

二十一世纪法学前沿学术文丛

ACADEMIC SERIES CONCERNING THE FRANT OF LAW OF 21ST CENTRY

CHINESE
SECURITIES LAW
IN CROSSROAD



蔡 奕◎著

十字路口的中国证券法

中国 证券市场 法制 新问题 研究

作者以其在长期证券法研究和实务操作中的心得为基础，分【法规解读】、【创新监管】、【违规查处】和【比较研究】四大篇章，论述了证券法修改、股权分置改革、全流通、内幕交易和市场操纵等诸多热点问题，书中不但包括了国内证券市场极为关注的新问题，还对国外证券市场中存在的热点现象进行了比较研究，是证券工作人员进行实务操作的理论参考，也为证券法的实证研究提供了可鉴之路，是国内证券法专著中的突破之作。

人民法院出版社

二十一世纪法学前沿学术文丛

十字路口的中国证券法

——中国证券市场法制新问题研究

蔡奕 著

人民法院出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

十字路口的中国证券法——中国证券市场法制新问题研究/蔡奕著.
—北京: 人民法院出版社, 2009. 7

ISBN 978 - 7 - 80217 - 870 - 0

I. 十… II. 蔡… III. 证券法 - 研究 - 中国 IV. D922.287.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 111344 号

十字路口的中国证券法

——中国证券市场法制新问题研究

蔡奕 著

责任编辑 林志农 张承兵 孟 晋 丁文严
出版发行 人民法院出版社
地 址 北京市东城区东交民巷 27 号 (100745)
电 话 (010) 67550567 (责任编辑)
67550516 (出版部) 67550558 (发行部)
网 址 <http://courtpress.chinacourt.org>
E - mail courtpress@sohu.com
印 刷 三河市国英印务有限公司
经 销 新华书店

开 本 787 × 1092 毫米 1/16
字 数 401 千字
印 张 19.75
版 次 2009 年 7 月第 1 版 2009 年 7 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978 - 7 - 80217 - 870 - 0
定 价 42.00 元

版权所有 侵权必究

前言

preface

2005年《证券法》修订颁布后,证券市场出现了剧烈的变化:股权分置改革使大部分非流通股获得了流通权,对证券市场固有的利益格局造成了巨大的冲击;证券市场国际化步伐加快,证券业对外开放问题逐步提上议事日程;股市出现剧烈波动,证券市场违法违规情况呈现出前所未有的新特征;在次贷危机所引发的国际金融危机冲击下,国内证券经营机构在荣华富贵之后旋即艰难度日,惨淡经营,证券业自主创新能力减弱。

在这样的背景下,中国证券法和证券法研究者也处于尴尬的十字路口:作为中国证券法所借鉴的美国证券法律体系,被事实证明并不像看上去那么美好;而针对中国证券市场的大多数实际问题,法学家们集体“失语”,只有少数的律师和法律实务工作者零星地发表只言片语。法制与法治在中国证券市场似乎始终未能成为关键词。

证券市场的大多数问题,实际上与法律和制度密切相关,市场发展需要法制的总体规划,市场创新不能脱离法律的框架约束,监管是法制的贯彻落实,投资者保护需要法律的支持,违法查究更是在执行法律的具体规定。但长期以来,在证券市场中国法学研究者的声音如此孱弱,以致于在一些重大问题上法学家们集体“失语”,造成这种“万马齐喑”局面的原因,既有证券市场尚未实现完全法制化的因素,也有中国法学研究者自身局限于象牙塔的非实务化因素,还有我国的司法、执法、投资者保护等一系列体制不健全的因素。

证券法制建设实际上已成为中国证券市场发展的瓶颈,在新的历史时期,中国的证券法制应与时俱进,顺应市场需求,作出“凤凰涅槃”般的嬗变,实现由经院化向实务化、由单一型向综合型、由被动式向主动式、由学理导向向问题导向的转变。笔者认为如下五方面可作为我们今后关注的重点:

一、证券法研究的实务化

证券法虽然大体归属于民商法学,但与其他民商法学发轫于经院不同,证券法自始便是一个来源于实务和市场的法学类别。民商法的历史最早可以追溯至远古的宗教法和罗马法,但证券法的历史却源自经纪人自律约束的乔纳森咖啡馆协议(Jonathan's Coffee Agreement)和梧桐树协议(The Buttonwood Agreement)。^①各国的证券法虽然都体现为具体的法律条文,但法律条文的演化更多地来自市场实际,而非法学家的心理思辨。因此,证券法本身更像是一个技术性法律,而不是像民法、公司法等凝结着许多法学家思辨的学理内容。

因此,证券法是一个来源于市场实际,服务于证券实务的法律。证券法的每一具体条文,都应能用于指导实践,满足市场对于规范的实际需求。而长期以来,我国经院式的法学教育使法学研究者尤其是刚走入证券法律研究领域的研究者,最先关注的是证券法的概念、适用范围、调整对象、与其他学科边界等这些学理范畴。这些问题的研究不能说是没有必要,但其对发展证券市场,解决证券市场实际问题是没有太大价值的。因为证券法是一个新兴的还在不断发展变化的法律,涵盖众多传统法学学科,其适用范围和调整对象处在不断的变化中,迄今为止,没有一个国家能够彻底完整地界定证券法的内涵与外延。因此,中国证券法的研究应采取和传统民商法研究迥异的研究方式,扬弃经院式研究,弘扬实证式研究,以问题、数据、案例解决证券市场的实际问题。

二、证券法研究的综合化

证券法是一个新兴的综合性部门法学,涵盖了传统法学领域的众多部门法,如在处理平等主体的证券法律关系时多适用传统民法的原理、原则,“诚实信用”、“平等互利”在证券法领域也被奉为基本原则;在处理商事领域的公司治理范畴,适用专门的公司法;在证券监管领域,适用行政法的一般原理和原则;在证券司法和仲裁领域,需要运用民事诉讼、行政诉讼、刑事诉讼和仲裁的原理、原则和知识。可以说,证券法在各个法律部门均能找到自己的投射点,每个法律部门也都会找到可值得研究的涉证券问题。

同时,证券法还是一门与其他学科尤其是经济学科结合的非常紧密的法律科学。如在证券法一些重大问题(如分业经营或混业经营)的规定上,需要借鉴经济学理论的研究成果;在研究上市公司虚假陈述、关联交易等重大违法问题时,需要一定

^① 前者是1773年伦敦证券交易所诞生的标志,后者是1792年纽约证券交易所诞生的标志。

的会计学知识；在对市场操纵等违法行为进行定量分析时，需要运用一定的统计学原理；在处理算法交易和证券交易系统法律问题时，需要一定的数理知识，等等。

因此，对于涉猎学科如此之多，需要知识如此之众的证券法而言，其研究者无疑需要较为全面的知识。法学研究者执著地守着自己的“一亩三分地”，一辈子只做一个领域的研究，自然有其可取之处，但“专”之外，“博”亦不可忽视。尤其是面对证券法这样一个日新月异、变化神速的研究对象，更应该博学慎思，求新求变。

三、证券法研究的因应性

证券法是深受市场和政策影响的法律学科：市场是证券法律关系的基石，政策是证券法律关系的指针。证券法可谓是法律体系中变化和发展最快的一部法律，一部刚修订的《证券法》，可能短短几年就显得过时了，其中可能有市场变化快，超越立法者预期的原因，也有管理层政策意图转变，原有的规定显得不合时宜的因素。证券法的研究热点，也在随着市场和政策的转变而不断切换着。因此，在中国从事证券法研究，需要有高度的市场敏感性和政策感悟力。当然，这并不意味着学者必须随波逐流，没有自身独立的见解，但对市场和政策的准确理解和深度把握，能够使研究者在证券法研究重点和时效的把握上事半功倍。

四、证券法研究的问题导向性

既然证券法是一个实务化、综合性，且深受市场和政策影响的法律领域，它就必然滋生出一系列纷繁复杂的法律问题，因此问题导向是证券法研究最好的切入点。新时期证券法的研究不应该去力图构建一个完整的学理体系（事实上证券法是否存在这样的体系尚未可知），也不应该抄袭经济学研究的方法导向（法学研究可兹利用的方法并不多），而应该扎实挖掘和敏锐把握证券实践面临的法律问题，针对这一问题作全面、深入、细致的分析和研究。证券法研究最重要的意义在于指导实践（如立法建议），如果提炼不出指导实践的原则，至少应该解决证券市场面临的现实问题，如果无法深刻、全面地解决问题，至少可以先解决一些技术性问题。总之，证券法研究的最终目的在于解决实际问题，而不是混淆是非，或作大鸣大放的争论，或构建深奥莫测的理论体系。

五、证券法研究的中国特色性

提起证券法研究的中国特色，许多人是不同意的。国外证券市场的历史悠久，法律健全，经验丰富，大可拿来便用，何必苦苦摸索，探寻所谓的中国特色。实际上，中国的证券市场是有中国特色的：中国的证券市场自始在政府主导下产生和发

展,没有市场约束和自律的传统;中国的证券交易早早实现了无纸化,没有股权财富和货币财富的观念;中国的上市公司大多脱胎于大大小小的国企,一股独大,缺乏股权文化和投资者保护的熏陶;中国的投资者群体,既有散户、中户、大户、超大户等个人投资者,也有基金公司、证券公司、QFII、社保基金、年金、保险基金等机构投资者,还有极富中国特色的“大小非”^①、“大小限”^②;中国的证券交易所既非会员制,也非公司制,全球仅此两家;中国的证券行政监管和证券司法,也有明显的中国特色,等等。

这些显著的中国特色,决定中国的证券法研究也必须相应建立在以我为主的土壤和基石上。那种“言必称罗马,法必论英美”的所谓比较研究法,在中国证券市场的初创阶段可能有极大助益,但如果仅是囫囵吞枣,不加转化,不经实证检验,不合中国特色,最终难免水土不服,效果大打折扣。譬如独立董事,譬如保荐人,譬如公司治理,等等,均有殷鉴。

综上所述,时值金融动荡之秋,中国证券市场又面临着许多亟待解决的现实问题,为众多的证券法律研究者提供了可供研究的大量题材和课题。本书的初衷在于转换传统的经院法学研究思路,解决中国证券市场的实际问题,探索证券法学的实证性研究方法。本书分列了法规解读、创新监管、违规查处、比较研究四大板块,枚举了证券法修改、股权分置改革、全流通、内幕交易、市场操纵、资本市场开放等诸多问题,做了一些初浅的研究,意在抛砖引玉,促成大家对新时期证券法研究的关注,由于学识和精力所限,文中错漏之处在所难免,请各位方家不吝指教。

蔡 奕

2009年7月10日

① 股权分置改革时,限制了一些上市公司的部分股票上市流通的日期,这部分非流通股也叫限售股,其中的小部分就叫小非,大部分叫大非。大非指的是大规模的限售流通股,占总股本5%以上;小非指的是占总股本5%以内的小规模限售流通股。

② “大小限”,是指在2006年5月产生的限制流通股。大限指上市公司在上市时发起人持有的股份,这类股份通常有3年的锁定,即从上市之日起3年后方可流通;小限是指上市前12月内以增资扩股方式认购的股份,这类股份可在公司上市1年后即可流通。

目 录

第一篇 法规解读

第一章 证券法重大修订条款解读	1
一、证券法的修订历程	1
二、证券法的调整范围	2
三、公开发行的规定	5
四、多层次资本市场的规定	9
五、违法交易行为的认定与责任条款	11
六、上市公司收购条款的修订	21
七、证券交易所自律监管的加强	29
八、证券公司监管与规范运作	38
第二章 虚假陈述民事诉讼司法解释解读	44
一、七大突破	44
二、前置程序必须履行	45
三、中介机构和媒体也面临着被诉风险	45
四、诉讼方式多元化	46
五、“因果关系推定”对投资者有利	46
六、对上市公司与中介机构的区别归责	47
七、为内幕交易、操纵市场规则的出台进行预演	47
八、瑕不掩瑜, 仍存缺憾	47
第三章 新证券犯罪追诉标准解读	49
一、违规披露、不披露重要信息罪	49

二、背信损害上市公司利益罪	49
三、内幕交易、泄露内幕信息罪	50
四、操纵证券、期货市场罪	50
五、背信运用受托财产罪	50

第四章 新股票上市规则解读 52

一、扩大适用范围和适用对象	52
二、规范信息披露与董事会秘书制度	52
三、加强大股东和董事、监事、高管人员的行为监管	53
四、修改首发股份流通限制,改革停牌制度	53
五、增加退市、破产、股权激励等相关规定	54

第二篇 创新监管

第一章 略论法制变革与金融创新的辩证关系 55

一、法制变革与金融创新的辩证关系	55
二、两法实施后的金融创新法制环境评估	56
三、完善证券法制体系,发展金融创新,改良金融生态	58

第二章 全流通后大股东行为变化及监管研究 61

一、大股东类别及其行为特征分析	61
二、股份全流通后大股东与上市公司关系的变化	64
三、股份全流通后大股东与中小股东关系的变化	69
四、股份全流通后大股东与机构投资者关系的变化	71
五、股份全流通后大股东市场交易行为的变化	73
六、应对大股东行为变化的监管对策	76

第三章 股改承诺的法律界定与履行监管 84

一、股权分置改革对价与承诺的法律界定	84
二、股改承诺的内容及主要类型	91
三、股改承诺的履行担保	96

四、违反股改承诺的可能情形	99
五、违反股改承诺具体情形的认定和民事法律责任	101
六、在违反承诺时中介机构的民事法律责任	106
七、完善股改承诺履行相关立法和监管措施的政策建议	108

第四章 我国上市商业银行监管的分工与合作 117

一、上市商业银行的法律属性	117
二、我国现行监管体制的不足	121
三、我国上市商业银行监管模式的选择	124
四、我国上市银行监管分工的原则	131
五、完善我国上市银行监管分工与合作机制的政策建议	135

第三篇 违规查处

第一章 内幕交易认定的若干疑难法律问题探讨 144

一、内幕交易的构成要件	144
二、内幕人员的界定	145
三、内幕信息的界定	146
四、内幕交易是否要以利用内幕信息为前提	149
五、内幕交易的主观犯意	150
六、传来型内幕交易的认定	151

第二章 证券市场操纵行为认定标准比较研究 153

一、市场操纵定义比较	153
二、市场操纵类型比较	155
三、市场操纵构成要件比较	161
四、市场操纵合理例外的比较	170
五、解读中国证券法关于市场操纵的法律规范	180
六、我国市场操纵认定标准的实质缺陷及其完善	185

第三章 略论董事责任：董事不可不懂事	194
一、董事责任的内涵与外延	194
二、审慎表决是董事职责的关键环节	194
三、董事负有维护信息披露真实、准确、完整的责任	195
四、董事严重失职须承担行政、民事、刑事复合责任	196
第四章 揭破“庞氏骗局”的玄机	197
一、“庞氏骗局”的前世今生	197
二、“庞氏骗局”的共性特征	198
三、“庞氏骗局”贻害无穷	199
四、“庞氏骗局”防范有术	200
第五章 股权分置改革中投资者权益的私力救济	201
一、股权分置改革中可能出现的侵犯投资者权益的现象	201
二、其他投资者权益救济方式在股权分置改革中应用的局限性	204
三、私力救济在股权分置改革投资者权益保护的特殊作用	205
四、私力救济发挥作用的具体制度及其存在的问题	208
五、完善股权分置改革投资者权益私力救济的政策建议	214

第四篇 比较研究

第一章 非流通股上市流通的国际比较与借鉴	223
一、我国股改后非流通股上市流通的相关规定	223
二、非流通股上市流通规定的国际比较	225
三、借鉴海外经验，完善我国非流通股上市流通规则	226
第二章 萨蒂扬之殇与印度公司治理之痛	231
一、萨蒂扬之殇	231
二、问题的反思	232
三、瑕不掩瑜的印度公司治理	233

第三章 印度资本市场开放情况研究	235
一、印度金融改革和金融市场开放的启动	235
二、WTO 金融服务协议与印度金融市场的开放承诺	237
三、印度银行业开放的具体情况	239
四、印度保险业开放情况	242
五、印度证券服务业开放情况	243
六、印度资本市场开放情况	248
七、印度资本市场开放效果分析	256
八、印度资本市场开放的经验及启示	263
第四章 台湾地区多层次资本市场建设经验及对内地的启示	268
一、台湾地区多层次资本市场发展状况	268
二、台湾地区多层次资本市场法律框架	270
三、台湾地区多层次资本市场管理体制	272
四、台湾地区的股票发行上市条件与程序	274
五、台湾地区各层次市场信息披露标准	286
六、台湾地区各层次市场交易制度	293
七、几点启示	297
后 记	300

第一篇 法规解读

第一章 证券法重大修订条款解读

一、证券法的修订历程

现行证券法是1998年12月29日九届全国人大常委会第六次会议通过，1999年7月1日起实施的。证券法的实施对于规范证券发行和交易行为，保护投资者合法权益，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济发展，发挥了重要作用。但随着经济和金融体制改革的不断深化和社会主义市场经济不断发展，证券市场发生了很大变化，在证券发行、交易和证券监管中出现许多新情况，证券法已不能完全适应新形势发展的客观需要。

因此在该法实施后仅仅两年，九届人大四次会议上就有31位代表即提出修改证券法的建议，此后修法呼声日益高涨，成为历次“两会”上委员、代表们关注的焦点。在十届人大一、二次会议期间，甚至有多达230位人大代表提出议案和建议，要求修订证券法。与此同时，证券监管等相关部门也通过不同形式表达出修订证券法的强烈愿望。2002年底，证监会曾拿出一份证券法修改草案，在业内小范围征求意见，在这份征求意见稿中，共计214条的证券法有超过150处被提出修改意见。

2003年6月，全国人大常委会正式启动了证券法修订程序，决定将证券法修订列入当年的立法计划，并拟于当年年底提交全国人大常委会审议。但是，由证监会主导制订的证券法修订稿在全国人大财经委和法工委审议环节遇到了较大的争议，争议无法在证券法修改小组内部得到解决，导致了证券法修订工作一度进展缓慢，原定于2003年12月提交初次审议的证券法修订草案被迫延后。

在预期中本该有所收获的2004年，却不经意间成了证券法修订历程中最为沉寂的一年。2004年4月、6月、8月、10月、12月，每逢十届全国人大常委会会议召开之际，期待中的证券法修订草案都被未列入审议日程之中。但并不能因此断言2004年证券法的修订工作陷于停滞，2004年进行的大量研讨、考察和意见征集工作使得证券法修订的共识日趋明朗，修订方向和内容日趋成熟，这些都为证券法修正案的最终出台打下了坚实的基础。

2005年4月24日,证券法修订草案终于迎来了它的初次审议(也称一读)^①。证券法修订草案一审稿共229条,其中新增条款29条,修订95条,删除14条。一审结束后,按法律程序,证券法修订工作转由全国人大法律工作委员会负责。新一轮的意见征求工作马上展开,在此基础上,法工委会同财经委、国务院法制办、中国证监会对修订草案主要问题进行多次研究、协调。

2005年8月23日,证券法二审(二读)如期而至。二审稿基本保留了一审稿的框架,没有作特别重大的修订,修订焦点主要集中于对证监会赋予的准司法权进行必要的约束和监督上,在二审修订草案中对证券监管机构行使权力增加了严格的制约条件。同时,将公司法中有关股票发行、上市交易监管的规定移入证券法修订草案中。某种意义上,二审稿奠定了新证券法的基础,此后无论是主要内容还是框架体系,均未作大的调整。

2005年10月22日,在十届人大常委会第十八次会议上,证券法修订草案如期提交三审(三读),并计划在本次会议上提交表决。三审稿仍沿袭了前两审稿的框架,并未作特别多的修订。三审稿对二审稿的修订主要集中在法律责任上,增加和修改了大量法律责任条款,对法律中涉及的违法行为均补充和完善了相应的法律责任。

2005年10月27日,证券法建议表决稿在十届人大常委会第十八次会议上交付表决,最终高票通过,历时两年零三个月的证券法修订工作终结硕果。

二、证券法的调整范围

顾名思义,证券法应该是以证券为调整对象的法律规范。因而,证券法调整对象的核心问题就是“证券”的界定。在证券法修订过程中,关于证券法的调整对象有着三种不同的观点,现分述如下:

^① 根据《立法法》第27条的规定,列入全国人大常委会会议议程的法律案,一般应当经三次常务委员会会议审议(三读)后再交付表决。其中,常务委员会会议第一次审议法律案,在全体会议上听取提案人的说明,由分组会议进行初步审议。常务委员会会议第二次审议法律案,在全体会议上听取法律委员会关于法律草案修改情况和主要问题的汇报,由分组会议进一步审议。常务委员会会议第三次审议法律案,在全体会议上听取法律委员会关于法律草案审议结果的报告,由分组会议对法律草案修改稿进行审议。该法第28条规定了对意见比较一致的法律案可以只经过一次或二次审议就交付表决。但证券法因其复杂性和争议性,须全部走完三审的程序。

一是证券法的调整对象宜宽不宜窄，应仿效美国的做法^①，将具有证券特征的股票、公司债券、政府债券、投资基金份额、信托产品、集合理财产品、证券衍生品种等都纳入证券法的调整范围。

二是维系证券法的原有规定，将证券法的调整对象仍局限于股票和公司债券。鉴于除股票和公司债券外的其他证券品种，在证券法中并没有明确的实体规范，且许多证券品种如政府债券、投资基金份额、信托产品、集合理财产品等有其自身的规范体系和特点，无法全部纳入证券法的规范体系，因此维系原有的规定较为合理。

三是较为务实的做法，将现有的证券品种中能够直接适用证券法规则的予以吸纳，而将不能直接适用的证券品种作出适用其他法律法规或者授权性的立法规定。

在不同的立法阶段，贯彻和反映着不同的立法思路，这从不同阶段的立法草案中可以看出端倪。

① 美国1934年《证券交易法》第三节第10条规定：证券指任何票据、股票、国库券、债券、公司债券、利润分享协议和石油、天然气或其他矿产特许或租赁协议下的权益证书或参与证书，任何关于证券的抵押信托证、组建前证书或认购证、可转让股份、投资合同、投资信托证、存单，任何关于证券、存单或证券指数的卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权（包括其权益或由其价值所生之权益），任何在国家证券交易所达成的外汇卖出权、买入权、多空套作权、选择期权或优先权，或一般意义上被认为“证券”的任何票据；或者前述之各证券的权益证书、参与证书、暂时或临时证书、收据、认购或购买的担保或权利。但不包括货币或自出票期起有效期不超过9个月的任何票据、汇票或银行承兑书（有宽限期的情况除外），也不包括有效期相当有限的更新的票据、汇票或银行承兑书。

表 1: 证券法调整对象修订对照表^①

1998 年证券法	证券法 2003 年 8 月稿	证券法 2005 年一审稿	现行证券法
第 2 条 在中国境内, 股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易, 适用本法。本法未规定的, 适用公司法和其他法律、行政法规的规定。 政府债券的发行和交易, 由法律、行政法规另行规定。	第 2 条 在中国境内, 股票、公司债券和国务院证券监督管理机构依法认定的其他有关交易品种的发行和交易, 适用本法。本法未规定的, 适用公司法和其他法律、行政法规的规定。 政府债券、证券投资基金的上市交易, 适用本法。	第 2 条 在中国境内, 股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券、证券衍生品种的发行和交易, 适用本法。本法未规定的, 适用公司法和其他法律、行政法规的规定。 政府债券、证券投资基金的上市交易, 适用本法。	第 2 条 在中华人民共和国境内, 股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易, 适用本法; 本法未规定的, 适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。 政府债券、证券投资基金份额的上市交易, 适用本法; 其他法律、行政法规另有规定的, 适用其规定。 证券衍生品种发行、交易的管理办法, 由国务院依照本法的原则规定。

在证券法的整个修订过程中第三种观点占了上风。证券法虽然仍是主要规范股票和公司债券的法律, 但也将其他一些适宜由证券法调整的投资品种在条文中作了规定。修订主要体现在以下两方面: 一是将政府债券、证券投资基金份额的上市交易纳入本法的调整范围, 但其发行与非上市交易适用其他相关法律法规的规定; 二是将证券衍生品种的发行与交易纳入本法的调整范围。权证、股指期货期权等证券衍生品种是成熟证券市场上重要的投资品种。将衍生品种纳入本法的调整范围, 有利于证券产品的创新和市场的发展。鉴于证券衍生品种与股票、公司债券相比有其特殊性, 本法暂不作具体规定。授权国务院依照本法的原则作出规定, 有利于积极、稳妥地推进衍生品种的开发。

其中关于增加第 3 款“证券衍生品种”的规定, 是全国人大法律委员会在对一审稿进行审议时作出的决定。现行证券法规范的是传统的股票、公司债券等, 一审

^① 加黑处为新法相对于旧法的修订部分, 下同。

稿将证券衍生品与股票、公司债券等现货交易并列，其规范股票等现货证券的内容实际上难以适用于各种证券衍生品。鉴于衍生品种的特殊性，有必要对证券衍生品种的发行与交易作出专门规范，在目前缺乏实践经验的情况下，宜授权国务院依照证券法的原则另行制定管理办法。

三、公开发行的规定

(一) 公开发行的界定

原证券法未对公开发行作出明确界定，使得实践中对公开和变相公开发行的行为存在认定上的问题。依据原证券法的规定，凡是公开发行的行为，都必须经国务院证券监督管理机构或国务院授权的部门核准或批准，但由于对公开发行缺少认定标准，在公开发行的构成和管理机构上都存在混淆，实践中存在的大量公开或变相公开发行行为得不到法律的有效规制

变相公开发行行为是一种具有严重社会危害性的行为。实施筹资行为的当事人往往不具备筹集资金的资格和相应的偿付能力，当偿付不能时，将使投资人遭受无法弥补的损失，同时由于涉及的人数众多及伴随发行的交易问题，变相公开发行行为更进一步危害到社会的安定和秩序。^①

对公开发行的界定还关系到私募的合法性问题，从英美国家的实践来看，私募是发行行为的一个重要方式，但我国原先的证券法并没有区分公开发行与私募行为，

① 非法公开发行的主要行为表现有四点：(1) 企业直接向社会公开出售股份（票）。一些企业在政府有关部门批准其改制或设立立项后，便以政府有关部门的批文作为招牌，在新闻媒体上宣传或者在社会上广泛散发宣传品，以募集“发起人”为名，采取雇人上门推销、电话推销、街头摆摊设点等方式向社会公开发售股份（票）。有的股份公司甚至将印制精美的“普通股”股票向社会公开发售。(2) 企业的发起人向社会公众出售、转让自己认购的股份（票）。一些发起人买卖发起人股份（票）。有的先投入资金作为某个公司的发起人，得到批准取得股东资格后，便把所认购的股份（票）以高于认购价向社会公开出售；有的先承诺作为某个公司的发起人，得到批准取得股东资格后，再把所承诺认购的股份（票）以高于认购价向社会公开出售，得到资金后，才向公司认缴股款。有的发起人违反《公司法》的规定，未满3年便将所持的发起人股份（票）在社会上公开转让来套取现金，其结果是法人股个人化和非发起人持股数量增加。(3) 企业通过广告公司、策划公司、咨询公司及“黄牛”向社会公开出售股份（票）。这些广告公司、策划公司、咨询公司及“黄牛”采取雇用人员到各单位推销、在街道上摆摊设点等方式，向社会公开出售一些企业的股份（票）。他们大都以未经审计、甚至虚假的财务数据为依据，以“高效益、高回报”、“准备申请上市”为幌子来吸引社会公众认购股份（票）。提出拟设立创业板市场后，有的公司又以“已被券商推荐到创业板、在证监会已排队”，“发起人股份（票）可以直接流通”等作为卖点向社会公开发售股份（票）。(4) 个别中介机构向社会公开出售股份（票）。提出拟设立创业板以后，中介机构竞争空前激烈，不少中介机构为了争得项目，不惜违规承诺认购非上市公司的股份（票），随后他们又将所认购股份（票）出售给社会公众。有的企业竟违规以股份（票）作为服务费支付给中介机构，中介机构又通过向社会公众出售股份（票）来变现。参见证监会证券法修改小组编：《证券法修改参考资料》，2003年10月版，第95~101页。