

*The Legal Boundary
of Securities Market*

证券市场 法律边界

虚假陈述 内幕交易 操纵市场

赵曾海 门美子 陈闻涛 著



法律出版社 | LAW PRESS

*The Legal Boundary
of Securities Market*

证券市场 法律边界

赵曾海 门美子 陈闻涛 著



法律出版社 | LAW PRESS

图书在版编目(CIP)数据

禁区:证券市场法律边界/赵曾海,门美子,陈闻涛著. —北京:法律出版社,2016.11
ISBN 978-7-5197-0079-9

I. ①禁… II. ①赵…②门…③陈… III. ①证券法—研究—中国 IV. ①D922.287.4

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第237487号

禁区:证券市场法律边界
赵曾海 门美子 陈闻涛 著

编辑统筹 法律应用出版分社
策划编辑 李 群
责任编辑 李 群 李 璐
装帧设计 马 帅

© 法律出版社·中国

出版 法律出版社
总发行 中国法律图书有限公司
经销 新华书店
印刷 北京嘉恒彩色印刷有限责任公司
责任印制 胡晓雅

开本 710毫米×1000毫米 1/16
印张 16.75
字数 206千
版本 2016年11月第1版
印次 2016年11月第1次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

电子邮件/info@lawpress.com.cn

网址/www.lawpress.com.cn

销售热线/010-63939792/9779

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里7号(100073)

全国各地中法图分、子公司电话:

第一法律书店/010-63939781/9782

重庆公司/023-65382816/2908

北京分公司/010-62534456

西安分公司/029-85388843

上海公司/021-62071010/1636

深圳公司/0755-83072995

书号:ISBN 978-7-5197-0079-9

定价:45.00元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

我国资本市场的建立与发展虽然是近二十多年的事情，但却俨然走过了西方百年历程。在惊喜于高速发展的同时，我们也不应忘怀历史给予的警醒，毕竟在全世界范围内证券市场百年风云间，曾有过那些不太光彩的日子。华尔街曾被冠以“操纵横行、赌博成风”的藏污纳垢之所；各种真假难辨的“小道消息”肆意传播，掌握内幕者暗渡陈仓、疯狂攫取财富，而普通投资人进行交易又有如雾里看花。证券市场乱象丛生，影响交投活跃的正常秩序自不待言，更遑论对实体经济的支撑和保障了。然而，纵观过往不难发现，采取“见不得光”的手段取得的短暂繁荣，最终必将走向萧条甚至崩溃，市场必须重归理性、规范之路。

历史在逶迤地向前延伸。美国在“大萧条”时期过后，痛定思痛，市场逐渐重回正确的道路。原因固然多种多样，但不可否认，存在一套成熟、完整的法律制度，确立清晰的行为准则并且逐步培育起民众的法治观念是至关重要的。包括1933年《证券法》和1934年《证券交易法》在内的，美国联邦证券法体系中的主要几部法律规范正是产生于那个时期，并从此对美国乃至全世界产生了深远影响。事实证明，在航行的“迷途”之中将法治作为“导航”，无疑是正确的，对此当今中国也应有所借鉴。

过去十多年，是中国证券市场飞跃式发展的时期，上市公司数量、

股票成交金额急剧攀升，越来越多的企业和投资者投身于股市大潮当中。过去十多年，同样是中国证券法律体系日臻完善的时期，证券违法行为认定和责任追究规范渐成浩荡之势。然而，即便如此，证券市场违法、违规现象依旧严峻。有些曾经让人艳美的辉煌业绩转眼之间成为历史，有些曾经令投资者竞相追捧的优质企业已成谈之色变的对象，这般景象不禁让人唏嘘！

毋庸讳言，证券市场是以经济利益作为追求目标的，不少市场参与者热衷于投资艺术的揣摩，更有才华横溢者探寻到了提升收益的成功之路。然而必须认识到，证券市场天然的逐利性的另一面是其容易让人陷入欲罢不能的利益追逐偏执之中，甚至在巨大的利益诱惑之下，抛“底线”于脑后，擅闯法律“禁区”。然而，一旦如此，那些夜以继日为增长财富而付出的不懈努力，就将瞬间土崩瓦解、功亏一篑。古罗马诗人贺拉斯曾有诗句云：“现在已然衰朽者，将来可能重放异彩，现在备受青睐者，将来却可能黯然失色。”此语用于形容瞬息万变的证券市场恰到好处。在证券市场中，财富上的成败流转可能具有短暂性，然而因不慎触碰法律底线而遭遇的法律风险和承担的法律风险，则可能成为影响市场参与者终身而具有“盖棺定论”意义的大败局。因此，比起配置资本，规划好自己的行为操守显得更加重要。

令人欣慰的是，本书的作者显然目光敏锐地发现了上述问题，本书也将成为市场参与者合规自省和规制行为的有益参考。这里的参与者不仅包括了证券行业的从业者，如上市公司的董监高、证券公司的专业人士等，同时也包括了普通的投资者。本书系统介绍了实践中主要的证券市场违法违规行为，不仅明晰了行为规范框架，也为市场主体提示了倘若不慎触犯法律，将要面临的法律后果和要经历的法律程序，以及投资者遭遇违法侵害如何最大限度地维护权益，寻求救济之法。作为法律人，深知案例学习的重要性，并将案例学习作为理论学习深入之法。本书亦总结了大量真实案例，通过对案例开展分析研判，鲜活地向读者展

示了法律规范的实然层面，具有极强的实用性。

无论从证券行业而言，还是在法律视角来看，本书都无疑是一本倾力之作，也将成为上市公司高管、证券从业人员和投资人士的案头必备之本。相信各位读者能够开卷有益，在我国愈加成熟、规范的证券市场中立于不败之地！

中华全国律师协会会长



2016 年 10 月

2015年新的日成交量记录的诞生似乎宣示着证券市场的高度繁荣，而在这一年与经济相生相伴的法治建设亦有了长足发展和突出业绩：《证券法》进入新的修改程序，更加成熟、规范的证券市场正向我们走来。2015年同样令人印象深刻的还有一些著名的企业、机构和“风云人物”、“资本大佬”，因无视法律或触犯法律而“翻车”。曾经万人敬仰的成功人士如今沦为阶下囚徒，曾经眼花缭乱的资本运作神话如今泡沫尽碎，令人咋舌，让人扼腕。个中缘由，沉痛教训，引人深思，予人警醒。党的十八届四中全会做出的《中共中央关于全面推进依法治国若干重大问题的决定》指出：“社会主义市场经济本质上是法治经济”，由此市场经济中的证券市场也必须走法治道路。

前车之鉴，务当引以为戒。前已有人玩火自焚，后来者就不该再涉法律的雷区。在依法治国的今天，成功的企业家、高管人员和证券市场的其他参与者，要想在市场大潮中运筹帷幄，决胜千里，仅有敏锐的市场意识、丰富的经济知识和科学的决策能力尚不足够，既然是走法治道路，基本的法律素养就不可或缺！

笔者撰写本书，固然是出于自己长期研究证券市场法律规范的偏好，同时也是受到近年来愈发频繁、影响力愈发深远的诸多案件的触动，更是希望在法治道路上能够伴各位证券市场参与者左右，成为各位提升法律素养的重要参谋。笔者希望借由本书，帮助读者明确行动操

守，助力合规自省，合法规制行为，有效防范和控制法律风险，也希望本书能够帮助那些因违法违规行而遭受损失的投资者寻求到权利救济之法，最终实现促进整个证券市场的健康、有序、规范发展的宏大愿景。

循此心路，本书首先通过带领读者回顾近年来证券市场的重大案件或事件，明确证券市场违法行为的重大后果，强调证券市场行为边界的重要性。其后，本书用三个章节分别介绍了证券市场最为常见的三种违法行为，即虚假陈述、内幕交易和操纵市场，这部分采取了理论阐释与案例分析相结合的写作方法，让读者能够通过鲜活的现实案例了解违法行为的现实状态以及法律规制的实践做法。本书的最后一章系统介绍了证券市场违法违规行为责任追究与权利救济、损害赔偿的基本程序，即行政处罚程序、刑事诉讼程序和民事诉讼程序，最后还特别明确了律师在上述程序中能够为当事人提供的法律服务。

倘若本书能够为证券市场的各位参与者提供一些帮助，成为诸君案头枕边之物，乃是笔者的荣幸；如能对规范整个证券市场提供某些价值，则更是大幸！同时，由于本书涉及法律、法规众多，理论亦纷繁复杂，故书中的观点难免存在疏漏或可商榷，欢迎读者诸君赐教、雅正。

感谢为本书创作给予帮助的朋友们！

CHAPTER 1 “底线”就在身边：证券市场违法违规行为	1
◆ 从大繁荣到大败局：股市大潮不能碰触的“底线”	1
◆ 上亿元重罚与强行退市——上市公司可能遭遇的生死危机	3
◆ “大佬们”的倒下——董监高的个人风险	13
CHAPTER 2 证券法律禁区之一：内幕交易	21
◆ 内幕交易的行为主体	21
◆ 内幕交易的具体行为表现	44
◆ 内幕交易的法律后果	76
CHAPTER 3 证券法律禁区之二：操纵证券市场	85
◆ 将股票玩弄于股掌之间——操纵市场的行为主体	86
◆ 人为扭曲的股市——操纵市场的具体表现	92
◆ 操纵市场的法律后果	130
CHAPTER 4 证券法律禁区之三：虚假陈述	139
◆ 什么信息需要披露	139
◆ 什么是虚假陈述	154
◆ 虚假披露的法律后果	173

CHAPTER 5 证券市场违法行为的责任承担与损害赔偿程序	181
◆ 证券违法的行政处罚程序	181
◆ 涉嫌证券刑事犯罪的诉讼程序	204
◆ 证券违法的民事诉讼法律程序	228
◆ 证券违法责任承担程序中的律师作用	251
 附录 本书涉及的证券类法律、法规、规范性文件	 256

“底线”就在身边：证券市场违法违规行为

◆从大繁荣到大败局：股市大潮不能碰触的“底线”

2015年注定是要被股民记住的一年，也是必将载入史册的一年。从牛市起步到“疯牛”漫天，从千股涨停到千股跌停，都发生在这一年。2015年4月20日，中国A股一天的成交金额达到了“万亿天文数字”，上交所在收盘后发布公告称，当日沪市成交金额为11,476亿元，深交所成交6550亿元，两市合计成交达到18,026亿元。在这“里程碑式的巨量成交”过后，接下来的半个月，沪深两市合计成交超两万亿元的情形，竟成家常便饭。^{〔1〕}一时间，不管是老股民，还是股市菜鸟，都共同见证了这个大繁荣时期，甚至似乎每个人把钱投到股市，都能轻松赚个盆满钵满欣然离场。然而，“股灾”的来临竟也是一瞬间的事。大面积的股票狂跌，以致最后动辄千股跌停，很多上市公司祭出“停牌”绝招，大量股民不计成本地抛售股票，投资者的信心严重受挫，“国家队”仓皇救市。

然而，这还不是全部。接下来监管层的强势出场又一次震动了市

〔1〕《2015年做个陈述总结，这一年我们经历着》，载《北京晨报》2015年12月28日，
<http://www.zhicheng.com/n/20151228/44496.html>。

场。曾经作为“救市主力”的中信证券，先后多达 11 位高管接受调查；^{〔2〕} 私募一哥——泽熙投资管理有限公司法定代表人、总经理徐翔因涉嫌犯罪被公安机关采取强制措施；甚至证监会内部也出现了违法、违纪接受组织调查的情况。^{〔3〕} “股灾”的发生，原因固然是复杂的，但监管部门希望通过抓住股市中的“坏人”，震慑违法行为，整顿市场秩序，恢复投资者信心，重新激发市场活力的决心，却同样是显而易见的。

从证监会发布的统计数据来看，“2015 年 1~12 月，证监会系统共受理违法违规有效线索 723 件，较上年增长明显，新增立案案件共计 345 件，同比增长 68%；新增涉外案件 139 起，同比增长 28%；办结立案案件 334 件，同比增长 54%。累计对 288 名涉嫌当事人采取限制出境措施。冻结涉案资金共计 37.51 亿元，金额为历年之最。向公安机关移送案件 55 件，通报犯罪线索 50 余起。移交处罚审理案件 273 件，对 767 个机构和个人作出行政处罚决定或行政处罚事先告知，同比增长超过 100%，涉及罚没款金额 54 亿余元，超过此前十年罚没款总和的 1.5 倍。案件查处数量持续攀升，查处周期大幅缩短，罚没力度明显增长，震慑效应明显。”^{〔4〕} 上述统计中的任何一项数据，与此前数据相比，都有了明显上升和增长，有些数据更是呈现量级增长趋势，由此可见，2015 年的证券违法形势依然严峻，而监管再度收紧也是不争的事实。

无论股市经历了多大的繁荣与狂喜，也无论投资人多么运筹帷幄、决胜千里，法律永远是投资者和操盘人不能碰触的底线，也只有始终不越雷池地在法律的范围内行动，才能保证悬在每个人头上的达摩克利斯之剑不会落下。

〔2〕《中信证券被证监会立案，已有 11 名高管接受调查》，载《证券日报》2015 年 11 月 27 日，<http://money.163.com/15/1127/07/B9DMDK2N00253B0H.html>。

〔3〕《姚刚落马：证监会救世三人组两人落马一人退休》，载《北京青年报》2015 年 11 月 22 日，http://www.jwb.com.cn/gn/201511/t20151122_4573548.html。

〔4〕《2015 年度中国证监会稽查执法情况通报》，载中国证监会网站，2016 年 1 月 5 日。

◆上亿元重罚与强行退市——上市公司可能遭遇的生死危机

2015年9月18日，证监会新闻发言人邓舸宣布，证监会拟对青岛某公司进行7.3亿元的罚没，^{〔5〕}由此该罚单成为证监会史上“最重罚单”。此前，光大证券因“乌龙指”事件也被证监会认定为“ETF和股指期货两项内幕交易”，合计罚没5.2亿元^{〔6〕}。从前述官方统计数字看，2015年涉及罚没款金额54亿余元，超过此前十年罚没款总和的1.5倍^{〔7〕}。当然，比起天价罚款而言，直接被强制退市是上市公司遭遇的更大的生死危机。

2016年3月21日，中国股市出现了因违法信披而遭强制退市的第一股。2016年3月21日晚间，上交所发布消息，终止珠海市博元投资股份有限公司（*ST博元，以下简称博元投资）股票上市。博元退市源于2015年3月26日博元投资因涉嫌违规披露、不披露重要信息以及变造金融票证，被中国证监会移交公安机关。2015年5月28日，博元投资被暂停上市，而后未恢复上市。根据《上海证券交易所股票上市规则》（以下简称《股票上市规则》）的有关规定，自2016年3月29日起，博元投资股票进入退市整理期。上交所在退市整理期届满后5个交易日内，对公司股票予以摘牌，公司股票终止上市。摘牌后，博元投资股票可在全国中小企业股份转让系统（俗称新三板）挂牌转让。

〔5〕 证监会2015年9月18日新闻发布会，载中国证监会网站。

〔6〕 中国证监会行政处罚决定书〔2013〕59号。

〔7〕 《2015年度中国证监会稽查执法情况通报》，载中国证监会网站，2016年1月5日。

案例 1-1 | 博元投资公布的《股票存在被终止上市风险的提示公告》^{〔8〕}

〔立案调查概况〕

珠海市博元投资股份有限公司（以下简称公司或本公司）于 2014 年 6 月 18 日收到中国证监会《调查通知书》（编号：14067 号）。因公司涉嫌信息披露违法违规行为，根据《中华人民共和国证券法》的有关规定，中国证券监督管理委员会决定对公司进行立案调查。上述情况本公司已于 2014 年 6 月 19 日在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》和上海证券交易所网站披露了《关于中国证监会立案调查的公告》（公告编号：14-033）。

公司于 2014 年 12 月 8 日收到中国证监会广东监管局《关于对珠海市博元投资股份有限公司采取责令公开说明措施的决定》（〔2014〕38 号），相关情况请参阅公司于 2014 年 12 月 9 日在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》和上海证券交易所网站披露的《关于收到行政监管措施决定书的公告》（公告编号：14-063）。

公司于 2015 年 3 月 27 日收到了上海证券交易所发来的《关于通报珠海市博元投资股份有限公司涉嫌信息披露违法违规案被中国证监会移送公安机关的函》（上证公函〔2015〕0262 号），相关情况请参阅公司于 2015 年 3 月 28 日在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《证券日报》和上海证券交易所网站披露的《关于公司因涉嫌信息披露违法违规案被中国证监会移送公安机关的公告》（公告编号：15-038）。

〔公司股票暂停上市〕

公司因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被中国证监会依法移送公安机关，触及上海证券交易所《股票上市规则》第 13.2.1 条第（九）

〔8〕《珠海市博元投资股份有限公司股票存在被终止上市风险的提示公告》，载《证券时报》2016 年 2 月 5 日，<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-02-05/doc-ixpfhzn5669208.shtml>。

项规定的股票应予实施退市风险警示的情形，公司 A 股股票已于 2015 年 3 月 31 日被实施“退市风险警示”特别处理，并于 2015 年 5 月 14 日在风险警示板交易满三十个交易日。

2015 年 5 月 25 日，公司接到上海证券交易所自律监管决定书《关于对珠海市博元投资股份有限公司股票实施暂停上市的决定》（[2015] 216 号）。公司因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪和伪造、变造金融票证罪，被中国证监会依法移送公安机关。根据上海证券交易所《股票上市规则》第 14.1.1 条、第 14.1.6 条和第 14.1.7 条的规定，上海证券交易所决定自 2015 年 5 月 28 日起暂停公司股票上市。

[公司股票恢复上市的条件]

公司恢复上市须满足上海证券交易所《股票上市规则》（2014 年修订）第 14.2.7 条要求的条件，主要包括已全面纠正重大违法行为，已撤换与重大信息披露违法行为有关的责任人员，已对相关民事赔偿承担做出妥善安排，且不存在规则规定的暂停上市或者终止上市情形等。

[股票可能被终止上市的风险提示]

公司因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被中国证监会依法移送公安机关，触及上海证券交易所《股票上市规则》第 13.2.1 条第（九）项规定的股票应予实施退市风险警示的情形。公司股票已自 2015 年 5 月 28 日起暂停上市，公司股票被暂停上市后，如未能在中国证监会作出移送公安机关决定之日（2015 年 3 月 26 日）起的 12 个月内恢复上市，或者在此期间被人民法院作出生效有罪判决，公司股票将被上海证券交易所终止上市。

本公司将按照上海证券交易所《股票上市规则（2014 年修订）》第 11.12.6 条的要求，每月至少披露一次公司股票可能被终止上市的风险提示公告。请投资者充分关注前述公司被立案调查事项和相关进展，以及公司股票因此可能被终止上市的风险。

博元投资被强制退市的依据是2014年证监会下发的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》（以下简称《退市意见》），以及上交所根据《退市意见》配套修改的《股票上市规则》。《退市意见》规定了“对实施重大违法公司强制退市制度”，这里的“重大违法”主要包括两类行为，即欺诈发行和重大信息披露违法，而这也是上市公司易于出现的两类证券违法行为。

根据证监会的调查，博元投资的违法行为十分严重。从目的上看，公司为掩盖股改业绩承诺资金未真实履行到位的事实，伪造银行承兑汇票，导致其2011年年报虚增银行存款、股东权益3.8亿余元；从手段上看，公司2011年至2014年多次伪造银行承兑汇票，并虚构票据贴现、置换交易，且多次使用虚假银行进账单和虚假银行承兑汇票入账；从金额上看，2011年至2014年，公司在其相关定期报告中虚增资产、负债、收入和利润，金额巨大；从后果上看，公司2010年年报披露的净资产为-3.62亿元，追溯调整后，2010年至2013年连续4个会计年度净资产均为负值。上述违法事实已由中国证监会通过新闻发布会方式对外公布，公司也因上述违法事实被依法移送公安机关。^{〔9〕}

从上述博元投资的公告可以发现，博元投资最终退市存在三个阶段：第一阶段，*ST博元经行政立案调查被依法移送公安机关。2014年6月17日，中国证监会对*ST博元涉嫌信息披露违规行为进行立案调查；2015年3月26日，公司因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪和伪造、变造金融票证罪，被中国证监会依法移送公安机关；一天之后，中国证监会通报了这一情况。第二阶段，*ST博元股票被暂停上市。博元股票于2015年3月31日被实施退市风险警示，并在风险警示板交易30个交易日，同年5月25日，上交所依据《退市意见》和《股票上

〔9〕《上交所就*ST博元股票终止上市答记者问》，载上海证券交易所网站，2016年3月21日，http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20160321_4061516.shtml。

市规则》相关规定，决定公司股票暂停上市。第三阶段，上交所对 *ST 博元股票作出终止上市决定。根据中国证监会的相关工作部署和要求，2016 年 3 月 21 日，上交所召开上市委员会审核会议，七名参会人员均为所外法律、会计等领域资深人士。参会委员经审议后，一致表决同意 *ST 博元股票终止上市。同日，根据上市委员会的审核意见，上交所作出了 *ST 博元股票终止上市的决定，并对外公告。^[10]

《退市意见》对于因违法而暂停上市的规定如下：其一，上市公司因首次公开发行股票申请或者披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使不符合发行条件的发行人骗取了发行核准，或者对新股发行定价产生了实质性影响，受到证监会行政处罚，或者因涉嫌欺诈发行罪被依法移送公安机关的，证券交易所应当依法作出暂停其股票上市交易的决定；其二，上市公司因信息披露文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，受到证监会行政处罚，并且因违法行为性质恶劣、情节严重、市场影响重大，在行政处罚决定书中被认定构成重大违法行为，或者因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪被依法移送公安机关的，证券交易所应当依法作出暂停其股票上市交易的决定。^[11]

交易所规则与上述《退市意见》保持了一致的做法，并且在程序和期限方面进行了进一步细化。以《上海证券交易所股票上市规则（2014 年修订）》（以下简称《上证上市规则（2014）》）为例。首先，在出现特定情况下，交易所对其股票实施退市风险警示，即在股票名称前加注“*ST”标志，以区分其他股票，这就意味着该只股票进入退市程序。其中涉及证券行为违法的情形，规定在《上证上市规则（2014）》第 13.2.1 条中，包括：第（五）项，因财务会计报告存在重

[10] 《上交所就 *ST 博元股票终止上市答记者问》，载上海证券交易所网站，2016 年 3 月 21 日，http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20160321_4061516.shtml。

[11] 《退市意见》第 5 条、第 6 条。