

主 办

中国证券法学研究会

证券法律评论

“新理念 新使命 新变革 证券法修改与中国资本市场法治建设”专辑

主编：郭锋

本卷执行主编：宋晓燕

2017年卷

SECURITIES LAW REVIEW

中国法制出版社

CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

2017年卷

SECURITIES LAW REVIEW

证券法律评论

“新理念 新使命 新变革 证券法修改与中国资本市场法治建设”专辑

主办：中国证券法学研究会

主编：郭 锋

本卷执行主编：宋晓燕

本卷执行副主编：邢会强 樊 健 苏 盼

本卷编校人员：李晓青 程 清 冯雪倩 张海鑫

何玲瑜 李梦璇 郑 壮 李 静

中国法制出版社

CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

证券法律评论. 2017 年卷 / 郭锋主编. —北京:
中国法制出版社, 2017. 4
ISBN 978 - 7 - 5093 - 8360 - 5

I. ①证… II. ①郭… III. ①证券市场 - 研究 - 中国
②证券法 - 研究 - 中国 IV. ①D922. 287. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 058713 号

策划编辑 李小草 (lixiaocao2008@sina.cn)

责任编辑 任乐乐

封面设计 李 宁

证券法律评论 2017 年卷

ZHENGQUAN FALÜ PINGLUN 2017NIAN JUAN

主编/郭锋

经销/新华书店

印刷/人民日报印刷厂

开本/710 毫米×1000 毫米 16 开

版次/2017 年 4 月第 1 版

印张/36.25 字数/599 千

2017 年 4 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 8360 - 5

定价: 118.00 元

北京西单横二条 2 号

邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 66033393

值班电话: 66026508

传真: 66031119

编辑部电话: 66071862

邮购部电话: 66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010-66032926)

编委会名单（以拼音为序）

程合红	冯 果	付 彦	甘培忠
郭 锋	蒋大兴	李有星	刘 燕
卢文道	罗培新	单祥双	施天涛
宋晓燕	王红一	邢会强	徐 明
杨 东	于腾群	曾筱清	周伦军
周友苏			

序 言

《证券法律评论》现由中国证券法学研究会主办。中国证券法学研究会是经中国法学会批准，于2008年12月6日在北京成立的从事金融、证券、期货及相关领域法学研究的全国性学术研究组织，主要由国内从事证券法学教育研究的理论工作者，证券立法、司法、监管实务部门专家，证券市场从业人员组成。研究会的组建，得到了全国人大常委会法工委、最高人民法院、国务院法制办、中国证监会、中国法学会、中国证券业协会、中国期货业协会、上海证券交易所、深圳证券交易所等有关部门的指导和支持。研究会的宗旨是：团结和组织全国证券法学界的法学工作者、法律工作者及证券业相关人士，促进证券法学理论与实践的研究，开展证券法学的学术交流活动，为推进依法治国，发展社会主义市场经济，促进社会主义现代化建设事业服务。研究会在中国法学会领导下，自主开展学术研究、学术交流活动。

中国证券法学研究会从2008年成立至今，每年都成功举办了年会。2008年12月6~7日，由中央财经大学法学院主办了“中国法学会证券法学研究会成立大会暨改革开放30年与中国证券市场法治建设论坛”；2009年6月27日，与上海市高级人民法院、华东政法大学、上海证券交易所在上海联合举办了主题为“金融危机背景下金融发展与金融法治研讨会”的2009年年会；2010年5月6~7日，与深圳证券交易所在深圳联合举办了主题为“多层次资本市场建设与投资者权益保护”的2010年年会；2011年10月27~28日，与湖南省人民政府金融办等在长沙联合举办了主题为“国家竞争力与区域性金融中心建设——环长株潭城市群‘两型社会’试验区的金融发展与创新论坛”的2011年年会；2012年6月15日，与四川省人民政府金融办、四川省社会科学院等在成都联合举办了主题为“国际化视野下的金融创新、金融监管与西部金融中心建设”的2012年年会；2013年4月22日，与北京大学法学院等在北京联合举办了主题为“中国资本市场法治化20周年纪念论坛”的2013年年会；2014年5月10日，与武汉大学法学院等在武汉联合举办了主题为“全面深化改革背景下《证券法》的修订与完善”的2014年年会；2015年4月18日，与清华大学法学院等在北京举办主题为“国家治理现代化背景下的证券法治体系建设”的2015年年会；2016年4月22~23日，与浙江大学光华法学院、浙江大学互联网金融研究院在杭州联合举办主题为“注册制改革背景下的中国证券

市场法治建设”的 2016 年年会。2017 年 4 月 28~29 日,与上海财经大学法学院在上海联合举办主题为“新理念 新使命 新变革 证券法修改与中国资本市场法治建设”的 2017 年年会。

在历次年会上,研究会的各位理事、证券法学界和实务界的参会代表均提交了精心准备的论文,为我国证券法治建设积极建言献策,有力推动了我国证券法治的进步,为证券法的修改和完善贡献了智慧和力量。每次年会后,研究会均将会议论文汇编成册,公开出版,与知识界、实务界、社会公众分享与会者的理论观点。但以前出版的年会论文集,主要反映当年的年会主题,书名不一致,不能很好地形成证券法学研究会的学术品牌,也不利于读者、研究者进行较为系统的文献收集、整理与参考。鉴于此,中国证券法学研究会研究决定,从 2014 年开始,将每年的年会论文统一编入书名为《证券法律评论》的连续出版物中。现在呈现给读者的中国证券法学研究会主办的《证券法律评论 2017 年卷》,即是 2017 年年会的参会论文选编。

需要说明的是,《证券法律评论》最早由我创办于 2001 年 9 月,当时是由我担任所长的中国人民大学金融法研究所主办,我任主编。从 2001 年到 2005 年,共出版了四卷,其中第四卷由中央财经大学法学院、中央财经大学财经法律研究所主办,中央财经大学证券法研究中心编辑,我任主编。后来因创办和主编《金融服务法评论》,考虑到证券法的内容已经纳入金融服务法中,《证券法律评论》没有再续编。《证券法律评论》2014 年卷、2015 年卷、2016 年卷和 2017 年卷的编辑出版,使得《证券法律评论》在新的时期得以延续和传承,在此特别感谢中国证券法学研究会使其重新焕发生机。

中国资本市场法治建设任重道远。中国证券法学研究面临机遇和挑战,任务艰巨,使命光荣。理论研究成果既是对实践的反思、批判和经验总结,也是对未来的思考、为未来指引发展方向。在全面深化改革、全面依法治国背景下,中国证券法学研究会的全体同仁,定当齐心协力,努力办好《证券法律评论》,为建立和完善中国特色社会主义证券法治体系不懈探索,为繁荣我国证券法学理论研究添砖加瓦、贡献智识。

是为序。

中国证券法学研究会会长 郭 锋

2017 年 4 月于北京

目 录

【证券监管与立法的基础理论与政策取向研究】

多层次资本市场体系的法律问题与对策	中国证券法学研究会	(1)
证券市场穿透式监管的创新：综合监管机制		
——以前海人寿的跨界“监管穿透”案例为视角	王建平	(7)
中国版金融商品交易法的理论体系和立法框架	李求轶	(18)
韩国资本市场法上金融投资商品概念的考察	李鲜花 孙煥琪	(27)
论穿透式金融监管	袁达松 刘华春	(38)
论“信用”	姚誉作	(49)
资本市场多元化发展视角下混合所有制改革路径的		
法律分析	周 游	(58)
香港审计师监管制度改革评析	陈 彬 曹 晴	(68)
场外期权市场风险防控的法律路径初探	薛智胜 高基格	(76)
大数据背景下证券交易信息的法律保护	朱 悦	(88)

【证券监管与立法的基础理论与政策取向研究】

债券管理制度的独立性建构及其立法完善	南玉梅	(99)
新三板市场的法律定位	邢会强	(113)
新三板公司转板上市的定位及制度构建	赵 吟	(134)
我国场外交易市场做市商法律规制现状及立法完善	孟令星 苏志强	(144)
美国期货交易委员会自动化交易最新监管政策进展		
及启示	刘春彦 程红星 赵雯佳	(160)

社会企业资本市场制度研究	朱国华 陆戴汀	(173)
证券交易外部接入信息系统监管路径研究	缪因知	(197)
上市公司收购监管研究 ——以收购的界定为视角	袁钰菲	(206)
英国“监管沙盒”项目对我国金融创新监管的启示	陈冠华	(221)
国际金融衍生品监管中的相互认可制度探析	李 敏 涂 晟	(229)

【证券欺诈法律规制研究】

我国证券市场“诱空型”虚假陈述民事责任研究	樊 健	(264)
法经济学视野下我国证券虚假陈述民事赔偿的现状 与完善	王 琳	(281)
简论内幕信息受领人内幕交易行为的认定 ——美国相关经验对我国的启示	夏东霞 杨 婷	(295)
从光大乌龙指案看《证券法》有关内幕信息公开 的条文修改	肖 伟	(312)
对执法实践中内幕交易违法所得认定方法的反思与 修正	张保生 朱媛媛	(322)
利用未公开信息交易的构成要件 ——以《证券法》(修订草案)第93条为中心	董新义	(334)
论《证券法》操纵市场条款的修订	张保红	(347)
操纵证券市场的不法所得与损害赔偿计算	张玮心	(357)
试论操纵证券市场的民事责任研究	杨秋林	(378)

【投资者保护法律制度研究】

经济社会学视野下的金融消费及金融消费者保护	吴凌畅	(387)
投资者保护与金融消费者保护之辨析	唐有良	(406)
互联网证券发行监管的美国经验及其启示	刘卫锋	(419)
互联网平台证券发行法律制度探析	白牧蓉	(437)
投资型众筹平台监管的日本模式及启示	樊纪伟	(454)
论股权众筹与私募发行的关系及法律定位	毛海栋	(465)

互联网金融控股公司不正当关联交易的法律规制	袁 康 (480)
并购交易中盈利预测补偿机制的实施分析与问题研究	陈 煜 (491)

【完善证券期货法律责任法律制度研究】

权证持有者与虚假陈述民事赔偿诉讼	杜 晶 (503)
证券法大宗持股权益变动法律责任研究	
——以非合意并购为视角	钟洪明 (511)
操纵证券、期货市场罪的实质解释	
——《刑法》第 182 条兜底条款的立法完善与司法解释优化	谢 杰 (526)
证券投资者保护民事责任法律制度的完善	
——以香港市场经验为借	赵晓钧 (549)
跨境证券交易的冲突法逻辑与法律适用规则的完善	王克玉 (563)

【证券监管与立法的基础理论与政策取向研究】

多层次资本市场体系的法律问题与对策

中国证券法学研究会*

健全多层次资本市场体系是党的十八届三中全会确定的重要改革任务。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》指出，要“发展多层次股权融资市场”。长期以来，多层次资本市场体系建设受到社会各界尤其是学界、实务界广大专家学者的高度关注。为了正确认识我国多层次资本市场体系建设取得的成就和存在的问题，为进一步助推我国多层次资本市场体系建设提供理论参考，近日，中国法学会证券法学研究会召集了国内三十余位专家学者进行深入研讨、论证，形成本研究报告，呈有关部门参阅。

一、我国多层次资本市场体系建设成绩显著，但同时存在诸多问题亟待解决

近年来，在“顶层设计”和“基层创新”的推动下，我国多层次资本市场体系建设成绩显著，我国多层次资本市场的轮廓已日见明晰，但很多问题亟待解决。早在2003年10月，党的十六届三中全会通过的《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中就专门强调“建立多层次的资本市场体系”。经过十余年探索，我国多层次资本市场体系初具规模，资本市场发生深刻变化：我国证券交易市场日益壮大，全国中小企业股转系统（以下简称全国股转系统或新三板）扩容至全国，区域性股权转让市场和全国性场外交易市场积极探索前行，债券、期

* 执笔人：郭锋（最高人民法院研究室副主任）、邢会强（中央财经大学法学院教授）、李文莉（上海对外经贸大学法学院教授）。

货、衍生品市场蓬勃发展,投融资产品日益丰富。我国多层次资本市场体系建设虽然取得了显著成绩,但与世界其他发达国家的资本市场相比,仍存在诸多亟需解决的问题,主要体现在:

第一,我国多层次资本市场还没有形成正金字塔式的合理结构。目前还是以沪深交易所为主导,在当前我国经济发展面临许多困难和挑战、持续增长动力不足的情况下,这样的模式远远适应不了我国经济发展的需要。

第二,不同板块之间差异化定位并不明显。主板和中小板、创业板功能定位差异化不大,界限并不清晰,没有完全实现设立的预期目的;全国股转系统市场定位不明确,存在立法空白,很多机制有待改革,尚有潜力需要挖掘。

第三,分层理论认识模糊,市场内部分层不到位。目前,我国传统“五分法”分层并不科学,与国际“三分法”分层惯例较难接轨,层次定位不清、界限模糊。市场内部分层,可以使市场变得更加立体多元,吸引各类企业上市挂牌,进而增强市场自身活力,但目前我国的多层次资本市场内部分层并没得到很好的设计,新三板仅分两层不足以实施差异化管理,主板的战略新兴板停滞不前。

第四,新三板市场体量较大,但交易清淡、流动性不足。目前,新三板市场总体运行平稳,但蕴含一定的风险;虽挂牌数量火爆,但市场交易清淡、市场服务质量和持续督导堪忧。目前新三板处于扩张和风险潜伏期,尚未爆发大的风险,尤其是系统性风险,但迅速膨胀、流动性不足市场,若不进行改革,可能潜伏较大风险。

第五,四板、五板市场处于原生态式无序生长状态。2012年至今,全国已有了30余家场外市场,基本形成了一省一家的格局,有的省份甚至有3至4家功能相同的市场。数量众多,但总体规模有限,只有上海、深圳及其他区域中心形成规模,但这些市场的监管并不到位,财务真实性没有保障。

第六,多层次资本市场建设,局限于股权市场,缺乏债权、资产证券化、金融衍生品等市场的建设和总体设计。多层次资本市场目前仅局限于纵向维度的建设和设计,对债券市场、资产证券化、金融衍生品等市场缺乏谋划,市场分散,规则不一。

鉴此,从多层次资本市场的市场体系来看,各个市场的发展、改革路径以及各个市场之间的协调、整合等问题需要继续深入推进。

我国多层次资本市场体系存在的问题主要根源于以下几方面:首先,从顶层设计角度来看,党的十八届三中全会提出要健全多层次资本市场体系,但是多层次资本市场体系到目前为止没有得到法定化,缺乏法律依据;其次,多层次资本市场体系内部各板块的法律地位并不明确;此外,监管体制有缺陷,中央部门与地方政府

之间存在监管博弈，地方政府之间也存在竞争关系，而且各地方存在监管错位的情况；最后，多层次资本市场体系欠缺完善的配套机制，包括差异化的发行、交易、转板、退市等配套机制的完善。

二、正确认识多层次资本市场的功能定位

按照党的十八届三中全会的要求，要通过健全多层次资本市场体系来拓宽企业和居民投融资渠道、促进实体经济发展、优化融资结构、提高直接融资比重、完善现代企业制度和公司治理结构、防范金融风险。为此，要正确多层次资本市场的如下战略定位：

1. 健全多层次资本市场体系，是发挥市场配置资源决定性作用的必然要求，是推动经济转型升级和可持续发展的有力引擎。经过三十年的高速增长后，我国经济的结构性矛盾日益凸显，实现经济转型的关键在于中小企业的健康发展和科技创新的切实增强。但在传统的以银行为主导的金融体系下，普遍存在中小企业融资难的问题。但与此同时，我国社会存在着大量的富余资金，一直在寻找有效的投资对象。如何使之参与经济的转型和成长，日渐成为越来越紧迫的任务。发展资本市场，尤其是加快多层次资本市场建设，是化解投融资“两头难”问题，加快建设创新型国家与和谐社会的重要途径。

2. 健全多层次资本市场，是实现企业融资功能、服务实体经济有效途径。多层次资本市场要实现融资环节和交易环节并行，尤其注重发挥其融资功能，在当前经济下行趋势下，以及新常态下的供给侧改革背景下，资本市场发展的最终目的是要促进实体经济的发展，多层次资本市场体系的建设和完善尤其要着眼于为企业提供方便、快捷、安全的融资服务，为多样化的企业融资需求打造高效匹配平台，同时进一步提高服务质量，降低企业融资成本。

3. 健全多层次资本市场，为广大投资者提供多元化的投资渠道。多层次资本市场建设要着重调动民间资本积极性，为广大投资者提供多种类型的交易场所和金融产品，满足不同层次投资者的投资需求，同时要把保护投资者放在首要位置。尤其在股市异常波动之后，更要加大对投资者的保护力度，重塑市场信心。

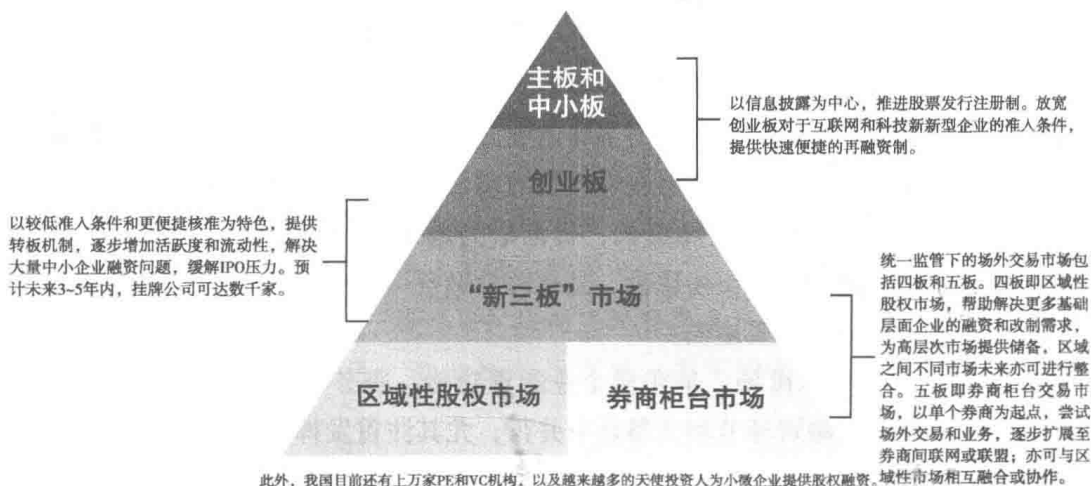
4. 健全多层次资本市场，要发挥多层次资本市场体系的金融创新功能。科学技术的高速发展对多层次资本市场建设影响巨大，互联网技术的运用使得多层次资本市场的金融创新功能进一步强化，要通过保障多层次资本市场体系内部不同层次市场交叉展业、同一层次市场充分竞争，来推动整个资本市场组织制度、管理制度、市场业务及金融工具的不断升级，为企业和广大投资者创造出多层次的投融资渠道。

三、推动多层次资本市场相关制度建设

要健全我国多层次资本市场体系，必须通过构建和完善相关配套制度来实现。

1. 借鉴国际三分法来构建我国正金字塔型的多层次资本市场体系。

传统意义上资本市场分层采两分法，即场外市场和场内市场，这种分类已不适应我国多层次资本市场发展的需要，我们要借鉴国际的三分法，来构建正金字塔型的资本市场。从顶层设计上要分为三层，第一层是沪深两大交易所，第二层非交易所市场是指新三板，第三层就是柜台交易场所，将区域性股权市场和券商柜台交易市场纳入其中，这样就形成了一个正金字塔型的多层次资本市场。（如下图）



2. 在三分法的基础上，通过市场化路径，加强每一个板块的内部分层。

内部分层要坚持市场化路径，不要政府过多干预，政府应该适时推进。交易所市场这一块本身又进一步分层，深圳交易所可分为主板、中小板和创业板，上海证券交易所可分为主板、战略新兴板和国际板。新三板也要进一步分层，以基础层为基准，进一步分出更低层级的市场。

3. 促进不同层次市场交叉展业、同一层次市场充分竞争。

为促进竞争，允许不同层次之间交叉展业。层次较高的市场允许向下兼容，可以从事层次较低市场的业务。同一层次之间，应该有多个市场机构充分竞争，以实现优胜劣汰。

4. 建立健全多层次资本市场的配套制度。

我国多层次资本市场要建立健全转板、发行、退市和投资者保护等配套制度。转板制度不仅指新三板挂牌企业升级转到沪深交易所上市，而且包括内部层次之间

的内部转板,例如基础层挂牌公司升级转板到创新层。发行应根据不同的板块实行不同的发行制度,在交易所市场推行以信息披露为主的发行制度,如注册制,在非交易场所新三板可以探索小额半公开的发行制度,四板、五板则实行与股权众筹相衔接的私募豁免或小额公开豁免等发行制度。退市制度要坚持法制化的路径,交易所市场坚持主动退市和强制退市并重的机制,新三板市场做好创新层到基础层的降级转板,以及从新三板实现的彻底退市,把创新层打造成中国的纳斯达克。对于投资者保护,基于流动性和投资风险的不同,建立不同的投资者适当性制度,建议在主板市场加大培育机构投资者,改变目前以散户为主的市场现状,新三板市场积极完善做市商制度,引入优质的机构投资者进入,结合市场分层制度建设,降低创新层的投资者准入门槛。

5. 夯实新三板的法律基础。新三板适用证券法的基本原则,但不适用现行《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)的大部分具体规定,但鉴于目前的理论准备不充分,这次在《证券法》修改中对新三板的特殊问题作出全面的规定有一定困难,我国应着手通过制定一部单行的证券法特别法——《全国股转系统监督管理法》,从而为新三板市场的相关制度运行提供上位法依据。

四、树立正确监管理念,完善多层次资本市场监管机制

推动多层次资本市场体系建设尤其要完善监管机制,要树立正确的监管理念和监管目标,解决好监管权分配和归属问题,特别是协调好中央与地方、中央各部门之间的监管关系。

1. 坚持市场化和法治化的监管理念,注重功能性监管。多层次资本市场的建设,需要体系化,就必须坚持法治化路径,实现立法的体系化,把纵向的多层次与横向的债权市场、资产证券化与衍生品市场均纳入法制化的轨道并在《证券法》修改中体现。市场分层是交易市场内在需求,能够使市场变得更加立体多元,吸引各类企业上市挂牌,进而增强市场自身活力,因此,应坚持市场化的路径发展市场,政府适时推动。如市场的内部分层及四板与五板的融合,均应坚持市场化路径。功能性监管不仅意味着按照资本市场的性质和功能来决定监管政策,也意味着监管的专业化技术要主导监管职责的划分。功能性监管以资本市场所具有的基本功能为依据确定相应的监管机构和监管规则,从而能有效地解决金融创新产品的监管归属问题,避免监管“真空”和多重监管现象的出现。此外,功能性监管还能够更有效地防范金融风险 and 促进金融创新。

2. 树立正确的监管目标,发挥多层次资本市场的功能。资本市场的重要功能是资源配置的功能,包括企业融资功能、市场定价功能和投资者投资及风险管理等

功能。多层次资本市场满足多元化的投融资需求，更好发挥资本市场在服务实体经济和经济结构调整中重要的资源配置作用。资本市场不应承载其不该承载之负，如为国有企业改革服务，为西部开放和扶贫等功能等。

3. 在中央统一监管的前提下，授予地方政府部分监管权限。当前监管体制不尽合理，中央监管部门和地方政府之间经常出现非良性的监管博弈，中央监管部门基于监管职责的考虑，因担心出现不可控风险，在制定监管政策时往往趋严甚至苛刻，而地方政府通常更希望利用地方行政权力为区域股权交易市场的发展提供宽松政策支持。理顺监管体制，合理分配中央监管部门和地方政府的监管权限，发挥中央监管的宏观引导和地方监管的微观辅助作用。例如在四板、五板监管上，目前市场已出现区域性股权市场与券商出现的融合，进一步依靠市场化机制的推动，以服务对象作为划分多层次划分标准，切忌一刀切方式管理四板市场，支持跨市场展业，鼓励四板与五板融合。与此同时，针对四板的证监会与地方政府双重监管出现的监管空白与重叠的现状，建议通过制度厘清两者关系，明确监管范围，四板的经营牌照、人员从业资质、统一的信息披露等基本规则纳入证券统一监管，而其设立、日常管理和内部治理则由地方政府和企业来决定。

证券市场穿透式监管的创新： 综合监管机制

——以前海人寿的跨界“监管穿透”案例为视角

王建平*

摘要：保监会“放开前端、管理后端”的监管思路，诱惑了我国证券市场“土豪、妖精、害人精、强盗、野蛮人”的出现，对资本市场险资主动的“监管穿透”第一步即协同监管，前海人寿被扶持与被打压的“监管穿透”具有一定的正当性，是被监管主体“穿透抵触”在综合监管合作博弈与非合作博弈缺失的背景下发生的。险资进入证券市场，要做“友好投资人”，需要“一行三会”等机构、投资者、上市公司和社会公众共同形成综合性监管模式，在合作监管、协同监管目标下，作出险资入市的综合监管型“穿透选择”：在证监会《部门权力方案》落实中，将我国《资本市场监管法》或《资本监管法》综合性监管机制立法，纳入国家立法规划，并进行文化自信的补课。

关键词：穿透监管 协同监管 综合机制 友好投资人 立法补救

2015年2月16日，中国保监会发出通知，按照“放开前端、管理后端”的监管思路，废除2007年开始执行的《万能保险精算规定》（简称《万能险规定》），取消万能险不超过2.5%的最低保证利率限制，将万能险产品利率市场化，改由保险公司自行决定的政策。于是，万能险产品这头猛虎出了笼子，姚振华等保险业界从业者响应号召，从实业挺进保险业，股灾时冲上火线成为接盘侠，保险资本成为众

* 王建平，四川大学法学院教授。

望所归的救市英雄，与王石大战若干回合，^{〔1〕}被斥责为资本市场上的“野蛮人”。^{〔2〕}

2015 年 7 月 8 日，中国保监会《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》（简称《险资监管通知》），放宽保险资金投资蓝筹股票监管比例，将投资单一蓝筹股票比例上限由 5% 调整为 10%，投资权益类资产可进一步增持蓝筹股票，不高于上季度末总资产的 40%，更是保险业“监管穿透”保险市场到了证券市场。2016 年全国两会期间，保监会项俊波表态说，险资举牌是二级市场普通的股票投资行为，国际上保险资金是重要的机构投资者，举牌越多我们证监会主席刘士余是比较高兴的。这种说法，似乎也是准确的。

从 2016 年 5 月开始，中国保监会就对万能险业务量较大，特别是中短存续期产品占比较高的前海人寿、恒大人寿等 9 家公司开展了万能险专项检查，陆续出台很多监管规则，试图弥补资金组织方面所存在的漏洞。2016 年 7 月 21 日，项俊波公开表态：“少数公司进入保险业后，以高风险方式做大业务规模，实现资产迅速膨胀，完全偏离保险保障的主业，蜕变成人皆侧目的‘暴发户’‘野蛮人’。”从鼓励险资进入证券市场到监管敲打，其“管理后端”的“监管穿透”思路是值得肯定的。但是，与 2016 年 1 月 5 日国务院办公厅印发的《国务院部门权力和责任清单编制试点方案》国办发〔2015〕92 号（2015 年 12 月 28 日成文，简称《部门权力方案》）要求相比，却距离甚为遥远。

一、资本市场险资的主动“积极穿透”——服务实体经济的监管理念被动回归型“监管穿透”

2017 年全国两会前夕，这个观察中国政策走向的重要窗口时间，2 月 24 日保监会对前海人寿及董事长姚振华开出 1 份行政处罚书，姚振华被撤销任职资格，并以禁止进入保险业 10 年，宝能系的姚振华猝然倒下。中国资本市场的分业监管，终于以“其兴也勃，其亡也忽”的“姚振华悲剧”^{〔3〕}验证了“监管穿透”的重要

〔1〕 中国保监会数据显示，2015 年万能险保费收入达到 7647 亿元，万能险保费占总保费比例从 2005 年的 6% 提升至 2015 年的 32%，保费增速达到 95.2%。截至 2016 年 11 月，万能险保费规模已经达到 1.1 万亿元，占人身险保费规模的 34.0%，占据 1/3 天下。

〔2〕 2011 年 10 月，项俊波执掌中国保监会。自 2012 年伊始，启动新一轮保险业市场化改革，在多个场合，项俊波反复声称：险资要促进资本市场的长期发展。后来的实践和整个资本市场的变化，似乎也证明了此言不虚。只是，在我国资本市场的监管方面，却一再证明分业监管的弊端明显，痼疾丛生，亟待从根本上改变监管模式。

〔3〕 前海人寿因编制提供虚假资料及违规投资非蓝筹股票、办理 T+0 结构性存款业务、认购管理人资质不符合监管要求的股权投资基金、未按规定披露基金管理人资质、部分项目公司借款未提供担保等违规运用保险资金行为，违反我国《保险法》规定，时任前海人寿董事长姚振华被撤销任职资格并禁入保险业 10 年；前海人寿合计被罚 80 万元，另外 6 人因违规利用保险资金的行为，合计被罚款 56 万元。