

2010年中国证券市场法治述评*

武俊桥**

自1990年沪深证券交易所成立到2010年,中国资本市场已经走过了二十年的风雨历程。2010年也注定成为了一个不平凡的年份,在这一年里中国证券立法更加科学化、证券执法更加规范化、证券司法更加精细化,证券法律制度有了重大创新,我国证券市场法治建设取得了一系列重大成果。

一、证券立法更加科学化

我国证券市场法律框架已经形成,但随着市场的发展,法律制度需要不断完善,证券市场的创新需要通过立、改、废等方式予以充分支持,2010年中国证券市场立法在不断地走向科学化。

* 本文在撰写过程中,上海证券交易所法律部领导和同事积极提供素材、讨论全文架构,并就全文内容提出了诸多修改意见,确保了本文的顺利完成,谨致谢意。上海证券交易所研究中心张卫东老师审阅了全文,并提出了修改意见,一并感谢。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 上海证券交易所博士后工作站在站博士后。

(一)公司发行上市与上市公司监管立法创新

公司发行上市与上市公司监管是证券立法和证券监管的核心与重点。2010年中国证券监管机构对公司发行上市与上市公司监管不断进行创新,新股发行进入了市场化改革的第二阶段,包括证券交易所在内的监管机构颁布了多个规范性文件对“全流通”背景下的上市公司进行规范。企业兼并尤其是通过资本市场的并购将成为中国资本市场的主流。

1. 新股发行更加市场化

2009年的新股发行市场化改革第一阶段的任务基本完成,新股发行市场化的理念已经成为了市场的共识。2010年10月,中国证监会公布了《关于深化新股发行体制改革的指导意见》,开始了新股发行的第二阶段改革,推出的改革措施主要有四点:其一,进一步完善报价申购和配售约束机制;其二,扩大询价对象范围,充实网下机构投资者;其三,增强定价信息透明度;其四,完善回拨机制和中止发行机制。同时,证监会要求证券交易所和登记结算公司创造条件,进一步缩短新股发行结束后到上市的时间。为了配合新股发行的市场化改革,中国证监会对《证券发行和承销管理办法》进行了修订,此次修订共计10余处,基本上涵盖了《关于深化新股发行体制改革的指导意见》中提出的四点要求。总体来说,在第二阶段的新股发行市场化改革中,新股定价信息透明度增加,在某种程度上提升了IPO的定价效率;完善了配售约束机制,促进理性报价;完善了回拨机制和中止发行机制,有望抑制发行者的高价筹资行为。上海证券交易所也适时推出了《上海证券交易所证券发行业务指引》,对在上海证券交易所进行证券发行和上市过程中发行人、保荐机构、主承销商、询价机构和投资者的行为进行了规范,以期提高市场效率。

经过上一个阶段的改革,新股发行市场化的改革方向已经深入人心,新股定价趋于公开化和透明化。新股发行的市场化改革,有利于保护中小投资者的利益,克服市场信息不对称的格局,保障市场的公平公正。新股发行的市场化改革背后所蕴涵的是中国证券市场监管改革的现代化,体现了中国证券市场放松管制、加强监管的监管思路的转变。当然,市场化改革不仅是制度上的改革,更应成为监管主体、市场主体

等的市场观念的转变,这种对于市场本身规律的认知和尊重,对自我行为的约束应成为新股发行改革背后最为重要的理念变革。转化到具体制度层面上,就是一方面要求新股发行要坚持市场化的方向,提高透明度,改进新股发行市场效率;另一方面要求对市场化改革中各方主体的行为进行有力的规范,以确保市场主体在制度内规范行使权利。

2. 多规加强上市公司规范运作

股权分置改革后所形成的内生性市场约束机制为上市公司规范运作和发展创造了良好的条件,但股改后,大股东与中小股东之间、股东与高管人员之间的利益冲突更为突出,上市公司的多元化结构进一步深化,大股东滥用控制地位、内部人控制等问题更加严重和多元,上市公司并购、重组以及信息披露都产生了新的情况和问题。

为了更好地规范上市公司的治理结构、信息披露等问题,促进上市公司规范运作,2010年,上海证券交易所和深圳证券交易所通过发布指引的方式对上市公司规范运作特别是上市公司的控股股东、实际控制人的行为进行了规定,确保上市公司在公司治理、信息披露、股票交易、控制权转移等方面规范运作,保护中小投资者利益。这些指引包括《上海证券交易所上市公司控股股东、实际控制人行为指引》、《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》、《深圳证券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》。

3. 国务院力促企业兼并重组

2010年9月6日,为进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划,做强做大优势企业,国务院公布了《关于促进企业兼并重组的意见》(以下简称《意见》)。《意见》指出要以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点,推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作,提高产业集中度,促进规模化、集约化经营,加快发展具有自主知识产权和知名品牌的骨干企业,培养一批具有国际竞争力的大型企业集团,推动产业结构优化升级。《意见》明确了促进企业兼并重组的指导原则,提出要消除企业兼并重组的制度障碍,并从落实税收优惠政策等八个方面提出要加强对企业兼并重组的引导和政策扶持,同时就落实《意见》列出了一份分工表。《意见》要求证监会等部门积极探索设立专门并购基金等兼并重组融资新模式,完善股权投资

退出机制;支持符合条件的企业通过发行股票、债券、可转换债等为兼并重组融资;进一步推进资本市场企业并购重组的市场化改革,健全市场化定价机制,完善相关规章及配套政策,支持企业利用资本市场开展兼并重组;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。

《意见》的制定和公布,从宏观上和整体上为中国企业并购市场指明了方向,但是否能够通过促进并购实现促进企业结构调整和产业转型,则取决于能否从并购市场规律出发,制定出促进资源公平、优化资源配置的并购重组规则,其核心之一是要关涉并购市场的相关部门摒弃狭隘的部门利益,否则《意见》的精神必将落空。基于中国产能过剩等结构性因素的影响,政府通过宏观调控的方式对并购市场进行调控无疑是必要的,但这种调控要充分尊重市场规律、尊重市场主体的合法权益和不同所有制企业的公平竞争。中国资本市场最大的国情是国有企业占据了主导地位,因此,如何充分发挥国有企业在并购市场中的作用——既要防止在并购中国有资产流失,又要通过并购实现改善国有企业治理结构的功能——成为《意见》的核心问题。《意见》的落实还有赖于并购融资渠道的拓宽,目前我国并购资金的50%左右来源于并购贷款,如何能够通过市场化的方式为并购市场提供充分资金渠道,如股权投资基金、并购基金等,《意见》提出了新的要求。并购市场所要求的潜台词是市场的统一性和有效性,因此,如何能够将交易自由和融资自主的权利交还给市场主体,将成为决定《意见》目的能否实现的又一关键性因素。

(二) 强化证券公司监管,确保证券公司规范运作

证券公司是资本市场发展的推动力之一。证监会通过放松证券公司借入次级债的限制,拓宽券商的融资渠道,促进证券公司做大做强。同时,完善证券公司分类监管,以专规来规范经纪业务,严管证券投资咨询业务,并对证券公司的经营行为进行严格管理和规范。

1. 放宽证券公司次级债限制,次债成为常规融资手段

2005年券商综合治理期间,为了缓解券商短期还款的压力,扩大券商的生存空间,间接稳定证券市场,中国证监会发布了《关于证券公司借入次级债务有关问题的通知》,将次级债作为券商综合治理的手

段之一。2010年9月8日,中国证监会发布《证券公司借入次级债务规定》(以下简称《次级债务规定》),真正赋予了次级债务作为证券公司的一种常规融资方式的地位,对于优化券商资产负债结构、提升杠杆水平和增强承销业务能力及整体盈利能力都有着十分积极的意义。

《次级债务规定》主要内容包括:第一,区分长短期次级债务,并明确不同类型的次级债务对净资产和风险资本准备的不同影响。第二,进一步明确证券公司借入次级债务应符合借入资金有合理用途、次级债务应当以现金或中国证监会认可的其他形式借入、借入次级债务应有规模控制、次级债券契约条款符合证券公司监管规定四方面条件。第三,要求证券公司原则上不得提前偿还次级债务,若要提前偿还,应符合“证券公司偿还全部或部分次级债务后,各项风险控制指标符合规定标准且未触及预警指标,净资产数额不低于借入长期次级债务时的净资产数额(包括长期次级债务计入净资产的数额)”等条件。第四,要求证券公司借入次级债务,应自借入次级债务获批之日起3个工作日内在公司网站公开披露;证券公司偿还次级债务,应当在到期日前至少3个工作日内在公司网站公开披露,并在实际偿还次级债务后3个工作日内公开披露有关偿还情况。第五,明确了由证券公司住所地证监局对证券公司申请次级债务借入、展期、偿还等事项进行核准。

总体来看,相较于2005年的通知,此次规定放宽了证券公司借入次级债务的要求。一是放松了时间限制,大幅提升短期融资能力。《次级债务规定》将原对次级债务3年及以上的期限规定改为3个月及以上,并将次级债务区分为短期次级债务(3个月到2年)和长期次级债务(2年及以上)。这意味着除了同业拆借、银行借款以及卖出回购之外,证券公司可以通过向合格机构投资者借入短期次级债务获得短期借款。二是放松经营限制,提升长期次级债务融资的积极性。《次级债务规定》删掉了对券商借入次级债存续期间向股东分红、进行重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目、变更股东以及提高盈余公积金等方面的限制,使得长期次级债务真正成为常规性的融资渠道,这将激发券商积极采用次级债务融资、进行资本负债管理的积极性。

2. 强化证券公司分类监管

2009年5月,在总结2007年、2008年分类监管工作实践经验的基

基础上,中国证监会正式发布完善后的《证券公司分类监管规定》(以下简称《分类监管规定》)。《分类监管规定》的发布,对促进证券公司加强风险管理与合规经营、提高全行业的抗风险能力起到了积极作用,分类监管工作的实际效果也得到了行业的普遍认同。为进一步提高证券公司分类监管工作的公开透明度,增强监管有效性,2010年,中国证监会根据近1年来的实践及业内反映情况,对《分类监管规定》的部分内容进行了微调。其修改主要涉及以下五个方面:一是细化行政处罚措施的扣分标准;二是允许上市证券公司以适当形式公开披露分类结果,但不得将分类结果用于广告、宣传、营销等商业目的;三是分类复核中建立专家评审机制;四是明确主要业务人员及管理人员违法违规事项的扣分标准;五是明确同一事项跨期采取措施的扣分原则。

对证券公司尤其是上市证券公司进行分类监管,是中国证监会在券商综合治理后进行常规监管的重要监管措施。2010年中国证监会首次向社会公开证券公司分类评价结果,并将其作为对券商进行持续监管的依据。经过这次修改,证监会对券商的分类监管更加透明、更为科学,也将更为有效。

3. 证券经纪业务有专规

由于投行、资产管理等业务规模相对落后,证券经纪业务作为证券公司的传统业务,一直是券商收入的主要部分,通常占券商总收入的50%以上;此外,券商的品牌建立需要经纪业务作为平台,如果能以实力雄厚且覆盖范围广的营业部作为支持,资产管理业务和投行业务都有望以此获得更高的市场认可度。因此,加强对券商经纪业务的规范意义重大。

2010年4月16日,中国证监会公布了《关于加强证券经纪业务管理的规定》(以下简称《经纪规定》),该规定主要从客户管理与客户服务制度、证券经纪人管理制度以及证券营业部管理制度三个方面对证券公司的经纪业务进行了全面的规定。《经纪规定》要求券商建立健全客户管理与客户服务制度,其中包括建立健全客户账户管理制度、客户适当性管理制度、客户交易安全监控制度、客户回访制度、投诉处理制度、资料管理制度。通过这些制度的规范,有望建立起证券经纪业务中对投资者权益的全方位保护体系。《经纪规定》要求证券公司应当

建立健全证券经纪业务人员管理和科学合理的绩效考核制度,规范证券经纪业务人员的行为,其内容包括要求经纪人职责分离、建立制衡机制、经纪人公示和绩效考核的科学化四个方面。此外,《经纪规定》对作为证券公司“桥头堡”的营业部进行了规范,要求证券公司应当建立健全证券营业部管理制度,保障证券营业部规范、平稳、安全运营。《经纪规定》通过对证券公司经纪业务的制度、人员和营业场所进行“三位一体”的规范,对证券经纪业务实施集中统一管理,防范公司与客户之间的利益冲突。

在市场化、规范化和国际化背景的冲击下,券商原有的经纪业务模式正在发生着巨大变革,证券营业部原有的功能正在逐渐转变,将逐步侧重于服务与管理职能;在《经纪规定》出台以前,有关证券经纪业务的规定散见于数个规范性文件之中,存在重复、交叉与冲突,因此,《经纪规定》的出台恰逢其时。《经纪规定》准确地把握了经纪业务的未来发展趋势,在放松管制、加强监管的背景下,为券商经纪业务的发展留出了空间,明确了监管的具体要求和监管标准,重视解决实践中的突出问题,强调了监管的有效性和可操作性。

4. 严管证券投资咨询业务

中国证券投资咨询是伴随着中国证券市场的建立而自发产生的。近年来,随着投资者结构的逐渐变化,投资者需求也在变化。当前,证券投资咨询业务逐渐演化为证券投资顾问业务和发布证券研究报告这两种基本业务模式,但证券投资咨询业务乱象丛生,庄托、“黑嘴”、荐股软件等一直是中国证券投资咨询业务给外界的不良印象。为此,中国证监会开始严管证券投资咨询业务,2010年6月28日,中国证监会公布北京禧达丰、广东百灵信等7家证券投资咨询机构因涉嫌违法违规,被立案稽查。2010年10月19日,中国证监会发布《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》,以严管证券投资咨询业务。《证券投资顾问业务暂行规定》明确了证券投资顾问业务应当遵循守法合规、诚实信用和忠实客户原则;规定了了解客户、信息披露、风险提示、服务协议规范、适当服务、客户回访、投诉处理、收费管理、业务推广等关键业务环节的规范要求;提出了证券公司、证券投资咨询机构要建立健全人员管理、业务制度、风险控制、合规管理、业务留

痕等内部管理制度。《发布证券研究报告暂行规定》确立了发布证券研究报告应当遵循守法合规、独立、客观、公平、审慎原则,明确了发布证券研究报告各个环节的规范要求,规定了合规管理、内部控制等制度要求。总体来看,这两个规定明确要公平对待服务对象,要建立信息“隔离墙”制度,同时要求同一人员不得身兼两职等。中国证券业协会也适时发布了《证券公司信息隔离墙制度指引》,以指导券商建立信息“隔离墙”,防止利益冲突。

客观来说,这两个规定针对中国证券投资咨询业的乱象,进行了有针对性的规范,将在很大程度上有助于中国证券投资咨询业的健康发展。目前来看,这两个规定部分内容已经达到了世界最为严厉的水平。但是,这两个暂行规定,尚存在以下需要继续完善之处:其一,对投资咨询业务规范的范围有限,私募基金、理财顾问以及财务顾问等证券投资咨询形式尚未纳入此次监管的范围,留下了监管空白;其二,尚未解决券商研究机构的独立性和券商的盈利性之间的矛盾,券商下设的研究机构主要靠基金分仓的方式获取收入,而独立的第三方研究机构则举步维艰,研究机构的盈利模式缺失不利于行业的发展;其三,尚未解决研究报告的知识产权保护问题,目前证券研究报告抄袭现象严重,知识产权保护成为证券投资咨询业务之痛。

(三) 证券律师执业规则体系逐步形成

自2007年中国证监会颁布实施《律师事务所从事证券法律业务管理办法》以来,我国证券业律师在各项证券法律业务活动中勤勉尽责,审慎履行核查和验证义务,严谨论证,参与解决重大法律问题,服务市场监管,促进市场规范运作,推动了市场发展和制度完善,为资本市场的改革和发展做出了应有的贡献。但也存在一定的问题,诸如证券期货市场律师事务所与其他服务机构职责边界不够清晰,勤勉职责的标准还不明确,部分律师事务所未能切实履行法律专业的特殊注意义务,没有充分运用专业能力进行深入分析,有的法律意见书逻辑分析欠缺,做出的结论比较简单。为此,中国证监会联合司法部颁布了《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》(以下简称《执业规则》)和《律师事务所证券投资基金法律业务执业细则(试行)》(以下简称《基金细则》)。中国证监会力图构建一个以《律师事务所从事证券法律业务管

理办法》为龙头,以一个基本业务规则为核心,若干个具体业务细则及法律意见书内容与格式准则为细化补充的规则体系。在内容分工上,《执业规则》解决“怎么做”的问题,侧重于规范方法、程序;《基金细则》等业务规则解决“做什么”的问题,侧重于规范实体事项;“内容与格式准则”解决“写什么”的问题,侧重于保证法律意见书的标准化、规范化。

《执业规则》和《基金细则》的出台,创设了全新的监管概念与模式:以证券法律业务的市场化公平竞争为前提,要求证券从业律师勤勉尽责、独立公正地提供优质高效的专业服务,进而保证证券监管部门、司法行政部门和行业协会共同实施持续、适度、交叉型的监管。

(四) 放松基金管制,强化私募基金监管

中国基金业规范发展已经走过了12个年头,2010年监管机构通过多个渠道,放松对基金业的管制,促进其有序发展。在基金业规范发展的过程中,私募基金一直是基金业监管的“灰色地带”,列入2010年立法计划的《证券投资基金法》修改力图在私募基金监管上寻求突破。

1. 基金管制“松绑”,多渠道稳步促进基金业发展

2010是基金业市场化高度发展的一年,监管机构对基金业全面“松绑”,多渠道促进基金业发展。

其一,证监会发布《关于保本基金的指导意见》,一方面降低了以往对保本基金担保人的限制,允许非金融机构担任保本基金担保人或保本义务人,另一方面取消了保本基金投资股指期货的比例限制。

其二,中国证监会就《基金管理公司特定客户资产管理业务试点方法》征求意见,大幅降低了基金专户资格的准入门槛,放松单只专户产品的初始规模限制,扩大专户产品的投资范围,拟纳入商品期货等。

其三,修订后的《开放式证券投资基金销售费用管理规定》正式实施,使得基金销售渠道朝更加多元、更加规范的方向发展。但该规定未能改变基金销售过度依赖银行渠道、甚至被银行“绑架”的状况。随后,证监会又就《证券投资基金销售管理办法(修订稿)》征求意见,修订稿进一步降低了第三方销售机构的准入门槛,允许专业人士设立基金销售机构,为第三方销售机构的发展奠定了法律基础;同时,还将尽

快建立开放式基金中央平台,统一开放式基金业务数据交换协议,为第三方销售机构的发展提供技术支持;鼓励销售机构在提供有效增值服务的基础上提高收入,探索建立合理的第三方销售机构盈利模式。

监管机构对基金业放松管制、加强监管的理念在2010年得到了一定程度的贯彻,希望通过为基金业“松绑”的方式,多渠道、多途径、多方式的促进基金行业的健康发展。

2.《证券投资基金法》修改列入立法计划,私募基金监管成为焦点

《证券投资基金法》自2004年实施以来,规范了基金业发展,保护了投资者的合法权益,促进了基金业和基金市场的健康发展。但随着我国经济的不断发展,市场出现许多新变化、新情况、新问题,对《证券投资基金法》提出了新的要求。2009年全国人大财经委成立了《证券投资基金法》修改小组,2010年12月,《证券投资基金法》修法列入2011年全国人大常委会立法计划。

《证券投资基金法》的修改涉及加强公募基金经理“老鼠仓”监管、基金公司股东关联交易、公募基金交易机制限制、公募基金交易品种限制、基金持有人话语权、私募基金监管、非信托类私募监管等几大问题,其中,私募基金是否纳入《证券投资基金法》监管成为本次修订的焦点之一。私募基金的监管内容包括:规制范围、监管理念、监管体制、监管模式、私募基金管理人的监管、私募基金产品的监管、合格投资者、信息披露等诸多领域。

(五)规范证券监管行政权之行使和救济

证券市场行政监管的法治化是资本市场法治化的核心,因此,如何更好地规范证券行政监管权,确保资本市场监管的“有限”和“有效”,一直是中国证监会行政立法的重心之一。

2010年,中国证监会针对证券监管权力的规范发布了两个重要的行政规章。其一,中国证监会在4月20日颁布的《上市公司现场检查办法》,针对全流通背景下上市公司现场检查,从现场检查内容与方式、现场检查程序、监督管理等方面对证券监管机构的上市公司现场检查行为进行了全面的规范。该办法是对2001年发布的《上市公司现场检查办法》进行全面修订后发布的。其二,为了进一步贯彻依法行政的要求,中国证监会在5月5日颁布了新修订的《中国证券

监督管理委员会行政复议办法》,本次新修订的复议办法,历经一年多向社会公开征求意见,与2001年的复议办法相比,进行了诸多变革,诸如:行政复议委员会的制度和固定化、新增回避制度和听证制度、首提和解调解新型解决机制等。新的复议办法多角度、多层次地保护行政相对人的权利,提高了行政复议的公信力,有利于维护资本市场的稳定和发展。

(六)完善证券转让个人所得税制度

自2005年股权分置改革以来,中国资本市场形成了大量的限售股,此外,依照《公司法》以及交易所的规则,在IPO过程中,对公开发行前股东所持股份都有一定的限售期规定,也会形成一定数量的限售股。依照我国现行税收政策的规定,个人转让非上市公司股份所得、企业转让限售股份所得都要征收所得税。其中,存在个人转让限售股、个人转让非上市公司股份和企业转让限售股税收政策不平衡问题,此外,基于限售股取得成本较低,数量较大,解禁后在公开市场转让,获益很高,不利于税收公平,财政部、税务总局、证监会公布了《关于个人转让上市公司限售股所得征收个人所得税有关问题的通知》,自2010年1月1日起对个人转让限售股的征收个人所得税。此后,税务总局又下发了《关于做好限售股转让所得个人所得税征收管理工作的通知》、《关于限售股转让所得个人所得税征缴有关问题的通知》和《关于个人转让上市公司限售股所得征收个人所得税有关问题的补充通知》。自此,对于个人在证券市场证券转让所得形成了两类税收制度:其一,针对个人转让从上市公司公开发行和转让市场取得上市公司股票转让所得免于征收所得税;其二,对于个人转让非上市公司股份所得、个人转让限售股所取得的所得征收个人所得税。

国税总局的四个通知对个人转让限售股问题做了明确规定,确保了国家税源和税收公平。但该所得税征收政策,似仍存在有待完善之处:其一,以“证券机构技术和制度准备”是否完成来决定所持限售股的成本核算是否合理;其二,以2010年1月1日作为税收政策执行的起始日期,不溯及既往征收2006~2009年间已经减持的限售股是否公平。

二、证券市场重大制度创新取得新进展

2010年中国资本市场制度创新取得了重大进展,现货市场期待已久的融资融券制度正式试点,在期货市场证监会正式批复股指期货,中国金融期货开始起步。

(一) 证券公司融资融券业务正式试水

2010年1月22日,中国证监会公布了《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》,2010年3月31日,沪深交易所正式通过融资融券交易试点正式启动。自2006年中国证监会发布《证券公司融资融券业务试点管理办法》以来,融资融券业务经过四年多的准备,终于正式试水。此前,为了推出融资融券业务,中国证监会及其有关单位相继发布了《证券公司融资融券业务试点管理办法》、《证券公司融资融券业务试点内部控制指引》、《融资融券交易试点实施细则》、《融资融券试点登记结算业务实施细则》等规章以及自律规则。

融资融券交易中最为核心和最具争议的是融资融券业务的担保模式问题。当前,《证券公司融资融券业务试点管理办法》以信托制度为原型构建了融资融券业务的让与担保机制。在理论上,让与担保制度缺乏上位法支持,与现行法律法规也不相容。实务操作中,融资融券的让与担保模式也存在担保的公示和对抗效力不明确、保证金中的现金比例缺乏强制性规定、对投资者进行强制平仓时还有可能涉及侵权的风险等问题。

(二) 股指期货开盘,金融期货起步

自2006年中国金融期货交易所成立以来,中国为金融期货交易已经进行了五年的准备,在各方面制度均已准备成熟的基础上,2010年1月8日国务院批复同意推出股指期货新品种;3月26日,证监会批复中金所,同意股指期货于4月16日起正式上市交易。为了股指期货的推出,国务院和中国证监会进行了全面的制度建设,先后颁布实施了包括《期货交易管理条例》等在内的一系列行政法规、行政规章、规范性文件以及自律规则等,这些制度和规则构成了中国股指期货运行的基

本制度支撑。

与现货市场相比,股指期货制度在中国资本市场进行了一定程度的制度创新,这些制度包括:其一,风险隔离制度。金融期货的经纪业务由期货公司专营,证券公司等金融机构参与金融期货经纪业务,必须通过参股或控股的期货公司进行,符合条件的证券公司作为介绍经纪商为投资者提供金融期货交易的辅助服务。期货公司和证券公司的期货业务和证券业务隔离,金融期货市场的风险和现货市场隔离。其二,结算会员制度。作为一项分散和减少风险的制度安排,金融期货交易所会员将分为交易会员、交易结算会员、全面结算会员和特别结算会员四类,按交易所对结算会员、结算会员对交易会员、交易会员对客户的顺序进行结算。通过提高结算会员的资格标准,使得实力雄厚的机构成为结算会员,从而达到分层逐级控制和承担风险的目的。其三,结算联保制度。采用国际上通行的结算担保金制度,即当个别结算会员出现违约时,在动用完该违约结算会员缴纳的结算担保金之后,可要求其他会员的结算担保金按比例共同承担该会员的履约责任。其四,保证金监控制度。期货保证金存管的安全性是期货市场持续发展的基石。中国证监会按照安全优先、兼顾效率的总体原则,建立了新的保证金安全存管系统,成立了中国期货保证金监控中心来具体运营。金融期货业务由期货公司专营后,金融期货保证金纳入安全存管的监控体系。其五,投资者适当性制度。我国监管机构在股指期货制度上建立了全面投资者适当性制度。该制度通过明确投资者适当性标准的基本要求,规定投资者的相关义务,并对期货公司做好投资者适当性工作提出了具体要求,并且同时规定了中金所以对期货公司遵守和执行《实施办法》、《操作指引》等有关情况的监督检查职责。

(三) 证监会行政处罚机制创新

自2006年以来,中国证监会进行了以“查审分离”为核心的证券执法体制改革,设立了新的行政处罚委员会,成立了稽查总队,从各个角度和各个层面完善其行政处罚机制。2010年,中国证监会为了进一步完善其行政处罚机制,又进行了适度的制度创新。

其一,证监会下放行政处罚权。中国证监会在2010年11月1日下发了《中国证券监督管理委员会派出机构行政处罚试点工作规定》,

规定明确试点期间,上海、广东、深圳证监局三家派出机构将按照规定对自办案件进行审理、听证,实施行政处罚。处罚范围是自立案件中案情简单、规则明确、影响较小、处罚不重、能够快速结案的案件。案情重大复杂、涉及司法移送以及其他可能对当事人权益造成较大影响的大案要案仍由证监会机关负责进行处理。行政处罚权的下放,合理划分了证监会机关和派出机构之间的行政处罚权,有利于合理调配监管资源,在整个证券监管系统形成科学、高效的行政处罚工作机制,进一步强化对证券违法违规行为的打击力度,大大提高办案效率和执法效能,保护广大投资者的合法权益。

其二,引进法官挂职担任行政处罚委员会委员。为了进一步加强中国证监会行政处罚的专业化,中国证监会借鉴国外成熟市场的做法,引入法官担任行政处罚委员会委员,即由法院委派具有丰富审判经验、专家型高级法官到证监会交流挂职,担任行政处罚委专职委员。由具备审判经验的法官担任行政处罚委员会委员,这与中国证监会借鉴国外“行政法官”制度进行“查审分离”的行政处罚机制创新一脉相承,一定意义上有助于提高证券执法工作的公正性和权威性。

三、证券执法更为规范化

本文所指的证券执法是指证券监管机构适用证券法律法规对证券市场违法违规行为进行处理的活动,既包括了中国证监会及其派出机构的行政处罚(相关情况可在证监会官方网站 www.csrc.gov.cn 上查询,作者注),也包括了自律管理机构所处的纪律处分。本报告将主要对中国证监会和自律管理机关在2010年的证券执法中的典型案例和执法趋势进行分析和解读。

(一) 保荐人监管有所突破,但仍需加强

保荐人以及保荐代表人的专业性和独立性是《证券法》赋予保荐人及其保荐代表人的职责,但证券市场保荐人丧失其专业性和独立性、荐而不保的现象屡屡发生。发行市场保荐行为乱象丛生,2010年,保荐人持股、关联方保荐、保荐人直投、保荐人造假,成为市场

诟病保荐人制度的“四宗罪”。国信证券投行李绍武案虽尚未经中国证监会处罚,但已经为媒体所确认。此后,尚有多起保荐人在IPO过程中自己直接持有或者通过亲友代持的方式进行PE腐败的案件逐渐被曝光。2010年以来,中国证监会先后多次对保荐人采取监管措施。广发证券股份有限公司(以下简称广发证券)保荐代表人杨光、付竹因在福建星网锐捷的上市过程中未能勤勉尽责履行相关义务,6月9日被中国证监会采取了监管谈话的监管措施。在苏州恒久发行过程中,因招股说明书和申报文件中披露的全部5项专利以及2项正在申请专利的法律状态与事实不符,证监会对发行人保荐机构广发证券采取出具警示函的监管措施,同时对两名签字保荐代表人刘旭阳、廉彦进行监管谈话、出具警示函,并在12个月内不受理其签名的与证券发行相关的文件。2010年8月18日,中国证监会在官方网站公示,决定对华泰联合证券保荐代表人雷文龙、张邈采取出具警示函的监管措施。起因在于,华泰联合证券保荐代表人雷文龙等二人,在保荐武汉高德红外公司首次公开发行股票项目时,未向证监会报告,擅自修改招股说明书,此行为违反了《首次公开发行股票并上市管理办法》第67条与《证券发行上市保荐业务管理办法》第4条规定。

我国证券发行审核机制正在不断走向市场化和成熟化,对证券发行审核放松管制和加强监管的意义也更为重大。证监会自2004年开始实施保荐人制度试点,2005年修订的《证券法》正式确立了保荐人和保荐代表人的法定地位。保荐人制度在很大程度上提高了资本市场的透明度,确保了上市公司的规范运作。2010年7月,中国证监会深圳证监局下发了《关于强化业务管理进一步提高保荐工作质量的通知》,要求严格禁止证券公司高级管理人员、保荐代表人、保荐业务相关人员及其配偶、共同生活的父母子女以任何名义或者方式持有发行人的股份;各证券公司应立即对保荐业务相关人员是否持有保荐业务客户股份以及存在其他利益情况进行全面清查。保荐人监管成为今后发行监管的重点和核心之一。

(二) 内幕交易成为证券监管的重中之重

内幕交易一直是各国证券监管机构重点打击的对象。2010年国务院办公厅发布了《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》，标志着内幕交易已经成为中国资本市场打击的重中之重。为此，中国证监会采用多种手段和方式对内幕交易进行监管和防治。

1. 构筑内幕交易综合防控体系

基于我国资本市场新兴加转轨的国情，内幕交易在我国的发展呈现了不同于国外成熟市场经济国家的独特特征：其一，内幕交易决策链条较长，涉及较多的内幕人士。其二，并购重组中的内幕交易呈现多发状态。其三，各环节对内幕信息管理重视不够。其四，制度不健全且有关内幕交易监管的制度执行不到位。上市公司数量不断增加，内幕信息涉及范围更加广泛。在新的市场环境下，内幕交易方式更加多样，操作手段更加隐蔽，涉及内幕交易的主体更加多元。

为了能够对资本市场内幕交易进行有效的防控，《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》要求公安部、监察部、国资委、预防腐败局和证监会等部委共同构建内幕交易“齐抓共管、打防结合、综合防治”的长效机制，逐步形成内幕交易的综合防控体系。该意见具体要求做好五方面工作：一是抓紧制定涉及上市公司内幕信息的保密制度，明确内幕信息范围、流转程序、管理机构 and 人员、保密措施和责任追究要求；二是尽快建立内幕信息知情人登记制度，要求知情人按规定登记，落实相关人员包括国家工作人员接触内幕信息后的保密责任和义务；三是完善上市公司信息披露和停复牌等制度，督促上市公司等信息披露义务人严格依法真实、准确、完整、及时地披露信息；四是将内幕交易防控工作纳入企业考核评价体系，明确考核的原则、内容、标准、程序和方式；五是细化、充实防控和惩治内幕交易的规定，完善内幕交易行为认定和举证规则，积极探索内幕交易举报奖励制度。

我国资本市场新兴加转轨的国情，决定了内幕交易在很长一段时间将成为我国资本市场主要的违规行为，内幕信息关涉主体众多，国有企业为主，在一定程度上增加了监管机构的监管范围，因此，构筑以五部门参加的综合防控体系，将有利于根除内幕交易这一阻碍资本市场健康发展的“毒瘤”。同时，内幕交易综合防控体系是境外资本市场所不曾出现的机制，是资本市场法制发展中的重大创新。

2. 内幕交易执法认定越来越清晰

中国证监会在2010年共做出内幕交易处罚9件,分别是:余鑫麒内幕交易案([2010]2号,指证监会行政处罚决定书编号,下同),耿佃杰内幕交易案([2010]16号),党建军、马中文等内幕交易案([2010]18号),辽源得亨、由春玲内幕交易案([2010]22号),姜永贵内幕交易案([2010]23号),李际滨、黄文峰内幕交易案([2010]29号),况勇、张蜀渝、徐琴内幕交易案([2010]32号),北孚集团、倪锋、柳驰威内幕交易案([2010]40号),张小坚内幕交易案([2010]44号)。此外,2010年为各界广泛关注的涉嫌内幕交易案件还包括:天山纺织重组方涉嫌内幕交易案、中山公用内幕交易案、黄光裕内幕交易案、创兴置业内幕交易案、通威股份原老总涉嫌内幕交易案、中信证券投行高官谢风华内幕交易案、大龙地产内幕交易案等。

纵观2010年的内幕交易行政处罚案件,并购重组中的内幕交易成为内幕交易案件的主流。证监会针对内幕信息的认定、内幕人员的认定、内幕信息知悉的认定等问题均做出了积极有益的探索,以应对不断出现的新型内幕交易行为和种种抗辩理由。

在内幕信息的认定上,中国证监会以“重要性”和“未公开性”作为判断是否构成内幕信息的主要考量,而不仅仅局限于《证券法》所明确列举的内幕信息的范围。例如,李际滨、黄文峰内幕交易案([2010]29号)中,证监会通过综合衡量,根据内幕信息的“重大性”,认定上市公司粤富华的“重孙”公司的利润分配事项这一上市公司对外投资企业的分红方案构成内幕信息。在余鑫麒内幕交易案([2010]2号)中也是以“重大性”以及“尚未公开性”作为认定内幕信息的要件。

在内幕交易主体的认定上,证监会首次尝试通过环境证据并适用优势证明标准推论认定内幕交易。在余鑫麒内幕交易案([2010]2号)中,余鑫麒用死者身份开户,既不承认知悉内幕信息,也不承认利用他人证券账户买卖“四川圣达”,中国证监会通过推定的方式认定其构成内幕交易;在党建军、马中文等内幕交易案([2010]18号)中,通过推定方式认定赵金香获取了内幕信息。在李际滨、黄文峰内幕交易案([2010]29号)中,证监会认为只要内幕信息知情人“知悉”内幕信息后从事了相关证券的买入或者卖出,就可以推断其买卖行为系“利

用”了内幕信息。

在对内幕信息是否“知悉”和“利用”的判断上,况勇、张蜀渝、徐琴内幕交易案([2010]32号)中,证监会首次认定过失泄露内幕信息的行为构成《证券法》上泄露内幕信息;在北孚集团、倪锋、柳驰威内幕交易案([2010]40号)中,中国证监会推定只要内幕信息知情人“知悉”内幕信息后从事了相关证券的买入或者卖出,就可以推断其买卖行为系“利用”了内幕信息。

基于内幕交易的隐蔽性和复杂性,其查处的难度非常之大,内幕交易监管也成为了各国证券监管的难点。随着各国资本市场的发展,内幕交易对资本市场的危害越来越大,各国监管机构无不严阵以待。最近美国帆船集团内幕交易案件震惊世界,在资本市场监管较为成熟的美国,发生了如此严重而又规模庞大的内幕交易案件,实是发人深省。确保资本市场的公平、公正和公开,保护投资者利益实属必要,打击内幕交易,我国证券市场行政监管机构和自律监管组织责无旁贷。

(三) 短线操纵成市场操纵监管难点

随着股权分置改革的基本完成,中国证券市场进入了“全流通”时代,证券市场传统上的“恶庄股”式的市场操纵,逐渐淡出,在新的背景下,市场操纵呈现出短线化的趋势,以虚假申报撤单、尾市交易操纵、连续交易操纵、信息操纵、股评“黑嘴”等迅捷快速的方式影响证券市场价格从而进行违法获利成为了近年来市场操纵的主要形式。2010年,中国证监会共处罚了两起市场操纵行为,分别是林忠操纵山煤国际案([2010]26号)和沈昌宇市场操纵案([2010]31号)。上海证券交易所2010年因短线操纵而限制交易的纪律处分发生了两起,深圳证券交易所本年度则没有因短线操纵而做出限制交易的纪律处分。

在林忠操纵山煤国际案([2010]26号)中,林忠利用自己控制的多个账户在短期内自导自演了虚假申报、操作尾盘或者开盘价方式进行市场操纵的大戏。2010年6月1日在收盘的两分钟内,林忠利用自己控制的两个账户分别以涨停板卖出和买进,通过账户之间的对倒,从而封死了山煤国际的涨停板。在沈昌宇市场操纵案中,“超级散户”沈昌宇对其意图操纵的股票先是利用资金优势以涨停价连续、大量申报买入,尤其是在股价涨停,市场及其账户组本身已有大量未成交买单、

继续申报明显无法成交的情况下,仍以涨停价大量申报买入,锁定股价,为其下一交易日出货牟利创造条件。随后,多次在开盘前集合竞价阶段以涨停价大量申报买入,却又在可撤单的最后时刻全部撤单,或者在收盘前突然撤下大量买单,并以低价迅速卖出,造成买盘众多假象,诱使其他投资者跟风买入,实现高位出货。

在法律适用上,山煤国际没有被直接认定为短线操纵而是以界定为账户对倒式的市场操纵,从而适用了《证券法》第77条第1款第3项。但针对沈昌宇的行为,证监会在法律适用上认为其违反了《证券法》第77条第4款,构成“以其他手段操纵证券市场”。短线操纵与《证券法》所规定的传统的证券市场操纵行为明显不同,具有操纵时间短、资金以及持股优势相对化、市场影响局部化等特点。但短线操纵又与其他市场操纵手段和方式存在微妙的联系,如林忠操纵山煤国际案,可以说短线操纵与传统的市场操纵模式一脉相承。短线操纵是否能够成为一种“独立的新的市场操纵类型”从而在《证券法》进一步修订和完善时予以明确,值得进一步研究。

此外,需要指出的是,山煤国际案件从中国证监会立案调查到做出行政处罚,只经过了一月有余,体现出中国证监会打击短线操纵的高效率。

(四) 信息披露违规监管仍是重要工作之一

中国证监会在2010年度共计处罚17起信息披露违规行为,在全年50件行政处罚案件中占了1/3,上海证券交易所因信息披露违规共做出纪律处分接近30件,超过当年纪律处分总数的一半以上,深圳证券交易所查处信息披露违规26起,占当年违规总数的44%。

2010年中国证监会共处罚三起持股信息变动违规信息披露案件,分别是中润实业、戴纪明案([2010]24号)、汪丹辉、张永乾案([2010]35号)和华伦集团案([2010]43号)。中润实业、戴纪明案和汪丹辉、张永乾案均存在通过联合控制他人账户的方式回避法定信息披露义务的情形。中润实业、戴纪明案还提出了通过“证券交易所进行的证券交易”是否仅包括竞价交易的问题,证监会认为:通过大宗交易系统进行的证券交易也应进行持股信息变动,确认了只要是通过交易所进行的持股变动,达到法定要求均应进行信息披露。

因占用资金、关联交易、对外担保、重大合同等重大事项而未按规定进行信息披露仍然是证监会处罚信息披露违规的重点。2010年此类案件共计10件。这些案件涉及面广、涉案时间长、查处难度大,一般公司高管和信息披露直接责任人都会受到相应处罚。因恶意虚假记载的信息披露违规案件包括丹化股份案([2010]1号)、天一科技案([2010]4号)、两面针案([2010]21号)等案件,这些案件违法行为人主观恶性较大、一般会通过虚增固定资产、隐瞒长期投资等手段和方法实现其非法目的。此外,在同一案件中还可能同时存在如虚假陈述、重大遗漏或者信息披露不及时的情形,如丹化股份案([2010]1号)中涉及未及时披露关联交易和年报存在虚假记载,威达股份案([2010]6号)中存在虚假记载、重大遗漏和未及时披露情形。

会计师以及会计师事务所等中介机构等作为具有公信力的第三方,本应勤勉尽责地确保信息披露的真实、准确、完整、及时和公平,但其在信息披露中的违规行为时有发生。2010年中国证监会查处会计师事务所因信息披露违规行为共三件:分别是鹏城所案([2010]9号)、永华所案([2010]11号)、光华所案([2010]47号)。鹏城所案和永华所案均涉及会计师事务所未按照法定程序和法定事项进行审计,未能勤勉尽责,因行为发生时间较早,证监会适用了《股票发行与交易管理暂行条例》第73条的规定进行了处罚。光华所案则因未能妥善保管有关文件和资料,而被证监会处罚。此外,证监会2010年处罚的另外一起有关会计师和会计师事务所违法行为案件是刘昆案([2010]34号),该案涉及违反会计师限制买卖股票的规定,刘昆作为上市公司吉林药业年报审计工作的项目负责人和签字会计师,违规在接受委托之日起至吉林药业公告5日之间买卖该公司的股票,非法获利。

信息披露制度是资本市场“三公”原则最为集中的体现,是保护投资者利益的核心所在。信息披露所反映的是上市公司和证券市场的规范运作,是公司治理健康程度的集中体现。在我国这样一个新兴加转轨的市场,信息披露监管不仅涉及信息披露程序本身,还应包含信息披露所反映的公司治理结构和关联交易等内容。可以说,公司治理结构的完善程度和关联交易的规范程度是决定信息披露水平的重要根源。

(五) 证监会严管基金“老鼠仓”, 刑责规范第一人

自2007年处罚首位硕鼠——唐建“老鼠仓”案件以来,证监会先后查处了王黎敏“老鼠仓”案件、张野“老鼠仓”案件等。2010年,证监会重拳出击,先后对三位基金经理的“老鼠仓”进行处理,对情节严重的原长城基金经理韩刚移送公安机关追究刑事责任,对景顺长城基金经理涂强([2010]27号)和长城基金经理刘海([2010]28号)分别进行了行政处罚。这三人均是通过控制他人账户,先于或者同步其管理的基金买入或者卖出股票,以获取非法利益。其中,韩刚因情节严重,被证监会移送公安机关,追究刑事责任。韩刚也成为因“老鼠仓”被追究刑责第一人。但即便在如此的高压状态下,基金业的“老鼠仓”也是屡禁不止,媒体普遍报道但尚未被证实可能涉嫌“老鼠仓”的情况仍然不断,如原交银施罗德投资总监李旭利,原交银施罗德基金经理郑拓,国海富兰克林前基金经理黄林,原光大保德信基金经理、后为中欧基金投资总监许春茂等。

基金经理的“老鼠仓”行为屡禁不止,甚至愈演愈烈,有多方面的原因,其中主要的原因包括基金“老鼠仓”的隐蔽性和绝对获利性、基金治理结构上的不合理、法律机制上的缺失以及从业人员法律意识、诚信意识淡薄等。但最为根本的是应该反思是否需要基金从业人员买卖股票采取完全禁止的态度,完全禁止基金从业人员买卖证券势必导致“老鼠仓”转入地下、出现“禁止投资专家进行投资”悖论、公募基金经理走向私募等后果。因此,对基金从业人员禁止买卖证券的规定进行重新评估有可能是解决基金“老鼠仓”行为的根本途径。

(六) 严打非法证券投资咨询, 防范证券欺诈

我国投资者结构中以个人中小投资者为主,证券投资咨询业务直接面对广大中小投资者,极易产生欺诈。在证监会以往查处的案件中,因证券投资咨询业务人员违反其客观、谨慎、诚实和勤勉尽责的执业准则,对中小投资者进行欺诈的案件屡见不鲜,较为著名的有带头大哥“777”案、股市“黑嘴”汪建中案等。2010年中国证监会处罚了上海天力非法证券投资咨询案([2010]25号)。在该案中,上海天力及其关联公司和相关人员通过电视媒体股评节目发表虚假、夸大和误导性的言论、向投资者承诺收益、销售非法的证券软件,此外,还存在不具备证

券投资咨询业务资格而从事证券投资咨询业务的违规行为。证监会依照《证券法》和《证券投资咨询管理暂行办法》进行了处罚。

当前,非法证券投资咨询的传播途径主要包括广播、电视和网络。因此,加强对广播电视证券节目和网络的监管,成为严打非法证券投资咨询业务的一个重要抓手。2006年中国证监会和广播电视总局曾对通过广播电台和电视台进行的非法证券投资咨询予以规范,发布了《关于规范证券投资咨询机构和广播电视证券节目的通知》,对通过广播电台和电视台进行的证券欺诈进行了整治。2010年,为了对愈演愈烈的股评类节目特别是电视台的股评栏目与企业实行商业化合作后的非法证券欺诈越来越猖狂的现象进行遏制,广电总局又出台了《关于切实加强广播电视证券节目管理的通知》,中国证监会为此也下发了《关于协同做好广播电视证券节目规范工作的通知》,强化对非法证券投资咨询业务进行监管。诸如非法荐股等网上的非法证券投资咨询业务,证监会也通过公布正规券商、证券投资咨询机构基本信息予以引导、进行专项治理等方式对非法证券投资咨询业务进行大力打击。

事实上,从传播途径入手打击非法证券投资咨询业务具有时效性,对非法证券咨询业务的打击也离不开对证券投资咨询业务“正规军”的监管,我国证监会在2010年公布的《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》,通过对合法的证券投资咨询业务的监管和对非法证券投资咨询业务的打击,引导中国证券投资咨询业务逐步走向规范化。

(七) 重磅出击法人非法利用他人账户炒股

2009年中国证监会处罚了信邦投资利用多个自然人账户进行股票交易的非法行为([2009]29号),该案是中国证监会处罚的首例法人利用他人账户炒股的案件。2010年,中国证监会重磅出击,针对法人以他人名义设立账户或者利用他人账户进行证券交易的行为进行严厉处罚,共做出行政处罚决定书8份,分别是东鼎投资案([2010]5号)、深物业案([2010]12号)、银河集团案([2010]36号)、银通房产案([2010]41号)、科翰投资案([2010]45号)、杭州金伟案([2010]48号)、杭州昌瑞案([2010]49号)和东晖公司案([2010]50号)。这八个案件的情节都比较简单,都是法人利用他人账户(尤其是下挂多个

自然人账户)进行证券交易,即构成《证券法》上的非法利用他人账户行为。非法利用他人账户不仅成为违规行为人操纵市场、隐蔽内幕交易的工具,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,例如,在银河集团案中,银河集团就意图通过利用他人账户的方式逃避《证券法》中有关履行上市公司要约收购相关义务的规定。

四、证券司法更为精细化

2010年,最为市场关注的有关虚假陈述、内幕交易和市场操纵的司法解释形成了讨论稿,取得了阶段性成果,并在一定范围内进行了征求意见,各方专家和实务界人士认为司法解释应该重点解决诸如是否设置前置程序、是否增设发行市场操纵、内幕交易案件中的因果关系如何认定、诉讼方式如何完善、民事责任如何进行合理分配五大问题。资本市场法治的完善和发展,不仅内含了资本市场法律制度的制定和创新、监管机制的实施,同时也包括了司法制度对资本市场法治的支持和丰富。2010年有关资本市场的司法制度在各级法院和法官的共同推动下,谨慎前行。

(一)内幕交易司法认定更为清晰化

中国资本市场2010年监管的关键词之一是内幕交易,有关部门共同构建了内幕交易综合防控体系,中国证监会对内幕交易案件频频出手,严厉处罚。有关内幕交易案件司法实践也在踽踽前行。上海祖龙内幕交易案首次在司法层面对内幕信息的构成要素进行全面阐述,提供了对内幕交易问题的理论认识,对于内幕交易的刑事司法具有重大的参考意义。南宁糖业案则向我们揭示了司法实务中对短线交易主体认定标准存在的分歧。

1. 上海祖龙内幕交易案

2010年7月26日,厦门市中级人民法院对上海祖龙及其代表人陈榕生判处内幕交易罪;2010年9月21日,福建省高级人民法院对上海祖龙内幕交易案作出二审裁定,维持原判。至此,上海祖龙案盖棺定

论。该案中,厦门中院对内幕交易认定中的三个关键问题进行了阐释:

其一,什么是判定内幕信息的充要条件?

厦门中院在判决中,针对创兴科技注入资产事项是否属于内幕信息指出:我国证券市场的内幕信息,是指在证券市场交易活动中,可能对证券交易价格产生重大影响的尚未公开的信息。在对某一信息是否构成内幕信息的认定上,要综合判断该信息是否具备“真实性”、“重大性”和“未公开性”。所谓“真实性”是指有关信息必须真实确切,任何谣传、猜测和无根据的信息都不是内幕信息,据此进行的交易也不能认定为内幕交易。重大性是指在通常情况下,有关信息一旦公开,公司证券的交易价格在一段时期内与市场指数或相关分类指数发生显著偏离。未公开性即秘密性,是指有关信息没有被证券市场的所有投资者以及社会公众了解、知悉。基于对内幕信息“三性”的基本要求,厦门中院认为创兴科技注入资产事项构成了内幕信息。但广州中院在对董正青案件的判决中则认为:重大性和未公开性构成了判定内幕信息的基本特征,确定性并非内幕交易的基本特征。此次,厦门中院在重大性和未公开性之外又提出了将“真实性”作为判定是否构成内幕信息的要件之一。

学界和实务界均认为内幕信息包含了重大性和未公开性,但对是否还应当包括真实性或者确定性则存在重大争议。例如,对于内幕信息的真实性问题,某发行人曾发布过一则虚假的重大盈利报告,在此报告发布前,公司董事甲买入大量股票,报告公布后股价上升出获利,公司董事甲知晓的信息本身是虚假的,但对公众投资者来说,该信息是秘密的并且一旦公布将敏感地影响到公司股价,该信息是否构成内幕信息?同理,对于内幕信息是否应当具备确定性,学界和实务界也存在巨大争议。董正青案二审法院就明确指出:确定性不是构成内幕信息的要件。此外,美国法院在德州海湾硫磺公司内幕交易案中明确内幕信息的判定并不是以信息内容的完全确定为标准,而是以信息本身“重大性”和“非公开性”的确定性为标准,只要是对公司股票价格可能产生重大影响的非公开信息均属于内幕信息,而不论信息本身所关联的具体事实是否确凿。但也有学者认为:信息须达到具体、相对明确的程度,即包含了足以改变投资者投资决定的充足的信息元素时才构成

内幕信息。

其二,内幕信息何时形成及价格敏感期起点如何确定?

内幕信息何时形成及价格敏感期起点如何确定在内幕交易案件审理中具有非常重要的意义,它决定着特定证券交易行为是否违法、内幕交易数额和违法所得如何计算等问题。但内幕信息何时形成一直是内幕交易行政执法和司法的难点。在董正青案件中,法院以广发证券出台借壳方案时间作为内幕信息形成之日,而在杭萧钢构案中,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之日,作为“内幕信息形成日”。因此,以前的案例似乎指明只有在“相关方案基本确定”、“协商达成一致”时,方是内幕信息形成之时。在上海祖龙案中,厦门中院指出:对价格敏感期的认定,不同案件认定的依据应有所区别。创兴科技实际控制人将其控制的资产注入上市公司的事项,依其发展过程包括计划、接触、磋商和协议四阶段。陈榕生作为创兴科技的实际控制人和上海振龙公司的控股股东,从公司治理结构看,有权决定将其所控制的上海振龙公司的资产注入创兴科技,其单方法律行为就足以引起创兴科技股票波动。因此,陈榕生于2007年4月17日召集创兴科技高级管理人员李××、苏××、郑××与华欧国际的檀××、王××就资产注入事项进行磋商,该行为涉及公司股权结构的重大变化,已足以影响到理性投资者的投资行为,会对创兴科技股票的市场价格产生直接重大的影响,所以从当天起,内幕信息便已然形成。

因此,纵观厦门中院对内幕信息形成时间的判定过程,其对内幕信息的判定采用了一种具体问题具体分析的态度,并未因学理和司法审判对内幕信息形成时间存在巨大争议而陷入无所适从的困境。这也再次向我们提醒,内幕信息何时形成及如何判定需要学界和实务界进一步研究。

其三,内幕交易的判定中是否应当包含“利用”?

在《证券法》第202条和《刑法修正案(七)》对内幕交易的判定中,并未包括“利用”内幕信息进行证券交易的要件。厦门中院在上海祖龙案中指出“利用”内幕信息构成内幕交易的一部分。在该案中,法院首先指出陈榕生是内幕信息的法定知情人;其次,法院认定陈榕生具有利用内幕信息买卖创兴科技股票的主观故意;最后,法院基于陈榕生一

方面积极推进创兴科技的资产注入计划,另一方面积极组织资金进入北京百立讯、厦门缘合物业资金账户用于买卖创兴科技股票的行为,认定陈榕生具有利用内幕信息进行证券交易的事实。

对认定内幕交易究竟是应以“利用”内幕信息还是以“知悉”内幕信息为标准一直存在争议。厦门中院在上海祖龙案件中支持了“利用”标准。黄光裕案一审法院指出:被告人黄光裕等作为证券交易内幕信息的知情人员,在涉及对证券交易价格有重大影响的信息尚未公开前,买入该证券,且内幕交易成交额及其所控制的股票账户在内幕信息公告目的账面收益额均特别巨大,情节特别严重,已构成内幕交易罪,显然,在该案的判决中不采用“利用”而是采用了“知悉”的标准。采用“利用”标准最符合行为人的主观心理状态,弊端在于难以举证证明存在“利用”行为,会放纵内幕交易者。采用“知悉”有利于打击内幕交易行为,但标准过于宽泛,打击面过大,可能会限制合法的证券交易行为。可见,无论是“利用”标准还是“知悉”标准均各有利弊。如何能够通过制度的创新,克服“知悉”和“利用”的弊端而兼顾“知悉”和“利用”的优点从而为内幕交易审判提供明晰的判定标准,需要我们进一步研究。

2. 短线交易司法认定难题——短线交易主体认定标准的分歧

我国2005年修订的《证券法》第47条规定了公司对董监高和持股超过5%的股东的短线交易收益行使归入权制度,并在该条第二款规定了股东代表诉讼制度以确保公司的权益。客观上讲,该条的规定与以前的立法相比具有了巨大的进步,但该条的司法适用性不强,很难解决司法实务中的具体问题,如主体认定问题、标的确认、买入和卖出行为的认定、所得收益的计算等。当前我国司法实践在短线交易案件司法认定中最大的难题是短线交易主体的认定问题。截止到目前为止,司法实践中共有两个案例涉及短线交易:2009年上海卢湾区人民法院做出一审判决的华夏建通诉严琳短线交易案([2009]卢民二(商)初字第984号)和2010年南宁市中级人民法院对南宁糖业诉马丁居里(QFII)等三公司短线交易案。此外,中国证监会也对多起短线交易案件进行了处罚,在其执法实践中逐渐形成了较为清晰的认定标准。2010年证监会处罚了两个短线交易案件:一是余鑫麒内幕交易和短线交易案([2010]2号),二是赵伟平短线交易案([2010]38号)。

其一,短线交易主体的持股认定:“实际持有”还是“名义持有”?

“实际持有”是指以股东、董事、监事、高级管理人员所实际持有的股份包括以自己名义和他人名义持有的股份来计算。对于董事、监事、高级管理人员和自然人股东,应将其利用配偶、未成年子女或共同生活的家属名义,或者利用其他人名义持有的股份全部计算在内;对于法人股东,该股东持有股份的计算还应该包括其一致行动人持有的股份。“名义持有”是指按股东、董事、监事、高级管理人员名义持有的股份来计算。对短线交易主体的认定是采行“实际持有”还是“名义持有”,在理论和实务上都存在巨大争议。

中国证监会在行政处罚案件中,对短线交易主体认定基本上形成了以“实际持有”作为短线交易认定标准的执法思路。如深宝安案件(证监法字1993年99号)中,证监会认为:深宝安旗下三家关联企业宝安上海公司、深圳宝安华阳保健品公司和深圳龙岗宝灵电子灯饰公司分别持有延中实业股份的4.56%、4.52%和1.657%,深宝安合计持有延中实业股份的10.65%,已属于持股超过5%的股东,此后一个月内深宝安旗下三家公司存在买卖延中实业股票的行为,证监会认定深宝安公司构成短线交易。该案成为我国证券监管机构采用“实际持有”的计算标准来规制短线交易的第一案。在余鑫麒内幕交易和短线交易案中,余鑫麒作为公司的总经理,利用一位已经去世人员的身份开立账户,并利用该账户买卖本公司的股票,证监会通过以下四点——涉案账户为余鑫麒开立并实际控制;涉案交易的资金由余鑫麒存入;涉案交易的时点与余鑫麒知悉内幕信息的时点高度吻合;调查人员未发现、余鑫麒本人也拒绝提供涉案交易非其本人“买卖”行为的证据——推论认定余鑫麒通过其实际控制的账户实施了短线交易,从而再次确认了对短线交易主体采行“实际持有”之标准。

被学界寄予厚望有可能在短线交易主体持股认定上有所突破的是南宁糖业诉马丁居里(QFII)等三公司短线交易案。在该案中,2007年8月23日至2007年8月30日,马丁居里有限公司的全资子公司马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司分别买入占南宁糖业股份总数3.4%和2.5%的股票,二者合计持有占南宁糖业5.9%的股票。2008年1月4日至2008年1月25日,马丁居里公司、马丁居里投资管理有

限公司分别卖出占南宁糖业股份总数 2.5% 和 2.57% 的股票,二者合计卖出占南宁糖业股份总数 5.07% 的股票,南宁糖业起诉认为:马丁居里公司、马丁居里投资管理有限公司构成短线交易。因马丁居里投资管理有限公司还是中国证监会批准的合格境外机构投资者(QFII),故该案成为 A 股市场第一例针对 QFII 短线交易的诉讼,而该案的关键和难点在于:在认定短线交易时是采用“名义持有”的计算标准还是“实际持有”的计算标准。但最终法院并未选择以判决的方式对短线交易的主体认定提供有益的建议,仅由诉讼双方通过和解协议的方式结束了这场备受关注的短线交易案,但该案经法院出具的调解书指明:马丁居里同意一次性向南宁糖业支付人民币 4000 万元的等值美元作为和解款项。因此,法院虽未直接表明其对短线交易主体认定标准上的态度,但也间接表达了对短线交易主体持股认定的标准是实际持有。

其二,短线交易主体持股时间认定:“两端说”、“一端说”或是“折中说”?

目前各国和地区对短线交易主体认定过程中的持股时间有“两端说”、“一端说”和“折中说”三种不同标准和做法。“两端说”认为,在买入和卖出两个时点均需符合公司内部人身份;“一端说”认为,在买入时或卖出时,只要一个时点符合公司内部人身份即可;“折中说”认为,对董事、监事、高管人员与持有特定比例股份的股东应当予以区别对待。对于持有特定比例股份的股东,应当采用“两端说”,而对于公司董事、监事和高级管理人员,应当采用“一端说”。

中国证监会在行政执法实践中对股东的持股时间认定采行了“两端说”,如中国证监会在 2008 年对新天地的行政处罚。对于董监高短线交易持股时间的认定,因缺乏典型案例,证监会态度尚不明朗。

对短线交易中股东持股时间认定采行“两端说”最有力的司法支持是华夏建通诉严琳短线交易案(该案的基本情况,参见《证券法苑》第三卷第 697~706 页,林建华:“‘华夏建通’短线交易案相关法律问题评析”一文)。在该案的判决中,法院明确指出:我国《证券法》第 47 条有关短线交易立法所规制的对象应限定为具备特定的身份,且凭借其身份可获得公司内幕信息之人。且该条又是将“短线交易”定义为行为人在六个月内“先买后卖”和“先卖后买”之两次以上相反买卖交易行为。因此,

以上要件对短线交易收益归入制度所演绎的逻辑过程显然是:行为人首先应获得公司董事、监事、高级管理人员或持有5%以上股份股东之身份,然后在六个月内有一组以上买卖反向交易行为。因此,该案通过采用“两端说”驳回了原告的诉讼请求。可见,中国证券市场执法机关和司法机关在股东的短线交易主体持股时间认定上坚持“两端说”的态度,但对于董监高短线交易持股时间认定尚无典型案例涉及。

(二) 市场操纵司法认定——“抢帽子”交易

2010年10月28日,备受市场关注的中国证券市场首起“股市黑嘴”汪建中操纵市场案在北京开庭审理。在庭审过程中,汪建中的“抢帽子”股票交易行为是否构成市场操纵罪成为庭审的焦点。中国证监会2008年对汪建中的行政处罚决定书([2008]42号)中,指出汪建中利用其控制的证券投资咨询机构向公众推荐证券的特殊地位和影响,在公开推荐前买入证券,公开推荐后卖出,人为影响或意图影响证券交易价格以牟取巨额私利,扰乱了正常的市场交易秩序,侵害了公众投资者的利益,具有操纵证券市场的性质,构成了市场操纵行为。

“抢帽子”交易,一般是指证券公司、证券咨询机构、专业中介机构及其工作人员,买卖或者持有相关证券,并对该证券或其发行人、上市公司公开做出评价、预测或投资建议,以便通过期待的市场波动取得经济利益的行为。对于“抢帽子”交易的法律性质,各国证券界一直存在争议,有人主张将其界定为内幕交易,也有人主张将其界定为市场操纵。2003年,德国联邦最高法院就斯图加特“抢帽子交易上诉案”做出判决,裁定“抢帽子交易”不是内幕交易,而是市场操纵,并确立了审判“抢帽子交易”案件的指导原则。

当前,我国《证券法》和有关的法律法规尚未对“抢帽子”交易进行明确,中国证监会2005年12月12日颁布的《会员制证券投资咨询业务管理暂行规定》虽在第19条第8项触及“抢帽子”交易问题,禁止会员制机构及人员“在做出评价、预测和推荐之前,为自己或关联方进行交易提供相关信息”,但该规定的适用范围太窄,仅限于“会员制机构及人员开展会员制业务时”。2010年,中国证监会公布的《证券投资顾问业务暂行规定》和《发布证券研究报告暂行规定》对“抢帽子”交易有所遏制。但这两个报告在对“抢帽子”交易规范上还存在一定的局限

性:一是这两个暂行规定规范的是“正规军”,对于非法的证券投资咨询业务遏制有限;二是《发布证券研究报告暂行规定》明确了证券公司持有某股票达到已发行股份1%以上的,应披露持股情况,并在研究报告发布日及第二个交易日,不得进行与研究报告观点相反的交易等规定,这就意味着持股不足1%的券商可以不执行新规;“两个交易日”不能反向操作的规定有误导投资者之嫌。目前,唯一有可能将“抢帽子”交易列入规制范围的是《证券法》第77条第1款第(4)项“以其他手段操纵证券市场”的规定。但对于兜底性条款的认定,历来存在争议,因此,是否能够将“抢帽子”交易归为市场操纵行为,甚至构成操纵市场罪,仍然值得进一步研究。

(三)非法集资案件的司法认定——“原始股”与“非法经营”现形

2010年12月13日,最高人民法院公布了《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》,该司法解释共规定了八个方面的问题。其中,第1条明确了非法集资的界定标准和特征要件;第2条明确了非法吸收公众存款的具体行为方式;第3条明确了非法吸收公众存款罪的定罪量刑标准;第4条明确了集资诈骗罪中“非法占有目的”要件的具体认定标准;第5条明确了集资诈骗罪的定罪量刑标准;第6条明确了擅自发行股票、公司、企业债券的具体行为方式;第7条明确了非法擅自募集基金行为的定性处理意见;第8条明确了非法集资活动中虚假广告行为的性质认定和处罚标准。该司法解释中,与目前资本市场司法最为密切的是证券市场出现的“原始股”诈骗和采用“委托理财”、海外基金等方式进行的非法经营。此次,最高人民法院明确了所谓以编造公司即将在境内外上市或者股票发行获得批准等虚假信息,向社会公众销售所谓的“原始股”将构成擅自发行股票、公司、企业债券罪定罪。在司法解释颁布之前,通过委托理财等方式非法吸收资金的,法院一般依照非法经营罪定罪处罚,如上海市浦东法院审理的焦×、陈××非法经营案([2010]浦刑初字第120号),国虹信息原始股案。最近几年来,一些不法公司和人员利用投资者渴望暴富的心理、缺乏证券投资知识进行欺诈误导,推销所谓“海外基金”和“拟上市海外股权”,使许多投资者遭受了巨大的经济损失。上海黄浦区法院审理的陈小姐诉徐小姐案件是为数不多的“打非”胜

诉案件。此次,最高人民法院将此类行为归入非法集资司法解释,有助于打击此类非法证券活动。

(四) 证券交易所自律管理规则法律效力逐步为司法所确认

2010年4月,最高人民法院就高喜山与广州机场集团、白云机场和上海证券交易所权证交易侵权赔偿纠纷申请再审做出裁定,在该裁定中,最高人民法院首次确认了有关权证诉讼的业务规则的法律效力,并强调证券市场“买者自负”的原则。最高院在2010年第7期《中华人民共和国最高人民法院公报》中,对邢立强诉上海证券交易所权证交易侵权纠纷案作为典型案例进行了公布,法院确认:证券交易所自律监管行为如违反法律规定和业务规则,具有可诉性。证券交易所的自律管理行为只要符合业务管理规则,主观上不具有过错,则对投资者的损失不承担责任,投资者应自行承担风险和损失。

最近几年,投资者针对证券、期货交易所业务规则法律效力进行诉讼的案件不断增加,法院逐渐在司法审判中形成了有关自律管理规则法律效力的司法政策:其一,证券交易所的业务规则具有法律效力,司法权对交易所的自律管理权限应该予以一定程度上的尊重;其二,确立了“买者自负”原则在司法审判中的引用,从而使证券交易所正当自律管理不受民事责任追究。

我国资本市场正处于新兴加转轨的阶段,投资者特别是个人投资者居多,投资者因知识、经验不足而导致损失的情况将越来越普遍,因而对交易所自律管理行为及自律管理规则进行诉讼的情形将逐渐增多。交易所作为法定的自律组织,依法承担组织和监督证券交易的职责,并处在市场监管第一线,需要针对市场各种情况及时做出应对,故如动辄对交易所自律管理这一专业性极强的行为进行实质性干预,必然会影响证券市场的正常运行。为此,应当在司法实践中逐步确立对交易所自律管理行为有限介入的司法政策。

五、证券市场 20 周年重大法治活动相继举办

2010年是中国资本市场建立的20周年。20年来,中国资本市场

从无到有、从小到大、逐渐跻身于世界资本市场前列。2010年度,中国证监会、上海证券交易所等单位分别召开相关的会议,回顾资本市场20周年的风雨历程,总结20周年来资本市场法治发展的得与失,展望未来中国资本市场法治的发展方向。

2010年12月30日,中国证监会在北京召开“中国资本市场20周年座谈会”隆重纪念中国资本市场20周年,来自中国证监会、科技部、沪深交易所、国资委产权管理局有关部门的领导及部分上市公司、中介机构代表出席了此次会议。中国证监会主席尚福林在会上表示,我国资本市场历经20年发展,探索出了一条符合市场发展规律和我国国情市情的发展道路,已成为社会主义市场经济体系的重要组成部分,形成了一个与我国经济地位相匹配、具有全球影响力的市场,一个在法律制度、交易规则、监管体系等方面与国际公认规则基本一致的市场。

2010年12月4日,上海证券交易所联合北京大学法学院、中国人民大学法学院和华东政法大学经济法律研究院在北京举办以“与法治同行——中国资本市场20周年法治建设回顾与展望”为主题的第一届“上证法治论坛”。中国证监会主席尚福林在论坛上表示,20年来我国资本市场发展取得了令人瞩目的成就,其中资本市场法律制度的不断完善,有效地保障了资本市场功能作用的发挥;法治是发挥资本市场功能作用的内在要求,是实现资本市场规范运行的必然选择,是深化资本市场改革创新的重要基础,是防范、管理和化解系统性风险的基本底线,是树立资本市场监管公信的有力保证。最高人民法院奚晓明副院长、国务院法制办安建副主任和上海证券交易所耿亮理事长等也在论坛上做了重要讲话;包括上海证券交易所徐明副总经理在内的六位知名专家就《证券法》的进一步修改与完善等主题做了精彩演讲;与会专家学者围绕“证券法治理念与制度构建”和“资本市场的监管执法和司法保护”两个专题展开了热烈的研讨,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。本次论坛收到各界稿件近百篇,择其优者纳入《证券法苑》第三卷。本次论坛梳理了资本市场20年来法治建设的历史轨迹,厘清了当前法治建设的重点问题,并就未来法治建设的发展方向进行了展望。

此外,2010年5月7日,深圳证券交易所和中国法学会证券法学研

究会在深圳共同主办了“多层次资本市场建设与投资者权益保护”研讨会,与会专家学者就证券市场投资者保护司法救济机制、创业板直接退市中的投资者权益保护、证券市场创新业务中的投资者权益保护、多层次资本市场建设中的法律问题四个专题进行深入研讨。

结 语

回首2010年,创新成为资本市场法治建设的关键词,融资融券、股指期货这两项为资本市场期盼已久的制度相继推出,资本市场的功能逐步得到完善。回首资本市场这20年,中国资本市场法治在不断创新中踽踽前行,虽步履艰辛,但硕果累累。伴随着信息披露制度的引入、公司治理机制的完善、股权分置改革的推进、投资者权利意识的唤醒等,中国资本市场日渐进入了理性投资时代。创业板、股指期货、融资融券制度的推出,逐步完善了中国资本市场的功能,逐步引导中国资本市场进入多层次、多功能的时代。20年法制创新,20年时空转换,为未来的创新积累了经验:主动创新、尊重国情、尊重规律。

展望未来,中国资本市场法治的发展还将在创新征途上坚毅前行。在2011年度,《证券投资基金法》修订将继续推进,《上市公司监督管理条例》出台指日可待。此外,需要着重说明的是:随着资本市场创新的不断发展,2005年修订实施的《证券法》的进一步修改和完善也需要尽快提上日程,国际板相关的制度创新整装待发,退市机制完善迫在眉睫,多层次资本市场尤其是“新三板”建设将逐步成为工作重心;并购重组中的内幕交易、短线操纵等证券市场新型违法违规行为将逐步成为执法工作重点,有关行政执法与刑事司法衔接机制、行政执法证据规则呼之欲出,发行审核机制将进一步完善;随着证券司法案件的不增多,司法机关将在不断总结经验的基础上,逐步明晰证券司法争点,逐步形成和优化证券司法政策,当前,迫切需要推出的是有关内幕交易和市场操纵的司法解释。