

## 2012 年证券市场法治述评\*

上海证券交易所法律部\*\*

**摘要:**2012 年度,资本市场法治建设不断推进,《证券投资基金法》和《期货交易管理条例》修订实施,资本市场基本法律不断完善;围绕资本市场创新、改革和发展,相关行政规章、规范性文件和自律组织业务规则及时立、改、废,充分发挥了法律制度的规范和保障作用;从严惩处内幕交易、违规披露、操纵市场等违法违规行为,切实保护了投资者权益;内幕交易等司法解释发布实施,绿大地案、海富投资对赌协议案等典型案例审结,资本市场司法环境进一步优化。

**关键词:**2012 年 证券市场 法治述评

回首 2012 年,资本市场法制建设围绕市场改革创新加快推进,立法、执法和司法不断完善。资本市场法制内容更加丰富,法律体系得到完善,法律结构日趋合理,法治化水平稳步提升。

---

\* 本文仅代表执笔人个人观点,与作者所在单位无关。

\*\* 执笔人为王俊桥、梁胜、徐俊和易琦。王俊桥、徐俊和易琦为上海证券交易所法律部员工;梁胜为上海证券交易所博士后科研工作站博士后。

## 一、以修法强化资本市场发展根基

2012年,《证券投资基金法》和《期货交易管理条例》修订实施,证监会组织的《证券法》实施评估工作全面完成,资本市场基本法律制度不断完善。

### (一)新《基金法》颁布,全面放松管制

自2004年《基金法》颁布实施以来,我国基金市场取得了令人瞩目的成就。截至2012年12月31日,全行业已开展业务的72家基金管理公司管理资产规模合计36,225.52亿元,公募基金产品1173只。2012年全行业管理资产规模较2011年增长30.53%,其中非公开募集资产规模增长28.79%,公募基金规模增长30.99%。

随着基金行业的不断发展,特别是伴随着我国金融体制改革的不断深化,2004年制定的《基金法》出现了较多不适应基金市场创新发展的新问题,如私募基金的法律地位和法律关系尚不明确,资金募集和使用未能规范,基金监管缺失;公募基金的准入门槛过高,妨碍了充分的竞争;行政审批事项过多,制约了市场的灵活运作;基金治理结构未能健全,“老鼠仓”、内幕交易等现象时有发生,损害了投资者的利益。《基金法》有必要及时进行修改完善。

在《基金法》的修改过程中,对一些问题的产生产生了较大的争议,如是否将私募基金纳入基金法的适用范围、行业自律和行政监管如何分工、基金准入门槛是否应当降低、基金的组织形式是否应当扩大至合伙型基金、是否允许基金从业人员买卖证券以及公募基金募集的监管模式是采用核准制、注册制还是备案制等。2012年12月28日,历时4年、历经三审的《证券投资基金法》获全国人大通过,并从2013年6月1日正式实施。

新《基金法》立足防范监管真空、规范私募运作,首次将非公开募集基金纳入调整范围;对公募基金“放松管制”,在市场准入、投资范围、业务运作等方面予以松绑,丰富基金管理人的组织形式和资格范围,降低了主要股东的门槛要求,放宽了基金关联交易的限制,将基金

募集由核准制改为注册制,规定基金从业人员可从事证券投资活动,增加股权激励条款,并简化行政审批事项;放松管制的同时,在行为要求、监督管理以及责任追究等方面加强监管,如完善基金份额持有人大会制度,引入二次召集大会制度等。

《基金法》的修改完善强调了依法监管和投资者保护,增强了基金行业竞争力,为基金行业与资本市场的改革与发展奠定了法律基础。但是,新《基金法》回避了对私募股权投资基金和风险投资(VC)的规范,对私募基金的规定也过于原则,将合格投资者、基金管理人登记条件等规定中涉及的具体规则和标准以授权的方式交由证券监督管理部门制定。《基金法》修改后,还需要对现行的规章、规范性文件进行梳理,及时修订和废止与修改后的《基金法》不适应的内容,并依据授权制定相应规则,补充新《基金法》未尽事宜。

## (二)《期货交易管理条例》修改,推动期货市场创新发展

自20世纪90年代初我国期货市场建立以来,经过二十多年的发展和规范,我国期货市场规模稳步扩大,期货品种不断丰富,期货市场品种结构日趋完善,交易规模逐渐扩大,商品期货市场成交量已经连续多年位居全球前列。2012年我国期货市场成交14.5亿手,同比增长37.6%;成交金额171.1万亿元,同比增长24.4%。

现有期货法律制度已经不能适应期货市场的高速发展,如在国内的大宗商品中远期交易市场出现了许多具有明显期货交易特征的交易活动,缺乏明确的法律依据,脱离了统一监管,给市场带来了严重的风险;原油期货、国债期货的推出,需要吸引境外资金投资中国期货市场,法律应当予以调整和回应;此外,根据“简政放权”的行政审批要求,也需要对现有期货交易与监管的行政审批事项做出适当调整。

2012年10月24日,《国务院关于修改〈期货交易管理条例〉的决定》公布,修改后的《期货交易管理条例》(简称《条例》)于2012年12月1日起施行。本次《条例》修改同样秉承“放松管制,加强监管”的理念,有助于全面推动期货市场的创新发展。《条例》对期货交易定义的明确,有助于加强打击非法期货交易活动,也为清理整顿非法期货交易提供了法律保障;规定符合条件的境外机构可以在期货交易所从事特定品种的期货交易,为境外机构投资者进行期货交易提供了法律依据,

也有助于提升我国在全球大宗商品市场的话语权;强化了交易所“中央对手方”职责,将期货交易所“保证合同的履行”的职责修改为“为期货交易提供集中履约担保”,降低了期货交易的风险,确保市场的有序运行。

但是,《条例》仍存在一定的局限性,如《条例》是行政法规,期货市场的基本法律关系、民事权利义务以及法律责任等仍缺乏国家法律层面的基本规范;《条例》的内容未能很好地衔接期货市场的一些创新制度,如投资者适当性制度、分级结算制度;《条例》未能很好地理顺和划分期货监管与证券监管的界限等。

### (三)《证券法》评估工作扎实开展,为下一步修法创造条件

2005年《证券法》修订实施以来,我国资本市场发生了翻天覆地的变化。截至2012年年底,沪深股市总市值达到23.04万亿元,流通市值18.17万亿元,分别相当于2005年的7倍和17倍,市值排名由2005年的全球第15位上升到第3位,成为近年来发展最快的新兴市场之一;上市公司达到2494家,比2005年增加了1117家。《证券法》于其中发挥了重要的引导、支持和保障作用。另外,该法实施已经7年有余,其不适应市场创新发展的滞后性问题日益突出。

2011年到2012年,证券监管系统深入开展了《证券法》实施效果全面评估工作,对2006年《证券法》实施以来所取得的明显成效进行了客观评价,并梳理了《证券法》不适应资本市场创新发展新形势要求的主要问题,对修法的基本思路和主要内容进行了较为充分的论证。总的来说,市场各方对《证券法》修改的必要性和紧迫性达成了广泛共识,相关研究论证和准备工作已经比较充分,《证券法》修改完善的条件和时机也基本成熟。综合各方面意见,未来《证券法》修改应该重点在证券发行制度、证券行业创新、多层次资本市场建设、债券市场、私募市场、对外开放等方面实现突破,以更好的支持市场创新发展。如证券发行制度,现行《证券法》仅1个条文间接涉及证券的非公开发行,对证券公开发行的条件、程序、方式和责任分配以及监管要求等均缺乏明确规定,不适应市场发展的需要。《证券法》对再融资制度比照新股发行制度进行规定,没有充分考虑发行人已经是上市公司的情况,导致上市公司再融资效率低,也影响了再融资制度改革的推进。再例如债

券制度,近年来,我国债券市场取得了较快的发展,但证券市场存在较为严重的“股债不平衡”,截至2012年年底,交易所债券市场托管的债券规模仅为股票市值的5.7%。《证券法》对债券制度的设计没有针对债券融资注重偿还能力、防范违约风险的特点,更多沿用了股票融资的发行和监管体制,未能体现债券与股票融资的差异性,制约了债券融资的效率。此外,短期融资券、中期票据等本质上属于证券的品种长期游离于《证券法》的监管范围之外。

## 二、以制度推动资本市场改革不断前行

2012年,资本市场各项改革全面推进,市场结构进一步优化,市场功能进一步完善。资本市场各项改革的推进和完成,都以相应制度的建立、修改与完善为引导和依托。

### (一)新股发行制度市场化改革稳步推进,以信息披露为核心的监管体制初步确立

2012年,证监会进一步推进新股发行制度市场化改革,所取得的进展主要是:

首先,新股发行进一步市场化改革纲领性政策颁布。2012年4月1日,证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见》,从六个方面深化新股发行和上市交易的基础性制度改革,推动各市场主体进一步归位尽责,保护投资者合法权益。其次,进一步修改完善了相关制度,从制度上保障新股发行市场化改革的推进。证监会在5月修改了《证券发行与承销管理办法》,细化了发行与承销管理的有关规定,明确了发行承销过程中信息披露的规范性要求,加强了询价和定价过程监管,加大了对违规行为监管等。最后,发布了多个通知等规范性文件,规范市场各方行为。《关于调整预先披露时间等问题的通知》将预披露时间由原来的5天延长到30天。《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》要求保荐机构进一步健全保荐业务内控制度,适当调整了保荐代表人具体负责保荐项目家数,进一步增强了保荐机构的责任,推动实现全程有效内控,夯实保荐项目基础。《关于进一步提

高首次公开发行股票公司财务信息披露质量有关问题的意见》进一步明确了各市场主体在首次公开发行股票公司财务信息披露工作中的相关责任,规范了信息披露中的主要问题,进一步完善和落实了责任追究机制。《关于新股发行定价相关问题的通知》就新股发行中定价的行业市盈率比较口径,发行人、保荐机构需对发行定价合理性及风险性因素进行深入分析和披露,重新提交发审会审核的会后重大事项情形以及需提供盈利预测的情形进行了明确。

经过1年来的改革,证券发行审核流程全面公开,预披露时间大大提前,证券发行的透明度全面提高;以信息披露为核心的监管体制逐步确立,盈利能力在新股发行审核中逐步淡化,信息披露是否真实、准确、完整成为发行审核的关注重点;新股发行定价更趋平衡,2011年新股平均发行价、平均市盈率同比分别下降28%和36%;进一步规范 and 落实了中介机构在新股发行中的责任,2012年共有24人次保荐人或保荐代表人被证监会采取行政监管措施,同比增长了60%;沪深证券交易所举办个人投资者IPO模拟询价,新股“美盛文化”上市开创个人询价新股的先河。2012年,共有177家企业首发成功过会,37家公司IPO申请未通过,6家企业取消审核,6家被暂缓表决,另有64家企业被“终止审查”。

但因市场条件、法制环境所限,新股发行制度市场化改革还没有完全到位,需要在正本清源的基础上进一步推进。一是在当下“新兴加转轨”的市场背景下,市场诚信基础和股权文化还有待成熟,仍有必要对新股发行进行审核,但审核体制可以逐步由核准制走向注册制。二是要在《证券法》上确立以信息披露为核心的新股发行审核制度,进一步优化新股发行条件,淡化甚至取消对企业盈利能力的实质性判断,弱化对企业业绩增长整齐划一的要求,“不拘一格选人才”。三是创新发行方式,如在新股发行时发行认沽权证,对中小企业采用集中打包上市,询价方式向美式迈进,询价对象逐步全面开放。四是强化对新股发行的监管,严惩信息披露造假等违法违规行为,建议修改《证券法》提高欺诈发行的行政处罚额度和标准;在《证券法》尚未修改之前,可以考虑将发行企业做出承诺作为行政执法的依据,如要求发行企业在招股说明书中承诺“如存在欺诈发行等行为,公司自愿启动退市机制,并

按募股价格附加同期银行存款利息退还投资者”。

## **(二)上市公司退市制度改革取得重大进展,上市公司优胜劣汰机制进一步完善**

截至2012年退市制度改革之前,共有45家上市公司自沪深证券交易所退市。退市标准以3年连亏为主,市场退市效率较低,绩差公司“停而不退”的矛盾突出。2011年以来,在证监会的指导下,沪深证券交易所启动了退市制度改革。2012年2月24日,《关于完善创业板退市制度的方案》正式发布,经修订的《创业板退市规则》,自2012年5月1日正式实施。2012年6月29日,主板、中小板退市方案正式公布。此后,为了落实退市方案的要求,沪深证券交易所修改了《股票上市规则》和《交易规则》,并在年底发布了配套的实施细则,内容涵盖退市整理期、重新上市、风险警示板、退市转让板等。

总体来说,新的退市制度增加了退市指标,形成了市场化的退市指标体系;完善了退市程序,严格暂停上市公司恢复上市的要求,并建立了终止上市公司重新上市的制度;在配套制度建设方面,完善了现行的风险警示制度,规范了退市公司的股份转让服务,并对新旧规则适用的衔接作出安排。新退市方案实施后,18家暂停上市公司面临退市风险,已有\*ST炎黄和\*ST创智两家上市公司股票终止上市。43家公司进入沪市“风险警示板”。

但退市制度改革受现行《证券法》刚性退市条件的约束较多;退市方案的配套制度和市场化规则还需要进一步细化,以实现退市的常态化。一是现行《证券法》对退市条件的设置过于看重公司财务状况,缺乏综合考虑公司业绩表现、资产状况、股票交易价格等因素的判断标准,不利于市场化退市制度改革的深化。同时,由《证券法》直接规定暂停上市、终止上市条件,过于刚性,不利于充分发挥证券交易所的自律管理职能。二是现行退市改革配套制度还需要进一步完善,如欠缺对退市公司的后续监管和规范,也没有建立对退市公司的违法违规行为监管和责任追究、赔偿机制。

## **(三)《非上市公众公司监管办法》发布,多层次场外市场建设稳步推进**

首先,以《非上市公众公司监督管理办法》为基础,搭建了全国统

一监管的场外市场法制框架。2012年10月,证监会颁布实施了《非上市公众公司监督管理办法》(简称《监管办法》)。《监管办法》确定了非上市公众公司的范围,提出了公司治理和信息披露的基本要求,明确了公开转让、定向转让、定向发行的申请程序,将股东超过200人但不在证券交易所上市的非上市公众公司纳入监管范畴。特别是《监管办法》要求非上市公众公司进行股权转让的,必须在依法设立的证券交易场所进行,为全国性统一监管的场外市场发展提供了制度基础。2012年9月,新三板扩大试点,增加了上海张江、武汉东湖和天津滨海高新区企业。随着退市制度改革的推进,退市公司数量将会逐步增多,退市公司的股份转让也将成为全国统一监管场外市场的一部分。

其次,以交易场所清理整顿为基础,构筑区域性股权市场规范体制。为了解决中小企业融资难的问题,证券监管机构在牵头交易场所清理整顿的基础上,逐步引导和规范地方区域性股权交易市场的发展。2012年8月,证监会发布了《关于规范证券公司参与区域性股权交易市场的指导意见(试行)》,明确将区域性股权交易市场定位为:“为市场所在地省级行政区域内的企业特别是中小微企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场”,原则上不得跨区域开展业务。证券公司参与区域性市场,可以有两种方式:一是仅作为区域性市场会员开展相关业务;二是作为区域性市场的股东参与市场管理并开展相关业务。目前,较有影响力的区域性股权交易市场包括天津股权交易所、上海股权托管交易中心、浙江股权交易中心、前海股权交易中心等。区域性股权交易市场的规范发展,拓宽和改善了小微企业的融资渠道和融资方式,引导和扶持了小微企业孵化和成长,培育了主板市场后备上市资源。

最后,以券商柜台交易业务规范为基础,引导和推动柜台市场发展。2012年8月,证监会下发了《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》明确了“培育证券公司柜台交易业务”。2012年12月,由证券业协会制定的《证券公司柜台交易业务规范》颁布,明确柜台业务定位于私募市场,柜台交易客户以机构客户为主,以协议交易为主;同时尝试开展报价交易或做市商交易机制。2012年年底,首批7家券商获得柜台交易试点资格。



2005年修订的《证券法》为多层次资本市场预留了空间,多层次场外市场法制框架虽基本成型。但《证券法》有关市场体系的规定主要立足于交易所市场,欠缺对多层次场外市场的整体设计;全国统一场外市场、区域性场外市场和证券公司柜台市场等不同层次市场交易制度法律依据不足、规范基础也不扎实;不同层次的场外市场之间以及场内和场外市场之间的区分和转板机制也缺乏基本规定。

#### (四) 债券制度市场化改革稳步前行,股债发展不平衡有望缓解

长期以来,我国资本市场“股债不平衡”发展尤为严重,债券市场长期处于割裂状态,交易所市场与银行间市场相比规模较小,难以满足各类企业尤其是中小企业融资的需要。2012年,监管机构和市场主体锐意改革,全面推动债券市场发展。

第一,沪深证券交易所发布《中小企业私募债券试点办法》(简称《办法》),推出中小企业私募债。《办法》明确未上市的中小微企业可以通过向沪深证券交易所备案的方式非公开发行债券,持有人数不得超过200人;在私募债的发行条件、债券要素和发行审核体制方面充分体现市场化的原则,投资主体以机构投资者为主,实施全面的投资者适当性管理制度,在证券交易所非竞价系统或券商柜台进行转让。截至2012年年底,共有76家企业通过发行中小企业私募债筹资94亿元。但当前,中小企业私募债还存在一定的问题,主要是投资者群体尚不丰富、利率水平吸引力有限、信息披露和保障机制不充分、二级市场转让不活跃等。

第二,银行间市场进一步完善债券融资工具注册发行体制。为了进一步提高市场主体和投资者对债券注册发行效率和质量的要求,银行间市场交易商协会在2012年发布了《非金融企业债券融资工具注册文件表格体系》(简称《表格体系》),包括注册文件清单、信息披露表格和特定事项信息披露表格等。《表格体系》进一步明确了最低信息披露要求,提高了中介机构的工作效率和水平,增加了发行注册工作的透明度。

第三,《公司债券发行试点办法》酝酿修订。2007年颁布实施的《公司债券发行试点办法》确立了公司债券发行监管的制度框架,内容涵盖不设强制担保、定价市场化、储架发行、受托管理,以市场约束为基

础的债券发行监管体制初步形成。试点以来,公司债券发展较快,如2012年全年公司债券发行总量2507亿元,同比增长46.8%。为了进一步发展债券市场,证监会适时启动《公司债券发行试点办法》的修订工作,主要思路是简化审批程序、增加发行方式、强化信息披露、严格责任追究。

随着债券市场改革的不断推进,行政审批逐步减少,非公开发行、注册式(含备案)审核、发行定价、利率以及承销的市场化逐步推进。

总体来看,债券市场改革还需要从以下三个方面进一步推进:其一,进一步推进债券市场改革的市场化,如在审核方式上逐步由核准制走向注册制,发行方式上由公开发行走向公开和非公开全面发展,发行主体上应当面向所有条件符合的主体,发行对象上逐步扩展到合格投资者,发行额度和利率逐步实现协商式的市场化。其二,打破债券市场“零违约”预期,充分适应债券的风险特征,建立起市场化的风险定价和风险管理机制,如完善债券市场套期保值的衍生品和财务担保制度,全面实施投资者适当性管理制度,突出对偿债能力的披露,进一步发挥中介机构的“看门人”机制。据不完全统计,2006~2012年,中小企业集合票据、中期票据和短期融资券以及公司债券(含企业债)分别发生违约事件的数量为:4起、5起和4起,典型的如2012年年底发生的“11超日债”事件。其三,改变现行《证券法》股债一体化的监管体制,适应债券融资注重偿还能力、防范违约风险的特点,重新设计公司债券发行条件、上市要求、交易场所、信息披露、信用评价、承销机构和担保制度;同时,进一步扩展《证券法》的适用范围,将短期融资券、中期票据等本质上的证券统一纳入《证券法》的范围。

#### (五) 行政审批制度改革再推进,培育法治化的成熟市场机制

2012年,证券监管机构按照国务院新“两个凡是”的要求,进一步推进行政审批制度改革,大量取消、调整行政审批事项。本年度共取消和下放行政审批事项42项:取消32项,下放由派出机构办理的行政审批事项10项。改革主要包括三种情形:一是由事先审批改为事后监管。对于要约收购义务豁免的若干情形和上市公司回购股份核准等9个项目,将通过完善内部决策程序和信息披露、强化中介机构责任并加强事后监管的方式进行后续管理,无须向证监会报备。二是由事前审

批改为事后报备。对于证券公司设立集合资产管理计划、期货公司变更公司形式等9个项目,由于涉及较多后续监管,需要报备,但报备均为事后行为,不进行前置审批。三是由行政审批改为行业自律管理。对于保荐代表人注册等7项涉及市场运行秩序、需要加强行业自律的事项,将交由相关社会组织实施行业自律管理。

事实上,自2001年行政审批制度改革工作全面启动至今,证监会已分6批累计取消136项行政审批项目。不断推进行政审批制度改革,证券监管机构主动把本应属于市场的权利交还给市场,努力减少对市场的行政干预,逐步培育法治化的成熟市场机制。与行政审批制度改革相伴随的是资本市场创新全面开花,证券行业的创新步伐加快,出现了不少适应市场和客户需要的新产品、新业务;基金行业的创新力度加大,分级基金、理财基金、跨市场(境)ETF等符合市场需求的创新基金产品不断涌现。

### 三、以规则引领资本市场创新全面展开

2012年,按照“放松管制,加强监管”的指导思想,证券监管机构简权放政,全面释放行业活力,推动资本市场创新发展。以制度变革为先导,证券行业和基金行业在产品、业务以及发展模式上进行了全面的创新和发展。

#### (一)以放权为突破,推动证券行业创新

近年来,证券公司规范发展程度明显提升,但创新不足,不能满足实体经济转型升级和市场多元化的投融资需求。例如证券公司对业务和产品创新谨慎,经营机制不活、创新动力不足,业务与产品创新空间有限等问题。这些问题的出现,与法律法规不适应市场发展存在滞后性和“管制较多”等存在重大关系。证券监管机构充分认识到证券行业存在的问题,在2012年5月召开了证券公司创新发展研讨会,并提出了近期推进证券公司改革开放、创新发展的11条措施,其核心在于放松管制,为证券公司创新发展留足充分的制度空间。创新大会以来,证券监管机构通过制定或修改相关行政规章,推动和规范证券公司业

务创新。

### 1. 修订证券公司资产管理相关规定,推动证券行业资产管理创新发展

自2007年证券公司综合治理完成以来,券商资管业务发展多年,但规模一直较小,资产管理业务收入近几年来占证券公司收入的比例均在2%以下。与公募产品相比,券商资管产品有规模小、投资门槛高等特点。与银行、信托理财产品相比,券商理财产品品种单一、投资范围较窄。

2012年10月,证监会颁布修订后的《证券公司客户资产管理业务管理办法》以及配套的《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《证券公司定向资产管理业务实施细则》。随后,证券业协会也发布了《证券公司客户资产管理业务规范》。这些涉及资管的规章或规则,一方面放松管制,推动创新,如资管产品成立由审批制改备案制、适度扩大资产管理的投资范围和资产运用方式、调整资产管理的相关投资限制、允许集合计划份额分级和有条件转让等;另一方面加强监管,防控风险,如强化对集合计划适当销售的监管、充分揭示风险和强化市场主体责任、完善公平交易、利益冲突管理的监管要求以及提高资产管理业务透明度,方便社会监督。此外,2012年12月底,证监会还就资产管理机构开展公募证券投资基金相关办法征求意见,为证券公司开展公募证券投资基金管理业务预留了空间。

与此同时,与基金、期货、保险等相关的资产管理规定也得到完善,如私募证券投资基金合法地位首获《证券投资基金法》承认;证监会修订了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》,基金公司借道专项资产管理计划进军PE领域;证监会颁布《期货公司资产管理业务试点办法》,允许期货公司开展专户资产管理业务;保监会发布了《保险资金委托投资管理暂行办法》,拓展了保险资产管理的业务范围,等等。新一轮的监管放松,在扩大投资范围、降低投资门槛,以及减少相关限制等方面,均打破了证券公司、期货公司、证券投资基金管理公司、银行、保险公司、信托公司之间的竞争壁垒,使资产管理行业进入进一步的竞争、创新、混业经营的大资管时代。

### 2. 放宽对券商直投、投资范围和方式的限制,推动证券业全面发展相比于境外市场,本土券商在对外投资主体、投资范围、方式以及

营业范围上限制较多,严重影响了证券公司创新的自主开展。

为了进一步推动券商直投业务的发展,2012年10月26日,证监会发布了《关于进一步完善证券公司直接投资业务监管的通知》(565号文),确定由中国证券业协会(简称协会)制定相关自律规则,对证券公司直接投资业务(以下简称“券商直投业务”或“券商直投”)及直接投资业务子公司(简称直投子公司)实施自律管理。2012年11月2日,协会发布《证券公司直接投资业务规范》(简称《券商直投规范》)对直投业务自律管理。565号文和《券商直投规范》主要在以下六个方面进行了重大改革:一是简化直投子公司的设立条件和程序;二是增加直投业务范围,即首次明确了直投子公司和直投基金可以参与股权相关的债权投资,为直投子公司和直投基金以可转债或过桥贷款等债权方式向被投资企业进行投资提供了可能性;三是允许负债经营;四是明确了直投基金的组成种类,包括由直投子公司及其下属机构设立和管理的股权投资基金、创业投资基金、并购基金、夹层基金,以及以前述基金为主要投资对象的直投基金,即直投母基金;五是明确了直投基金的合格投资者制度,即直投基金应以非公开的方式向合格投资者募集资金,且投资者不得超过200人;六是明确了直投基金的备案制度;七是明确了直投业务的双重监管制度,即地方证监局通过证券公司间接管理,同时协会进行自律管理。

2012年11月,证监会修订了《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》,放宽了对证券公司自营业务的限制,将证券公司投资范围扩展为在境内证券交易所上市交易和转让的证券、在全国中小企业股份转让系统挂牌转让的证券、在区域性股权交易市场挂牌转让的私募债券和股票、在银行间市场交易的证券以及其他金融衍生产品。

此外,证券监管机构还在2012年11月颁布了《证券公司代销金融产品管理规定》,将证券公司代销金融产品的范围从此前的证券投资基金和其他证券公司的资产管理计划扩大至“在境内发行的,并经国家有关部门或者其授权机构批准或者备案的各类金融产品”。

证券公司直投、投资范围、营业范围管制的放松,有助于推动证券公司充分发挥各自特长,形成差异化的竞争优势,推动证券行业全面发

展。但证券行业的创新也要吸收境外成熟市场产品创新的教训,在创新过程中要处理好以下三个关系:一是要处理好放松管制和加强监管的关系。在赋予证券行业产品、业务创新自由的前提下,也要适度强化对行业创新风险的监管和防范,对创新活动所带来的风险进行适当的评估和分类,对其中可能出现的系统性风险,应该尤为关注。二是要处理好投资者适当性与“买者自负”的关系。在产品创新发展的过程中,要将创新产品和业务的特点进行风险分类,按投资者的风险承受能力进行适当性管理。在适当性管理的基础上,对投资者投资产品的风险,应当坚持“买者自负”。三是要处理好场外市场和场内市场的关系。在美国等境外成熟市场上,场外市场监管较为松散,监管主体欠缺,透明度较低,市场风险得不到有效监管和分散,最终导致了系统性的金融风险。典型的如次贷危机,充分暴露出场外衍生品市场的脆弱性。与此相对应的是,交易所衍生品市场采取中央结算模式,历经一百多年的发展,成功地管理了信用风险。因此,在当前信用体系尚不健全的条件下,在产品创新的过程中,应当进一步发展场内市场,对场外的产品创新,应当逐步实现交易的场内化,全面管控产品创新的风险。

## (二)以简政为基础,推动基金行业向财富管理行业转变

证券监管机构继续加强基金行业基础制度建设,逐步拓宽基金公司业务范围,扩大基金投资标的,松绑投资运作限制,优化公司治理,规范行业服务行为,全面推进基金行业发展。

### 1. 基金审批制度改革不断推进,基金产品审批效率显著提高

为了放松管制,深化基金产品审核的市场化改革,证券监管机构逐步修改有关基金产品审核制度,不断减少对基金行业发展的限制。首先,修改《证券投资基金运作管理办法》,改革基金产品的审核体制,为基金产品的注册制和发起式基金预留空间。其次,发布《关于深化基金审核制度改革有关问题的通知》,取消产品审核通道、缩短产品审核期限、实行基金产品网上申报与审核制度、推动基金产品各方归为尽责、鼓励基金公司建立“迷你基金”等的退出机制,全面推进基金审核市场化。最后,《证券投资基金销售管理办法》修改征求意见,鼓励具有专业理财产品销售和客户服务能力的机构进入基金销售领域,放宽基金销售机构准入条件。

随着我国基金产品审批制度的改革和管制的放松,基金行业发展不断取得新突破。如基金产品发行数量有了爆发式的增长,2012年基金公司共发行253只基金,同比增长25.6%。基金产品种类不断扩充,跨境、跨市场的ETF已获批。基金公司管理规模不断增大,截至2012年年底,基金管理公司管理资产3.61万亿元,净值2.87万亿元,分别增长了21.92%和32.87%。

## 2. 放松对基金资管的限制,推动基金行业拓展业务领域

证券监管机构除了改革基金产品审核制度,还放松了对基金资管行业的限制,推动基金管理公司业务全面发展。2012年6月19日,经修订的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》发布,允许基金公司为从事特定客户资产管理业务而设立的资产管理计划(简称“专项资产管理计划”)投资于“未通过证券交易所转让的股权、债券及其他财产权利”,并要求专项资产管理计划实施合格特定客户制度,并对专项资产管理计划实施备案制度。但基金公司必须通过设立的子公司从事该项业务,为此证券监管机构修订了《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》,对证券投资基金管理公司子公司的设立、治理与运营、日常监管和法律责任等进行了全面规范。允许基金公司通过子公司开展专项资产管理计划,使基金公司投资领域从现有的上市证券类资产拓展到了非上市股权、债权、收益权等实体资产,为基金管理公司的发展提供了更多的发展机会和空间。

随着证券监管机构逐步放开对公募基金牌照申请的限制,商业银行、信托公司、保险公司、证券公司以及私募投资基金等机构都在积极参与财富管理业务,公募基金行业将不断多元化;伴随着市场化的深入,基金管理公司的数量将不断增多,业务更加多元,基金行业将逐步从单一工具基金管理走向全面的财富管理。

为了进一步推动基金行业的发展,未来基金行业的制度变革应当主要集中在两个方面:一方面是进一步放开行业限制,推动基金行业由传统投资品向另类投资品扩展,由资本市场向货币市场和实业市场扩展,由基础市场向衍生市场扩展,由二级市场向一级前市场扩展,以此实现基金投资向更初级(如商品、房地产、自然资源、贵金属等)与更高级(如期货、期权、远期、掉期等衍生品)两端延伸;同时向上下游延伸,

上游发展上市前阶段的私募股权(PE)、风险投资(VC)等,下游发展上市后的并购基金等,从而丰富和改善产品风险收益配比,满足多样化、差异化的客户需求。另一方面要进一步放松行业限制,如疏通资金流入的通道,为养老金等长期资金的入市做准备,放宽合格境内机构投资者(QDII)等业务资格限制,授予更多的基金公司参与管理养老金与社会公共资产的资格等。

#### 四、以法制保障上市公司进一步规范运作

2012年,证券监管机构和沪深证券交易所进一步完善主板、创业板上市公司信息披露规则,推动电子化信息披露工作,制定提高证券发行财务信息披露质量规则,开展上市公司股东、关联方以及上市公司承诺履行情况专项检查,引导上市公司现金分红,鼓励投资者、中介机构参与公司治理,研究制定上市公司员工持股计划暂行管理办法等,上市公司治理更加规范化和公开化。

##### (一) 推动上市公司现金分红,积极回报投资者

长期以来,资本市场及上市公司尚未真正形成促进现金分红的约束机制及股权文化,同时公司自治体系下政策规定的效力也具有局限性。如少数公司对投资者的回报意识不强,而机构投资者及社会公众股东对公司现金分红的决策参与普遍不足,难以形成有效的制衡;部分上市公司分红政策不明确,不清晰,现金分红不透明,缺乏连续性和可预期性;现金分红政策落实不平衡,少数公司累计净利润为正数但多年不进行现金分红,且资金利用效率不高,对资本市场整体形象造成较大的负面影响。

证券监管机构在2012年5月发布《关于进一步落实上市公司现金分红有关事项的通知》(简称通知),要求上市公司制定回报规划、明确现金回报政策、严格执行现金分红决议、披露现金分红状况,并对未分红的主体详细说明情况。为了落实通知要求,上海证券交易所深入调研的基础上,也在2012年8月拟定了《上海证券交易所上市公司现金分红指引》,向市场公开征求意见。



上市公司实施现金分红意义重大:一是有利于培育价值投资理念,形成稳定回报预期;二是有利于吸引长期资金入市,增强市场稳定性;三是有利于合理配置上市公司资金,保护投资者利益。此外,2011年11月,财政部、国税总局、证监会发布的《关于实施上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》,明确自2013年1月1日起,对个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票,股息红利所得按持股时间长短实行差别化个人所得税政策,也有利于长期投资者获取较高的现金红利回报。

### **(二) 规范证券发行信息披露,从源头上提高信息披露质量**

当前,公司在发行、上市以及增发过程中存在一定的包装公司业绩、操纵利润等行为,扰乱了市场秩序,损害了投资者权益。

为了进一步提高资本市场的透明度,从源头上提高信息披露质量,证券监管机构多措施严把证券发行信息披露关。5月30日,证监会公布了《关于进一步提高首次公开发行股票公司财务信息披露质量有关问题的意见》,强调了各主体责任,提高财务信息质量;针对当前首次公开发行股票公司财务信息披露工作中存在的突出问题,对发行人、会计师事务所和保荐机构提出了九个方面的工作要求;进一步明确了首发新股财务信息披露的责任追究机制,加大问责力度。2012年12月28日,中国证监会发行监管部、创业板监管部和会计部联合发布了《关于做好首次公开发行股票公司2012年年底财务报告专项检查工作的通知》,要求保荐机构、会计师事务所对全部首发在审公司报告期财务会计信息进行自查,并按时提交自查报告;自查结束后,证监会将对自查报告进行严格审核和抽查。为了规范上市公司募集资金的管理和使用,证券监管机构2012年12月19日,又发布了《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》,强调对募投项目的风险防范要求以及董监高对募集资金的管理责任,保证募集资金安全;允许上市公司使用闲置募集资金购买安全性高、流动性好的投资产品,放宽资金用途;此外,也明确了使用闲置募集资金购买理财产品的决策程序和披露要求。

### **(三) 专项检查上市公司承诺履行,提高资本市场诚信水平**

我国上市公司在发行、股改、并购重组等环节,为了稳定资本市场

预期,提振资本市场信心,一般会在信息披露文件中进行承诺。但上市公司不同程度地存在承诺不履行、不适当履行或迟延履行情况,使上市公司的承诺变成了一纸空文,损害了中小投资者的权益,影响了资本市场的诚信秩序。

2012年10月证监会开展了对上市公司股东、关联方以及上市公司承诺履行情况专项检查,要求上市公司对相关方未履行情况进行专项信息披露,对履行完毕的承诺进行抽查,对于超期未履行的承诺进行督促。在专项检查工作的基础上,完善上市公司承诺相关监管规定,规范各方行为,稳定投资者的预期,并依法对恶意不履行承诺及虚假披露等行为进行查处。我国上市公司不履行承诺的原因主要包括:一是政策变化影响了承诺的履行,使承诺履行客观不能,如房地产企业因国家调控政策影响而不能履行承诺。二是承诺的内容本身存在不确定性,导致上市公司长期不履行承诺,或者不适当履行承诺。三是上市公司的故意行为,其不诚信行为本身不想过要履行承诺,或者以承诺的方式对市场进行操纵。四是社会公众投资者对上市公司不履行承诺的行为较为“漠视”,在一定程度上纵容了上市公司不履行承诺。

为了进一步规范上市公司履行承诺,建议从以下四个方面完善有关措施或制度:其一,通过制定指引等方式,明确上市公司承诺履行的具体要素,如承诺具体内容、时间、条件、替代性措施以及惩罚机制等。其二,建立承诺履行的担保机制,提高承诺人的“诚信”等级,对可以量化和具有可操作性的承诺,可以通过第三方保证提供承诺履行担保。其三,通过将承诺履行情况纳入公司股东大会审议事项、独立董事发表意见等方式,倡导上市公司履行承诺的自我约束机制。其四,进一步加强对上市公司承诺履行的信息披露监管,强化不履行承诺行为的惩罚机制。其五,进一步规范和明确中介机构对上市公司承诺履行的“看门人”机制,要求中介机构运用专业能力对上市公司承诺内容的设计、可行性,以及履约能力、履行情况进行监督和报告。

#### **(四)推行员工持股计划,完善上市公司治理**

员工持股计划是境外成熟市场是相当普遍的一种制度设计。实践证明,员工持股计划有利于提升公司生产效率,提高公司综合实力。同

时,这也是支持和培育专业机构投资者的有效途径之一。2012年8月,中国证监会研究起草了《上市公司员工持股计划管理暂行办法(征求意见稿)》,对上市公司员工持股计划规范内容、实施程序、管理模式、信息披露等进行了全面规定。

总体来说,该办法具有六方面的特点:一是员工自愿加入,企业充分自治;二是兼顾各方利益,坚持公平公正;三是风险合理分散,股权合理分布;四是减少行政干预,强化信息披露;五是放松准入管制,强化行为监管;六是加强防范运作,严防内幕交易。

在当前上市公司治理不尽规范的情况下,引导和推动上市公司实施员工持股计划在一定意义上具有“现金分红”的实效,有利于推动上市公司股价合理回归,提升员工参与公司治理的积极性,提高上市公司治理水平。同时,我国以往在员工持股计划的规范上存在较多的不足,产生了较多问题,需要对员工持股计划从适用对象和范围、信息披露、交易行为监管等方面进行全面的细化和规范,确保上市公司员工持股计划的规范运作。

## 五、以监管强化投资者权益保护

2012年,证监会监管机构和自律组织严厉查处证券市场违法违规行为,全年共受理证券期货违法违规线索380件,比2011年增长31%;新增案件调查316件(含涉外协查案件60件),比2011年增长21%;移送涉嫌犯罪案件33件,比2011年增长32%;对195名当事人作出了行政处罚,涉及罚没款共计4.36亿元,比2011年增长24%。2012年共作出57项行政处罚决定书和7项市场禁入决定书。处罚对象中涉及17家上市公司、2家会计师事务所、8家其他机构、168名个人。对158人给予罚款,对12人实施了市场禁入,其中2人被实施了终身市场禁入。同时,为了进一步打击资本市场的违法失信行为,证券监管机构制定了《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》等多个诚信规范,维护资本市场的公开、公平和公正。

### (一) 从严查处内幕交易案件,维护资本市场公信

2012年以来,证券监管机构对各类内幕交易“零容忍”,维护资本市场公信。并购重组及定增事项所涉内幕交易仍是高发区,为了进一步遏制上市公司重大资产重组过程中的内幕交易,证券监管机构在2012年11月,发布了《关于加强上市公司重大资产重组相关股票异常交易监控的暂行规定》,将股价异动的监管与重组行政许可直接挂钩,切实提高相关主体的保密意识和内幕信息管理水平。2012年以来,并购重组中的内幕交易处罚比例有所下降,内幕交易类型呈现多元化趋势,处罚的力度更为严厉。总体来看,2012年内幕交易主要呈现以下三个特征:

首先,案件数量占比明显增加。2012年证监会共对57件违法违规行为进行了行政处罚,其中14件涉及内幕交易,分别是:周和华科达机电内幕交易案([2012]3号)、张涛内幕交易案([2012]14号)、瀚宇投资夏自强内幕交易案([2012]19号)、沈少玲彩虹精化内幕交易案([2012]23号)、肖家守内幕交易案([2012]24号)、曾国波劲嘉股份内幕交易案([2012]31号)、庄坚毅等佛山照明内幕交易案([2012]37号)、陈宝庆等恒天集团内幕交易案([2012]46号)、催建胜北大青鸟内幕交易案([2012]47号)、费智龙源电力内幕交易案([2012]49号)、熊绍咏金利科技内幕交易案([2012]51号)、秦华天龙集团内幕交易案([2012]52号)、马刚胜利股份内幕交易案([2012]54号)、李琳杰中恒集团内幕交易案([2012]55号)、沈少玲内幕交易案([2012]23号)。内幕交易案件所占比例为24.6%,相较于前两年共计19件的平均比例有大幅提升。数量的增加有两个因素:一是打击内幕交易的法律体系更为完善,如《关于打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》、《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》和《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》,尤其是2012年6月开始实施的《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》,为打击内幕交易行为“装上了牙齿”。二是证券监管机构高度重视打击内幕交易,对内幕交易案件“零容忍”,发现一起,打击一起。

其次,案件类型呈现多元化趋势。2012年,并购重组内幕交易案

件比例有所下降,其他类型案件比例有所上升。同时,并购重组内幕交易案件也呈现出新的特点。一是利用配偶账户买进卖出股票成为并购重组案件中的主要类型。以周和华科达机电内幕交易案([2012]3号)为例,2010年时任科达机电董事、副总经理、董事会秘书的周和华,作为法定内幕信息知情人,其在2010年2月科达机电基本敲定欲收购佛山市恒力泰机械有限公司100%的股权时,利用妻子“郑某某”的账户在内幕信息敏感期内买入“科达机电”股票16000股,成交金额30.34万元,卖出后获利7.40万元。由于构成内幕交易,这笔违法所得在2012年2月被证监会没收,并处以14.80万元的罚款。肖家守内幕交易案([2012]24号)则存在多人同时将并购重组内幕信息透露给配偶,进行内幕交易。二是保荐机构保荐人甚至分析师皆有可能进行内幕交易,内幕交易主体呈现多元化趋势。在张涛内幕交易案([2012]14号)中,方大炭素控股股东辽宁方大集团实业有限公司决定方大炭素通过定向增发进行融资,并于4月1日基本确定由中国银河证券股份有限公司担任保荐机构,项目前期具体执行工作由时任银河证券投资银行总部股票发行部副经理张涛负责。内幕信息被张涛和评估师魏亮、高晓卉等人利用,在事项披露前买卖方大炭素股票。在瀚宇投资夏自强案([2012]19号)中,上市公司协议对方当事人,在双方签订合作协议后,违背基本的保密条款和内幕交易约束,购买了对方的股票。

最后,内幕信息和内幕交易的认定规则进一步清晰。其一,明确内幕信息的形成过程,严格界定内幕信息形成的时间点,从而为确定内幕交易行为提供了严格的时间参照。以张涛内幕交易案([2012]14号)为例,明确了内幕信息形成与公开的时间节点,其中2007年4月1日上午为初步接洽,一直到8月8日审议非公议案,证监会认定该信息于4月1日起开始形成。而张涛的妻子王某某在4月2日买入了上市公司股票,形成了严密的法律推理逻辑。其二,进一步加大了对知悉内幕信息的推定认定。在曾国波内幕交易案([2012]31号)中,项目负责人庄智否认向曾国波谈过项目事项,证监会通过曾国波借用资金购入股票、与庄智存在资金往来、所称借钱目的与购进股票资金运作不吻合等推定曾国波知晓上述内幕信息,并构成内幕交易行为。

此外,为了防范基金“老鼠仓”,证监会于2012年11月20日发布

了《基金管理公司开展投资、研究活动防控内幕交易指导意见》(简称意见),确立了基金管理公司防控内幕交易机制的原则及重点,将防控内幕交易机制纳入公司内部控制,构建职责体系,建立了内幕信息的识别、报告、处理、检查、责任追究及合规审查、培训、考核等重要防控内幕交易机制,确保不存在防控内幕交易的空白或者漏洞,同时也强调了行业协会的自律管理职责。该意见的发布,有助于指导基金管理公司建立健全内幕交易防控机制,规范基金管理公司投资、研究活动,完善内部控制,防范风险,保护投资者合法权益,维护证券市场秩序。但总体来看,意见在三个方面还有待进一步完善:一是意见还较为原则,内容也多属于规范性内容,并没有实际操作细节,还需要进一步完善。二是个人和单位的责任还有待进一步厘清,基金经理涉及“老鼠仓”案件的,仅追究个人责任,仅指出“公司应当明确董事会、经理层、从事投资和研究活动的部门及其他人员在防控内幕交易机制建立、执行方面的职责”,未追究单位责任。三是该意见只针对公募基金,对私募基金的规范仍需要另外出台相关措施。

## (二) 多领域查处市场操纵案件,维护资本市场公平

2012年证监会共处罚了7件市场操纵案件,分别是:新亚玉、李杰伟操纵股价案([2012]13号),胶南粮库操纵合约价格交易案([2012]15号),宝尔胜、黄君称操作合约交割价格案([2012]22号),王国斌操纵ST波导案([2012]28号),陈玉憬操纵债券价格案([2012]41号),唐建平操纵航天动力案([2012]43号),周武秀操纵成飞集团众合机电案([2012]44号)。其中包括4起股票市场操纵市场案,1起债券操纵市场案,2起期货合约交割价格操纵案。对这些案件的处理主要有以下三个特点:

第一,加大对市场操纵行为的处罚力度。在唐建平操纵航天动力案([2012]43号),其通过控制的19个账户在2010年4月2日至7月28日期间操纵航天动力股票,至12月23日,合计买卖股票1.2亿余股,唐建平累计获得达1.68亿元。证监会决定没收违法所得1.68亿元,并对唐建平处以1.68亿余元罚款。在王国斌操纵ST波导案([2012]28号)中,王国斌不以实际成交为目的,利用频繁申报和撤销申报的手段操纵ST波导股票,王国斌操纵股票共亏损41,440.08元,

证监会对其处以 30 万元罚款。

第二,查处首起债券市场操纵案件。在陈玉璟操纵债券市场案([2012]41号)中,陈玉璟通过控制本人及其亲属的4个证券账户,在收盘前1分钟采用对倒手法操纵债券价格并以此获利造成债券价格大幅偏离其价值,严重影响了债券市场的价格形成机制,侵害了投资者的合法权益。本案系首起债券市场操纵案。

第三,查处两起操纵期货合约价格案件。在胶南粮库操纵合约价格交易案([2012]15号)中,胶南粮库采用以自己为对象,自买自卖的方式操纵期货合约结算价;在宝尔胜、黄君称操作合约交割价格案([2012]22号)中,宝尔胜采用自买自卖的方式操纵期货合约交割结算价。

### (三)继续加大力度打击信息披露违规,确保资本市场公开

2012年,证券监管机构加大力度查处上市公司信息披露违规。2012年的信息披露违规呈现三大特点:

首先,上市公司常规信息披露违规依然是高发区。2012年证监会17起常规信息披露违规案件,几乎与前两年一致,保持三分之一比例不变,仍是证券市场违规的高发区,其中,半数以上的上市公司同时存在多项信息披露违规行为。典型的如京博控股马歆案([2012]6号)、宏盛科技案([2012]7号)、湖南天润案([2012]18号)、劲嘉股份案([2012]29号)、华阳科技案([2012]34号)、炎黄在线案([2012]48号)。常规信息披露案件的处罚力度不断加大,如在宏盛科技信息披露违规案件中,龙长生被处以终身行业禁止。

其次,大额持股披露违规行政处罚案件数量增加。2012年证监会共查处了10起大额持股信息披露违规行政处罚案件,分别为曹伟娟案([2012]1号)、中投合拓案([2012]8号)、魏辰阳案([2012]9号)、刘锦荣案([2012]12号)、唐园子案([2012]26号)、上海丰润案([2012]32号)、徐灵江案([2012]40号)、万基集团案([2012]50号)、星火投资案([2012]56号)、陈少忠案([2012]57号)。在这些案件查处过程中,证券监管机构明确了某公司或个人通过控制其他多个账户形式,达到《证券法》规定的比例时,应当以实质控制的原则履行披露义务。大额持股未披露案件,多数情况下为行为人控制多个账户或者共同控制

情况下,对持股比例一般要进行合并计算。

最后,继续加大中介机构信息披露违规的查处。2012年证监会查处2件中介机构违规案件,分别为山东正源和信所案([2012]17号)、利安达会计事务所案([2012]35号)。前者因为中介机构未能够履行充分的分析程序,未发现上市公司少计应付票据,而在未取得回函的情况下未采取任何替代解决方案,造成上市公司信息披露违规;后者是由于对华阳科技未尽勤勉责任,出具了相关无保留审计意见,发表了不恰当的审计意见,造成上市公司信息披露违规,给投资者带来损失。

#### **(四) 严管证券市场中中介机构违规交易和短线交易,维护市场公平交易秩序**

证券市场中中介机构在从事投资银行、投资咨询、研究等业务的过程中,基于工作的特殊性和敏感性,极容易接触到相关信息,从事不公平的交易。2012年以来,证券监管机构严厉打击涉及证券公司、投行、研究所等行业和岗位的违规交易行为。

叶志刚抢帽子案([2012]2号)为国内第一起证券公司行业分析师“抢帽子”操纵案件,叶志刚利用了海通证券研究所的工作便利,违法职业操守,实施了“抢帽子”交易行为,构成了市场操纵。李绍武PE腐败案([2012]21号)被称为“PE腐败第一案”,该案中李绍武作为投行工作人员,在公司改制辅导和保荐上市过程中,利用职务便利以及获取的信息优势,安排亲属或其控制的公司提前入股或以优惠价格入股,企图获得有关公司上市后巨大的交易价差,拟上市公司使自身利益与拟上市公司利益捆绑在一起,严重违背了保荐机构专业人员应具有客观公正性和独立性,影响了保荐机构对拟上市公司的客观判断,增加了保荐机构内控失灵与业务抢购的风险,侵害了投资者全面了解信息的知情权。证监会依法决定没收其违法所得并处600万元罚款,证监会还认定李绍武为终身市场禁入者。此案对界定抢帽子行为的具体构成要件和判断标准具有积极意义。

2012年证监会查处了同一家上市公司的两个高管分别进行短线交易的案件,易生泽案([2012]33号)、林科闯案([2012]36号)。易生泽和林科闯分别是上市公司三安光电的董事会秘书和总经理,明知应当遵守《证券法》禁止从事短线交易的规定,但其回避使用本人同名



证券账户,转而使用他人证券账户买卖三安光电股票,从中获取巨额收益,具有明显的违法主观故意,且违法行为持续时间较长,构成了短线交易行为。

#### (五) 颁布诚信相关规章,严肃查处破坏诚信秩序的违法失信行为

为了严肃查处资本市场的违法失信行为,在总结以往诚信监管经验的基础上,证券监管机构于2012年9月1日起颁布实施了《证券期货市场诚信监督管理暂行办法》(简称《办法》),规定了诚信档案诚信公开查询制度,构建了诚信约束机制和违法失信惩戒制度,明确了诚信监管合作制度。《办法》的实施,将有助于进一步加强资本市场的诚信管理,促进市场主体树立诚信观念,提高诚信意识,推动市场管理由被动向主动的转换,降低社会违规失信的风险。目前,资本市场诚信数据库已收录约1.1万家机构和51.5万名个人的信息。但《办法》还存在一定的局限性,如仅在诚信信息层面进行规范,并不能从根本上规制诚信违规行为;《办法》作为部门规章层级的规范,其适用性和约束性仍较局限,是否需要将其上升至法律层面,提高其效力和适用范围仍需进一步研究。总之,资本市场的诚信建设不可一蹴而就,要治愈困扰资本市场多年的“失信”顽疾,只有在司法和执法上不断完善。

同时,为了进一步打击利用“荐股软件”进行证券投资咨询的诈骗活动,证监会于2012年12月发布《关于加强利用“荐股软件”从事证券投资咨询业务监管的暂行规定》(简称《暂行规定》),明确了“荐股软件”的界定标准,细化了证券投资咨询机构利用“荐股软件”从事证券投资咨询业务的监管要求,强调对利用“荐股软件”从事非法证券投资咨询活动的,依法予以严厉打击。《暂行规定》的发布,有助于规范以“荐股软件”为主要方式的证券投资咨询行业,全面提升证券投资咨询行业的质量和服务水平,形成有序的市场竞争,保护投资者权益。但“荐股软件”本身还涉及提高风险承受能力和风险偏好与需求等投资者适当性评估的内容,应当就此与投资者适当性制度的完善统一考虑,一体完善。

此外,为了分类保护投资者权益,2012年12月30日,中国证券业协会发布了《证券公司投资者适当性制度指引》,按照投资者在财务状

况、投资知识、投资经验、风险偏好等方面的不同,明确将客户划分成为专业投资者和非专业投资者,明确在证券公司向客户销售金融产品,或者以客户买入金融产品为目的提供投资顾问、融资融券、资产管理、柜台交易等金融服务(销售金融产品或提供金融服务)的实施投资者适当性制度。《证券公司投资者适当性制度指引》的发布,有助于证券公司全面细化和完善投资者适当性管理的具体制度,形成证券行业较为统一的投资者适当性管理具体标准,为风险承受能力不同的投资者提供不同的保护。

## 六、以司法为资本市场创新发展保驾护航

2012年,司法机关进一步加强对资本市场的支持力度,稳定金融发展预期、严格内幕交易刑事责任追究、明确上市公司破产重整司法政策,资本市场创新发展的司法环境得到进一步优化。

### (一)最高司法机关出台多份文件,促进证券市场稳定健康发展

#### 1. 发布指导意见,为金融改革发展提供支持和保障

国际金融危机使世界经济金融格局发生深刻变化,我国经济和金融开放程度不断提高,金融风险隐患也在积聚。结合当前金融改革发展创新的实际,最高人民法院于2012年2月10日发布了《关于人民法院为防范化解金融风险和推进金融改革发展提供司法保障的指导意见》(法发[2012]3号,简称《指导意见》)。《指导意见》提出五项措施保障金融市场协调健康发展,还要求对操纵市场、欺诈上市、内幕交易、虚假披露等行为加大刑事打击力度,明确了法院对于法律、行政法规没有规定或规定不明的金融创新产品,不应简单否定其合法性,而应坚持维护社会公共利益的原则,在遵循商事交易的特点、理念和惯例基础上做出判断,为金融创新提供必要的成长空间。

《指导意见》适应了我国当前金融改革发展的需要,强调和明确了司法机关在规范金融秩序、防范金融风险、推动金融改革、支持金融创新、维护金融安全的基本任务和保障作用,将对今后的金融司法工作发挥重要指导作用。

## 2. 出台司法解释,细化内幕交易司法适用标准

为解决内幕交易司法实践中争议较大、反映更为突出的法律适用问题,最高人民法院与最高人民检察院于2012年3月29日出台了《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》(法释[2012]6号,简称《内幕交易司法解释》)。《内幕交易司法解释》共11条,在《刑法》和《证券法》等相关规定的基础上,进一步明确了内幕交易、泄露内幕信息犯罪的主体范围、内幕信息敏感期及相关交易明显异常的认定标准、不属于内幕交易的情形、定罪量刑的标准和单位犯罪的定罪处罚标准等法律适用问题。

《内幕交易司法解释》在遵循现有刑事法律制度的前提下,从实体角度解决内幕交易认定难的问题,为司法机关认定和惩治内幕交易行为提供了明确的标准和依据,对于打击内幕交易行为具有重要意义。但是,《内幕交易司法解释》属于刑法,不涉及民事赔偿诉讼方面,目前内幕交易民事赔偿制度仍然无法可依,投资者民事索赔受阻,不仅大大降低了违法者的违法成本,而且不利于保护投资者权益,影响了市场信心。探索建立和完善内幕交易民事赔偿机制,仍然是未来证券司法领域的重要任务。

## 3. 发布会议纪要,明确上市公司破产重整司法政策

我国《破产法》自2007年6月30日实施以来,已经有三十多家上市公司进入了破产重整程序。为了解决上市公司破产重整实践疑难问题,如司法环节与后续重组行政审批之间的矛盾,最高人民法院与证监会在2012年3月印发了《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》(法[2012]261号,简称《会议纪要》)。《会议纪要》强调在上市公司破产重整案件审理中应坚持依法公正审理、挽救危困企业、维护社会稳定三原则,并对破产重整的申请、申请的审查、上市公司的信息保密和披露、重整计划草案的制订、出资人组的表决以及重整计划草案的会商、所涉行政许可部分的执行等内容进行了明确。

《会议纪要》的出台,有以下三方面的意义:一是确立会商机制,解决了司法权与行政权的衔接问题,重整计划草案涉及证券监管机构行政许可事项的,受理法院应当通过最高人民法院,启动与证监会的会商机制;二是明确重整计划草案内容,上市公司破产重整计划草案应当包

括详细的经营方案,经营方案涉及并购重组等行政许可事项的,应当聘请证券服务机构,按要求编写材料作为重整计划草案及其经营方案的必备文件;三是明确出资人组的表决的效力,重整计划草案提交出资人组以特别多数通过且经人民法院裁定批准后,上市公司无须再行召开股东大会,可直接向证券监管机构提交出资人组表决结果及法院裁定书,以申请并购重组许可申请。

## (二) 各级司法机关审理重大证券案件,有效发挥司法的引导和保障作用

### 1. 绿大地案: 欺诈发行再审, 刑责终落定

绿大地欺诈发行股票案被证监会认定为“案情重大、性质极为恶劣”,但对于该案的审理却一波三折。2011年12月2日,昆明市官渡区法院曾对其作出上市公司罚款400万元、何学葵等责任人缓刑的判决,引发了市场的强烈质疑。虽然后来昆明市中级人民法院纠正了上述判决,加大了对责任主体的刑罚力度,但市场上认为判罚过轻的声音仍不绝于耳。从早期的红光实业、通海高科、大庆联谊到近几年的苏州恒久、胜景山河、绿大地,欺诈发行的“前赴后继”,突出反映了欺诈上市的法律责任与违法收益不成比例的问题。

2013年2月7日,在经历了原审法院一审、检察院抗诉之后,昆明市中级人民法院对绿大地一案做出一审判决并生效。法院最终认定,绿大地犯欺诈发行股票罪、伪造金融凭证罪、故意销毁会计凭证罪,判决执行罚金人民币1040万元,何学葵犯欺诈发行股票罪、伪造金融票证罪、违规披露重要信息罪、故意销毁会计凭证罪,数罪并罚,决定执行有期徒刑10年,并处罚金60万元,同时还对责任人蒋凯西、庞明星、赵海丽、赵海艳作出相应刑罚。

我国《证券法》第189条和《刑法》第160条对欺诈发行的罚金分别规定为“处以非法所募资金金额百分之一以上百分之五以下的罚款”和“并处或者单处非法募集资金金额百分之一以上百分之五以下罚金”。绿大地虚增收入2.96亿元,IPO募资近3.5亿元,即使对其按照上限进行处罚,也仅占其违法收益的很小部分。何学葵等人的刑期虽经抗诉得以加长,但与其通过公司上市后股份转让获得巨额收益相比,违法成本仍然偏低,难以发挥案件的警示作用。要彻底打消行为人

欺诈上市的念头,就必须解决法律责任与违法收益不成比例的问题,一方面建议提高欺诈发行罚金的比例和限额,提高刑期的幅度;另一方面应进一步完善民事责任追究机制,简化民事索赔的程序,探索由专门机构代理投资者维权,及时冻结责任人的资产确保对投资者的清偿,从而对有违法意图的主体产生威慑效力,切实保护投资者权益。

## 2. 熔盛重工案:要约收购申请撤回,引发缔约过失索赔

2013年1月11日,备受关注的A股市场首例要约收购维权案有了初步结果,兴业全球基金一审败诉。2011年4月底,国内最大的民营造船企业熔盛重工与安徽省全椒县政府签订协议,以21.49亿元受让全柴集团100%股权,后者持有上市公司全柴动力44.39%的股份。由于触发要约收购义务,熔盛重工以16.62元/股的价格,向上市公司剩余近56%的股东发出要约收购报告(摘要)。兴业全球基金从5月起买入全柴动力股票。但2012年8月,熔盛重工以“宏观经济不景气”为由,从证监会撤回要约收购申请材料,兴业全球基金选择抛售持有的200万股全柴股票,卖出价8元/股,参照16.62元的要约收购价,损失1637万元。随后,兴业全球基金对熔盛重工提起缔约过失责任诉讼,要求赔偿1637.02万元。2013年1月,法院判决驳回兴业全球基金诉讼请求。

本案双方的争议焦点之一是熔盛重工是否有缔约过失责任。兴业全球基金认为,熔盛重工发出要约收购报告(摘要)即意味着缔约过程开始,熔盛重工在此后的信息披露中未能完全做到向市场及时提示风险,撤回申请更是违背了其在2011年6月公告中关于收到相关政府机关批复后“立即将补正材料上报证监会”的承诺,违反了诚信信用原则,造成投资者损失,应当承担赔偿责任。熔盛重工则认为,缔约过程的开始应当以要约收购的生效为前提,熔盛重工并未向证监会提交补正材料,要约收购没有生效,也谈不上“缔约过失”。

根据我国《合同法》第42条的规定,缔约过失责任可能发生于合同生效前为订立合同而进行的磋商、沟通环节,并不以要约生效为前提。只要在订立合同过程中,违背了诚实信用原则,侵害对方信赖利益,造成对方损失的,均应承担缔约过失责任。在要约收购中,收购人应当基于诚实信用原则,按照相关法律法规及时、准确地进行信息披露,向投资者充分揭示风险,并恪守相关承诺。如果收购人存在欺诈,并无要约

收购的真实意图,或者不履行承诺事项,损害投资者合理信赖利益并造成投资者损失的,应承担相应责任。熔盛重工案已进入二审程序,虽然最终结果尚不得而知,在该案中,兴业全球基金主动诉诸法律武器来维护基金份额持有人的利益,表明基金行业受托人责任意识在增强。

### 3. 海富投资案:区分认定对赌协议效力,引导规范 PE 行业

对赌协议作为一种融资工具,在香港、美国等地区和国家被广泛的适用并受到当地法律的认可和保护。近年来,对赌协议在我国也被频繁用于私募股权投资,但对赌协议的法律效力,一直存在争议。2012年11月,最高人民法院对海富投资对赌协议案作出再审判决,对富有争议的对赌协议效力问题起到了示范、参考作用。

该案的争议焦点是“对赌协议”是否有效。一审法院认为,投资方海富投资在世恒公司净利润低于3000万元时有权要求世恒公司补偿的约定,违反了《中外合资经营企业法》第8条关于企业净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的约定,同时也损害了公司和债权人利益,因此无效。二审法院则认为该约定并不违反《公司法》、《中外合资经营企业法》和《公司章程》,而是违反投资领域风险共担的原则,属于“明为联营,实为借贷”,因此认定该内容无效。最高人民法院提审该案后,对一、二审判决进行了分析,最终对该对赌协议效力做出了认定:关于海富投资有权从世恒公司处获得补偿的约定的效力,最高人民法院认为该约定使得海富投资的投资可以获得相对固定的收益,该收益脱离了世恒公司的经营业绩,损害了公司利益和债权人利益,依据《公司法》第20条和《中外合资经营企业法》第8条,认定该约定无效;关于迪亚公司对海富投资补偿的约定,最高人民法院认为该约定并不损害公司及公司债权人的利益,不违反法律的禁止性规定,是当事人真实意思表示,是有效的。

作为对赌协议第一案,海富投资案的审理进程引起了PE行业和法律界的密切关注。最高人民法院的终审判决,对引导和规范PE行业乃至整个资本市场发展都有重要意义:一是再审判决认可了PE投资者与股东之间对赌协议的合法性,消除了PE投资者的后顾之忧。这种对赌协议,能够降低投资者由于信息不对称带来的投资风险,强化对融资方的激励和约束,也符合合同当事人的意思自治,不会损害公司和

其他股东、债权人的利益,不违反法律、行政法规的禁止性规定,因此是有效的。二是终审判决明确认定 PE 投资者与目标公司的对赌协议无效,有利于规范 PE 投资行为。最高人民法院并没有机械地适用 1990 年出台的关于联营的司法解释,而是在肯定 PE 投资形式的基础上,综合考量公司、债权人、其他股东的权益,认定其损害了公司利益和债权人利益,因而无效,有利于禁止投机行为,规范 PE 行业。

## 七、以会议共商资本市场创新发展法治大计

2012 年,我国资本市场改革和创新加快推进,资本市场法治建设取得重大进展。市场的快速发展,客观上对法制环境提出了更高的要求。在这一背景下,监管层、理论界和实务界围绕资本市场发展创新和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制化。

2012 年 1 月,全国证券期货监管工作会议在北京召开,会议就当前及今后一段时期资本市场改革和监管工作,作出了具体的部署。其中包括深化发行体制改革,完善新股价格形成机制;积极推进退市制度改革,逐步形成市场化和多元化的退市标准体系;显著提高公司类债券融资在直接融资中的比重,研究探索和试点推出高收益企业债、市政债、机构债等债券新品种;督促上市公司明确对股东的回报,切实加强对其红利分配决策过程和执行情况的监管,强化对未按承诺比例分红、长期不履行分红义务公司的监管约束,加大对内幕交易、市场操纵、欺诈上市、虚假披露等行为的打击力度。

2012 年 12 月 8 日,由上海证券交易所主办,北京大学、中国人民大学和华东政法大学联合举办,以“资本市场诚信与法治建设”为主题的第三届“上证法治论坛”在上海举行。中国证监会主席郭树清、最高人民法院副院长奚晓明、国务院法制办副主任安建、上海市副市长屠光绍、上海证券交易所理事长桂敏杰也在论坛上就资本市场法治和诚信建设作了重要讲话。包括上海证券交易所徐明副总经理在内的 5 位知名专家分别围绕法治与诚实信用原则、中介机构与上市公司诚信建设、市场创新与诚信等主题发表了精彩的主旨演讲。与会专家学者围绕

“上市公司诚信与投资者保护”、“资本市场中介机构诚信与看门人机制”、“资本市场诚信监管与诚信法制化”展开了热烈讨论,并从完善市场诚信的激励和约束机制、发挥行业自律与市场监管、加强诚信法治宣传等方面提出了有益的建议。本届论坛收到各界稿件百余件,择其优者纳入《证券法苑》第七卷。

2012年6月15日,“国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设”研讨会暨中国证券法学研究会2012年年会在成都召开。与会专家学者围绕“混业经营背景下的金融创新与风险控制”、“国际金融监管新趋势与我国金融监管改革”、“中国资本市场的制度改革与《证券法》修改”、“西部大开发国家战略下的区域性金融中心建设”四个问题进行了广泛深入的研讨。

## 结 语

展望2013年,资本市场法治建设任务依然繁重:《证券法》的修改和《期货法》的制定将继续推进,《上市公司监督管理条例》期待“千呼万唤始出来”。有关内幕交易、市场操纵等证券侵权民事赔偿的司法解释希望取得进展。证券发行制度市场化改革仍将进一步推进,上市公司再融资审核制度与流程调整有望水到渠成,以信息披露为核心的发行监管体制不断完善;多层次资本市场体系全面丰富,不同层次市场之间的转板机制有待建立;上市公司市场化的并购重组制度逐步完善,并购债券、基金或贷款的配套制度创新也将不断推进;后《期货交易管理条例》时代的配套制度修改和完善工作也不断开展,国债期货、原油期货市场建设稳步推进;统一监管、辖区监管责任制和自律管理多层次监管体系进一步丰富,欺诈发行、虚假披露、内幕交易以及市场操纵的违法违规行为查处更趋严厉。