

## 卷首语

时光如梭,转眼已是金秋。2017年6月召开的全国金融工作会议,提出了服务实体经济、防控金融风险 and 深化金融改革三大任务,对金融监管提出了更高的要求。《证券法苑》继续秉承学术性与实践性并重、现实性与前瞻性兼顾的原则,围绕落实全国金融监管工作会议精神,推动各界从法制角度深入研究。本期共分为7个栏目,收录了28篇文章,与读者朋友们共享。

【专题笔谈】包括了8篇文章。

5月底减持新规出台以来,各界高度关注。为进一步推动相关研究,本卷特开设减持制度“专题笔谈”栏目,邀请8位专家就减持制度谈观点、辨真理。

叶林的《证券交易所在减持股份上的自律监管》指出,本次新规的亮点是明确了交易所及其规则的作用,符合现代交易所的公共职能,有助于维持公平、有序的证券市场秩序,交易所也具有天然的灵活、弹性等优势。此外,建立股份减持计划的信息披露规则和扩大限制交易的适用范围可谓两大制度创新。

冯果的《上市公司股份减持制度须走疏堵结合的系统性建构之路》认为,减持新规虽愈加严格,却并未解决根本问题,应当坚持“疏堵结合”的宏观架构以及“区别对待”“规范发展”的具体制度逻辑;补实股份减持外部限制,强化公司内部治理、推动IPO市场化;扩充首发存量发行、优化限售契约设

计,创新流通品种。

吕红兵、朱奕奕的《刍议上市公司股东及董监高减持制度——以证监会9号公告为分析对象》认为,证监会的减持新规值得肯定,不仅规制范围扩大、程序严格透明、设计科学全面,而且是在以往股份转让规定基础上的完善升级。应从以下两方面来准确理解本次新规的内容:一是对大股东、董监高特殊地位的限制;二是投资利益与交易秩序的维护。

陈岚的《关于减持新规适用的几点思考》认为,可将证监会本次公告作为司法裁判依据;违规减持构成欺诈、内幕交易和操纵市场的,“依法予以查处”,而限于证监会的行政处罚;而有序规范的股份减持将受到保护。

郑彧的《减持新规的愿景与远景:再议监管政策的“情”与“理”》认为,减持新规限权的法理基础与依据还可以进一步讨论;限制减持似乎是政府“有形之手”施加的“供求管制”,然而任何制度设计都不存在单一有效率的政策选择,应当回归公平监管,给予市场主体明确的制度预期而不能“朝令夕改”,也应避免监管者本身政治目标与市场目标之间、监管者愿景与远景之间的冲突。

郭雳的《美国股市“减持”规则的沿革和政策考量》对美国144规则做了深入分析。144规则的适用范围包括:发行人的关联人(控制人)出售证券和“受限制证券”(享受注册豁免的证券,包括私募发行的股票)须满足其规定的各方面条件方可豁免注册,意在保护投资者利益。在经济形势和市场需求下,该规则于1997年和2007年经历了两次重大修改。为应对减持可能造成的冲击,应将重点放在市场秩序维护和投资者保护上,同时也更需要更加系统、更为长远的思考和探索。

汤欣的《我国台湾地区董事、监察人及大股东持股转让的特别限制》介绍了台湾地区的相关制度,包括“董监事的最低持股比例”和“董监事、大股东持股转让的限制性规定”两大类别。我国台湾地区“公司法”有对公司股东转让股份所设的限制性规定,“证券交易法”也规定了公开发行公司董监事的最低持股比例。另外,“证券交易法”对持股转让的主体、方式也做了限制性规定。

于腾群的《“减持新规”与上市公司规范运作》指出,本次减持新规具有遏制违法不正之风、鼓励和倡导正确投资理念、强化上市公司董监高诚信义务的正面作用,上市公司应当在内幕信息保密、强化信息披露、严格执行停复牌规则、积极引入机构投资者、完善公司决策机制等

方面规范运作,其建议应当区分合法、合理减持行为与恶意、违规减持行为处理。

**【理论前沿】**包含了2篇前沿理论问题探讨文章。

蒋大兴、薛前强的《证券市场的结构性裂变——从商事证券到慈善证券的法律革命》关注了证券市场的新领域——慈善证券。其指出,英国、加拿大、南非、新加坡等国出现了社会证券交易所,扮演着联结影响力投资者与社会企业的角色。虽然资本市场与商事组织之间存在“选择性亲和关系”,非营利组织通常难以进行证券融资,但这些组织证券融资依然有理论可能性,现实中也有很多成功的案例。然而,证券市场“裂变”依然存在不少难题,如社会证券交易所的评估认证难题、公司治理监督功能弱、透明度低、官方参与不足,慈善证券的法律地位不明、证券法调整缺位。为此,非营利组织需要在目的宗旨、战略选择和资本运作之间进行精妙的平衡,也需要从根本上保障其与商事组织公平利用市场的权利。

林少伟、许瀛彪翻译的美国佐哈·戈申、阿瑟夫·哈姆达尼的《公司控制权与特质愿景》对公司控制权做了独到解读。该文提出,与投资者为降低代理成本而珍视控制权不同,企业家珍视公司控制权是因其允许企业家以自认合适之方式追求其愿景(比如,企业家确信会产生高于市场水平回报的商业战略)。基于信息不对称及观点差异,该文在企业家追求特质愿景和降低代理成本以保护投资者之间确定了一个基本权衡点,不同的所有权结构意味着控制权和现金流权的不同分配。例如,分散所有权和双层股权结构使投资者承担管理代理成本。相形之下,集中所有权结构包含现金流权和控制权,对控制股东和少数股东而言皆创造了价值。立法者与法院应当平衡好少数股东保护与公司控制人追求特质愿景权利的需要,而不应片面地强调保护少数股东权利。

**【热点追踪】**收录了4篇文章。

王倩的《证券律师勤勉尽责之实务分析——基于我国证券律师违法违规案例的思考》聚焦于证券律师的勤勉尽责义务,对证监会处罚证券律师的案例做了归纳分析。其指出,实践中律师未勤勉尽责的原因主要有未依照规定编制核查和验证计划,未合理运用查验方法、查验程序履行不完整,未充分履行特别注意义务,未充分履行一般注意义务,法律意见书存在实质瑕疵,法律意见书存在形式瑕疵,未有效实施质量控制程序这七个方面;建议证券律师应从自身法律服务者与资本

市场守门人的定位出发,坚持真实、客观、全面原则与独立性原则。

金融科技的发展给金融监管带来了巨大的挑战,对金融创新的容错监管机制也就应运而生。龚浩川的《金融科技创新的容错监管制度——基于监管沙盒与金融试点的比较》就是对国际社会近年兴起的监管沙盒制度做的研讨。其指出,金融科技创新使金融监管者面对“创新试错和风险控制”“法律的稳定性与灵活性”“严格执法与灵活执法”这三方面矛盾,也带来了巨大挑战。该文介绍了英国等国家和地区的监管沙盒制度,并对国外的监管沙盒制度与我国的金融试点工作相比较,指出了二者虽然功能相似,但在市场化程度、合法性程度和制度化程度、监管方式与监管重点等方面存在区别。最后,该文建议,我国应坚持尊重市场主体、强化监管服务、建立监管协调机制、明确对监管容错进行法律授权的宏观基础上,进行具体的制度设计。

谢贵春的《证券市场如何规制幌骗交易——以美国为例》对幌骗交易规制的美国经验做了研究。其指出,通过提交虚假订单、误导其他投资者并试图从中获利是幌骗交易的主要特征。美国 SEC 在《多德—弗兰克法》之前就已将其界定为市场操纵,并明确了券商在这一方面的责任。此外,各证券交易所在其交易规则中引入了反市场扰乱规则,该种规则扩充了交易所维护市场秩序的职能,是对执法不足的补正,也有其正当程序的要求。我国应借鉴美国经验,将幌骗、堆单等交易行为明确为市场操纵行为并予以严惩,同时要求证券商严格履行对其客户的“合理监督”义务,并在证券交易所引入反市场扰乱机制以规制市场参与者的扰乱行为。

陈晨的《操纵证券市场犯罪要素认定的司法观察》是对各方关注的市场操纵犯罪的讨论。其认为,操纵市场的本质仍是欺诈。主观目的方面,必须具有人为影响或扭曲证券市场价格的主观故意。主体方面,法律规制和行政执法都不应以特殊身份或地位限定操纵主体范围,但可以采取主体类型化的适当区分认定思路。行为方面,当前对操纵期间和操纵违法行为数的认定标准尚不统一,刑事追诉量化标准僵化,缺乏针对综合型操纵情节严重的标准。应有条件地适用刑事推定以解决对合谋故意的司法证明难题。司法者宜遵循欺诈性和行政违法性双重路径,才能更全面准确地认定操纵证券市场犯罪。

**【制度分析】**收录了4篇文章。

杜勇波、吴文光的《证券市场“讲故事”行为的认定与识别——兼谈上市公司信息披露原则》对“讲故事”行为做了深入分析。该文认

为,“讲故事”行为与一般信息披露违法行为具有较大差异。编制夸大信息并主动、积极传播信息,造成误导或可能造成误导的后果是其主要特征。美国对市场主体软信息的披露经历了从禁止到鼓励的发展,但对“讲故事”也是持谨慎态度的,违背诚实信用原则、没有合理基础的信息披露不受法律保护。信息披露的真实、准确、完整、及时原则是衡量“故事”信息的唯一标准。因而,应从“故事”是否具有真实客观基础、是否有现实可行性、是否充分揭示风险来注意把握。

金泽刚、王涛的《泄露内幕信息罪之泄露行为研究》同样聚焦于证券市场犯罪,是对泄露内幕信息罪中泄露行为的研究。该文指出,泄露行为成立以信息接受者实际从事有关的交易活动为必要。通过对关于再泄露行为三种学说的辨析,其认为,如果信息接受者能被认定为非法获取内幕信息的人员,其再次泄露并导致他人从事有关交易活动的,即构成泄露内幕信息罪,不受泄露层级的限制。内幕信息的知情人员或者非法获取内幕信息的人员向他人泄露内幕信息,并与他人合谋共同利用该信息从事相关交易活动的,应以内幕交易、泄露内幕信息罪论处。在证据判断方面,可以结合间接证据判断受密人的“相关交易行为明显异常,且无正当理由或者正当信息来源”来反推泄露行为。

杨硕、傅穹的《重思股权众筹的裁判逻辑》以我国股权众筹第一案“飞度诉诺米多”案为引子,对股权众筹做了司法裁判角度的梳理。该文通过对境内外法规与理论进行分析,认为股权众筹的性质为股份发行,应当由证券法加以规制。目前我国尚未将其纳入《证券法》调整范围,所以只能按《合同法》裁判。但这两种裁判逻辑在归责原则和举证责任方面有一定差异,证券法逻辑更加注意保护投资者。在我国缺乏集团诉讼制度的情况下,赋予中介平台代为起诉发行人的资格成为投资者保护的可行路径。

孙秀振的《完善上市公司控制权之争的纠纷解决机制——基于实践的检视与建议》是从实务工作者角度对上市公司控制权争夺纠纷解决机制的深刻探析。其将目前的控制权之争划分为否定股东权利之争、阻击举牌收购措施之争、章程设置反收购条款之争、新型金融工具使用之争,现行的控制权争夺纠纷解决机制有都存在各自问题。主体自治方面,董事会出现了偏位与失序,国家强制与公司自治边界不清;行政监管方面,法律授权不足、严格成文法环境产生法律适用难题;司法审查方面,诉讼程序较长、裁判理念与标准不统一。该文建议,构建自律性解决机制、法律授予证监会统筹监管权力、指定法院集中管辖,

此外,还应加强不同层面解决机制的协调配合,对相关法律规则进行系统性审视和完善,并加快确立案件判断原则。

【市场观察】收录了5篇文章。

孟令星、郑春玉的《做市商操纵市场行为的法律规制——以美国的实践为视角》关注了做市商操纵市场行为的规制问题。其认为,操纵价差是做市商操纵市场的基本方式,但做市商的操纵行为具有特殊性,法律规制应当确保其公平交易。但是,做市商操纵手段复杂多样,实践中一般通过类型化对其进行规制。以反欺诈规则为依据,可将其分为:以虚假信息引诱客户进行交易、虚假报价行为、利用“限价委托显示规则”操纵市场、以合谋方式操纵市场、专家做市商违背忠实义务的操纵行为。在认定操纵行为方面,应当以做市商主观目的为认定的主要依据,并应发挥反欺诈条款的兜底作用,美国证监会与法院也都将其作为执法和司法的根据。在操纵行为的法律规制方面,证券交易法和监管机构都规定了预防性规则,对做市商操纵行为不仅要有监管处罚,也要完善民事赔偿与刑事责任制度。

电子商务的迅速发展带来了诸多的法律挑战。2017年发生的“京东自营并非京东自己经营”案件曾让公众舆论一片哗然。卢颖、俞砾的《网络交易合同主体认定问题研究——从京东“自营”案说起》正是对这类问题的研讨。网络交易合同主体认定的问题有:交易对象不明导致被告主体复杂化、网络交易平台提供者成为主体适格争议的主角、平台企业集团化经营模式带来困惑、对于合同主体认定的司法实践不统一等。司法认定路径应当遵循“五步法”:区分自营商品或第三方商品,明确是否存在合同约定,判断是否存在公示或注册信息,探寻当事人真意,引入合理信赖原则,特殊情况下“揭开公司面纱”。

独立董事是否应承担与其他董事同等的法律责任,是一个广受关注的问题。钱如锦的《论独立董事行政责任之豁免——以证监会处罚决定为视角》对该问题做了探究。我国实践中对违法的独立董事多课以行政处罚,虽然独立董事会提出不知悉且未参与、公司故意隐瞒有关资料、信赖专业机构报告、已经尽到勤勉尽责义务等各种理由主张减免责任,但这些理由都未被采纳。勤勉义务是独立董事应否承担责任的前提,而由于独立董事的特殊性,在判断独立董事的勤勉义务时,应当区别于执行董事。在其法律责任豁免路径方面,应当在合理信赖和专业知能偏好的基础上,引入商业判断规则,为独立董事法律责任之豁免提供可能。

冯令泽南的《浅议证券民事赔偿诉讼程序制度的完善》论述了证券民事赔偿诉讼制度的完善。该文选取了三个典型案例进行分析并认为,这些典型案例体现出证券民事诉讼的不足:涉诉公司“丢卒保车”的应诉策略易被投资者滥用,诉讼周期漫长复杂,投资者借助司法救济成本较高,现有诉讼机制并不能实现对受害投资者的全面救济。因而,可从以下几个方面完善我国的证券民事赔偿诉讼制度:建立多层级的纠纷解决机制,将前置行政处罚程序由强制改为可选,在沪深两地设证券专业法庭,引入试验诉讼机制,并应分阶段逐步确立证券民事诉讼的集团诉讼模式。

林盟翔的《我国台湾地区监管沙盒的“立法”构造与法制动向》是对台湾地区监管沙盒制度的研究。该文首先介绍了英国在金融科技创新监管方面建立的监管沙盒制度,指出该种制度的核心价值在于使众多创新事业均可以在沙盒的保护下尽力研究新的科技与技术,免于现行法制的限制与究责,同时也让监管机制更为弹性,产生差异化监管的实质。就台湾地区而言,其推出的促进金融科技发展的“领航计划”与监管沙盒制度实质相同。在立法路径方面,无论是个别法规修正模式还是单行法立法模式,都有其各自缺陷。监管沙盒制度应遵循“双翼监管”与“负责任创新监管”原则。应当建立制度使金融科技或尚未符合法制之事业技术先行进入沙盒,在风险可控之范围内进行试验,监管沙盒应结合“微型金融”“普惠金融”的目标进行。

【优秀硕士论文选登】收录了2篇硕士学位论文。

徐瑶的《信息型市场操纵的内涵与外延——基于行政和刑事案件实证研究》是对信息型市场操纵的实证研究。该文指出,市场操纵可划分为交易型、行动型和信息型三类,信息型操纵市场行为与内幕交易的区别在于,行为人不单是利用内幕信息从事交易来获取差价利益,而是扰乱市场上信息和价格的关系。我国信息型操纵包括抢帽子交易、蛊惑交易和利用信息优势连续交易三种。在认定抢帽子交易时,行为人自身的市场影响力和行为的欺诈属性是核心问题;我国目前尚没有蛊惑交易操纵案例,以“编造、传播虚假信息扰乱证券市场”对此类行为进行规制显得尤为必要;利用信息优势连续交易与内幕交易、虚假陈述行为存在诸多竞合,需要从法律上加以明晰。

张阳的《公司信用类债券信息披露制度的统合建构——以偿债能力为中心展开》是对公司信用类债券信息披露制度的探讨。该文认为,囿于“重股轻债”观念桎梏,我国公司信用类债券的本质与特性被

漠视,现有制度过多依赖和参照股票,致使公司信用债信息披露陷入“同质、粗糙、形式”的碎片化困局:监管架构“四龙治水”,信息披露监管错位失序;制度供给碎片零散,规范内容空洞乏实;信息披露平台割裂分散,重复建设低效拉锯。解决问题的关键在于厘清股债差异,明晰公司信用债的债券债务关系本质与特性,从总体思路与基本进路出发,以《证券法》统合规制为主线,以偿债能力为中心,建构契合债券属性的信息披露法律制度。

【域外法制】收录了2篇译文。

《美国证监会执法新模式:引入铁面无私的执法模式》是美国证券交易委员会前主席玛丽怀特在纽约大学法学院的演讲词,由周莹盈译、丛怀挺校。首先,其对SEC近年来采取的大胆且无情的执法模式做了说明。SEC执法强调办案要贯彻“为诉讼而调查”的理念,为进入司法程序做准备。其次,SEC开发识别违法行为的新路径,包括利用大量财务数据和市场数据,以及充分发挥有奖举报计划的作用。再次,SEC会继续针对个人立案,追究金融犯罪中的个人责任。此外,“不当行为自认”政策成为执法的有力武器,提升了和解程序的效果。扩大执法范围对市场主体(包括私募股权投资和公共金融领域主体)也产生了明显影响。最后,为了进一步打击白领犯罪,其建议美国扩大董事和高管人员的责任范围、增强SEC的处罚权力,防止《电子通信隐私法》减损执法能力、维护执法程序权力。

中小企业融资是世界各国共同面对的难题。胡浩然翻译的《美国〈证券交易委员会小型企业促进法〉》为我们提供了美国解决这一问题的制度样本。该法规定,在美国SEC内部设立“小型企业资本形成促进办公室”和“小型企业资本形成咨询委员会”,专职负责促进小型企业资本形成,并为国会和证券交易委员会提供立法与政策建议。

编者  
2017年10月