

## 2014 年证券市场法治述评\*

上海证券交易所法律部 资本市场研究所\*\*

**摘要:**2014 年证券市场立法、执法、司法和法治研究扎实推进,证券市场法制建设和法治水平不断提升。“新国九条”颁布,顶层设计逐步释放改革红利,简政放权,全面推进资本市场监管转型。严厉打击资本市场违法违规行为,提高证券市场违法违规成本。创新监管理念和监管方式,提升监管水平。商事审判理念凸显,切实保障资本市场公平底线。围绕证券法修改等主题,深入开展法治研究。

**关键词:**证券市场 法治 述评

2014 年,十八届四中全会通过了《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》。市场经济是法治经济,资本市场公开、公平、公正的目标与法治的价值理念具有天然的同质性和一致性,一个成熟的资本市场必然是一个高度依赖法治的市场。2014 年,“依法治市”、“简政放权”、“监管转型”、“创新监管”等成为资本市场法治主题。

---

\* 本文仅代表作者本人观点,与作者所在单位无关。

\*\* 执笔人为武俊桥、刘沛佩、邢梅。武俊桥,法学博士,上海证券交易所法律部员工;刘沛佩、邢梅,法学博士,上海证券交易所博士后科研工作站在职博士后。

## 一、规则先行,全面推进“依法治市”和“监管转型”

2014年以来,资本市场更加注重以规则促改革,谋发展,全面推进“依法治市”和“监管转型”。

### (一)新“国九条”颁布,资本市场顶层设计释放改革红利

2014年5月9日,《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》公布,共计九条三十三项(简称“新国九条”),这是2004年《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》公布十年后,我国资本市场制度建设上具有里程碑意义的又一重大决定,也是贯彻落实党的十八大和十八届二中、三中全会精神,全面深化资本市场改革的纲领性文件。“新国九条”站在经济社会发展全局的高度,从发展多层次股票市场、规范发展债券市场、培育私募市场、推进期货市场建设、提高证券期货服务业竞争力、扩大资本市场开放等多个视角,对新时期资本市场改革、开放、发展和监管等方面进行了统筹规划和总体部署。

### (二)行政审批制度改革稳步推进,证监会监管转型加速

长期以来,证券监管机构饱受重审批、轻监管的批评。“监管转型”是2014年资本市场的主题词,证券监管机构应该回到“监管田”,而不能只管“审批地”,其中,行政审批制度改革是监管转型的基本前提。2002年以来,证监会清理取消的行政审批事项有138项。2014年度,证券监管机构根据《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》和有关要求,取消了证券公司借入次级债审批、境外期货业务持证企业年度外汇风险敞口核准以及证券公司专项投资审批3项行政审批项目。各派出机构、交易所、协会和会管单位的审批备案等事项都按业务条线进行了甄别清理。2月12日证监会公布了《关于废止部分证券期货规章的决定(第十二批)》,对自成立以来至2013年年底期间公布的证券期货规章进行再次清理,再废止22件证券期货规章,并首次公开行政审批事项目录。其中涉及上市公司非公开发行新股核准、证券公司在境外设立、收购或者参股证券经营机构审批及全国中小企业股份转让系统公司章程和业务规则的审批、股份有限公司境外公开募

集股份及上市核准等审批事项。

### **(三)《证券法》个别条款修改,要约收购程序发生变更**

2014年8月31日,第十二届全国人民代表大会常务委员会第十次会议通过《关于修改〈中华人民共和国证券法〉等五部法律的决定》,取消了发出收购要约前及变更收购要约时证监会的审批程序,将“报送制”改为“公告制”。具体而言,第一,取消了收购方须在发出收购要约前向证监会报送并同时向证券交易所提交上市公司收购报告书的规定,收购方直接公告上市公司收购报告书全文即可。第二,取消了证监会对上市公司收购报告书进行审核批准的权力。第三,取消了证监会对变更收购要约进行审核批准的规定,收购方及时公告并载明具体变更事项即可。第四,相应修改上市公司收购的责任条款,取消了未按规定报送上市公司收购报告书以及擅自变更收购要约的法律责任。本次修改简化了上市公司的要约收购程序,但重在强化信息披露、减少和简化收购行政许可、加强事中事后监管,有利于降低收购成本,提高收购成功率,将使上市公司股权收购的市场化程度大幅提高。

### **(四)创业板首发上市及再融资规范出台,创业板活力增加**

创业板在推出四年半后于2014年迎来重大改革。证监会在2014年5月发布了修订后的《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》和《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》。新的创业板首发办法降低了创业板首发财务准入指标,申报企业也不再限于九大行业,有助于扶持更多创新成长型企业上市,从而在良性竞争的环境下铸就创业板动力。创业板再融资办法对创业板上市公司再融资提供了公开增发、配股、定向增发、可转债等多个融资品种,满足多元化的投融资需求;引入了“小额快速”定向增发创新机制,允许“不保荐不承销”,有助于提高再融资效率。6月,证监会颁布了创业板首发信息披露的四大要点和再融资信息披露的三大准则,更加强调从监管导向转为投资者需求导向的信息披露理念,提出差异化的披露要求,要求简明易懂、语言浅白,增强投资者的可读性和可理解性。

### **(五)证监会、中证协发布新股销售新规,强化事中监管**

为进一步加强首次公开发行股票的事中监管,根据《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见》和《证券发行与承销管理

办法》，证监会制定并发布了《关于加强新股发行监管的措施》，主要包括：一是“现场抽查”，明确证监会将对发行人的询价、路演过程进行抽查，以及会同证券业协会对网下报价投资者的报价过程进行抽查。二是“风险提示”，首发企业如拟定的发行价格对应的市盈率过高，要在一段时间内做特别风险提示。三是“严处违法”，对于发现的违规行为，证监会将依据有关规定严肃处理；涉嫌违法犯罪的，移交司法部门依法处理。三大措施剑指高价发行，无疑会给违法违规高价发行以震慑，在一定程度上将遏制一级市场高市盈率的问题。此外，证监会还在《关于进一步加强保荐机构内部控制有关问题的通知》中，对首发企业审核的问核责任下放给保荐机构，首发企业审核不再设问核环节，而由保荐机构建立健全公司内部问核机制，进一步完善关于问核的具体制度，明确问核内容、程序、人员和责任。在首次公开发行的承销及配售方面，中国证券业协会发布了经修订的《首次公开发行股票承销业务规范》、《首次公开发行股票网下投资者备案管理细则》、《首次公开发行股票配售细则》。明确了承销商在进行询价、定价、配售等承销业务，以及IPO路演推介过程中的合规管理要求，并建立对承销商和网下投资者的跟踪分析和评价体系制度，通过现场检查、非现场检查等方式加强对承销商承销行为和网下投资者报价行为的监督检查。此外，配售细则还对配售行为及网下投资者申购行为予以规范，要求主承销商建立完善的制度，加强配售过程管理。

#### （六）上市公司并购重组办法修订，“放松管制、加强监管”的理念凸显

为贯彻落实《国务院关于促进企业兼并重组的意见》、《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》、《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》的精神，更好地使资本市场服务于国民经济发展，结合《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）、《上市公司收购管理办法》（以下简称《收购办法》）实施多年来的市场实践，证监会在2014年对上述两个办法进行了修改。

《重组办法》取消除借壳上市以外的重大资产重组行政审批；明确对借壳上市执行与IPO审核等同的要求，创业板上市公司不允许借壳上市，重大资产重组审核实行分道制，不再强制上市公司提供盈利预测

报告,取消向非关联第三方发行股份购买资产的门槛限制和相关的盈利补偿要求;同时,进一步完善发行股份购买资产的市场化定价机制。《收购办法》的主要修改包括,在放松管制上:一是免除投资者、收购人大量的信息报送、报告义务,极大地减轻了其负担。二是丰富履约能力保证方式。新增银行保函、财务顾问书面承诺两种履约能力保证形式,为收购人根据自身情况作出选择提供便利。三是减少行政审批事项,并结合证券业务创新发展的实际,增加了因履行约定购回式证券交易协议、所持优先股表决权依法恢复导致其所持有的股份超过公司已发行股份30%的情形下,投资者无须提出豁免申请,可直接办理股份转让和过户手续的规定。在加强监管上:一是免除收购人众多信息报送义务的同时,保留和加强了收购人的信息披露义务;二是新增收购人不履行相关义务和程序下的监管措施,限制了收购人在违规情形下行使股份表决权。

#### **(七)非上市公司并购重组规则出台,强调市场化约束机制下的股东自治**

非上市公司多以中小微企业为主,并购重组的方式和特点与上市公司不同,证监会针对其特点制定了有别于上市公司的制度规则《非上市公司收购管理办法》和《非上市公司重大资产重组管理办法》。根据上述两个办法,除重大资产重组涉及发行股份的实施核准管理外,其他的收购、重大资产重组均不设事前行政许可;不要求非上市公司实施强制全面要约收购制度,而是由公司章程自主约定是否实行强制全面要约收购制度;对发行股票购买资产后股东累计不超过200人的重大资产重组行为,也豁免向证监会提出核准申请,而由全国中小企业股份转让系统实施自律管理。同时,丰富了重大资产重组支付手段,除发行股份外,还可使用优先股、可转换债券等支付方式,并且不限制股票、优先股、可转换债券等支付手段的定价方式,允许交易各方自主协商定价,并强化相关披露。总体看来,制度设计体现了简便、透明、高效,降低成本的改革思路,将有助于促进并购重组市场的制度创新,退市公司重组路径也同时得到了明确。

#### **(八)规范上市公司员工持股行为,促进员工持股计划良性发展**

员工持股计划是企业鼓励其员工持有本公司股票的一种有效方

式。在我国资本市场发展史上,上市公司先后推出了主要针对高管和核心技术人员的股权激励计划、期权激励计划,但对普通员工的激励还主要体现为薪酬激励,缺乏所有者与劳动者利益共享的激励与分配机制。随着公司的发展、公司治理的完善,上市公司的激励机制也需要逐步细化和深入,因此推出员工持股计划具有一定的内在需求。6月20日,证券监管机构在《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》(以下简称《指导意见》),明确上市公司可以根据员工意愿实施员工持股计划,通过合法方式使员工获得本公司股票并长期持有,股份权益按约定分配给员工。《指导意见》还就员工持股计划的实施程序、管理模式、信息披露及内幕交易防控等问题做出规定。与2012年颁布的《上市公司员工持股计划管理暂行办法》(征求意见稿)相比,此次《指导意见》放宽了资金来源、持股期限的限制,增加了股票来源,也不再限于第三方管理。《指导意见》的颁布,有利于上市公司立足于长远,致力于为股东和利益相关者创造长期价值,有利于吸引外部投资者购买本公司股票,并坚持价值投资取向,这有利于资本市场长期健康稳定的发展。

#### (九)健全上市公司退市制度,保护退市公司投资者合法权益

当前,上市公司退市制度还存在相关标准不够明确、具体情形规定不够全面、退市后相关配套制度不够完善等问题,造成了退市制度的执行和实施效果有一定障碍。为此,证监会于2014年10月正式发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《退市意见》)。重点从五方面完善了已有的退市制度:一是健全了上市公司主动退市制度,逐项列举了因收购、回购、吸收合并以及其他市场活动引发的7种主动退市情形,并在实施程序、后续安排等方面作出了有别于强制退市的专门安排和针对性配套政策措施。二是明确实施重大违法公司强制退市制度,因欺诈发行、重大信息披露违法等两类违法行为,被证监会依法作出行政处罚决定,或者因涉嫌犯罪被证监会依法移送公安机关的,证券交易所将暂停其股票上市交易,并在一年内作出终止上市决定。三是严格执行市场交易类、财务类强制退市指标,在统一创业板与主板、中小板退市标准的同时,允许证券交易所在其上市规则中对部分指标予以细化或者动态调整,并且针对不同板块的特点

作出差异化安排。四是完善与退市相关的配套制度安排,包括证券交易所对强制退市公司股票设置“退市整理期”,并建立相应的投资者适当性制度;统一安排强制退市公司股票在全国股转系统设立的专门层次挂牌交易;退市公司满足条件的,可申请重新上市;对重大违法退市公司责任股东转让股份予以限制,以防止其通过提前转让股份规避法律责任。五是加强退市公司投资者合法权益保护,重点强调了退市中的信息披露、主动退市异议股东保护问题,并进一步明确了重大违法公司及有关责任人员的民事赔偿责任。《退市意见》标志着新一轮退市制度改革正式启动,《退市意见》以“市场化、法制化、常态化”的基本原则,针对退市工作中较为突出、市场较为关注的现实问题,在既有的法律制度框架下作了明确和细化的规定,有利于上市公司明确自我定位并制定相关的发展战略,提高公司的整体实力,增强市场竞争力,有助于实现优胜劣汰,促进市场健康有序的发展。

#### (十)“沪港通”稳步推出,跨境交易制度重大创新

党的十八届三中全会明确提出“推动资本市场双向开放”,以此为指导,为了更好地贯彻落实十八届三中全会精神,中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会决定开展沪港股票市场交易互联互通机制试点,简称沪港通。2014年9月,《上海证券交易所沪港通试点办法》发布。沪港通既是一项证券市场的业务创新,也是股票市场的一项制度变革。在沪港通推出之前,为方便内地投资者投资香港股票市场,我国建立了QDII(合格境内机构投资者)制度,同时为了方便境外投资者投资内地股票市场,又建立了QFII(合格境外机构投资者)制度,但这两项制度一则额度有限,二则仅限于机构投资者。沪港通创立了国内投资者向海外投资和海外投资者向境内投资的新渠道,符合条件的机构投资者和个人投资者均可以向对方市场投资,与QDII和QFII相比,既扩大了投资者范围,又有更大的额度和灵活性,实现了国内外资本在沪港通下的自由流动,是打通内地和香港股票市场的一项新的制度设计。当然,沪港通不只是股票市场的一场制度变革,它也是推动资本项目可兑换和人民币国际化的一项重大改革,并将推动更多改革的进行。总之,沪港通建立了上海、香港两地股票市场的双向开放和合作机制,实现了境内外股票市场的互联互通,有助于推动中国金

融全面深化改革开放。

#### **(十一) 对《公司债券发行试点办法》进行修改,全面扩大发行主体**

为贯彻落实党的十八届三中全会决定和国务院《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中关于规范发展债券市场的总体目标,体现新一届政府简政放权、宽进严管的政府职能转变要求,适应债券市场改革发展的新形势,推动债券市场监管转型,提升债券市场服务实体经济的能力,同时加强市场监管,强化投资者保护,证监会对《公司债券发行试点办法》进行了修订,更名为《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《公司债券办法》),将原来分散的针对不同发行主体的债券发行规则进行了统一。主要包括以下七个方面的修改:一是扩大发行主体范围,将原来限于境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司的发行范围扩大至所有公司制法人;二是丰富债券发行方式,在总结中小企业私募债试点经验的基础上,对非公开发行以专门章节作出规定,全面建立非公开发行制度;三是增加债券交易场所,将公开发行公司债券的交易场所由上海、深圳证券交易所拓展至全国中小企业股份转让系统,非公开发行公司债券的交易场所除上海、深圳证券交易所外增加全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统和证券公司柜台;四是简化发行审核流程,取消公司债券公开发行的保荐制和发审委制度,以简化审核流程;五是实施分类管理,将公司债券公开发行区分为面向公众投资者的公开发行和面向合格投资者的公开发行两类,并完善相关投资者适当性管理安排;六是加强债券市场监管,强化了信息披露、承销、评级、募集资金使用等重点环节监管要求,并对私募债的行政监管作出安排;七是强化持有人权益保护,完善了债券受托管理人和债券持有人会议制度,并对契约条款、增信措施作出引导性规定。《公司债券办法》的颁布,符合证券监管转型要求和市场化、法治化原则,有利于债券市场规范健康发展。

#### **(十二) 基金发行与交易多规颁布,基金行业稳健发展**

证监会于2014年7月发布了重新修订后的《公开募集证券投资基金运作管理办法》,遵循“加强监管、放松管制”的主导思想将公募基金产品的审查由核准制改为注册制,将产品审查转向以投资者保护为导

向,以信息披露为中心,减少对微观活动的干预。加强事中事后监管,形成放而不乱、活而有序的新机制。有效利用交易所一线监控以及独立第三方托管机制,辅以风险为导向的现场检查,及时发现制止基金违规行为,建立注册许可与日常监管执法的联动机制,提高违规失信成本。在推动行业创新发展、激发市场活力的同时,通过切实加强风险防范,提升公募基金行业的合规诚信水平,促进基金行业和资本市场的健康发展。2014年5月发布的《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》中明确提出发展私募投资基金,并要求按照功能监管、适度监管的原则,完善股权投资基金、私募资产管理计划、私募集合理财产品、集合资金信托计划等各类私募投资基金产品的监管标准。据此,证监会在反复调研论证基础上,出台了《私募投资基金监督管理暂行办法》(以下简称《办法》),将私募证券投资基金和私募股权基金,以及市场上以期货、期权、艺术品、红酒等为投资对象的其他种类私募基金均纳入调整范围,将私募基金的投资范围明确为“包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的”,以进行投资活动为目的设立的公司或者合伙企业,资产由基金管理人或者普通合伙人管理的,其投资活动也适用《办法》。《办法》要求各类私募基金管理人均应当向基金业协会申请登记,并根据基金业协会相关规定报送基本信息。它与新《证券投资基金法》一脉相承,对私募基金加以规范化、制度化、法律化,标志着我国私募基金行业进入了一个崭新的发展阶段。6月,证监会下发了《关于做好有关私募产品备案管理及风险监测工作的通知》,将有关私募产品的登记备案、风险监测等职责正式从中国证券业协会和中证资本市场发展监测中心划归至中国证券投资基金业协会。基金业协会也出台了针对私募基金行业自律管理的《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》。此外,上海证券交易所于2014年颁布了《开放式基金业务管理办法》,允许沪市上市开放式基金(简称“上证LOF”)和原上证基金通基金(在上交所挂牌进行认购、申购、赎回,但不上市交易的开放式基金)等开放式基金均可申请在上交所场内挂牌交易;分级基金的母基金份额和子份额也可同时申请上市交易,分级基金的母基金份额和子份额之间可以通过分拆、合并进行实时配对转换。

### (十三) 推进资产证券化发展,服务经济结构调整和转型升级

为进一步推进资产证券化发展,服务经济结构调整和转型升级,按照简政放权、宽进严管的要求,证监会对《证券公司资产证券化业务管理规定》进行了修订,取消了资产证券化业务的行政许可,制定了《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》及配套的《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》等配套规则。主要内容包括:一是明确以《证券法》、《基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》为上位法,统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务;二是将资产证券化业务管理人范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司,并将《证券公司资产证券化业务管理规定》更名为《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》;三是取消事前行政审批,实行基金业协会事后备案和基础资产负面清单管理;四是强化重点环节监管,制定信息披露、尽职调查配套规则,强化对基础资产的真实性的要求,以加强投资者保护。

### (十四) 违法举报奖励制度出台,扩大证券执法线索来源

违法行为报告和举报奖励制度是境外市场惩处资本市场违法违规行为,保护投资者权益的主要线索来源之一。2014年6月27日,中国证监会发布了《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》,明确对内幕交易或利用未公开信息交易、操纵证券或期货市场、信息披露违法违规、欺诈发行证券等行为,知情人可以实名或者匿名举报,实名举报且符合特定要求的,可以获得一定数额的物质奖励。从制度的横向比较来看,与美国等发达国家证券监管举报相比,我国有奖举报制度立法层次较低,奖金采用限额制且奖励金额偏低,奖金来源不明确,缺少了对举报人保护的反报复和保密条款,有可能削弱举报人的积极性,不利于监管部门通过知情人举报来获取相关线索和证据。未来可以在循序渐进地以个案先试来推进有奖举报制度的基础上,在增加举报奖励金额、明确举报奖金来源、加强对举报人的保护,筛查恶意举报等方面予以完善。

### (十五) 全国股转系统做市商制度正式出炉,交易机制进一步完善

2014年6月5日,全国中小企业股份转让系统正式发布实施《全

国中小企业股份转让系统做市商做市业务管理规定(试行)》,新三板挂牌公司股票做市转让业务的基本制度框架至此初步形成。做市商交易制度本质上是一种附流动性提供者的竞价交易制度,优点是提高市场流动性、活跃并稳定市场,在公开有序并富有竞争性的报价驱动机制下,保障证券交易市场的规范和效率。通过做市商的持续报价,原本活跃度不够的市场能够保持适当的流动性、市场价格的稳定和连续,买卖指令不均衡也将得以校正。从2014年做市商实施以来的整体效果来看,做市股票估值水平较为合理,市场整体运行平稳,流动性有了较大提升,基本符合做市商交易机制的成效预期。

## 二、强化事中事后监管,全面提高市场主体违规成本

### (一) 执法情况概览

2014年是证券监管转型的一年,证券监管机构简政放权,工作重心逐步向事中、事后监管和全程监管转移,相关工作融合了“专业”监管与“创新”监管两个方面,在宏观上主要体现为四个纬度:

第一,启动快速程序,结案率创历史新高。截至2014年12月31日,证监会处罚委共结案103件,案件审结率为62.8%,较去年增加20%,是处罚委成立以来结案数量最多的一年,其中内幕交易案46件,信息披露案20件,操纵市场案11件,证券从业人员买卖股票案7件,超比例持股未披露案件5件,法人非法利用他人账户从事证券交易案5件,其他类型案件9件。

第二,加快重点类型案件查办,提升案件的整体处罚力度。2014年证监会行政处罚对象涉及16家上市公司、4家会计师事务所、14家其他机构、297人,其中包括给予195人警告、270人罚款处罚,罚没款项总计达3.9亿元,其中9名当事人被处以违法所得两倍以上罚款。证监会作出18项市场禁入决定,对31人实施了市场禁入,其中10人被终身市场禁入。全年共举行听证会30次,审理会20次,专家咨询会3次。

第三,强化保荐信用监管力度,公开失信行为与监管措施。2014年证监会对中金公司、海通证券、东北证券和东吴证券4家公司、计静

波等6人采取了监管谈话、出示警示函等信用监管措施,规制保荐人在询价敏感时间段内私下与投资者联系,向投资者提供超出招股意向书等公开信息以外的发行人其他信息,擅自披露个人对发行定价看法,干扰投资者正常报价和申购等行为,纠正向关联公司配售股份的行为。

第四,提高执法效能和监管转型成效。其中主要包括:一是进一步强化“专业”监管。针对执法中出现较多的新型问题,引发的适法争议,对处罚效率和专业能力提出了更高要求,监管机构在案件处罚上进一步提高专业性。二是处罚权全面下放。2014年证监会派出机构共审结案件60件,其中处罚结案52件,不予处罚结案7件,取缔结案1件,罚没款金额总计达8066.76万元。目前派出机构全部在办案件47件。全年派出机构举办听证会5次。三是强化现场检查等事中监管。2014年证监会加强对证券公司两融业务的合规性检查,开展融资类业务的现场检查,依法对中信证券、海通证券等15家相关公司进行处理,并责成相关公司内部追责。<sup>[1]</sup>四是加强执法信息公开。2014年证监会不断增强主动公开、宣传回应、依申请公开和机制平台建设等工作实效,<sup>[2]</sup>及时发布证监会执法工作报告,通报执法重点案件审结情况和昌九生化、威华股份等有关案件的调查情况。<sup>[3]</sup>

## (二)进一步综合防治内幕交易

证监会始终将打击内幕交易行为作为工作重点,立案调查的案件数量呈逐年增长态势。2011年、2012年、2013年内幕交易立案案件分别是48件、70件和86件。2013年下半年开发启用大数据分析系统以来,已调查内幕交易线索375起,立案142起,分别比以往同期增长了21%、33%。目前,已将涉嫌利用“银润投资”、“圆城黄金”、“爱施德”、“焦作万方”等43家上市公司的内幕信息,从事非法交易的林平

[1] 中国证监会通报2014年第四季度证券公司融资类业务现场检查情况,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116\\_266711.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150116_266711.html), 2015年2月10日访问。

[2] 中国证监会2014年政府信息公开工作要点落实情况,载 [http://www.gov.cn/zhuanti/2014-12/23/content\\_2795391.htm](http://www.gov.cn/zhuanti/2014-12/23/content_2795391.htm), 2015年2月23日访问。

[3] 证监会通报昌九生化、威华股份有关案件调查情况,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201404/t20140418\\_247306.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201404/t20140418_247306.html), 2015年2月10日访问。

忠、张鹏、聂平等 125 名个人和 3 家机构移交公安机关。

考察 2014 年证监会处罚案件实例,可以看出证监会内幕交易案的执法特征,它表现为以下几个方面:

一是采用智能监控手段,提高内幕交易线索挖掘效率。在打击力度明显加大的同时,随着执法新技术的运用,一批多环节泄露内幕信息、交易隐蔽性较强、多种违法行为交织并存、常规手段难以发现的案件线索被挖掘出来。与此同时,对涉案主体众多的“窝案”加大了案件调查处罚的力度,其中天威视讯内幕交易案涉案人员最多,内幕信息传递范围不仅包括内幕信息知情人的亲友等关系密切人员,还扩散至知情人的司机、校友、客户、原同事等较外围人员。大数据、舆情系统等智能监控手段和执法效能的提升促进了办案效率的提高。

二是加大执法打击力度,回应内幕交易主体日趋多元化的现象。从 2011 年至 2014 年的内幕交易案件看,受处罚主体的人员范围逐步从以上市公司董监高、一般公司高管为主,向以投资者为主转移。<sup>[4]</sup> 涉案人员呈现链条化、扩散化的特点,不仅包括上市公司的董事、监事、高级管理人员,还包括上市公司实际控制人、证券从业人员、中介机构工作人员、政府公务人员以及其他间接知情人等。在 ST 甘化内幕交易案([2014]57 号)中,涉案当事人多渠道传递内幕信息,被处罚的主体牵涉多个不同的单位,例如德信丰益、德力西、上海夫雄智能、温州银行杭州分行和江门国资委企业管理科。<sup>[5]</sup> 在林平忠内幕交易案中,内幕信息知情人陈某涉嫌向其大学老师林平忠泄露信息,林平忠涉嫌进

[4] 证监会《关于诚信数据库所反映的监管执法情况的报告》。

[5] 在德力西重组 ST 甘化期间,陈汉、王舜夫、王顺林、陈狄奇、姚锦聪、王仲鸣、陈述等 7 位直接或间接知情人买卖公司股票,其中陈汉系温州银行杭州分行副行长,从参与重组工作的德力西董事吴某处获知内幕,组织资金买入 75.95 万股;王舜夫系上海夫雄智能科技有限公司董事长,从参与重组工作的德力西副总裁王顺林处获知内幕信息,组织资金买入 106.84 万股;德力西集团为德信丰益的有限合伙人,德信丰益的合伙人陈狄奇、姚锦聪,投资经理王仲鸣、投资助理陈述在内幕信息公开前知悉内幕信息并在期间买入该股,分别买入 11.75 万股、6 万股、2.82 万股和 5000 股,获利明显。江门国资委企业管理科科长张益武在德力西集团接洽中得知该内幕信息,告知妻子,并通过妻子操纵的“林海彬”账户买入 5.48 万股。副科长李焕红于张益武处得知消息,买入 1.94 万股。2014 年 6 月 10 日,证监会对上述当事人作出处罚决定,没收违法所得并处以罚款。

行内幕交易并向他人泄露内幕信息,经移交公安机关侦查终结后,正在检察院审查起诉。<sup>[6]</sup>

三是依法公正稽核,将公平正义作为案件审查的核心标准。在案例审理过程中可能存在涉嫌违规行为不成立的情形。2014年证监会公布了首例立案后“昭雪”的案例——盛运股份内幕交易案([2014]20号)。证监会依法宣告华宝兴业基金涉嫌内幕交易不成立,相关基金经理郭鹏飞被证清白。这向市场传递了一个非常重要的信号,即被立案调查的涉案当事人并不一定都有问题。如果未来可以在资本市场上树立这种观念,将可以降低证监会的立案调查对具体上市公司的负面影响。

四是提升案件审理质量,研判行政处罚的事实与理由。在盛康股份内幕交易案([2014]80号)中,处罚对象分别属于能够影响内幕信息形成的策划、决策或执行人员。证监会将内幕信息的形成视为一个动态的过程,首次提出“相关知情人知悉内幕信息的时间应根据身份与作用有所区别的原则”,对于杨晓春、倪宋燕、徐永翔等6名责任人区分内幕信息的获知时间分别给予行政处罚。

### (三) 严厉打击市场操纵

市场操纵行为历来是证券监管的工作重点。近年来,操纵案件数量明显大幅上升,且恶性操纵案件频发。有的操纵主体系累犯,多次操纵多只股票,交易金额和获利金额巨大,最高非法获利达1.68亿元。证监会运用互联网信息稽查分析系统,强化了针对市场操纵线索筛查和调查工作,已对涉嫌操纵“中科云网”、“百圆裤业”、“兴民钢圈”、“山东如意”、“湖南发展”、“铁岭新城”、“宝泰隆”、“宝鼎重工”、“元力股份”、“东江环保”、“中兴商业”、“山东威达”、“宁波联合”、“远东传动”、“科泰电源”、“新海股份”、“九鼎新材”、“珠江啤酒”等18只股

[6] 该内幕信息知情人厦门高能投资咨询有限公司的董事陈某,涉嫌向其大学老师林平忠泄露,林平忠涉嫌利用其亲属及学生账户非法交易“银润投资”股票和向他人泄露内幕信息。目前,该案经移交公安机关侦查终结后,正在检察院审查起诉。参见证监会通报针对内幕交易的执法工作情况(2015年1月9日),载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150109\\_266364.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201501/t20150109_266364.html), 2015年2月10日访问。

票的涉案机构和个人立案调查。在最近查办的两起操纵案中,操纵者选择多只小盘股,利用明显资金优势进行连续交易和对倒交易,累计交易金额多达几十亿元,获利数千万元,达到了刑事犯罪追诉标准。证监会将移送公安机关追究其刑事责任。〔7〕

2014年市场操纵行为出现了一些新变化、新特点。从操纵市场的案件实例看,证监会在处罚新型市场操纵行为时,具有如下特征:

一是重点查处虚假申报、反复撤单等短线操纵行为,强化专业化监管执法。证券监管机构在2014年继续查处“抢帽子”交易、连续交易、虚假申报、反复撤单等操纵行为。在有的案件中,操纵者不是采用单一的操纵手法,而是综合运用开盘集合竞价虚假申报、盘中拉抬、尾盘封涨停等多种手法进行市场操纵,操纵持续时间短、建仓拉抬出货快等隐蔽性较强的“类庄股操纵模式”有所抬头。在苏颜翔操纵市场案(〔2014〕21号)中,证监会从主观与客观两个纬度分析苏颜翔市场操纵行为的认定及其损害后果,在客观上细化了隐蔽性较强的“类庄股操纵模式”的认定要件,为以后类似案件的处理提供了重要的参考。〔8〕

二是查处定增中的操纵行为,厘清特定目的的市场操纵与内幕交易行为边界。在恒逸石化操纵市场案(〔2014〕41号)中,证监会首次对上市公司定向增发过程中的特定目的操纵行为进行处罚,提出恒逸集团利用何某水、施某红账户动用3000万元巨资集中买入恒逸石

〔7〕 证监会通报近年来市场操纵案件的执法工作情况,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822\\_259482.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822_259482.html),2015年3月6日访问。

〔8〕 参见苏颜翔操纵市场案。主观方面:“苏颜翔”账户组频繁虚假申报撤单、随即反向卖出的客观行为,足以显示其不以成交为目的、操纵市场的主观心理状态:(1)全天撤单比例一般在80%以上,大部分在90%以上,最高达97.61%;(2)驻留委托时间短,大都为几秒、十几秒;(3)申买撤单后迅速反向卖出,时间间隔较短,一般为几秒到几分钟,且频繁反复使用;(4)全天以卖出为主,卖出行为坚决;(5)后续申报卖出价格与此前申报买入价格矛盾。客观方面:苏颜翔的大笔申报买入撤单行为,已严重影响到时段内相应股票的供求关系,足以对其他投资者产生误导,绝大部分时段的指标同时满足以下条件:(1)账户组申买量占同期市场申买总量超过10%;(2)账户组买申报总量占申买前期订单簿上前5档价位其他投资者的待成交买申报总量的比例大于100%;(3)账户组申买后较账户组申买前其他投资者申买户数、申买量、申买均价的比值大于1;(4)全天及多数时段申买排名均为第一。

化的目的是维持、拉抬恒逸石化股价,帮助实现定向增发,在主观上操纵恒逸石化交易价格的意图明显;属于特定目的的操纵行为,使市场投资者对公司股价的表现产生错误判断,扰乱了证券市场秩序,已经构成了《证券法》第77条“集中资金优势”、“连续买卖”的操纵市场行为。<sup>[9]</sup>

三是查处信息型市场操纵案件,规范以市值管理名义和荐股方式误导投资者的行为。目前,有的操纵主体故意编造、传播、散布对证券价格有重大影响的虚假信息,误导投资者的投资决策,以此获利。有的上市公司为配合大股东、高管减持等需要,控制信息发布的内容和时机,以所谓“股价维护、市值管理”方式进行信息操纵。在余凯操纵市场案([2014]16号)中,余凯通过控制他人账户在每天收盘之前购买相关股票,然后利用华泰证券分析师李某胜和中信建投分析师丁某森的名义在“证券之星”、“和讯网”、“新浪网”、“金融界”等多个财经网站公开推荐上述股票,影响证券价格,并在荐股文章发表的当日或第二个交易日内将上述股票全部卖出。余凯以“先建仓、再荐股、后卖出”的操纵方式,非法获利共计18,477,870.22元,构成市场操纵行为。<sup>[10]</sup>

四是加强期货价格操纵行为监管,规制跨市场操纵行为。在厦门宝拓操纵“焦炭1209合约”案中,厦门宝拓在交割月通过在其实际控制的期货账户间对倒交易“焦炭1209合约”来提高交割结算价,致使增值税进项税额被多计,达到少纳增值税的目的。此种行为与传统的通过操纵形成价差进而获利相比,是一种较为新型的操纵获利方式。与此同时,从中国资本市场整体看,跨市场操纵也开始出现。在执法实践中已经遇到跨期货、现货市场操纵的案例。<sup>[11]</sup>

#### (四) 积极应对信息披露违规

违规信息披露行为容易出现涉案主体众多和新型的法律适用问题。与历史数据比较,2014年因信息披露违法而受到行政处罚的案件有所增长,全年共39件,较2013年增长了69%,其中上市公司及其董

[9] 浙江恒逸集团有限公司操纵市场案(中国证监会行政处罚决定书[2014]41号)

[10] 参见余凯操纵市场案(中国证监会行政处罚决定书[2014]16号)。

[11] 证监会通报近年来市场操纵案件的执法工作情况,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822\\_259482.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201408/t20140822_259482.html), 2015年3月6日访问。

监高在信息披露违法案件主体总数中占比达到95%。2014年证监会打击信息披露违法行为的力度有所加大,特别是在案件涉及IPO中的虚假陈述时,上市公司、保荐人、审计机构等中介机构及其高级管理人员都可能因此而受到处罚,相应地行政复议案件数量有所提高。从整体上看,信息披露违规执法和工作重点具有如下特点:

一是重点查处IPO虚假记载案,应对多方涉事当事人提出的行政复议。IPO虚假记载案件涉事主体多,主观恶性较大。2014年重点查处了两个重大案件:深圳海联讯IPO虚假记载案([2014]94号)和天丰节能IPO虚假记载案([2014]19号)。深圳海联讯IPO虚假记载案对海联讯科技公司、公司实际控制人、董事、监事、高管和独立董事等18名责任人进行了处罚。天丰节能IPO虚假记载案,证监会对公司法定代表人、董事、监事、高管和独立董事等19名相关责任人进行了行政处罚。其中天丰节能公司及其高管、其他涉案公司的高管、独立董事分别单独提起行政复议,2014年针对该案证监会行政复议结案19起([2014]32号至[2014]52号),会计师事务所行政复议1起([2014]57号)。

二是严查保荐人在虚假陈述中的责任,着力追究中介机构的责任。深圳海联讯IPO虚假记载案([2014]103号),对保荐机构平安证券、保荐人韩长风、霍永涛作出行政处罚。在万福生科虚假记载案、新大地虚假陈述案中,对保荐人平安证券崔岭([2014]25号)、吴文浩([2014]26号)、南京证券胡冰([2014]53号)、廖建华([2014]55号),做出行政复议决定。在天丰节能虚假陈述案中,对包括光大证券保荐代表人在内的6名天丰节能案的相关责任人处以市场禁入,其中天丰节能财务总监孙玉玲被认定为终身证券市场禁入者。

莲花味精审计机构责任案([2014]52号),追究华安所在莲花味精信息披露违法中的责任;宝硕股份信息披露违法审计机构责任案([2014]70号),对亚太集团未尽勤勉义务、具有明显过失的行为追究法律责任;天丰节能审计责任案([2014]57号),对安利达作出维持行政处罚的复议决定。广联达资产评估责任案([2014]88号),认定沃克森出具的资产评估性报告存在误导性陈述,对其作出行政处罚。

三是加强对上市公司“未及时披露”和“虚假陈述”等行为的监管。

未按规定披露信息案件较多,2014年证监会查处结案15起。根据公开信息,目前正在调查的案件还有上海三毛、深圳键桥通讯、广西五洲交通、上海创兴等上市公司信息披露违规行为。除了IPO虚假记载、保荐人和中介机构责任类案件之外,已经审结的信息披露违规案件情况如表1所示:

表1 2014年证监会查处的未按规定披露信息案件情况

案例号	行政处罚相对人	案件类型
[2014]29	章鹏飞、范建国	未及时披露(复议)
[2014]51	莲花味精、郑献锋、高君等20人	未及时披露
[2014]75	华塑控股、邢乐成、王苏等11人	未及时披露、虚假记载
[2014]76	东贝机电、杨百昌、朱金明等5人	未及时披露、重大遗漏
[2014]40	林广茂	未按规定披露超比例持股
[2014]99	亨通集团有限公司、王宏涛	未按规定披露超比例持股
[2014]69	宝硕股份、周山、闫海清等10人	未按规定披露关联方占用资金
[2014]89	宏磊铜业、戚建萍、戚建华等12人	未按规定披露关联方占用资金
[2014]28	辛青	重大遗漏(复议)
[2014]92	四海科技、濮黎明、罗守伟	重大遗漏、虚假记载
[2014]82	康达化工、陆企亭、陆天耘等4人	重大遗漏、虚假记载
[2014]68	中基实业、刘一、文勇等8人	重大遗漏、虚假记载
[2014]42	南京纺织、单晓钟、丁杰等13人	虚假记载
[2014]49	科伦药业、刘革新、程志鹏等12人	虚假记载

#### (五)以“大数据”有效打击利用未公开信息交易行为

2014年以来,利用未公开信息交易案件出现一些新变化、新特征:(1)部分涉案金额、非法获利特别巨大。在近期已查办的案件中,涉案交易金额累计10亿元以上的有7件,非法获利金额在1000万元以上的有13件;(2)涉案人员已涉及基金公司、证券公司、保险公司、银行等多类金融机构的从业人员;(3)出现多环节调配资金、频繁变换交易方式

等隐蔽性较强,以及内外串通共同实施违法犯罪行为的案件。<sup>[12]</sup>

证监会采用以市场监控系统、举报分析系统、舆情监测系统的线索筛查为基础,以自律监管机构、日常监管部门和其他执法单位的线索移交为补充的“六位一体”的线索渠道体系,与公安机关针对打击利用未公开信息交易行为探索建立的行政与刑事“同步研究、联合调查”新模式,已经取得初步成效。

自2013年下半年启用大数据以来,已立案调查利用未公开信息交易案件41起。目前,已将涉嫌利用华夏基金公司、海富通基金公司、平安资产管理有限公司、中国人寿资产管理有限公司等20家金融机构的未公开信息,从事非法交易活动的罗泽萍、刘振华、蒋征、陈绍胜、牟永宁、程崇、黄春丽、张敦勇、张治民、陈全伟、邓瑞祥、张颢等39名涉案人员依法移送公安机关。其中,钱钧、苏竞已受到刑事处罚。<sup>[13]</sup>

### 三、创新证券监管机制,营造良性市场环境

#### (一) 强化承诺履行监管,打击市场失信行为

上市公司控股股东、实际控制人、董监高、关联方、收购人等在证券发行、上市、收购以及重大资产重组过程中,可能作出各种大量内容各异的公开承诺。但实践中,公开承诺不履行或者不适当履行等“打白条”现象较为突出,中小投资者权益难以得到有效保护。2014年沪深两市共1770家公司专项披露了截至2013年年底存在未履行完毕的承诺及其履行情况。其中,存在超期未履行承诺事项122项,这其中既有不可抗力等客观原因,也有承诺相关方自身原因。承诺类型主要为解决同业竞争及关联交易(36%)、解决产权瑕疵(26%)、资产注入(22%)。存在不规范承诺事项218项,主要问题有:没有明确的履约期限、用词模糊、承诺内容不具体、违约的制约措施约束力不足等。在实践中,对公开承

[12] 证监会通报对利用未公开信息交易的执法工作情况,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201412/t20141226\\_265701.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201412/t20141226_265701.html),2015年3月6日访问。

[13] 证监会通报对利用未公开信息交易的执法工作情况,载 [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201412/t20141226\\_265701.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201412/t20141226_265701.html),2015年3月6日访问。

诺法律性质、承诺不履行是否可以行政介入监管等问题存在争议。

为贯彻落实投资者保护“国九条”的相关要求,营造诚信的市场环境,保护中小投资者的合法利益,证券监管机构制定了《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》([2013]55号)(以下简称《监管指引》),并以此为依据进行事中监管,在2014年启动了承诺及履行监管专项治理活动,打击市场失信行为。

在监管方式上,证券监管机构通过约谈上市公司及相关方、下发监管关注函、召开专题座谈会、向地方政府和国资委通报、与相关单位联合发文等方式,督促上市公司及相关方切实进行整改,并先后对北京、河北、广东、深圳、上海、江西、江苏等辖区的承诺监管重点公司进行检查、督导。截至2014年12月31日,绝大部分不规范或者超期未履行承诺已得到整改,整改率约90%,部分长达十余年的承诺得以解决。仍存在超期未履行承诺事项23项,不规范承诺事项12项。证监会已对上述未按照《监管指引》要求完成整改的承诺相关方采取了责令公开说明监管措施23项,下发了警示函10份。对于未完成整改的承诺,目前绝大部分公司已提出明确的解决方案,如拟通过资产重组、非公开发行等方式解决同业竞争、资产注入承诺,相关工作正在推进;部分承诺涉及政府协调、两地上市、历史遗留等问题,正在协调解决。<sup>[14]</sup>

## (二) 推进通过行政和解的方式执法,降低纠纷解决的成本

行政和解是一项立足于更好地保护投资者合法权益的执法制度创新。2014年12月国务院批准在证券期货行政执法领域开展行政和解试点。为规范试点相关工作,证监会广泛征集意见后制定了《行政和解试点实施办法》,自2015年3月29日起施行。依据行政和解制度,在涉嫌证券违法违规行为的调查执法过程中,行政相对人可以申请就改正涉嫌违法行为,消除违法行为的不良后果,交纳行政和解金补偿投资者损失等进行协商达成行政和解协议,并据此终止调查执法程序的行为。行政相对人因行政和解协议所涉行为造成投资者损失的,投资者可以向行政

[14] 证监会推动承诺履行监管专项工作严厉打击市场失信,载中国新闻网,<http://finance.chinanews.com/stock/2015/01-16/6977388.shtml>,2015年3月7日访问。

和解金管理机构申请补偿。

但并不是所有证券违法违规案件,都可以进行行政和解。依据《行政和解试点实施办法》,行政相对人涉嫌实施虚假陈述、内幕交易、操纵市场或欺诈客户等违法违规行为,并同时符合以下全部条件的,才可以适用行政和解程序:(1)中国证监会已经正式立案,且经过了必要调查程序,但案件事实或法律关系尚难完全明确;(2)采取行政和解方式执法有利于实现监管目的,减少争议,稳定和明确市场预期,恢复市场秩序,保护投资者合法权益;(3)行政相对人愿意采取有效措施补偿因其涉嫌违法行为受到损失的投资者;(4)以行政和解方式结案不违反法律、行政法规的禁止性规定,不损害社会公共利益和他人合法权益。

如果案件存在“行政相对人违法行为的事实清楚,证据充分,法律适用明确,依法应当给予行政处罚的”、“行政相对人涉嫌犯罪,依法应当移送司法机关处理的”、“中国证监会基于审慎监管原则认定不适宜行政和解的”其中一项情形的,中国证监会不得与行政相对人进行行政和解。

### (三) 委托沪、深证券交易所实施案件调查,弥补执法力量不足

为解决证券期货执法任务不断加重与执法力量相对不足的突出矛盾,加强证券期货稽查执法力量,更好地履行“两维护、一促进”核心职责,证监会发布了《中国证监会委托上海、深圳证券交易所实施案件调查试点工作规定》([2014]111号)(以下简称《委托调查规定》),对欺诈发行、内幕交易等常规案件,采取专项委托方式,对重大、新型、跨市场等特定个案,采取一事一委托方式委托证券交易所调查取证。

在《委托调查规定》中明确规定了对交易所执法的约束与限制。一是关于交易所的受托权限。交易所仅负责案件调查取证环节,调查终结,应将证据等案件材料移交中国证监会稽查执法部门或其指定的派出机构复核后,由中国证监会或其授权的派出机构依照法定程序对调查结果进行审查、作出决定。二是关于交易所权力行使的约束。明确交易所实施案件调查应当遵循的程序要求和执法权限,规定交易所在委托的范围内,应当以中国证监会的名义,依照证券法、基金法、行政处罚法、期货交易管理条例等法律、行政法规和中国证监会相关规定实施案件调查。三是关于交易所采取行政措施的限制。规定交易所所有权采取相关法律、

行政法规规定的调查措施,但需要采取查封、冻结、封存等与行政处罚权有关的行政强制措施,应当报请中国证监会稽查执法部门依法办理;交易所应当自行完成受委托的案件调查事项,不得将受委托事项再委托给其他组织或者个人。四是关于交易所的法律责任。明确规定出现特定情形的,证监会可以对交易所责令改正、撤销委托并依法对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予行政处分,对其工作人员依法给予处分;构成犯罪的,依法追究刑事责任。

目前,对于证监会委托执法存在一些分歧。有观点认为,交易所处于发现和监督证券违法行为的“第一线”,委托证券交易所实施案件调查,有利于及时查处证券违法违规行,有效提升证券执法的效率,是资本市场稽查执法的一项重大制度创新。同时也有观点认为,现行《证券法》没有规定证监会可以将自己的执法权委托给交易所,建议《证券法》应对证监会委托授权予以明确,使证监会的授权,做到职权法定、程序法定、主体法定、证据法定。

#### 四、推进自律管理转型与创新,切实发挥自律管理优势

证券交易所的自律管理,主要体现在对上市公司、证券交易和对会员的监管三个方面。根据资本市场监管转型的要求,沪、深证券交易所积极完善相关业务规则,全面服务资本市场改革创新。

##### (一)健全自律管理规范体系,完善监管执法运行的规则基础

2014年,证券交易所坚持规则先行的理念,通过业务规则贯彻落实资本市场重大改革措施,先后修订《股票上市规则》,完善主动退市制度,健全重大违法公司强制退市制度,丰富强制退市指标,修订退市整理期和重新上市等配套制度,强化退市过程中的中小投资者保护机制。

上交所就规范重大资产重组与非公开发行中停复牌、中小企业私募债券风险防控等内容逐步完善规则体系自身建设:一是明确完善基本业务规则、实施细则、指引、通知等不同层级业务规则的功能定位,并严格予以执行。二是在业务规则以外,灵活运用业务指南、流程等操作性文件,加强对市场主体遵守本所业务规则的指导。三是不断完善通过上交

所网站发布业务规则及操作性文件的发布方式。

深交所健全公开征求意见和公众意见采纳情况反馈机制,修订《业务规则制定办法》,充分发挥市场主体对立规工作的作用,新增征求意见反馈环节,力争做到“有征求、有反馈”。

## (二)以信息披露直通车为载体,创新上市公司信息披露自律管理机制

上交所以信息披露直通车为载体,提高信息披露的有效性和针对性,监管工作逐步向事中事后转型,定期公告和停复牌审核数量明显增加。

目前,除上市公司停复牌等少量公告外,沪市85%的公告已实现了直通披露。同时上交所还强化了事后审核,全年事后审核55000余份定期公告及临时公告,同比增加25%;形成670余份审核意见,督促公司及时披露补充更正公告1000余份,同比增加20%;发出监管问询函319份,同比增加182%。

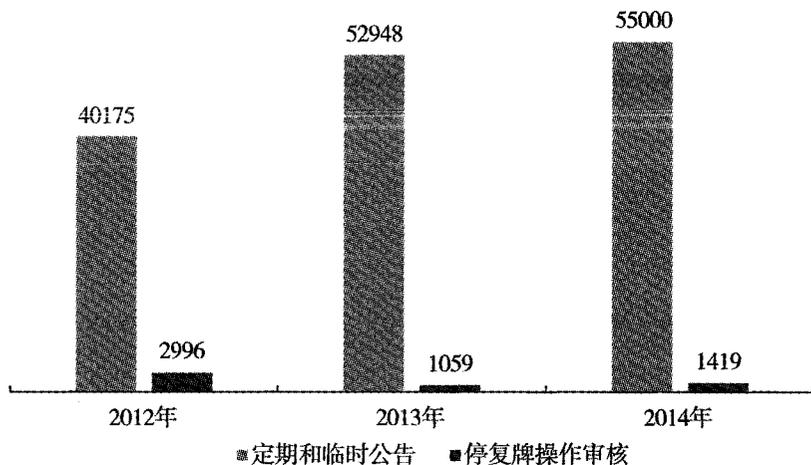


图1 2012~2014年上交所信息披露开展情况

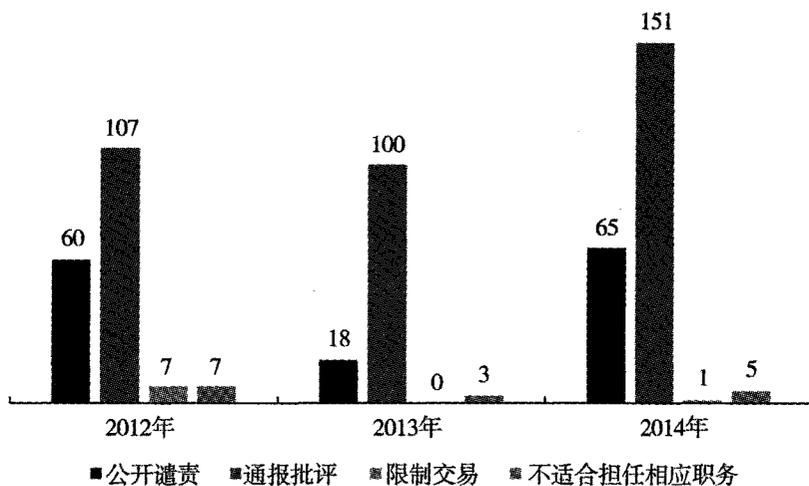


图2 2012~2014年上交所纪律处分开展情况

深交所以信息披露为中心,创新上市公司监管机制。一是整体推进信息披露直通车,信息披露直通车公司范围和公告类别范围进一步扩大,直通披露公司数量占比达到98.7%。二是贯彻国务院关于优化企业兼并重组市场环境的意见,简化重组业务规则和流程,对不需要行政许可的重组预案实行直通披露,实施事后监管。全年共审核230多家次公司的重组预案或报告书。三是全面梳理上市公司承诺事项,建立承诺事项数据库,督促公司及相关方履行承诺。四是引导市场机构归位尽责,加强对保荐机构持续督导文件和财务顾问意见的监管。

### (三)提升热点事件的及时处置能力,切实行使“一线”证券交易监管

上交所以及时发现和快速有效处置问题为抓手,以督促信息披露义务人依法履行披露义务为基点,不断推进以问题为导向的快速反应监管,及时回应市场舆情热点和投资者关切事项。在“创兴资源不当信息披露”、“山水文化等‘忽悠式’重大资产重组”、“西藏药业控制权之争”等个案处理中,上交所第一时间采取快速反应的监管措施,督促公司履行信息披露义务,取得良好市场效果。同时,借助微博、微信、新闻发布等媒体作用,对“海润光伏除权误差”、“\*ST长油退市”等事项实行快速反应、及时披露处理。

深交所主动关注市场热点,及时回应社会关切。第一时间关注“北大医药代持”、“獐子岛巨亏”、“天晟新材租壳”等事件,迅速采取监管措施,及时化解市场质疑。及时发现并报告市值管理领域存在的违法违规问题。对市场和媒体关注的“VIP交易通道”问题及时进行回应,完善网关管理机制,维护公平竞争的市场环境。

#### (四)改革信息披露的监管模式,提高信息披露监管有效性和专业性

上交所积极推进分行业监管和分类监管。2014年,经过充分的论证和准备,上交所从辖区监管模式转向分行业监管模式,实现了信息披露监管模式的第二次自主变革。上交所为此重点开展了多项工作:一是逐步建立完善行业信息披露指标和指引体系,修订前期发布的房地产等行业的信息披露指引,并着手制定零售、电力等重点行业的信息披露指引。二是对年报开展分行业审核,加强对同行业公司财务信息、经营业务、商业模式的横向比较分析,督促公司增强信息披露的有效性和可比性。三是在日常监管中落实分行业监管理念,创新分行业监管的工作方式。此外,针对以往上市公司分类监管主要重点关注业绩亏损公司、标准较为单一的情况,上交所予以改进完善。对股权高度分散可能发生控制权之争的公司、PE涉足的公司,进入TMT等新兴行业但潜在经营风险较高的公司、主营业务基本停顿的壳公司,通过分类监管加以重点关注,有针对性地配置监管资源。

深交所适应监管转型需求,稳步推进行业监管。2011年创业板开始在信息技术、影视、农业等行业试行行业监管。2013年年初,创业板试点推出行业信息披露指引。2014年以来,深交所进一步完善行业监管、分类监管制度,扩大行业监管的覆盖面,增设文化传媒行业监管指引,持续优化分类监管指标。创业板行业监管的范围扩大至医药、节能环保、光伏、电子等行业。日前完成了创业板影视和医药两个行业信息披露指引的修订工作,并启动了对创业板节能环保、光伏、互联网视频、游戏和电子商务等新兴行业的信息披露指引的起草工作。部分指引已在征求上市公司意见,后续将陆续发布。

## 五、以点带面,司法保障证券市场公平底线

2014年,与证券市场相关的司法工作进一步深入推进,以点带面,司法对证券市场保障日益强化。

### (一)以商事审判理念平等保护企业兼并重组各方利益

最高人民法院于2014年6月3日下发了《关于人民法院为企业兼并重组提供司法保障的指导意见》,主要包括六大方面:一是依法及时受理审理兼并重组相关案件,按照利益衡平原则,通过司法审判依法妥善化解企业兼并重组中的各类纠纷。二是强化商事审判理念。严格依法认定各类兼并重组合同的效力,结合商业惯例准确认定兼并重组中预约、意向协议、框架协议等的效力及强制执行力,平等保护公有制经济和非公经济的利益,正确适用公司资本法律规则,促进并购重组使用发行优先股、定向发行可转换债券等多元化的融资方式。三是加强国有资产保护。依法正确审理国有企业兼并重组案件,依法规制关联交易,严厉打击企业兼并重组中的违法犯罪行为。四是维护金融安全。有效防范通过不当兼并重组手段逃废债务,坚决遏制以兼并重组为名的民间高利贷和投机化倾向。五是完善市场退出机制。依法审理企业清算、破产案件,有效发挥破产重整程序的特殊功能,成立企业清算破产案件审判庭或者合议庭,高度重视培养和使用企业清算破产案件法官。做好司法程序与行政许可程序的衔接。六是充分保障职工合法权益。建立大要案通报制度,制定必要的风险处置预案,并结合司法新闻宣传和良好社会舆论环境的塑造,依法保护劳动者合法权益。

### (二)公平、意思自治的“对赌”条款逐渐为司法认可

“对赌协议”是国外资本市场广为运用的工具,在我国却存在商业、监管和司法的多重现实困境。这种困境一方面源自中国资本市场及其参与者特有的价值偏好,另一方面也源自现有法律框架的对该等投资协议的兼容性不足。在被誉为“对赌协议第一案”的海富投资诉甘肃世恒案中,最高人民法院否认了投资方与被投资公司之间损害公司及公司债权人利益的对赌条款的法律效力,但认可了投资方与被投资公司股东之

间对赌条款的合法有效性。

此外,2014年年初,北京市第一中级人民法院在北京某投资中心诉曹某某股权转让纠纷一案中,首次确认了以上市为目标的PE与所投企业间“对赌协议”的法律效力。曹某某为某生物技术有限公司(下称目标公司)实际控制人、大股东,以首次上市公开发行股票为业绩目标向某投资中心等PE进行融资。该投资中心投资入股后,由于目标公司的IPO目标无法实现,各方签署退股协议,约定曹某某于协议起订之日起三十个工作日内,按照年6%的溢价回购该投资中心所持有目标公司股份。到期后,曹某某未依约履行回购义务。法院认为,各方当事人签订的《股权转让协议》等均系真实意思表示,不违反法律、行政法规的强制性规定,应属合法有效。目标公司无法按照预期获准合格IPO,曹某某有义务按照《股权转让协议》约定收购投资中心所持有的目标公司股权。曹某某未按照协议约定支付股权转让款,构成违约,还应当赔偿利息损失。

### (三)明晰跨市场内幕交易司法认定

2013年11月,中国证监会就“光大证券8·16事件”,以光大证券决策层了解相关事件的重大性之后,在没有向社会公开之前进行的交易,应当认定为内幕交易为由,决定对杨剑波给予行政处罚及市场禁入。杨剑波认为光大证券的错单交易信息不属于内幕信息、光大证券并未利用错单交易信息从事证券或期货交易活动及其并非其他直接责任人员,向北京市第一中级人民法院提起行政诉讼,请求法院撤销上述行政决定。该案在历经2014年2月立案、4月开庭,之后三次因案件复杂、影响重大而延期宣判后,于2014年12月26日由北京一中院作出一审判决,驳回原告杨剑波的诉讼请求。法院就错单交易信息能否构成内幕信息指出:一是内幕信息并不限于与发行人自身相关的信息,也应包括对公司证券的市场价格有重大影响的交易信息。鉴于大盘指数与公司证券价格之间的紧密关联性,对大盘指数产生重大影响的交易信息亦应属于《证券法》上的内幕信息。二是考虑到证券市场与期货市场的关联性,证券市场上形成的内幕信息如对期货市场的波动可能产生重大影响亦应属于《期货交易管理条例》上的内幕信息。三是本案中的错单信息对沪深300指数,180ETF、50ETF和股指期货合约价格均产生重大影响,监

管机构认定错单交易信息构成内幕信息,未超出《证券法》、《期货交易管理条例》的范畴。此外,法院还指出,内幕信息以媒体揭露的方式公开至少应该满足广泛周知性、完整性和可靠性等三个特征。法院对就是否利用了内幕信息指出:一是在内幕交易案件中,交易者知悉错单交易信息后实施了相关的证券期货交易行为,原则上即应推定其利用了内幕信息;二是能够作为抗辩事由的既定投资计划和指令,应当是在内幕信息形成以前已经制定,并包含了交易时间、交易数量等具体交易内容,且在实施的过程中没有发生变更,方能体现其交易行为没有对内幕信息加以利用;三是光大证券当日下午实施的对冲交易,是在错单交易信息形成之后,光大证券直接针对错单交易而采取的对冲风险行为,而非基于内幕信息形成之前已经制订的投资计划、指令所作出的交易行为。法院就杨剑波是否构成其他责任人员明确:错单交易发生于光大证券策略投资部,而杨剑波作为光大证券时任策略投资部总经理,参与了光大证券决定实施对冲交易的相关会议,且是负责执行当日下午对冲交易的人员,可以认定构成其他直接责任人员。

#### (四) 海联讯案开控股股东先期赔付先河

长期以来,因虚假陈述引发的投资者损害赔偿诉讼,投资者通过民事诉讼请求主张自身权益往往存在耗时长、成本高、举证程序烦琐、覆盖面窄、诉讼结果不确定等诸多因素,最终获赔情况不甚理想。海联讯因涉嫌财务造假被证监会立案调查后,主动承认“财务差错”,并出资2亿元设立“海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”,赔偿适格投资者因海联讯财务数据差错而遭受的投资损失。此前平安证券独家出资3亿元设立“万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金”,补偿投资者损失,开启了保荐机构先行赔付再向相关责任方追偿的先河。但相较于此,海联讯案是国内市场上首个发行人主要股东在监管机构正式作出处罚决定前主动赔偿并以基金方式赔偿投资者的案例。未来,承担连带责任的中介机构、发行人控股股东先行垫付或许将成为虚假陈述赔偿的方式之一。

## 六、围绕热点主题深入开展法治研究

2014年,监管层、理论界和实务界围绕资本市场改革发展相关法治建设召开工作会议、举办研讨活动,进一步推动资本市场法治研究。

### (一)中国证券法学研究会2014年年会:聚焦证券法修改

5月10日,中国证券法学研究会2014年年会在湖北省武汉市召开,来自国内外数十所高校以及政府机关和实务部门的200多位专家学者齐聚一堂,围绕“全面深化改革背景下证券法的修订与完善”会议主题,分“《证券法》修改的方向与路径”、“市场深化背景下的监管转型”、“资本市场创新与证券法制回应”等专题,对证券法修改的方向、思路和制度作了深入探讨。

### (二)2014年中国资本市场法治论坛:依法治国背景下的国有企业改革与国有资产保护

为贯彻落实十八届四中全会深化国有企业改革的方针和政策,中国人民大学商法研究所主办的“2014年中国资本市场法治论坛:依法治国背景下的国有企业改革与国有资产保护”于11月15日在北京举行。与会专家结合我国当前国有企业改革与发展中面临的新情况、新形势和新问题,从立法论和解释论角度对国有企业进一步改革与发展进行了全面深入的研讨。

### (三)第五届上证法治论坛:用法治引领、推动和保障资本市场发展

为深入贯彻落实党的十八届四中全会《关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》精神,12月27日,由上海证券交易所主办,中国人民大学、北京大学和华东政法大学联合举办的第五届“上证法治论坛”在北京举行。本届论坛主题为“依法治市:中国资本市场的现实选择和推进路径”。来自立法、司法、执法部门和高校、研究机构的专家学者以及市场专业人士近百人参加会议,在回顾和总结资本市场法治发展基础上,对完善资本市场法律体系、推进资本市场改革发展、强化资本市场法治监管进行了深入研讨,为全面推进依法治市献计献策。