

卷首语

回顾 2015 年中国资本市场的发展历程,人民币加入 SDR、A 股异常波动、监管部门协力维护市场稳定、证监会重拳打击违法违规、信贷资产证券化全面扩容、新三板分层意见颁布等成为了过去一年资本市场的标志性事件。包括股票市场、债券市场、期货市场在内的各个子市场领域都不同程度地经历了深化改革与创新。随着证券市场新型业务的不断出现,研究工作也应当具有前瞻预判性,及时做到发生危机时的有备无患。为此,本卷我们选登了 21 篇文章,重点加强对于市场热点问题、创新业务的系统研究和法律支持力度,更加主动、及时、有效地为资本市场稳定运行提供法律支持和保障作用。

【前沿探讨】本栏目收录了三篇论文。

随着中国农业银行优先股的发行上市,优先股正式进入我国公司法与证券法实践。优先股进入我国资本市场给公司治理提出了新课题,借鉴域外处理优先股股东与普通股股东间利益冲突的规则是题中应有之义。楼建波、马吾叶的《优先股与普通股股东间利益冲突的处理原则》一文,通过对美国特拉华州法院判决的优先股与普通股利益冲突案例的梳理,展示了司法实践在这一问题上的立场演变。司法实践的演变,除了优先股具有的股债双

重性导致的法律定位困难外,更主要是因为目前美国优先股多为风险投资企业所使用,后者有能力通过合同形式保护自己的利益,无须信义义务的保护。文章还一并探寻了优先股权利保护的法律机理以及规则背后的市场因素,最后简要归纳它对我国优先股未来的实践以及学理研究的启示。

证券民事案件中之虚假陈述(财报不实)损害赔偿的真实价格如何认定,以及投资人是否与有过失等问题,近来成为两岸证券法学界及实务界共同关心的法律议题。刘连煜的《虚假陈述(财报不实)损害赔偿之真实价格如何认定及投资人是否与有过失问题》一文,关注了台湾地区“最高法院”2013年度台上字第1294号等有关虚假陈述损害赔偿的民事判决,重点考察台湾地区法院在涉及虚假陈述损害赔偿的真实价格认定上的司法实践。作者认为,如何建立通案的“真实价格”拟制方式,是证券法上的重要课题。文章通过详加探讨上述问题,以供两岸证券法学者参考。

在2015年“证监法网专项执法行动”中,证监会集中部署了一批针对编造、传播内容不实的虚假或误导性消息的案件。巩海滨、张任重的《互联网时代编造传播虚假信息违法行为构成、法律责任及其规制》一文,从实证角度对此次专项执法行动进行了分析。文章指出,此类案件主要是利用互联网信息编发自由且隐匿、传播迅速且广泛、受众众多且不特定的特点,通过“股吧”、微博、微信等新型媒体,编造、传播虚假信息,制造股票市场的噪音,干扰了投资者投资判断,扰乱证券市场秩序。通过实证考察,作者阐述了编造传播虚假信息对证券市场的危害性,同时对此类行为的违法性、违法行为构成及其法律责任进行了分析,最后对互联网时代编造传播虚假行为的规制提出建议。

【专题研究】本栏目收录了四篇论文。

证券众筹,已成为当今许多境外成熟资本市场为解决小微企业融资问题给出的共同答案。丛怀挺的《美国证券众筹条例解读》一文,由美国证券交易委员会就《众筹条例》的征求意见稿及最终稿及其“起草说明”整理而成,对条例中的规则做了相对全面的梳理与解读。作者认为,该条例的制定与通过为我国的股权众筹监管提供了经验,也对正在制定中的《股权众筹试点管理办法》有一定的借鉴意义。

股权众筹是互联网金融下新兴的融资模式,近年来,我国股权众筹平台呈几何增长。在股权众筹平台遍地开花的背景下,由于缺乏法律规制和监管机构,问题就不断地暴露出来。李文莉、刘鲁滨的《美国股权众筹平台的定性及其对我国的启示》一文,考察了美国证券交易委员会于去年通过的《JOBS 法案》第三章有关股权众筹法案的内容,建议结合美国众筹法案对于众筹平台双重定位的启示,我国应该明确众筹网站可以注册为证券经纪商或者集资门户,明确对于投资者的教育义务和披露、调查义务,确保投资者投资总额不超过上限,并且明确众筹网站的盈利模式,使之有效发挥对股权众筹的监管作用。

刘辉在《论股权众筹时代我国天使投资法律体系的构建》一文中提出,天使投资已经成为我国激发创业、助力中小企业、引导民间资本服务实体经济的重要金融工具。而国外天使投资理念的深度渗透和传播以及互联网金融的飞速发展,为我国的天使投资带来了极佳的发展机遇。这其中,股权众筹的互联网金融模式对天使投资的促进作用无疑是最为显著的。然而,我国并未制定天使投资的专门法律,相应的配套法律制度也相对缺乏。建议在完善股权众筹的法律保障机制的基础上,从构建天使投资人准入制度、明确天使投资的相关财税优惠政策、构建天使投资风险控制体系、完善天使投资市场退出机制等方面入手,构建符合我国国情的天使投资法律体系。

美国 2012 年出台的《JOBS 法案》确立了股权众筹的合法地位,其所提出的“小额发行豁免制度”也被众多学者以及监管部门所关注。并有观点认为,该制度的引入能够解决目前我国股权众筹所面临的问题。陈敦、张航、王诗籽合著的《论小额发行豁免制度在我国股权众筹中的确立》一文,从理论基础和实务运行角度,对此问题进行探讨。在他们看来,小额发行豁免制度确立的关键在于明确豁免的融资金额和确立企业信息披露的标准。文章运用模型和数据考察,对企业融资收益与融资成本之间的关系进行了分析,提出应对融资额为 500 万元以下的股权众筹企业实行小额发行豁免;在案例解析和理论分析基础上,提出众筹企业的信息披露中应当引入律师和会计师等专业中介人士,以确保信息披露的真实、准确与完整。具体到修法建议上,作者建议在《证券法》第二条增加股权众筹的证券类型;以及在《证券法》第十条明

确对于在一定融资额度下的股权众筹企业,实行小额发行豁免制度。

【市场观察】本栏目收录了五篇论文。

诸培宁在《资产证券化基础资产附着担保及其实务处理探究》一文中认为,资产证券化是基于基础资产本身的信用而进行的证券化融资,因此特别看重基础资产的信用情况。实务当中,影响基础资产信用的,除了基础资产本身的盈利能力之外,还有大量的附着在基础资产之上的担保。而基础资产附着担保处理得当与否是项目成功与否的关键所在,稳妥解决附着担保有关法律问题,对于提升基础资产信用意义重大。根据资产证券化有关规则,对于原始权益作为担保人的担保,需要在证券化前化解,对于原始权益人作为担保权人的担保,可以在证券化的同时转由信托或专项计划持有。

徐英军撰写的《网贷平台发行资产证券化产品的风险规制》一文认为,网贷平台发行资产证券化产品存在法律风险、信用风险、道德风险和系统性风险,其根本性成因是信息不完全性。因此,应以解决信息不完全性为风险规制立法的逻辑起点,以信息供给为风险规制立法的着力点,以风险合理分配为风险规制立法的着力点,明确各从业主体的地位与责任,规定信息供给的范式要求,采取投资者适当性原则。在监管制度上,树立适度监管理念,形成以银监会和证监会为主导的合作监管体制,引导和促进线上资产证券化产品的健康发展。

张玉海在《收益权信托融资合法性检视》一文中认为,近年来实践中用于融资的收益权,乃权利人实现其不动产之将来法定孳息的手段,本质上是一种债权,且往往表现为一种将来债权。若要以其作为信托财产设立信托,不仅需满足将来债权转让的条件,还应满足信托财产确定性原则的要求。而未来获取财产的希望,及尚不存在或已不存在的利益,均不能用来设定信托。作为变通之道,可通过特别立法的方式对相关实践进行规制。

周颖在《论集合投资计划类金融商品的统合规制》一文中认为,对集合投资计划进行统合规制是解决我国目前集合资产管理业诸多问题的良方。而集合投资计划外延广泛,要实现统合规制,需寻求其法律关系之共性与规范之着力点。法律应对该问题的有效做法是规范管理人的信义义务,而非一味地借助以解决市场失灵问题为目的的消费者保

护规则。我国现有的关于各类集合投资计划的法律法规均缺乏对管理人信义义务的规范,是市场难以推行“买者自负”规则的根本原因。就内容而言,对管理人信义义务之规范,不仅包括概括的信义要求和具体的行为规范,还应包括有效的履行监督机制。

彭运朋在《论证券监管中形式理性与实质理性的抉择》一文中认为,证券监管存在形式理性与实质理性的冲突,突出反映在市场行为中法律形式与经济实质不尽一致的模糊地带。文章选取了近期市场上多起拆分式资产重组的案例,认为当事方刻意在形式上分离认股方和资产出售方的目的是规避重大资产重组监管和借壳上市监管,以及安排发行价折扣。作者认为,强调实质理性的实质监管可作为对这些模糊地带进行监管的备选工具。然而,实质监管会显著降低证券法规则的明确性和交易行为的后果可预见性,而后者对于证券市场而言是极为重要的。文章最后指出,证券监管应更注重形式监管的运用,尽量减少相对不确定的实质监管,特定交易方式合法与否的结论的明确性和可预见性在有的时候比该结论本身更加重要。

【制度分析】本栏目收录了六篇论文。

郭富青撰写的《论我国股票发行注册制改革:理念·制度·环境》一文认为,从核准制到注册制应转变股票发行权、价值取向、资源配置和监管的理念。《证券法》修订草案以信息披露为中心,要求监管机构超然于价值判断之外,只对发行上市进行形式审查,将实质审查下移给中介机构。规定了股票发行、上市各自独立注册与发行与上市一体化注册并存的折中模式,兼顾了不同需要,提高了效率。我国须划清政府与市场的边界,重塑中介机构的角色,引导理性投资,培育合理的投资结构,健全投资者保护的惩罚和救济机制,才能营造注册制运作的良好环境。

高旭军在《论中国资本市场国际化与投资者法律保护的强化》一文中提出,高质量的投资者法律保护是实现资本市场国际化的重要前提条件。文章通过将我国资本市场法律制度与主要西方国家资本市场法律制度进行比较分析,指出我国资本市场投资者法律保护水平远未达到建立国际化资本市场所应具有的程度。因此,作者建议修改或制定与资本市场相关且能够改善对投资者保护的法律法规,并采取提高股东

诉讼方便程度的措施,进一步改善我国的执法质量。

我国2014年公司资本制度改革对公司资本制度做了较大幅度的修改,这次制度调整被称为由资本信用向资产信用转变之举,并再次使公司法的核心领域公司资本制度成为理论和实务界关注的焦点。丁勇在《资本制度改革与股东出资义务若干问题研究》一文中认为,取消最低注册资本和首次出资比例要求赋予了股东自由确定注册资本数额及安排出资时间的自由,但畸低的注册资本会使公司设立的严肃性及有限责任的正当性产生疑问,而畸高的注册资本则归咎于完全认缴制并导致了套利行为。以注册资本实缴制改认缴制为由取消验资以及虚假出资罪和抽逃出资罪在逻辑上并不成立,而应当由立法者作出独立的判断。对于股东出资义务,有必要承认设立中公司的主体地位作为公司设立阶段股东出资的接收者。对于规避出资义务的隐性实物出资或出资后公司以贷款方式返还股东的行为,应当认定股东未完成出资义务而非抽逃出资。

合规管理是现代证券公司健康快速发展的重要保障,也是机构监管工作的重要抓手。为更加清楚地了解该项舶来品的来龙去脉,吴伟央撰写了《境外证券公司合规管理制度发展变迁及启示》一文,以境外相关代表性规则为线索,梳理了证券公司合规管理在境外的发展变迁过程,介绍了证券公司合规管理的主要框架、基本内容以及面临的挑战和变化。并指出,我国证券公司合规管理实践以及相应的监管制度也要因地制宜的进行改进。

行政执法与刑事司法相衔接是当下我国在进一步深入推进包括政治体制改革、司法体制改革等权力分配、运作机制改革中的一项事关全局而且非常重要的新举措、新实践、新探索。闻志强在《论“两法衔接”中行政处罚与刑事处罚的实体衔接》一文中指出,在打击和规制非法集资违法——犯罪行为的“两法衔接”机制运作和工作实践中,必须正确理解和适用“一事不再理、一事不两罚”原则;准确、灵活把握“刑事先理”并坚持刑法的谦抑性原则。在此基础上,在“先(行政)罚后刑(罚)”的情形下,采用同质罚相折抵、不同罚则各自适用的处理模式;在“先刑(罚)后(行政)罚”的情形下,采取同质罚不得再次处罚、不同罚则可予再处罚、免刑后可予再处罚的处理方法。

邹玉萍、黄国赛的《上市公司中小股东权益保护的应有路径》一文,以股东大会决议不成立为视角对上市公司中小股东权益保护进行了探讨。文章认为,股东大会决议不成立作为一种独立的效力类型对于弥补公司法理论的不足以及准确合理地保护利益相关者,尤其是中小股东的合法权益具有重要意义。我国现行法不承认决议不成立这一股东大会决议瑕疵类型,以致中小股东在维权方式和时间上受到限制。作者指出,股东大会决议不成立应当区别于决议无效和决议可撤销。将程序上存在重大瑕疵以致决议不成立的情形以决议可撤销的方式救济,不利于中小股东的权益保护,因而有必要对其单独设立法律救济方式。

【域外法制】本栏目收录了四篇论文。

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确了股票发行注册制改革的方向。在实施注册制改革时,如何界定包括承销商在内的中介机构的职责成为各界关心的问题。赵英杰、杨卓的《美国证券发行承销商法律责任研究》一文,借鉴美国注册制下有关承销商法律责任的监管经验,以承销商职责和如何判断承销商是否尽职为视角,通过比较分析美国注册制和中国现行IPO制度对承销商(保荐人)职责的规定,提出了我国注册制下承销商法律责任完善的若干建议。

自美国《1933年证券法》正式确立私募发行制度以来,美国证券交易委员会和各级法院通过规则制定和解释逐步确立起的禁止公开劝诱原则,迄今已有八十多年的历史。时至今日,禁止公开劝诱已经成为各国私募发行制度的共同原则。为了缓解创业融资的困境,美国国会于2012年通过的《JOBS法案》部分地取消了私募发行中的公开劝诱禁令,同时要求证券发行人根据SEC所制定的规则和方法采取合理步骤核实购买人的获许投资者身份。毛海栋在《美国私募发行中公开劝诱禁令的取消及其启示》中认为,公开劝诱禁令的取消是私募发行制度自创立以来最为重大的变革,其对于促进企业融资具有明显的效果,但同时也带来投资者保护和证券欺诈的担忧以及证券发行的公私分界的理论争议。我国私募发行中的公开劝诱禁令同样面临着与美国类似的问题,通过对美国公开劝诱禁令取消的立法与实践的考察可为我国公

开劝诱禁令的取舍提供经验借鉴。

黄宇宏和王溪月翻译的《〈S-K规则〉信息披露规则评估报告(下)》一文,首先为我们呈现了整个信息披露体系和S-K规则的立法渊源,以及美国证券交易委员会之前对信息披露制度的评估和更新概况。评估报告具体评估了S-K规则、产业指导以及其他相关规则下的信息披露制度,并总结评论者对《创业企业融资法案》第108节的反馈。最后,评估报告总结了评估人员的建议并为下一步作考量,包括经济原则的概述以及依据评估人员对于披露要求的审议而得出的初步结论。

资本市场融合一直是欧盟的追求目标,但由于国家法律所形成的壁垒,欧盟统一资本市场的法制发展一直缺乏体系化。为此,欧盟委员会于2015年9月30日通过了《建立资本市场联盟的行动计划》,邱润根对此文进行了翻译。本计划通过在为欧洲企业和中小型企业提供更多的资金选择,确保为欧洲基础设施的长期、可持续的投融资提供适当的监管环境,为散户投资者和机构投资者增加投资机会和选择机会,提高银行的放贷能力等领域。一系列体系化的法律制定和修订,为更多来自欧盟和世界其他地区的投资解锁,更好地连接整个欧盟范围的金融和投资项目,使欧盟金融系统更加稳定,深化欧盟金融一体化和提高欧盟资本市场的竞争力,最终建立一个运作良好、涵盖欧盟所有成员国的单一资本市场。

编者

二〇一五年十二月