

境外若干市场看穿式监管实践及 对我国证券市场的启示

彭鲁军 * 滕玉琳 **

摘要:证券市场的看穿式监管主要指透过证券账户识别投资者身份进而解决交易中的匿名性问题,包含账户识别和账户实际控制关系识别两个层次。从境外监管实践来看,第一个层次主要依赖账户编码等技术手段实现;第二个层次则主要依赖投资者、经纪商等市场参与主体的报告制度实现。我国证券市场在账户识别方面具备良好的看穿基础,但随着新业务、新业态的发展,也日益面临第二个层面的穿透问题。境外市场在此方面的实践,具有一定的借鉴意义。

关键词:看穿式监管 编码制度 报告制度
名义持有账户 实际控制账户

2008 年金融危机后,各国监管机构均在探索并推动建立看穿式监管。由于境外长期采用间接持有和多级托管的登记结算模式,看穿式监管的实施主要从建立编码制度和报告制度两个角度作为切

* 上海证券交易所法律部员工。

** 上海证券交易所法律部员工。

入点进行推进。我国证券市场得益于直接持有的账户体系,实施看穿式监管较境外市场具有明显的制度优势。但随着互联互通等业务的开展、私募资管等产品账户的加入以及投资者出借账户等现实情况的存在,我国的看穿式监管也日益面临“穿不透”的问题。境外市场在实质穿透方面的一些做法,对于我国看穿式监管的完善具有一定的借鉴意义。

一、证券市场看穿式监管的背景和意义

证券市场看穿式监管作为一种监管方法,其本身有广义与狭义之分。广义上,证券市场看穿式监管是指识别资金的真实来源与最终投向的监管方法,涵盖投资者的适当性管理、资金来源、上市公司实际控制人变化情况、募投资金流向等方面的内容。狭义上,证券市场看穿式监管主要指透过证券账户识别投资者身份进而解决交易中匿名性问题的监管方法,又包括账户识别和账户实际控制关系识别两个层次。

账户识别是指识别交易最初是从哪个账户发出。在证券市场,投资者需要通过账户参与证券交易,账户是记录证券及证券衍生品持有及其变动情况的载体。因此,看穿式监管首先要对账户进行识别。账户识别需要以账户体系作为基础,针对不同账户体系采用不同的识别方式。目前,除我国采用直接持有的账户体系外,境外主要资本市场大都采用间接持有账户体系。在直接持有账户体系下,投资者直接持有股票,证券交易所和登记结算公司拥有所有投资者的一级账户信息,监管部门可以“看穿”至投资者的证券账户,清楚掌握每一个账户、每一笔交易的情况。投资者的每一笔A股交易申报均包括证券账户信息,证券交易所可以穿透券商实时对投资者交易指令做前端检查,能够实时发现投资者违规信息。这种情况下,账户识别相对简单、清晰,监管机构可以直接识别交易最初从哪个账户发出。在间接持有账户体系下,大多数投资者通过一个或多个证券托管机构(证券公司、托管银行等)间接持有证券。托管机构的名称可能直接登记在发行人股东名册上,以名义持有人身份代理客户持有证券;证券托管机构可再将客户证券交存至中央证券存管机构集中保管,中央证券存管机构以该证券托

管机构的名义开立账户托管客户证券,中央证券存管机构自身作为名义持有人登记在发行人股东名册上。在这种持有模式下,客户与其委托的证券中介机构(证券托管机构)之间直接发生法律关系,该托管机构负责对投资者证券账户进行维护和清算交收。证券托管机构以自己的名义再与中央证券存管机构或发行人之间直接发生法律关系,投资者不直接与中央证券存管机构和发行人发生法律关系。此种情况下,账户识别较为复杂、烦琐,监管机构需要借助其他技术手段或者通过中介机构方可识别交易从哪个账户发出。

账户实际控制关系识别是指识别账户背后的实际控制关系,重在发现交易决策和实际收益主体。账户实际控制关系识别是在账户识别的基础上,进一步确认账户的实际控制人。由于账户与投资者之间并非一一对应,因此,账户识别在特定情况下无法确认账户的实际控制人。此类问题主要出现在名义持有账户、证券投资产品账户、账户出借等情形中。名义账户的持有人受他人委托代表他人持有证券,在名义上享有证券持有人的相关权利,但同时应当对其名下证券权益拥有人承担相应的义务。证券权益拥有人可以通过名义持有人实现其相关权利。证券投资产品账户的主体是证券投资产品,由证券资产托管人或资产管理人开立,原则上应当由资产管理人进行管理。但在实际操作中,由于管理人可以让渡管理权,证券投资产品账户可能并非由资产管理人实际控制。账户出借更是投资者直接让渡对账户的实际控制。据此,单纯的账户识别还无法实现彻底的看穿,需要在特定情况下通过账户实际控制关系识别来判断账户的实际控制人。

随着各类金融工具和交易模式的创新,扰乱市场交易秩序的行为也出现了新的表现形式。看穿式监管一方面有利于市场监察数据分析系统的盘中研判,监管机构可以准确地定位到具体的投资者与交易时间,在盘中进行调查分析并采取有针对性的监管措施及时制止和查处违规交易行为;另一方面有利于监管取证,快速处理违法违规交易者。看穿式的账户体系为监管和监管取证提供了极大的便利,可以缩短案件的侦查和审判周期,提高监管效能,震慑潜在的市场违规者。此外,看穿式监管还使得监管机构可以较为全面地了解投资者的机构变化、资金流入流出情况,为研判市场风险提供参考。

二、境外若干市场的看穿式监管实践

在普遍采用间接持有和多层托管模式的境外市场,看穿式监管主要从两个方面进行,一方面是通过技术手段对客户身份进行识别,如对投资者进行统一编码、建立客户身份识别机制;另一方面是通过会员或客户的报告制度,要求其披露账户的实际控制人、最终受益人、订单指令的最初发出人等。

(一) 技术手段进行身份识别

LEI (Legal Entity Identifier) 是 G20、FSB (金融稳定委员会)^[1] 等推动建立的编码系统,与参与到金融交易的法人机构的关键信息相联系,从而可以对全球法人机构进行准确唯一的识别。法人机构通过向基金会 (GLEIF)^[2] 申请,同时报送相关参考数据从而获得 LEI 编码。法人机构主要报送两层级的数据信息:“层级 1”数据为商务卡信息数据,例如法律实体的官方名称,注册地址等,回答了“谁是谁”的问题。“层级 2”数据为法人机构的直接或最终母机构信息,回答了“谁拥有谁”的问题。数据的注册登记和定期验证将依据协议以及 LEI 合规监管委员会 (LEI ROC)^[3] 制定的程序进行。LEI 的适用不具有强制性,每个国家可以自主决定 LEI 在本国的适用。现在欧盟金融工具市场指令 2 (MiFID II) 及规则 (MiFIR); 加拿大投资业监管机构 (IIROC) 对《交易成员管理办法》(DMR) 和《统一市场监管规定》(UMIR) 的修

[1] 其为国际组织,具体介绍参见官网:<http://www.fsb.org/about/>。

[2] GLEIF 于 2014 年 6 月成立,相关介绍参见官网:<https://www.gleif.org/en/about-lei/introducing-the-legal-entity-identifier-lei>。

[3] 合规监管委员会 (Regulatory Oversight Committee) 已有来自 50 多个国家的 71 个公共机构签署了合规监管委员会的章程,包括 52 个会员和 19 个观察会员。现在的中国人民银行、美国证监会、财政部、欧盟证券和市场局等机构均已加入。参见其官网:<http://www.leiroc.org/index.htm>。

订〔4〕以及澳大利亚等其他国家法规〔5〕都规定使用 LEI。美国财政部金融研究办公室 OFR 于 2017 年上半年发布多篇公告亦强调广泛使用 LEI 的重要性。

除 LEI 外,2013 年 4 月,国际证监会组织 IOSCO 第二委员会发布的《有效的市场合规和监管工具面临的技术挑战》研究报告〔6〕也着重强调了客户识别码的相关方法。

(二) 报告制度进行身份识别

1. 我国香港地区的身份识别制度

我国香港地区于 2003 年 4 月推出了《客户身份规则的政策》〔7〕,其细化了《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》〔8〕第 5.4 段“交易指示的来源及受益人”〔9〕的相关规定。该规则适用于所有涉及在认可的证券期货市场上市或买卖的证券、期货以及相关衍生品(包括场外衍生工具)交易,要求持牌人及注册人提供客户的身份信息。这里的客户指的是交易指示的来源及受益人。

〔4〕 参见 http://www.iiroc.ca/Documents/2017/1e252659-b8e9-4cc4-a600-8ef6de8593d0_en.pdf。

〔5〕 基金会网站提供了截至目前现行或提议使用 LEI 的合规行动列表,参见其官网:<https://www.gleif.org/en/about-lei/regulatory-use-of-the-lei#>。

〔6〕 The Board of the International Organization of Securities Commissions, *Technological Challenges to Effective Market Surveillance Issues and Regulatory Tools Final Report*, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD412.pdf>。

〔7〕 香港证监会:《客户身份规则的政策》,载香港证券及期货事务监察委员会官网,<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/web/TC/rules-and-standards/codes-and-guidelines/guidelines/>。

〔8〕 香港证监会:《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》,载香港证券及期货事务监察委员会官网,<http://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/web/TC/rules-and-standards/codes-and-guidelines/codes/>。

〔9〕 第 5.4 段的内容:(a) 段规定了交易指示的来源及受益人提供的身份、地址及联络详情,及作出的交易指示,持牌人或注册人应基于合理的原因进行采信;(b) 段规定了持牌人或注册人应保存记录,并且需应证监会的要求提供;(c) 段规定了持牌人或注册人如果不符合(a)(b)段规定不得执行交易;(d) 规定了集体投资计划或委托账户而言,交易指示的来源及受益人指该集体投资计划或账户及该计划或账户的经理,而非拥有实益权益的人士(如单位信托的单位持有人);(e) 段规定了(a)段仅适用于有关的交易涉及在认可证券市场或认可期货市场上市或买卖的证券或期货合约,或任何就该等证券或期货合约而出售的衍生工具(包括场外衍生工具)的情况。

交易指示的来源人,在政策 H 条用语释义中解释为“最初发出指示的人士或机构”,最简单的说法是指首先指示买卖某一证券或期货合约的人士或机构,最容易的方法是查问“谁最初就交易发出指示”。举例来说,持牌人或注册人与客户进行买卖,该名客户是另一客户的代理人,该另一客户就该宗交易发出最初指示,则该另一客户的身份资料便是所需的资料。受益人指“从该宗交易取得商业或经济利益及/或承担其商业或经济风险的人士或机构”,即因买入证券或期货合约的价值增减而获益或受损的人士,或因售出该证券或期货合约的约务更替而收取代价的人士。同时还规定了持牌人或注册人没有理由怀疑与其交易的人士并非该宗交易的最终受益人,那么通常无须追寻该宗交易的最终受益人。然而,在存在代理人、根据交易情况得悉与其交易的客户并非该交易的受益人、提供的数据有虚假或误导的成分的情况下,持牌人或注册人应再度深入查询,直至基于合理的原因予以信纳为止。

持牌人或注册人需根据具体情况在执行交易之前或交易收市当日或交易完成后的下一个营业日,取得所需的客户资料并在交易所或证监会提出要求后的两个营业日内提供(特殊情况可以提前)。否则可能面临纪律处分,对其继续获准发牌或注册的适当人选资格构成影响。证监会并没有指定任何特定的遵守客户身份规则的方式,只要求持牌人或注册人设立适当的制度,比如订立协议。

2. 美国大户交易者报告制度

美国《1934 年证券交易法》^[10]第 13 条规定了大额交易报告制度,证监会 2011 年制定了配套的《13h - 1 规则》^[11]进一步进行了细化。大额交易者报告制度要求在公开市场交易中达到一定规模的投资者以及为该等投资者完成大额交易的经纪商,应当向证监会报告相关账户主体信息、交易信息等。

《13h - 1》规则中的大户交易者有两类实体。一是直接或间接(包括通过其所控制的其他主体)对一个或者多个账户行使投资决策权,

[10] *Securities Exchange Act of 1934*, <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html>.

[11] 参见 <https://www.sec.gov/rules/final/finalarchive/finalarchive2011.shtml>。

为了或者代表该等账户,买入或者卖出任何 NMS 证券^[12]的数量总和达到本条规定的识别活动标准(Identifying Activity Level);^[13]二是通过提交证监会 13H 电子表格而自愿注册为大户交易者主体。这里的交易者包括自然人、公司、政府、合伙等多种形式。

控制,是指通过证券所有权、协议或者其他形式,直接或者间接拥有对某个主体的管理或者政策作出指示或者导致形成指示的权利。任何直接或者间接拥有单个实体集合投票证券 25% 以上的投票权或者指示投票权,或者有权卖出或者指示卖出此类实体 25% 以上集合投票证券的主体;如果是合伙形式,则在解散时有权接收或者缴纳了 25% 以上资产的主体,视同为控制了该等实体。

本规则中规定了大户交易者的两项报告要求:其一,向证监会提交 13H 电子表格,^[14]内容包括组织结构图以识别大户交易者、其母公司、所有的附属机构、在 CFTC 注册的实体等,并提供相关实体的信息。以及大户交易者内部管理,如大户交易者的实体类型,对于合伙,列示普通合伙人以及拥有账户 10% 以上经济利益的有限合伙人;列示公司的管理人员和董事以及信托的受托人,等等。其二,向其注册经纪商披露大户交易者身份编码^[15]及该编码所适用的所有账户。而经纪商有记录保存、报告及监测的要求:其一,经纪商需在交易完成之日的下一日的上午之前记录和保存大户交易者的所有交易信息;其二,注册经纪商

[12] NMS 证券通常是指上市的证券,包括权益类和期权(The term refers generally to exchange-listed securities, including equities and options)。NMS security 的官方解释参见 Regulation NMS, 17 CFR Parts 242.600 (b) 46, <https://www.sec.gov/rules/final/34-51808.pdf>。NMS security means any security or class of securities for which transaction reports are collected, processed, and made available pursuant to an effective transaction reporting plan, or an effective national market system plan for reporting transactions in listed options。

[13] 识别活动标准,即认定其为大户交易者的活跃标准为,NMS 证券交易总额达到或者超过以下两个标准之一:(1)在一个日历日内,交易量达到 200 万股或者公允价格达到 2000 万美元;(2)在一个日历月内,交易量达到 2000 万股或者公允价格达到 2 亿美元。

[14] 包括首次提交、年度提交、更正提交、休眠状态提交、再次活跃提交、终止提交等 6 种情形。

[15] 大户交易者提交 13H 表格后,证监会分配给大户交易者的统一而唯一的编码 LTID。

须应证监会的要求,以电子形式提供达到报告活动标准(Reporting Activity Level)的交易信息;^[16]其三,经纪商的检测要求。

3. CAT(合并审计跟踪系统,Consolidated Audit Trail)

2012年美国证监会正式通过了Rule 613。^[17]该规则是根据《1934年证券交易法》制定的,要求全国证券交易所以及全国证券组织(SROs)^[18]提交一份全国市场系统计划(NMS plan)^[19]以创建、实施并且维护一个合并订单跟踪系统,或者合并审计跟踪系统(以下称CAT)。针对NMS证券的交易。该系统将会捕捉NMS证券的客户和订单事项信息,跨各个市场,覆盖订单的整个周期,包括订单的初始,路由,取消,更改或是执行。

客户,Rule613(j)(3)条定义为不仅是账户的持有人,还包括所有交易指令的提供者。在最初接收到订单时,规则要求注册经纪商收集充足的信息以识别客户以及客户账户信息。这里的客户包括两层含义:一是经纪商处注册的、直接发送订单指令的账户持有人;二是授权经纪商接收交易指示进行交易的任何人,如果该人与账户持有人不同。交易信息,包括各个订单及各个可报告事项(即订单的初始,路由,取消,更改或是执行)的所有信息。对于以上客户和交易信息,SROs及其会员应当同步记录或在特殊情况下尽快记录,并于信息记录的下一交易日东部时间早8点之前报告中央数据存储器。

CAT与大户交易者报告制度并不是重复的。大户交易者身份编码完善了CAT记录的内容,但是CAT系统可能取代大户交易者报告现在使用的电子蓝单系统(EBS System)。2016年11月15日,证监会投票通过了全国市场系统计划的建议稿,目前该计划正在稳步推进,其

[16] 报告活动标准在本规则是指:(1)单一账户在一个日历日内对NMS证券实施的单次交易达到或者超过100股;(2)单一账户在一个日历日内对NMS证券实施的单次交易尽管少于100股,但注册经纪商可能认为应当报告的;(3)证监会不时规定的其他数量标准。

[17] 参见 <https://www.sec.gov/rules/final/2012/34-67457.pdf>。 <https://www.sec.gov/divisions/marketreg/rule613-info.htm>。

[18] 即自律组织(self-regulatory organizations or SROs)。

[19] 即 national market system,NMS plan。

具体进展可在官网查询。^[20]

4. 美国金融机构客户实益所有权报备规则

2016年出台的《金融机构客户尽职调查要求》^{31 CFR § 1010.230}^[21](下称《尽职调查要求》)和《公司透明度与执法援助法案》^[22]体现了美国完善实益所有权规则的发展趋向,前者旨在增加实益所有权信息报备的可执行性,后者旨在提高公司透明度、防范和惩治违法行为。《尽职调查要求》规定实益所有权报备的义务主体包括银行、基金和证券、期货中介机构等,同时要求相关金融机构必须建立和维护一套书面流程,通过合理的、具有可操作性的制度设计识别和核实法人客户实益所有人的身份。该规则只适用于法人客户的实益所有权信息。

依据最终规则(d)条,实益所有人(beneficial owner)是指符合实益所有人定义的所有权标准或者控制权标准的主体。在所有权标准下的实益所有人为“任何直接或者间接通过合同、安排、一致行动、关系或其他方式拥有一个法人客户25%以上股本权益的个人”。同时,由于不同法人实体在组织架构方面的显著区别,“股本权益”将采用广义解释。FinCEN在官方解释中提出补充说明:(1)“直接或间接”意味着相关金融机构的客户必须确定其最终的“受益所有人”,而不是名义持有人或“稻草人”;(2)相关金融机构可以基于自身的风险评估设置低于25%的阈值;(3)在信托法律关系下,所有权标准项下的实益所有人为受托人。^[23]

在控制标准下,实益所有人即“对控制、管理或者指示一个法人客户具有重要责任的单一个体”,包括高级执行官、高级管理人员或任何定期执行类似功能的其他个人。法人客户必须提供可识别的信息,用以说明一个主体具有重大的管理控制权。”针对依据所有权标准和控

[20] The Consolidated Audit Trail, <http://www.catnmsplan.com/>.

[21] *Customer Due Diligence Requirements for Financial Institutions*, <https://www.federalregister.gov/documents/2016/05/11/2016-10567/customer-due-diligence-requirements-for-financial-institutions>.

[22] *Incorporation Transparency and Law Enforcement Assistance Act*, <https://www.congress.gov/bill/114th-congress/house-bill/4450/text>.

[23] FinCEN官方解释中提及国际反洗钱规则和FATCA要求的所有权标准是10%。

制标准认定实益所有人数量存在差异的情形,FinCEN解释提出,根据所有权标准和实际情况,可能认定的实益所有人为0~4个自然人;而依据控制权标准,通常要求认定一个实益所有人。根据所有权标准和控制标准相同或不同的一人或者数人可能被认定为实益所有人。相关金融机构有权基于风险认定补充实益所有人。

规则同时要求在新开户时相关金融机构应预先识别和验证每个法人客户的实益所有人的身份,并建立相关的客户尽职调查程序。FinCEN还规定了相关的排除适用与豁免情形。

5. 美国金融业监管局(FINRA)规则

FINRA作为美国市场最大的行业自律组织,承担了全景式证券交易监控和全部经纪交易商(会员)的自律监管两项核心职责。其于2014年12月1日引入了新的监管规则(FINRA 3110、3120、3150和3170),^[24]对会员建立内部监督控制机制和程序提出了系统性要求,包括要求建立对客户交易进行审查的合规体系,特别是书面监督程序(WSPs),明确要求会员监督自身执业人员及客户可能存在的洗钱活动、市场操纵等违法行为,对可疑交易行为进行内部调查以及向FINRA报告相关信息,并要求会员建立履行此项职责所必需的内部控制流程。FINRA针对客户的审查义务主要为规则3110(d)“交易审查和调查”条款。^[25]

规则要求每名会员应当识别以下账户实施的、涉嫌内幕交易、市场操纵和欺骗行为等相关的交易行为:(A)会员账户;(B)会员介绍或管理的账户,且会员关联人对该账户享有实际权益或作出投资决策的权限;(C)根据第3210条向该会员披露的会员关联人士的账户;和(D)覆盖账户。

上述规则中,“覆盖账户”一词应包括由会员介绍或者管理的由以下任一主体持有的账户:会员关联人士的配偶;会员关联人士及其配偶的子女,只要该子女与会员关联人士居住在同一家庭,或者财务上有依

[24] 参见 <https://www.finra.org/industry/notices/14-10>。

[25] 参见 http://finra.complinet.com/en/display/display_main.html?rbid=2403&element_id=11345。

赖关系;会员关联人士对其账户有控制权的任何其他相关人员;会员关联人员对其账户有控制权且对其实质提供财务支持的任何其他相关人员。

规则同时规定每个会员必须立即对可疑交易进行内部调查并向 FINRA 提交由其时任高级管理人员签字的书面报告。

6. 欧盟金融工具市场指令 2 及规则

欧盟金融工具市场指令 2 (Markets in Financial Instruments Directive 2014/65/EU, MiFID II) 及规则 (Markets in Financial Instruments Regulation EU No 600/2014, MiFIR)^[26] 是欧盟市场上的穿透式核查举措。其中 MiFIR 提出了交易或活动的数据向公众公开;交易数据向监管者披露等要求, MiFID II 和 MiFIR 最初计划于 2017 年 1 月 3 日施行, 现已延期到 2018 年 1 月 3 日。

MiFIR 规定了投资公司保存记录和报告的义务。投资公司应当将关于全部订单和全部交易的相关数据保存记录, 在代表客户实施的交易中, 记录应当包括关于客户身份的所有信息及细节, 相关记录保存 5 年。公司应当将该等交易的完整、准确细节尽快报告给监管机构, 不能晚于交易完成日的下一交易日结束。监管机构经 ESMA 请求, 应当将相关信息报告给 ESMA。

MiFIR 第 26 条在客户信息报告方面, 规定报告中应包括客户身份信息; 以及证券公司中负责做出投资决策和执行交易的人和算法的身份, 同时要求当客户是法人的时候, 投资公司应当使用 LEI。

三、境内看穿式监管的现状与问题

境内市场实行直接持有的账户体系, 因此, 具备良好的“账户识别”基础设施。但随着新业务、新业态以及市场自发衍生的账户使用

[26] 参见 https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/financial-markets/securities-markets/investment-services-and-regulated-markets-markets-financial-instruments-directive-mifid_en。

模式不断发展,在“实质看穿”层面面临着名义持有账户、证券投资产品账户和账户出借等挑战。

(一) 互联互通业务中名义持有账户的看穿式监管存在障碍

沪股通、深股通业务中,香港结算以“香港中央结算有限公司”名称在中国结算开立人民币普通股票账户,作为名义持有人持有境外投资者通过沪股通、深股通取得的证券。香港结算作为名义持有人持有的沪股通投资者买入的证券,以香港结算名义存管在内地结算,登记在境内上市公司的股东名册。香港结算应当以自己的名义,按照投资者的意见行使对股票发行人的权利。香港股票市场采用二级账户管理体系,香港结算和港交所仅可以获得经纪商等市场参与者的账户和交易的信息,而无法直接掌握经纪商背后实际投资者的账户和具体交易、持仓情况。因此,在沪股通、深股通业务中,境内监管机构尚无法实施看穿式监管。

根据《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》《上海证券交易所沪港通试点办法》等规定,在确有监管需要的情况下,境内监管机构只能通过跨境监管合作的方式,要求联交所提供交易申报涉及的投资者信息,而联交所则需要通过发函的方式向券商索取相应的交易记录。被称为“沪港深第一案”的唐汉博跨境操纵“小商品城”案,就是一起典型的两地监管部门联合监管案例。2017年3月,证监会公布了唐汉博跨境操纵沪港通标的股票“小商品城”案,香港证监会协助调查并向中国证监会移交了全案证据,对于证监会查处市场操纵案件起到了至关重要的作用。^[27]

(二) 证券投资产品账户的实际控制人认定规则不清

根据中国结算《证券账户管理规则》,证券资产托管人或资产管理人,可以按规定为证券投资基金、保险产品、信托产品、资产管理计划、企业年金计划、社会保障基金投资组合等依法设立的证券投资产品申请开立证券账户。允许证券投资产品开立证券账户,一方面可以给市场参与主体提供公平参与证券市场的机会,丰富投资渠道;另一方面有利于实现同一证券资产托管人或资产管理人对不同证券投资产品的独

[27] 中国证监会行政处罚决定书[2017]21号(唐汉博、王涛)。

立管理,防范可能产生的利益输送与利益冲突。

证券投资产品独立开立证券账户、交易上市公司股票,在中国结算的系统中显示的持股主体为证券投资产品账户,证券交易所系统中显示的交易主体也为投资产品账户。由于证券投资产品账户的实际控制权并不像自然人、法人开立的证券账户一样一目了然。因此,在对义务主体或违规行为主体进行认定时,需要穿透证券投资产品的面纱。实际上,证券投资产品本质上都是资产管理产品,以信托作为其基础法律关系。管理人代表委托人行使股东权利,出资人承担最终的风险和收益。虽然证券投资产品账户由证券资产托管人或资产管理人开立,原则上应当由资产管理人进行管理,但在实际操纵中,由于管理人可以让渡管理权,证券投资产品账户可能并非由资产管理人实际控制。鉴于此,在对证券投资产品进行监管时,如何认定最终的权利义务主体仍然有待规则进一步明确。

目前,部分法律、法规和规章对证券投资产品账户的真实权利义务主体已经有所涉及。《证券投资基金法》规定,证券投资基金由基金管理人管理。基金管理人管理证券投资基金账户,行使证券权利,履行信息披露义务,承担相应法律责任。在实践中,基金公司作为账户的真实权利义务主体的做法也比较成熟,不存在争议。《证券公司客户资产管理业务管理办法》规定,证券公司从事定向资产管理业务,由客户自行行使其所持证券的权利,履行相应的义务;证券公司代表客户行使集合资产管理计划所拥有证券的权利,履行相应的义务。《证券公司客户资产管理业务管理办法》及配套实施细则对证券公司从资产管理业务中所涉及的证券权利行使作了规定,但没有对义务履行的方式和责任承担作出规定。《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》规定,资产管理人、资产托管人和资产委托人应当依照法律法规和中国证监会的规定,履行与特定资产管理业务有关的信息报告与信息披露义务。这样的原则性规定,实际上并没有明确信息披露义务的归属,也没有对权利行使作出规定。此外,由于资管产品割裂的监管体制,保险、信托的资管产品尚未有关于其证券账户的真实权利义务主体的明确规定。

由于规则不明确,资管信息披露义务主体不明、持股比例是否合并

计算的问题随之产生,一些投资者甚至利用资管产品账户进行操纵市场、内幕交易等违法行为。例如,早在2005年,我国证券市场就曾出现过中农资源(600313)两名独立董事质疑公司第二大股东新华信托,要求新华信托披露持有股份的实际控制人的案例。^[28]2015年,上交所曾经发出监管问询函,要求上市公司火炬电子对部分股东是否构成一致行动人进行补充披露,明确4只信托计划是否存在同一投资顾问。^[29]2016年,新洋丰公司第一大股东湖北洋丰集团股份有限公司通过券商资管计划和基金专户设立4支资管产品超比例持股未披露行为、短线交易行为、操纵证券市场行为受到行政处罚,共罚款427.58万元。^[30]2017年,骄龙资管于2015年6月18日至2016年5月13日期间的6个交易日,控制其6个资管产品,在尾市交易期间,利用资金优势,连续买入,故意拉抬广汽集团股价,影响当日收盘价,广东证监局作出行政处罚决定书,对骄龙资管公司及其法人王宇涵罚款300万元、30万元。^[31]

(三) 实际控制关系账户的看穿式监管缺乏规则依据

实际控制关系账户,是指由实际控制人而非开户主体控制的账户。实际控制是指行为人对证券账户具有管理、使用、收益或者处分等权限,从而对他人交易决策拥有决定权的行为或事实。为了实现便利投资、隐藏实际持股数量等目的,投资者主观上具有转让证券账户实际控制权的需求。与此同时,配偶、控股股东等基础法律关系或者直接签订协议的方式又使得证券账户控制权的让渡在客观上存在可能。此外,在投资者普遍采用网络方式登录证券账户、下达交易指令的情况下,极大地便利了实际控制人对证券账户的控制。实际控制关系账户的认定

[28] 张喜玉:《中农资源(600313)独董质疑新华信托持股》,载《上海证券报》,http://news.stockstar.com/GA2005061000060111.shtml,2017年10月访问。

[29] 杨卓卿:《两信托四账户疑似“蒙面举牌”回应不存在信披义务》,载《证券时报》,http://news.cnfol.com/shangyeyaowen/20161028/23713462.shtml,2017年10月访问。

[30] 中国证监会行政处罚决定书[2016]100号(湖北洋丰股份有限公司、杨才学、柴育文等4名责任人员)。

[31] 中国证券监督管理委员会广东监管局行政处罚决定书[2017]1号(骄龙资产管理有限公司、王宇涵)。

核心在于对他人交易决策拥有决定权。这种决定权既可以是开户人直接让渡,如行为人与他人之间通过投资关系、协议、融资安排或者其他安排,能够对他人证券账户的日常交易决策具有决定权;也可以是开户人基于配偶、控股股东、法定代表人、主要合伙人、董事、监事、高级管理人员等特殊身份而具有的对他人证券账户的日常交易决策的决定权。

关于实际控制账户,《证券法》仅规定“禁止法人非法利用他人账户从事证券交易;禁止法人出借自己或者他人的证券账户”,并对法人利用他人账户买卖证券设置了相应罚则,但对自然人利用他人、出借账户并没有做出规定,也没有对法人出借账户规定罚则。在此基础上,中国结算《证券账户管理规则》,对账户借用做了进一步规定,“投资者应当实名开立证券账户,使用以本人名义开立的证券账户,不得违规使用他人证券账户或将本人证券账户违规提供给他人使用”。受限于其自律管理规则的性质,《证券账户管理规则》在实践中并未对投资者使用他人账户起到有效的约束。2015年7月,证监会发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》指出,证券投资者应当按照法律法规和中国证监会的有关规定,严格遵守证券账户实名制要求开立证券账户。任何机构和个人不得出借自己的证券账户,不得借用他人证券账户买卖证券。由于缺乏上位法依据,该意见没有对自然人出借或者借用账户进行处罚。中金所《实际控制关系账户报备指引(试行)》是现有规则中仅有的对账户实际控制关系做出事前申报要求的规则。《实际控制关系账户报备指引(试行)》,要求具有实际控制关系账户(实际控制他人期货账户或者期货账户被他人实际控制)的开户人应当通过开户期货公司会员主动向交易所申报相关信息,并填写申报表,并对于不如实申报实际控制关系信息、隐瞒事实真相、故意回避等不配合报备工作的开户人规定了相应的自律管理措施。

由于实际控制关系账户能够隐藏真实的持股与交易主体,因而常常成为行为人从事违法行为的温床。从监管实践看,绝大部分二级市场的违法违规行为都涉及当事人非法利用他人账户问题,非法利用他人账户不仅成为操纵市场的工具,使内幕交易更加隐蔽;而且有利于违规者隐匿身份,助长了违规行为的发生,增加了执法的难度,从根本上动摇了市场规范运行的基础,是证券市场健康发展的绊脚石。如在

“中恒信”抢帽子案件中,薛书荣、郑宏中、杨晓鸿、黎睿咨等人以70个自然人名义,分别在44家证券营业部开立112个资金账户,使用148个证券账户,动用超过20亿元资金预先买入选定的股票。同时,涉案人员通过广东中恒信传媒投资有限公司,私下联络10家证券公司和8家证券投资咨询公司的30名证券分析师,录制了相关的荐股节目。随后,薛书荣和郑宏中等人以4483万元购买了9家电视台的证券栏目时段,播放上述荐股节目,吸引投资者入市,并在节目播出当日或者第二日将预先买入的股票迅速卖出获利。在“陈国生”短线操纵案件中,当事人利用他人证券账户在低位建仓,在短时间内集中资金优势,采取盘中拉抬股价、虚假申报、尾盘巨量堆单等方式操纵市场,影响股价,并高位出货牟利。^[32] 在陈建红内幕交易案件中,当事人长期实际控制他人账户,并在从其配偶处获取内幕信息后、内幕信息公开前控制该账户交易标的股票,构成内幕交易违法活动。^[33] 又如,在证券从业人员违规买卖股票案件中,中信证券员工曲乐作为证券公司从业人员,利用其兄弟“曲某”证券账户买卖股票。^[34] 对于此类案件,监管机构只能在事后通过对MAC地址、资金往来、交易习惯、询问当事人等方式对实际控制关系账户进行认定,并对账户实际控制人进行处罚,但对于账户出借人却无法进行处罚。可以说,目前法律法规对于实际控制关系账户的认定和预防还存在较大不足,亟待完善。

四、境外“实质看穿”监管实践的启发和借鉴

从本土市场的实际来看,要实现真正意义上的“看穿”监管,必须在以账户为载体的“形式看穿”基础上,进一步探索以实际控制为基础的“实质看穿”路径。境外相关市场因为不具备直接持有体系和由此带来的天然的“账户识别”优势,因此在较长时间内注重于构建由市场

[32] 《中恒信涉嫌抢帽子操纵市场股民被坑4.26亿元》,载新浪财经网,<http://finance.sina.com.cn/stock/stocktalk/20111213/033710980967.shtml>,2017年10月访问。

[33] 深圳证监局行政处罚决定书[2014]8号(陈建红)。

[34] 中国证券监督管理委员会北京监管局行政处罚决定书[2016]6号(曲乐)。

参与主体自行报告的看穿机制,更多地强调账户背后的实际控制和受益关系。其中的义务分配、报告路径和识别手段,一定程度上能为我们完善本土市场的看穿式监管提供借鉴。

(一)明确实施投资者证券账户看穿式监管的原则

1. 实质重于形式原则

在我国直接持有的账户体系下,看穿式监管是在现有监管基础上往前更进一步,侧重于识别账户实际控制关系,冲破证券账户的面纱。因此,看穿式监管需要遵循实质重于形式原则,通过协议、法律关系、资金来源、损益承担等多方面因素对证券账户实际控制关系进行综合判断。

2. 归位尽责原则

看穿式监管的实施需要监管机构、证券交易所、证券公司、投资者等多方主体的配合。从降低运行成本,提升监管效率的角度出发,相关主体需要明确各自责任,履行各自义务。简而言之,投资者应当主动向证券公司申报证券账户的实际控制人,自觉履行信息披露义务;证券公司应当督促投资者报告证券账户的实际控制人,并向证券交易所汇总相关信息;证券交易所应当及时汇总证券公司报送的账户实际控制人信息,对监控过程中发现的疑似实际控制账户进行问询,对违规行为采取自律监管措施;监管机构对利用名义持有账户、证券投资产品账户、实际控制账户从事违法行为的投资者采取监管措施或者进行行政处罚。

(二)三类重点账户看穿式监管的完善

1. 互联互通业务中名义持有账户看穿式监管的完善

在涉及名义持有账户的跨境业务中,由于二级明细账户不在境内,实施看穿式监管存在困难。要解决这个问题,需要境外市场建立看穿式监管制度。

在目前的香港与内地互联互通业务中,鉴于香港市场的实际情况,要求联交所证券交易服务公司实时提供投资者信息尚需一定技术准备时间,因此目前仅针对个案调查要求联交所、联交所证券交易服务公司协助提供特定交易申报涉及的投资信息。但在互联互通业务运行一段时间之后,香港技术准备比较充分之时,按照互联互通业务中确立的相

关交易结算活动遵守交易结算发生地的监管规定及业务规则的“主场原则”，应当要求联交所证券交易服务公司按照内地的做法更及时全面地提供沪股通、深股通交易申报涉及的投资者信息，从而实现看穿式监管，提升监管有效性，维护市场运行秩序，保护广大投资者的合法权益。

实际上，沪港通、深港通开通后，两地证监会已在积极推动建立看穿式监管机制。中国证监会与香港证监会于2016年11月签署的《关于提供内地与香港股票市场交易互联互通机制下有关信息的协议》就建立投资者身份识别监管机制达成了共识。2017年6月《内地与香港关于建立更紧密经贸联系的安排》中也明确了内地与香港相关部门会就互联互通机制下设立投资者实名制。

2. 证券投资产品账户看穿式监管的完善

基于信托关系，证券投资产品的最终风险由投资人承担，对外的交易活动却由管理人来执行。理论上，管理人应当对证券投资产品进行主动管理，行使账户的投资决策权。但在实践中，管理人可能将账户投资决策权让渡给委托人或投资顾问，由委托人或投资顾问实际控制证券投资产品账户。实践中，根据管理人是否真正拥有投资决策权，证券投资产品可以分为主动管理型和通道型。主动管理型证券投资产品，管理人是真正的资产管理方；通道型证券投资产品的设立、管理、处分等事项均由其他主体自主决定，管理人仅提供一个金融载体给委托人使用，管理人本身并不实际履行管理职能。

在境外市场，香港地区的身份识别制度要求持牌人及注册人提供交易指示的来源及受益人的身份信息；美国的大户交易者报告制度，要求大户交易者提交的表格内容包括组织结构图以及相关实体的信息、大户交易者内部管理等信息；美国金融机构客户实益所有权报备规则，要求银行、基金和证券、期货中介机构等，按照所有权标准或者控制权标准报备法人客户的实益所有人。这些制度对于我国解决证券投资产品账户可能存在的实际控制人不明的问题提供了有益的借鉴。建议参照香港的身份识别制度、美国大户交易者报告制度，要求证券投资产品的管理人或托管人在中国结算开立证券账户时对账户的交易指示的来源人及受益人进行报备，申报交易指示的来源人及受益人的信息。交

易指示的来源人可以是该证券投资产品的管理人,也可以是证券投资产品的委托人或财务顾问,产品账户开立人应当提供相应证明文件,并由交易指示来源人签字确认。受益人信息应当包括相关主体在证券投资产品中享有的份额。证券投资产品账户的交易指示的来源人及受益人发生变化的,申请开立产品账户的托管人或管理人应当及时向中国结算申报相关信息的变更情况,提供相应证明文件,并由变更后的交易指示的来源人及受益人签字确认。

中国结算应当将证券投资产品的实际控制人信息提供给证券交易所,证券交易所在交易监管与信息披露监管中将实际控制人作为监管对象。开户人报备的实际控制人能够证明其对证券账户不具有控制权的,管理人应当向监管机构提供交易指示的来源人及受益人的相关信息,否则应当推定管理人没有让渡账户控制权,由管理人承担相应的义务和责任。当然,一旦监管机构全面禁止通道业务,资管机构能够坚持资管业务本源,谨慎勤勉履行管理人职责,不让渡管理责任,也就不再需要履行类似的报备义务。

3. 实际控制关系账户看穿式监管的完善

由于账户实际控制关系的产生有根深蒂固的社会土壤,实际控制关系账户是看穿式监管中的重点和难点。实际控制关系账户的看穿式监管应当坚持事前报备与事后认定相结合,自律监管与行政监管相补充的监管方式。

在境外证券市场,香港地区的身份识别制度即要求持牌人及注册人提供交易指示的来源及受益人的身份信息。美国 Rule 613 也规定,注册经纪商应收集充足的信息以识别客户以及客户账户信息,这里客户定义不仅是账户的持有人,还包括所有交易指令的提供者。美国大户交易者报告制度对“控制”进行了规定。FINRA 规则中规定了关联关系账户的认定标准等。参照上述做法,具备实际控制关系账户的开户人应当通过开户的证券公司主动向证券交易所申报实益所有人信息,实际控制关系包括但不限于:行为人作为他人的控股股东;行为人作为他人的法定代表人、主要合伙人、董事、监事、高级管理人员等,或者行为人与他人的法定代表人、主要合伙人、董事、监事、高级管理人员等一致的;行为人与他人之间存在配偶关系;行为人与他人之间存在父

母、子女、兄弟姐妹等关系,且对他人日常交易决策具有决定权或者重大影响;行为人通过投资关系、协议、融资安排或者其他安排,能够对他人日常交易决策具有决定权或者重大影响;行为人对两个或者多个他人日常交易决策具有决定权或者重大影响。实益所有人则是指具有该账户交易决策权,或者最终承受该账户利益或者风险的主体。实际控制关系发生变更时,开户人应当及时申报相关信息的变更情况。交易所在日常监控中发现具有疑似实际控制关系且尚未申报的账户,可以通过证券公司向开户人进行书面询问,要求开户人进行申报;开户人拒绝申报的,交易所将相关账户列入重点监控名单。

在投资者主动申报的基础上,监管机构可以根据实质重于形式的原则,对具有实际控制关系的账户进行认定。在确认实际控制关系账户的基础上,证券交易所对具有实际控制关系的账户进行合并监控,并要求其按照《上市公司收购管理办法》的规定履行相应的信息披露义务。最后,在稽查执法过程中,证券监督管理机构则可以根据资金来源、下单的 MAC 地址或 IP 地址、交易习惯对账户实际控制关系进行认定,对利用账户实际控制关系从事违法行为的行为人进行处罚。