

Law School of the Central University of Finance & Economics
Finance & Economics Law Institute of the Central University of Finance & Economics **Sponsor**
Securities Law Research Center of the Central University of Finance & Economics **Editor**
Guo Feng **Chief Editor**

SECURITIES LAW REVIEW

Volume 4

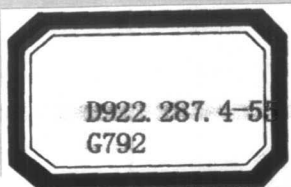
中央财经大学法学院 中央财经大学财经法律研究所 主办
中央财经大学证券法研究中心 编辑
郭锋 主编

证券法律评论

第四卷



法律出版社
LAW PRESS CHINA



-4

Law School of the Central University of Finance & Economics
Finance & Economics Law Institute of the Central University of Finance & Economics **Sponsor**
Securities Law Research Center of the Central University of Finance & Economics **Editor**
Guo Feng **Chief Editor**

SECURITIES LAW REVIEW

Volume 4

中央财经大学法学院 中央财经大学财经法律研究所 主办
中央财经大学证券法研究中心 编辑
郭锋 主编

证券法律评论

第四卷



法律出版社
LAW PRESS CHINA

图书在版编目(CIP)数据

证券法律评论.第4卷/郭锋主编. —北京:
法律出版社,2005.10
(证券法律评论)
ISBN 7-5036-5904-1

I.证… II.郭… III.证券法—研究—中国—
丛刊 IV.D922.287.4-55

中国版本图书馆CIP数据核字(2005)第122662号

©法律出版社·中国

责任编辑/伍远超

装帧设计/李 瞻

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

编辑统筹/法律应用出版分社
经销/新华书店
责任印制/陶 松

开本/787×1092毫米 1/16
版本/2005年12月第1版

印张/43.75 字数/793千
印次/2005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)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

网址/www.lawpress.com.cn

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 西安分公司/029-85388843 重庆公司/023-65382816/2908
上海公司/021-62071010/1636 北京分公司/010-62534456
深圳公司/0755-83072995 苏州公司/0512-65193110

书号:ISBN 7-5036-5904-1/D·5621

定价:85.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

目 录

【“发展与规范:中国证券市场法律论坛 (2004)”主题演讲】

中国资本市场的规范、发展与证券法修改	
成思危	1
以国务院“九条意见”的精神指导证券法修改	
周正庆	7
完善证券法的实现机制	
江必新	15
公司法、证券法修改的三点意见	
江平	18
证券法应完善中介机构的民事责任	
王利明	21
证券市场制度建设的几点思考	
张维迎	25
资本市场中的混业、分业与金融控股	
曹远征	29
公众股股东权益与类别股表决	
郭 锋	33

【专题探讨】

论股份公司股东衍生诉讼	
唐 毅	37
虚假陈述因果关系初探	
黄 强	57
操纵市场的法律界定	

王长河	72
论公司董事对第三人的民事责任	
朱晓磊	83
董事责任保险法律制度研究	
张明远	105
【学术专论】	
健全独立董、监事与公司治理之法制研究	
——公司自治、外部监控与政府规制之交错	
刘连煜	124
资产证券化中的特殊目的载体的若干法律问题	
刘嗣永	154
我国上市公司重组规制及其规避研究	
吴 军	177
股份公司股东表决权之间接行使	
——以表决权信托为中心的研究	
唐 毅	219
要约收购的原则与管制	
陈 珊	244
论经营判断规则的移植	
徐 宇	273
公司经理权的法学探讨	
刘英娜	297
管理层收购若干法律问题的实证研究	
张长勇	325
论证券公司风险管理中的高管人员规制	
朱焕强	350
证券结算的国际监管合作与协调	
——以国际证监会组织为中心	
邱永红	359
证券持有与证券登记、存管和结算制度探析	
万 江	380

【分析与评论】

股权分置的契约关系

汤世生 398

证券公司融资背后的反思	
段 威 叶 林	404
投资公众保护水平的评价	
刘慧敏	417
【法制研究】	
投资基金法的若干问题	
郭 锋 陈 夏 张 敏	436
我国金融混业集团立法问题研究	
李双利	476
日本、韩国和台湾地区“公司法”近年修改及其	
与中国内地立法的比较研究	
习龙生	504
【司法实践】	
证券回购交易纠纷处理的司法对策	
武永庆等	529
国债回购交易与登记制度概述	
刘武彦 吴 宁 袁定波	541
再论“保底条款”对证券委托理财合同的影响	
丁寿兴 陈 昶 蔡东辉	552
建立我国证券民事纠纷替代性解决机制	
陆文山 卢文道	562
【域外法苑】	
美国股东激进主义与公司治理	
[美]伯纳德·S. 布莱克 著 黄 辉 译	573
联邦证券法对财务状况披露的新要求	
[美]Allan Horwich 著 付文霞 译	588
证券管制中的互联网应用问题研究	
[美]西尔维亚·L. 色诺尼 著 张 伟 秦绪栋 译	601
论基于内幕信息而戒绝交易	
[美]Jesse M. Fried 著 熊 欢 译	616
【学术沙龙】	
证券回购交易及民事责任的法学争鸣	648

【相邻学科】

商法的演进及其在中国的命运

郭 锋 ————— 664

【其他】

学术简讯 ————— 682

Securities Law Review
(Volume 4)

Table of Contents

**【Keynote Speeches on “Development
and Regulation: Legal Forum of
China’s Securities Market (2004)”】**

Regulation and Development of China’s Capital
Market and Revision of the Securities Law

Cheng Siwei ————— 1

Guiding the Revision of the Securities Law
with the Spirit of the “Nine Decisions” of the
State Council

Zhou Zhengqing ————— 7

Perfecting the Realization Mechanism of
the Securities Law

Jiang Bixin ————— 15

Three Suggestions on the Revision of the
Corporation Law and the Securities Law

Jiang Ping ————— 18

The Securities Law Should Perfect the Civil
Liabilities of the Intermediary Institutions

Wang Liming ————— 21

Several Thoughts on Mechanism Construction in Securities Market	
<i>Zhang Weiying</i>	25
Mixed-Operations, Separate-Operations and Financial Holding in the Capital Market	
<i>Cao Yuanzheng</i>	29
Rights and Interests of Shareholders of Common Stock and Votes of Category Stock	
<i>Guo Feng</i>	33

【Topic Discussion】

Derivative Lawsuits of Shareholders of Stock Companies	
<i>Tang Yi</i>	37
Approaches to Causality of False Statements	
<i>Huang Qiang</i>	57
The Legal Definition of Market Manipulation	
<i>Wang Changhe</i>	72
Civil Liabilities of Board of Directors for the Third Party	
<i>Zhu Xiaolei</i>	83
A Research on the Legal System of Insurance for Directors' Liabilities	
<i>Zhang Mingyuan</i>	105

【Academic Forum】

Legal Research on Perfecting Independent Directors and Supervisors as well as Corporate Governance	
—Intersection of Corporate Autonomy, Outer Supervision and Government Regulation	
<i>Liu Lianyu</i>	124
Several Legal Issues on Special-Purpose Vehicles in Assets Securitization	
<i>Liu Siyong</i>	154

A Research on Regulation for the Structuring of the Chinese Listed Companies and the Evasion	<i>Wu Jun</i>	177
The Indirect Performance of Voting Rights of Shareholders in Stock Companies — A Research Focusing on the Entrust of Voting Rights	<i>Tang Yi</i>	219
The Principle and Control of Offer Purchase	<i>Chen Shan</i>	244
The Transplantation of Business Judgment Rule	<i>Xu Yu</i>	273
The Legal Discussion on the Power of Corporate Management	<i>Liu Yingna</i>	297
The Demonstration Research on Some Legal Issues of Management Buy-outs	<i>Zhang Changyong</i>	325
Regulating of Senior Management Level in the Risk Management of Securities Companies	<i>Zhu Huanqiang</i>	350
Cooperation and Coordination of International Supervision in Securities Settlement	<i>Qiu Yonghong</i>	359
On the System of Securities Holding, Registration, Deposit and Settlement	<i>Wan Jiang</i>	380
【Analysis and Review】		
Contract Relations of Shareholding Division	<i>Tang Shisheng</i>	398
Thoughts after Financing of Securities Companies	<i>Duan Wei and Ye Lin</i>	404
Evaluation of the Level of Protection for Public Investors		

Liu Huimin ————— 417

[Legal Research]

Some Issues about Investment Fund Law

Guo Feng, Chen Xia & Zhang Min ————— 436

Study on Legislation of Financial Mixed-
Operation Conglomerates in China

Li Shuangli ————— 476

The Recent Revision of Corporation Law in
Japan, Korea, Taiwan and Comparative Study
on Theirs and Our Legislation

Xi Longsheng ————— 504

[Legal Practice]

Strategies of Judicial Responses for Disputes in
Deals of Securities Buy-Back

Wu Yongqing et. ————— 529

On the Buy-Back of Treasury Bonds and the
Registration System

Liu Wuyan, Wu Ning & Yuan Dingbo ————— 541

Research on Influence of "Limits-Guarantee
Clause" on Entrustment Contracts of
Securities Financing

Ding Shouxing, Chen Chang & Cai Donghui ————— 552

Establishing the Alternative Dispute Resolution
Mechanism for Civil Disputes concerning
Securities in China

Lu Wenshan & Lu Wendao ————— 562

[Forum of Overseas Law]

Shareholders' Passivity and Corporation Governance

Bernard S. Black, translated by Huang Hui ————— 573

New Requirements for Disclosure of Financial
Condition Under the Federal Securities Acts

Allan Horwich, translated by Fu Wenxia ————— 588

Securities Regulation: Information Initiative on the Internet <i>Sylvia L. Sironi, translated by Zhang Wei & Qin Xudong</i>	601
On Stopping Deals due to Insider Information <i>Jesse M. Fried, translated by Xiong Huan</i>	616
【Academic Salon】	
Legal Contentions of Securities Buy-Back Dealings and Its Civil Liabilities	648
【Academic Salo】	
The Evolution of Commercial Law and Its Destiny in China <i>Guo Feng</i>	664
【Others】	
Academic Wrap-up	682

“发展与规范:中国证券市场
法律论坛(2004)”主题演讲

中国资本市场的规范、
发展与证券法修改

——在“发展与规范:中国证券市场
法律论坛(2004)”上的演讲

成思危

(全国人民代表大会常务委员会)

内容提要:国务院发展资本市场“九条意见”的核心精神就是按照社会主义市场经济的原则不断地发展和规范我们的资本市场。一方面,我们要大胆学习国外市场经济几百年发展过程中积累下来的好的经验、做法、管理方式和解决方式,并且结合我国的情况逐步地、积极谨慎地加以利用。另一方面,我们一定要坚持社会主义制度,保障社会的公平和公正,特别是保障弱势群体的合法权益。

在金融市场的规范方面,主要是监督。从监督的角度来看,主要是两方面:一是法律监督;二是民主监督。从法律监督来看,首先要有法可依;其次,要有法必依、执法必严、违法必究;最后是行政的监管。资本市场也存在一个民主监督的问题,民主监督也是一个非常重要的方面。另外一个舆论监督,新闻媒体对资本市场的健康发展发挥了重要的作用。

关键词:“九条意见” 发展 规范 监督

女士们、先生们、朋友们:

今天因为是法律论坛,所以我想重点针对这个问题,以一个学者的身份谈一些个人的意见。

“九条意见”可以说是在我们国家证券市场十多年发展的经验教训的基

础上总结、提升和形成的,这里集中了各方面的意见和智慧,也经过了有关部门认真的研究。关于“九条意见”一会儿有很多专家学者要发表看法,我就说一点,我认为“九条意见”的核心精神就是按照社会主义市场经济的原则不断地发展和规范我们的资本市场。什么是社会主义市场经济基本原则呢?我个人的看法简单的是两句话:一是用市场经济的手段来追求效率;二是用社会主义制度来保障公平。我们要用市场经济的手段来提高我们经济发展的效率和效果,就要发挥市场在资源配置方面的基础性作用。正因为这样,所以我们要大胆地学习国外市场经济几百年发展过程中积累下来的好的经验、好的做法,好的管理方式和好的解决方式,并且结合我们国家的情况逐步地、积极慎重地加以运用,完全照搬也是不行的。

另一个方面,我们一定要坚持社会主义制度,保障社会的公平和公正,特别是保障弱势群体的合法权益。所以,从这点上来说,我们股市的发展、资本市场的发展,同样要照顾这两个方面。要积极地促进资本市场不断的发展和完善。从我们资本市场存在的问题中,我和一些专家共同写的《中国资本市场的诊断和治疗》提出了九个问题,这九个问题都是发展中的问题,都是我们逐步要去解决的。比如说我们是个单边市,我们是个半流通市,有的法人股和国有股还不能流通,我们的政策对股市的影响比较大,等等。这些问题都需要我们在发展中不断地去解决。对于创新问题,我们首先要肯定,创新是必需的,创新是一个民族的灵魂,是国家兴旺发达的不竭动力,必须要创新。在这个问题上,我认为对于国外一些好的经验要认真研究,并且按照小平同志的指示“大胆试、允许看、不争论”,在条件成熟的时候我们不断地推出。在这个问题上,我们在认识上也有不同的看法,我记得1997年的时候,有一张著名的报纸上发表过一篇文章,叫“诺贝尔奖的偏颇”。为什么发表这篇文章?当时由于期权定价理论获得了当年的诺贝尔奖,这篇文章说诺贝尔奖竟然发给为投机者服务的经济学家。我当时看了这篇文章很不以为然。大家现在就清楚了,期权的提出正是因为对冲、利用套期保值做了贡献,它的创新是为了更好地防止风险而提出的。怎么能说诺贝尔奖发给期权定价理论是发给为投机者服务的人呢?所以,这些观念我们需要认真地研究。任何一个金融创新的提出都有它自身的道理,一方面它适应了金融市场不断深化发展的需要,另一方面也是适应了不同偏好投资者的要求。我们要认真地去研究它,不要简单地否定它。但是,另一方面,我们在使用的时候要非常慎重,因为有很多问题,如果你管不住,很可能就被投机者钻了空子。我曾经有一句话:“只有你管得住,才能放得开,如果你没有把握管住,不要随便放开。”

前些日子在保险论坛上,关于金融混业经营的问题,我说了,金融混业经营肯定是我们金融改革的最终目标之一,但是在当前情况下,我们不能一

下子就实行混业经营,但是我们要为未来的混业经营留下一定的空间。所以,我认为这就是我们对创新的态度,一方面是积极研究,另一方面是在条件成熟的时候不失时机地往前推进。因为今天重点不是讲这个问题,所以我下面主要还是讲金融市场的规范问题。

大家知道,从监督的角度来看,主要是两方面,一个是法律监督,一个是民主监督,从总体来说这是两个方面。从法律监督来看,首先要有法可依,涉及立法的问题,我们的证券法是1999年立的,当时立法的情况应该说这个法也是总结了我国证券市场多年发展的经验,但是当时的情况因为是在亚洲金融危机还在持续的时候,所以大家对于防范风险考虑得多一些,对于创新、推出新的品种方面考虑得少一些,所以对品种的规定是,对证券只能现货交易,不允许信用交易等,规定得比较严。另一方面,当时我们缺乏经验,所以我们有很多问题只能作原则的规定,而具体办法由国务院证券主管部门制定。总的来说,法律是偏严和偏粗的。2001年我们进行了执法检查以后,感觉到有必要对这个法律进行修改,关于这个问题,周正庆同志是证券法修改领导小组的组长,他会发表更多的意见,我就不多说了。但是,在立法过程里,我们要注意:第一个是规范市场主体的行为;第二个是规范市场里基本的关系,当然,合同法、信托法也是规范了基本关系,对证券市场我们要进一步规范市场主体之间的关系;第三是要规范市场竞争的秩序。从法律来说这三点是非常重要的,从我们国家来说还需要规范政府的行为。由于我国国家正处在由传统的计划经济向市场经济转型过程中,所以政府的有些行为也需要作调整。这是第一点,要有法可依。

第二点,要有法必依、执法必严、违法必究。如果只有了一个法,法律制定了,没有执行,也等于是——纸空文。当然,从证券法来看,刚才我说了偏粗,大概有二十几个地方都留下来要制定细则,细则没有出来,就很难去执行。所以,我们希望这次证券法修改以后,会比上次进一步地提高可执行性。另外,在法律执行的过程中可能会遇到分歧的看法,按照宪法的规定,人大还有释法权,要进行法律的解释。从司法部门来看,“高法”、“高检”,也必须按照法律的规定严格地去执行,执法要严,要追究违法的行为。“高法”也出台了证券法的司法解释,这对于规范我们的证券市场也是非常重要的。现在我们还是要注意怎么样保护中小投资者的合法权益,在这个问题上我们还需要进一步根据证券法的规定进一步的研究,并且真正要落实。因为证券法规定,如果由于内幕交易、虚假信息、恶意操纵给投资者造成了损失,那它的董事是要负责任的,要追究责任,在这个问题上如何能够真正落实非常重要。当然,这里有一系列问题,有执法手段问题,也有法律诉讼程序规定的问题,这些问题恐怕都需要进一步的研究,否则的话,一个大案子出来了,到最后真正去追究、去查,查完了以后,人家的钱早就转移完了,那投资

者的利益得不到保证。这点大家都熟悉,中科创业,甚至包括股市不断出现的问题,都有这样的问题。所以,我们要进一步加强对中小投资者权益的保护,而且这种保护要落实到能够真正在一定程度上赔偿损失。

第三点,行政监管。行政监管非常重要,我们证监会应该说在这些年来不断地在改进监管工作,行政监管我认为最主要的是保障市场的公平、公开和公正。监管部门不应该对市场价格的升降负责,但是应该对市场的公平、公开、公正的环境负责。只有在极特殊的情况下,才能采取行政的手段来干预市场,那是在极为特殊的情况下,一般不要用行政的手段来干预市场。首先是从信息披露入手,保障信息披露的全面、准确、真实、及时,有了这样的信息披露,就可以对这个信息进行分析,然后通过分析就可以进行公告、进行处置。所以,监管部门的监管思路就是首先要从信息披露入手进行监管。当然,监管部门另一方面也是要注意鼓励创新,这个问题我就不多讲了。

所以,我认为从法律的监督这一点上来说,人大的立法、司法部门的执法,还有就是行政部门的监管,都属于监督。当然监管也要按照法律进行,这方面有行政的法规,另外还要对整个市场的公平、公正、公开负责,要从信息披露入手,这是问题的一个方面。

另一方面,资本市场也存在一个民主监督的问题。民主监督也是一个非常重要的方面,大家知道,我们国家最重要的民主监督机构就是全国政协,全国政协的监督是非常重要的,全国政协是各党派、各团体组成的。我很高兴看到全国政协对于证券市场也是日渐的关心,而且召开了一些会议,做了一些调研,提出一些很好的看法,这些看法都受到中央领导的重视。另外一个也非常重要,信息披露以后,应该要让群众能够对信息进行分析,通过分析来发现问题。有经验的投资者——我不愿意用股民这个词,觉得股民这个词有点贬义——可以对这些信息进行分析,发现矛盾和问题,从而能够看到这里可能存在的虚假成分。我认为这个分析是非常重要的,股市的好坏,最重要的是取决于上市公司的质量,我们常讲上市公司是股市的基石,上市公司的质量很重要。上市公司信息披露的真实性应该说对我们股市的健康成长发展是非常重要的。怎么能够发现它的问题?就要通过信息披露来进行分析。美国的安然事件实际上也是通过信息披露分析发现问题,然后解决的。

但是,我认为股市的信息如果单靠投资者去分析还是不够的,还是要有专业的人员分析,这个专业人员在来说叫CFA,就是特许财务分析师,我在几年前就建议中国要培养自己的CFA。CFA的资历是很不容易取得的,在美国也不过有几万人。它分三个层次,第一个层次要求你读60本书,这非常重要,因为专业的分析人员分析的深度更深一些。像我们国内刘姝威同志分析的蓝田股份就是这样,根据信息进行分析就可以发现问题。但

是我们国内专业分析人员太少,固定的专业分析人员太少。美国的 CFA 基本上分为两类,一类是为证券公司服务的,一类是独立的。为证券公司服务的 CFA,他实际上是在维护证券公司的利益,所以对安然的问题,他不但没有分析和揭露,甚至在某种程度上帮助造假。这个道理很简单,如果证券公司重仓持有这家的股票,它怎么可能客观地捅出这个公司的问题呢?所以独立的 CFA 非常重要,我认为独立的 CFA 是股市的卫士,没有这样一批卫士是不行的。当然,分析结果如果完全公开可能也有一定的问题,但起码要向证监会反映,由证监会进一步去查实。所以,我认为在中国需要一批独立的 CFA,需要一批股市的卫士。但是,话又说回来了,谁出钱?没有人出钱做不了这个事儿。但是,我认为为了维护资本市场的公平、公开和公正,我们需要去推进这件事情。

我现在带了一些研究生、博士生做一点这方面的研究,对上市公司造假的手段初步归纳了十个方面、十种手段,当然,这是初步的,结果还没有完全出来,但是毕竟力量很有限。如果真正能够有一个基金,能够组织一批人专门做这些方面的分析,我看会对股市的健康发展有利。我也说一句,如果组织这个基金的话,我愿意捐献,来维护股市的公平和公正。所以,我觉得这也是非常重要的一种监督。

另外一个舆论的监督,应该说我们的新闻媒体对资本市场的健康发展发挥了重要的作用。各大证券报在宣传资本市场的发展和规范方面、在信息的披露方面起到了很大的作用,我也常接受他们的一些采访。我们有些杂志,像《财经》杂志也非常关注资本市场,安然事件等都是它登的。我们的网站,像新浪网也都对证券市场舆论监督方面发挥着重要作用。但是,不可否认,舆论的监督确实存在着一些问题。我认为,一个问题就是追求所谓的新闻,而不讲究它的真实性。新闻如果脱离了真实性,那就没有价值了。但是,我们确实有一些新闻报道是空穴来风、捕风捉影,甚至说重点是故意造谣,这是不对的。我自己就遇到过一个例子,在今年(2004 年——编者注)年初 3 月份“两会”期间,报纸采访我关于中小企业板块的问题,我当时说中小企业板块各方面已经取得共识,应该说为期不远了。结果有一个记者就发表一篇报道说,“中国证监会发言人说‘中小企业板块还没有取得一致意见’”,意思就是说不是那种情况。当时,因为我这个话不是随便说的,我是跟国务院领导同志、跟证监会领导同志交换过意见以后,确实是那个情况,我才敢说这句话,否则的话能随便说吗?当时我的秘书发现就打电话给证监会,说怎么回事儿?证监会从来没有发言,从来没有讲过这个话。这不是造谣吗?所以,最后证监会发表了一个声明:中小企业板块已经经过国务院批准。这件事我认为是不对的。实际上打乱了我们中小企业板块推出的部署,因为原来证监会说中小企业板块的推出不去过早地造声势,而是要做