

证券法苑

第二十卷
(2017年06月)

吴清 总编
黄红元 卢文道 主编

中文社会科学引文索引(CSCI)来源集刊

Yong Quan Tu Quan

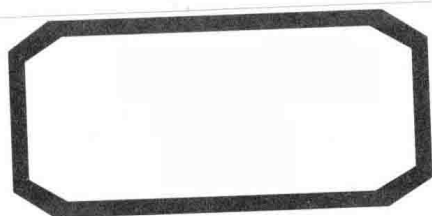
 法律出版社
LAW PRESS · CHINA



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

第二十卷
(2017年06月)


法律出版社
LAW PRESS · CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法苑. 第二十卷 / 黄红元, 卢文道主编. —北京: 法律出版社, 2017

ISBN 978 - 7 - 5197 - 0947 - 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 124672 号

证券法苑(第二十卷)
ZHENGQUAN FAYUAN
(DI-ERSHI JUAN)

黄红元 卢文道 主编

责任编辑 彭 雨
装帧设计 乔智炜 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
责任印制 张建伟

编辑统筹 法律考试·职业教育出版分社

开本 710 毫米×1000 毫米 1/16

印张 26.25

字数 410 千

版本 2017 年 6 月第 1 版

印次 2017 年 6 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

西安分公司/029-85330678

重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636

深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 0947 - 1

定价:69.00 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 顾功耘 徐 明 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	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 卢文道

执行编辑：王升义 项 剑 陈亦聪

编 辑：武俊桥 刘沛佩 谭 婧 杨 懿 吴 琼
邹思思 丛怀挺 周莹盈 阎俊忆 张 媛
彭鲁军

卷首语

一段时期以来,按照“依法、全面、从严”监管的思路,证券监管部门从资本市场的长远发展出发,针对市场发展中存在多年的一些顽疾和新情况、新问题,切实加大了监管力度。2017年4月26日,全国人大常委会对《证券法(修订草案)》进行了“二读”。种种迹象表明,资本市场的发展与监管出现了明显的新变化、新趋势和新气象,强监管、稳运行成为现阶段市场发展的主基调。《证券法苑》第二十卷对相关热点问题、处罚案例及立法难点等进行了重点关注,设“前沿探讨”、“专题研究”、“证券立法”、“制度分析”、“市场观察”、“域外法制”六个专栏,择优刊发22篇文章以飨读者。

【前沿探讨】本栏目收录了两篇论文。

证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度存在已十余年。近期,IPO 欺诈发行案件中多家中介机构被立案调查后业务受限,其承办的大量项目被不予受理或暂停审核,引发了强烈的关注和讨论。何艳春、王玮在《试论证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度——基于实践和法理的反思》一文中认为,作为预防性的行政事实行为,证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度属于行政许可的中止性程序,有其历史必然性与现实合理性,但也存在一系列缺陷和弊端。改进“立案调查即业务受限”应当从“法律后果”、“事实要素”两

端着手,通过设置更为合理的法律后果,更加透明及时的信息披露、更加精准审慎的立案调查、更可能缩短且明确查审时限,最大化地降低“立案调查即业务受限”的负面影响。随着证券市场前端管制的逐步放松,“立案调查即业务受限”所带来的问题有望减轻直至彻底解决。

徐翔操纵市场案是近一段时间以来的监管执法的热点。夏中宝的《徐翔操纵市场案中的法律与证据问题探微》一文对此案进行了深入分析。其认为,从公安机关以涉嫌内幕交易和操纵市场两个罪名进行刑事拘留,再到青岛中院一审判决时以“利用信息优势连续买卖操纵”定性,此变化过程反映了徐翔案在法律适用和证据把握方面存在一定的争议。徐翔案中的利好信息是否虚假、信息披露时点是否存在人为控制、特定时点的连续交易行为是如何与利好信息发布相互配合形成影响证券交易价格的共振等方面证据仍有进一步强化的空间。文章以法院一审判决认定的事实为基础,对徐翔案中涉及的法律与证据问题进行微观探析,并研提完善信息型操纵法律规制的几点对策建议。

【专题研究】本栏目收录了五篇论文。

近年来,违规增持、蒙面举牌等问题较为突出,反映了现行权益变动规则或已不能适应实践需求。项剑、丛怀挺、陈希的《股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心》一文认为,现行上市公司收购制度,特别是权益披露制度,已不能完全适应市场的发展,建议围绕控制意图这一核心,确定权益变动信息披露的广度与深度,并以冷却期平衡意图变更及违规增持行为,兼顾市场透明度和效率,重构权益变动制度体系。

姚蔚薇的《违反证券交易大额持股披露及慢走规则的民事责任探析》一文,从民事责任研究的视角,结合实践案例中的争议问题,对投资者违反大额持股披露和慢走规则买入股票的行为如何界定、违规买入股票的行为效力如何认定、违规者的行为是否构成侵权、应承担哪些民事责任等问题进行了探索分析。作者认为,从法律适用的角度来看,违反大额持股披露及慢走规则买卖股票的行为并非无效,但侵犯了股票交易相对方、上市公司、上市公司股东以及市场投资者的知情权,违规者应当承担表决权受限制以及赔偿损失等民事责任。

对于股东为实现其特定目的,违反《证券法》规定的权益公开规则

与慢走规则,继续买卖股票的行为,司法实践并没有对此进行全盘回应。特别是就违规继续买入股票的行为性质及后果,无论是司法裁判还是监管处罚,对此均未有触及。刘沛佩、赵航的《慢走规则下大额持股变动的法律性质与规则适用》一文,以此为着眼点,从公司法、合同法、刑法、证券法等多研究视角,对慢走规则下大额持股变动的法律性质、后果及规则适用等问题进行探讨,并提出了相应的完善建议。

张弋羲在《超比例增持股票行为的定性探析》一文指出,超比例增持作为一种典型的违规行为,超比例增持可以构成诱空型虚假陈述行为,其在文章中从责任主体、损害、过错和虚假陈述行为与损害之间的因果关系等层面,对超比例增持行为的民事归责判定进行了较为全面的阐述。

安邦坤、湛晶心在《完善上市公司法定内部人持股披露制度研究——以“宝万之争”为视角》一文中认为,上市公司董事、监事和高级管理人员等法定内部人对公司负有信义义务,其持股披露义务是证券法上持续信息披露义务的有机组成部分。从“宝万之争”等典型案例反映出的问题及域外成熟市场的经验看,为确保法律规范内在体系的自洽和立法目的的实现,在上市公司法定内部人持股披露制度的完善上,可在标的证券范围上借鉴“权益证券”理念,以“股份和与股份相关的权益”取代“股份”;在认定和计算法定内部人拥有的权益时,应扩张解释为“实质所有”,并以“控制”或“经济利益”任一标准计算其权益。

【证券立法】本栏目收录了三篇论文。

蒋学跃的《上市公司股东大会“法定数”制度应缓行——兼论〈证券法(修订草案)〉的相关规定》一文,对证券法修订草案中新增的上市公司股东大会法定数制度进行探讨。作者认为,股东大会法定数制度的真正价值是减小股权分散背景下股东与管理层的代理成本,基于我国上市公司股权较为集中、机构投资者不够发达、股东大会中心主义、投票途径的单一性以及幅员辽阔的地理环境等诸多现状,我国实施股东大会“法定数”将弊大于利,更是无法实现立法者预设的保护中小股东利益的目标。

《证券法(修订草案)》对构建我国的余股强制挤出制度进行了初次尝试,其立法价值毋庸置疑。董新义、刘明的《收购人余股强制挤出

权的保障及制衡——以〈证券法(修订草案)〉第122条为对象》一文,以《证券法(修订草案)》中有关余股强制挤出的规定为分析对象,其认为,草案中相关规定在挤出门槛安排、决策程序、监管和司法救济等方面均存在尚待完善之处。作者结合域外余股强制挤出制度,提出了我国余股强制挤出制度的构建意见。

近年来,我国资本市场涉及股权纷争、使用“股东表决权征集制度”争夺表决代理权的案例时有发生。然而,如何明晰地界定表决权征集主体,如何进行相关信息披露等,目前尚不十分明确。李博翔、吴明晖的《论股东表决权征集制度的立法完善》一文,从表决权征集的基础理论研究入手,结合对境外资本市场先进经验的考察,提出在完善《公司法》、《证券法》为委托书征集提供法律依据的同时,授权证监会出台专门的股东委托书征集规则,以对股东委托书征集行为进行规范等立法建议。

【制度分析】本栏目收录了四篇论文。

随着证券市场结构、投资者构成和公司经营业态模式的重大变化,自愿性信息披露的需求和空间越来越大。程茂军在《试论上市公司自愿性信息披露的法律规制》一文中认为,我国并未形成系统性的自愿性信息披露规制体系,披露实践中也产生了诸多问题。自愿性信息披露应当符合重大性、可靠性、相关性、关联性和持续性标准,有效规制自愿性信息披露应当合理界定强制披露和自愿披露的具体项目、制定自律管理层面的相关信息披露指引、建立公司内部的自愿性信息披露评估操作机制。

实践中,对内幕信息重大性的认定存在两种标准,这两种标准背后体现了不同的监管价值考量。萧鑫在《内幕信息重大性标准及其投资者设定》一文中认为,我国内幕信息重大性认定采取的是价格可能敏感性标准,而该可能性的判断基于的是具有独特投资偏好的理性投资者视角,如何协调不同理性投资者之间的利益冲突是其中的核心问题。文章以此为例,对该问题的解决提供了一些思路和具体建议。

内幕交易是传统证券法规制的重灾区,其救济途径又可分为公力与私力救济,金灵在《内幕交易行为规制的行、刑关系矫正:一个实证研究》一文中认为,源于不同渊源的法律并非总能协调、一致,内幕交

易相关规定的详尽不同、条文更新时间差异导致行为标准的稍稍错位可能使证监会执法与刑事司法产生嫌隙。作者建议,短期内不妨增强部门间联动以完善法规,统一执法、司法口径,为案件、证据在系统内部移送提供可能环境,以期矫正两系统关系。

一个有效率的收购法律制度,能够实现资源的重新调整 and 有效配置,实现整体社会收益大于成本的安排。林海在《强制要约收购制度的正当性及其边界》一文中认为,强制要约收购制度作为一种对自愿收购行为的监管介入举措,应当遵循交易自愿原则这一经济规律。而强制要约收购的豁免,则是对监管权力的限制。未来制度改革,应把握好监管介入的边界,做到充分监管和有限介入。或应更多地取消行政许可,将豁免事项转化为可识别、可拆细、可举证的客观标准,减少主观裁量和判断。

【市场观察】本栏目收录了六篇论文。

近年来,证监会及派出机构在依法对证券市场实行监督管理的过程中,被市场主体出于不同目的诉诸法院的案例逐渐增多。在肩负维护资本市场健康稳定发展重任的同时,证券监管部门还面临着行政履职行为的涉诉法律风险。安徽证监局调研课题组的《证券监督管理工作中的行政诉讼实践与法制思考——以上市公司现场检查为例》一文,以证券监管派出机构依法履行监管检查职责,开展实施上市公司现场检查活动为例,探讨证券监管履职过程中容易产生的行政诉讼,并分析其表现形式和成因,以及有针对性地提出了应对的建议和措施。

符望、朱颖琦的《上市公司董监高责任险中的如实告知义务及相关问题——对一起美国中概股上市公司跨国保险索赔案例的思考》一文,从一起中国保险公司为美国中概股上市公司承保的董监高责任险的跨国理赔纠纷出发,介绍了董监高责任险相关情况,分析了此类保险中上市公司告知义务对理赔结果的重要性。作者指出,中国市场上针对上市公司的董监高责任险并未普及,故案例涉及的涉外董监高责任险设计中常见的索赔发生期概念及其对理赔的影响值得我们借鉴,另外,国内保险公司对于美国证券诉讼制度和费用理解存在差异,对于承保风险认识不足,应予以改进。

盈利预测补偿机制是上市公司在并购交易中广泛采用的一种承诺

方式,在我国证券市场并购交易中发挥了显著的交易促进和保障作用。陈煜在《并购交易中盈利预测补偿机制的法理分析与实证研究》一文中认为,在盈利预测未实现事件的背后,盈利预测不确定、并购整合不足、大股东违法违规行为等问题逐步显现,对现有的公司法律制度和证券市场监管提出了新的挑战。作者建议现行信息披露规则中,进一步确立和完善盈利预测显著未完成的补充披露规则,以及配套的法律责任体系,强化并购重组监管。

股东提案权是降低公司两权分离代理成本的重要举措,曹清清、金剑锋在《上市公司股东提案权的章程表达——对202家上市公司章程的实证考察》一文中认为,我国由于没有明确董事会的审查权及审查标准的笼统,导致提案权制度处于漂泊不定的境地,丧失其应然地促进股东民主的功能。文章统计了上海证券交易所202家上市公司章程中关于股东提案制度的条款,通过对其运行实践的考察,作者指出,对于股东提案权,在明确董事会审查权的合法性与合理性的同时,还需厘清董事会审查的边界,在实际运用中应贯彻章程自治优先适用原则。

肖金锋、杨梦在《类别股的类型化分析及制度建构——以股权融资与控制权兼顾为视角》一文中认为,类别股制度能够通过对股东参与性权利与经济性权利的特殊安排,实现股权稀释过程中的控制权保持。虽然类别股的发展同时带来公司内外部治理机制弱化等负面影响,但可以通过设置实施规范及利益平衡机制来予以调和。因此,我国有必要通过修改《公司法》确立类别股制度,并设计规范、明确原则、谨慎尝试,以回应市场需求并平衡股东利益。

作为信托业广泛适用的一种兑付模式,近年来,信托领域刚性兑付问题不断涌现。袁小璿、陈志峰在《信托业刚性兑付模式之法律分析》一文中认为,刚性兑付从本质上讲,不存在信托法上的基础。为了促进行业的健康发展,应取消包含刚性兑付模式的保底条款并依民法中的损害赔偿原则建立适法的赔偿机制。受托人在信托合同中因故意或重大过失造成的损失,应当分情况通过侵权责任予以规制,同时应调整信托业监管体制及司法程序,以提高信托公司信用度。

【域外法制】本栏目收录了两篇论文。

薛前强的《挤压式并购中少数派股东保护——以美国简易合并的

司法实践为中心》一文以简易合并为主要分析对象,探究“挤压式合并”中,悖意小股东的权利如何保护。文章通过对美国简易合并典型案例的梳理,大致勾勒出法院的裁判理念及思路变迁。作者指出,因评估权的诸多弊端,挤压式并购中对少数派股东的保护手段只是“看起来很美”,衡平法上的救济、有限公平听证、重构评估程序等补强性措施显得尤为重要,这也为整体语境下“挤压式”中小股东的保护提供碎片化修补。

全球金融危机将信用违约互换从华尔街推到公众的视野,以美国和欧盟为代表,形成了两条对于 CDS 的不同监管径路。李敏在《CDS 正本清源:证券抑或保险?》一文中认为,监管路径的分歧源于 CDS 属性界定不清。因此,有必要在对 CDS 交易机制厘清及其属性争议梳理的基础上,寻求对于 CDS 法律性质的界定,从而助益与在市场发展和有效监管之间寻求平衡。

编者

2017 年 5 月

卷首语 / 1

【前沿探讨】

试论证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度

——基于实践和法理的反思/何艳春 王玮 / 1

徐翔操纵市场案中的法律与证据问题探微/夏中宝 / 21

【专题研究】

股东权益变动规则重构:以控制意图和冷却期为核心

/项 剑 丛怀挺 陈 希 / 36

违反证券交易大额持股披露及慢走规则的民事责任探析

/姚蔚薇 / 61

慢走规则下大额持股变动的法律性质与规则适用

/刘沛佩 赵 航 / 78

超比例增持股票行为的定性探析/张弋羲 / 95

完善上市公司法定内部人持股披露制度研究

——以“宝万之争”为视角/安邦坤 湛晶心 / 113

【证券立法】

上市公司股东大会“法定数”制度应缓行

——兼论《证券法(修订草案)》的相关规定/蒋学跃 / 130

收购人余股强制挤出权的保障及制衡

——以《证券法(修订草案)》第122条为对象

/董新义 刘 明 / 144

论股东表决权征集制度的立法完善/李博翔 吴明晖 / 162

【制度分析】

试论上市公司自愿性信息披露的法律规制/程茂军 / 176

内幕信息重大性标准及其投资者设定/萧 鑫 / 202

内幕交易行为规制的行、刑关系矫正:一个实证研究

/金 灵 / 217

强制要约收购制度的正当性及其边界/林 海 / 234

【市场观察】

证券监督管理工作中的行政诉讼实践与法制思考

——以上市公司现场检查为例/安徽证监局调研课题组 / 268

上市公司董监高责任险中的如实告知义务及相关问题

——对一起美国中概股上市公司跨国保险索赔案例的思考

/符 望 朱颖琦 / 279

并购交易中盈利预测补偿机制的法理分析与实证研究

/陈 煜 / 294

上市公司股东提案权的章程表达

——对 202 家上市公司章程的实证考察

/曹清清 金剑锋 / 308

类别股的类型化分析及制度建构

——以股权融资与控制权兼顾为视角

/肖金锋 杨 梦 / 325

信托业刚性兑付模式之法律分析/袁小珺 陈志峰 / 341

【域外法制】

挤压式并购中少数派股东保护

——以美国简易合并的司法实践为中心/薛前强 / 356

CDS 正本清源:证券抑或保险? /李 敏 / 378

征稿启事 / 398

编辑体例 / 401

Securities Law Review (Serial No. 20) (2017)

Foreword / 1

【Frontiers Research】

A Study on Placing Limitation on the Business Activities of Securities Intermediaries upon Case Filing and Investigation—Reflecting on Legal Practices and Theories / *He Yanchun and Wang Wei* / 1

A Close Study on Legal and Evidential Issues in the Market Manipulation Case of Xu Xiang / *Xia Zhongbao* / 21

【Monographs】

Reforming Rules on Disclosable Interest in Shareholding—with a Focus on Intention to Control and Cooling – off Period / *Xiang Jian, Cong Huaiting and Chen Xi* / 36

An Analysis of Civil Liabilities for Violating Rules on Disclosable Interest in Major Shareholding and Abstention from Trading / *Yao Weiwei* / 61

On the Legal Nature of a Major Change in Shareholding in Violation of Abstention from Trading and Applicable Rules / *Liu Peipei and Zhao Hang* / 78

A Study on the Nature of Acquiring Shares in Violation of the Disclosable Interest Rules / *Zhang Yixi* / 95

A Research on Improving Regulations on Insiders' Shareholding Disclosure Obligations—from the Perspective of the Competition for Control of Vanke / *An Bangkun and Zhan Jingxin* / 113

【Securities Law Making】

Introduction of the Quorum Requirement for Shareholder Meeting Should be Delayed—with Comments on Relevant Provisions of the Amendment Draft of the Securities Act / *Jiang Xueyue* / 130

Protection of and Checks and Balances on a Corporate Acquirer's Right to Freeze Out—on Article 122 of the Amendment Draft of the Securities Act / *Dong Xinyi and Liu Ming* / 144

On Improving Legislation on Solicitation of Proxies / *Li Boxiang and Wu Minghui* / 162

【Institutional Analysis】

A Study on Regulation of Voluntary Disclosure by Listed Companies / *Cheng Maojun* / 176

On Materiality Standards of Insider Information and Definition of Investors / *Xiao Xin* / 202

Rectification of the Relationship Between Administrative and Criminal Sanctions on Insider Trading—an Empirical Study / *Jin Ling* / 217

Justification of A Mandatory Tender Offer and Its Scope of Application / *Lin Hai* / 234

【Market Observation】

A Reflection on the Reality of Administrative Lawsuits in Securities Regulation from the Legal Perspective of Role Making—with on - Site Inspection of Listed Companies as an Example / *Research Project Team of the Anhui Regional Office*

of CSRC / 268

Obligations to Report Truthfully Related to Directors' and Officers's Liability Insurance and Relevant Issues—Reflecting on a Case of Damage Claim Involving a U. S. —Listed China Concept Company / *Fu Wang and Zhu Yingqi* / 279

A Legal Analysis and Empirical Study on the Mechanism of Compensation for Default on Profit Projection in M&A Transactions/ *Chen Yu* / 294

Stipulation of Shareholder's Right to Proposal in Corporate Charters—an Empirical Study of the Charters of 202 Listed Companies / *Cao Qingqing and Jin Jianfeng* / 308

A Categorical Analysis of and Construction of Rules Governing Share Classes—from a Combined Perspective of Equity Financing and Corporate Control / *Xiao Jinfeng and Yang Meng* / 325

A Legal Analysis of Mandatory Payment Arrangements in the Trust Industry / *Yuan Xiaojun and Chen Zhifeng* / 341

[Overseas Legislation]

Protection of Minority Shareholders in a Squeezing – Out Merger—with a Focus on Judicial Experiences Concerning the American Short – Form Merger / *Xue Qianqiang* / 356

Defining CDS—Securities or Insurance Contracts? / *Li Min* / 378

Invitation for Contribution / 398

Editing Style / 401

试论证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度

——基于实践和法理的反思*

何艳春** 王 玮***

摘要:证券市场中介机构“立案调查即业务受限”制度存在已十余年。近期,IPO 欺诈发行案件中多家中介机构被立案调查后业务受限,其承办的大量项目被不予受理或暂停审核,引发了强烈的关注和讨论,监管机构也宣布修改相应的制度规则。该制度究竟是什么性质?是否合理、必要?存在哪些问题和弊端?应当如何改进?既是值得讨论的理论课题,也是监管机构面临的现实问题。本文拟以制度渊源和实践做法为出发点,探讨“立案调查即业务受限”的法律属性,论证其合理性与必要性,分析其存在的弊端和缺陷,为下一步改进和完善该制度提出建议。

关键词:中介机构 立案调查 业务受限

2017年2月24日证监会在新闻发布会中表

* 本文仅代表作者本人学术观点,与所任职机构无关。

** 现供职于中国证监会稽查局。

*** 现供职于中国证监会稽查局。