

2011 年中国证券市场法治述评*

武俊桥**

2011 年,我国证券市场立法秉承“加强监管,放松管制”的理念,证券发行、上市公司监管、诚信监管体系等制度逐步推进和深入。证券监管机构进一步强化行政执法,严打资本市场的“欺骗”和“盗窃”。司法机关颁布司法解释、出台司法政策,进行民事审判、对违法行为人予以刑事处罚等为资本市场的规范发展保驾护航。

一、以“加强监管,放松管制”为理念的证券立法

2011 年,证券监管机构和自律管理组织秉承“加强监管,放松管制”的立法理念,通过颁布行政

* 本文的资料搜集得到了国浩律师事务所吕红兵律师和贾勇律师的大力支持,亦得到了其他相关人士的热情帮助,谨致谢意。上海证券交易所法律部的领导和同事审阅了全文,并提出了修改意见,一并感谢。当然,文责自负,本文谨代表作者个人观点,与以上单位和个人以及作者所在单位无关。本文受第 49 批中国博士后科学基金面上资助(20110490691)和教育部人文社会科学青年基金项目(11YJC820068)共同资助。

** 上海证券交易所博士后科研工作站站博士后。

规章、自律规则和规范性文件等各种方式,积极推动资本市场发展的规范化和市场化。

(一) 证券发行改革的“市场化”与上市公司监管的“规范化”

作为市场准入机制的新股发行市场化改革逐步进入了“深水区”,从核准制走向注册制的市场化改革对《证券法》所确立的证券发行核准制的法律地位提出了挑战,为此有必要进一步修改《证券法》中的证券发行审核体制。上市公司关联交易监管、上市公司内控制度的引入和实施、企业并购重组的规范化以及上市公司退市制度完善的新发展是本年度上市公司监管立法的主要内容。

1. 新股发行制度市场化改革进入“深水区”

2009年,证监会拉开证券发行市场化改革的序幕。2010年10月,证券发行市场化改革进入第二阶段,证券发行市场化改革的制度措施基本到位。2011年,证券监管机构全面落实新股发行体制改革措施,督促市场主体归位尽责,新股发行的市场约束功能有所增强。4月6日,证监会颁布《关于保荐项目尽职调查情况问核程序的审核指引》,加强了对保荐机构执业行为的监管;《创业板专家咨询委员会工作规则(试行)》的实施,有助于发挥创业板专家咨询委员的作用。同时,为了加强预披露制度对发行公司的监督,证监会调整了预披露的时间,极大地增强了社会监督的力度,给公众提供了有力的监督平台,从根本上推进了IPO(首次公开募股)的阳光发行。

在证券发行市场化改革过程中,强化对市场主体的行为约束,督促其归位尽责,有助于确保新发行上市公司的质量,《关于保荐项目尽职调查情况问核程序的审核指引》就是证券监管机构的行动之一。该指引的颁布有助于强化监督保荐机构和保荐代表人做好尽职调查工作,提高保荐工作质量,建立了问核机制,进一步落实了保荐责任。问核机制中询问的问题涵盖了审核过程中关注的近40个方面问题,包括投资者投资判断时关注的重要事项,如发行人行业排名和行业数据、主要供应商和经销商情况、环保情况、拥有或使用商标和专利等知识产权情况等。问核机制将监管关口前移,并将所有保荐项目纳入监管范围,是强化过程监管的重要举措。

为了积极发挥创业板咨询专家的作用,证监会于9月29日发布了

《创业板专家咨询委员会工作规则(试行)》,明确在企业申请受理阶段,如果发行审核职能部门认为发行人是否符合创业板定位需进一步论证,有必要征求专家意见,可以向咨询委进行咨询;在已受理企业的审核阶段,如果发行审核职能部门认为发行人所在行业、产业、技术或其他相关方面的问题有必要征求专家意见,可以向咨询委进行咨询。咨询委委员可以通过会议咨询、书面咨询、电话咨询、当面沟通等方式提供个人咨询意见。发行审核职能部门应当根据咨询方式,向咨询委委员提供必要的咨询材料。这意味着,随着创业板企业的行业细分与专业化进一步深化,对于其所在行业的专业化审核正在逐步提高重要性。

2011年12月30日,证监会发行部、创业板部联合发布了《关于调整预先披露时间等问题的通知》,该通知要求自2012年2月1日起,发行人及其中介机构对中国证监会审核部门发行申请反馈意见落实完毕后即安排预先披露,同时报送发审会材料。将以往在发审会前5天公布的拟上市企业招股说明书提前至初审会前阶段进行披露,预披露时间也由原先的5天延长至30天。招股说明书预先披露制度是深化发行制度改革的一项重要措施,是市场化约束机制的重要组成部分。预先披露制度实施以来,在强化社会监督、提高信息披露质量和审核工作透明度等方面发挥了重要作用。本次预披露制度的提前,将进一步强化证券发行的市场化约束机制,极大地增强了社会监督的力度,给公众提供了有力的监督平台,将从根本上推进IPO(首次公开募股)的阳光发行。

自2006年修改后的《证券法》实施以来,我国证券监管机构通过规范保荐人监管,改革发审委制度等措施,在核准制基础上,不断推动新股发行的市场化改革,推动各方主体归位尽责,初步建立起以价格约束机制为核心的市场化约束机制,较好地适应了市场的需求,推定市场的快速发展。

随着新股发行市场化的推进,改革进入了深水区。新股发行的市场化,其法律本质就在于新股发行的审核从实质审核的核准制走向形式审核的注册制。市场化改革的发展将逐步触动《证券法》所确立的核准审核体制,其本质是对证券发行行政许可的法定条件和标准,现有

的制度框架下,证券监管机构对新股发行进行实质审核是其法定职责。因此,进一步推动新股发行的市场化,由证券监管核准制走向注册制,必须要对《证券法》上确立的核准制进行修改。

2. 多规“深耕细作”上市公司治理和信息披露

上市公司运作的规范和透明,是资本市场“三公”原则的主要体现,而其核心就在于不断地完善上市公司治理和信息披露制度。为了促进上市公司的规范运作,证券监管机构和沪深交易所等试点了上市公司内控制度、规范了上市公司关联交易提高其独立性、试行信息披露“直通车”制度初步建立实时信息披露。

在我国特有的市场发展路径及股权相对集中的背景下,上市公司关联交易的非公允倾向十分严重,并体现出隐蔽化、多样化的发展趋势,其所带来的市场危害性始终是一个顽疾。2010年以来,证券监管机构通过“解决同业竞争,减少关联交易”的专项活动,显著改善上市公司独立性,大幅度提高上市公司的盈利能力。为了进一步引导和规范上市公司尤其是主板上市公司的关联交易行为,上海证券交易所颁布和实施了《上海证券交易所上市公司关联交易实施指引》,对现行规则中涉及关联交易规定进行了汇总,细化了上市公司关联交易决策和披露的流程,在局部放松管制的同时,进一步全面强化了对关联交易的监管。其中,针对上市公司向关联人高溢价购买资产(溢价100%以上)的重大关联交易,指引做出了严格的披露和决策程序的要求。指引的发布,为规范上市公司关联交易提供了明确的披露和决策程序的规则指向,有助于关联交易的透明化,遏制和防范不当关联交易的发生,有利于上市公司提升治理水平和质量。

传统上,我国证券监管机构和交易所对上市公司的信息披露实行事前审核制度,即在事件发生后,上市公司形成报告后要及时报送证券监管机构和交易所进行审核,审核通过后,再通过法定的信息披露媒体进行公开。信息披露事前审核的模式导致事件发生后至信息公开需要较长的一段时间,影响了信息的时效性,易滋生内幕交易、市场操纵等违法违规行为,不利于保护投资者权益。近年来,随着网络信息披露在我国资本市场的引入和推广,上市公司进行实时信息披露条件基本具备。2011年10月17日,深交所发布《上市公司信息披露直通车试点

业务指引》,要求自2011年10月24日在部分上市公司实施信息披露“直通车”,即将应该对外披露的信息公告通过技术平台直接提交给指定披露媒体,证券交易所进行事后审核;并明确交易所审核属于形式审核,不对内容的真实性承担责任,“直通车”原则上限于业务复杂程度相对较低、不需停牌的公告类型,如季度报告、业绩快报、预告、预测,股东会、董事会会议,股权变动,非重大交易等临时报告。试行“信息披露直通车”,将信息披露监管的重点从“事前审核”模式转为“事后审核模式”,初步建立了实时信息披露制度,将有助于保护投资者权益,减少内幕交易、市场操纵等违法违规行为的发生。完全的实时信息披露制度的建立,仍需要相关的配套制度的完善,主要包括四个方面:一是确立以是否影响投资决策作为判定信息是否重大的标准。二是明确监管机构对实时信息披露实行事后审查制度,即在事件发生后即时地向证券市场进行公开,并同时向证监会和证券交易所报告。三是建立上市公司实时信息披露的“安全港”制度,避免对上市公司在合理的商业判断规则基础上的信息披露及行为进行诉讼,保证上市公司在对信息是否披露以及何时披露的判断上履行了善良注意义务后可以免责。四是规定上市公司违反实时信息披露制度的法律责任,明确上市公司违反信息披露及时性的责任性质、责任主体、举证责任、赔偿范围以及免责事由等。

中国企业内部控制规范体系是适应经济社会不同发展进程而逐步形成的,有助于从根本上提高上市公司治理质量。财政部会同证监会、审计署、银监会、保监会五部委先后于2008年和2010年发布了《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》,为了在上市公司中实施内部控制规范,证券监管机构在2011年发布了《关于做好上市公司内部控制规范试点有关工作的通知》,要求执行内控规范的上市公司,应当对本公司内部控制的有效性进行自我评价,披露年度自我评价报告,并聘请具有证券、期货业务资格的中介机构对财务报告内部控制的有效性进行审计并出具审计报告。

此外,沪深证券交易所为了提高上市公司规范运作,还发布了诸如《上海证券交易所上市公司董事会秘书管理办法》、《深圳证券交易所上市公司信息披露工作考核办法》、《深圳证券交易所创业板上市公

司谴责标准》等自律管理规则,对公司治理和信息披露的监管进行深化和细化。

3. 企业并购重组制度走向规范化和市场化

2011年,在中国经济强劲发展和国家并购重组相关扶持政策的带动下,我国企业并购数量和并购金额双双翻倍增长。清科研究中心的数据显示,2011年中国并购市场共完成1157起并购交易,披露价格的985起并购交易总金额达到669.18亿美元。与2010年完成的622起并购交易相比,同比增长高达86.0%,并购金额同比增长92.3%。与这一并购市场发展向映照的是我国公司并购重组规范的规范化和市场化。2011年,我国监管机构对企业并购重组的规范主要包括三个方面:一是有关外国投资者并购境内企业的安全审查制度;二是证券监管机构有关上市公司收购和并购重组规范中的有关规章理解上可能存在的以不一致的问题加以明确,以证券期货法律适用意见的方式对外发布;三是证券监管机构修改了上市公司重大资产重组与配套融资相关规定。

近年来,随着经济全球化的深入发展和我国对外开放的进一步扩大,外国投资者以并购方式进行的投资逐步增多,为了维护国家安全,国家加强了对外国投资者对并购境内企业的安全审查,2011年国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于建立外国投资者并购境内企业安全审查制度的通知》(国办发[2011]6号),商务部也公布了《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》,以上两个规章对外国投资者并购境内军工及军工配套企业,重点、敏感军事设施周边企业,以及关系国防安全的其他单位;外国投资者并购境内关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重要基础设施、重要运输服务、关键技术、重大装备制造等企业,且实际控制权可能被外国投资者取得建立了较为全面的安全审查制度。

2011年,证券监管机构就上市公司并购重组规范中可能存在的疑义问题,以《证券期货法律适用意见》并以证监会公告的方式对外公开释义,体现出了上市公司并购重组制度的规范化、透明化。本年度证监会发布有关上市公司并购重组的《证券期货法律适用意见》第7-12号,内容包括上市公司严重财务困难认定、要约豁免申请条款选用、二级市场收购的完成时点、拟购买资产存在资金占用问题、上市公司在

12个月内连续购买、出售同一或者相关资产的有关比例计算等内容进行了细化和说明。《证券期货法律适用意见》以证监会公告的形式发布,具有行政规章的法律效力,从法律规范意义上看,属于规章制定机关对规章内容的解释,属于广义立法解释的范畴,体现了行政立法的严肃性和规范性,也有助于确立“阳光化”的上市公司并购重组规范制度。提高并购重组审核的“透明度”,实行“阳光化作业”,是保障并购市场规范化发展的基础性工作,既有利于加强对监管者的自身约束,增强证监会审核工作的公信力和效率,也有利于形成市场合理预期,提高市场参与主体的规范化水平。

证监会为了贯彻和落实国务院于2010年发布的《关于促进企业兼并重组的意见》,在2011年对上市公司重大资产重组与配套融资的相关规定进行了修改,公布了《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》,并就其中的一些核心问题进行了解答,内容主要涉及对《上市公司重大资产重组管理办法》及其实施细则的调整与修改。新规定首先对重组方的规模和盈利进行了限制,提高了借壳上市的标准,其标准将接近于IPO标准,在新规下,对劣质ST类壳资源的抢夺和盲目炒作或降温;同时,新规定还实现了上市公司并购加融资的一站式审核,上市公司发行股份购买资产的,可以同时通过定向发行股份募集部分配套资金,并购重组申请与再融资申请实现一次受理,一次核准。新规定有助于支持企业利用资本市场开展兼并重组,促进行业整合和产业升级,进一步规范、引导借壳上市活动,完善了上市公司发行股份购买资产的制度规定,有助于鼓励上市公司以股权、现金及其他金融创新方式作为兼并重组的支付手段,拓宽兼并重组融资渠道,提高兼并重组效率。新规定的发布,在一定程度上提高了上市公司并购重组的市场化。

4. 上市公司退市制度完善取得新进展

上市公司退市制度的完善有助于形成资本市场“有进有退”的畅通渠道,从而形成资源的优化配置。《证券法》、《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法(修订)》以及沪深交易所业务规则都对上市公司退市制度做了明确规定,但据Wind数据显示,自2001年4月23日PT水仙退市以来,截止到2011年年底沪深股市共有83家公司退市,

其中29家因私有化、证券置换、吸收合并等退出,4家因暂停上市后未披露定期报告退出,剩余的50家均是因公司最近三年连续亏损退出,尚无一家公司因不符合“公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件”、“公司有重大违法行为”等标准被强制退出。从制度层面上看,我国上市公司退市制度存在以下问题:一是以连续亏损作为退市的核心标准提高了退市门槛,导致资本市场劣质上市公司难以退市;二是连续亏损的退市标准易于规避,同时引发利润操纵等违法违规行为;三是退市程序繁杂、时间过长,影响了退市效率。

2011年11月28日,深圳证券交易所发布了《关于完善创业板退市制度的方案》(征求意见稿)(以下简称《方案》)拉开了我国上市公司退市制度完善的新一轮改革。其主要内容包括:一是丰富退市标准体系,增加退市条件;二是完善恢复上市的审核标准,不支持通过“借壳”恢复上市;三是缩短现行部分退市条件的退市时间,加快退市速度;四是改进创业板退市风险提示方式;五是实施“退市整理期”制度,设立“退市整理板”;六是明确退市公司去向安排。2012年2月24日,深交所发布了《〈关于完善创业板退市制度的方案〉征求意见稿和修改情况的说明》,对比征求意见稿,主要是增加了公开谴责听证程序,相关人员可以在听证会上进行申诉。按照规划,预计今年一季度《创业板股票上市规则》的修订工作将会完成,经批准后,新的创业板退市制度将正式实施。

新的创业板退市制度的实施将为主板退市制度完善提供有益的探索,随着创业板退市制度的实践发展,新的主板退市制度的推出指日可待。

(二) 规范证券公司业务发展,推动证券公司业务创新

2011年是资本市场创新发展的一年,为了规范证券公司业务发展推动其业务创新,证券监管机构和沪深交易所颁布了多个行政规章、规范性文件和业务规则,主要集中在融资融券业务、直投业务、债券质押式报价回购业务和约定购回式证券交易。

1. 融资融券转“常规”和转融通制度推出

Wind数据显示:自2010年3月31日,沪深交易所融资融券业务试点以来,截止到2011年12月2日,我国证券市场融资余额达到

370.93亿元,融券余额达到5亿元,证券公司融资融券业务发展迅速。但与我国资本市场的规模总体相比,融资融券余额仍然有限,标的证券仅有90只,试点券商数量在全部109家券商中只有25家能够参与。随着融资融券业务的不断发展和成熟,融资融券试点有必要转入常规运行。为此,中国证监会及有关单位在修改《融资融券业务管理办法》、《证券公司融资融券业务内部控制指引》、《上海证券交易所融资融券交易实施细则》、《深圳证券交易所融资融券交易实施细则》、《中国证券登记结算有限责任公司融资融券登记结算业务实施细则》、《融资融券合同必备条款》和《融资融券交易风险揭示书必备条款》以及《关于调整融资融券标的证券范围的通知》的基础上,2011年12月5日融资融券业务正式由试点转入常规。转入常规后,标的证券的范围由90只发展到280只股票和7只ETF基金,能够从事融资融券业务的证券公司也将逐步扩大。

此外,为了解决证券公司融券来源有限的问题,2011年10月28日,证券监管机构正式发布了《转融通业务监督管理试行办法》,转融通业务推出迫在眉睫,该业务的推出将有助于解决我国融资融券业务单边市的格局。根据Wind数据显示,截止到2011年12月2日,融券余额占两融业务的总体比例仅为1.3%。转融通一方面避免了券商与客户对赌的被动局面,另一方面融券操作标的也将大幅拓展,目前这种融券业务“打酱油”的局面将有望得到极大的改善,卖空将成为不可忽视的操作方式。

转融通业务是证券金融公司以自有或合法筹集得到的资金或证券向证券公司提供融通业务,包括转融资和转融券。世界范围内,转融通有两种机制:以英美国家为代表的市场化转融通机制和以日本、韩国和我国台湾地区为代表的专业化转融通机制。市场化的转融资机制下证券公司借款或者借券可以通过市场化的手段直接从银行等部门筹集;专业化的转融通机制由于历史的原因形成了由政府通过设立专门的证券金融公司向需要资金或者证券的证券公司进行转融通的方式。我国在充分借鉴日本、韩国以及我国台湾地区有益经验的基础上,通过《转融通业务监督管理试行办法》构筑了以证券金融公司为核心的专业化转融通机制。2011年10月19日,中国证券金融股份有限公司正式获

得国家工商局的企业名称核准,转融通业务的推出指日可待。

2. 规范券商直投业务,“直投+保荐”模式受限

在境外成熟市场上,直接投资业务一直是证券公司的主要业务领域和重要利润来源,证券公司直投业务具备专业、融资与退出三方面优势。我国证券监管机构为了推动证券公司的发展,于2007年9月启动了直接投资业务试点,为加强对直接投资业务试点的监管,明确试点条件和监管要求,证监会机构监管部在2009年4月30日颁布了《证券公司直接投资业务试点指引》。经过近四年的试点,券商直投业务得到长足发展,直投公司数量由2家增加至36家,注册资本合计由8.81亿元增加至243.1亿元。但随着券商直投的试点,“券商保荐+直投”的盈利模式也遭到了各界的批评。暴利、无风险和PE腐败成了券商保荐直投的“三宗罪”。

针对券商直投中出现的问题,2011年7月8日,证券监管机构公布了《证券公司直接投资业务监管指引》加强了对证券公司直投业务的监管,并将直投业务纳入证券公司常规监管的范围,中国证券业协会也下发了《关于落实〈证券公司直接投资业务监管指引〉的通知》。与之前的《证券公司直接投资业务试点指引》相比,新的指引有三大亮点:一是进一步明确了证监会对于“券商直投”严格监管的一贯态度。二是在证券公司和旗下直投子公司之间设立了“防火墙”,同时限制了“保荐+直投”的业务模式。三是允许直投子公司设立直投资基金,监管层对直投资基金的合格投资者进一步进行了规范,明确指出筹集对象限于机构投资者且不得超过50人。

但新指引也存在一定的问题:首先,券商直投子公司的业务范围有可能与《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》中规定的从事金融产品等投资业务的券商子公司产生冲突;其次,基于券商直投业务规模较小,新指引对券商直投业务的过度限制,将有可能阻碍券商业务的发展;再次,新指引直接否定了“保荐加直投”的模式,同时对“直投+保荐”的模式加以限定,否定了券商直投与保荐部门之间的信息交流,不利于发挥券商的信息优势和专业优势;复次,新指引对券商直投资基金关于成立时间和募集人数的规定,限制了个人投资者或者小的机构投资者的进入;最后,直投公司的信息披露还需要一定的条

件和制度准备。

3. 新规推动券商报价回购发展和试点约定购回式证券交易

2011年,在建设上海国际金融中心的背景下,上海证券交易所陆续颁布多项业务规则,大力推动证券公司进行业务创新。

2011年11月15日,上海证券交易所与中国证券登记结算有限公司共同发布了《债券质押式报价回购交易及登记结算业务实施细则》,上交所又于2011年12月30日发布了《上海证券交易所债券质押式回购交易风险控制指引》对试点中的债券质押式报价回购业务进行规范。债券质押式报价回购(以下简称报价回购)是指证券公司提供债券作为质物,并根据标准券折算率计算出的标准券总额为融资额度,向在该证券公司指定交易的客户以证券公司报价客户接受报价的方式融入资金,客户于回购到期时收回融出资金并获得相应收益的债券质押式回购。报价回购的法律本质在于为证券公司在以债券为质押标的的前提下由其客户向证券公司提供融资。报价回购业务于2009年启动,2011年全年报价回购总交易金额5040亿元,标准券总额58亿元。

为了解决中小企业融资困难的问题,2011年10月11日,上海证券交易所发布了《约定购回式证券交易及登记结算业务实施细则》,以拓展证券公司新业务。约定购回式证券交易是指符合条件的客户以约定价格向其指定交易的证券公司卖出标的证券,并约定在未来某一日期客户按照另一约定价格从证券公司购回标的证券,除指定情形外,待购回期间标的证券所产生的相关权益于权益登记日划转给客户的交易行为。约定购回式证券交易本质上属于以回购交易的模式由证券公司向其客户提供融资。2011年约定购回式证券交易试点启动以来,截止到2011年年底,两个月内交易金额达到2亿元。

报价回购和约定购回式证券交易本质都在于融资,但融资的主体、方向和法律本质不同。在融资主体上,报价回购的资金融入方是证券公司,约定购回式证券交易的资金融入方是证券公司的客户;在融资方向上,报价回购的融资资金从客户流向证券公司,约定购回式证券交易的融资资金从证券公司流向客户;从法律关系上看,报价回购本质上是以债券为质押标的的借款合同,而约定购回式证券交易属于附买回条件的买卖合同。

(三) 放松基金行业管制, 强化基金行业监管

2011年我国基金行业发展迅速, 证券监管机构也以“放松管制, 加强监管”为规范导向, 颁布和实施了《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》及其配套细则, 积极推出 RQFII; 修改《证券投资基金销售管理办法》, 松绑第三方基金销售; 修订《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》及配套规则, 取消基金专户理财门槛, 放松基金行业管制, 稳妥推动基金行业市场化发展; 同时, 监管机构也相继修改或颁布了《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》、《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》, 强化公平交易监管, 防范利益输送并加强对 PE 的监管, 推出备案制。

1. RQFII 试点推出, 推动境外人民币投资境内资本市场

为了落实与港澳建立更紧密经贸关系安排(CEPA)中的相关要求, 增加境内资本市场的流动性, 央行、证监会、外管局在2011年12月16日联合发布《基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》, 允许符合条件的基金公司、证券公司香港子公司作为试点机构开展 RQFII 业务。随后, 中国证监会、国家外汇管理局和中国人民银行又各自针对 RQFII 推出, 分别于2011年12月16日、2011年12月20日和2012年1月4日颁布相应的规则对 RQFII 的监管进行细化:《关于实施〈基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法〉的规定》、《国家外汇管理局关于基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点有关问题的通知》和《中国人民银行关于实施〈基金管理公司、证券公司人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法〉有关事项的通知》。RQFII 业务初期试点额度约人民币200亿元, 试点机构投资于股票及股票类基金的资金不超过募集规模的20%。RQFII 的推出, 增加了资本市场的流动性, 进一步改善了资本市场的投资者结构。RQFII 试点以来, 共有9家基金公司和12家券商首批获 RQFII 资格, 基金公司可以直接在香港筹集人民币资金, 并投资内地证券市场, 我国资本市场机构投资者的国际化又迈开了重要一步。

RQFII 与合格境外机构投资者(QFII)在资本市场都属于机构投资

者范畴,是我国资本项目无法自由兑换,资本市场逐步开放的制度产物;两者都涉及对合格投资者的认定问题,认定条件包括注册资本、财务状况、治理结构等;两者都涉及投资资金出入的监管问题,即对资金汇入的额度和时间进行限制;证券监管机构对两者都规定了证券投资的范围和额度。RQFII 与 QFII 不同之处在于,RQFII 所募集的资金以人民币的方式体现,不存在售汇结汇的问题,同时 RQFII 试点阶段将主要投资于固定收益市场,尤其是银行间债券市场。RQFII 的推出将有助于券商、基金获得新的收入来源,同时增加了托管银行的托管费用,并有可能产生 A/H 公司股票价格倒挂问题。

2. 规范证券投资基金销售,基金第三方销售重新起步

为了规范基金销售活动,保护基金投资人合法权益,促进基金市场健康发展,证券监管机构在 2011 年修改了《证券投资基金销售管理办法》,并就实施该办法公布了《关于实施〈证券投资基金销售管理办法〉的规定》,该办法最大的亮点是在明确证券投资基金销售结算资金法律性质的基础上,对基金第三方销售松绑,积极推动基金第三方销售的发展。

经过多年的发展,我国基金销售市场已形成以商业银行销售为主,基金管理公司和证券公司销售为辅的多渠道销售模式,中国证券业协会《基金投资者情况调查分析报告(2010 度)》指出,2010 年,开放式基金总销售金额为 16436.89 亿元,其中银行渠道占比为 58.07%,直销渠道占比为 34.58%,券商渠道占比为 7.36%。各渠道间发展严重不平衡,特别是证券投资咨询公司和独立基金销售机构等专业销售机构发展缓慢。2004 年《办法》颁布实施以来,仅有天相投资顾问有限公司一家投资咨询机构取得基金销售资格。而在海外市场,第三方销售机构是基金的最大销售渠道,据相关统计,美国第三方销售机构的比重占到 70%,英国的占比在 55% 以上。

注册资金等准入条件过高和缺少盈利模式是我国专业销售机构发展缓慢的主要原因。《证券投资基金销售管理办法》调整了专业销售机构的准入条件:一是将组织形式放宽为有限责任公司或合伙企业等形式;二是将出资人放宽至具有基金、证券或其他金融相关从业经历的专业个人出资人;三是将具有基金从业资格人员最低数量从 30 人放宽

至10人。准入条件调整后,将有更多的机构参与基金销售业务,但基于银行所形成的渠道优势,第三方销售机构将很难在短期内改变在基金销售上银行主导的局面,但《证券投资基金销售管理办法》为第三方基金销售机构如投资顾问、外资银行等提供了机会;同时,随着竞争的加剧,独立的基金销售机构,也将以其专业性倒逼银行改善服务。但本次修改,仍然未能解决基金第三方销售机构的结算模式问题,未来第三方销售机构仍需在支付结算与监管上同银行“协同作战”。

3. 基金专户理财门槛取消,进一步推动基金产品市场化

2011年证监会正式发布修订后的《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》及配套规则《关于实施〈基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法〉有关问题的规定》,今后基金公司的专户理财业务将不再有硬性的门槛,新基金公司也可开展专户等私募业务,并且还扩大了专户产品的投资范围,进一步增加了专户产品的多样性和专户投资的灵活性。

自2009年专户理财开闸以来,截止到2011年6月底,已有37家基金管理公司取得了特定客户资产管理资格,管理专户资产约1000亿元。一系列的调整都让基金专户产品更加市场化。基金专户产品操作将更加灵活,与阳光私募、券商集合理财产品等更为接近。基金专户理财比阳光私募产品有两点优势:第一,投资标的全牌照,股指期货、商品期货都已获批;第二,发行产品无需依赖信托账号。从客观条件上来说,专户产品已经比阳光私募有优势。但专户理财面对的都是高端客户,同时专户的信息披露并不充分,易滋生不正当或不公允的关联交易。

4. 基金公平交易再规范,防范利益输送

随着基金行业的发展,基金管理公司资产管理业务的范围已从最初单一封闭式基金逐步扩展到开放式基金、社保组合、企业年金、特定客户资产管理组合以及投资咨询等业务,基金公司管理的投资组合数量不断增加,涉及的投资群体也越来越大,基金公司中不同类型、不同客户资金来源的投资组合对于公司收入和业务发展的贡献可能各不相同,公司或者内部从业人员追求自身利益最大化的动机可能引起不公平对待不同投资组合的行为。2007年以来,我国通过严打已经初步遏

制了“老鼠仓”的现象,但基金管理公司内部利益输送现象仍较为严重。从海外市场实践来看,基金业越发达的国家(或地区)对基金公平交易的监管越细致。美国是基金业最为发达的国家,同时也是基金监管最细密的国家,对关联人交易特别是本人作为对手方进行的反向交易,美国经历由禁止到部分行政审批再到部分内部审批的变化过程,以达到防范风险、保护基金持有人利益的同时,尽量维护交易的经济效率。

2008年,证监会公布了《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》,对限制利益输送,维护公平交易,保护投资者利益起到了积极的作用。但该意见仍然存在一定的问题,如对公平交易的定义并不十分明确,基金公司风控部门普遍反映可操作性比较差;规定比较原则,并未明确同向交易价差的控制目标和要求,量化标准的缺乏导致法规的操作性受到影响;内外部约束机制随着基金公司管理的投资组合数量日益增多、投资策略逐渐多样化而渐显不足;基金管理公司在基金信息披露检查中,部分公司对公平交易制度的介绍简单笼统、流于形式。

2011年,证券监管机构经过征求意见等环节颁布实施了新的《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》,修订主要包括:一是规范不同组合之间的同日反向交易,并加强对大额同日反向交易的约束与监督,防范利益输送和市场操纵;二是进一步明确不同组合同向交易价差的控制要求,保证结果可核查;三是进一步强调公司内部控制的的要求,加强对基金管理公司监管;四是有疏有堵,明确公平披露要求,加大公开信息披露的约束机制;五是强化证券监管机构和证券交易所对公司日常交易行为的监控,严控不公平交易行为和利益输送。

5. 规范股权投资企业发展,PE备案制推开

近年来,我国的股权投资市场各种以公司、有限合伙等形式设立的股权投资企业数量迅速增长,但股权投资企业或者说私募基金的监管一直处于空白状态,导致PE一直游离在监管的边缘,总体来看,我国股权投资市场发展存在以下主要问题:一是资本募集不规范,以私募为本质特征的股权投资企业经常出现通过举办论坛和变相广告的方式进行募集,使一些不具备基本风险鉴别能力和承受能力的公众投资者也

被卷入其中；二是管理运营不规范，目前股权投资企业的业绩激励机制和风险约束机制普遍不够健全；三是投资运作不规范，一些股权投资企业介入了证券投资和房地产投资，蕴涵了一定的潜在风险，有的甚至以变相贷款方式开展业务。

2011年1月31日，国家发改委下发了《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》，以规范股权投资企业发展，推开PE备案制度。其主要内容包括：（1）规范股权投资企业的设立、资本募集与投资领域。要求股权投资企业应当遵照《公司法》和《合伙企业法》的有关规定设立，且只能以私募方式向具有风险识别和承受能力的特定对象募集资本，不得通过发布公告等方式直接或间接向不特定的公众进行推介。股权投资企业的投资领域限于非公开交易的企业股权，投资过程中的闲置资金只能存放银行或用于购买国债等固定收益类投资产品。（2）健全股权投资企业的风险控制机制。包括实行适度的分散投资、对关联投资实行投资决策关联方回避制度、建立业绩激励机制和风险约束机制等。（3）明确股权投资管理机构的职责，以规范其管理运作行为。（4）建立股权投资企业信息披露制度。除应向投资者披露投资运作信息外，还应向备案管理部门提交年度业务报告和经会计师事务所审计的年度财务报告，在投资运作过程中发生重大事件的，应及时向备案管理部门报告。（5）完善股权投资企业备案程序。除按照“抓大放小”原则，明确了股权投资企业备案管理范围外，还明确了股权投资企业的备案程序，以及应当提交的文件和材料。（6）构建适度监管和行业自律相结合的管理体制。

通知的发布，有助于确立对股权投资企业注重募资和信息披露、坚持适度和引导、提高监管效率三大监管原则，保障PE的健康发展，促进资本市场的良性健康发展。

目前，中国大陆的PE存在多头管理和监管真空并存的状态。私募股权投资基金的相关法律法规尚未健全，信息披露要求也不严格。标准不统一，法规层次较低。从法律地位而言，我国目前并没有由全国人大及其常务委员会制定的专门规范私募股权基金的法律。相关规定由国务院各部委及地方政府发布，涉及部门包括发改委、证监会、商务部、工商、各地政府等。在国家 and 地方的不同层面上，监管要求和体系也不

尽相同,如规范创业投资企业的《创业投资企业管理暂行办法》、《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》,规范外商投资创业投资企业的《外商投资创业投资企业管理规定》等。各地方政府也先后出台了各自关于股权投资的规定,如上海市有《关于本市股权投资企业工商登记等事项的通知》(上海市金融办、市工商局、市国税局和市地税局发布)、《关于本市开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法》(上海市金融服务办公室、上海市商务委员会、上海市工商行政管理局联合发布);天津市有《天津市促进股权投资基金业发展办法》和《天津股权投资基金和股权投资基金管理公司(企业)登记备案管理试行办法》;江苏省有《江苏省关于加快创业投资发展的若干意见》(苏政办发[2008]141号);深圳市有《关于促进股权投资基金业发展的若干规定》(深圳市人民政府印发)。各地在设立条件、单个投资人最低出资额、税收等优惠措施方面也不完全相同。国家和地方政府不同部门分别颁布法规、规章和规范性文件,并且实行以机构监管为主的分散监管,使得监管处于无序、模糊、重叠和真空交织的状态。有必要提高法律层次,统一准入条件和管理标准,整合各个部门、各个层级的不同意见和监管力量,尽快出台专门针对PE的法律性文件。可喜的是,各方关注的《证券投资基金法》修改草稿稿已在各地征求意见,其中最大的变化体现在两方面:一是拓展了“证券”的定义;二是把私募基金纳入该法调整。由此,该法把私募股权投资基金也纳入其调整范围内,但是如何使之符合私募股权投资基金的行业惯例和操作实际,并处理好与相关种种规定的关系,是一个不可回避的问题。

(四) 整顿交易场所,防范金融风险

近年来,以金融创新之名,全国各类交易场所遍地开花。据不完全统计,散落于全国各地的交易所已超过300家,交易品种更是超过数百种,不仅包括稀贵金属、艺术品、金融资产、股权、碳排放权,还包括农副产品、医药产品,更有甚者,将国画、大蒜、药品、人参果、红辣椒、丝绸变成了交易所的交易标的。从性质上看,乱象丛生的交易所大致分为三类:一是以文交所为代表的权益类交易场所。此类交易场所以“金融创新”为名,以文化艺术品等为交易标的并进行拆分,实行份额化交易,并实行二级市场电子化连续竞价交易,典型的如天津文交所、泰山

文交所、汉唐艺术品交易所等。二是黄金、白银等交易场所,从事黄金、白银的中远期交易(介于近期与远期之间),实行所谓的做市商模式,但由交易场所引入的境外贵金属市场的价格进行报价,典型的如天津贵金属交易所、浙江汇联贵金属制品交易市场、湖南维财大宗贵金属交易所等。三是商品电子交易市场,以玉米、大蒜稀有金属、棉花、钢材等商品为标的,进行中远期电子商品交易、典型的如中国茧丝绸交易市场、南方稀贵金属交易所、金乡大蒜国际交易所等。此外,还包括以产权交易为名,行证券交易之实的产权交易所,实行集中竞价交易方式,挂牌公司股东人数超过200人,典型的如国家区域性(河南)中小企业产权交易市场。

1. 国务院发文清理整顿交易场所,防范金融风险

由于缺乏必要监管,许多交易所在运营模式、会员单位、交易信息不对称等方面都存在很多问题。部分交易所出现了价格操纵、股东违法违规、侵吞客户资金、卷款逃跑等事件。具体表现为:一是交易场所组织者放弃管理,或交易规则设计不合理,或擅自频繁变更规则,运营模式混乱、交易信息不透明,致使投机分子出没,违规炒作、价格操纵等风险事件频发,行情波动剧烈,完全沦为投机赌博者的舞台,组织者亦牟取暴利,给市场和投资者带来了严重损失;二是片面追求交易量,盲目扩大市场规模,通过各种手段四处诱骗投资者开户交易,直接埋下社会不稳定的隐患;三是一些交易场所未经批准,违法开展变相证券期货交易活动,将股权、文化艺术品等权益拆分为均等份额公开发行和转让;四是个别交易场所股东直接参与买卖,甚至发生管理人员侵吞客户资金、经营者携款逃跑等问题。

为此,2011年11月11日,国务院发布了《关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(国发[2011]38号),要求高度重视各类交易场所违法交易活动的金融风险,建立分工明确、密切协作的工作机制,健全管理制度,稳妥推进清理整顿工作。其核心在于明确:一是不得随意将任何权益拆分为均等份额公开发行,除依法设立的证券交易所或国务院批准的从事金融产品交易的交易场所外,任何交易场所均不得将任何权益拆分为均等份额公开发行,不得采取集中竞价、做市商等集中交易方式进行交易。二是除规定外权益持有人累计不得超过

200人,不得将权益按照标准化交易单位持续挂牌交易,任何投资者买入后卖出或卖出后买入同一交易品种的时间间隔不得少于5个交易日。三是不得随意进行标准化合约交易,除依法经国务院或国务院期货监管机构批准设立从事期货交易的交易场所外,任何单位一律不得以集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式进行标准化合约交易。

2. 证监会牵头部级联席会议,破解交易场所乱象

为了贯彻和落实国务院的决定,国务院相关部门以发布通知、研究修改法律、出台意见等方式对混乱不堪的交易场所进行整顿。

2011年11月7日,文化部发出《文化部关于加强艺术品市场管理工作的通知》,要求禁止艺术品经营单位将艺术品权益拆分为均等份额公开发售,不得采取集中竞价、做市商等集中交易方式进行交易;不得将艺术品按照标准化交易单位持续挂牌交易,任何投资者买入后卖出或卖出后买入同一交易品种的时间间隔不得少于5个交易日;经批准的文化产权交易所可探索采取非公开发售或其他方式进行艺术品交易,但权益持有人累计不得超过200人。

2011年11月30日,国家工商总局下发通知《关于贯彻落实国务院决定做好各类交易场所清理整顿工作的意见》,要求各省级工商行政管理局规范交易所设立程序,严把交易所登记准入关,核心内容包括:一是对于未按上述规定批准设立或违反上述规定在名称中使用“交易所”字样的交易场所,一律不得为其办理工商登记;二是各级工商行政管理部门对未取得相关批准文件的交易场所,不予办理年检,责令其限期办理变更登记或注销登记,或者依法吊销营业执照。

2011年12月20日,中国人民银行、公安部、工商总局、银监会和证监会五部委联合发布了《关于加强黄金交易所或从事黄金交易平台管理的通知》(银发[2011]301号),对设立黄金交易所或在其他交易场所内设立黄金交易平台等相关活动进行规范,规定除上海黄金交易所和上海期货交易所外,对于有关地方(机构、个人)正在筹建黄金交易所(交易中心)或准备在其他交易场所(交易中心)内设立黄金交易平台应一律终止相关设立活动;对已经开业或开展业务的,要立即停止开办新的业务,并在当地人民政府统一领导下,由人民银行牵头,妥善做

好其黄金业务的善后清理工作。

2011年12月21日,国务院就《期货交易管理条例》的修改征求意见。修改后的《条例》进一步明确了“期货交易”的定义,而且还赋予了地方政府查处取缔非法期货交易场所的职责,为清理整顿各类交易所的有效展开提供了制度上的保障。

2012年1月10日,国务院批复同意成立由证监会牵头的清理整顿各类交易所部际联席会议,确立了由联席会议出具交易所设立意见并对违法证券期货交易活动性质进行认定的原则。部际联席会议制度的成立,从组织上保障了清理整顿交易所的顺利进行。

2012年2月10日,最高人民法院出台《关于人民法院为防范化解金融风险 and 推进金融改革发展提供司法保障的指导意见》,其中包括了支持清理整顿交易所,要求对于“清理整顿各类交易所部际联席会议”所提出的工作部署和政策界限,要予以充分尊重,积极支持政府部门推进清理整顿交易所和规范金融市场秩序的工作。要审慎受理和审理相关纠纷案件,防范系统性和区域性金融风险,维护社会稳定。

对交易所的清理整顿形成了以国务院发布的38号文为核心的规范文件体系,并成立了以证监会为牵头单位,以证监会主席郭树清为召集人的清理整顿各类交易所部际联席会议制度。从制度到人员,从形式到内容均形成了全方位的清理整顿交易所的情势。但从总体来看,交易所的整顿仍然面临以下难题:一是部际联席会制度仅是一种协调机制,没有确立领导机构,难以协调中央和地方、中央各部门之间的利益格局,难以从根本上清理并整顿与中央各部委及地方政府之间存在千丝万缕联系的非法交易场所;二是违法证券期货交易的认定标准过严,有矫枉过正之虞:其一,集中竞价、电子撮合、匿名交易、做市商等集中交易方式是证券期货交易提高效率、活跃交易的交易形式,是交易工具而非交易目的,不是证券期货交易的本质特征,其他交易行为亦可用。如大宗商品中远期交易,可以充分利用现有信息技术,采用部分上述交易形式,并不必然导致其行为性质的改变。回归现货市场,并不等同于回归传统现货市场的老旧交易形式。其二,对于投资者买卖同一交易品种的时间间隔不得少于5个交易日及权益持有人累计不得超

过 200 人的规定,则不够严谨。既不能准确区分两种交易行为,实践中又很容易被规避。其三,交易场所泛滥的根本原因之一是我国相关法律对证券、期货的本质界定不清,《证券法》仅是对证券种类进行了列举,并没有明确证券的本质,导致无证券之名但有证券之实的产品被其他交易场所滥用;同时我国期货立法相对落后,层级较低,也没有对期货交易本质进行明确,因而导致非法证券期货交易横行,金融风险呈现严重。

(五) 期货监管多规出台,积极促进期货行业健康发展

证券、基金、期货是当下资本市场发展的三个支柱,在我国证券和基金行业取得如火如荼发展的同时,期货行业的发展也正在发力,2011 年证券监管机构和交易所等也颁布了多个监管性规定,以积极促进期货行业的健康发展。

一是证监会在 2011 年 4 月 15 日颁布实施新的《期货公司分类监管规定》,加强期货公司的分类监管。新的《期货公司分类监管规定》是对 2009 年以来实行的分类监管制度进行修改,修改内容主要包括以下三个部分:其一,增加了反映期货公司培育和发展机构投资者状况的评价指标。该指标具体包括“机构客户日均持仓”、“机构客户日均权益”、“机构客户日均权益增长量”3 指标;其二,修改了市场影响力指标,将“市场影响力”的表述修改为“市场竞争力”,市场竞争力指标具体包括“日均客户权益总额”、“期货业务收入”、“成本管理能力和”、“净利润”、“净资产收益率”5 个指标;其三,增加了引导期货公司提高抗风险能力的指标,新增了“剩余净资本”的加分指标,旨在引导期货公司及时补充净资本,提高资本实力和抗风险能力。

二是颁布实施《期货公司期货投资咨询业务试行办法》,推动期货业务创新。为了推动期货行业的发展,逐步改变过去那种单纯依附于期货经纪业务、以“拉客户炒单”为目的的咨询服务模式,推动期货行业健康发展,证券监管机构在 2011 年 3 月 23 日颁布了《期货公司期货投资咨询业务试行办法》,主要内容包括:其一,期货公司期货投资咨询业务定位于期货公司从事风险管理顾问、期货研究分析、期货交易咨询等营利性业务;其二,期货公司满足公司注册资本不低于 1 亿元,且净资本不低于 8000 万元等五个条件的可以申请期货投资咨询业务;其

三,规定期货经纪不得兼职投资咨询业务,以防期货市场行业利益冲突;其四,券商参与股指期货投资咨询业务并未放闸。

三是发布《合格境外机构投资者参与股指期货指引》和《信托公司参与股指期货交易业务指引》,积极引导和规范各类机构投资者进入股指期货市场。证监会在2011年5月6日正式颁布实施《合格境外机构投资者参与股指期货指引》即QFII参与股指期货指引,并且要求QFII只能参与套期保值业务,该指引的颁布有助于形成QFII等机构投资者参与股指期货的标杆作用。银监会也在2011年7月15日对信托公司参与股指期货业务进行了规范,从股指期货交易资格、制度建设、专业团队、IT系统以及交易对手选择等多方面制定了严格的准入标准,并对业务流程、信息披露等多个方面制定了业务风险控制标准及指标。自此,证券公司、证券投资基金、QFII和信托公司作为投资者均可入市参与股指期货投资。

四是期交所发布报备指引,强化对“异常交易”行为的监控。2011年3月14日,中国金融期货交易所《中国金融期货交易所实际控制关系账户报备指引(试行)》、上海期货交易所《关于有关期货市场实际控制关系账户的认定标准的通知》和《关于有关实际控制关系账户的报备工作的通知》、《郑州商品交易所异常交易行为监控指引(试行)》和《大连商品交易所异常交易管理办法(试行)》同日颁布,对实际控制关系账户提出界定标准、报备流程及监管措施,以强化对“异常交易”行为的监控。

二、以发展和诚信为核心的证券市场制度创新

2011年,我国资本市场制度创新着眼于解决长期以来重股轻债、市场投机严重的痼疾,积极建设公司债券制度体系和构筑诚信监管体系。

(一)债券市场制度发展取得重大突破

债券市场是资本市场的重要组成部分,历经20余年的发展,取得了重要突破。但相比发达国家股票、国债和公司债的规模依次从小到

大的“金字塔型”结构,我国则是股票市场大、债券市场小的“倒金字塔型”结构。同时,交易所债券市场与银行间市场相比也有很大的差距。为了推动公司债券市场的发展,2011年证券监管机构推行债券审核“绿色通道”制,建立债券办公室,优化债券审核机制与流程;启动创业板公司非公开发行债券,拓宽企业融资渠道;交易所颁布债券市场投资者适当性管理制度,铺垫高收益债券启动。

2011年证券市场监管机构改革债券市场审核制度,推出债券发行审核“绿色通道”制度,提高公司债券发行效率。首先,证监会建立了独立于股权融资的债券审核流程,设立债券审核小组,专门从事债券审核;取消见面会、反馈会等,申请文件受理次日五个工作日内出具初审意见。其次,统一审核理念,专门指定一组审委会委员负责审核工作,审核过程中如没有发现重大问题,原则上从申报日起一个月内完成全部审核工作。2011年年底,证监会为了推动公司债券的发展,在“绿色通道”制的基础上,专门成立了“债券办公室”以便于集中制定有关债券的发行、交易、登记、托管、清算等制度,推定债券市场的发展。

为了进一步拓展企业融资渠道,证监会发布《证监会公告〔2011〕29号》和《证监会就创业板上市公司非公开发行公司债券答问》先期在创业板启动非公开发行公司债券,深交所也颁布了《关于为创业板上市公司非公开发行公司债券提供转让服务有关事项的通知》(深证上〔2011〕364号)为创业板上市公司非公开发行债券提供转让服务。在有关再融资规则出台前,先期启动创业板公司非公开发行债券工作,有助于促进创业板上市公司持续规范发展,进一步支持自主创新和其他成长型创业企业利用资本市场做大做强,多渠道破解中小企业融资难题,并有助于为主板企业公司债券的发展积累经验。

投资者是债券市场发展基石,为了引导投资者理性参与债券交易,促进债券市场健康稳定发展,上交所发布了《债券市场投资者适当性管理暂行办法》和《债券市场投资者适当性管理工作指引》,按照产品认知水平和风险承受能力,将债券市场投资者分为专业投资者和普通投资者,参与不同的投资品种。根据其规定,专业投资者参与债券交易的范围较广泛,尤其是可以参与高风险等级的债券交易品种,而普通投资者仅能参与风险较低的品种。债券市场投资者适当性制度的建立,

有助于为债券市场投资者提供全面的保护,维护其合法权益。特别是债券市场投资者适当性制度的建立,在保护投资者的前提下,也有助于不同风险等级的债券品种的推出。

(二) 推动资本市场诚信建设,构筑诚信监管体系

诚信是资本市场的基石。随着资本市场规模、广度、深度的日益扩展,资本市场作为信息市场、信用市场、信心市场的特点愈发突出,“三公”原则的实现程度,则决定着资本市场运行效率的高低及基础功能发挥的好坏。2011年,证券监管机构和交易所通过升级建设诚信档案数据库、构建诚信“硬约束”机制,加强诚信宣传和教育,推动资本市场诚信体系建设和诚信监管。

首先,2011年证券监管机构和交易所在原有诚信记录的基础上,扩大诚信记录覆盖面,升级诚信数据库。在原来主要记录市场机构和人员因违法违规被采取处罚处理和自律管理措施两大类负面信息的基础上,进一步增加必须纳入诚信档案的诚信信息内容,扩大诚信信息的覆盖面。已初具规模的诚信档案信息系统,收录了资本市场各类主体的违法失信行为信息,包括行政处罚、市场禁入、监管措施、纪律处分、立案调查、刑事侦查、民事诉讼7大类别,涵盖的违法失信行为主体既包括上市公司、中介机构及其董事、监事、高级管理人员和从业人员,也包括其他参与市场活动的各类对象。同时,证监会还与中国人民银行就诚信信息共享合作形成制度安排,扩大了诚信信息的内容和范围。

其次,探索诚信“硬约束”,确定诚信记录作为行政许可的必经程序。为了让失信者付出应有的代价,证监会围绕诚信档案的使用,初步探索建立起一套失信惩戒机制:把诚信档案中的不良记录与市场准入对接,发挥诚信记录的约束作用。把诚信档案中的不良记录与监管机构日常监管对接,对于存在不良记录的情形,有针对性地提出具体监管要求。把诚信档案中的不良记录与特定专业资格对接,如在组建股票发行审核委员会、上市公司并购重组审核委员会等专家评审机构时,严格审查专家委员的诚信记录。

最后,大力开展诚信宣传教育,优化资本市场诚信环境。证监会办公厅为了宣传诚信教育,发布《关于开展资本市场2011年“12·4”全国法制宣传日系列宣传活动的通知》(证监办发[2011]95号),确立诚

信为2011年资本市场法制宣传日的主题之一,要求重点宣传证券期货领域严重违法失信的典型案例,宣传推广一贯诚实守信、尊重和保护投资者合法权益的诚信模范,警示违法失信,褒扬诚实守信。上海证券交易所于2011年12月4日专题召开市场诚信与法制建设座谈会,通报了上交所近年来的法治与诚信工作情况,并就如何做好上交所以及整个资本市场的法制与诚信建设,听取了市场参与者和专业机构的意见。

三“公开和规范”的证券市场行政执法

2011年,证券监管机构和自律组织针对资本市场的违法违规行为严厉查处,证监会共调查各类案件209起,做出行政处罚决定和市场禁入决定68项,涵盖内幕交易、市场操纵、信息披露违规、“老鼠仓”和其他违规交易等多项内容。上海证券交易所针对信息披露违规、证券交易违规、上市公司审议程序违规等事项,对21家公司和105名个人进行了纪律处分。深圳证券交易所针对信息披露、证券交易、公司治理以及其他事项违规等,对45家上市公司和170名责任人员进行了纪律处分。

(一) 证券发行监管市场约束逐步呈现

自2003年证券发行保荐人制度正式建立和2005年《证券法》确立证券发行核准制后,新股发行市场化改革逐步推进,市场约束逐步呈现,新股发行不败神话在2011年破灭;保荐人监管进一步规范,推动证券中介机构进一步归位尽责。

1. 八菱科技发行中止加快深化新股发行改革

基于资本市场核准制入口狭小,新股发行定价不合理和证券市场投资品种有限等原因,我国新股发行历经二十年形成了发行不败的神话。新股发行市场价格居高不下,“三高”现象严重。2011年,八菱科技发行中止事件为新股发行不败神话敲响了警钟。2011年6月9日,八菱科技和其主承销商民生证券联合发布公告,宣布中止IPO发行,其原因在于本次提供有效申报的询价对象共计19家,不足法定询价机构20家。其依据在于《证券发行与承销管理办法》第32条规定:初步询

价结束后,公开发行的股票数量在4亿股以下,提供有效报价的询价对象不足20家的,或者公开发行的股票数量在4亿股以上,提供有效报价的询价对象不足50家的,发行人及其主承销商不得确定发行价格,并应当中止发行。八菱科技中止发行打破了新股发行不败的神话,为市场“三高”敲响了警钟,拉开了市场对新股发行约束的序幕。2012年1月13日,朗玛信息再一次诠释了新股发行中止制度,有效报价的询价对象共计18家,不足法定20家。

高估值、高市盈率、高超募资金的“三高”顽疾长期困扰中国新股发行,这一顽疾背后的原因是市场参与主体对于利益的追逐和博弈,其根源在于新股发行机制不合理、供求不平衡、信息不对称、利益结果不对等。八菱科技新股发行中止事件更加坚定了证券监管机构推动发行制度市场化改革的方向,深化新股发行制度改革成为各方共识,存量发行、储架发行、券商自主配售权、美国式招标、扩大网下配售、中小投资者参与询价、投研报告强制披露、延长网下配售禁售期等成为市场各方探讨未来证券发行制度改革的方向。

2. 夯实证券发行保荐监管,推动保荐监管公开化

证券监管机构继2010年起强化保荐监管以来,针对保荐机构和保荐代表人丧失独立性和专业性、荐而不保、“带病”保荐等现象,痛下杀手,严肃保荐制度监管。同时,为了进一步加强保荐监管的透明化和公开化,证券监管机构推出了“保荐信用监管系统”。

2011年,证监会共对14名保荐代表人和1个保荐机构采取监管措施,归纳起来主要有三类:一是因IPO涉嫌造假,撤销保荐代表人资格,如针对胜景山河保荐机构平安证券及其保荐代表人的尽职调查工作不完善、不彻底,对胜景山河的销售及客户情况、关联方等事项核查不充分,未对胜景山河前五大客户进行任何函证或访谈,也没有对会计师工作进行审慎复核的行为,证监会对保荐机构平安证券开出警示函,并对保荐代表人林辉、周凌云采取撤销保荐代表人资格的监管措施。撤销保荐代表人资格成为目前对保荐代表人最为严厉的处罚措施。二是保荐过程中履职不充分,保荐代表人被采取警示监管措施,如中投证券保荐代表人冒友华、王韬,在保荐海普瑞首次公开发行股票并上市项目中,对发行人取得美国食品与药品管理局(FDA)认证等事项的尽职调

查没有勤勉尽责;中投证券保荐代表人李光增、赵渊在保荐宁波建工首次公开发行股票并上市申请过程中,存在对发行人控股股东的子公司涉及诉讼事项核查不充分的问题;海通证券保荐代表人相文燕、苏海燕在保荐现代制药公开增发申请过程中,存在对发行人有关财务会计问题未进行审慎核查和独立判断的问题,其尽职推荐工作不充分、不及时;中信证券保荐代表人文富胜、牛振松在保荐九牧王首次公开发行股票并上市申请的过程中,未按照对外商投资企业的基本核查程序,通过走访海关等相关部门,充分了解发行人合规经营情况;另外,上述两名保荐代表人对九牧王的销售情况调查不充分,对发行人的具体数据等事项不熟悉、不了解;科冕木业项目保荐代表人民生证券马初进、张星岩尽职推荐工作不完善,对发行人上市当年可能出现业绩下滑 50% 的情况在发行人招股说明书中未进行重大事项提示,风险揭示不到位。三是保荐业务过程中未尽到勤勉尽责,保荐代表人被监管谈话的,如华泰联合证券保荐代表人谷建华、杜卫民在保荐福建腾新食品股份有限公司首次公开发行股票并上市项目中,对发行人董事的诚信和处罚情况,未尽到勤勉尽责的核查义务,所推荐的该项目申请不符合法定证券发行条件。

同时,需要着重指出的是保荐代表人基于其从事工作的特殊性,极易获取内幕信息进行内幕交易,如东北证券保荐代表人秦宣利用其担任西南合成重组项目主办人的职务,在获取西南合成拟收购北医医药这一内幕信息后,将该信息泄露给其朋友周某,秦宣还利用“任某某”账户在内幕信息公开前,买入“西南合成”股票 9 万股,交易金额 140 万元,获利 23 万元;而 2010 年发生的保荐代表人谢风华夫妇内幕交易案也堪称典型。此外,保荐机构及其保荐代表人在新股发行自摆乌龙、荐而不保的行为也深受市场诟病。如海通证券保荐道明光学发行所作保荐书大摆乌龙,将姚记扑克的保荐结论抄袭在道明光学保荐书上;宜通世纪招股说明书(申报稿)中保荐机构广发证券的法定代表人签名栏出现了已离任半年的前任董事长王志伟的签名。新股发行上市后业绩变脸,市场严重质疑保荐机构荐而不保的行为,如瑞银证券保荐的比亚迪和庞大集团均在上市后业绩迅速变脸。

证券监管机构为了加强对保荐行为监管,推动保荐监管的公开化

和阳光化,在2011年7月22日正式上线保荐信用系统,主要包括保荐机构信息、保荐代表人信息、保荐项目信息和保荐信用监管信息。保荐信用监管系统具有以下三方面的功能:一是及时满足保荐执业信息存储和对外公布的需要。系统中的保荐机构、保荐代表人、保荐项目和保荐信用监管信息之间相互联动,从而实现由点至面的信息查询,实现对所需信息的查询、筛选、汇总以及分析使用。二是充分发挥社会监督功能,加强保荐监管。在公平、公正、公开的原则下,将保荐机构和保荐代表人的执业状况对社会公众公开,有利于通过市场监督提高保荐机构和保荐代表人的执业透明度,从而提高监管效率。三是协助发行审核监管。系统设有内部信息发布平台,专门用于监管机构和保荐机构内部信息交流。通过系统可及时将审核过程中的政策变化、重要事项等传达到保荐机构,并针对保荐执业过程中的问题进行批评提醒,提高审核质量。

保荐制度移植于英国,我国自2003年《证券发行上市保荐制度暂行办法》颁布后正式建立,一方面保荐制度的实施提高了上市公司质量,另一方面也因其资源配置、权责监督等方面尚不完善备受各方诟病。未来保荐制度改革应注重保荐尽责落实到整个保荐过程及其主要参与人员,并加强会计师、律师等其他中介机构的独立性,推动中介机构进一步归位尽责;同时,要进一步完善保荐机构的民事责任和刑事责任,促使保荐机构认真履行保荐职责,解决保荐机构“荐而不保”、“荐而难保”及保荐人两难处境。

(二) 券商“研报门”事件频出,证券分析师监管有待加强

2011年,券商“研报门”事件频出,如中国宝安石墨烯概念炒作事件、博云新材研报事件、宁波联合“锑矿”事件、双汇发展“瘦肉精”事件、深国商“乌龙”研报事件、涪陵榨菜“天价榨菜”事件、东阿阿胶“被调整剂量”事件、攀钢钒钛“卫星研报”事件、青岛啤酒“7倍空间”研报事件等,这些乌龙研报主要是证券分析师误判、杜撰、抄袭和失误形成的,这些“有毒”的研报,严重误导了投资者,严重影响了证券分析行业的公信力,且易滋生虚假陈述、内幕交易和市场操纵等违法违规行为。

一系列“研报门”事件发生后,证券监管机构和自律组织采取了监管措施,并进行了处罚。如中国宝安研报门事件发生后,深交所纪律处

分委员会对中国宝安及公司营运总裁贺德华、董事会秘书娄兵给予通报批评的处分,国泰君安、平安、信达等四家涉嫌发布虚假信息的证券机构则不承担责任。宁波联合研报门事件中,证券监管部门下发了责令改正通知书,对相关责任人进行内部责任追究,并约见该公司高管进行了监管谈话。2011年5月23日,证监会发布了题为《发布证券研究报告有关问题的调研综述》,供证券机构和上市公司有关人员参考,其中提出一些要求和建议。

当前我国资本市场“研报门”事件频出,原因包括以下两个方面:一是证券研究报告发布者因工作量大、能力不足、缺乏调研和内部审核不足等导致未能履行或完全履行勤勉义务,证券研究报告发布主体独立性不够,与基金公司、机构投资者和上市公司存在利益冲突。二是我国资本市场相关法律法规对证券研究报告规范不足,对证券分析师监管乏力,如《证券法》仅对证券研究报告做了原则性规范,《证券期货投资咨询管理暂行办法》、《发布证券研究报告暂行规定》等规章效力层级较低,可操作性差,导致证券监管机构和自律组织监管有限,证券分析师违法成本极低。

为了规范证券分析师行为,提高证券研究报告质量,保护投资者权益,有必要一方面通过在完善证券研究报告发布的静默期和信息披露制度规定的基础上,加强监管力度,提高证券分析师违法的力度;另一方面完善证券研究报告的民事赔偿责任,确立证券研究报告发布者对公众投资者侵权责任。此外,“研报门”事件的预防还应提高上市公司治理水平,加强投资者教育。

(三) 严打资本市场“盗窃”,内幕交易行政执法认定规则逐步确立

自2010年国务院办公厅发布《国务院办公厅转发证监会等部门关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》以来,证券监管机构严厉打击内幕交易这一资本市场的“盗窃”行为,并在2011年建立了内幕信息知情人登记制度,全年共处理行政处罚内幕交易案件10起,积极探索内幕交易行政执法认定规则,内幕信息的“非公开性”和“重大性”、环境证据推定等间接证据规则、明显优势证明标准等行政执法认定规则逐步确立。

1. 建立内幕信息知情人登记制度,从源头遏制内幕交易

为了贯彻和落实国务院办公厅转发的《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》中关于建立“内幕信息知情人登记制度”的要求,证监会自2008年起,率先在深圳、福建、上海等辖区开始试行上市公司内幕信息知情人登记管理制度,并在不断总结实践经验的基础上,在2011年10月26日公布实施了《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》,将上市公司主体各方、中介机构、行政管理部门人员等都被列入内幕信息知情人登记范围。该规定要求在内幕信息依法公开披露前,上市公司应当填写上市公司内幕信息知情人档案,及时记录商议筹划、论证咨询、合同订立等阶段及报告、传递、编制、决议、披露等环节的内幕信息知情人名单,及其知悉内幕信息的时间、地点、依据、方式、内容等信息。上市公司还要通过签订保密协议、发送禁止内幕交易告知书等方式明确内幕信息知情人的保密义务,以及对违反规定人员的责任追究等事项。

同时,为规范上市公司国有股东行为,国资委在2011年11月5日公布了《关于加强上市公司国有股东内幕信息管理有关问题的通知》,从上市公司国有股东及实际控制人确定内幕信息管理负责机构、建立内幕信息管理规章制度、强化信息披露,以及配合上市公司实施内幕信息知情人登记、加强教育培训等方面,对国有股东及上市公司的实际控制人提出要求;对地方国有资产监管机构如何加强地方国有股东内幕信息管理工作的监管提出了相关意见。

上市公司内幕信息知情人登记制度的建立是五部门共同构建的“齐抓共管、打防结合、综合防治”综合防控体系的体现,有助于督促上市公司对内幕信息的保密管理以及对内幕信息依法公开披露前的内幕信息知情人登记进行制度化管理;有助于从源头上遏制内幕信息的传播,减少内幕交易的发生。

2. 积极探索内幕交易案件行政执法,逐步确立执法认定规则

中国证监会就内幕交易共做出行政处罚决定书10件和1件市场禁入决定,分别是兰生股份内幕交易案([2011]16号,指中国证监会行政处罚决定书编号,下同)、ST中钨内幕交易案([2011]24号)、新潮实业内幕交易案([2011]26号)、上风高科内幕交易案([2011]28

号)、浙江东方内幕交易案([2011]32号)、佛塑股份内幕交易案([2011]41号)、佛山照明内幕交易案([2011]49号)、领先集团内幕交易案([2011]55号)、光华基金会内幕交易案([2011]56号)和岳远斌内幕交易案([2011]57号)及岳远斌市场禁入决定书([2011]11号)。此外,2011年为各界所广泛关注的内幕交易案还包括:东北证券保代秦宣内幕交易案、辽宁森能集团内幕交易案、鲍崇民内幕交易案、汉王科技内幕交易案等。需要指出的是,证券保荐代表人等证券市场专业人士内幕交易行为在增多,典型的如东北证券保代秦宣内幕交易案、保代谢风华、安雪梅内幕交易案、岳远斌内幕交易案等。

2011年内幕交易行政处罚案件中,7件涉及并购重组内幕信息,并购重组案件仍是内幕交易案件的多发地带,证监会也在内幕信息认定、内幕交易主体认定、环境证据使用、证明标准上进一步进行了有益的探索。

在内幕信息认定上,证监会以“非公开性”和“重要性”作为区分内幕信息和公开信息的标准,并且明确内幕信息的形成呈现从模糊到清晰的特征。例如,在兰生股份内幕交易案([2011]16号)中,证监会区分了汤建华从公开渠道获取的信息和因为所任公司职务可获得信息的不同,明确汤建华通过内部文件传阅、参加相关内部会议等渠道获得信息构成内幕信息,而不能为公开信息所涵盖。在ST中钨内幕交易案([2011]24号)中,证监会认定建工集团拟借壳ST中钨属于涉及公司经营、财务或者对公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息,属于内幕信息。在岳远斌内幕交易案([2011]57号)和岳远斌市场禁入决定书([2011]11号)中,根据“重大性”和“非公开性”区分了内幕信息和公开信息。

在内幕交易主体认定上,证监会在证券账户“实际控制”认定、单位内幕交易以及获取内幕信息主体的“合法”与“非法”上积极探索,并取得了有益的成果。在认定证券账户和内幕交易主体之间的“实际控制”上,证监会继续通过环境证据形成的证据链条进行认定,如在兰生股份内幕交易案([2011]16号)中,通过涉案交易IP地址、MAC地址、有关证人询问笔录等证据形成完整证据链条,证明汤建华是涉案交易证券账户的实际操作人;在ST中钨内幕交易案([2011]24号)中,通

过MAC地址、IP地址的一致性,账户名义持有人所述与账户实际操作明显不符等间接证据认定涉案账户的实际控制人为内幕交易主体;在岳远斌内幕交易案([2011]57号)和岳远斌市场禁入决定书([2011]11号)中,通过IP地址、MAC地址的一致性认定涉案两个证券账户的实际控制人为内幕交易主体岳远斌。在内幕交易主体类型上,首次在内幕交易行政处罚案件中区分个人和单位,并认定单位为内幕交易主体,在领先集团内幕交易案([2011]55号)中,根据领先集团法定代表人、董事长、副总裁等高级管理人员直接参与内幕信息的情形,认定领先集团“知悉”内幕信息,基于涉案证券账户的交易由领先集团领导层决策、由公司相关人员具体执行操作等判定领先集团“利用”了内幕信息,从而认定领先集团构成内幕交易;在光华基金会内幕交易案([2011]56号)中,根据光华基金会理事长任晋阳与涉案上市公司重组方管理层关系密切并有消息互动为据认定光华基金会“知悉”内幕信息,以信息敏感期内“光华基金会”账户买卖上市公司股票,从而认定光华基金会构成内幕交易。在内幕交易主体范围上,在岳远斌内幕交易案([2011]57号)及岳远斌市场禁入决定书([2011]11号)中首次指出“非法获取内幕信息的人”既包括采用盗窃、窃听、黑客、贿赂等违法手段积极获取内幕信息的人,也包括并未采取违法手段,只是因为“证券交易内幕信息的知情人”的泄露行为而间接获取内幕信息,但其本身又不具有获取内幕信息的合法资格、合法理由的人。

在内幕交易行为即“知悉”并“利用”内幕信息认定上,证监会以间接证据为主要证据进行推定并运用了优势证明标准。在岳远斌内幕交易案([2011]57号)及岳远斌市场禁入决定书([2011]11号)中,证监会明确了判定“知悉”和“利用”的间接证据包括四个要件:当事人与内幕信息传递者之间的固有关系与惯常联系、当事人实施交易行为之前与内幕信息传递者之间的接触情况、当事人买入行为的异常情况、当事人交易行为与其他相关行为及情况的吻合度。在佛塑股份内幕交易案([2011]41号)中,证监会明确了明显优势证明标准作为内幕交易行政处罚案件的证明标准。在ST中钨内幕交易案([2011]24号)、浙江东方内幕交易案([2011]32号)、领先集团内幕交易案([2011]55号)和光华基金会内幕交易案([2011]56号)等案件中也使用了间接证据

推定和明显优势证明标准。

此外,内幕交易主体是否盈利不影响内幕交易行为的违法性。在岳远斌内幕交易案([2011]57号)和岳远斌市场禁入决定书([2011]11号)明确内幕交易违法属于行为违法而非结果违法,不以内幕交易主体是否盈利为要件。

证券市场成立以来,自1993年“延中实业”股票内幕交易案截止到2011年年底岳远斌内幕交易案([2011]57号),证券监管机构和司法机关共查处了40余起内幕交易案件,特别是最近两年以来仅证券监管机构就内幕交易案件做出行政处罚19件,占近两年(2010年行政处罚50件,2011年行政处罚57件)行政处罚案件的17.8%。内幕交易行政处罚案件的增多,一方面体现了证券监管机构防范和打击内幕交易案件的决心和力度,另一方面也为证券监管机构提高监管水平和完善《证券法》等相关法律法规提供了良好的契机。基于这些案例的分析,可以看出以下趋势:一是内幕交易主体正在从法定主体(公司高管及其管理人员、股东及其相关人员)向非法定主体(政府机构、中介机构、内幕人员亲友等)扩散;二是并购重组信息是内幕信息的主要类型,并购重组案件成为内幕交易的多发地带;三是内幕交易案件中环境证据等间接证据的使用成为主要方式,并且逐渐确立了明显优势证明标准。

(四)资本市场新“诈骗”泛滥,市场操纵监管“零容忍”

在持续多年的执法行动压力下,以“庄股”为特征的操纵行为在证券市场上已基本消失,但全流通时代市场交易日趋活跃,短线操纵、“抢帽子”等新型操纵行为时有发生,同时行为人在操纵的同时使用多种手法,操纵兼具复合型的新特征。2011年以来,证券监管机构和交易所对资本市场的“诈骗”市场操纵“零容忍”,露头就打,全年共查处五起市场操纵案件,分别是邓晓波、邓悉源市场操纵案([2011]4号),陈国生市场操纵案([2011]10号),徐国新市场操纵案([2011]18号),袁郑健市场操纵案([2011]42号),新理益集团、刘益谦、薛飞市场操纵案([2011]44号)。上海证券交易所对涉嫌短线操纵做出限制交易纪律处分1件。

1. 传统“坐庄”销声匿迹,“抢帽子”、短线等新型操纵层出不穷
在传统“坐庄”基本消失后,市场操纵发生了新的变化,典型表现

为“抢帽子”操纵和短线操纵。“抢帽子”操纵以2008年汪建中案为典型,2011年查处的邓晓波、邓悉源市场操纵案([2011]4号)也属于“抢帽子”操纵;短线操纵自2007年证监会查处周建明短线操纵案(证监罚字[2007]35号)以来,共查处10余起短线操纵案件,2011年查处的陈国生市场操纵案([2011]10号),徐国新市场操纵案([2011]18号),新理益集团、刘益谦、薛飞市场操纵案([2011]44号)都属于短线操纵范围。

“抢帽子”操纵是近年来证券市场投资咨询机构买卖推荐股票进而获利的主要表现形式,2008年汪建中市场操纵案成为典型。在2011年查处的邓晓波、邓悉源市场操纵案([2011]4号)中,具有证券投资咨询资格的邓晓波和邓悉源也是采用“先买入股票,再推荐股票,后卖出股票”的行为模式谋求获利,此外,在袁郑健市场操纵案([2011]42号)中,袁郑健在持有股票的情况下发表博文推荐科冕物业的行为也带有“抢帽子”操纵的性质。证券投资咨询人员买卖推荐证券行为,是被认定为操纵市场、抢先交易或者一般的“抢帽子”交易,主要看行为特征及其主观方面;“抢帽子”操纵与普通的市场操纵本质相同,都是影响正常交易,扭曲市场,非法获利;两者仅是操纵手法不同,普通市场操纵以连续或联合买卖、约定交易、对倒等进行操纵,“抢帽子”则以“先买入股票,再推荐股票,后卖出股票”为主要行为模式。

2011年,证监会还公布了大富投资、新思路投资“抢帽子”操纵案、国贸盛乾“抢帽子”操纵案和中恒信“抢帽子”操纵案,这三起案件因数额巨大,情节恶劣,涉嫌构成操纵证券市场罪,已移送司法机关。新思路投资“抢帽子”操纵案因涉及未保留对外发布的荐股报告原文,受到证监会行政处罚([2011]2号);国贸盛乾案是首例涉及阳光私募的“抢帽子”操纵市场案;中恒信“抢帽子”操纵案因涉及股票最大规模、涉案金额最大、涉案人员数量最多的案件,成为史上最大的“抢帽子”操纵案。

短线操纵是近年市场操纵查处的另一个主要领域,自2007年证监会查处周建明短线操纵案(证监罚字[2007]35号)以来,2009~2011年三年来共查处8起短线操纵案件。在2011年查处的陈国生市场操纵案([2011]10号)中,陈国生以低位建仓、拉抬股价、虚假申报、涨停

堆单和高位出货的典型手法操纵“中捷股份”股价,另外陈国生还以还以拉抬股价、虚假申报、尾盘巨量堆单的手法操纵“力合股份”股价。徐国新市场操纵案([2011]18号)中,徐国新采用封尾盘、操纵开盘价操纵“ST科健”和“*ST联油”股价。新理益集团、刘益谦、薛飞市场操纵案([2011]44号)中,新理益集团集中资金,以不断提高买入申报价,连续、联合巨量买入,推高价格的方式封尾盘,次日开盘高价出货。从监管实践来看,短线操纵具有拉抬或打压、封尾盘、虚假申报、特定时点的价格操纵和操纵开盘价五种基本方式,短线操纵违反“三公”原则,扰乱证券市场秩序,侵害投资者合法权益,具有严重的危害性:一是误导投资者,侵害投资者合法权益;二是造成异常波动;三是扰乱市场秩序,助涨投机,影响市场健康发展。

2. 单账户、单一手段的操纵渐少,复合化、多账户和谋化操纵趋重

随着证券监管机构和交易所对证券市场操纵行为打击力度的加大,以单一账户、单一手段的方式操纵股价易于发现,市场操纵主体开始倾向于使用复合化的操纵手法,如“抢帽子”与散布虚假信息相结合、拉尾盘与操纵开盘价相结合、连续交易、对倒与“抢帽子”相结合等,同时,市场操纵主体为了免于单一账户操纵目标过大被发现,倾向于使用多个账户或者多个主体合谋操纵。

一是市场操纵主体经常使用两种以上的手法操纵股票,如在邓晓波、邓悉源市场操纵案([2011]4号)中,邓晓波和邓悉源同时使用了“抢帽子”和发布虚假信息进行市场操纵。在陈国生市场操纵案([2011]10号)中,陈国生同时使用了拉抬或者打压、虚假申报、封尾盘等多种手法操纵股票价格。在徐国新市场操纵案([2011]18号)中,徐国新同时使用了封尾盘、操纵开盘价两种方式操纵股价。在袁郑健市场操纵案([2011]42号)中,袁郑健同时使用了连续交易、对倒、虚假申报、带有“抢帽子”性质操纵四种方式进行市场操纵。

二是市场操纵主体也倾向于同时使用多个账户,或者多个主体之间合谋进行操纵,如在邓晓波、邓悉源市场操纵案([2011]4号)中,邓晓波和邓悉源共同进行操纵,且邓晓波使用了其代理的两个账户、邓悉源使用了其代理的三个账户。在陈国生市场操纵案([2011]10号)中,陈国生使用“陈晓彤”、“陈国生”两个账户进行操纵。徐国新市场

操纵案([2011]18号)中,徐国新同时使用了“华成民”、“徐才校”、“王冬香”三个账号操纵股价。袁郑健市场操纵案([2011]42号)中,袁郑健使用了多达18个账户操纵股价。在新理益集团、刘益谦、薛飞市场操纵案([2011]44号)中,新理益集团使用其控制的“金保利”、“安泰博讯”账户进行操纵。

3. 新“诈骗”手法考验市场操纵立法,《证券法》操纵条款亟须修改

随着“抢帽子”、短线操纵等新型复合操纵的出现,市场操纵行为出现了操纵行为和谋化、违规手段隐蔽化、违规行为网络化和跨市场操纵化等特点,立足于传统“坐庄”形式的操纵,将市场操纵的主要类别局限于连续交易、约定交易、洗售三类,并以“其他手段”兜底的立法模式很难监管“抢帽子”、短线操纵等新型操纵行为,证券监管机构只能通过使用兜底条款进行应对。2011年查处的五件市场操纵案件,除袁郑健市场操纵案([2011]42号)同时适用《证券法》第77条第1款、第3款和第4款外,其他四件均适用了《证券法》第77条第4款的兜底条款“以其他手段操纵证券市场”进行处罚。显然,这种以传统坐庄模式为主要规制对象的市场操纵立法已经无法适应证券市场打击新型操纵的实践,基于此,可以考虑在未来《证券法》修改时根据新型操纵行为的特点,进行提炼和简化,新增“蛊惑交易操纵”、“抢先交易操纵”、“虚假申报操纵”、“特定时点操纵”等新的市场操纵类型。此外,随着新产品、新业务以及将来国际板的推出,跨市场、跨品种的市场操纵行为可能出现,近期市场上已开始出现这一类型的案例,建议在《证券法》中明确规定“衍生品或关联证券操纵”,避免这种类型的案例处于灰色地带。

(五) 规范上市公司信息披露执法,严管各种违规信息披露

上市公司信息披露是证券市场“三公”原则的最为直接的体现,信息披露监管也是证券监管机构“放松管制,加强监管”的重要抓手,以信息披露为核心,制定信息披露违法行政责任认定规则,有助于加强证券监管机构依法行政;通过查处大宗持股违规信息披露,有助于预防和减少资本市场内幕交易和市场操纵;严查常规上市公司信息披露违规,有助于提高上市公司治理水平,增强资本市场透明度。

1. 出台信息披露违法行为行政责任认定规则,规范信息披露行政

执法

为了规范信息披露违法行为行政责任的认定,体现依法行政的要求,证监会公布了《信息披露违法行为行政责任认定规则》,确立了信息披露违法行政责任认定的要件,区分了不同违法行为人的责任大小,明确五种情形可以从轻或者减轻处罚,增加了证券服务机构的信息披露责任。

认定信息披露违法责任要从客观方面和主观方面等综合审查,客观方面包括违法情形、情节、时间长短、违法次数以及社会影响恶劣程度等;主观方面则是指违法行为人的主观状态、行为发生后的态度、与证券监管机构的配合程度等。不同违法行为人信息披露责任大小的区分,可以从在信息披露违法行为发生过程中所起的作用、知情程度和态度、职务、具体职责及履行职责情况以及专业背景四方面综合分析认定。未直接参与信息披露违法行为,在信息披露违法行为被发现前,及时主动要求公司采取纠正措施或者向证券监管机构报告,在获悉公司信息披露违法后,向公司有关主管人员或者公司上级主管提出质疑并采取了适当措施,配合证券监管机构调查且有立功表现以及受他人胁迫参与信息披露违法行为等五种情形可以从轻或者减轻处罚。对于在信息披露中保荐人、证券服务机构及其人员未勤勉尽责,或者制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,证监会将依法认定其责任和予以行政处罚。

2. 大额持股信息披露违规认定规则进一步明确,切实保护投资者权益

《证券法》设定大额持股信息披露制度,即投资者通过证券交易所的证券交易,持有上市公司已发行的股份达到一定比例时,应在规定的期限内履行报告和披露义务,其目的是使广大投资者能够在公司的股权结构发生重大变化时,公平、及时地了解相关信息,并基于这种信息作出相应的投资判断。这一制度有利于防止内幕交易和操纵证券市场,保障上市公司的稳定和持续经营发展,保护投资者的合法权益。

2011年,证券监管机构共查处6起大额持股信息披露违规案件,分别是周信钢违规交易美欣达案([2011]1号)、天津大通等违规交易ST筑信案([2011]5号)、杭州绫绣等违规交易*ST东碳案([2011]

25号)、孙达山违规交易天伦置业案([2011]33号)、林文清违规交易腾达建设案([2011]34号)和深圳天寅等违规交易广东榕泰案([2011]43号)。证券监管机构在这些案件中进一步确立了大额持股信息披露违规的认定原则。一是明确对大额持股信息披露义务人以及一致行动人的认定,如在周信钢违规交易美欣达案([2011]1号)、孙达山违规交易天伦置业案([2011]33号)和林文清违规交易腾达建设案([2011]34号)明确多个联动账户的实际控制人,属于大额持股信息披露责任人;在杭州绫绣等违规交易*ST东碳案([2011]25号)中基于间接控股关系、担任法定代表人、行为人之间存在亲属关系认定自然人吴俊、丁国忠以及法人杭州绫绣是一致行动人,为大额持股信息披露义务人;深圳天寅等违规交易广东榕泰案([2011]43号)基于3家违规披露公司之间共同受同一公司控制,且3家公司之间存在高管人员重合或交叉任职情形,认定3家公司属于一致行动人,为大额持股信息披露义务人。二是进一步拓展了“通过证券交易所的证券交易”的范围,除以案例进一步确认通过证券交易所竞价系统、大宗交易系统(周信钢违规交易美欣达案、杭州绫绣等违规交易*ST东碳案、孙达山违规交易天伦置业案、林文清违规交易腾达建设案)进行证券交易要履行大宗持股信息披露义务外,对于司法拍卖后执行法院裁定的(天津大通等违规交易ST筑信案),同样需要履行大额持股信息披露义务,与此同时,通过发行取得的股份也纳入了持股披露制度下的股份持有范围(深圳天寅等违规交易广东榕泰案)。

当前,我国通过《证券法》及《上市公司收购管理办法》等法律法规确立的大额持股信息披露制度,在证监会与证券交易所的努力下,其积极作用逐步显现并不断强化,但在实践发展中也出现了两个方面的问题:一是制度设计滞后于资本市场的发展,尤其是机构投资者的发展;二是大额持股披露作为上市公司控制权转移“预警”功能发挥有余,但“自我”实现功能不足。笔者建议在未来《证券法》修改过程中,从以下几个方面进一步完善大额持股信息披露制度:一是调整立法结构,将大额持股披露制度单独规定,体现大额持股披露制度的独立宗旨和价值;二是进一步明确大额持股披露义务人的确定与股份持有界定规则;三是构建合格机构投资者的持股披露特别规则与合并计算豁免机制;四

是协调与持股披露相关的一致行动与短线交易规制规则,确保法律的协调统一性。

3. 严查上市公司常规信息披露违规行为

近三年来,证监会共查处上市公司常规信息披露违规案件 40 件,几乎均占当年行政处罚总案件的近 1/3,一方面体现了证券监管机构严肃信息披露监管的决心和为确保资本市场“三公”及保护投资者权益所作的努力;另一方面也体现了我国资本市场上市公司信息披露水平不高,信息披露监管有待进一步强化,上市公司治理有待进一步规范,市场透明度有待进一步提高的现状。

2011 年,证监会就常规信息披露违法做出行政处罚 15 件,并对 11 人做出了 6 件市场禁入决定书。沪深交易所也对多家上市公司信息披露违规进行了纪律处分。从内容上看,这些违规信息披露涉及关联交易、违规担保、实际控制人变动、公司对外投资等重大事件,从形式看,这些违规信息披露包括虚假记载、重大遗漏、误导性陈述以及其他不及时、不合规定的不正当信息披露。

一是关联交易以及对外担保违规披露案件是 2011 年证监会查处的重点。在 15 件信息披露违规案件中,天目药业案([2011]2 号)、北海港案([2011]3 号)、银行科技案([2011]19 号)、天颐科技案([2011]30 号)、ST 方源案([2011]36 号)、科达股份案([2011]38 号)、寰岛股份案([2011]48 号)和沧州化工案([2011]53 号)共 8 件涉及关联交易违规。关联交易典型案件为天目药业案,上市公司天目药业通过预付贸易款、购销货物、与个体工商户合营、借款、提供资金、重大债务到期未清偿等多种手段和方式直接或间接为大股东及其关联方进行关联交易。对外担保违规披露案件的典型如沧州化工案和银河科技案,上市公司沧州化工在 2004~2006 年间未披露的对外担保达数百笔;上市公司银河科技为了骗取发行可转化公司债券的资格,虚增利润、隐瞒对外担保、关联方交易和银行贷款,未及时披露被处罚的事实。这些违规信息披露行为,发生次数多,持续时间长,属于连续性、习惯性的违法行为。违规披露当事人漠视证券法律、证券监管和投资者利益的主观恶性较强,违法行为的社会危害性较大。其他查处的违规披露案件则主要涉及上市公司实际控制人变更或披露错误如 ST 东碳案

(〔2011〕7号)和江苏三友案(〔2011〕46号);上市公司未披露对外投资如五粮液案(〔2011〕17号)或未披露重大合同事项以及涉讼情形如天海股份案(〔2011〕47号),此外,还包括其他重大事件的变更未披露如钱江摩托案(〔2011〕22号)和虚增收入如多佳股份案(〔2011〕21号)和安妮股份案(〔2011〕39号)。

二是上市公司违规披露事项复杂多样,一个违规案件常涉及多个违规事项。2011年查处的15件案件中除天目药业案(〔2011〕2号)、ST东碳案(〔2011〕7号)、多佳股份案(〔2011〕21号)、钱江摩托案(〔2011〕22号)、安妮股份案(〔2011〕39号)、江苏三友案(〔2011〕46号)和沧州化工案(〔2011〕53号)7件案件外,其他8件均涉及两类以上事项违规,如北海港案(〔2011〕3号)涉及未披露实际控制人变更、对外担保、关联交易三项内容;五粮液案(〔2011〕17号)涉及对外投资、差错更正、公司董事涉嫌犯罪等;ST方源案(〔2011〕36号)涉及股改内容、对外担保、重大诉讼、实际控制人变化、关联交易等内容。

三是上市公司信息披露违规涉及招股说明书、股权分置改革说明书、季度报告、年度报告、临时报告。典型的如ST方源案(〔2011〕36号)其违规涉及《股权分置改革说明书》、年度报告、临时报告等;江苏三友案(〔2011〕46号)涉及招股说明书、年度报告、半年度报告等。

四是上市公司信息披露违规方式涉及虚假记载、重大遗漏、误导性陈述以及其他不及时、不合规定的信息披露等。典型如五粮液案(〔2011〕17号)涉及重大遗漏、不当披露;天颐科技案(〔2011〕30号)涉及未及时披露、虚假记载、重大遗漏;科达股份案(〔2011〕38号)涉及虚假陈述、未及时披露、重大遗漏等。

五是证券监管机构对次数较多,情节恶劣的信息披露违规责任人出具了市场禁入决定书,共针对11人做出了6件市场禁入决定书。具体如天目药业案章鹏飞(市场禁入决定书〔2011〕1号),银行科技案潘琦、姚国平(市场禁入决定书〔2011〕4号),科达股份案刘双珉(市场禁入决定书〔2011〕6号),江苏三友案张璞(市场禁入决定书〔2011〕7号),寰岛股份案于振涛(市场禁入决定书〔2011〕8号)和沧州化工案周振德、孙文育、张建珍、于生春、曹建林(市场禁入决定书〔2011〕10号)。

六是上市公司信息披露违规案件还可能涉及会计师事务所等中介机构未能勤勉尽责履职的情形,助长了上市公司违规信息披露行为的发生。在银行科技案([2011]19号)中,受托审计机构华寅会计师事务所及其签字会计师刘文俊、黄贻帅未尽勤勉履职责任,如未对银河科技明显的舞弊行为实施必要的审计程序等,受到了证监会的行政处罚([2011]20号)。在ST方源案([2011]36号)中,受托中介机构中兴华会计师事务所及其签字会计师张学锋、黄忠利、马克玉对ST方源年度财务报告未能勤勉尽责,受到了证监会的处罚([2011]37号)。

(六)“老鼠仓”继续蔓延,监管仍应加强

证券监管机构对“老鼠仓”的打击,一直保持高压状态,自2007年至2010年证监会已查处唐建、王黎敏、张野、涂强、刘海五起“老鼠仓”案件。2011年,证监会又处罚了黄林案([2011]15号)、韩刚案([2011]29号)和许春茂案([2011]52号)并对该三人实施了市场禁入,同时,证监会还公布了明星基金经理李旭利因涉嫌“老鼠仓”已被立案调查并移送司法机关,还移送了首例券商高管西南证券季敏波涉嫌“老鼠仓”案件。至此,证监会已查处“老鼠仓”案件共10起,其中9件基金从业人员老鼠仓案件,1件券商从业人员老鼠仓案件。老鼠仓案件频发,一方面体现了证监会加大对基金、券商等机构从业人员利用未公开信息交易股票的查处力度;另一方面也有必要对现有制度的合理性进行深层次评估。

2011年证监会查处的五起“老鼠仓”案件呈现两个特点:一是进一步体现了行政处罚与刑事处罚的“双罚”可同行的执法规则,在韩刚案和许春茂案中,证券监管机构在司法机关做出刑事处罚后,根据《基金法》的规定,对二人做出取消基金从业资格的行政处罚和市场禁入。行政处罚与刑事处罚在性质、标准、形式和功能均不同,体现了两种不同的法律责任,两者并行不悖;两者在种类上具有竞合、递进和交叉关系,非一一对应,无法包容,因此,行政执法与刑事司法应该并行不悖互不替代,程序上行政执法可移送刑事司法,实体上行政处罚和刑事处罚应合并适用。二是“老鼠仓”案件从基金行业蔓延到券商从业人员,证监会查处的以往九件老鼠仓案件,均发生在基金行业,而西南证券季敏波案则发生在上市券商副总裁季敏波身上,并影响到券商自营业务的

发展。

(七) 严管短线交易及其他违规交易行为,确保资本市场交易公平

证券监管机构为了维护资本市场的公开、公平和公正,防范内幕交易、操纵市场等违法违规行为的发生,对从业人员买卖股票、短线交易、法人利用他人账户交易等行为严厉打击,共查处违规交易案件13起,其中短线交易案2起,会计师限制期内违规交易1起,法人利用他人账户买卖股票10起。

短线交易行政处罚案件进一步体现了证监会以往确立的短线交易违法认定规则。一是以“实际持有”作为短线交易主体认定标准,如在王风顺案([2011]9号)中以交易两个账户为涉案嫌疑人实际控制人从而认定其短线交易主体。二是在持股5%股东身份确定的时点问题采用“一端说”即“买入时”标准,比“买入前”标准更为科学。在九龙山国旅等案([2011]54号)中,九龙山国旅、OCEAN公司和RESORT公司在2009年1月13日,各自成为上市公司九龙山持股比例超过5%的大股东,后该三公司分别六个月内对九龙山进行减持。证监会认定该减持行为构成短线交易。“买入前”标准和“买入时”标准的区别在于,是否将股东获得5%以上股权的买入行为纳入规制范围。按照现行《证券法》的标准,股东在成为持股5%的股东后,已经属于内幕人范围,其在股份出售时点的选择上很可能已经依据了公司的内幕信息,从短线交易作为防范内幕交易辅助制度的立法目的出发,采用“买入时”标准更为适当。

证券服务机构和人员因向上市公司提供审计等相关服务,有可能接触到内幕信息,为了防止内幕交易,《证券法》第45条第2款要求上述人员自接受委托之日起至提供的审计报告、资产评估报告或法律意见书等公开后五日内,禁止其买卖股票,根据该条规定,证监会2011年查处一起会计师违规交易行为:张松清案([2011]23号)。

为加强对上市公司监管,预防资本市场内幕交易和操纵市场等违法违规行为的发生,《证券法》在第80条和第208条严令禁止法人非法利用他人账户进行交易,禁止法人出借自己或他人的证券账户。2011年,证监会共查处惠顺装饰([2011]51号)等法人非法利用他人账户交易案10件。在这些案件的查处过程中,证监会进一步明确了法人非

法利用他人账户买卖证券的行政执法认定规则。一是法人利用的他人账户,包括个人账户和法人账户,如海螺集团等三家公司([2011]11号)非法利用482个个人账户买卖股票;江苏沙钢([2011]31号)非法利用4个法人账户买卖股票;联合置地([2011]50号)非法使用他人6个法人账户和个人账户。二是法人非法利用他人账户,要区分法人行为和个人行为,且采用“双罚制”,对法人和直接负责的主管人员及其他直接责任人员一并处罚。在同方投资、朱振华案([2011]35号)中根据同方投资股东会决议等相关证据认定使用个人账户的是法人同方投资,在新天通案([2011]40号)中,同时处罚法人新天通和直接负责的主管人员乔金都,在睿信锦达案([2011]13号)中,同时处罚法人睿信锦达和直接负责的主管人员兰宇和刘进。三是进一步明确了法人利用他人账户交易股票的违法行为属于客观违法,不以当事人的主观恶意和交易损失为构成要件,如蚌埠建投案([2011]12号)中指出此类型案件“有客观行为即对证券市场秩序造成了危害,且不以主观故意为要件”,在联合置地案([2011]50号)中,通过确认联合置地对被利用账户享有收益权、与名义持有人之间存在关联关系认定联合置地存在利用这些账户的利益和要求,从而确认利用账户的行为是法人行为而不是个人行为;同时,是否获利也不影响违法行为的成立,在2011年查处的10起案件中,有亿洲经贸([2011]27号)和新港公司案([2011]45号)等5起行为人获利或有违法所得,有同方投资、朱振华案([2011]35号)等3起亏损,睿信锦达案([2011]13号)和联合置地([2011]50号)2起案件没有明确是否获利或损失。

四、“保障和引导”资本市场发展的证券司法

司法权对资本市场的介入,为资本市场的创新发展提供了司法保障和司法引导。司法机关通过颁布一系列司法解释、出台司法政策,进行民事审判、对违法行为人予以刑事处罚等,为资本市场的规范发展保驾护航。

(一) 最高法颁解释出政策,为资本市场规范发展保驾护航

司法权是资本市场规范发展的重要保障,司法权对资本市场的行政监管和自律管理的监督和保障,一方面确保了行政权和自律管理权的规范运作,另一方面也监督和规范着行政权和自律管理权的合法合理行使,从终极意义上保护投资者的合法权益。2011年,最高人民法院就资本市场的行政执法、自律管理主要颁布了两个司法解释或司法政策,一是7月13日印发的《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》(法[2011]225号,以下简称《纪要》),就证券行政执法和行政诉讼案件中的证据问题规定了相应的司法政策,有助于规范和保障证券行政执法行为,监督和保障行政权的行使;二是1月17日颁布的《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定(二)》(以下简称《规定(二)》),进一步确立了自律管理指定管辖和特殊目的财产司法豁免的原则。

1. 最高法出政策从证据视角规范和保障证券行政监管权力

为了进一步加强对证券市场的监管,支持证券监管机构创新证券市场管理方式,维护和促进证券市场健康发展,针对证券行政执法和证券行政诉讼中证据问题的特殊性,最高人民法院在7月13日下发了《纪要》,为解决当前审理证券行政案件中比较突出的证据问题,探索此类案件的特殊证据规则提供参考。《纪要》主要涉及举证、电子数据证据、专业意见、上市公司信息披露违法责任人证明、内幕交易行为认定五个方面。

《纪要》的出台,具有以下几方面的意义:一是基于证券违法行为的特殊性,《纪要》确立了证券行政案件适当转移举证责任,间接确立“明显优势”证明标准,规范适用案外证据排除规则。二是从载体、收集程序、存储和恢复及破解四个方面严格规范电子数据证据的使用,确保电子数据证据在证券行政案件的适用。三是以专业意见的形式确立了证券行政诉讼专家辅助人证言的证据地位。四是在将上市公司信息披露违法责任人(直接负责的主管人员和其他直接责任人员)区分为法定保证义务人员和非法定保证义务人,在推翻监管机构认定的证明要求上,确立了法定责任人员采取一般过错排除规则,非法定责任人员采取重大过错排除规则。五是《纪要》对内幕交易违法行为中“知

悉”和“利用”内幕信息的行为采取了举证责任分配和综合判断的证据规则,即根据内幕交易主体的不同,对其主观方面“知悉”和“利用”的认定做出不同程度的规定,并规定“合理解释”间接确立内幕交易抗辩条款这一成熟资本市场广泛应用的作法。

2. 最高法颁解释进一步确立自律管理指定管辖和特殊目的财产司法豁免的原则

目前,我国已成为全球第一大商品期货市场,在期货市场平稳较快发展的同时,期货市场法规体系逐步建立并不断完善,基本形成了以《期货交易管理条例》为核心,以证监会部门规章、规范性文件为主体,以期货交易所、期货业协会的若干自律规则为补充,符合中国实际的期货市场法规制度体系。同时,期货市场的各项基础性制度建设也取得了丰硕成果,逐步建立了期货保证金安全存管监控制度、以净资本监控和分类监管为核心的期货公司风险监控制度、期货投资者保障基金制度、期货市场统一开户制度、股指期货投资者适当性制度、会员分级结算制度和结算担保金制度等。

最高人民法院为了进一步维护期货市场健康稳定发展,在2011年1月17日颁布了《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定(二)》(以下简称《规定(二)》)的司法解释,主要是对2003年发布的《关于审理期货纠纷案件若干问题的规定》进行了补充和完善。《规定(二)》的颁布具有以下两方面的意义:一是进一步确立了证券期货市场自律管理行为司法审判的指定管辖问题,2005年最高人民法院颁布的《关于对与证券交易所监管职能相关的诉讼案件管辖与受理问题的规定》首次确立了自律管理行为指定管辖的原则,2007年最高人民法院就证券登记结算机构自律管理行为司法审判行为指定管辖颁布了《关于中国证券登记结算有限责任公司履行职能相关的诉讼案件指定管辖问题的通知》,《规定(二)》的颁布,进一步将自律管理行为司法审判指定管辖的范围扩大到期货市场,从而全面规定了涉及证券期货市场自律管理的管辖均为交易所所在地的中级人民法院,即上海、深圳、北京、郑州和大连的中级人民法院。二是进一步确立了证券期货市场具有担保履约、风险控制性质的资金或者证券除非法定情形不得冻结、划拨的原则,即特殊目的财产司法豁免。《规定(二)》确立了对交易保证金、用于充抵

保证金的有价证券和结算担保金的司法保护制度,继《证券法》和有关司法解释之后进一步明确了对金融市场因清算交收、风险防范而设立的特殊类型财产予以司法保护的 policy。2005年10月修订的《证券法》第167条和第168条对证券和证券交易结算资金的执行作出了原则性的规定,确立了清算履约的财产豁免执行的制度。最高人民法院先后发布的《关于冻结、划拨证券或期货交易所、证券登记清算机构、证券经营或期货经纪机构清算账户资金等问题的通知》(法发[1997]27号)、《关于贯彻最高人民法院法发[1997]27号通知应注意的几个问题的紧急通知》(法明传[1998]213号)、最高人民法院与最高人民检察院、公安部、证监会共同发布了《关于查询、冻结、扣划证券和证券交易结算资金有关问题的通知》(法发[2008]4号),基本确立了具有担保履约、风险控制性质的资金或者证券除非法定情形不得冻结、划拨的原则。

(二) 欺诈发行罪再显威,“达摩利斯之剑”剑指绿大地

根据我国《刑法》、《证券法》及相关法律、法规,欺诈发行股票后果严重或者有其他严重情节的,处五年以下有期徒刑或者拘役,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;对直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以三万元以上三十万元以下的罚款。单位犯前款罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,处五年以下有期徒刑或者拘役。相较于伪造财务报表、虚假信息披露等较轻的罪名,欺诈发行罪因其特有的重罪警示作用,被市场形容为悬在证券发行人头上的“达摩利斯之剑”。

目前,我国资本市场因欺诈发行受到处理(包括交易所纪律处分、行政处罚、刑事制裁和民事赔偿)的案件共发生九起,分别是红光实业案、大庆联谊案、山东巨力案、江苏三友案、海通高科案、立立电子案、苏州恒久案、绿大地案和胜景山河案。其中因欺诈发行获罪的案件共三件,即红光实业案、山东巨力案和2011年判决的绿大地案。

2004年至2007年6月,绿大地利用其控制的多家公司,采用阴阳合同等方式虚增资产;以虚构银行回款的方式虚增收入;以虚增资产、虚假采购的方式将资金流出,再通过其控制公司将资金转回的方式虚增销售收入。调减后,公司连续三年亏损。在招股说明书中,绿大地虚

增 2006 年年末银行存款,虚增金额占货币资金期末余额一半以上。另外,绿大地在首发上市之前还伪造了云南省工商局证明。绿大地上述行为构成了最高人民检察院、公安部《关于经济犯罪案件追诉标准的规定》(公发[2001]11号)第4条“欺诈发行股票、债券案(《刑法》第160条)”：“在招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容”所述的欺诈发行股票罪。云南省昆明市官渡区人民法院在2011年12月2日,判决绿大地及其责任人何学葵、蒋凯西、庞明星、赵海丽、赵海燕欺诈发行股票罪罪名成立,并分别根据情节判处了相应的处罚。2012年1月31日,昆明市检察院就绿大地欺诈发行股票案向昆明市中级人民法院抗诉,昆明市检察院认为,原审法院对欺诈发行股票罪量刑偏轻,同时对绿大地其他责任人的其他信息披露违法行为应当认定为违规披露重要信息罪,且原审审级有误。

根据我国《证券法》的规定,欺诈发行在审核通过前发现的,证券监管机构将不予审核通过;审核通过后,发行前发现的,证券监管机构将撤销发行;在发行成功后,正式上市前发行的,证券监管机构将撤销发行,返还发行价款并加算同期银行利息,如立立电子案、胜景山河案等;发行上市后发现的,则不能撤销发行,只能通过纪律处分、行政处罚、刑事制裁和民事赔偿追究其责任,如红光实业案、大庆联谊案等。

(三)内幕交易罪案件频发,司法认定标准逐步确立

随着我国资本市场综合防控体系的建立,因内幕交易而触犯刑律的案件不断增多,2011年以前,我国司法机关因内幕交易定罪处罚的案件主要包括董正青内幕交易案、杭萧钢构内幕交易案、黄光裕内幕交易案、上海祖龙内幕交易案,但随着我国司法机关对内幕交易案件查处力度的加大,2011年,我国司法机关共判处的典型内幕交易案件包括银河证券肖时庆案、中山公用李启红案、高淳陶瓷刘宝春案、高淳陶瓷杜兰库案、姚荣江等天山纺织内幕交易案、姚四俊等凯诺科技内幕交易案、丁新辉鲁润股份案等。

2011年判决的典型内幕交易案件基本上发生于上市公司并购重组领域且涉案主体不仅包括普通的内幕信息知情人,还包括了国家工作人员,典型的如中山公用李启红案、高淳陶瓷刘宝春案、高淳陶瓷杜兰库案。涉及国家工作人员的内幕交易案件一方面涉案主体多元,这

些涉案主体包括:地方国家工作人员和业务主管部门国家工作人员,证券公司和国有企业高管以及从业人员,利用各种机会探听内幕信息的人员。从类别上看,这些人中既有法定的内幕信息知情人,又有非法获取内幕信息的知情人。另一方面这些内幕交易主体以迂回形式进行权钱交易、输送利益。请托人可以在任何时间、任何地点,将所知晓的内幕信息“有意无意”地泄露给特定关系人,在既不涉及现金和物品转移,又不直接损害请托人自身经济利益的情况下,帮助国家工作人员迅速获取巨额非法利益。

随着我国司法机关判处内幕交易案件的增多,司法机关对内幕交易案件的认定标准逐步清晰并不断强化,具体来看,我国司法机关对内幕交易案件在审判过程中逐步形成了以下规则:

一是证监会出具的关于内幕信息等的认定函,司法机关确认其为定案证据之一。如在黄光裕内幕交易案、中山公用李启红案和上海祖龙内幕交易案等案件中,法院均支持证监会作为全国证券市场进行统一监管的国家机构,对上市公司涉及内幕信息有关问题的认定属于法定职权范围,其在职权范围内对内幕信息、内幕交易行为、内幕交易知情人出具的认定意见,与案件事实有关联性,可以作为证据使用,其中上海祖龙内幕交易案中法院将证监会出具的《认定函》明确为“公文证书”。

二是法院一般均认为内幕信息至少包括了“重大性”和“未公开性”,对内幕信息何时形成判定仍需具体问题具体分析。董正青内幕交易案和上海祖龙内幕交易案中法院均明确内幕信息包括“重大性”和“未公开性”,是否包含其他要素如真实性、确定性等法院判决仍存在争议。在内幕信息的形成时间判定上则需要根据不同主体对内幕信息的掌控程度,针对具体案件认定内幕信息的形成时间。在董正青内幕交易案中,法院以广发证券出台借壳方案时间作为内幕信息形成时间;在杭萧钢构内幕交易案中,法院认定谈判双方就项目的价格、数量、工期等内容基本达成一致意见时内幕信息形成;在黄光裕内幕交易案中,鹏投公司将鹏润控股借壳中关村上市作为考虑方案时内幕信息形成;上海祖龙内幕交易案中根据资产注入事项进行磋商时内幕信息形成;中山公用李启红案对内幕信息形成的认定否认了该信息经董事会、

股东会通过才具有确定性的意见。

三是关于非法获取内幕信息的人的认定采用了排除规则,即只要没有合法依据获取内幕信息的人均可认定。在中山公用李启红案和姚荣江等天山纺织内幕交易案中,法院均指出虽未使用盗窃、窃听等非法手段(如内幕信息知情人主动告知)但不具有知悉内幕信息的合法依据从内幕信息知情人处获取信息,仍应构成非法获取内幕信息的人,即对此类在主体的界定标准以主观知悉、客观行为综合考虑。

四是是否以“卖出获利”为目的不影响内幕交易行为的构成。在黄光裕内幕交易案和姚荣江等天山纺织内幕交易案中,法院指出内幕交易不以获利为目的,无论内幕交易主体买卖股票的目的为何以及其最终是否获利或亏损,都不影响内幕交易行为的构成。同时,买入或者卖出股票均属于内幕交易行为,行为人只要在价格敏感期内实施了买入、卖出或者泄露内幕信息三种行为中的一种即构成内幕交易罪。

(四)利用未公开信息交易罪实践,韩刚、许春茂“老鼠仓”获利

2009年出台的《刑法修正案(七)》首次规定了有关金融机构从业人员、监管机构或行业协会工作人员利用未公开信息交易罪。自2009年该修正案颁布以来,未公开信息交易罪终于在2011年从条文走向了实践,2011年1月28日,深圳福田区人民法院对韩刚“老鼠仓”行为作出判决构成利用未公开信息交易罪,10月14日,上海市静安区人民法院对许春茂“老鼠仓”行为判决构成利用未公开信息交易罪,韩刚和许春茂被追究刑事责任的判决,诠释了“利用未公开信息交易罪”,使新的法律制度从条文走向了实践。在韩刚和许春茂案件中,该二人均利用其担任基金经理的职务便利,在其自主管理的基金拟投资或已投资的信息未公开前,亲自或指令他人先于或同期自己管理的基金买入或者卖出股票,从中获利。此外,随着券商高管“老鼠仓”行为的出现,“利用未公开信息交易罪”的实践将进一步从基金从业人员走向其他行业从业人员。

利用未公开信息交易罪为打击“老鼠仓”行为提供了直接依据,但两案件的实践也反映出“利用未公开信息交易罪”还存在一定的认定难度,首先是该罪名采用了较为宽泛的概念,因此需要出台有关的司法解释就“未公开信息”的定义和范围做出明确的规定,对“职务便利”和

“违反规定”等其他关键内容做出进一步明确的规定。同时,根据我国《刑法》有关共犯的规定,其他主体与本罪的特定主体构成共同故意犯罪的,也有可能一并按照“利用未公开信息交易罪”追究刑事责任,但根据我国《证券法》和《证券投资基金法》的规定,证券监管机构只能追究从业人员的行政责任,对于其他非从业人员等构成共犯的,将不能追究行政责任。在韩刚案件中,李素娟和史晨皓二人亦被追究刑事责任,但证监会只对韩刚做出了取消基金从业资格的行政处罚和市场禁入。

(五) 最高法公报期货交易纠纷典型案例,积极维护资本市场投资者权益

最高人民法院2011年第六期公报公布了《范有孚与银建期货经纪有限责任公司天津营业部期货交易合同纠纷再审案》的裁判文书,以公报案例的形式对期货市场强行平仓的商业习惯从维护资本市场交易公平的角度做出了否定判决。

在该案中,在相关合约到期T日、T+1日连续两个交易日出现涨停板的情况下,上海期货交易所在T+1日收市后调高了T+2日的保证金比例。银建期货经纪有限责任公司天津营业部(以下简称天津营业部)随之对持大单空仓的客户范有孚较大幅度地提高保证金比例,并在T+1日18时50分通知范某于T+2日开市前追加保证金比例到位。T+2日集合竞价阶段,天津营业部将范某所持全部空仓合约以涨停板价格强行平仓挂单,并全部以非在涨停价成交。范有孚随后以天津营业部不正当强行平仓损害其合法权益为由起诉。该案经天津第一中级人民法院一审,天津市高级人民法院二审,最高人民法院在2010年12月24日做出终审判决。

该案中争议的核心焦点是:期货交易纠纷中,期货公司在何种情况下可以平仓。在期货交易中,根据以往的商业习惯以及期货公司与投资者签订的格式合同,期货公司根据T日和T+1日的判断对投资者的保证金比例进行结算,并要求客户及时追加保证金(一般下一个交易日开市前完成追加),在期货公司对客户不能平仓的条件下,期货公司有权对客户进行盘中平仓。事实上,期货公司与投资者签订的合同,是经中期协备案的格式合同,在期货交易实践中具有一定的普遍性,在一定意义上形成了期货市场的商业习惯。最高人民法院根据《期货交易管理条例

例》第38条第2款和《关于审理期货纠纷若干问题的规定》第36条第2款的规定,判决明确;期货公司强行平仓应同时满足以下三个条件:一是客户保证金不足;二是客户没有按照要求追加保证金;三是客户没有及时平仓。最高人民法院在审理过程中秉承积极保护投资者权益的理念,依照《合同法》确定的格式合同条款疑义利益解释原则对期货交易中形成的部分商业习惯提出了质疑,尤其对期货公司极端平仓做法予以否认。

该判决的做出,对资本市场具有以下两方面的启示:一是资本市场规则的设定要确立保护投资者利益的价值取向,在此基础上根据资本市场的现实状况,公平对待资本市场的所有参与者,平衡好保护投资者权益和控制风险之间的关系。二是对资本市场投资者权益的保护要适度 and 合理,要坚持投资者适当性管理和“买者自负”的原则。资本市场不同于普通的商品流通市场,资本市场在坚持投资者适当性的基础上,对投资者实行适当的风险管理和控制,对投资者的投资行为进行一定的限制,有助于积极维护投资者的合法权益;在坚持投资者适当性原则的基础上,实行投资者的“买者自负”原则,投资者应当对其自身的投资行为和投资风险有充分的认知并承担投资结果。

(六) 证券侵权民事赔偿诉讼仍步履维艰,司法解释亟待出台

自2002年最高人民法院颁布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》以来,证券虚假陈述民事赔偿制度得到初步确立,之后,最高人民法院又颁布了《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(2003年)、《关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》(2007年)两个司法解释,完善了证券民事赔偿诉讼制度,并在《民事案件案由规定》中,最高人民法院规定了证券内幕交易责任纠纷、操纵证券交易市场责任纠纷和证券虚假陈述责任纠纷的案由。自2002年,全国各级法院受理证券虚假陈述民事赔偿案件以来,虚假陈述民事赔偿的典型案列有东方电子案、银广夏案、华闻传媒案、科龙电器案、大庆联谊案、生态农业案六大案,这些案件中的大部分原告通过和解或判决获得了部分或全部赔偿,赔偿的方式包括现金或股票。

与虚假陈述民事赔偿案件取得积极成果相比,证券市场内幕交易

侵权民事赔偿诉讼则进展缓慢。2008年9月,在南京中院立案审理的陈宁丰诉陈建良内幕交易天山股份股票民事赔偿案成为我国首起内幕交易民事赔偿案,该案以原告撤诉告终。之后,又发生了2009年5月的陈祖灵诉潘海深内幕交易大唐电信股票民事赔偿案,该案以原告陈祖灵败诉告终。2011年2月,两名投资者起诉黄光裕、杜鹃内幕交易民事赔偿案在北京一中院立案,该案尚未审结。

证券市场操纵市场侵权民事赔偿诉讼则更为艰难,自《证券法》实施以来涉及操纵股价民事赔偿的案件仅有两起,即2011年3月北京二中院立案审理的王永强诉汪建中市场操纵民事赔偿案和2011年4月北京二中院立案审理的18名投资者诉程文水、刘延泽市场操纵民事赔偿案,这两起案件法院几乎均以相同的理由:操纵证券市场与损害结果之间因果关系的确定以及行为人承担赔偿责任数额的范围、损失的计算方法,现行法律法规、司法解释均无明文规定;虚假陈述与操纵证券市场是两种不同的违法行为,两者在违法主体、行为表现、持续时间、影响范围方面均不同,原告要求参照最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》认定操纵证券市场的民事赔偿责任和损失的计算数额,缺乏依据等判决原告败诉。

我国资本市场因内幕交易、市场操纵损害投资者权益的行为不断增多,2005年修改后实施的《证券法》也分别在第76条和第77条规定了违法行为人的民事赔偿责任,但因《证券法》的规定过于原则,内幕交易、市场操纵侵权民事赔偿诉讼一直裹足不前。最高人民法院正在积极制定证券市场侵权民事赔偿的司法解释,最高人民法院起草的《关于审理证券市场侵权民事赔偿案件的若干规定(征求意见稿)》也已向证券监管机构、证券交易所等部分单位征求意见并在2011年召开了部分人士参加的研讨座谈会,草案中争议较大的内容包括适用范围、前置程序存废、投资者保护基金参与诉讼、利用未公开信息从事交易、操纵发行市场价格、投资咨询机构的欺诈行为、民事责任的追究主体、民事责任与行政责任、刑事责任的衔接等问题。

五、以《证券法》修改完善为主题的研讨活动相继举行

现行《证券法》自2006年1月1日颁布实施至今,已经5年有余。其间,我国资本市场发生了复杂而深刻的变化,实现了跨越式发展。与此同时,监管执法领域的实践,也反映出《证券法》还存在一定不相适应的情况和问题。2011年,理论界和实务界围绕《证券法》的修改和完善的主题,开展评估工作、举办多种论坛和会议,积极研讨《证券法》的修改和完善。

2011年6月,为了全面总结现行《证券法》的实施经验,系统梳理资本市场功能定位、运行机制和监管执法等方面存在的涉及资本市场改革发展的重大实际问题,明确进一步修订完善《证券法》的方向和重点,证监会在全系统扎实地开展了《证券法》评估工作,评估单位包括北京证监局、上海证监局等十二家派出机构,沪、深证券交易所,证券登记结算公司、证券投资者保护基金公司和证券业协会,证监会内设主要部门等,评估的主要内容包括两个方面:一是对《证券法》实施效果的总体评价,介绍对《证券法》科学性、合理性、有效性的总体性意见;二是关于修改完善《证券法》的评估意见和相关修改建议等。

2011年11月26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“迈向成熟市场的证券法治与《证券法》完善”为主题的第二届“上证法治论坛”在北京举行。中国证监会副主席桂敏杰在论坛上表示:当前,我国资本市场法制建设日趋系统和完整,2005年修订后的《证券法》实施已近六年,经历了实践的检验,对资本市场的改革、发展以及创新发挥了重要作用。我国“十二五规划”明确了资本市场进一步发展的方向和目标,对证券法治提出了新的要求,有必要对《证券法》进行全面总结和评估,在此基础上探讨如何进一步完善。2005年《证券法》的修订解决了当时的重大实际问题,也为资本市场的改革发展、制度机制完善提供了法律保障。同时,评估工作要坚持五个基本原则:一是要坚持实事求是;二是坚持市场化的改革方向;三是坚持为经济社会发展服务;四是强化保护投资者合法权益;五

是要为资本市场创新发展留出空间。国务院法制办安建副主任、最高人民法院民二庭宋晓明庭长和上海证券交易所张育军总经理也在论坛上就《证券法》的修改和完善做了重要讲话。包括上海证券交易所徐明副总经理在内的六位知名专家分别就进一步完善公司债券市场的法律制度等主题进行了精彩的主旨演讲。与会专家学者围绕“《证券法》的实施与资本市场的发展”、“成熟资本市场建设需要什么样的证券法”以及“多层次资本市场建设与证券发行、上市、交易制度完善”三个专题展开了热烈研讨,并从加强市场立法、改进市场监管、促进市场创新、规制内幕交易、完善证券司法等方面提出了有益的建议。本届论坛收到各界稿件百余篇,择其优者纳入《证券法苑》第五卷。

2011年10月8日,中国法学会证券法学研究会常务理事暨《证券法》实施效果评估研讨会在中央财经大学召开。与会专家学者就证券法基础理论问题、证券发行制度、证券交易制度、上市公司制度、境外发行上市制度、证券自律组织制度、证券公司制度、证券服务机构制度和证券法律责任制度等十余个主要问题,从评估和进一步修改完善的视角进行了广泛深入的研讨。

结 语

回首2011年的资本市场法治,可圈可点。转融通、RQFII、债券市场、诚信建设、欺诈发行罪、内幕交易罪和《证券法》评估等纷至沓来,资本市场法治逐步走向市场化、规范化和国际化。

展望2012年资本市场法治,修订后的《证券投资基金法》和《期货交易管理条例》有望出台,《证券法》的进一步修改完善和《期货法》立法有序推进,《上市公司监督管理条例》日见雏形。主板市场退市制度的推出势在必行,“新三板”扩容和柜台交易等场外市场制度建设同步推进,全国性场外市场统一监管制度将逐步出台,《非上市公众公司管理办法》制定有序推进。发行审核制度将更为市场化,预披露制度和发行审核信息公开制度将持续完善;以统一准入条件、统一信息披露标准、统一资信评估要求、统一安排投资者适当性制度和统一债券市场投

投资者保护制度的“五统一”债券市场制度建设稳步推进,资本市场电子化信息披露制度体系有望试点,上市公司差异化信息披露制度逐步成型,上市公司分红监管逐步强化。监管机构将持续强化对欺诈发行、市场操纵等资本市场“诈骗”行为以及内幕交易、“老鼠仓”等资本市场违法违规行为的行政执法。证券司法机关将不断推进资本市场司法解释和优化相关司法政策,《关于审理证券市场侵权民事赔偿案件的若干规定》和最高人民法院、最高人民检察院、公安部和证监会《关于办理证券期货违法犯罪案件若干问题的意见》有望出台,内幕交易和市场操纵犯罪案件以及民事赔偿司法也将取得新的进展。