

证券法苑

第十一卷
(2014年6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

Zheng Quan Fa Yuan

法律出版社
LAW PRESS · CHINA

上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

总编 桂敏杰
主编 黄红元 徐 明

Zheng Quan Fa Yuan

证券法苑

第十一卷
(2014年6月号)


法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第11卷 / 黄红元, 徐明主编. —北京:

法律出版社, 2014. 8

ISBN 978-7-5118-6746-9

I. ①证… II. ①黄… ②徐… 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(2014)第 189813 号

© 法律出版社·中国



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 8 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 北京嘉恒彩色印刷有限责任公司

印张 25 字数 345 千

印次 2014 年 8 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 978-7-5118-6746-9

定价:59.00 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：杨 懿	陈亦聪	谭 婧	王文心	吴 非
徐 俊	彭鲁军	常 明	武俊桥	张 媛

卷首语

本卷为《证券法苑》第十一卷,包括以下栏目及文章。

【市场监管】收录五篇论文。《关于重大违法行为退市制度若干问题的思考》梳理了重大违法退市的制度规定及其内在逻辑,分析了“重大违法行为”退市的主要类型、判断标准、消除情形以及退市制度完善与《证券法》修改等若干问题。《指数型基金调仓交易引发尾市异动的分析与思考》对指数型基金调仓交易引发尾市异动进行类型化分析,勾勒行为可能存在的违法状态及规制依据,并提出了监管对策。《论上市公司信息披露监管的制度完善》重点借鉴了韩国交易所对信息披露违法的监管方式,建议在立法上明确证券交易所对虚假信息披露的自律监管职责,优化监管分工,丰富监管手段,制定详细的、可操作的虚假信息披露监管规则。《证券创新交易模式对市场监管的挑战及法律应对》剖析了证券市场典型创新交易方式的合规性和市场风险点,分析其对现行稽查执法体制的挑战,并提出完善相关法律制度的前瞻性设计。《证券信息操纵行为法律规制之比较研究》指出,英国金融服务管理局出台的《市场行为守则》、《香港联合交易所交易规则》规定的关于证券信息操纵行为规范原则和行为分类,对我国构建证券信息操纵行为法律制度具有借鉴价值。在修订《证券法》时,应当在

立法层面明确证券信息操纵行为的定义、构成以及法律责任。

【市场创新】收录四篇论文。《我国融资融券担保制度信托构造再解释》指出,融资融券担保制度信托构造的理论缺陷并非无法克服,坚持信托构造顺应了中国立法现实的规律和已有的司法实践。《信托法律关系的司法认定》从一起典型的资产受益权信托纠纷出发,介绍了目前涉及资产受益权的信托产品的两种主要模式,分析了资产受益权信托的合法性及存在困境,指出司法应对资产收益权信托保持开放的心态。《减记债:国外经验与中国实践》对减记债的基本概念、研究现状、监管进展以及中国实践等进行了系统介绍。《境外上市对国企治理之影响》指出,传统公司治理机制对中国国企的效用相对有限,境外上市可通过令企业接受更严格的法律和监管环境约束来强化投资者保护、促进公司治理。但境外上市并非万能,国企治理的根本提高最终有赖于政府更明确地界定自身在企业中的定位。

【证券立法】收录四篇论文。《定义“证券”:内涵加外延的立法模式》指出,证券内涵呈现出商业证券和金融证券两个历史阶段,金融证券的市场内涵和法律内涵大大突破了商业证券,且法系差异性较大。我国证券立法应以投资者保护为中心确定证券的法律内涵,科学处理投资者权利、监管权力和司法权力的关系。《我国上市公司退市法律制度的历史变迁与演进实证研究》对我国上市公司退市的制度实践进行了梳理与研究,建议按照市场化、法制化和常态化的基本原则,推进《证券法》有关退市制度规定的修改完善。《论证券发行注册制的理想与现实》指出,当前应改良证券发行的制度规则,为注册制实施创造基础环境,可以推出的举措包括强化信息披露的审核、改良持续盈利能力标准、实现证券发行与上市分离、实现保荐人和承销商的分离、推行招标式证券定价制度、加强执法监督、强化责任追究等。《公司决议瑕疵诉讼制度若干问题反思及立法完善》就公司法上的决议瑕疵诉讼的原告范围、资格确定、诉讼类型、无效及可撤销事由等问题进行了细致讨论,并给出了相应的立法完善建议。

【域外法制】收录三篇论文。《衔接私募与公募的桥梁——基于我国台湾地区私募股票(份)补办公开发行制度研究》对我国台湾地区私募发行中的补办公开发行制度进行了介绍,对我国私募法律体系的完

善很有启发意义。《美国证券服务机构监管机制探析》在分析美国证券市场如何实现对证券服务机构有效监管的基础上,指出我国应进一步完善对证券服务机构的行业监管,探索在机构监管中推进行政和执法模式。《股东民主的未来》是一篇译文,文章评估了2007年SEC否决要求公司选票上记载股东提名的董事候选人的规则的影响,指出利用公司委托书参与董事提名是强化股东权利的有效途径。

编者
2014年6月

卷首语 / 1

【市场监管】

关于重大违法行为退市制度若干问题的思考

/顾军锋 郝金 / 1

指数型基金调仓交易引发尾市异动的分析与思考/高海涛 / 10

论上市公司信息披露监管的制度完善

——以韩国制度为借鉴/董新义 / 25

证券创新交易模式对市场监管的挑战及法律应对/蔡爽 / 41

证券信息操纵行为法律规制之比较研究

——兼论《证券法》第七十七条一款之修改/陈煜 / 53

【市场创新】

我国融资融券担保制度信托构造再解释/余涛 / 73

信托法律关系的司法认定

——以资产收益权信托的纠纷与困境为例/高长久 符望

吴峻雪 / 90

减记债:国外经验与中国实践/赵英杰 / 105

境外上市对国企治理之影响/缪因知 / 142

【证券立法】

定义“证券”:内涵加外延的立法模式/周晓松 / 161

我国上市公司退市法律制度的历史变迁与演进实证研究

——兼论《证券法》相关规定的修改完善/邱永红 / 176

论证券发行注册制的理想与现实/金幼芳 李有星 / 248

公司决议瑕疵诉讼制度若干问题反思及立法完善/丁 勇 / 262

【域外法制】

衔接私募与公募的桥梁

——基于我国台湾地区私募股票(份)补办公开发行

制度研究/刘应民 李 健 / 286

美国证券服务机构监管机制探析/吴明晖 / 307

股东民主的未来/Lisa M. Fairfax 著 赵金龙 译 / 323

征稿启事 / 383

编辑体例 / 387

Foreword / 1

[Market Regulation]

On Issues Relating to Delisting Upon Material Violations of Law/ *GU Junfeng and HAO Jin* / 1

An Analysis and Reflection on Market Abnormality Resulting from Index Funds Investment Adjustment / *GAO Haitao* / 10

A Study on Regulation of Misrepresentation by Listed Companies/ *DONG Xinyi* / 25

Regulatory Challenges Presented by Innovative Trading Strategies and Legal Solutions / *CAI Yi* / 41

A Comparative Study on Regulation of Market Abuse through Information Dissemination / *CHEN Yu* / 53

[Market Innovation]

On Construction of Trust Relationship in Guarantee Arrangements for Securities Lending and Margin Trading/ *YU Tao* / 73

On Judicial Finding of Trust Relationship / *GAO Changjiu, FU Wang and WU Junxue* / 90

Write – Off Bonds: International Experiences and
Practices in China/ *ZHAO Yingjie* / 105

Implications of Listing Abroad on Corporate Gov-
ernance of SOEs/ *MIAO Yinzhi* / 142

[**Securities Legislation**]

Defining Securities in the *Securities Act*: Combining
the Essence and Breadth of the Concept
/ *ZHOU Xiaosong* / 161

An Empirical Study on Evolution of the Institution
of Delisting in China/ *QIU Yonghong* / 176

Outlook and Reality for Security Offering Reform
/ *JIN Youfang and LI Youxing* / 248

A Reflection on Litigation against Defective Corpo-
rate Resolutions / *DING Yong* / 262

[**Overseas Legislation**]

A Bridge between Private and Public Offerings—A
Study on the Practice of Making Up for Issuance
Examination and Approval Procedures in Taiwan/
LIU Yingmig and LI Jian / 286

A Preliminary Study on US Regulation of Securities
Lawyers, Accountants and Rating Agencies
/ *WU Minghui* / 307

The Future of Shareholder Democracy
/ *Lisa M. Fairfax, translated by ZHAO Jinlong* / 323

Invitation for Contribution / 383

Editorial Instructions / 387

关于重大违法行为退市制度 若干问题的思考

顾军锋* 郝金**

摘要:“公司有重大违法行为”是《证券法》第55条规定的暂停上市条件,但长期以来,由于缺乏具体的认定标准,导致实践中没有一家上市公司因该项规定而暂停上市,引发了市场的质疑。明确“重大违法行为”的判断标准,将有重大违法行为的上市公司强制清理出交易所市场,不仅有利于发挥退市制度净化市场环境、实现优胜劣汰的制度功能,也是贯彻落实《证券法》规定、严格实施退市制度的必然要求。本文梳理了重大违法退市的制度规定及其内在逻辑,分析了“重大违法行为”退市的主要类型、判断标准、消除情形以及退市制度完善与《证券法》修改等若干问题,试图对重大违法行为退市制度安排提供参考。

关键词:重大违法行为 退市 欺诈发行

《证券法》第55条第3项规定,“公司有重大违法行为”的,“暂停其股票上市交易”。但不管是

* 任职于中国证监会法律部。

** 任职于中国证监会法律部。

“两法”修订前的证监会,还是“两法”修订后的证券交易所,^[1]从未依据这条规定作出过暂停公司股票上市交易的决定。近年来,随着绿大地、万福生科等“造假”大案的发生,这条“沉睡”的法律规定引起了市场对于执法有效性、公平性的强烈质疑。而要“唤醒”这条规定,关键在于如何理解与把握“重大违法行为”。

一、何为“重大违法行为”?

“重大违法行为”或者类似表述在《证券法》、《证券投资基金法》、《期货交易管理条例》等证券期货法律、行政法规及证监会规章中多有出现,涉及几乎所有监管领域的规则。然而,由于不同监管领域关注的违法类型、把握的监管尺度不尽相同,导致长期以来始终难以形成有关证券期货“重大违法行为”认定的统一量化标准。

但是“重大违法行为”或者类似表述大量地出现在法律、行政法规及证监会规定中,这一定不是立法者率性而为。笔者揣测,立法者的初衷可能在于想通过相对原则的规定与相对明确的授权相结合的方式,让执法者来“具体问题具体分析”,以化解或者缓解成文法规范的有限性与实践的无限性之间的矛盾。简言之,这是立法者赋予执法者的“自由裁量权”。然而,暂停上市决定毕竟不同于行政许可等其他执法决定,其直接关乎广大中小投资者的投资权与收益权,稍有不慎可能造成重大社会影响。于是,尽管有了法定的自由裁量权,但执法者依然感到“无所适从”,这也是至今不敢贸然作出暂停公司股票上市决定的制度原因所在。而要打破这一困境,必须以法律赋予的自由裁量权为依据,明确何为“重大违法行为”,并将其法定化,为自由裁量权的行使奠定基础。

如前所述,几乎所有监管领域都涉及“重大违法行为”的判断问

[1] 2005年前,《公司法》第157条规定,“公司有重大违法行为”的,证监会决定其股票暂停上市。2005年“两法”修订时,上述规定调整至《证券法》中予以规范,并授权证券交易所决定公司股票暂停上市。

题,想在确立“重大违法行为”暂停上市标准的同时,统一所有监管领域的执法标准,无疑是不现实的。所以,对“重大违法行为”暂停上市标准的研究,应当将关注的重点放在“重大违法行为”会不会影响公司上市地位维持这一核心关系上,并作出有针对性的制度安排。基于此,并综合考虑市场影响、社会关注度等因素,市场反响强烈、投资者深恶痛绝、各方认识较为统一的欺诈发行无疑属于典型的“重大违法行为”。

也有观点认为,信息披露是上市公司的基本义务,也是维持其上市地位的基本条件。上市公司违规披露或者不披露,必然损害投资者的知情权,进而扭曲证券交易价格,所以上市公司信息披露违法违规也应当作为“重大违法行为”的重要类型。上述意见有相当的道理,但也应当看到,在现有的制度条件下及监管实践中,信息披露违法违规成因多样,严重程度、市场影响不尽相同,就其本身而言也缺乏具体、统一的认定标准。比较典型的是对大股东资金占用的行政认定。尽管控股股东、实际控制人的背信行为已经纳入了刑事规制范畴,但在行政执法领域仍然缺少直接对应的违法类型,实施中往往以上市公司信息披露违法为外在表现形式与执法依据,对其予以处理。对于这类信息披露违法,恐怕很难直接作出公司有“重大违法行为”的判断。有鉴于此,笔者建议先不作明确要求,待重大违法公司退市经验进一步累积,也待信息披露违法违规行为类型进一步厘清,立案、稽查、处罚的相关工作进一步规范后,再行考虑予以完善。

现实中,除了欺诈发行、信息披露违法之外,上市公司还有很多其他形态的违法行为,如走私、偷税、制售伪劣商品等。^[2] 如何甄别这些违法行为是不是构成“重大违法行为”,笔者认为可否综合以下几项原则来考虑:(1)“相关性”原则。其核心在于,该违法行为与公司上市地位的维持有无关联。例如,不按时缴纳职工社保、不执行环境卫生要求等,便不属于“重大违法行为”。(2)“重大性”原则。其核心是该违法行为对于上市公司的影响,已经导致其上市地位的难以为继。这要结

[2] 周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版,第133页。

合违法行为的事实、性质、情节、社会危害程度等要素综合分析判断。例如,三鹿奶粉大规模制售伪劣产品便属于这类“重大违法行为”。(3)“实体性”原则。其核心是该行为违反了《证券法》等法律法规有关上市条件的实体性规定,如仅仅是不符合相关程序性要求,则不属于“重大违法行为”。

二、“重大违法行为”以何判断?

原则上,判断一个行为是否构成重大违法行为,前提是该行为已经违法,而该行为是否违法,则需要有权机关依照法定程序予以认定,这是依法行政的基本要求。^[3]因此,“重大违法行为”要基于有权机关作出的刑事或者行政处罚决定来判断。

然而,“迟到的正义就不是正义”。监管反应的迟缓、执法结论的拖延都会影响市场对于监管执法的信心。“ $100 - 1 = 0$ ”的效应在资本市场表现得尤为突出。从既有的市场实践看,在监管机关依法将欺诈发行案件移送公安机关后,由于刑事调查、审判的程序性要求较高,难以在较短时间内作出确定性的判决,导致监管机构、证券交易所缺少了认定上市公司构成重大违法行为的必要依据。这种以牺牲执法效率来换取对个案执法公平性的做法,在外部看来,却对市场及其他投资者制造了新的不公平。因而,市场舆论往往多是将重大违法公司退市的质疑集中指向了监管机构与证券交易所而非司法机关,影响了执法的整体效果。为有效化解这一问题,建议对欺诈发行这类市场痛恨的行为,在坚持以证监会作出的生效行政处罚决定为判断依据这一基本原则的基础上,针对如果欺诈发行构成犯罪,被依法移送公安机关的,作出一些例外性的特殊处理,即以证监会作出案件移送决定为判断基础。

当然,对于这一处理方式,也存在着不同的意见,并主要集中在判断基础的确定性不够上。有观点认为,上市公司被移送公安机关时

[3] 张政燕:“证券期货违法行为对相应主体行政许可的影响”,载《证券市场导报》2013年第4期。

其违法性质并不确定,以此作为退市判断依据并不合适。笔者认为:(1)从性质上看,移送公安机关追究刑事责任的行为在性质上往往要重于受到行政处罚的行为,既然行政处罚决定可以作为判断公司有重大违法行为的依据,移送公安机关追究刑事责任的决定理应也可以作为判断依据;(2)从事理上看,让一个有着巨大暂停上市风险的公司继续在市场上交易,对于潜在的投资者与市场诚信文化都存在着一定的伤害。当然,也必须承认上述理论也有其自身的不足,归根结底,这里确实有着一个“保护谁”的政策抉择问题。

也有人担心,移送后有可能出现公安机关不予立案、人民检察院不予起诉或者人民法院作出无罪判决等情况,进而导致出现监管部门执法不严肃等问题。既然移送公安机关追究刑事责任在性质上要严重于行政处罚,那么在事实、证据等方面的要求也应该相应更高一些。所以,解决上述担心问题的关键在于监管部门稽查执法水平的提升,只有在案件查处、移送等方面的基础工作做扎实了,才能为公安、司法机关认定、追究违法主体责任提供有利条件。而且,根据《中共中央办公厅、国务院办公厅转发国务院法制办等部门〈关于加强行政执法与刑事司法衔接工作的意见〉的通知》(中办发[2011]8号)的规定,“公安机关作出不立案决定或者撤销案件的,应当将案卷材料退回行政执法机关,行政执法机关应当对案件依法作出处理”;“人民检察院对作出不起诉决定、人民法院对作出无罪判决或者免于刑事处罚的案件,认为依法应当给予行政处罚的,应当提出检察建议或者司法建议,移送有关行政执法机关处理”。也就是说,即使由于种种原因出现了公安机关不予立案、人民检察院不予起诉或者法院作出无罪判决等情况,符合行政处罚条件的,证监会依然可以给予行政处罚。所以基于扎实的移送工作,以行政处罚作为后盾,是完全可以避免“开倒车”的。

三、“重大违法行为”要不要退市?

《证券法》第55条、第56条分别列举了公司股票暂停上市和退市的具体情形,从这两条规定的表述看,存在着一定的内在联系。例如,

“公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件”(第55条第1项)的,暂停上市,而“在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件”(第56条第1项)的,则由证券交易所决定退市;“公司不按照规定公开其财务状况,或者对财务会计报告作虚假记载”(第55条第2项),暂停上市,但进而“拒绝纠正”(第56条第2项)的,则由证券交易所决定退市;“公司最近三年连续亏损”(第55条第4项)的,暂停上市,而“在其后一个年度内未能恢复盈利”(第56条第3项),则由证券交易所决定退市。这体现出暂停上市制度除具有“黄牌”警告性质外,也给了公司一个消除其暂停上市情形、避免退市的机会。

“公司有重大违法行为”是《证券法》第55条第3项所列的暂停上市情形之一,但却并未像上述规定那样在第56条退市情形中有对应安排。这一处理导致市场对于重大违法公司退市问题产生了不同理解。有观点认为,这一规定表明上市公司有重大违法行为的,证券交易所只能决定其股票暂停上市,而无权决定其退市,这一观点也影响了证券交易所现有上市规则。^[4]也有观点认为,重大违法从其行为发生、查证属实到停止纠正都有一个过程,市场也需要有一个接受的过程,将重大违法行为规定为暂停上市情形,正是要让暂停上市制度发挥其缓冲作用,并由证券交易所进而决定是恢复其股票上市,还是终止其股票上市。

笔者认为,根据《证券法》第50条的规定,“最近三年无重大违法行为”是股份有限公司申请股票上市的基本条件之一。对照第55条的上述规定,可以说,合规性要求对于上市公司取得并维持其上市地位有着极其重要的意义。基于此,让有重大违法行为,且如果继续维持其上市地位,有可能让市场秩序遭受更大破坏、让投资者遭受更大损失的上市公司暂停上市,乃至退出市场,是符合《证券法》立法目的、立法逻辑的。而事实上,根据《证券法》第56条第5项的规定,上市公司有“交易所上市规则规定的其他情形的”,证券交易所可以决定其股票退市,这一授权性规定为重大违法行为退市的实施留出了空间。换言之,证

[4] 《上海证券交易所股票上市规则》(2012年修订)和《深圳证券交易所股票上市规则》(2012年修订)都将公司有重大违法行为作为暂停上市情形,但对上市公司触及此项标准暂停上市后如何处理并没有相应规定。