

The image features a white background with a spiral binding at the top. A large, solid black triangle points upwards from the bottom edge, occupying the central portion of the frame. The text "年度法制报告" is centered within this triangle.

年度法制报告

2010 年中国证券市场 法制研究报告

胡改蓉* 任 品

2010 年,新中国资本市场迎来诞生 20 周年。20 年间股票市值由最初的 23.82 亿元增至目前的 26.43 万亿元,跃居全球第三;上市公司从 13 家增至目前的 2 026 家,股市累计融资约 6 万亿元。^①2010 年的中国股市继续演绎了大国资本之路:IPO 募资位居世界第一,总市值第二;股指期货、融资融券相继推出;创业板初具规模。2010 年我国证券市场的法制建设也得以加速发展,陆续出台的相关规定进一步完善了上市公司治理规则、证券公司监管制度、证券发行和交易机制等,监管部门亦完善了行政执法体制,加大了对内幕交易违法行为的打击力度,与此同时,司法部门相关解释的出台、典型案例的审理也进一步净化了资本市场的环境,这些都为我国证券市场的稳步发展提供了制度支持。但与此同时,事关证券市场健康发展的主要制度仍有进一步完善的空间,如上市公司社会责任的加强、创业板退市机制的构建等等。

一、2010 年中国证券市场法制概况

2010 年中国证券市场的法制建设以部门规章、司法制度、自律性规范为主要渊源,对上市公司、证券公司等市场主体以及发行行为、交易行为等市场活动进行了规范。

在部门规章层面,中国证监会出台了《中国证券监督管理委员会行政复议办法》、《证券期货业反洗钱工作实施办法》、《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》3 件部门规章;同时,对已不具备法律效力的行政规章进行了清理,废止和自行失效的规章 25 件,明令废止的规章 4 件,共计 29 件。^②此外,证监会、公安部、监察部、国资委、预防腐败局等部门联合出台的《关于依法打击和防控资本市场内幕交易的意见》也于 11 月获国务院同意,专门就依法打击和防控内幕交易工作进行了安排和部署。

在司法制度层面,最高人民法院于 2010 年年末公布施行了《关于审理非法集资刑

* 胡改蓉:法学博士,华东政法大学经济法学院讲师。

① 参见《2010 年证券市场十大新闻》,载《证券时报》2010 年 12 月 27 日。

② 数据来源:《中国证监会 2010 年监管信息公开年度报告》,载中国证券监督管理委员会网站,2010 年 4 月 3 日访问;中国证券监督管理委员会公告〔2010〕36 号《关于废止部分证券期货规章的决定(第十批)》。

事案件具体应用法律若干问题的解释》，其中对非法发行、经营证券的行为进行了严厉规范。此外，最高人民检察院、公安部于2010年5月联合印发了《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》，对操纵证券期货市场、内幕交易、违规披露重要信息的立案追诉标准作出了明确界定。

在自律规则层面，中国证券业协会发布了《证券公司信息隔离墙制度指引》、《证券投资基金销售人员从业资质管理规则》等8项自律性规范；上海证券交易所、深圳证券交易所则分别发布了《上海证券交易所证券发行业务指引》、《深圳证券交易所中小企业板保荐工作指引(2010年修订)》等38项(其中上交所21项、深交所17项)业务规则。^①此外，中国金融期货交易所也发布了《中国金融期货交易所交易规则(修改)》、《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》、《沪深300股指期货合约》、《期货异常交易监控指引(试行)》等相关规则，构建了我国金融期货业发展的基本制度框架。

虽然2010年的证券市场法制建设有着长足发展，但仍有诸多制度亟待建立或完善，主要体现在以下几个方面：

首先，应加快推进《证券投资基金法》的修订。其中，将私募基金纳入并对其进行适度监管、丰富基金的组织形式、放宽对基金运作的限制、科学设置对基金从业人员的管理机制应成为制度设计的重点。

其次，逐步构建完善的场外交易市场法制体系。对于场外交易市场，如何在放松准入和严格监管间找到平衡点，进而构建出适合其特性的交易机制、信息披露机制、转板机制，是该法制体系构建的关键和难点。

再次，尽快推出创业板退市制度的细则。退市制度是保证证券市场高效、有序运行，实现健康可持续发展的基础性制度安排。对于创业板退市机制诸多学者和实务界人士都提出了直接退市、快速退市的观点，但是，具体的操作规范仍然缺失，使得该制度仍存在于理念层面，尽快制定相关细则是创业板制度建设不可或缺的重要组成部分。

最后，深化对国际板制度的研究。国际板的推出可以满足国内机构资产配置与居民理财的需求，为部分存量与增量资本找到一个新的投资渠道。尽快研究、制定有关国际板的上市、交易等业务规则，并对国际板上市公司的信息披露、持续监管、跨境执法、退市和投资者保护制度等重大问题进行深入研究，成为建立国际资本市场的重要问题。^②

二、上市公司相关制度的发展

2010年，中国证监会及相关政府部门、沪深交易所都发布了诸多部门规章和自治性规则，以规范上市公司发展，前者如《企业内部控制基本规范》，后者如上海证券交易所发布的《上市公司控股股东、实际控制人行为指引》、深圳证券交易所发布的《主板上

^① 数据来源分别为北大法律信息网、上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站，2011年5月31日访问。

^② 目前，也有学者对我国当前是否适合推出国际板提出了不同看法。这也恰恰说明了对该问题进行深度研究之必要。参见胡海峰：《我国目前推出国际板时机不成熟》，载《中国社会科学报》第124期。

市公司规范运作指引》、《中小企业板上市公司规范运作指引》、《关于进一步规范创业板上市公司董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票行为的通知》以及《上市公司股东大会网络投票实施细则(2010年修订)》等等。本文主要就中国证监会及相关政府部门发布的部门规章予以重点分析,同时,就有关制度的进一步完善提出相关建议。

(一) 内部控制制度的细化

2008年财政部、证监会、审计署、银监会及保监会联合发布《企业内部控制基本规范》(以下简称《基本规范》),被称为中国的“萨班斯法案”。但是,由于《基本规范》只提出了要求,并未就如何具体实施作出指引,尤其是企业的自我评价标准和审计师的审计标准没有对应出台,因而操作性受到诸多限制。经过22个月的调研论证,五部委终于在2010年发布了《企业内部控制配套指引》(以下简称《配套指引》)。该《配套指引》包括《企业内部控制应用指引》、《企业内部控制评价指引》以及《企业内部控制审计指引》。为确保上述制度的实施,五部委制定了明确的时间表:自2011年1月1日起首先在境内外同时上市的公司施行,自2012年1月1日起扩大到在沪深证券交易所主板上市的公司施行;在此基础上,择机在中小板和创业板上市公司施行,同时,鼓励非上市大中型企业提前执行。《配套指引》连同此前发布的《基本规范》,标志着我国企业内部控制规范体系基本建成,这对于全面提升上市公司和非上市大中型企业的经营管理水平有明显的积极效应,也是我国应对国际金融危机的重要制度安排。

依据上述规定,执行企业内控规范体系的企业,必须对本企业内部控制的有效性进行自我评价,制作自我评价报告并予以披露;同时聘请具有证券期货业务资格的会计师事务所对其财务报告内部控制的有效性进行审计,出具审计报告;注册会计师在内控审计过程中若发现重大缺陷,应当提示投资者、债权人和其他利益相关者关注。此外,政府监管部门也将对相关企业执行内部控制规范体系的情况进行监督检查。

为使上述内部控制制度能够更好地实施,在实践中,还需从以下两个方面加强制度建设:(1)明确董事会、监事会及各级管理层在内部控制中的责任,规范审计委员会以及内部审计职能的独立性;(2)要求企业根据自身业务的特性,从战略、运营、财务、资产安全及法律合规等角度出发,分别制定企业最关注的具体指标,制定内部控制评价的具体标准。

(二) 并购重组制度的完善

2010年,中国证监会下发了一系列文件,对并购重组中的细节问题进行了规定,其中主要涉及并购重组中的反垄断审查、文化产业的准入、不得滥用信息披露豁免制度等。

为与《反垄断法》的规定相协调,中国证监会规定,在对上市公司收购、重大资产重组、吸收合并等事项的审核过程中,申请人及相关专业机构负有如下义务:申请人应当在申报材料中说明其经营者集中行为是否达到国务院规定的申报标准并提供有关依据;若达到申报标准,申请人应提供国务院反垄断执法机构作出的不实施进一步审查的决定或对经营者集中不予禁止的决定,否则不得实施相关并购重组行为;申请人聘请的财务顾问应就相关经营者集中行为是否达到国务院规定的申报标准、是否符合有关法

律规定等进行核查,并发表专业意见;法律顾问应就相关经营者集中行为是否符合《反垄断法》有关规定、是否已由有权部门审查批准、是否存在法律障碍等问题发表明确意见。如果是外国投资者实施的并购重组,涉及国家安全的,还须提供国家安全审查的相关文件及行政决定,并由财务顾问、法律顾问发表专业意见。

除上述与《反垄断法》相衔接的内容外,针对上市公司重组中可能产生的文化产业准入问题,中国证监会依据文化产业具体领域不同,就公有资本与非公有资本进行了明确区分,尤其是对非公有资本可以进入的领域、可以参股但不可控股的领域、不能进入的领域进行了详细规定。此外,为规范军工企业涉密军品信息豁免披露行为,中国证监会明确规定,上市公司拟收购、重组军工企业、军品业务及相关资产的,交易方案应当经国防科工局批准;上市公司资产重组和股份权益变动等事项,信息披露义务人认为信息披露涉及军品秘密需要豁免披露的,应经国防科工局批准,以防该豁免制度被滥用,侵害投资者利益。

上述规定对于上市公司并购重组的制度完善极为重要,但除此之外,如下问题也需要进一步关注:(1)重组定价机制的市场化问题。实践中,“股份支付式重组”的“市价约束过度”与“破产重整后重组”的“市价约束不足”现象并存;^①(2)停牌时间过长引发的风险问题;(3)信息披露前后反复引起的相关股价异动问题;(4)重组中标的资产质量和标的公司质量波动引起的资产价值前后不符问题;(5)内幕交易问题。^②对上述各问题,应从规范分阶段信息披露制度、强化股价异动监管、加强二级市场交易的实时监控、建立并购重组监管与市场交易监管的联动机制、确立并购重组“基准日”等多角度进行制度完善。^③

(三) 社会责任制度的亟待加强

2010年7月福建省环境保护厅下发行政处罚决定书称,2010年7月3日和7月16日,紫金矿业下属紫金山金铜矿铜矿湿法厂先后两次发生含铜酸性溶液渗漏,造成汀江重大水污染事故,直接经济损失为3187万元,决定对紫金山金铜矿罚款约956万元人民币,并责令采取治理措施以消除污染。该事件的出现对所有上市公司起到了警示性作用,但同时也折射出我国当前有关上市公司社会责任的法律法规仍需不断完善,同时执法力度也需不断加强。

我国《公司法》第5条就明确规定,公司从事经营活动,必须遵守法律、行政法规,遵守社会公德、商业道德,诚实守信,接受政府和社会公众的监督,承担社会责任。中国证监会发布的《上市公司治理准则》也明确要求,上市公司在保持公司持续发展、实现股东利益最大化的同时,应关注所在社区的福利、环境保护、公益事业等问题,重视公司的社会责任。此外,沪深交易所还分别发布了《关于加强上市公司社会责任承担工作的通知》、《上市公司社会责任指引》等自律性规定,以引导各上市公司积极履行社会责任。而中国证监会为推进社会责任理念在上市公司中的实施,也鼓励上市公司在披露年报

① 参见郭成林、衡道庆:《推进定价机制市场化或成改革重要一环》,载《上海证券报》2010年8月13日。

② 参见李域:《内幕交易居首 并购重组存六大问题》,载《21世纪经济报道》2010年8月5日。

③ 参见桂衍民:《监管部门将强化重组信息分阶段披露》,载《证券时报》2010年9月15日。

的同时披露年度社会责任报告,具体内容包括公司在促进社会可持续发展、促进环境及生态可持续发展、促进经济可持续发展方面所做的工作等。

但是,从实践效果来看,上市公司履行社会责任的状况并不乐观。就制度层面而言,主要原因如下:

其一,我国现行有关企业社会责任的立法,主要分散在企业法、产品质量法、消费者权益保护法、劳动法、环境保护法等诸多法律法规中,很多规范过于原则化,缺乏可操作性和强制执行力。为此,法律必须明确企业社会责任的具体内容以及违反其规定的法律后果,否则无法起到指引、评价、威慑的作用。

其二,有关社会责任报告的披露制度仍需改善。目前,各上市公司社会责任报告的质量参差不齐,有些公司披露内容不完整、不真实,不少公司存在报喜不报忧的选择性披露情况,容易误导投资者、顾客等利益相关群体。

其三,专业性机构的社会评价机制有待建立。目前,社会责任报告主要是上市公司自我评价,主观性较强,为此,监管部门应培育更多的专业性社会责任评价机构,形成公认的标准,为社会提供客观的社会责任评估体系和评估成果。

其四,执法和处罚力度应加强。以“紫金矿业案”为例,事件发生后,近千万的罚款竟然未能阻止投资者对紫金股票的追捧,股票在二级市场上涨停不断,其主要原因之一就是“罚单”太轻,所谓“天价罚单”并非真正的“天价”,罚款尚不足其净利润的3%。根据紫金矿业发布的《关于受到福建省环境保护厅行政处罚的公告》,福建调查组认定紫金矿业发生的重大水污染事件所造成的直接经济损失为3187.71万元,对其956.31万元的罚单与紫金矿业“污染门”事件所造成的恶劣后果明显不符。作为对比,此前在美国墨西哥湾造成“重大突发环境事件”的世界石油巨头英国石油公司(BP)宣布,正在商讨出售总值约120亿美元的资产给美国阿帕奇石油公司,以弥补因墨西哥湾漏油事件造成的损失,同时,美国政府也要求BP出资200亿美元建立赔偿基金。^①可见,我国对企业违反社会责任的行为处罚过轻,这也成为上市公司履行社会责任效果差强人意的主要原因之一。

其五,应积极推动上市公司社会责任投资。中国证监会作为监管者可向上市公司提出社会责任投资的要求,应制定具体规则并将其作为日常监管的主要内容之一。其实,早在2008年中国证监会就与环保部推出了绿色IPO政策,14个高污染行业的企业IPO前需进行环境评估,不合格的公司不予上市。^②在今天看来,该做法值得肯定。

三、证券公司监管机制的完善

(一) 信息隔离墙制度的建立

2010年12月29日,中国证券业协会正式发布《证券公司信息隔离墙制度指引》(以下简称《指引》),明确提出证券公司应建立信息隔离墙制度,控制敏感信息在存在利

① 参见童芬芬:《“环保门”企业利益跷跷板 责任缺失需反思》,载《中华工商时报》2010年10月15日。

② 参见《交易所如何引导社会责任》,载《成都商报》2010年1月8日。

益冲突的业务之间不当流动和使用。券商投资银行业务与研究业务间、自营业务与资产管理业务间、券商与其从事直接投资业务的子公司间均被要求建立信息隔离墙。

该《指引》扩大了对“信息”的解释,将一般认为的价格敏感性信息扩展至可能对投资决策产生重大影响的尚未公开的其他信息;拓展了信息隔离墙制度的适用范围,使其不仅在证券公司投资银行业务与其他业务之间适用,而且在证券公司相互存在利益冲突的各项业务中均适用,甚至也适用于证券公司与其从事直接投资业务的子公司之间。为防止因敏感信息不当流动和使用所造成的利益冲突,《指引》还专门建立了观察名单制度和限制名单制度,规定了处理利益冲突的基本程序,以便通过制度化的方式实现信息隔离。

除上述的业务隔离、人员隔离机制外,为确保该制度的实施,有关责任机制的建立也必不可少。如有学者就提出,证券公司董事会应对保证公司有效实现信息隔离负最终决策与监督责任;公司经营管理层对保证公司信息隔离负直接领导责任;公司各业务板块及职能部门主管对保证本板块、本部门的经营管理活动遵守信息隔离规定负首要责任;公司员工应对公司或公司其他员工已发生或潜在的违反相关信息隔离规定的行为负报告责任。^①

(二) 证券投资咨询业务的进一步规范

2010年10月19日,中国证监会发布了《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》,确立了证券投资咨询的基本业务形式,明确了证券投资顾问和证券分析师的角色定位。

《证券投资顾问业务暂行规定》强调,证券公司、证券投资咨询机构应当保证服务方式、业务规模与证券顾问人员数量、业务能力、合规管理和风险控制相适应;不得对服务能力和过往业绩进行虚假、不实、误导性的营销宣传;要求投资咨询机构应当了解客户情况和投资需求,评估客户的风险承受能力,向客户提供适当的、具有合理依据的投资建议;提供服务过程中,应当向客户提示风险;禁止以任何方式承诺或者保证投资收益;禁止以个人名义向客户收取顾问服务费用;同时,赋予客户签约后悔权。

《发布证券研究报告暂行规定》则首次针对证券公司、证券投资咨询机构发布的证券研究报告进行了全面规范,以防研究报告被违法使用,损害其独立性和公平性,例如严禁分析师炒股、严禁研究报告受某些利益的影响、严禁发布机构反向操作、明确研究报告发布静默期等。

需要说明的是,为规范证券投资咨询行为,上述规定有两方面需要进一步完善:其一,规制范围需要扩充,尤其是一些私募基金和理财顾问开办的投资咨询业务及培训班需要纳入调整对象;其二,对违规行为的处罚力度应当加强,如果仅采用责令改正、监管谈话、出具警示函等柔性方式,难以起到威慑效果。^②

(三) 上市证券公司信息披露制度的加强

为进一步健全和完善上市证券公司的信息管理,提高上市证券公司的规范运作水

^① 参见尹蓁:《我国证券公司构建信息隔离墙机制研究》,载《中国乡镇企业会计》2009年第1期。

^② 参见杨颖桦:《证监会推出两新规 严格规范证券投资咨询业务》,载《21世纪经济报道》2010年10月19日。

平,加强对投资者知情权的保护,2010 年 7 月 2 日,中国证监会发布了《关于修改〈关于加强上市证券公司监管的规定〉的决定》,要求上市证券公司在报送监管月报的同时,自主披露公司主要财务信息;及时披露行政许可事项等有关情况;在定期报告中披露监管部门对证券公司的分类结果;加强内部信息规范管理,建立健全信息管理制度,包括但不限于内幕信息知情人登记制度、信息保密制度、信息隔离墙制度、信息管理应急机制以及涉及控股子公司的信息披露管理制度;严格执行监管部门关于信息沟通的制度要求,涉及重大事项的,应按规定及时停牌或公告。该制度的完善可以增强投资者对上市证券公司投资价值的判断。

四、证券新股发行制度的市场化改革

继 2009 年中国证监会颁布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,开启新股发行制度改革以来,新股发行制度的市场化程度逐步提高。2010 年 11 月 1 日,中国证监会又正式施行《关于深化新股发行体制改革的指导意见》(以下简称《指导意见》)和《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》,将新股发行体制的市场化改革推向纵深。

(一) 改革的主要内容

首先,进一步完善报价申购和配售约束机制。《指导意见》提出了网下可摇号配售原则,以提高中小型公司新股发行中单个机构获配股份的数量,加大了网下报价的责任机制。在具体操作上,不再对全部有效申购进行比例配售,而是由券商和发行人事前对网下配售确定配售数量,再通过随机摇号的方式确定一定数量的可获配机构。该措施实施后,单个询价机构需购买的股份数量和相应的资金会大幅增加,进而加大了定价者的责任,促进报价更加审慎和真实。

其次,扩大询价对象范围,充实网下机构投资者。为赋予主承销商更大的自主权,在目前的询价对象之外,《指导意见》适度扩大网下询价机构的范围。在具体操作上,网下机构扩容采用的是主承销商挑选推荐方式,即主承销商推荐一定数量的具有较高定价能力、优质长期的机构投资者参与网下询价和配售。主承销商应当制定推荐机构投资者的原则和标准,包括最低注册资本、管理资产规模、专业技能、投资经验、市场影响力、信用记录、业务战略关系等,并建立透明的推荐决策机制。推荐标准、决策程序以及最终确定的机构投资者名单应当报中国证券业协会登记备案。

再次,增强定价信息透明度。《指导意见》要求主承销商披露推介路演阶段投资价值研究报告的关键结论和主要参考信息,包括向询价对象提供的对发行人股票的估值结论、发行人同行业可比上市公司的市盈率或其他等效指标,以督促主承销商更加重视其投资价值研究报告;同时,要求主承销商披露网下机构报价情况,增强对机构报价的软约束。

最后,完善回拨机制和中止发行机制。《指导意见》规定,当网上申购不足时,可以向网下回拨,仍然申购不足的,可以由承销团推荐其他投资者参与网下申购。在既定的

网下发售比例内有效申购不足的,不得向网上回拨,可以中止发行。网下报价情况未及发行人和主承销商预期、网上申购不足、网上申购不足向网下回拨后仍然申购不足的,可以中止发行。中止发行后,在核准文件有效期内,经向中国证监会备案,可重新启动发行。

在《指导意见》实施后,为配合新股发行改革,上海证券交易所于 2010 年 11 月 11 日发布了《上海证券交易所证券发行业务指引》,强化和约束了发行人、保荐机构、承销商、询价机构等证券发行参与人行为,尤其是要求保荐机构、主承销商配备足够的业务人员,建立相关的内部管理制度,明确了对发行人、保荐机构、主承销商、询价机构及其他投资者违规行为的监管措施和惩戒措施。这能有力地促进各参与人各尽其责,提高证券发行的定价效率和透明度。

(二) 存在的问题与对策

此次发行制度改革在“市场化”理念的指引下,尽管有了诸多进步,但是,在如下几方面仍需要进一步改革:

首先,在发行环节应加大对保荐制度的规范。目前,发行中的保荐工作存有多数问题,如调查工作不到位、保荐机构内控制度流于形式、信息披露不严(“挤牙膏”式披露、前后矛盾的披露、缺乏后续持续追踪的披露)、对发行条件的把关不严等等。为解决这些问题,就需要强化保荐责任。

其次,从长远来看,审核机制也应纳入改革范畴。虽然当前发审委已经开始淡化对新股发行定价的审核,但其对待上市公司盈利状况、信息真实与否等进行实质性审核,实际上如同为待上市的公司进行了监管信用背书。这种监管信用背书本身是投资者判断新股定价合理性与否的重要参照。毕竟,上市公司的盈利状况、信息可信度等是市场投资者判断该上市公司发行定价的主要评价基础,它直接决定着发行人和主承销商确定的询价区间的合理性,而发审委对这些基础性定价信息的实质性审核,给市场投资者传导出的信号是这些数据符合真实性要求,从而在客观上会影响投资者的定价判断。在这种发行审核制度下,审核时间必然较长,而与此同时,市场上一边是诸多拟发行并上市的公司,另一边是数万亿元资金对新股 IPO 的渴求,新股 IPO 三高显然与目前发行审核周期过长、行政核准审查效率无法满足市场需求有关。这一方面导致了有限监管资源的分配失当——它牵制了监管资源在事中和事后合规监管的投入,很容易使监管资源的配比出现头重脚轻的局面;另一方面则影响了市场机制的有效运转。事实上新股能否上市应该交予市场,通过市场投资者与发行人、保荐人的互动式博弈来决定发行人能否上市。显然,监管层掌握新股上市的决定权,使得本属于新股能否上市的市场选择性问题,变成了单纯的新股定价高低问题。因而,改革以发行审核制为主的新股发行体制,促使发审委的审核由当前的实质性内容审核为程序合规性的核准,有助于促使市场机制在新股发行体制中真正发挥作用,从而矫正新股发行的定价扭曲问题。毕竟,新股发行体制并非简单的新股定价问题,还包括新股上市门槛的市场化选择机制问题。^①

^① 参见《新股发行改革不能只盯定价》,载《21 世纪经济报道》2010 年 10 月 14 日。

此外,也有观点认为,在新股发行制度改革中应加大对发审委委员的责任追究机制,规定审核企业材料并参与投票的委员,在做决定时要阐明支持或反对的理由,此后该企业上市若出现问题,要追究决议时有关人员的责任。^①还有的学者认为应完善券商自主配售权等机制,变“价高者得”为“价优者得”。^②

五、证券交易制度的纵深化发展

——以融资融券制度为核心的分析

从最早记载的1607年阿姆斯特丹证券交易所卖空荷兰东印度公司股票至今,融资融券制度成为证券市场一项重要的基础性制度。在我国,实务界与学界近年来关于融资融券的制度讨论也日益增多,相关制度规则日渐确立。在2010年该业务终于进入了操作层面,也成为本年度中国证券市场交易制度发展中最值得关注的焦点。

(一) 相关制度解读

2010年1月22日,中国证监会发布《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》(以下简称《指导意见》),规定证券公司按照“试点先行、逐步推开”的步骤有序开展融资融券业务。由符合条件的证券公司提出试点申请,中国证监会将根据公司净资本规模、合规经营情况、风险控制指标以及中国证券业协会组织的试点实施方案专业评价结果等,择优确定首批试点证券公司。根据《指导意见》,首批申请试点的证券公司,最近6个月净资本应均在50亿元以上,最近一次证券公司分类评价为A类,且具备开展融资融券业务所需的自有资金和自有证券,自有资金占净资本的比例相对较高。此外,申请公司应该已开发完成融资融券业务交易结算系统,并通过了证券交易所、证券登记结算公司组织的全网测试,且试点实施方案已经通过了中国证券业协会组织的专业评价。考虑到融资融券业务的杠杆风险,《指导意见》还对参与融资融券试点业务的客户进行了准入管理,设定了一定的门槛。

为配合上述制度实施,中国证券业协会随后发布了《证券公司融资融券业务试点实施方案专业评价工作规程》;上海证券交易所、深圳证券交易所也分别发布了《融资融券交易试点会员业务指南》、《关于融资融券业务试点初期标的证券与可充抵保证金证券范围的通知》、《关于启动融资融券交易试点相关事项的通知》、《关于受理试点会员融资融券交易权限申请的通知》,上海证券交易所还专门发布了《关于融资融券业务试点涉及上市公司股东大会网络投票有关事项的通知》、《关于做好长期停牌股票相关融资融券业务风险防范工作的通知》。上述各规定分别对证券公司融资融券业务的技术系统和风险控制、融资融券的交易流程、特殊标的证券的风险防范等进行了全面规定,使《指导意见》具有了明确的可操作性。3月31日,融资融券交易试点正式启动,国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券6家证券公司成为融资融券首批

① 参见王婧、肖莎:《证券发审委怎样保护投资者 保荐机制需要监管》,载《法治周末》2010年5月12日。

② 参见周翀:《新股发行改革下一步应促“价优者得”》,载《上海证券报》2010年5月10日。

试点证券公司。

（二）融资融券的转融通机制

证券融资融券交易包括证券公司向客户的融资、融券和证券公司获得资金、证券的转融通两个环节。这种转融通的授信有集中和分散之分。在集中授信模式下,由专门的机构,例如证券金融公司,为证券公司提供资金、证券支持;在分散模式下,转融通可由金融市场中任何有资金或证券的人提供。大部分新兴市场都采用了集中模式,比如日本、韩国和我国台湾地区。分散式主要为西方国家所采用。但近年来欧美国家也出现集中的趋向,融资融券业务主要由几家大银行来提供,并秉承相对统一的管理标准。这是因为集中模式可以形成统一的借券平台和融资平台,可以对市场上的融资融券业务进行集中统计、监测;分散式的模式虽然灵活便利,但也带来监管和统计上的不利。^①

在我国,已出台的《证券公司监督管理条例》中明确规定,融资融券交易采取集中式的转融通模式,即通过设立专门的证券金融公司向证券公司进行融资融券。但在试点阶段,只允许证券公司用自有资金和自有证券进行融资融券业务。尽管有人指出,集中式转融通模式可能会损害证券公司配置资源的效率,但是,该模式却符合我国当前资本市场发展的客观要求。正如有学者所指出的,通过统一证券金融公司的设立,中国证监会掌控了所有再融通交易,只要控制证券金融公司就可以控制进出证券市场的资金和证券流量,控制融资融券的放大倍数,从而有效调控市场。由于我国券商资本规模较小,管理和风险控制能力有限,同时证券监管的手段也相对滞后,采用这种模式能够在最大程度上即时、有效地控制风险。^②在融资融券业务发展步入正轨后,如何设立证券金融公司、如何对其进行治理、如何防范风险就成为今后融资融券制度研究的关键问题之一。

（三）融资融券的担保模式^③

在融资融券业务中,担保制度的构建既是重点也是难点。能否建立有效的担保机制,既直接关系到作为债权人的证券公司的权益保护,也关系到融资融券整体性市场风险的防范和控制。

对于融资融券担保的法律性质认定,近年来一直存有争议。从《证券公司融资融券试点管理办法》的规定来看,立法是采取了信托模式来构造融资融券的担保机制。在该模式下,投资者证券担保账户内的证券和投资者资金担保账户内的资金,为担保证券公司因融资融券所生对投资者债权的信托财产,设定以证券公司为受托人,投资者为委托人,证券公司和投资者为共同受益人(其中投资者享有信托财产的收益权、证券公司享有信托财产的担保权益),特定目的为担保的信托。投资者在清偿融资融券债务后,可请求证券公司交付剩余信托财产;未按期交足担保品或到期未偿还债务时,证券公司有权采取强制平仓措施处分信托财产而优先受偿。随后,沪深交易所的《交易细则》、中国

① 参见《证监会负责人:融资融券对资本市场意义非同小可》,载《证券时报》2010年2月1日。

② 参见徐捷:《我国融资融券交易模式的制度选择分析》,载《上海金融》2008年第3期。

③ 参见《融资融券担保究竟该选择哪种模式》,载《法治周末》2010年3月5日。

登记结算公司的《登记细则》和证券业协会的《合同必备条款》也进一步强化和细化了以信托关系为基础的融资融券担保结构。

该模式利用《信托法》对信托财产独立性的认可,有效地保护了投资者证券的安全,排除司法上的强制执行,同时能够解释证券公司的强制平仓、优先受偿以及对担保品的转担保或出售等处分权利。但尽管如此,信托关系构建的融资融券担保机制还是存在以下问题:首先,与信托的基本法理存在矛盾。在一般信托中,受托人对信托财产有积极管理的职责,以最大化地实现或维护受益人的利益,但在上述信托安排中,证券公司作为受托人仅消极地持有信托财产,其所享有的是“担保权益”,仅在特定情形下有权处分作为担保物的信托财产。其次,难以对担保关系自圆其说。信托财产既是受托人名下的财产,如何又为受托人的债权提供担保?按照担保的一般法理,担保品应当是债务人或第三人的财产,而非债权人的财产,否则就变成用自己的财产来为自己的债权担保,无法实现担保的目的。第三,由于我国的《信托法》并没有赋予委托人积极管理信托财产的权利,故未能为融资融券业务中客户对担保品的积极管理提供合法性基础。^①

针对上述质疑,有学者提出了让与担保的观点,并认为其具有诸多优势:首先,该模式具有非典型担保迅速、便捷、灵活、低廉的特点,利于投资者充分利用资金、证券;其次,让与担保转移所有权,赋予让与担保权人在其经济目的范围内的权利,这可以解释证券公司设定保证金、维持担保比例、实施强制平仓等一系列权利,从而更有利于担保债权的实现;再次,从监管方面分析,让与担保交易模式及相应账户管理体系有利于监管部门控制信用总量规模,防范风险。^②尽管该观点有着上述合理性,但是,在我国现行法律体系下,却与其他基本法律制度存在着明显冲突,尤其是《物权法》和《担保法》。因我国采用物权法定主义,而根据《物权法》和《担保法》,担保模式不包括让与担保,因此,该模式存在着上位法的缺失。

为化解我国融资融券交易在法律上的困境,有学者强调应该关注证券交易的特殊性。实际上,现行融资融券监管规章已经在交易流程基础上构架出一个担保安排——客户信用交易担保账户。它的运作方式及功能与我国司法实践中所承认的账户质押非常相似,通过将担保物定位于账户本身而不是账户中的资金,账户质押能够有效地克服资金担保物之流动性引发的对外公示障碍。实践中,最高人民法院在封闭贷款和出口退税托管账户质押贷款这两种情形下均承认了账户质押赋予贷款银行的优先受偿权利。账户质押最明显的优势在于:由于以账户本身而非账户中的资金作为担保标的,公示作用由账户本身的“质押”标签来体现,因此账户中资金的变化不会造成“脱保”的法律效果。债务人可以继续使用账户中的资金,而债权人可以随时监控账户变动的情况,以保障自己债权的实现。因此,账户质押在“发挥担保的功能”以及“充分实现担保品的效用”两方面得到了统一。^③

由上述分析来看,学界对于融资融券担保的法律性质认识并未统一。因该制度对

① 参见楼建波:《化解我国融资融券交易担保困境的路径选择》,载《法学》2008年第11期。

② 参见尹开拓:《论让与担保制度在融资融券交易中的适用》,http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=116,2010年9月30日访问。

③ 参见楼建波:《化解我国融资融券交易担保困境的路径选择》,载《法学》2008年第11期。

于融资融券业务之重要性,急需进行更为深入的研究,以促进融资融券业务的健康发展。

六、创业板的制度发展

自2009年10月,创业板市场正式运作以来,截至2010年10月22日共有130家企业上市,累计融资947.7亿元,开户数达1569万。^①在2010年,中国证监会、深交所针对创业板市场从保荐,到高管买卖公司股权,到信息披露、再到投资者适当性管理等都进行了制度改进,促进了市场的健康发展,但关于退市机制等问题,还需要深度研究并尽快制定相关规范。

(一) 相关制度解读

1. 确立分类保荐机制

为规范创业板市场发展,突出创业板市场企业的创新特色,2010年3月19日,中国证监会发布《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》,明确要求保荐机构应重点推荐符合国家战略性新兴产业发展方向的九大类企业,特别是新能源、新材料等领域的企业以及其他领域中具有自主创新能力、成长性强的企业,审慎推荐包括房地产、纺织、交运、金融等8个领域的公司。如果推荐的企业属于“审慎推荐”的领域,保荐人应就企业是否符合创业板市场定位履行严格的核查论证程序,并在发行保荐书和保荐工作报告中说明论证过程和论证结论,尤其重点论述企业在技术和业务模式方面是否具有突出的自主创新能力,是否符合国家促进产业结构调整和技术升级的要求。中国证监会对保荐机构的论证过程是否科学、依据是否充分、结论是否合理,进行专家评议,并根据评议意见决定是否受理企业的申请。中国证监会的评议和受理情况将会作为保荐机构和保荐代表人执业能力和是否勤勉尽责的考核依据。

2. 防止高管离职套现

创业板自2009年10月30日开设到2010年10月30日即满一年,一大批持股高管的承诺限售期即将结束。由于高管离职后半年内不得出售股票,因此,未等限售期来临,创业板公司的高管们就已经提前开始离职,从而可以实现尽快减持。

为规范创业板高管离职套现的现象,深圳证券交易所于2010年11月4日发布了《关于进一步规范创业板上市公司董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票行为的通知》,在借鉴中小板实践经验的基础上,结合创业板上市公司对管理层和核心技术人员稳定要求更高的特点,对创业板上市公司董监高股份管理以及董监高离任后减持本公司股票的行为提出了明确要求。例如,规定上市公司董监高在首次公开发行股票上市之日起6个月内申报离职的,自申报离职之日起18个月内不得转让其直接持有的本公司股份;在首次公开发行股票上市之日起第七个月至第十二个月之间申报离职的,自申报离职之日起12个月内不得转让其直接持有的本公司股份;鼓励上市公司董监高追加

^① 参见《尚福林:坚决抵制内幕交易 创业板显现出五大作用》,载《中国证券报》2010年10月29日。

延长锁定期、设定最低减持价格等承诺;要求保荐机构重点关注上市公司董监高离职情况,督导董监高履行其承诺,并对董监高限售股份上市流通的合规性进行核查。

3. 强化信息披露

由于创业板市场的企业主要为创新型企业,且处于成长期,因而,经营的前景、利润相比于主板市场具有较大的不确定性,为保护投资者合法权益,中国证监会和深交所对创业板公司的信息披露制度进行了严格规范。中国证监会在其 2010 年发布的《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 20 号——创业板上市公司季度报告的内容与格式》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 31 号——创业板上市公司半年度报告的内容与格式》中对提高创业板上市公司信息披露的有效性和针对性进行了特别规定。与主板相比,创业板公司季报适当增加了非财务信息的披露要求,并充分关注风险揭示。所谓的非财务信息,主要是指主营业务经营情况、核心竞争能力、无形资产、核心技术团队或关键技术人员等的重大变化以及公司未来经营的主要优势和困难等。

(二) 仍待进一步完善的问题

1. 发行审核问题

截至 2010 年 11 月 12 日,创业板发审委共审核企业 203 家,审核通过企业 164 家,有 39 家企业没有通过审核。^①从实践来看,发行审核中的如下问题需重点关注:控股股东和实际控制人的同业竞争问题、非公允的关联交易问题(尤其是隐蔽性极强的间接关联交易问题)、公司内部治理问题(如主要高管是否稳定、主营业务是否发生重大变化、核心技术和主要产品是否存在较大侵权纠纷和潜在的纠纷)等。^②

2. 高市盈率问题

没有预期中的高增长业绩,但创业板股票的估值水平却高高在上。深交所数据显示,以 2010 年 9 月 29 日的收盘价估算,创业板整体估值为 61.95 倍,远高于中小板的 50.15 倍和深市主板的 31.72 倍。从个股的情况看,市盈率超过 100 倍的股票仍然高达 17 只,包括华平股份 340 倍、超图软件 233 倍等。创业板估值比中小板贵很多,而净利润增长却远低于中小板公司,价格与价值偏离太多,因此,应对创业板累积的风险有所警惕。^③对于如何降低创业板的高市盈率现象,业界有两种代表性观点:一是尽快推出退市制度,以此对一级市场投资者产生警示作用,从而抑制新股申购环节的非理性;二是适当放宽发行上市审核标准,增加创业板公司数量,即通过增加供给,引导发行市盈率有效回落。另外,还有建议称,尽快完善再融资机制、控制机构在新股发行超募资金部分的提成比例、实施保荐人对上市公司业绩负责制等,可以达到降低市盈率的效果。^④

3. 退市问题

有关创业板市场的退市问题一直是业界关注的焦点。在海外创业板市场上,退市是

^{①②} 参见《证监会创业板发行监管部副主任曾长虹:创业板发审委关注五大重点事项》,载《证券时报》2010 年 11 月 18 日。

^③ 参见黄婷:《创业板三宗罪:超募资金、低增长、高市盈率》,载《第一财经日报》2010 年 10 月 9 日。

^④ 参见朱宝琛:《2011 年创业板出路:四剑直指高市盈率发行》,载《证券日报》2011 年 1 月 28 日。

一种普遍和正常的市场行为,退市率明显高于主板市场。英国 AIM 市场 2006—2008 年每年非自愿退市公司均超过 60 家,3 年退市比率分别为 1.6%、5.6%和 10.1%。^①对于我国创业板市场的退市机制应如何构建,实务界人士提出了“直接退市、快速退市、杜绝借壳炒作”的观点。^②但在法学界,有学者对此提出了不同的看法。如有学者就认为,在退市之前应有一个缓冲的时间段,大约在半年到一年左右,给那些退市公司一个翻身的机会,尽量减少因为退市而造成的投资者损失。^③笔者认为,基于创业板市场的特色,“直接退市”的基本思路值得肯定,但在具体制度构建上,还应着力关注创业板公司退市之后的去向和监管问题、退市公司再上市问题以及退市后的投资者权益保护问题等等。

七、股指期货制度的实施

2010 年 4 月 8 日,中国金融期货交易所股指期货启动仪式在上海举行,首批 4 个沪深 300 股票指数期货合约于 4 月 16 日上市交易,中国期货业自此步入了金融期货的新时代。自 2006 年筹备之始,中金所按照“高标准、稳起步”的要求,完成了沪深 300 股指期货的合约设计、规则制定以及股指期货挂牌交易的各项技术系统建设,并开展了大量的投资者教育工作。到 2010 年初,国务院正式同意推出股指期货品种,随后中国金融期货交易所紧锣密鼓地修订了各项基本制度,并经中国证监会审议批准后开始实施。

(一) 交易规则及相关实施细则的修订与沪深 300 股指期货合约的出台

2007 年 6 月,中国金融期货交易所曾发布了金融期货交易规则及相关实施细则。此后,随着我国资本市场基础性制度的完善、股指期货仿真交易的运行以及境外金融期货市场的发展,中国金融期货交易所于 2008 年 3 月启动了业务规则的修订工作。2010 年 2 月 20 日,沪深 300 股指期货合约与修订后的交易规则及相关实施细则正式发布,其中,《交易规则》处于基本业务规则层面,确立了股指期货交易的基本制度;《交易细则》、《结算细则》、《结算会员结算业务细则》、《会员管理办法》、《风险控制管理办法》、《套期保值管理办法》、《信息管理办法》和《违规违约处理办法》八个业务实施细则分别从不同角度规定了股指期货交易、结算、交割、会员管理、风险控制和信息管理的具体制度。此次修改的具体内容主要如下:

1. 交易编码的开立

为落实投资者适当性制度和满足投资者不同交易目的的需求,规定会员和客户可以根据从事套期保值交易、套利交易、投机交易等不同目的分别申请交易编码;要求会员在为客户开立账户前,应当向客户充分揭示期货交易风险,评估客户的风险承受能力,审慎选择客户,对客户开户资料的真实性、准确性和完整性进行审核;同时,为满足证券公司、基金公司等特殊法人机构分户管理资产的要求,规定证券公司、基金公司、合

① 参见钟正:《创业板公司有望先行先试直接退市》,载《中国证券报》2010 年 12 月 8 日。

② 参见张媛媛:《陈东征阐释创业板退市三大要点》,载《证券时报》2010 年 5 月 10 日。

③ 参见杜晓:《盘点年中国股市法律之惑》,载《法治周末》2010 年 7 月 15 日。

格境外机构投资者等法律、行政法规和规章规定需要资产分户管理的特殊法人机构,可以以其分户管理的资产组合向交易所申请开立相应的交易编码。

2. 交易的成立、生效和认定依据

为避免有关交易成立、生效和认定的争议和纠纷,在《交易规则》中增加了期货交易的成立、生效时间及认定标准的有关内容。规定买卖申报经撮合成交后,交易即告成立,符合交易所规则各项规定达成的交易于成立时生效,买卖双方必须承认交易结果,履行相关义务;依照交易所规则达成的交易,其成交结果以交易所系统记录的成交数据为准。

3. 竞价交易制度

进一步完善有关交易竞价的相关规定,规定股指期货竞价交易采用集合竞价和连续竞价两种方式。集合竞价是指对在规定时间内接受的买卖申报一次性集中撮合的竞价方式,连续竞价是指对买卖申报逐笔连续撮合的竞价方式。期货竞价交易按照价格优先、时间优先的原则撮合成交。以涨跌停板价格申报的指令,按照平仓优先、时间优先的原则撮合成交。为防止部分会员和客户利用技术优势影响交易系统安全和正常交易秩序,增加“会员、客户采取可能影响交易所系统安全或者正常交易秩序的方式下达交易指令的,交易所可以采取相关措施”的规定。

4. 保证金制度

由于股指期货在我国仍是一个新生事物,投资者对其价格运行的特征及整个市场运行的特点都缺乏深入了解,为加强风险控制,新规将股指期货最低交易保证金的收取标准由 10% 提高至 12%,以降低杠杆率,提高交易安全性。此外,为保证单边市下交易所调整保证金标准的针对性,新规规定期货合约在某一交易日出现单边市、遇国家法定长假以及交易所认为市场风险明显变化等情形时,交易所可根据市场风险状况调整交易保证金标准。

5. 熔断制度

在未采取涨跌停板制度的境外市场上,熔断制度作为一种价格波动控制机制,在一定程度上可以起到冷静市场情绪和平衡市场指令的作用。中金所在股指期货仿真交易中曾尝试引进该制度,并进行了大胆探索。但由于该制度的复杂性、实施效果的不确定性和市场参与者的接受程度,目前实施该制度的条件还不够成熟。此外,我国股票和股指期货市场都已经实行了涨跌停板制度,对于防止价格过度波动已经有了相应的制度安排。综合考虑相关因素,本次修订取消了《交易规则》和《风险控制管理办法》中有关熔断制度的规定。

6. 涨跌停板制度

沪深 300 指数期货合约的合约月份为当月、下月及随后两个季月,季月是指 3 月、6 月、9 月、12 月。考虑到季月合约的波动性可能较近月合约大,中金所借鉴国内各商品期货交易所的规定,除了规定近月合约 10% 的涨跌停板比例,在规则中还增加“季月合约上市首日涨跌停板幅度为挂牌基准价的±20%。上市首日成交的,于下一交易日恢复到合约规定的涨跌停板幅度;上市首日无成交的,下一交易日继续执行前一交易日的涨跌停板幅度”的规定。该制度的调整,使得股指期货远期合约的涨跌停板制度更趋合理,降低了新上市的远月合约出现极端行情的可能性。