地区)私募股权基金组织形式考察/210

一、美国私募股权基金的组织形式/210

二、英国私募股权基金的组织形式/216

三、日本私募股权基金的组织形式/218

四、我国台湾地区私募股权基金的组织形式/220

第四节 我国私募股权基金组织形式的立法选择/221

一、我国私募股权基金组织形式的实践以公司制为主/222

二、现阶段推行有限合伙制存在的问题/224

三、采用公司制的可行性分析/230

四、我国私募股权基金组织形式的选择/232

第五章 我国非上市公众公司法律制度研究/235

第一节 非上市公众公司的概念分析与制度基础/235

第二节 成为非上市公众公司的路径/242

一、面向不特定对象公开发行/243

二、向特定对象发行证券导致公司股东超过200人/244

三、因其他原因导致公司股东人数超过200人/248

四、上市公司退市后成为非上市公众公司/248

第三节 非上市公众公司再融资制度/250

第四节 非上市公众公司的股份转让与股权托管/254

一、股份转让交易的场所/254

二、挂牌标准/258

三、投资者资格/259

四、交易机制/260

五、非上市公众公司的股权托管/261

第五节 非上市公众公司的持续信息披露/263

第六节 非上市公众公司的退出机制/267

一、非上市公众公司“退回”非公众公司/267

二、非上市公众公司“进为”上市公众公司/268

第六章 注册会计师对第三人民事责任研究

——兼评法释[2007]12号司法解释/271

第一节 注册会计师对第三人民事责任概述/271

一、注册会计师对第三人民事责任的概念及特征/271

二、注册会计师向第三人承担民事责任的理论根据/276

三、注册会计师对第三人民事责任制度的国外立法评析/280

四、研究注册会计师对第三人民事责任的重要意义/283

第二节 注册会计师对第三人民事责任的构成要件/285

第三节 我国注册会计师对第三人民事责任的相关立法及立法思路 的改进/290

一、法释[2007]12号出台前我国相关立法的评析/291

二、法释[2007]12号在立法思路上的改进/295

第四节 法释[2007]12号在具体制度设计上的不足与完善/300

一、注册会计师民事责任外部分配制度的不足与完善/300

二、注册会计师民事责任内部承担制度的不足与完善/307

三、第三人作为请求权主体的界定标准的不足与完善/312

参考文献/319

第一章 上市公司选择性信息披露的规制

第一节 上市公司选择性信息披露概述

一、上市公司选择性信息披露的界定

(一)上市公司选择性信息披露的含义

上市公司选择性信息披露(selective disclosure)是指上市公司在未公开披露之前向特定机构或人员披露有关重大信息的行为。^[1]

从广义上看,选择性披露行为的主体非常

[1] 学者就此定义的表述不尽相同,有的将其定义为:上市公司在未公开披露之前向特定的人士或特别类型人员披露有关重大信息的行为。(参见吕富强:“论上市公司选择性披露行为及其监管”,载《证券市场导报》2001年第5期。)有的学者指出,选择性披露是指当证券发行人的预期利润、管理决策等事项可能会引起该公司证券价格发生较大变动时,发行人为避免其证券价格过度波动,而将信息有选择性地披露给一些证券分析师和机构投资者,再由他们作出市场预测和投资建议的行为。(参见施天涛、李旭:“从‘选择披露’到‘公平披露’——对美国证券监管新规则的评介与思考”,载《环球法律评论》2001年冬季号。)但基本大同小异,笔者主要参考 SEC: *Final Rules: Selective Disclosure and Insider Trading* 中的内容作出定义。

广泛,除上市公司外,还包括政府监管机构、证券中介机构和新闻媒体等。但相比较而言,上市公司数量多,信息披露量大,是证券市场信息的主要来源,所以上市公司的选择性信息披露行为也最受关注。因此,本章主要从上市公司角度出发探讨选择性信息披露行为规制的问题。选择性披露行为可分为披露对象上的选择和披露内容上的选择,前者是指披露行为人向特定人士披露未公开的信息,后者是指披露行为人未披露信息的全部内容,这种实际上构成信息披露中的遗漏,并为各国证券法所禁止。本章从前者,主要针对上市公司向特定机构或人员进行的选择性披露行为进行研究。

(二) 选择性信息披露与信息泄露

1. 选择性信息披露与信息泄露的共同之处

选择性信息披露与信息泄露(tipping)是两个密切相关的概念。信息泄露是指上市公司内线人员违背了股东的受托责任(fiduciary duty)将实质性信息透露给某些人,而接受实质性信息的一方在知道违背受托责任的情况下利用这个信息交易,从而也违反了股东的受托责任。^[1]

从本质上说,选择性信息披露也是一种泄密行为,而大多数内幕交易行为的发生也与泄密有关。

选择性信息披露与信息泄露二者具有一些相同之处,包括:首先,两者都是上市公司在还没有作出公开披露的情况下向其他人披露有关的重要信息;其次,两者都会使接受信息的人,也就是

[1] 参见吴谦立:《公平披露:公平与否》,中国政法大学出版社2005年版,第37页。

受密人(tippee),有利用该内幕信息从事非法交易的可能性;第三,两者都违背了信息披露制度的要求,违背了证券市场的公平原则。因为在这两种情形中,受密人都是利用其与上市公司关系密切的优势,而并不是凭借自身敏锐的观察、专业的分析和判断来进行证券交易获取收益。此外,两者都对证券市场的完整性产生了不利影响。当投资者特别是中小投资者明白其他市场主体是“在利用因其与公司内幕人员的关系而获得的‘坚不可摧的信息优势’(unerodable informational advantages),而不是通过努力劳动获得时,则投资者对市场的公正性丧失信心”。^[1] 如果任其发展,势必会动摇信息披露制度的基础。

2. 选择性信息披露与信息泄露的区别

虽然选择性信息披露行为与信息泄露行为存在如上所述的相同之处,但两者仍有差别。其差异性体现在:

首先,二者的主动性方面存在差异。在选择性信息披露行为中,经常表现为上市公司主动披露的行为,例如上市公司主动邀请证券分析师及其他证券从业人员参加电话会议;而信息泄露行为则包括主动泄密和被动泄密。主动泄密与选择性信息披露行为为类似,可视为一种特别的泄密行为。而被动泄密则是公司内部人员因过失不经意间披露重大非公开信息,而该信息恰好为公司的外部人员获得。

其次,二者的主体范围不同。在选择性信息披露行为中,主要涉及上市公司和特定的社会中介机构这两类主体,信息传递的

[1] Victor Brudney, "Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws", in Harvard University Press, 1976, p. 316.

环节只有一个;而泄密行为所涉及的主体不局限于这两类主体,其行为所涉及的环节也不止一个。

最后,二者的性质和受到的规制也不相同。选择性披露行为主要违反了证券市场的公平原则,它侵犯了市场主体之间平等获取证券信息的权利;而信息泄露行为主要违反了证券法的禁止性规定。从对于二者的规制方面看,信息泄露行为一般为各国证券法明令禁止,而选择性披露作为一种特别的泄密行为并未受到各国证券法的普遍重视和规范。

在美国,根据美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)的看法,选择性信息披露行为和信息泄露行为的区别主要在于后者早已受到内幕交易法的规制,而前者的法律性质在司法界还存在不同解释。在历史上,早期对于选择性信息披露行为的法律责任,曾根据反欺诈条款特别是内幕交易法律制度中所确立的原则进行处理,利用非公开渠道获得信息从事交易的行为会被认为具有欺诈性。但是联邦最高法院在 20 世纪 80 年代初的有关案件中却改变了这一原则。该法院认为,仅仅利用未公开的信息从事交易并不当然具有欺诈性。一项交易行为是否具有欺诈性,除了考察交易者是否掌握未公开信息之外,更重要的是考察其获取内幕信息的行为方式或其交易行为是否违反特定的义务,即受密人对内幕信息的利用是否违反受托人义务或诚信义务。在确定是否违反该等义务时,法院应根据具体的标准,如内幕人是否因泄密而在将来直接或间接地获得诸如金钱收

入或名声荣誉等个人好处。^{〔1〕}

二、上市公司选择性信息披露的成因及危害

（一）上市公司选择性信息披露行为的成因

证券分析师等特定中介机构人员有自身的特点和独立地位，在证券市场的信息传播中扮演着重要角色，他们对于建立高效的证券市场起着非常重要的作用。特别是在处于信息爆炸时代的当今社会，证券市场中各类信息泛滥，无论是对于上市公司还是证券投资者，证券分析师作为专业人员，其观点体现出越来越高的价值。

对于上市公司而言，由于证券分析师在市场中处于与投资者沟通的桥梁地位，他们所作的报告在投资者心目中具有相当的权威性，进而会影响到公司形象。因此，上市公司在与证券分析师的联络和沟通中，一般对证券分析师的询问会作出积极回应。相对于投资者而言，证券分析师具有专业知识背景和技能，对于证券市场中的各类信息，具有一般投资者所无法比拟的收集、整理和分析能力，其出具的投资分析报告经常可以左右公司股票的市场表现，他们在传递证券市场信息、增加证券市场透明度方面，具有不可替代的作用。正如 SEC 所言：“证券分析师对整个市场的价值是毋庸置疑的：他们搜集分析信息的活动显著地提高了市场的定价效率，从而增进了所有投资者的利益。”^{〔2〕}

正是因为证券分析师的这种特殊地位和其所起的作用，于是

〔1〕 Dirks v. SEC., 463 U. S. 转引自〔美〕莱瑞·D. 索德奎斯特：《美国证券法解读》，胡轩之、张云译，法律出版社 2004 年版，第 268 页。

〔2〕 张鑫：“证券分析师的职业利益冲突”，载《华东金融法制评论》（第 1 卷），中国方正出版社 2004 年版，第 95～96 页。