

2017年证券市场法治述评

姜沅伯* 邹露**

摘要:2017年,证券市场法治建设成就显著。证券市场立法有序推进,夯实和完善监管制度基础;稽查执法持续保持“高压”,证券市场违法行为得到了有力遏制,市场生态逐步改善;交易所一线监管全面强化,自律管理效能不断提升;公司法规定的解释(四)和加强金融工作审判司法政策出台、投服中心支持诉讼“试水”,证券司法取得突破性进展。此外,各界也围绕证券市场和监管重大法律问题开展了法制研讨。

关键词:证券法 行政监管 自律管理 司法审判 法制研究

2017年,在“依法、从严、全面”监管背景下,中国资本市场发展“稳中有进”,市场秩序明显好转,市场生态持续优化。第五次全国金融工作会议提出了服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三大任务,党的十九大也对金融工作提出了新的要求。总体来看,2017年证券市场立法有序推进,监

* 法学博士,上海证券交易所法律部员工。

** 法学硕士,上海证券交易所法律部员工。

管执法取得明显进展,证券司法取得局部性突破,法治研究更为扎实、向“实”,证券市场法治建设取得了积极进展。与此同时,证券市场改革发展稳定任务依然艰巨,证券市场法治建设一直在路上。

一、推进立法奠定市场根基

(一)《民法总则》颁布

2017年3月15日,十二届全国人大五次会议表决通过《中华人民共和国民法总则》(以下简称《民法总则》),全文包括“附则”共计11章,206个条文,自2017年10月1日起施行。作为民法典的开篇之作,《民法总则》不仅在结构和内容上具有纲举目张的作用,在地位上亦具有划时代的意义。同时,《民法总则》的基本制度进一步夯实了证券市场的发展基础,例如:(1)“公平”“诚信”等民事基本原则将贯穿指导证券市场,“特别法优于一般法”的法律适用原则对交易结果恒定等商事特别原则优先适用性进一步确认,乌龙指等错误交易的撤销受到严格限制。(2)按照当前《民法总则》的法人分类标准,目前我国证券交易所属于非营利法人,但这并不意味着交易所仅能采取这一种法人形式,《民法总则》也并未限制交易所形式选择,具体采用何种将取决于我国经济发展需要。(3)《民法总则》从民事基本法的角度确立了自然人的个人信息受保护的标准。由此,奠定了投资者个人信息受保护的基调。这一基调亦对证券交易所、登记结算公司、证券公司等主体对投资者信息的管理、保密以及加工使用,提出了更高的要求。(4)《民法总则》将股权作为一项独立的财产权利予以规定,肯定了股权所包含的丰富权能,奠定了投资者股权保护的基础。(5)为证券交易行情信息保护预留了空间,虽然行情信息因缺乏“智慧”属性而难以被纳入知识产权的保护范围,但是《民法总则》规定“如法律对数据保护有规定的,依照其规定”,为今后《证券法》规定交易行情信息的保护提供了空间。(6)《民法总则》规定违反法律法规强制性规定的民事行为无效,为证券市场涉及的公司章程反收购条款提供了参考标准。(7)民事诉讼时效由两年延长至三年,对内幕交易、操纵市场等证券侵权行为,投资者可以获

得更长的诉讼时效保护。

(二)《证券法(修订草案)》“二读”

2017年4月26日,全国人大常委会第二十七次会议第二次审议了《证券法(修订草案)》。本次审议内容主要围绕、加强监管、规范上市公司收购、强化信息披露、投资者保护、证券交易规制、多层次资本市场等七方面,较好地回应了市场关切,有针对性地解决“不成熟的交易者、不完备的交易制度、不完善的市场体系、不适应的监管制度”等问题。与此前主要围绕注册制设计的一读稿不同,股市异常波动后审议的修订草案,更为关注证券交易制度完善、系统性风险防范、投资者权益保护,除用一个条文与全国人大常委会2015年12月作出的《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定的决定》相衔接外,其他证券发行制度未做修改。全国人大常委会于2018年2月23日作出关于注册制改革的国务院授权期限延长至2020年2月29日的决定。目前来看,《证券法(修订草案)》中除关于注册制的证券发行制度还需要与改革进程相衔接外,其他的证券交易、上市公司监管、交易所一线监管、证券公司监管等相关制度,可以根据近年来市场监管实践和未来发展趋势,在进一步论证完善后,尽快提交全国人大常委会审议,2018年《证券法》修改值得期待。

二、完善制度夯实监管基础

2017年是证券市场的监管年。证监会按照“依法、从严、全面”监管思路,紧密围绕“服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革”三大任务,加快推进各项基础制度建设,市场秩序明显好转,市场生态明显改善,证券市场健康发展基础不断夯实。

(一)发布再融资规则,引导市场服务实体经济

2017年2月,中国证监会修订《上市公司非公开发行股票实施细则》(以下简称《实施细则》),并发布了《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。本次修订明确了非公开发行的定价基准日、拟发行股份数量比例限制、本次募集董事会决议日与前次

募集资金的时间差限制以及发行人的资产要求。该次修订旨在引导资金流向实体经济需要的地方,避免资金脱实向虚,堵疏结合,防止监管套利漏洞。同时,《实施细则》实行新老划断,已经受理的再融资申请不受影响,以给市场预留一定时间消化吸收,防止该细则对市场造成过大的冲击。再融资新规就过度融资、定价套利、品种结构失衡等三个问题对症下药,可以说是对2006年以来再融资制度缺陷的“矫正”,力求防范资金“脱实向虚”,挤出资产泡沫,防范监管套利。

(二) 明晰发行监管权责,把权力关进笼子里

IPO是资本市场的入口,是发挥市场融资功能、服务实体经济的关键,是资本市场的活水之源。发审制度则是源头活水的“守护神”,因此需要严把发行质量关,从源头上提高上市公司质量。2017年7月,证监会修订并发布了《发行审核委员会办法》,从增加保护投资者合法权益宗旨、强化发审委选聘工作、对发行审核工作进行监察、完善发审委委员股票买卖制度、合并主板发审委和创业板发审委、增加委员数量、减少委员任期、完善委员任职条件、强化委员推荐单位责任以及增加对违法违规委员公开谴责等十方面完善现行发审委制度。同时,证监会修订并发布了《发行审核工作预约接待办法》《关于加强发行审核工作人员履职回避管理的规定(2017年修订)》《关于加强发审委委员履职回避管理的规定(2017年修订)》,对于发行审核工作的预约接待、履职回避作出进一步规范。这些机制的构建和完善以问题为导向,查隐患、堵漏洞、补短板,力求把权力关进制度的笼子,强化规范对发行审核权力运行的约束。

(三) 强化交易所一线监管,健全协同监管体制

证券交易所作为证券市场的组织者、运营者以及法定的自律监管者,处于资本市场监管体系的第一线,对于证券市场的监管具有独特的优势和不可替代的作用。为充分发挥证券交易所一线监管优势,证监会于2017年11月17日修订并发布了《证券交易所管理办法》。除完善证券交易所内部治理结构之外,还突出强调了证券交易所一线监管的主体地位以及其自律管理的属性:明确证券交易所可以通过现场和非现场检查等方式对证券上市交易公司及相关主体进行自律管理,对违反上市协议的主体可以采取惩罚性违约金等自律监管措施,为证券

交易所全面发挥一线监管职能奠定制度基础。同时,推动建立“以监管会员为中心”的交易行为监管模式,通过交易所管好会员,会员管好客户的模式,提升市场监管效率。发挥证券交易所对证券资本市场的“前哨”和“先锋”作用,形成协同监管的合力,把市场监管的法网织得更加牢固。

强化交易所一线监管,是深刻认识我国市场国情、市情的合理选择,与我国资本市场还处于“新兴加转轨”阶段相适应。交易所以自律管理的优势,承担对上市公司、会员、证券交易的一线监管职责,也是境外大多数交易所的通行做法。

(四) 加强行业合规管理,全面强化规范运行

证券期货公司是资本市场发展的主体。为充分发挥其主体作用,督促其归位尽责,证监会通过完善分类监管制度、合规管理体系,制定期货风险监管指标,对证券期货公司的经营行为进行管理和规范。2017年7月,证监会修订并发布《证券公司分类监管规定》,对“风险管理能力、持续合规情况、市场竞争力指标”等相关评价指标进行修改,首次将“全面风险管理”纳入评价指标,以评价证券公司流动性风险、市场风险、信用风险、声誉风险的管理能力。同时,该规定将“自律组织采取书面自律监管措施”作为扣分项,进一步督促证券公司遵守法律、行政法规和业自律规则。分类结果是出于审慎监管的考虑,以证券公司风险管理能力为基础,结合公司市场竞争力和合规管理水平,对证券公司进行综合性评价,以体现证券公司合规管理和风险控制的整体状况。该分类结果也仅为监管机构监管使用,而不得用于广告、宣传、营销等商业目的。同时,证监会制定发布了《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》《期货公司风险监管指标管理办法》,以对证券、基金、期货等市场经营主体进行规范与监管,要求各市场经营主体构建有效合规风控体系、做大做优投行主业、稳妥化解存量业务风险、加大投资者权益保护力度、促进行业持续健康稳定发展。

(五) 制定减持新规,规范有序减持

上市公司股份减持制度是资本市场重要的基础性制度,对于规范交易秩序、稳定上市公司治理、维护二级市场稳定、保护投资者特别是中小投资者合法权益具有十分重要的作用。2017年5月26日,证监会

修订并发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(以下简称“减持新规”)。沪深交易所随后也发布了各自的实施细则。本次修订内容主要包括适用范围、大宗交易“过桥减持”行为、非公开发行股份解禁后的减持行为、减持信息披露制度、协议转让规则、减持中一致行动人的合并计算以及相关法律责任等七方面,对上市公司有关股东、董事“清仓式”减持、“断崖式”减持、“忽悠式”减持、“过桥式”减持等无序违规减持行为进行监管。同时,减持新规及其相关细则在保持现行持股锁定期、减持数量比例等相关制度不变的基础上,针对突出问题,有的放矢,有效地规范了股东的减持行为,避免集中、大幅、无序的减持行为扰乱二级市场秩序和冲击投资者信心。减持新规实施以来,减持行为得到有效规制,实际效果明显。

(六) 强化重组信息披露,直击重组乱象

并购重组是提高上市公司质量、推动产业转型升级的重要方式。近年来,上市公司并购重组制度在推动上市公司做大做强方面效应明显,但也出现了“忽悠式”“跟风式”重组等乱象,证监会2016年修改了《上市公司重大资产重组管理办法》。2017年,为提高并购重组效率,打击“忽悠式”“跟风式”重组,中国证监会于2017年9月21日修订并发布了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组(2017年修订)》(以下简称“26号准则”)。本次修订主要包括四方面内容:通过简化重组预案披露内容、减少停牌期间工作量、缩短停牌时间以提高并购重组效率;通过要求控股股东等主体披露重组过程中的减持计划以限制、打击“忽悠式”“跟风式”重组;通过细化对合伙企业等交易对方的穿透披露标准以提高交易透明度;通过调整配合《上市公司重大资产重组管理办法》的修改内容,规范重组上市信息的披露。同时该办法新增要求披露上市公司已披露的媒体说明会、对证券交易所问询函的回复中有关本次交易的信息、募集配套资金披露内容以及交易所对并购重组监管权的内容。总之,本次修订从多个角度着手,力求在提高并购重组服务实体经济能力的同时,严厉打击虚假重组、规避监管等行为,以切实保护投资者合法权益。26号准则的修改,既是重大资产重组严监管的延续,也是资本市场信息披露“穿透式监管”的进一步推进。

(七) 资管新规征求意见,推进功能监管

一直以来,受分业监管与机构监管思维模式的影响,证券、银行和保险分别为不同法律所规定,并受不同监管机构监管。分业监管模式导致了名称各异但实质相同的金融产品无法受到同等监管,金融产品的法律适用逻辑模糊和混乱,资管业务监管就是典型。为了改变这一困境,2017年11月17日,人民银行会同银监会、证监会、保监会、外汇局等部门发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》,首次以联合部门规章的形式对资管业务进行统一监管,针对资管业务存在的多层嵌套、杠杆不清、监管套利、刚性兑付等问题,按照资管产品的类型制定统一的监管标准,对同类资管业务做出一致性规定,旨在回归资产管理本质、最大限度地消除监管套利空间。同时,明确资管业务的定义及范围,将银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构等金融机构对投资者财产进行投资和管理的金融服务全部纳入资管业务范围,由此开启大资管时代的统一监管,为纷繁的资管市场注入一剂监管良药。从证券法的角度看,资管新规涉及资管产品与证券、公募与私募等不同法律关系,背后更涉及证券法上中小投资者倾斜性保护制度能否适用、监管规则统一与监管体制是否需要调整等深层次问题。

(八) 规范区域性股权市场,夯实多层次市场基础

多层次资本市场对于满足资金供求各方的多层次要求、优化准入机制和退市机制、防范化解金融风险具有重要作用。当前,我国的区域性股权市场主要由各地政府主导,存在市场定位不明确、分布不合理、缺乏统一规则且结构层次单一等特点。因此,为落实国务院办公厅《关于规范发展区域性股权市场的通知》(国办发〔2017〕11号)中统一区域性股权市场业务及监管规则的要求,完善多层次资本市场体系,证监会于2017年5月3日发布《区域性股权市场监督管理试行办法》。该办法指出,区域性股权市场的基本功能和定位是作为其所在省级行政区域内中小企业证券非公开发行、转让及相关活动提供设施与服务的场所。同时,其划定了中央与地方在区域性股权市场监管方面的职责边界,即区域性股权市场由省级政府审批,并指定地方金融监管部门承担日常监管,由地方金融监管部门和证监会派出机构备案,行业协会对其进行自律管理。此外,该办法亦明确了运营机构的业务范围及义

务责任,强调区域性股权市场不得跨区域经营,筑牢监管底线,填补监管空白,防范监管套利,促进区域性股权市场健康稳定发展。可以说,区域性股权市场迎来了真正具有指导意义的框架性监管文件。区域性股权市场是多层次资本市场的“塔基”,《区域性股权市场监督管理试行办法》无疑为区域股权市场的健康发展提供了制度基础,但也可能会面临着制度制定与执行分离、各地向下监管竞争等问题。也有观点指出,《区域性股权市场监督管理试行办法》是否存在部门垄断、条块分割等限制竞争问题,尚需评估。

(九) 立足国情市情,加强投资者保护

从投资者结构来看,我国是散户市场,个人投资者超过1亿户,占总户数的比重高达99%,交易额占比超过85%,市场羊群效应明显,散户容易跟风炒作。因此,保护好投资者尤其是中小投资者的合法权益,是资本市场监管工作人民性的具体体现,也是服务实体经济的应有之义。自2014年“新国九条”颁布以来,投资者保护已经作为一项精神贯穿于各大规则中。2017年,证监会发布《证券期货投资者适当性管理办法》《上市公司股东大会网络投票实施细则》《资本市场主体全面实施新审计报告相关准则有关事项的公告》等多部与投资者保护具有直接相关性的规则,从投资者适当性规范、股东投票制度以及审计报告原则等方面对投资者权益进行保护。尤其是《证券期货投资者适当性管理办法》,堪称统领资本市场投资者适当性制度的“母法”,标注了近年来资本市场加强顶层设计、夯实投资者保护制度的新高度。《证券期货投资者适当性管理办法》的颁布,为投资者适当性管理提供了统一标尺,压缩了监管套利的空间,实现了证券经营机构业务经营规则与投资者保护规则的统一。当然,也有观点指出,《证券期货投资者适当性管理办法》规定了较多行政处罚措施,但对投资者民事救济有限,投资者保护力度依然有待加强。

(十) 规范各类融资,全方位强化市场监管

2017年,证监会发布《关于避险策略基金的指导意见》《私募投资基金管理暂行条例(征求意见稿)》《关于证券投资基金估值业务的指导意见》《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则(试行)》,对基金

(包括避险策略基金、私募基金、公募基金)、资管产品、债券(包括绿色债券、双创债券、债券存续风险管理)进行规范。

同时,监管机构和有关部委对新的融资方式予以规范,典型如代币发行融资。人民银行、网信办、工信部、工商总局、银监会、证监会、保监会联合发布《关于防范代币发行融资风险的公告》,明确代币发行融资活动未经批准属于非法公开融资,规定任何组织和个人不得非法从事代币发行融资活动,并从禁止代币融资交易平台、金融集合和非金融支付机构等参与代币发行融资交易业务方面加强对代币发行融资的监管,同时提醒社会公众提高警惕,并督促行业组织发挥自律作用。当前,世界各国亦未对虚拟货币、数字代币进行统一定性,但部分国家如新加坡、瑞士以及美国等市场已经结合本国相关金融法律,对需要监管的数字代币界定了相关要素,认为数字代币在满足证券构成时,应当将其定义为证券,相关发行行为受到证券发行相关法规管理。未来是否仍坚持全面禁止代币发行,还可进一步探讨。

三、“高压”监管改善市场生态

2017年是“依法从严全面监管”年,证券监管机构对违法违规行为“全覆盖、零容忍”,对市场乱象铁腕执法,从严处罚,刮骨疗毒。2017年,证券市场违法行为得到了有力遏制,市场生态逐步改善。证监会稽查部门2017年受理各类违法违规有效线索625件,新启动调查478件,立案调查312起,全年办结立案案件335起,同比增长43%。^[1]除日常稽查执法外,2017年证监会还针对财务造假、炒作次新股、利用高送转等违规交易以及私募领域违法违规组织了四批专项执法行动。^[2]

[1] 中国证监会:《证监会2017年稽查执法工作情况通报》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201801/t20180126_333200.html,2018年3月10日访问。

[2] 中国证监会:《证监会通报2017年专项执法行动工作进展》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201801/t20180126_333197.html,2018年3月10日访问。

证监会全年共作出 109 件行政处罚和 25 件市场禁入决定,派出机构共作出行政处罚 115 件。^[3]

(一) 严查 IPO, 把好市场入口关

IPO 是证券市场的入口环节, IPO 审核工作对证券市场健康运行具有重要的影响。一方面, 证监会 2017 年大力推动 IPO 常态化; 另一方面, 证监会在完善发审委制度的同时, 也强化了对 IPO 项目的严格审核, 加强了对 IPO 相关主体的检查与约束力度。2017 年, 证监会发行审核委员会共审核 466 个 IPO 项目, 审核通过 380 家, 否决 86 家, 146 个 IPO 项目撤回了申请。94 个 IPO 项目未在规定期限内回复反馈意见。证监会通报了被否决项目数量排名前 10 位的保荐机构、超期项目在 3 家以上的保荐机构。^[4]

为了全面强化对 IPO 企业的监管, 自 2016 年第四季度开始, 中国证监会开启了 IPO 企业的常态化现场检查。截至 2017 年年底, 证监会共对 69 家企业进行了现场检查。^[5]

从发现的问题上看, 主要包括四个方面: 一是信息披露问题, 包括披露情况与实际存在差异, 关联方和关联交易披露不完整, 主要客户、供应商信息披露不准确, 未披露对实际控制人关联方资金往来, 销售佣金实际情况与披露信息不符, 招股说明书部分信息披露口径前后不一致; 二是会计处理不规范问题, 包括会计核算不规范、销售收入确认与实际存在不一致、未严格执行会计政策、部分业务会计处理不符合权责发生制、收入确认时点不一致、期间费用跨期确认、会计凭证编制不规范、在建工程转固定资产不及时等; 三是企业公司治理与内控问题, 包括财务人员兼职关联方财务工作、内部控制执行不到位、现金使用不规范、实际控制人代发行人承担部分费用、利用个人银行卡办理

[3] 中国证监会:《2017 年证监会行政处罚情况综述》, 载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171227_329694.html, 2018 年 3 月 10 日访问。

[4] 中国证监会:《证监会发布 2017 年 IPO 保荐机构情况》, 载中国证监会网站, http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201803/t20180309_335015.html, 2018 年 3 月 10 日访问。

[5] 2016 年四季度检查了 12 家, 2017 年上半年检查了 35 家, 2017 年下半年检查了 22 家。数据来源于中国证监会网站, <http://www.csrc.gov.cn>, 2017 年 3 月 10 日访问。

公司业务、资金管理存在重大内控缺陷;四是中介机构未勤勉尽责问题,如对招股说明书披露信息核查不充分、重要事项核查不到位、工作底稿不完善等。现场检查也发现个别企业会计基础、内部控制、信息披露等方面涉嫌违反发行条件。对现场检查中发现的问题,证监会分别予以督促整改、约谈提醒、采取出具警示函等监管措施;对4家涉嫌违反证券法律法规企业移送稽查执法。

从监管方式上看,现场检查是金融危机后各国金融监管机构改进监管的主要方向,是金融监管“长牙齿”的表现。IPO现场检查作为一种监管方式,也在持续深化和完善,如在企业的选择上,除了以往的摇号抽查外,还增加了定向检查。证监会确定2018年上半年,将侧重于信息披露质量抽查抽中的企业、日常审核中发现存在明显问题或较大风险的企业、反馈意见或告知函等回复材料超期未报的企业这三类企业。

从实施效果上看,现场检查向市场有效传导了监管压力。2017年因现场检查撤回发行申请的企业达23家,^[6]对净化IPO市场环境、严把准入关口、支持优质企业发行上市起到了积极作用,有助于促进资本市场健康有序发展,更好服务国家创新驱动战略和供给侧结构性改革,防范资本市场风险,促进经济金融稳定。

(二)持续打击信披违法,维护市场知情权利

信息披露违法案件仍为监管的重中之重。总体来看,2017年证券市场信息披露违法案件呈现出涉案主体多、手法花样多、市场影响大的态势,尤其是财务信息违规披露与误导性陈述依然频发,甚至出现跨境造假案件,多起案件与大股东、实际控制人“掏空上市公司”密切相关。

1. 忽悠式重组:九好集团重大资产重组案

鞍重股份与浙江九好集团筹划通过重大资产置换、发行股份购买资产和发行股份募集配套资金实施重大资产重组。但自2013年至2015年,九好集团通过各种手段虚增服务收入、贸易收入、银行存款、未披露借款及银行存款质押等财务数据,导致鞍重股份披露公告产生

[6] 2017年上半年有13家撤回申请,2017年下半年有22家撤回申请。数据来源:中国证监会网站,<http://www.csrc.gov.cn>,2017年3月10日访问。

虚假记载、重大遗漏。由于该案涉及主体范围较广,不仅包括九好集团的实际控制人及多个一致行动人、董事长、总裁、财务总监和交易相对方鞍重股份,而且包括为其提供中介服务的机构,如独立财务顾问西南证券、法律服务机构天元律师事务所、审计机构利安达会计师事务所、资产评估机构中联资产评估公司。因案件影响恶劣,证监会于2017年4月21日对九好集团责令改正、警告并罚款,并对相关证券服务机构均作出了5倍罚款的顶格处罚,3名主要责任人员也被处以不同期限的市场禁入措施。

2. 持续性造假:昆明机床多年财务舞弊案

昆明机床于2017年3月20日发布公告,宣布公司可能涉嫌财务违规。证监会立即对其立案调查。经过调查发现,昆明机床自2013年至2015年通过跨期确认收入、虚计收入和虚增合同价格三种方式虚增收入,并通过少计提辞退福利和高管薪酬的方式虚增利润。此外,昆明机床2013年至2015年年度报告中披露的存货数据也存在严重的虚假记载。2017年11月,证监会对公司及相关责任人员发出《行政处罚及市场禁入事先告知书》,拟对主要责任人员实施终身和5年市场禁入措施。^[7]这也是国有控股公司连续实施财务造假的典型案件。

3. 恶性披露违规:慧球科技“奇葩公告”案

2014年,顾国平通过指定第三方中信证券持股以及与慧球科技股东及重组方的协商、协议安排,成为慧球科技实际控制人。但慧球科技在其多份临时报告与定期报告中均未如实披露该事项。后来,在鲜言成为实际控制人后,在上交所多次问询的情况下,公司均披露实际控制人未发生变更,与事实不符,为虚假记载。另外,经实际控制人鲜言指使,慧球科技董事会起草了1001项内容空洞、交叉矛盾、逻辑混乱的股东大会议案(如《关于第一大股东每年捐赠上市公司不少于10亿元现金的议案》),在申请信息披露未获通过的情况下,私自通过自行注册网站公开发布。不仅违反了董事会的法定职权,所披露的内容违背法律规定、社会公德,而且披露内容存在虚假记载、误导性陈述及重大遗漏,造成了极为恶劣的影响。2017年5月,证监会对慧球科技及鲜言

[7] 证监会已于2018年2月作出正式的行政处罚与市场禁入决定。

等责任人给予行政处罚。

(三) 聚焦关键少数,落实责任约束

控股股东和实际控制人作为公司的实际决策者,在现行以“三会”为基本框架的公司治理制度体系下并未得到切实有效的制约,他们可能利用自身对上市公司的实际控制地位,实施各种功利化、短视化甚至是违法违规的行为。从实际案例来看,既有指使公司骗取发行核准或违规披露的案件(如海联讯案),也有滥用信息优势操纵市场、内幕交易(山东墨龙案);还有违背对公司的忠实义务、背信损害上市公司利益的案件(如鲜言操纵多伦股份案)。涉案环节包括了发行申报、持续信息披露,也涵盖股份减持、增发、转让等敏感节点从事信息操纵或内幕交易。这些行为严重损害了投资者利益,社会影响十分恶劣。例如,山东墨龙实际控制人张恩荣、张云三父子不仅控制山东墨龙通过虚增暂估收入、少结转销售成本来虚增净利润,且未及时披露2016年6月的重大投资事项。此外,父子二人还在公司重大亏损的内幕信息公开前,利用信息优势和控股地位,在内幕信息发布前抛售公司股票,且超比例减持未及时披露,同时构成了信息披露违规、股份减持违规和内幕交易行为,情节恶劣。2017年9月21日,证监会依法对相关主体处以罚没款,总计约1.2亿元。

行政处罚除了追究控股股东、实际控制人责任外,对其他董监高人员的责任也在强化关注。例如,在文峰股份案中,三名独立董事均提出了异议,认为自己对相关事项做了沟通询问,提出过相关疑义,且由于自身独立董事身份,无从掌握一些内容信息。但证监会对于这些申辩意见并未采纳,而是认为上市公司董事对于信息披露负有法定责任,上述申辩意见并非法定免责理由。

(四) 关注中介机构违法,划清勤勉尽责标准

中介机构是市场的“看门人”,以自己的专业技能和职业操守为市场经济保驾护航。但从近年信息披露违法违规案件看,中介机构勤勉尽责履职情况并不尽如人意。自2016年以来,证监会对28家证券中介机构立案调查,涉及证券公司7家,会计师事务所9家,资产评估机构7家,律师事务所5家。两年共对22家证券中介机构作出行政处

罚,2017 年共有 14 件中介机构处罚案。^{〔8〕} 例如,瑞华会计师事务所在审计年度财务报表时未勤勉尽责,出具虚假记载的文件。爱建证券在担任重大资产重组项目独立财务顾问时,未保持应有的职业谨慎,未审慎核查重组方的银行存款、营业收入和应收账款情况,使重组方虚增了数额巨大的财务数据。在对信永中和会计师事务所的处罚决定书中,证监会明确指出了评判注册会计师工作的标准“是注册会计师是否按照审计准则的规定恰当地计划和执行了审计工作,而非要求注册会计师对审计对象的财务报表提供绝对保证”。另外,证监会于 2017 年启动修订《行政许可实施程序规定》,细化完善稽查执法与行政许可挂钩机制,以此强化中介机构责任。

继 2016 年对律师事务所开展并购重组法律业务专项检查后,2017 年证监会开展了律师事务所 IPO 业务的专项检查行动。经过检查,发现部分律师事务所存在内部管理制度不当或缺失,“轻过程、重结果”,不能依法合规核查验证等问题。检查机构对 8 家律师事务所、10 名律师采取了警示函监管措施,对 3 名律师采取监管谈话监管措施,对 1 家律师事务所采取责令改正监管措施,并记入资本市场诚信数据库。^{〔9〕}

随着并购重组热潮高涨,在对会计师事务所、律师事务所违法进行严厉处罚的同时,证监会也对资产评估机构的虚高估值行为进行了查处。例如,为九好集团与鞍重股份重组项目进行资产评估的中联资产评估集团公司,于 2013 年至 2015 年通过各种手段虚增服务收入 2.6 亿元,虚增贸易收入 57 万余元,虚构银行存款 3 亿元、未披露 3 亿元借款及银行存款质押,成为该“忽悠式重组”案的直接参与者,证监会对其施以“没一罚五”的顶格处罚。监管机构对中联资产评估的处罚,进一步凸显了评估机构的独立性难题,在加强处罚监管的同时,也应探索建立评估报告使用者责任制度。

〔8〕 中国证监会:《证监会通报近年来查处证券中介机构违法违规情况》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171222_329330.html,2018 年 2 月 28 日访问。

〔9〕 中国证监会:《证监会通报 2017 年度律师事务所从事 IPO 证券法律业务专项检查处理情况》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201710/t20171013_325285.html,2018 年 2 月 28 日访问。

中介机构监管的一个重要问题是各中介机构的责任划分。2016年发生的欣泰电气退市案就是典型。实践中,监管机构对各中介结构处罚理由均是“未勤勉尽责”,中介机构也存在职责交叉、法律文书相互引用、相互担保的问题,有关“注意义务”标准并不明确,责任边界模糊。中介机构责任边界如何划分,是行政处罚和民事责任的前提和基础。有观点提出,中介机构的制止源起于市场的自发行为,其职责范围应当以专业为中心进行判定,并考虑专业意见的局限性和责任范围的有限性,以及交叉引用下的责任主次关系。^[10]

(五) 实施“看穿式”处罚,坚持实质重于形式

“看穿式”监管是我国资本市场对全球证券监管的一大贡献,也在证监会的信息披露行政处罚中得以体现。证监会按照“实质重于形式”的原则,严厉查处了文峰股份隐瞒股权代持情况、游久游戏大股东未披露一致行动关系等案件。

1. 文峰股份隐瞒股权代持案

文峰集团于2014年12月签署协议,将其持有的文峰股份股票转让给陆永敏,但该转让实际是陆永敏代文峰集团持有(以下简称股份代持),且陆永敏受让股权出资实际是以借款名义分两次从文峰集团全资子公司江苏文峰取得。另有转让款及过户费和手续费系陆永敏代垫,并于2015年1月通过文峰集团财务总监账户划还给陆永敏。文峰股份在其临时报告、年度报告、中期报告、权益变动报告书中均未披露该重大股份代持信息。2017年1月,证监会对文峰股份与文峰集团责令改正、警告和罚款,对公司董事、监事和其他高管人员也一并做了处罚。

2. 游久游戏大股东未披露一致行动关系

游久游戏前身上海爱使股份公司通过发行股份及支付现金方式,购买刘亮、代琳、大连卓皓贸易公司持有的游久时代公司100%股权,刘亮与代琳分别成为公司第二大股东和第三大股东。2015年1月,双方登记结婚,形成一致行动人关系,合计持有公司股份比例达

[10] 郭雳、李逸斯:《IPO中各中介机构的职责分配探析——从欣泰电气案议起》,载《证券法苑》(2017年总第23卷),法律出版社2017年版。

19.59%，有表决权股份占公司总股本的15.99%。但直至上交所于2016年1月问询后，游久游戏才首次对外公开披露上述事项。2017年4月，中国证监会对此作出行政处罚，认定刘亮、代琳构成一致行动关系且未依法披露。

(六) 严打禁止的交易行为，维护公平交易秩序

1. 内幕交易案：传递型内幕交易是重点

内幕交易案件依然多发。在执法高压态势下，内幕交易案件形态有所变化，更多地通过由内幕信息知情人泄露信息、他人实施交易的方式进行。这种“传递型”内幕交易的信息传播范围广、速度快，发现难度大。证监会更加注重利用科技手段，运用大数据筛查违法线索，重点打击传递型内幕交易行为。例如，证监会查处的刘晓忠、吴福利内幕交易唐山港股票案，即是在筹划并购重组过程中形成内幕信息，知情人泄露信息，由他人实施交易。

证监会进一步利用环境证据，对内幕交易案件进行认定。在内幕信息范围认定方面，证监会在广州穗富投资案中指出，未公开事项的重大变更具有未公开性和价格敏感性，构成内幕信息。在内幕交易行为认定方面，证监会在吉林信托内幕交易吉林森工案中对内幕信息形成后涉案主体的联络接触时间、信托计划设立时间、涉案账户开立时间、资金到账时间以及涉案账户交易时间与内幕信息的形成、公开时间做了细致比对，从而认定了其交易行为的异常性；在万玉珍、万明内幕交易案中，结合当事人的专业背景、投资经验、时间吻合度、交易背离程度和利益关联程度等情况来判断交易异常性。另外，在山东墨龙案中，针对张恩荣、张云三父子提出的“获得资金是为了给山东墨龙解决资金危机，不是利用内幕信息进行内幕交易”的辩解，证监会明确“交易目的不影响对内幕交易行为的认定”。

此外，恒康医疗内幕交易案是证监会在查办蝶彩资产、谢风华、阙文彬操纵“恒康医疗”案过程中发现的“案中案”，证监会抓住相关线索，进一步深入调查，最终认定了内幕交易行为，并依法予以严惩。

2. 操纵市场案：综合证据认定操纵

2017年，证监会立案调查38起市场操纵案件，专门针对恶性操纵

市场行为集中部署了专项执法行动,对16件操纵股价案作出处罚。^[11]2017年操纵市场处罚有如下三个特征:一是操纵手段“创新”。除连续虚假申报、拉抬打压股价、大额封涨停外,也出现了信息操纵行为、利用融券业务操纵行为。二是市场范围扩大。除了传统的交易所主板市场操纵外,证监会还对较有影响的新三板股价操纵案件做了调查处罚(易所试案)。三是认定难度加大。涉案账户控制关系日益复杂、跨境跨市场操纵行为开始出现,甚至发生上市公司与外部机构(如私募基金等)内外勾结、联手操纵,如文峰股份与徐翔合谋操纵、蝶彩资产与谢风华合谋以市值管理名义实施操纵市场行为。这些情形都增加了监管机构查处难度。

2017年,监管机构在操纵市场行为认定方面的监管逻辑进一步明晰。在操纵主体认定方面,证监会通过案件的主客观证据综合判定账户控制关系,如利用账户开户信息、交易终端、下单地址、资金来源等事项与当事人的关联、拟认定账户与当事人控制账户之间交易的趋同性等。在唐汉博跨境操纵案中,证监会即根据交易股票品种相似,下单电脑、下单地址、网银转账地址高度重合,账户之间的资金关联度高,账户下单地点与当事人迁徙痕迹一致等证据,综合认定唐汉博控制了相关证券账户。在主观故意认定方面,证监会通过分析当事人的动机、行为、事后状态等事项来综合判定当事人是否具有操纵的故意。在蝶彩资产、阙文彬操纵“恒康医疗”案中,双方签订协议确定了双方在不低于20元/股减持“恒康医疗”的合作关系,蝶彩资产收费按照减持成交金额的12.5%计提,存在利用“市值管理”拉抬股价并减持获利的共同动机。证监会最终结合其他证据,认定当事人具有操纵故意。

(七) 深化跨境监管合作,严打跨境违法违规行为

随着我国资本市场对外开放的深入发展,证券市场的跨境违法行为愈加多见,因而证券监管的跨境合作也愈显必要。雅百特财务造假案引起了市场广泛关注。该公司通过虚构海外工程项目和国内外建材

[11] 中国证监会:《证监会新闻发言人高莉就防范市场风险、严厉打击操纵市场、维护市场秩序答记者问》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201801/t20180126_333286.html,2018年2月28日访问。

贸易的方式虚增业务收入,实施财务数据造假。为此,中国证监会经跨境执法合作程序,向美国、巴基斯坦和中国香港地区等境外监管机构发出执法协助请求,获得了相关的证据,最终查明了雅百特公司跨境财务造假行为,并对矛盾自持及其直接负责人员做了顶格处罚。在唐汉博等人香港跨境操纵股价案,中国证监会根据有关法律文件规定和执法工作需要,商请香港证监会移交与本案有关的证据,为该案侦破打下了坚实基础。2017年,中国证监会与香港证监会依法开展各类跨境执法协作事项达139件。^[12]

四、自律管理效能不断凸显

2017年,上海证券交易所(以下简称“上交所”)、深圳证券交易所(以下简称“深交所”)根据《证券法》关于交易所组织和监督证券交易、实行自律管理的规定,落实一线监管职责,着力完善上市公司、会员、市场监察“三位一体”的一线监管工作机制,自律管理效能不断提升。此外,证券业协会、基金业协会作为证券行业自律性组织,在制定行业规范、约束行业内部机构与人员行为、维护会员与从业人员权益方面发挥着重要功能。2017年,证券业协会与基金业协会对违规交易股票、协助操纵市场、超出执业范围、违规操作客户账户、执业未勤勉尽责等行为实施了惩戒,对证券及基金行业的机构与从业人员起到了良好的约束和警示效果。

(一)持续深化上市公司信披监管

交易所进一步建立健全信息披露监管制度,规范信息披露监管方式,上市公司监管力度和深度得到持续加强。

一是信息披露监管规则不断健全。如上交所制定了上市公司可转债发行实施细则,优化可转债发行流程,解决过程中较大规模资金冻结

[12] 中国证监会:《中国证监会和香港证监会举行第五次两地执法合作工作会议暨典型案例研讨》,载中国证监会网站,http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201712/t20171215_328940.html,2018年3月9日访问。

的问题;起草修订权益变动信息披露指引,完善大额持股变动信息披露制度;修订委托理财公告格式指引,引导上市公司将资金更多地投入公司主营业务;修订业绩预告和业绩快报系列公告5项格式指引,突出强调业绩变动信息披露的准确性和针对性,明确要求披露非经常性损益的影响。深交所持续完善“以投资者需求为导向”的上市公司信息披露监管体系,持续推进差异化监管,逐步建立适应不同板块层次特点的上市公司信息披露规则,完善行业监管要求,新制定LED、医疗器械、土木工程建筑、快递、零售等5个行业信息披露指引;优化分类监管,从年报交叉双重审核、承诺事项履行等维度构建高风险公司立体化监管体系。

二是“刨根问底”式事中监管逐步强化。沪深两家交易所通过强化监管问询,凸显事中监管力度,及时纠正上市公司、控股股东、实际控制人行为,以避免和减少违法违规行为发生。严厉打击高杠杆收购增持、“隐匿式”易主和“忽悠式”股权转让等市场乱象,有效遏制了热点概念股炒作。以监管问询为手段,并通过提请各地证监局关注与协助调查的方式,严格督促和规范上市公司年末突击利润调节行为,努力提升财务会计信息披露质量。

三是自律惩戒功能充分发挥。2017年,上交所在上市公司监管中共作出公开谴责22份、通报批评59份、监管关注65份,采取口头警示214次和书面警示63次。公开谴责、公开认定不适合担任上市公司董监高职务的实施频次同比增长144%。^[13]深交所共处分上市公司47家次,责任人员439人次;^[14]对上市公司及相关责任人给予公开谴责143次、通报批评343次;累计发出关注函400份,监管函398份。^[15]这些案件的违规类型主要有:(1)严重扰乱市场秩序的恶性违规案,如已被公开谴责、公开认定不适合担任上市公司董监高的慧球科技相关

[13] 上海证券交易所:《上交所2017年纪律处分情况综述》,载上海证券交易所网站,http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20171229_4443732.shtml,2018年3月9日访问。

[14] 深圳证券交易所:《深交所依法从严治市 纪律处分手不软》,载深圳证券交易所网站,<http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39776566.shtml>,2018年3月11日访问。

[15] 深圳证券交易所:《2017年深交所一线监管那些事儿》,载深圳证券交易所网站,<http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39777771.shtml>,2018年3月11日访问。

人员案件,被多次采取纪律处分,仍在业绩预告、年度报告、对外投资和重大资产重组等方面信息披露与内部控制屡次违规的银基烯碳案件。(2)故意隐瞒权益变动案,如莫高股份、昌九生化相关股东故意隐瞒一致行动关系、违规举牌上市公司,中毅达原实际控制人何晓阳故意隐瞒控制权转让事项的“隐匿式易主”。(3)财务信息披露违规,如大智慧通过提前确认收入,延后确认年终奖少计当期成本费用等方式,虚增收入和利润;九好集团通过虚增服务费和贸易收入、银行存款等实施财务信息造假。(4)重大资产重组及停复牌违规,如鹏起科技在重组标的尚无军品生产经营条件的情况下启动重大资产重组并办理股票停牌,决策不审慎,导致公司股票长期停牌达5个多月后终止重组。(5)股东及董监高违规买卖股份,如山东金泰相关股东因3个月减持超过1%,维维股份4名股东因通过大宗交易受让大股东减持股份后6个月内即卖出。(6)公司重大事项披露违规,如海正药业业绩预告存在重大差错、未及时披露重大合同,安泰集团日常关联交易超出预计、政府补助及诉讼未及时披露;登云股份未按规定披露关联关系及关联交易,且违规对外借款。

(二)全面强化异常交易行为监管

2017年以来,交易所以《证券法》第115条规定的实时监控职责为基础,以《证券法》规定的“限制账户交易”为主要手段,完善证券交易一线监管制度,不断健全违法违规线索发现上报机制,突出和强化证券异常交易行为监管,强化“实质性”事中监管,改善交易生态环境。针对涉嫌操纵的严重异常交易行为,提前采取警示、督促证券公司协查等监管干预措施。全年上交所共对异常交易行为采取书面警示措施4039次,采取盘中暂停账户交易措施793次。^[16]深交所全年累计采取2282次自律监管措施。^[17]

2017年,根据证监会的统一部署,沪深两所不断落实“以监管会员

[16] 上海证券交易所:《上交所2017年纪律处分情况综述》,载上海证券交易所网站,http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20171229_4443732.shtml,2018年3月9日访问。

[17] 深圳证券交易所:《2017年深交所一线监管那些事儿》,载深圳证券交易所网站,<http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39777771.shtml>,2018年3月11日访问。

为中心”的交易行为监管模式,强化会员对客户交易行为管理的责任,建立事前风险提醒、事中警示、事后惩戒的递进式自律监管体系。上交所、深交所联合地方证监局完成对9家异常交易频发会员的专项现场检查,并提出整改要求,督促会员承担起管理客户交易行为的责任。2017年,上交所对会员实施口头警示1次,监管工作措施184次。深交所全年对13家会员采取警示、约见谈话等监管措施14次。^[18]交易所会员监管的转型,目的是要求会员切实履行好证券交易的客户管理责任,打破以往交易“通道”的惯例和预期,切实履行好证券经纪中的义务和责任。

(三) 扎实推进债券违约风险监管

防范和化解债券市场违约风险是2017年沪深两所债券市场监管的重点。两个交易所发布实施《公司债券存续期信用风险管理指引》,落实以受托管理人为核心的中介机构风险管理常态化制度;完善《债券市场投资者适当性管理办法》,对评级低于AAA级的债券,要求仅限合格机构投资者认购及交易。充分运用监管措施与纪律处分,加大债券监管惩戒力度,增强对债券市场参与者的约束。2017年,上交所在债券监管方面作出公开谴责2次、通报批评6次、书面警示42次,^[19]深交所共采取177项监管措施和纪律处分,包括通报批评21例、公开谴责3例,并推动圣达威私募债券欺诈发行案件刑事终审判决落地。^[20]典型案例如五洋集团违规处分案,五洋建设集团迟迟不披露年度报告,且对于被列入全国法院失信被执行人名单以及在债券存续期内发生审计机构变更的事项也未作临时披露,被上交所和深交所通报批评。尔后,因公司屡次发生拒不配合受托管理人按规定开展信用风险管理工作、未立即制定并启动实施债券信用风险化解和处置预案等未履行债券信用风险管理义务的违规行为,并一直不履行信息披露义务,2017年9月和10月,公司主要责任人员受到上交所和深交所公开谴责的处分。

[18] 同上注。

[19] 根据上海证券交易所网站公开数据整理而成。

[20] 深圳证券交易所:《深交所耕耘债市谱写芳华》,载深圳证券交易所网站, <http://www.szse.cn/main/aboutus/bsyw/39777801.shtml>, 2018年3月11日访问。

(四) 不断创新证券法治宣传

交易所围绕一线监管,不断创新证券法治宣传方式,通过现场培训、网络课堂、自媒体平台等多种形式,组织开展了系列培训活动,培训对象覆盖上市公司、投资者、会员单位等市场主体,取得了良好的效果。上交所搭建国内资本市场首家以自媒体方式运行的共享平台“百川众学”,发布多篇投教作品,持续举办“做理性的投资人”“我是股东”等系列活动,举办“上交所微课”,为投资者传递监管理念、解读监管政策。组织开展监管和风控合规、董秘及独董资格、新业务新产品三大类培训。深交所与港交所联合开展了多场“走进券商营业部”“走进港股通上市公司”等深港通专项投教活动;“互动易”平台上线“公司访谈”功能;持续开展“走进上市公司”“走进券商营业部”“走进交易所”三大投教主题活动。此外,两个交易所持续加大投教产品制作创新力度,不断丰富投教产品形式内容,真正拓展法治宣传教育的影响力,增强市场参与者的法治意识和法治观念。

五、证券司法取得局部突破性进展

(一) 公司法司法解释:解决公司治理与权利纠纷难题

近年来,随着公司数量的快速增长,公司治理和股东权利纠纷在公司纠纷案件中占比较高,部分公司的决议效力纠纷甚至成为舆论焦点和热点。对此,2017年8月25日,最高人民法院发布了《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释(四)》(以下简称《司法解释四》),对决议效力、股东知情权、利润分配权、优先购买权以及股东代表诉讼等五方面问题加以明确。《司法解释四》针对法院司法中遇到的疑难复杂问题进行统一解答,为提高司法适用水平、规范公司治理、加强股权保护提供了有力司法保障。这对于深入推进供给侧改革、促进上市公司规范运营以及保护投资者合法权益具有重要作用。

(二) 金融审判指导意见:司法深度支持金融工作使命

金融审判是人民法院司法审判工作的重要组成部分,是人民法院服务和保障金融稳定发展的重要途径。第五次全国金融工作会议召开

后,最高人民法院围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务,制定出台了《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》,以加强金融审判工作。该意见要求各级法院“遵循金融规律,依法审理金融案件”,明确了对于能够实际降低交易成本、实现普惠金融、合法合规的金融交易模式依法予以保护。对以金融创新为名掩盖金融风险、规避金融监管、进行制度套利的金融违规行为,则明确将以其实际构成的法律关系确定其效力和各方的权利义务。对于以金融创新名义非法吸收公众存款或者集资诈骗的行为,如果构成犯罪,将依法追究刑事责任。这一文件对于各级法院的审判具有重要的指导作用。

(三) 市场操纵裁判:确立操纵认定司法政策

在市场操纵类案件中,账户的实际控制和合谋认定一直是稽查执法和司法审判的难点。在陶某诉中国证监会一案中,北京市第一中级人民法院明确应当结合行为人是否对该账户具有管理、使用或者处分的权益来认定是否实际控制某一账户:即使行为人不是某一账户的名义持有人,但如果其可以通过投资关系、管理协议或者其他安排实际管理、使用或处分该账户,也可以认定其实际控制该账户。同时,法院全面支持了证监会依据交易终端重合比例、交易行为特征等综合认定共同操纵思路以及证监会关于操纵期货交易价格的认定标准。该案作为操纵期货市场处罚第一案,确定了相对清晰明确的执法标准,为期货市场的有序运行划定监管红线,对期货市场发挥风险管理、服务经济功能起到积极作用。

在李某诉中国证监会一案中,北京市高级人民法院亦认可了该观点。同时,该案通过对《证券法》第77条第4项“以其他手段操纵市场”解读,间接明确了操纵市场主观要件的认定逻辑。北京市高院在裁判中认为,操纵市场的本质是当事人凭借市场优势地位或者采用欺诈手法人为干预市场走势或影响市场行情,破坏市场正常的量价形成机制,释放虚假的市场信号,通常具有诱使其他投资者跟风交易并从中牟利的主观恶意。由于合法的证券期货大宗交易亦有可能对市场价格产生影响,因此,应当对整个交易行为进行综合分析,以判断交易者是否明显存在背离正常市场交易规律而人为干预甚至制造背离真实供求关系的市场价格的主观意图和客观行为。

(四)内幕交易裁判:刑事侦查结论不影响行政处罚认定

内幕交易是典型的证券违法行为,往往会涉及行政违法与刑事违法的双重认定。因此,明确行政违法与刑事犯罪之间的关系,是司法实践中需要重点关注的问题。在周某诉证监会一案中,周某因从内幕信息知情人处获取内幕信息并进行内幕交易,被行政处罚并被移送公安机关进行侦查。后公安机关侦查以“证据不足”终止侦查,但中国证监会基于其交易行为,仍然认定其构成内幕交易,并作出行政处罚。由此,周某提起行政诉讼。该案中,法院认为,刑事司法程序和行政处罚程序是两个独立的程序,两者在证明标准、法律适用方面均存在区别,因此,公安机关以“证据不足”对行为人作出的终结侦查决定不能成为行政机关作出行政处罚的阻却事由。当然,刑事司法机关获取的证据如经过审查,仍可以作为行政处罚的证据使用。同时,该案对于内幕信息行为人主观知悉状态的认定标准进行了探索:知悉内幕信息的认定是在对交易时点与内幕信息发展时点的吻合度、原告交易行为的合理性等因素进行分析基础上的综合认定,故应当将原告的交易行为作为一个整体的内幕信息发展过程进行分析。

(五)欣泰电气案:争论欺诈发行构成要件

欣泰电气于2014年1月27日在深交所创业板上市。后因其报送的IPO数据存在财务数据造假以及定期报告存在虚假记载和重大遗漏,被证监会认定为欺诈发行和信息披露违法,处以行政处罚,并被采取强制退市措施。对此,欣泰电气提起行政诉讼,一审驳回其诉讼请求,二审法院维持判决。该案审理过程中主要包括三个争议焦点:扣除财务造假部分后符合发行条件是否仍构成欺诈发行、证监会认定财务造假是否需要以第三方机构出具专业意见作为依据以及证监会的处罚是否存在畸轻畸重。对此,二审法院认为:(1)欣泰电气的财务造假行为构成欺诈发行。证券欺诈发行的构成要件主要包括“发行人不符合发行条件”和“骗取发行核准”两方面。《证券法》第13条对“发行人不符合发行条件”作出规定,其不仅要求公开发行证券的发行人须达到财务指标,同时还要求发行人满足法人治理结构、财务状况、盈利能力、诚信守法记录等一系列法定条件。该条文第1款第3项规定公司公开发行新股应当符合“最近三年财务会计文件无虚假记载,无其他重大

违法行为”。而欣泰电气在申请公开发行证券时对财务数据虚假记载,则足以认定其“不符合发行条件”,其将包含虚假财务数据的 IPO 申请文件报送中国证监会申请证券发行核准的做法,属于“骗取发行核准”的行为。因此,证监会认定其构成欺诈发行并无不当。(2)证监会 有权结合欣泰电气的陈述以及自身在职责权限范围内的调查情况,对案件事实作出认定。现行法律框架下并没有特别规定要求行政机关必须对执法中的专业性问题委托专业机构进行认定和处理,而证监会作为国家设置的专司证券市场监管的专业性机构,对涉嫌证券违法行为的事实(包括对涉及财务会计文件是否存在虚假记载等专业性方面的事实)进行调查、认定并在调查基础上作出相应的处理,是法律规定的证监会职责权限范围的题中应有之义,并无不妥。(3)证监会对欣泰电气作出行政处罚不存在畸轻畸重的情形。该争议焦点主要涉及对行政处罚自由裁量权的司法审查强度问题。法院认为,人民法院在对被诉行政行为进行合理性审查的同时,须强调行政行为仅在“明显不当”的情况下才可以予以撤销或变更。而证券金融领域相较其他行政领域具有一定特殊性,金融监管部门对市场的监管奉行依法审慎监管原则,因此,法院在对金融监管执法行为进行司法监督时亦须在恪守适度原则基础上开展合法性审查,不能逾越金融监管执法规律或者超越司法权边界施以监督。而证监会在法律规定幅度内对欣泰电气作出行政处罚,与欣泰电气违法行为的性质、情节以及危害程度基本相当,不构成裁量上的明显不当。

欣泰电气的终审判决对证券市场欺诈发行的认定具有重要风向标作用,对证券违法违规行 为形成了有力的震慑,彰显了法律的威严,对资本市场环境的净化以及稳定健康发展具有重要意义。

(六) 首例私募债券欺诈发行刑责案:私募发行可入罪

2012 年下半年,因资金紧张、经营困难,圣达威法定代表人章某与公司高管研究决定发行私募债券融资,并安排财务负责人胡某具体负责。为顺利发行债券,章某安排胡某对会计师事务所隐瞒公司及章某负债数千万元的重要事实,并提供虚假财务帐表、凭证,通过虚构公司销售收入和应收款项、骗取审计询证等方式,致使会计师事务所的审计报告发生重大误差,并在募集说明书中引用审计报告。2013 年 5 月 3

日,圣达威在深交所骗取5000万元中小企业私募债券发行备案,并在当年内分两期完成发行。圣达威获得募集资金后,未按约定用于公司生产经营,而是用于偿还公司及章某所欠银行贷款、民间借贷等,致使债券本金及利息无法到期偿付,造成投资者重大经济损失。2016年12月1日,贵阳市中级人民法院以欺诈发行债券罪作出一审判决,分别判处章某、胡某有期徒刑2年和3年。2017年11月,贵州省高级人民法院依法最终裁定驳回上诉,维持原判,裁定为终审裁定。司法机关对圣达威案件的裁判,确认了证券的私募发行也可能存在欺诈发行,也要纳入“欺诈发行罪”的刑责规制范围。

(七) 投服中心支持诉讼案:开创投资者维权新路径

中小投资者维权成本高于维权收益,普遍面临着“为追回一只鸡,须杀掉一头牛”的维权窘境,这成为我国资本市场面临的一大难题,保护中小投资者合法权益的任务非常艰巨。而中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)的持股行权、支持诉讼则是破解这一难题的有益尝试。2017年5月19日,上海市第一中级人民法院对刘某等14名原告诉被告凹凸金融信息服务(上海)股份有限公司及实际控制人鲜某等证券虚假陈述纠纷案宣判,支持原告全部诉请,判令鲜某赔偿原告投资者的投资差额损失、佣金及印花税损失及利息损失,同时判令凹凸公司及恽某对鲜某上述赔偿责任承担连带责任。该案是全国首例由投服中心依据《民事诉讼法》第15条接受投资者委托向上市公司及其实际控制人提起证券赔偿诉讼并出庭应诉的民事赔偿案件。由专门的投资者保护机构持股行权或者支持诉讼,开创了投资者权益保护的新路径,具有标志性意义。

六、法制研讨务实开展

(一) 围绕证券法修改召开中国证券法学研究会2017年年会

2017年4月29日,由中国法学会证券法学研究会主办,上海财经大学法学院承办的“新理念 新使命 新变革——证券法修改与中国资本市场法治建设”高端论坛暨中国证券法学研究会2017年年会在上海

财经大学召开。参会者围绕“证券监管与立法的基础理论与政策取向”“证券监管法律制度研究”“证券欺诈法律规制研究”以及“互联网金融与证券法律责任制度完善”四个主题,就证券法的相关理论、制度与监管实践做了深入讨论。

(二)以“新时代资本市场法治建设”为题举办第六届上证法治论坛

2017年12月15日,由上交所主办,北京大学、中国人民大学和华东政法大学联合举办,以“新时代资本市场法治建设”为主题的第六届上证法治论坛在上海召开。来自立法、司法、监管部门和高校、研究机构的专家学者以及市场专业人士一百余人参加会议。与会专家学者围绕“证券监管的理念与逻辑”“资本市场服务实体经济与制度供给”“供给侧结构性改革中上市公司质量提升”“上市公司的收购制度完善”“证券市场中介机构监管”和“证券违法违规行为惩治”六个专题,展开了热烈的研讨,对完善资本市场的制度与监管提出了有益建议。

(三)围绕市场与监管热点扎实开展证券法治研究

经检索中国知网,CSSCI法学类核心期刊及《中国社会科学》《证券市场导报》《证券法苑》《金融法苑》2017年共发表证券法论文210篇。从论文主题和内容看,并购重组(含案例解析)61篇,监管执法和自律管理26篇,资产证券化(含案例解析)25篇,投资者维权与证券司法14篇,市场操纵13篇,上市公司治理11篇,证券市场中介机构监管8篇,发行上市8篇,内幕交易7篇,信息披露7篇,债券制度5篇,股权众筹4篇,绿色金融4篇,衍生品3篇,互联网金融3篇,证券定义2篇。

(编辑:武俊桥)