

# 证券法苑

第二十二卷  
(2017年12月)

吴清 总编  
黄红元 卢文道 主编

中文社会科学引文索引(CSSCI)来源集刊

*Zhong Wen Social Science Citation Index (CSSCI) Source Collection*

 法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

 上海證券交易所  
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

总编 吴 清  
主编 黄红元 卢文道

*Zheng Quan Fa Yuan*

# 证券法苑

第二十二卷  
(2017年12月)

  
法律出版社  
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第二十二卷 / 黄红元, 卢文道主编. --  
北京: 法律出版社, 2017

ISBN 978 - 7 - 5197 - 1700 - 1

I. ①证… II. ①黄…②卢… 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(2017)第 292495 号

证券法苑(第二十二卷)

ZHENGQUAN FAYUAN

(DI - ERSHER JUAN)

黄红元 卢文道 主编

责任编辑 彭 雨

装帧设计 贾丹丹

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 中煤(北京)印务有限公司

责任校对 王晓萍

责任印制 张建伟

编辑统筹 法律考试·职业教育出版社

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

印张 31.75

字数 420 千

版本 2017 年 12 月第 1 版

印次 2017 年 12 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

上海分公司/021-62071639/1636

西安分公司/029-85330678

深圳分公司/0755-83072995

重庆分公司/023-67453036

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 1700 - 1

定价:82.00 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  
吴 清

学术指导委员会  
(按姓氏笔画排列)

王利明 吴志攀 徐 明 顾功耘 郭 锋 黄 炜

编辑委员会

主 任：黄红元

副 主 任：卢文道

委 员：(按姓氏笔画排列)

|     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|
| 甘培忠 | 叶 林 | 冯 果 | 吕红兵 | 朱慈蕴 |
| 刘俊海 | 吴 弘 | 陈 洁 | 陈 甦 | 张子学 |
| 宋晓燕 | 罗培新 | 周仲飞 | 赵旭东 | 胡宝海 |
| 郭 雳 | 彭 冰 | 董安生 | 韩 康 | 程合红 |

主 编：黄红元 卢文道

执行编辑：王升义 陈亦聪

|         |     |     |     |     |
|---------|-----|-----|-----|-----|
| 编 辑：王俊桥 | 谭 婧 | 张 媛 | 彭鲁军 | 吴 琼 |
| 徐 俊     | 邹思思 | 丛怀挺 | 周莹盈 | 姜沅伯 |
| 邹 露     | 滕玉琳 | 阎俊忆 | 时 昊 |     |

## 卷首语

近年来,资本市场监管取得新突破、新进展,也面临新情况、新挑战;与此同时,正在进行中的《证券法》修订酝酿推出新制度、新举措;第五次全国金融工作会议明确了下阶段资本市场发展的新任务、新要求;刚刚闭幕的党的十九大对国家发展和资本市场建设做出新决策、新部署。这些都需要从法治建设角度做出总结、思考和回应。为进一步加强交流、凝聚共识、完善法治、促进发展,本卷于2017年8月面向海内外理论界、实务界的专家、学者公开发布专题征稿启事,诚征佳作。截至出版前,本卷共收到各界投稿110余篇,经评审择优选择40余篇,按照主题编排,分别发表于第22卷和第23卷,以飨读者。

本卷分为“证券监管理念与逻辑”“证券发行上市”“上市公司收购与重大资产重组”“市场操纵”4个栏目,共24篇文章。

【证券监管理念与逻辑】收录了6篇文章。

卢文道、陈亦聪的《题材股投机炒作的成因与监管逻辑》一文指出,以题材股为对象的投机炒作,是散户型市场的顽疾,吸引和诱导散户跟风交易,成为少数大户投资者的主要盈利模式。在这种市场现象背后,是两类主体交易能力和盈亏收益的严重失衡。在个人投资者参与程度较高、市场主体交易行为极不理性的市场环境下,应当通过强有力的

针对性监管,矫正畸形的交易生态,保护证券市场的公平正义不受源自严重失衡的市场交易结构的冲击和破坏。

许多奇、唐士亚的《运动式监管向信息监管转化研究——基于对互联网金融风险专项整治行动的审视与展望》是对互联网金融专项整治行动的讨论。该文认为,这种运动具有滞后性、片面性、单一性等弊端,而互联网金融信息配置失范是互联网金融乱象的根源。应当建立互联网金融监管长效机制,以信息监管为中心构建統合的金融信息平台,形成有效的信息共享机制和监管联动机制,完善信息披露制度和政府主导的多元治理体系。

刘燕的《企业并购、法律生长与证券市场——美国早期并购潮的历史足印》是对美国早期并购及相关法律制度的历史检视。该文指出,企业并购、公司法、公众证券市场、证券监管几条线索交织演进,经过数次并购浪潮,它们最终在第四次并购潮中与特拉华反收购规则衔接,集中处理公司控制权争夺中的利益冲突问题。并购的两套商业逻辑——战略扩张与公司治理,得到了完整呈现,美国法特有的进化特征也得到了充分展现。这些为观察我国证券市场并购与公司法提供了参照系。

徐明磊、付鹏的《A股市场上上市公司收购制度的市场效应、异化之谜和立法重构》是对上市公司收购制度的新探究。该文运用统计学方法,验证了收购后股价表现与经营业绩的恶化趋势,认为我国上市公司收购制度异化的原因在于上市资格形成了经济租金,目前制度无法甄选出真正好的控制人与经营者,中小股东不能分享控制权溢价,估值噪音妨碍了价格机制有效运行。立法须从促进整体经济效率、增进交易涉及各方福利、保护受到影响的第三人三个层面进行重构完善。

张巍的《上市公司股票回购的功能考察与制度反思——以美国经验为核心的研究》以美国经验为基础,对我国上市公司股票回购制度做了研究考察。该文认为,股票回购制度具有改善公司经营表现、提高公司价值的理论功能,我国在改革法定资本制的背景下,也应当放松上市公司股票回购,允许其向市场发送积极信号,但同时也要防止公司借此操纵市场、躲避债务等行为。

唐应茂的《熊猫债市场分割和证券监管竞争与统一》聚焦于熊猫

债市场监管。该文认为,熊猫债市场存在相互分割、监管机构与监管规则各异的两个市场,这种局面存在一定合理性,带来了监管竞争的积极效果,促进了市场的效率。监管竞争还很不充分,应当继续维持监管竞争格局,推动统一市场的形成。在短期内无法改变市场分割局面的情况下,不妨制定机构投资者单行法,解决法律适用不统一的问题。

【证券发行上市】收录了5篇文章。

程茂军的《试论招股说明书内容与格式的法律规制》是对作为证券发行重要文件的招股说明书如何进行规制的探析。该文认为,各国的规制模式与内容呈现出许多共同趋势,我国应当借鉴国外经验,使招股说明书具有法律文件和销售文件的属性,在内容与格式方面,应坚持以监管机构为主导,在完善IPO财务核查常态化等配套机制的基础上,突出以信息披露为核心的制度设计。在披露规则方面,应立足于披露信息的齐备性、一致性和可理解性,进一步优化披露的结构框架、提高信息披露质量。

张子学的《公众公司应如何披露政府调查事项》探讨了公众公司应如何披露政府调查事项。该文认为,目前实践中的“立案才披露”和“立案即披露”都存在问题。美国政府部门调查之目的均在于发现事实,公众公司也根据法规要求和客观情况决定如何披露。我国应取消以立案为强制性、“一刀切”的披露时点,交由公众公司根据“重大性”原则自主决定如何披露,但对于收到《行政处罚事先告知书》,则应保留强制披露的要求。

张园园、罗培新的《上市公司控股股东、实际控制人违法行为的监管实践与制度完善》则是从上市公司违法的根源——控股股东和实际控制人进行的探究。该文认为,上市公司控股股东、实际控制人是能够对上市公司经营产生重大影响的主体,从证监会、沪深交易所的监管实践看,依然还存在等问题。对此,应当增加控股股东的认定标准,加大处罚力度,引入失信联合惩戒制度,并明确对沪深交易所作出的纪律处分及监管措施不可提起行政复议/行政诉讼,正确认知“双罚”机制,并审慎认定控股股东、实际控制人的“指使”行为。

郑彧的《IPO常态化背景下退市制度完善之探析》讨论了上市公司退市制度。该文指出,退市制度与发行上市制度一起发挥着优胜劣汰

的筛选作用。虽然退市制度具有重要的功能,但由于市场结构、投资者理念的不合理,正常的退市制度一直得不到有效落实,但IPO常态化为完善退市制度提供了契机。为此,应当在上市利益、市场结构、退市标准、董事和高管激励、救济制度等方面破局,完善退市制度。

臧俊恒、黄慧颖的《上市公司主动退市中监管逻辑与路径选择——以交易公平性与投资者补偿为视角》,对上市公司主动退市的监管逻辑与路径选择做了解析。该文认为,基于为其设定合理的审查标准,在保证上市公司高效退市之同时维护中小投资者利益便成为必要。我国首例上市公司主动退市案例背后的上市公司主动退市制度中存在对投资者压迫与投资者抵制等问题。美国对退市的审查注重交易公平性审查以及法定信息披露制度,这为我国提供了有益的监管思路。在主动退市制度构建方面,确立投资者补偿的交易公平性标准,同时以公平性的合理信赖作为法定信息披露标准,是可行的完善路径。

【上市公司收购与重大资产重组】收录了9篇文章。

叶林、吴烨的《上市公司章程反收购条款的规范路径》对上市公司通过章程设置反收购条款进行探究。该文认为,上市公司章程的反收购条款分为直接反收购和间接反收购条款。从股权结构与反收购条款的关系来看,在股权高度集中型公司章程中,几乎无须制定反收购条款,但在股权相对分散型和高度分散型公司章程中,常常规定反收购条款。我国的官方态度已经是实行有限度的鼓励公司收购的监管政策。上市公司即使在章程中规定反收购条款,也要体现平等保护股东利益、强化信息披露的原则,不得借公司自治为名,保护部分股东或者董监高的既得利益。

李文莉、艾星星的《上市公司反收购的权利配置与制度构建》围绕着反收购的权利配置展开,该文认为,敌意收购具有激励功能,对于反收购权利,英国法奉行“不挫败”原则,美国法则部分授权董事会进行,而我国应当授权股东大会采取反收购措施。首先,应当明确法律授权;其次,应当改进股东大会的表决机制;另外,加强信息披露义务和引入集团诉讼,都是必要的辅助措施。

对于控制权溢价问题,学界已有关注。曾洋的《控制权溢价收益归属问题研究》就是对这一问题的思索。该文认为,控制权溢价是控制

权私人利益的实现方式,但同时也起到了促进公司发展的作用。一般说来,控制权溢价应当归属于控制权人,但美国公司法理论及判例中建立了控制权溢价收益归属的三个例外:掠夺公司财产、买卖公司职位和侵占公司商业机会例外。我国应着力构建控制权溢价收益归属“一般允许、例外禁止”的法律制度,规范控制权交易行为,保护公司和非控制股东的合法权益。

符望的《上市公司收购中的报告义务及一致行动人法律问题研究——从新梅诉讼到万科事件》以实际案例为切入点,对上市公司收购中的报告义务和一致行动人认定问题提出了见解,公司控制权并非法律保护的权利,法院也有权作出限制表决权或者强制出售股权的裁判;一致行动人不应局限于身份关系,应当及时体现信托概念,并可根据个案产品或者金融工具去灵活界定一致行动人。

曾斌、韩斯睿的《上市公司杠杆收购的风险、治理和监管》从杠杆收购的视角进行分析。该文提出,我国存在多种杠杆收购方式,会给上市公司、投资者和市场带来多重风险。因此,应当遵循市场化原则,行政监管应当规范程序、提示风险,强化信息披露监管,鼓励上市公司与投资者的长效沟通机制,对险资及其他大额资金应注意产品结构和参与上市公司的限度,加强金融监管机构的协调监管。

姜丽丽的《司法划转变更上市公司实际控制人的监管制度研究——基于不同标准的监管衔接》是对特殊情况下实际控制人变更——司法划转变更的研究。该文指出,司法划转变更上市公司实际控制人存在两种方式:一种是基于诉讼或者仲裁的司法划转,另一种是基于上市公司破产重组或者股权公开拍卖的司法划转。两种方式的司法立场、目标追求以及相应的司法判断标准不同。不同的司法判断标准决定了如何进行监管衔接,前者应在尊重司法权的前提下采取适应性监管方式,重点在于防范虚假诉讼,区别对待限售股转让,监管机构的监管后移;后者可在协作理念下采取介入性监管方式,监管机构应充分利用上市公司的预重整制度,并参与到重整方案、重整投资人招募的审议过程中。

王啸的《规范和发展产业型并购重组的规则完善与监管微调》敏锐觉察到了我国并购重组市场的方向变化,即“炒壳”“忽悠式重组”等

问题和乱象得到遏制,以产业整合、升级或转型为导向的并购重组正在成为市场主流。其认为,产业型并购重组具有周期长、跨度大、涉及面广等特点。我国长期机构监管过程中积累起来的各种规范和惯例未必与蓬勃兴起的产业型并购重组相适应。因而,应当对监管政策进行调整:对并购重组与IPO实施差异化监管,对“纯现金公司”的事前实质判断与事后风险揭示相结合,保留首次“举牌”的“慢走”规则但后续以强化信息披露代替强制停顿,适度增加控制权转让或股东权益变更的协议定价灵活性,对老股出售提供与新股发行同步核准的通道并推出持股时间与限售、减持的反相挂钩机制。

施金晶、李梦飞的《类重组上市典型情形的监管逻辑与监管路径》对2016年《重大资产重组办法》之后证券市场出现的“类重组上市”现象做了解析思考。该文指出,《重大资产重组办法》完善了重组上市规则,但市场上的规避方案也出现了新的问题,特别是在维持控制权不变情况下发行股份购买资产和“向甲方转让控制权、向乙方购买资产”的“三方交易”两种类型。对于这两种类型,该文分析了监管难点与判断要点,并提出了类重组上市的监管路径:通过考察交易特征和控制权安排,从严把握控制权认定,将三方交易纳入重组上市范围并从严监管。

林海的《跨市场收购的信息披露问题研究——以上市公司收购挂牌公司为视角》对多层次资本市场体系下的跨市场收购进行了探究。该文指出,对于上市公司收购挂牌公司而言,需要沪深交易所考察挂牌公司在新三板的信息披露质量,需要全国股转公司去判断上市公司的权益变动披露;在两个市场的信息披露不一致时,还需要监管机构与监管规则之间进行适当的衔接与协同,实现有机的统一。

【市场操纵】收录了4篇文章。

范林波的《操纵证券市场行为监管执法问题实证研究——以中国证监会2015~2017年三季度行政处罚决定书为视角》从监管执法者视角,对证券市场行政执法问题做了充分的实证研究,也对新型市场操纵行为做了分析。该文指出,对于账户控制关系,证监会通过分析案件的主客观证据,进行综合判定;对于操纵的主观故意,证监会采取了通过分析当事人的动机、行为、事后状态等事项来综合判定的间接认定思路;而在认定当事人行为对证券价量的影响时,采取了“比对”认定的

思路,将涉案证券价格的变动与其他“参照物”进行比较;在违法所得的认定上,证监会也采取了较为严格的标准。

刘宪权、林雨佳的《新型市场操纵行为的刑法认定》是从刑法层面对新型市场操纵行为的解析。该文认为,面对新型市场操纵违法、犯罪行为认定的巨大争议,需要分析操纵证券、期货市场罪的本质特征。对于新型市场操纵行为的认定标准,应当坚持“宽严相济”的价值取向和对“兜底条款”进行同质性解释的解释规则。除了“抢帽子”交易外,高频交易中严重的幌骗行为,塞单行为和趋势引发行为也可构成相关犯罪。

高海涛的《试论信息型操纵的违法性及防控对策》是对信息型操纵行为的探讨。该文认为,这种操纵反映了市值管理时代上市公司题材炒作背后的畸形“股价管理”行为,其本质在于利用信息优势控制信息披露,诱导投资者决策以影响股价,该种行为会与信息披露违规、蛊惑交易操纵、内幕交易、抢帽子交易操纵发生竞合。要综合防控,就要做好上市公司信息披露事务管理以及市值管理的合法性边界管理,并加快操纵市场立法规范的发展。

除了证券现货市场操纵,还存在跨衍生品市场和现货市场进行的操纵行为。程红星、王超的《跨市场操纵立法与监管研究》对这种操纵行为做了有益的探讨。该文认为,要对跨市场操纵实施有效规制,应当从以下几方面入手:推动《期货法》立法,合理界定期货市场操纵行为;完善期货合约设计,提高产品的抗操纵性;加强市场交易行为监控,落实持仓限额等风险管理制度;健全跨市场监管协作机制,推动信息共享与分析。

编者

2017年11月

卷首语 / 1

【证券监管理念与逻辑】

题材股投机炒作的成因与监管逻辑/卢文道 陈亦聪 / 1

运动式监管向信息监管转化研究

——基于对互联网金融风险专项整治行动的审视

与展望/许多奇 唐士亚 / 21

企业并购、法律生长与证券市场

——美国早期并购潮的历史足印/刘 燕 / 38

A股市场上公司收购制度的市场效应、异化之谜

和立法重构/徐明磊 付 鹏 / 64

上市公司股票回购的功能考察与制度反思

——以美国经验为核心的研究/张 巍 / 87

熊猫债市场分割和证券监管竞争与统一/唐应茂 / 111

【证券发行上市】

试论招股说明书内容与格式的法律规制/程茂军 / 139

公众公司应如何披露政府调查事项/张子学 / 156

上市公司控股股东、实际控制人违法行为的监管实践

与制度完善/张园园 罗培新 / 177

IPO 常态化背景下退市制度完善之探析/郑 彧 / 204

上市公司主动退市中监管逻辑与路径选择

——以交易公平性与投资者补偿为视角

/臧俊恒 黄慧颖 / 226

【上市公司收购与重大资产重组】

上市公司章程反收购条款的规范路径/叶林 吴烨 / 239

上市公司反收购的权利配置与制度构建/李文莉 艾星星 / 261

控制权溢价收益归属问题研究/曾洋 / 278

上市公司收购中的报告义务及一致行动人法律问题研究

——从新梅诉讼到万科事件/符望 / 301

上市公司杠杆收购的风险、治理和监管/曾斌 韩斯睿 / 321

司法划转变更上市公司实际控制人的监管制度研究

——基于不同标准的监管衔接/姜丽丽 / 341

规范和发展产业型并购重组的规则完善与监管微调

/王啸 / 360

类重组上市典型情形的监管逻辑与监管路径

/施金晶 李梦飞 / 381

跨市场收购的信息披露问题研究

——以上市公司收购挂牌公司为视角/林海 / 397

【市场操纵】

操纵证券市场行为监管执法问题实证研究

——以中国证监会2015~2017年三季度行政处罚

决定书为视角/范林波 / 415

新型市场操纵行为的刑法认定/刘宪权 林雨佳 / 441

试论信息型操纵的违法性及防控对策/高海涛 / 455

跨市场操纵立法与监管研究/程红星 王超 / 472

征稿启事 / 487

编辑体例 / 490

**Foreword / 1**

**[The Concept and Logic of Securities Regulation]**

The Reason of Theme Stock Speculation and the Regulatory Logic/ *Lu Wendao & Chen Yicong* / 1

A Research of Transformation from Dynamic Regulation to Informational Regulation

—Based on the Review and Prospect of the Special Campaign Against Internet Financial Risk

/ *Xu Duoqi & Tang Shiya* / 21

Merger and Acquisition, Growth of Law and the Securities Market

—The Historical Footprints of Early Mergers and Acquisitions Waves in the US/ *Liu Yan* / 38

The Market Effect, Alienation Mystery and Legislation Reconstruction of the Legal System for Listed Company Takeover in A – Share Market

/ *Xu Minglei & Fu Peng* / 64

The Functions Inspection and Legal System Review of Stock Repurchase by Listed Companies

/ *Zhang Wei* / 87

The Market Segmentation of Panda Bond and the Competition and Unification of Securities Regulations/ *Tang Yingmao* / 111

**[ The Offering and Listing of Securities ]**

The Regulations of the Content and Format of the Prospectus/ *Cheng Maojun* / 139

How Should Public Companies Disclose Government Investigations/ *Zhang Zixue* / 156

The Regulatory Practice and Regulation Improvement for Unlawful Act of the Listed Companies' Controlling Shareholders and Actual Controllers  
/ *Zhang Yuanyuan & Luo Peixin* / 177

The Improvement of Delisting Regulations in the Context of IPO Normalization/ *Zheng Yu* / 204

The Regulatory Logic and Path Selection in the Voluntary Delisting of Listed Companies  
—A Research on Trading Fairness and Investors Compensation/ *Zang Junheng & Huang Huiying* / 226

**[ Takeover and Material Asset Restructuring of Listed Companies ]**

The Regulatory Path of Anti - takeover Clauses in the Articles of Association of Listed Companies  
/ *Ye Lin & Wu Ye* / 239

The Rights Allocation and Legal System Construction of the Anti - takeover of Listed Companies  
/ *Li Wenli & Ai Xingxing* / 261

A Study on the Attribution of Control Premium Profit/ *Zeng Yang* / 278

A Research of Legal Issues on the Reporting Obligations and Concerted Actors in the Listed Companies Takeover  
—From Shinmay Litigation to Vanke Affair  
/ *Fu Wang* / 301

Risk, Governance and Regulation of Leveraged

## Takeover of Listed Companies

/ *Zeng Bin & Han Sirui* / 321A Research on the Regulatory System of Actual  
Controllers Alteration of Listed Companies  
through Judicial Transfer—Based on the Connection of Various Regulatory  
Standards/ *Jiang Lili* / 341The Rules Improvement and Regulation Adjustment  
of Industrial Mergers, Acquisitions and Asset Re-  
structurings/ *Wang Xiao* / 360The Regulatory Logic and Path of Typical Quasi –  
Backdoor Listing / *Shi Jinjing & Li Mengfei* / 381A Study on Disclosure Issues of Cross – market Ac-  
quisitions—From the Perspective of Acquiring Quoted  
Companies by Listed Companies/ *Lin Hai* / 397**[ Market Manipulations ]**Empirical Study on Regulation and Enforcement of  
the Securities Market Manipulations—Based on Administrative Penalty Decision by  
CSRC between 2015 – 2017Q3/ *Fan Linbo* / 415The Criminal Law Cognizance of New Emerging Mar-  
ket Manipulations/ *Liu Xianquan & Lin Yujia* / 441A Study on the Illegality and Prevention Measures  
of Informational Market Manipulations/ *Gao Haitao* / 455A Research on Legislation and Regulation on  
Cross – market Manipulations/ *Cheng Hongxing &  
Wang Chao* / 472**Invitation for Contribution** / 487**Editing Style** / 490

## 题材股投机炒作的成因与监管逻辑

卢文道\* 陈亦聪\*\*

**摘要:**以题材股为对象的投机炒作,是散户型市场的顽疾,吸引和诱导散户跟风交易,成为少数大户投资者的主要盈利模式。在这种市场现象背后,是两类主体交易能力和盈亏收益的严重失衡。在个人投资者参与程度较高、市场主体交易行为极不理性的市场环境下,应当通过强有力的针对性监管,矫正畸形的交易生态,保护证券市场的公平正义不受源自严重失衡的市场交易结构的冲击和破坏。

**关键词:**题材股 投机炒作交易 投机性泡沫  
交易自由 交易监管

我国内地证券市场参与者以个人投资者为主,

---

\* 上海证券交易所首席律师,华东政法大学兼职教授,中国证券法研究会副会长。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

\*\* 上海证券交易所法律部副总监,法学博士。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。