

2009年中国证券法治评述*

吴伟央 普丽芬**

编者按:我国证券法治阔步前进的同时,也引起了我们对其过程精彩性的留意,我们希望以尽量简约生动的语言记载下这些精彩篇章。为此,《证券法苑》将在每年第一卷中专设“年度中国证券法治评述”栏目,搜集上一年度证券立法、执法和司法等领域中的精彩篇章,采撷证券市场每一步前行所引起的业界讨论,并予以总结和评议,力求在全面展现事实的同时,分享我们的一些思索和探讨。

2009年是新世纪以来我国经济工作最为困难的一年,也是我国资本市场经受住严峻考验、在逆境中求得新发展的一年。2009年我国的证券法治在顺应市场发展的过程中,不断研究新问题、探索新思路、充实新制度、总结新方法,在证券立法、证券执法和证券司法等领域取得了可喜的成绩。

* 本文撰写中,上交所法律部领导和同事对全文的架构和内容进行了讨论、提出了修改意见,在此一并致谢。

** 吴伟央、普丽芬,上海证券交易所在站法学博士后。

一、证券立法取得新成果

我国的证券立法框架已经基本形成并趋于成熟。但随着实践的推进,有些基础性制度需要不断的补充和改进,有些新的业务和品种需要建立新的制度体系,持续精细化是我国证券立法的主要工作。2009年,我国证券立法在制度改革、制度创新和规范运行等方面取得了一些新进展。

(一)十年一剑创业板

作为2009年中国证券市场具有里程碑意义的事件,创业板十年磨剑终出鞘。2009年10月23日举行了创业板启动仪式,首批28家创业板公司在2009年10月30日正式挂牌交易。创业板开市需要部门规章、规范性文件和业务规则等多层面的系列制度支持,如《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》(2009年3月31日颁布)、《创业板市场投资者适当性管理暂行规定》(2009年7月1日颁布)、深交所的《创业板股票上市规则》等。

与主板的上市公司相比,创业板的上市公司往往具有规模相对较小、成长性强、业务模式新、业绩不确定性大、经营风险高等特点。为此,相关法规形成创业板的自身制度特色,主要体现在:第一,在发行条件上,除了要求应当具备一定的盈利能力、规模和存续时间之外,还要求发行人应当主营业务突出、具有良好的公司治理,发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为等;第二,在发审体制上,强化保荐人的尽职调查和审慎推荐作用、要求保荐人出具发行人成长性专项意见,延长保荐机构的持续督导期间,保荐人在持续督导期间对发行人发布的定期公告撰写跟踪报告,专设创业板发行审核委员会,加大行业专家委员的比例等;第三,在信息披露上,强调信息披露的及时性和完整性,针对创业板企业特点制定信息披露的特别规定;第四,在投资者准入上,建立了投资者适当性管理制度。

境外创业板市场出现了明显的分化现象,有的很成功、有的停滞不

前、有的则干脆关停。成功的创业板在制度建设层面往往能够根据国情、市场发展环境变化及时反应,不断增强制度设计的适应性。中国的创业板刚刚起航,前面的道路肯定也少不了坎坷艰难,针对创业板的法制建设依然任重道远。

(二) 新股发行更趋市场化

针对此前市场中的“三高症”以及一级市场中的高报不买、低报高买等问题,证监会于2009年6月10日颁布了《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》,开启了新一轮新股发行体制的改革。同时,A股市场IPO在暂停9个月于2009年6月18日重启,拉开新一轮新股发行的大幕。

此次改革的一个重要制度信号就是坚持了“市场化”的改革方向:促进新股定价进一步市场化,注重培育市场约束机制,推动发行人、投资人、承销商等市场主体归位尽责,重视中小投资人的参与意愿。现阶段主要推出四项措施:一是完善询价和申购的报价约束机制;二是优化网上发行机制,将网下网上申购参与对象分开;三是对网上单个申购账户设定上限。原则上单个账户网上申购不超过本次网上发行股数的千分之一,单个投资者只能使用一个合格账户申购新股;四是加强新股认购风险提示,提示所有参与者明晰市场风险。

市场化制度的实施需要执行者市场化观念的跟进,这种观念应该表现为对市场规则的理性认识以及为市场长期健康发展而应该秉承的自我克制及与人为善,如果一味地追求个体利益而不顾一切地钻营和利用尚处改进道路上的制度缝隙,则可能会迫使制度的早日夭折。如市场化定价机制,承销商及询价对象的道德风险可能会危及制度的有效实施,各国监管机制也为此不断寻求更为有效的管制手段和监管措施。半年多的实践,相应的问题也同样摆在了我国监管者的面前,在参与者市场化观念相对滞后的情况下,改革虽然取得了预期的效果,但进一步的改革又得马上临近!

(三) 刑责规范“老鼠仓”

全国人大于2009年2月28日颁布了《刑法修正案(七)》,其中相关的内容直接针对证券市场中的“老鼠仓”和非法证券活动等,为这些违法证券行为确定了刑事责任。

“老鼠仓”行为在我国由来已久,其社会危害性非常大。2008年4月,随着证监会对上投摩根唐某和南方基金王某等“老鼠仓”行为实施行政处罚之后,是否对“老鼠仓”行为追究刑事责任的问题逐渐浮现出来。但据当时刑法的规定,追究刑责确有为难之处,主要原因在于我国刑法中的内幕交易、泄露内幕信息罪和背信运用受托财产罪等很难适用于“老鼠仓”行为。故而,《刑法修正案(七)》第二条进行了专门的修正:首先,将内幕交易、泄露内幕信息罪的适用范围从原来的证券领域扩大至期货领域;其次,将“明示、暗示他人从事上述交易活动”增加为该罪的犯罪行为;其三,增加对相关人员在“内幕信息以外的其他未公开的信息”的行为进行入罪规制。上述修改为“老鼠”带上了“刑枷”。

另外,《刑法修正案(七)》第五条将“未经国家有关主管部门批准非法经营证券、期货、保险业务的,或者非法从事资金支付结算业务的”明确定性为非法经营罪,对应罚金幅度是“违法所得一倍以上五倍以下”,比一般的金融诈骗罪的罚金力度大,对相关犯罪活动的预防力和震慑力更强。

(四) 合伙企业开户不再设限

根据我国《证券法》第166条的规定,合伙企业没有法人资格证件,没有特殊规定不得开户。但随着《合伙企业法》的修订、《创业投资企业管理暂行办法》的出台,合伙企业开立证券账户的需求日益强烈。证监会于2009年11月20日颁布“关于修改《证券登记结算管理办法》的决定”(第65号令)将《办法》第19条投资者的范围扩大为“包括中国公民、中国法人、中国合伙企业及法律、行政法规、中国证监会规章规定的其他投资者。”随后,中登公司颁布了《合伙企业等非法人组织证券账户开立业务操作指引》(2009年12月1日)。至此,合伙企业开户的问题在制度和技術层面都得以解决。

值得注意的是,具有外资成分的合伙企业在我国的投资应按照相应的特殊规定。国务院于2009年11月25日颁布的《外国企业或者个人在中国境内设立合伙企业管理办法》第14条规定:“国家对外国企业或者个人在中国境内设立以投资为主要业务的合伙企业另有规定的,依照其规定。”立法者对此解释道:“该《办法》考虑到了外国企业或

者个人在中国境内设立以投资为主要业务的合伙企业,如创业投资企业、私募基金等,是否存在较大的风险、存在什么样的风险,有没有必要采取相对严格的管理制度和措施,目前还缺少必要的实践经验,有关方面认识也不一致。为稳妥起见,《办法》对这个问题作了一条留有余地的弹性规定。”可见,外资参与创投和私募等合伙企业进行证券投资还需要进一步的规则和政策明示。

(五) 险资入市终有法律名分

2009年2月28日,全国人大颁布的新《保险法》第106条明确规定保险公司的资金可以运用于“买卖债券、股票、证券投资基金份额等有价证券”。险资入市终于在我国的法律层面变得名正言顺,该规定也为这一制度的全面规范化发展带来了新的机遇。

保险公司的资金可否入市?我国的立法和实践一直处于摸索的状态。立法层面,1995年《保险法》和2002年《保险法》规定保险公司的资金运用“限于在银行存款、买卖政府债券、金融债券和国务院规定的其他资金运用形式。”而实践层面,通过国务院等特殊规定,1998年,保险资金可投资于银行间债券市场AA⁺以上的中央企业债券;1999年,保险资金可以投资证券投资基金;十六大后,《国务院关于保险业改革发展的若干意见》等一系列政策文件使其投资范围逐渐扩展到股票、基础设施项目、优质企业股权和境外投资等,在运用管理体制方面创设了保险资产管理公司来进行管理。截至2008年3月,已有20多家保险公司获批委托入市。特事特批的险资入市状态,经过多年的运行已经积累了比较成熟的经验。

新《保险法》明确规定险资入市之后,如何具体规范巨额险资入市成为下一步必须面对的问题,故保监会于2009年12月25日就《保险资金运用管理暂行办法(草案)》向社会征求意见,其中关于保险资金投资到各个领域的具体范围和比例问题就成为核心内容。

(六) 规范证券经纪人业务

为规范我国的证券经纪人队伍,证监会颁布了《证券经纪人管理暂行规定》(自2009年4月13日起施行)。根据该《规定》,证券经纪人是证券公司的委托代理人,不是公司的员工及居间人,公司不跟经纪人签订劳动合同;与客户发生法律关系的是证券公司,而不是证券经纪

人,否定了“客户资源属于证券经纪人”的行业提议;证券经纪人必须通过从业资格考试,在协会注册登记并取得证券经纪人证书,且只能接受一家证券公司的委托。另外,证券公司要对经纪人进行培训,要建立健全信息查询、客户回访、异常交易监控、责任追究、绩效考核、档案管理等制度,实现证券经纪人执业及管理过程中的留痕,及时发现、处理、记录、报告证券经纪人的不当行为,建立有关技术系统,支持经纪人规范执业,并有效监控其行为,建立客户投诉和与客户之间的纠纷处理机制、证券经纪人管理年度报告制度等。

《规定》对于我国证券经纪人队伍的规范具有重要意义,但也产生了一些阶段性的问题,尤其是原来证券经纪业务人员的历史遗留问题。数据显示,此前从事证券经纪业务的人员多达8万人,其中具有证券从业资格的人员仅有3万多人,即大部分人将直接丧失经纪人资格,由此会产生一系列的问题:如老经纪人员的就业安置问题、老客户的佣金提成问题、原来经纪人员与公司之间合同的效力问题等。新规对证券经纪人行业是一剂“猛药”,有待在实践中被逐步消化和融合。在合理解决各种历史遗留问题之后,相信我国的证券经纪行业会更加健康。

(七)分类监管稳步实施

2009年,证监会在试行证券公司分类监管的基础上(2007年7月2日颁布了《证券公司分类监管工作指引(试行)》),颁布了《证券公司分类监管规定》(2009年5月31日颁布)和《期货公司分类监管规定(试行)》(2009年8月19日颁布),证券公司和期货公司监管正式进入了“以公司风险管理能力为基础,结合公司市场影响力和持续合规状况”的分类监管时代。

对证券公司的分类监管是继券商综合治理之后,进入常规监管时期的一项重要监管措施。新的《规定》强调券商的“持续合规状况”,细化评价指标、公开评价程序、鼓励业务创新,以提高监管的有效性。根据规定,券商将被分为5大类11个级别,分类结果将作为券商申请增加业务种类、新设营业网点、发行上市等事项的审慎性条件,作为确定新业务、新产品试点范围和推广顺序的依据。相较于境外比较成熟的独立第三方评价,我国证监会积极主导分类监管,一方面是为了我国券商行业的进一步健康发展,另一方面也是为了应对第二次中美战略经

济对话等事件中要求开放境内相关市场的压力,扶优限劣、迎接挑战,几经洗牌历练之后的本土券商业将以崭新的姿态参与行业竞争。

对期货公司实施分类监管一定程度上是鉴于证券公司分类监管的成效和经验,两者在制度设计上具有一定的相似性。接下来,需要进一步探索的是对“上市公司的分类监管”,其实早在2001年证监会的98号文中即已要求派出机构建立上市公司风险分类监管制度,对“存在重大风险”、“存在一定风险和隐患”和“风险较小、运作较为规范”三类上市公司采用不同强度的监管措施,各地派出机构和交易所等都进行了不同程度的制度尝试。但是,由于上市公司行业的多样性以及盈利波动的周期性等原因,对上市公司分类监管的制度化进程一直较为缓慢,还有待于进一步的探索和改进。

(八) 逐步推进投资者适当性管理

“如何把适当的产品或服务以适当的方式和程序提供给适当的人”,是市场发展过程中必须考虑的问题。我国以创业板为开端,在后续的股指期货及融资融券等各项创新业务中逐渐实施投资者适当性管理制度。

投资者适当性管理主要包括两方面的内容:其一,根据的资金实力、投资经验以及业务知识等建立相应的投资者准入标准,如《创业板市场投资者适当性管理实施办法》根据个人投资者是否具有两年以上(含两年)交易经验设置了不同的申请开通要求,《股指期货投资者适当性制度实施办法(试行)》要求个人投资者保证金账户可用资金余额不低于50万元,具备股指期货基础知识并通过相关测试等,《关于开展证券公司融资融券业务试点工作的指导意见》规定试点证券公司应加强客户的准入管理,审慎设定申请融资融券业务客户的资质条件和资产门槛;其二,要求证券公司等机构做好客户后续服务、风险教育和交易行为规范等工作。

但该项制度也不得不面对两个法律问题:一是对投资者划定门槛有违公平原则;二是一定程度上加重了券商、期货公司等机构的义务和责任。面对上述问题,在具体的制度设计中,证监会的规章和规范性文件中基本不涉及具体的标准,只有交易所及证券公司的业务规则中具体规定准入标准,而且将这一标准作为投资者和机构等参与交易的一

个契约要件,以此增加其合法性。

(九)基金业求新求变

证券投资基金在高速发展的同时,注重行业规范和产品创新。2009年的基金业主要有以下两方面的制度规范创新。

第一,创立基金评价业务规范体系。针对我国基金业出现的缺乏准入标准、评价原则不科学、任意评价(如短评榜)以及评价结果被滥用等现象,证监会于2009年11月17日颁布了《证券投资基金评价业务管理暂行办法》,中国证券业协会于2010年1月11日发布《证券投资基金评价业务自律管理规则(试行)》。《暂行办法》坚持引导投资人的“长期投资理念”,提出了“长期、公正、全面、客观、一致、公开”六大原则,对基金评价机构的准入、管理体制、评价方法、信息采集、发布方式、行为禁止、评价结果应用等进行了规范。《自律管理规则(试行)》规定了入会的具体准入资质。两项规范将为基金评价行业的健康发展注入强健的制度保障元素。

第二,开启基金公司“一对多”业务。证监会在前期试点办法的基础上于2009年5月5日颁布了《关于基金管理公司开展特定多个客户资产管理业务有关问题的规定》,2009年8月4日发布了《基金管理公司特定多个客户资产管理合同内容与格式准则》,“一对多”业务进入具体操作层面。作为一项创新业务,“一对多”介于公募与私募之间,必将对公募基金、私募基金、证券投资信托、券商集合理财和银行理财产品等产生影响。但是,从近段的表现来看,受银行渠道费用等多方面因素的影响,被寄予厚望的“一对多”产品的运行业绩并不理想。从第一批的“一哄而光”到后来的“门可罗雀”,在以回报率为王道指标的市场中,该项业务的深度健康发展还需要经历实践的进一步检验。

(十)交易所债市力求突围

相对于银行间债券市场,交易所债券市场呈现出的失衡发展状态是非常明显的。交易所债市必须多渠道寻找发展之路,反映在2009年的立法制度层面主要表现为:

第一,努力重启商业银行入市。证监会和银监会于2009年1月9日联合发布了《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》,为阔别12年之久的商业银行入市交易拉开制度

帷幕。《通知》规定商业银行可以在证券交易所固定收益平台,从事国债、企业债、公司债等债券品种的现券交易,以及经相关监管部门批准的其他品种交易。还在银行间债券市场一枝独秀的境况下,《通知》正式实施难免会影响到银行间市场的既有利益,利益均衡需要有战略思维的指导,有长远的眼光和超强的包容,更需要各部门从各个方面进行实质性的努力。试点的过程难免是一个相对难产的过程,期间会经历复杂艰难的权衡和协调过程。我们希望金融业的大智慧能够促使商业银行入市试点早日实施,也希望我国统一的债券市场能够尽快形成。

第二,地方债入市交易。财政部代理发行的2000亿元“地方债”是2009年我国债券市场的一大亮点。沪深两市被确立为交易场所之一,两所分别发布了《上海证券交易所关于2009年地方政府债券发行、上市交易的通知》(2009年3月25日)和《深圳证券交易所关于地方政府债券发行和上市交易有关事项的通知》(2009年3月26日),为地方债在交易所的发行和交易提供制度保障。但是,由于利率偏低等原因,地方债遭遇了市场的冷待,多只地方债频频出现零成交、首日破发等现象。作为一种金融产品,其生命力在于符合市场规律,迎合投资者的投资需求。在多产品竞争的格局中,地方债要找到突围的途径,就应该将自己武装成令人艳羡的奇葩,不然只有被市场淘汰,当然,这可能涉及一些体制上的问题。

(十一) 规范行政权和自律管理权的正当行使

依法监管是证券市场法治建设的重要内容。证监会和交易所等在2009年规范市场监管权的制度建设主要表现为:

第一,证监会全面规范行政监管权的正当行使。继2009年3月1日正式实施《证券期货市场监督管理措施实施办法(试行)》之后,证监会在行政立法、行政许可和行政复议等各方面进行了一系列的制度建设:其一,2009年4月20日发布了《证券期货规章草案公开征求意见试行规则》,对不涉及国家秘密、国家安全或者证券期货市场敏感问题的规章“应当”向社会公开征求意见,另外,《试行规则》规定了具体的规则公开征求意见的程序;其二,2009年12月16日颁布了《行政许可实施程序规定》,这是继《公司法》、《证券法》修改相关行政许可事项以及证监会先后四次取消126项行政审批项目的基础上,对2004年证监

会《行政许可实施程序规定(试行)》的一次系统修订,精简了规范内容、严格了相应的审查程序;其三,2009年4月20日,就《行政复议办法(征求意见稿)》向社会公开征求意见。“征求意见稿”增加了规范内容、设计了一套以居间裁判理念为核心的复议程序、明确了行政复议的范围、增加了和解调解等机制在复议中的运用等,很多内容具有一定的先进性。

第二,提高交易所处理交易异常的法治化水平。2009年11月2日,沪深两所经证监会批准发布了各自的《交易异常情况处理实施细则(试行)》。《细则》对交易异常情况的原因、类型及处置措施进行了规定,使得市场在遭遇“不可抗力”、“意外事件”、“技术故障”、“技术性差错”及重大政治事件等极特殊情况下,交易所能建立一个法治化的应急机制,确保市场在非正常境况下的有序运行。出台《细则》一方面是近期雪灾、地震等灾害对证券市场提出的新要求,另一方面考虑到市场的技术风险,电子化交易背景下因技术意外和可能的人为操作风险所带来的影响是巨大的,有必要建立法治化的处置机制。上交所的新一代交易系统在2009年上线,《细则》为其推出可能存在的技术风险及其处置措施提供了制度保障。

二、证券执法取得新进展

广义上的证券执法是指相关行政机关在行使行政管理权的过程中,依照法定职权和程序,贯彻实施证券法律法规的各项活动。本文所指的是狭义上的证券执法,主要是指证券监督管理机关(包括自律管理机关)适用证券法律法规处理证券市场违法违规行为的活动。根据相关资料的公开情况,下文主要对我国2009年度证券执法中行政处罚和纪律处分中公开的典型案例进行整理和研究。

(一)撤销发行许可警示市场

2008年3月5日,立立电子IPO过会,5月6日,证监会发文核准,7月1日,完成网下和网上申购,并预计将于2008年7月8日挂牌上市。但临近上市期间,有媒体报道质疑立立电子存在着掏空浙大海纳

(现合众机电,000925)的资产进行“二次上市”等问题。证监会获悉后责成保荐人中信建投核查,公司7月7日公告推迟上市。2009年4月3日,证监会召开“会后事项发审委会议”,否决了立立电子的IPO,撤销行政许可,并要求公司按照发行价并加算银行同期存款利息返还证券持有人。至此,立立电子案成为中国证券史上典型的“募集资金到位、但IPO最终被否”案例。

紧急叫停立立电子上市是有法律依据的。《证券法》第26条、《行政许可法》第69、70条等赋予证监会撤销行政许可和办理注销手续的职权。另外,证监会的操作过程是相对谨慎的。在媒体报道之后,证监会先是对募集资金予以冻结,然后会同国家审计署等部门组成联合调查组展开调查。在最后的决策环节,尽管证监会会有权直接撤销行政许可,但还是专门召开了“会后事项发审委会议”,在会议作出否决决定之后才正式撤销了对立立电子的行政许可并注销了批准文件。这种在重大问题上注重调查取证并严格决策程序的操作本身也是证监会执法水平提高的体现。

“立立电子案”在证券法治上的意义不仅仅在于证监会实践了依法撤销发行许可的行为,更多的是向市场传递了严格发行审核拒绝“带病上市”的警示,另外,对于发审制度的完善也具有启示意义。继“立立电子案”后,拟在创业板上市的苏州久恒也因陷“专利门”而在公开募集资金后被紧急叫停上市的案件。随着实践不断发展,类似的案件可能还会发生,在增强警示的同时进一步细化制度和规范操作,可能是下一步应该加深研究的问题。

(二) 监管市场操纵任重道远

1. 短线操纵频发

近年来,以频繁申报撤单为代表的短线操纵行为成为市场监管的一个重点。继“周建明短线操纵案”后,2009年证监会处罚了三起短线操纵案,分别是:张建雄操纵“ST源药”案([2009]15号)、卢道军利用“张春梅”、“李丽虹”账户组织操纵股价案([2009]37号)、莫建军操纵市场案([2009]43号)。另据2009年的公开资料,上交所分别对张云龙账户、吴宝珍账户和方文艳账户的短线操纵行为进行了限制交易的纪律处分,深交所也分别对方文艳账户、黄丽娟账户的短线操纵行为进

行了限制交易处分。

2009年的相关案例中,非法者的操纵行为表现得更短、更凶。以张建雄案为例,其仅在两个交易日内操作一只ST源药股票:前一天跌停板建仓,当天虚假申报撤单拉至涨停板封死,第二天开盘又虚假申报撤单形成涨停板后悄然出货。在一支ST股票上形成两个交易日15%的涨幅,核心作案时间469秒,获利134.2万元,平均每秒进账2861.4元。相比之前广为热议的周建明案,后来者的张建雄大有青出于蓝而胜于蓝的架势。

在法律适用上,短线操纵并非利用资金和持股优势,影响面往往是只是一些个股上,而且持续时间往往很短。《证券法》第77条列举的三项具体行为并没有涵盖短线操纵,这给具体的法律认定造成了一定的困难。另外,在具体的行为认定上,短线操纵“正常”与“异常”、“合规”与“违规”、“合法”与“违法”有一定的判断难度,识别、发现和证据采集、固定也比较困难。目前,证监部门在行政执法中主要适用第四项兜底条款——“以其他手段操纵证券市场”进行认定处罚。今后可以考虑在修改《证券法》时将该短线操纵作为一项具体的行为明确列示。

2. “小非”欲借道操纵以高价减持

利用对倒的方式使解禁的股票卖个好价钱,是一种值得注意的市场操纵情况。典型的如证监会2009年处罚的中核钛白股价操纵案([2009]13号)。

2008年8月8日,北京嘉利持有的中核钛白限售股3920.8万股到期解禁并开始上市流通。作为北京嘉利的实际控制人,程文水和刘延泽等面对当时中核钛白随大盘狂泻的股价,一心要把股票卖掉。随后,他们通过各种方式联络控制了天津联盛、西安浩拓、甘肃新秦陇、海南太昊以及河北夏成龙等影子关联公司,先通过大宗交易将股票分置于上述公司,然后6家互倒操纵股价,使得“中核钛白”一度逆势猛涨。程、刘二人的上述操纵行为难逃法律的惩罚,虽然期间账面收益为负,两位主谋仍分别被施以300万元和200万元的重罚。

该案发生于大小非减持的大背景下,大小非解禁所形成的少数人持股优势曾一度在很多股票中出现过,一定程度上为利用持股优势操纵股价提供了天然的情势温床。从某种程度上讲,很难排除“中核钛

白现象”在其他股票中没发生过或不会被复制,堵住这一洪流还任重道远。

3. 瞄准创业板股票进行操纵

创业板推出之后,尽管监管层三令五申并采取各种方法避免股价被操纵,但首批上市的“吉峰农机”即发现“解某某”账户以大笔申报、高价申报等方蓄意影响股价现象;后又发现“张某某”在网宿科技、银江股份等股票交易中存在短线操纵。截至2009年年底,深交所已相继对9个重大异常交易账户实施了限制交易措施。深交所注意到:“个别短线大户无视股票基本面,为追逐投机利润,热衷在新股上市首日及随后的一段时期内,进行具有高度投机性的短线炒作,通过大笔申报、连续申报、虚假申报、高价申报或频繁撤销申报等方式拉抬股价,诱导其他投资者尤其是中小投资者跟风介入,造成股价大幅波动,牟取不当利益。这类行为已成为创业板过度炒作的主要风险。”^①创业板成了投机操纵的青睐对象。

从目前的情况来看,非法投机者对创业板股票的操纵相对比较直接,直接利用资金优势大单推高,不虚报、不撤单,不害怕他人抛压,形成猛力冲高之势诱使他跟风,自己再伺机出货。这种操纵手法与创业板盘子小以及整体市盈率高特点有关,对此关键要做好日常监控,早发现、早严惩,绝不能让操纵之风盛行,不然创业板将会陷入舆论、法律和道义等多重危机之中,反市场操纵对来之不易的我国创业板市场意义非常重大。

(三) 内幕交易的执法争点越辩越明

2009年证监会查处并审结的内幕交易行政处罚案件共有6件,分别是:金峰、余梅内幕交易案([2009]4号)、ST黄海总经理赵建广内幕交易案([2009]17号)、新光硅业吕道斌等5名责任人员内幕交易案([2009]24号)、记者夏雄伟内幕交易案([2009]26号)、深康佳财务中心总经理助理李建兴内幕交易案([2009]45号)和界龙实业汤明内幕交易案([2009]47号)。另外,2009年中媒体广泛报道的涉嫌内幕

^① “深交所再次对涉嫌操纵创业板股票的帐户限制交易——将严密监控创业板六种异常交易”,载深交所官方网站2009年12月23日。

交易还有:前南京经委主任刘宝春及其妻陈巧玲涉嫌高淳陶瓷内幕交易、前韶关市副市长李健涉嫌西飞国际内幕交易、中国中期实际控制人刘润红涉嫌内幕交易套现、凯迪投资公司高管及亲属涉嫌对被重组方天山纺织的股票进行内幕交易等。

值得注意的是,不时发生的各种新型内幕交易行为和种种抗辩理由,既形成了对立法覆盖度和学理研究的挑战,更有对执法和司法过程中在证据认定等具体操作层面的挑战:如嫌疑人争辩买卖股票是“根据自己的研究分析和独立判断”。对此,证监会在夏雄伟案中确定的思路是,“如果没有证据完全切断知悉内幕信息与其后的交易行为之间的联系,就不足以阻却行为的违法性”;如嫌疑人争辩自己不知道内幕信息或“对具体内容不完全清楚”。对此,证监会在李建兴案中适用的认定思路是,“只要审阅或审核过就推定其知悉”;如嫌疑人争辩“亏损卖出股票证明其不知悉内幕信息”。对此,证监会在李建兴案中适用的认定思路是,“行为人只要实施了内幕交易行为,其违法所得多少、是否有违法所得,均不影响内幕交易行为的构成。”如嫌疑人争辩自己“没有操作相关证券账户”。在金峰、余梅案中,证监会以下单电话号码及 IP 地址推定账户操作人员,该观点在该案复议时再次得以确认([2009]4号《行政复议决定书》)。

内幕交易案件的执行和审理过程中还要不断研究各种新情况、应对各种新挑战。但是,更重要的是建立一套严密的预防机制,尤其是在一些上市公司重组并购事件中,由于过程涉及环节比较多、知情人员比较杂、持续时间比较长,内幕交易的监管任务相对更重。完善并购重组规则制度的同时,应当考虑设计相关预防内幕交易的机制。

(四) 违规信息披露仍是重点

从历年证券执法的数据来看,处罚和处分信息披露违规行为的案件占据了很大的比例。证监会在 2009 年度处罚了近 20 起信息披露违规案件,占到了全年行政处罚案件的 1/3 左右,沪深两所在 2009 年中也对多家上市公司的信息披露违规行为实施了纪律处分。案件主要可以分为以下几类:

1. 大宗持股信息披露违规

当投资者持有上市公司已发行的股份达到一定比例时,应在规定

的期限内履行报告和披露义务,否则即构成违规。目前,触犯该项规定的主要有两大类:

第一类是增持到5%不报告、不披露。这是去年重点处罚的案件类型,共有沈昌宇案(涉“中兵光电”)([2009]28号)、陈军案(涉“江苏三友”)([2009]30号)、张佛恩案(涉“长城信息”)([2009]39号)、林世喜案(涉“*ST绵高”)([2009]44号)、杨雪案(涉“汇源通信”)([2009]46号)、杨士英案(涉“三普药业”)([2009]49号)和北京华天地案(涉“旭飞投资”)([2009]50号)7起案件。值得注意的是,上述所有案件均是当事人控制多个账户合计超过5%引起的,即当事人有意在回避法定的披露义务,通过多个甚至十几个账户集中买入某只特定股票,其背后的目的及下一步操作确实给人以遐想空间。

第二类是大小非减持超过5%或者特定比例时不报告、不披露。如上海界龙集团通过上交所竞价系统和大宗交易平台累计卖出“界龙实业”股份占该公司总股本的5.41%而未披露;另如宜兴市三弦实业集团在一个月通过上交所竞价交易系统累计卖出解除限售存量“三普药业”股份占该公司总股本的1.3752%,违反了《上市公司解除限售存量股份转让指导意见》第3条和《上海证券交易所证券异常交易实时监控指引》第7条等规定,上交所对上述股东及相关负责人实施了纪律处分。

“慢走规则”虽然主要针对公司收购,但其理念是及时让广大投资者了解公司股权结构的重大变化情况,有利于投资者作出相应的投资判断,以凸显三公原则。

2. 上市公司因被占用资金及对外担保而违规披露

2009年度证监会处罚和交易所处分的上市公司违规信息披露中,相当一部分原因是因为被占用资金和对外担保,前者如圣雪绒案([2009]3号)、天目药业案([2009]5号)、酒鬼酒案([2009]7号)、德棉股份案([2009]18号)等,后者如四环药业案([2009]16号)、迪康药业案([2009]27号)等。

上述案件的主要特点有:其一,时间长期性和行为反复性,各家受罚公司的资金占用和对外担保现象都是持续性的发生,有的甚至是连续好几年发生了数十次都不依法披露,如天目药业的资金占用和四环

药业的对外担保等;其二,责任人员多、处罚面广,在各起案件中,公司的高管和相关责任人员(包括多个案件中的独立董事)都受到了行政处罚,如德棉股份案和四环药业案的被处罚自然人都超过了10人。

3. 上市公司因其他事项而违规披露

2009年处罚的上市公司违规信息披露行为还有其他情形,比较典型的有:

恶意虚假陈述,如中电广通案([2009]9号)通过各种会计方法导致会计报表和定期报告严重失真,北亚实业案([2009]10号)连续数年在定期报告中虚增收入、虚增固定资产、隐瞒长期股权投资并虚构资产置换等。

改变募集资金用途违规披露,如荣华实业案([2009]36号),公司擅自将5万吨赖氨酸项目改扩建年产12万吨谷氨酸项目、擅自处置年产10万吨玉米淀粉生产线项目等情形,但都未按规定予以披露,最后公司连同20名责任人员受到了处罚。

信息披露的监管是一项持久战,它不仅涉及公司高管素质、公司大股东的意识、公司的内控文化等市场主体法律意识和自律水平的提高和改善,更是涉及行业风气、市场氛围的整体改善,既有个案具体层面的意识进化需求,更需要有全市场甚至是全国范围内诚信机制的强化支撑。如果说股市是一个国家经济的“晴雨表”,那么可以说,“信息披露的质量则是一个股市健康水平的度量仪”。

(五) 鼠患蔓延需加强监管

对“老鼠仓”行为实施行政处罚已有先例,证监会在2009年又处罚了融通基金张野的“老鼠仓”行为([2009]21号)。张野利用职务便利获取融通基金的基金投资与研究信息,通过操作他人账户,采取先于融通基金旗下的有关基金买入或卖出同一股票的交易方式为他人牟取利益,其个人从中获取好处;此外,他还通过操作其配偶的同名账户交易多支股票,盈利200多万元。证监会在严厉处罚张野案的同时,还通告全行业坚决打击“老鼠仓”的决心。基金业掀起了捕鼠大战,各地纷纷突击检查基金经理的执业行为。其中,深圳证监局于11月5日宣布确认景顺长城和长城基金管理公司的3位基金经理涉嫌“老鼠仓”。

在基金业轰轰烈烈抓鼠的同时,“老鼠仓”又有了新动向——券商

涉嫌“变相老鼠仓”，即券商利用自营盘事先“潜伏”某股票，然后再公开推荐该股，逢高卖出。如媒体讨论较多的东方证券潜伏五洲明珠，东北证券潜伏华域汽车、鱼跃医疗，南京证券潜伏高淳陶瓷等，媒体报道说上述券商的研发报告与自营盘的行动高度一致，券商研究所、资产管理部、自营部门及投行部门成为监管部门的检查重点。如果情况属实，则这一发展动向着实值得注意。

值得注意的是，目前对于老鼠仓的民事责任追究依然是一个困局。贺仲于2009年2月3日对唐建老鼠仓的民事维权案作出了终局裁决：在承认仲裁申请权的同时，却认为唐建的行为并非职务行为，基金公司不存在“违反了对申请人的承诺”、“不作为”或“违约”等事实和情节，不支持申请人追偿数额“归入”基金财产的请求，同时也驳回了申请人对托管人建行的仲裁申请。

（六）短线交易提出法律新挑战

中国证券市场的短线交易主要集中在上市公司董监等高管群体中。2009年证监会的行政处罚有三例短线交易案件，分别祁连山监事卢宪斌短线交易案（[2009]33号）、海螺水泥副总经理王建超短线交易（[2009]34号）和金发科技副董事长夏世勇和董事总经理李建军短线交易案（[2009]35号）。另外，沪深两所在2009年也处分了数起上市公司董监高短线交易案例。

值得注意的是，目前短线交易的法律适用则相对比较难。我国《证券法》第47条比较笼统地规定了短线交易的主体、行为及归入责任等，《证券法》第195条规定了相应的行政责任，但是在具体的行为认定及责任承担方面，尤其是进入司法程序的民事责任追究时，上述《证券法》的规定显得不够精细。如2008年南宁市中院受理的南宁糖业诉马丁居里（QFII）等三公司短线交易纠纷案和2009年上海卢湾区法院受理的华夏建通诉严琳短线交易纠纷案等对具体的法律认定提出了挑战。目前，证监部门和司法部门积极沟通研究，就短线交易法律适用的重要问题，如主体认定（“实际持有”和“名义持有”标准确立，“两端说”、“一端说”和“折中说”之辩等）、标的确认（证券种类确定和同一发行人不同类股票的是否合并计算）、买入和卖出行为的认定（哪些买卖行为可以豁免）、所得收益的计算（国际上有股票编号法、先进先出

法、平均成本法、最高卖价减最低买价法等多种方法)等进行研究,以期能够推出一个明确的法律规定来更好地规范短线交易行为。

(七) 严打非法证券咨询

打击猖狂的非法证券咨询是一个持续性的工作,证监会在2009年处罚了两例非法证券咨询行为,分别是金股之王案([2009]20号)和万国公司案([2009]22号)。金股之王案综合利用了电视节目、网络广告、分析师荐股、系列炒股软件、热线电话咨询等一系列手段进行非法咨询,万国公司案则是在提供会员制咨询业务中的违规行为而受罚,两例案件在市场中具有一定的典型性。

与众多的非法证券咨询相比,最后被绳之以法的往往却是极少数。这其中,有非法者狡猾多端和投资者缺乏证据意识等方面的因素,但也与该行业的特点和相应的法治水平有关:一方面,证券咨询业必经转型之路。“在国际上,咨询类公司经历了两个方向的转型:一是转向经纪公司,获取经纪佣金,二是转而被大的经纪公司收编,成为其研究所,专门为客户服务提供基础成果。”我国的证券咨询业也必定会经历这一转型,转型也许会有“阵痛”,但乱象丛生的野蛮生长必定会是证券市场的“大痛”;另一方面,我国证券咨询业的法治水平有待于进一步提高。与美国《1940年投资顾问法》等专门立法相比,我国的制度规范相对比较薄弱。在执法方面,证监会系统只能对有资格的机构和人员进行处罚(如金股之王案中,证监会只能撤销两个自然人的证券从业资格),行政部门面对数量繁多的非法证券咨询亦是头疼不已,有限的执法资源表现得一筹莫展。

证券咨询业的此番乱相,也许只有在行业转型、风气转正、法治环境转优、投资者素质转好等前提下,才能彻底扭转局面。

三、证券司法酝酿新突破

资本市场的发展不仅仅依赖于资本市场自身制度的构建,还需要多种制度支撑,司法制度就是这些制度支撑中的重要一项。司法实践可以检验资本制度的效力,发现资本制度存在的问题与不足。同时,法

官在解释相关法律法规时,更能创设和丰富资本制度的内容。2009年法院及法官就承担起了这个职能,推动了我国资本市场制度的进一步完善。

(一) 起诉中的困难

长期以来,法院一直以资本市场侵权行为为由提起的诉讼持谨慎态度,甚至在2001年9月,最高人民法院特别针对证券市场上发生的因内幕交易、操纵市场、虚假陈述等侵权行为而引起的民事赔偿纠纷案件,下发了“暂不受理”的通知,该状况在2002年得以部分改变。然而,2009年发生的几个案例也让我们看到,法院的大门并不是完全敞开的。

1. 备受争议的前置程序

最高人民法院《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(简称《若干规定》)在案件受理部分设置了一个最具争议的前置程序制度。仅从字面上看,前置程序似乎不会产生太多的问题,只是在时间上或者程序上会要求投资者先取得行政处罚决定书或刑事判决书,然后再提起民事诉讼。然而,2009年发生的航天通信案却告诉我们,这一规定在复杂的现实中可能会带来很多的困惑。

2007年财政部发布的一份公告中称:“航天通信控股集团股份有限公司2003年至2005年划出资金通过其他单位进行周转,虚增利润3110万元”。之后,航天通信的部分投资者向杭州中级人民法院提起民事诉讼,但法院认为原告未能提供财政部作出的检查处理决定通知,不符合立案条件。之后代理律师依据《政府信息公开条例》向财政部提出申请,财政部全文公开了《关于对航天通信2005年度会计信息质量检查结论和处理决定的通知》。

至此,航天通信案向我们展示了投资者在进入法院大门时可能遇到的第一个问题。《若干规定》要求以相关部门的文书作为受理的前置条件。然而,这些相关文书并不是对公众完全公开的。这就可能形成一个悖论,一方面,法院要求原告必须出具这些文书才受理这些案件,另一方面,原告很可能没有途径取得这些文书,而不得不依赖法院。航天通信案为我们解决这个悖论提供了一个途径。然而,之后的判决结果却又向我们揭示了另外一个问题。

2009年,一审、二审法院认定财政部的通知中没有包含行政处罚决定的内容,不满足《若干规定》所要求的前置程序要求,驳回了原告的诉讼请求。这样一个判决结果又将我们的视线拉回前置程序制度。《若干规定》并没有对行政处罚决定书给出定义,其他法律法规也没对此作出说明。不过,无论如何,法院仅仅以通知中没有行政处罚措施就认定不符合前置程序要求的做法是值得商榷的。

设立前置程序的主要目的是:(1)限制海量诉讼;(2)解决原告在起诉阶段取证难的问题。从可获得的信息中我们可以确定,财政部的通知已经对航天通信公司的行为有了定性,并不会导致大量无关投资者起诉的情况出现,而且,该通知中对相关事实的认定已可作为投资者的证据。杭州中级人民法院认为该通知不符合司法解释的规定,似乎仅仅是从形式上来判断,这种做法违背了立法的初衷,并不利于对投资者合法权益的保护。

航天通信案再次让诉讼前置程序成为关注的焦点。应该说,这样的一个前置程序在我国证券市场侵权民事赔偿诉讼起步阶段是有其合理性的,可以防止滥诉的风险。但是,随着法院对证券专业知识日益熟悉以及相关制度日趋完善,该制度存在的必要性应当会逐渐减弱。

2. 亟待改革的诉讼方式

国外证券市场中的民事纠纷多采用集团诉讼的方式,我国现行的规定使投资者只能提起单独诉讼或共同诉讼。而集团诉讼与共同诉讼本质上的区别决定了在虚假陈述民事赔偿案件中,共同诉讼给原告带来的诉讼成本远远高于集团诉讼所产生的成本。

2009年9月,五粮液发布公告称,其因涉嫌违反证券法规受到中国证监会立案调查。之后证监会表示,正对五粮液涉嫌违法违规行为立案稽查。此后,股民发起了一场全国性的维权索赔行动。该案目前还处于征集股民共同起诉的阶段。一旦此案正式被法院受理,因其原告人数之多和索赔金额之巨,将可能被写入我国证券史。而在这样一个原告人数众多的案件中,我们可以更清楚地看到集团诉讼的缺失所带来的高成本。

证券市场侵权行为引发的诉讼中所涉及的原告一般人数众多,且遍布全国。采取非集团诉讼以外的诉讼方式,不管是在征集股民起诉

阶段还是诉讼阶段,原告都需要花费更多的时间和精力。具体到五粮液案中,目前代理律师就正通过各种渠道试图联络到更多的股民。如果股民参加诉讼,因为管辖法院是成都中院,很多外地股民如前往起诉,多次往返费用加上所投入的时间和精力、漫长的等待期,可能会令小股民“伤上加伤”。

此外,在虚假陈述类案件中,虚假陈述实施日和揭露日对于原告资格的认定至关重要。而往往也是在这些关键日期的认定上,原告和被告分歧很大。这就使得在起诉当时,无法确定何为适格的原告。很多投资者很可能在花费大量成本之后发现自己并非适格的原告。集团诉讼判决的扩展力可以部分地解决这个问题。判决生效后,未参加诉讼的投资者较容易确定自己是否属于应受赔偿的范围。

3. 起诉维艰的境外上市公司股东

随着我国资本市场的日益开放,境内投资者越来越多地持有境外上市公司的股票。随之而来的问题是,对于这些投资者的合法权益应当如何保护? 2009年的科龙电器案告诉我们,在现有的司法制度下,境外股股东的起诉会面临更多的困难。

2005年,证监会进驻科龙电器,正式对科龙电器的虚假陈述行为展开立案调查。2006年,科龙电器发布公告,宣布了证监会的《行政处罚决定书》。之后,部分投资者向广州中级人民法院提起诉讼。2009年,该案在法院主持下以调解方式结案。

该案中最高人民法院首次回应了H股投资者是否可在中国境内通过法院维护自身合法权益的问题。该案中共有四起H股股东提起的诉讼,最终都被法院驳回,驳回的依据是最高人民法院专门针对该案件作出的批复。该批复认为,科龙电器《章程》第23.1条规定,公司与股东之间发生争议,可选择中国国际经济贸易仲裁委员会或香港国际仲裁中心仲裁。这一约定是有效的,故科龙电器的H股股票不适用最高人民法院的司法解释。而科龙电器的这条规定完全与《到境外上市公司章程必备条款》第163条和《到香港上市公司章程必备条款》第9.1条的规定相同。也就是说,香港和境外其他地方上市的公司与股东之间的纠纷,只能提交仲裁,法院不受理此类案件。随着我国境外上市公司数量的不断增多,这可能并不利于保护投资者的利益。具体到科龙

案件中,科龙电器总股本中流通 A 股仅占 19.61%,而流通 H 股占到 46.33%,科龙虚假陈述事件中大部分的受害人被挡在了法院大门之外。

不过,对其他境外理财产品的投资者而言,2009 年年底的诉永隆银行案可能会让其感受到一点点的希望。虽然该案尚未审理结束,不过,上海浦东新区人民法院 2009 年 12 月 14 日出具民事裁定书,驳回永隆银行关于该院没有管辖权的诉求。法院的受理让我们看到境外理财产品持有人在我国维权之路的开始。

4. 尴尬的内幕交易侵权诉讼

修订后的《证券法》规定,因内幕交易、操作市场行为给投资者造成损失的,行为人应当依法承担赔偿责任,法院也应该受理此类诉讼。然而,潘海深案让我们看到,这扇正徐徐打开的法院大门可能会遇到不少的障碍。

2008 年,证监会认定潘海深在任职大唐电信期间存在内幕交易行为,并对其进行了行政处罚。投资者陈先生买卖了大唐电信股票,发生了亏损,并发现权益受损的原因分别受到虚假陈述、内幕交易两方面的影响,因此,他委托律师向大唐电信提起虚假陈述的民事赔偿诉讼,同时,向潘海深提起内幕交易民事赔偿诉讼。这是我国第二例内幕交易民事赔偿诉讼,同时还是我国第一例基于同一行为同时提起虚假陈述和内幕交易诉讼的案例。

法院受理了该案,但法庭辩论中,被告对此提出了异议,认为 2001 年最高人民法院曾经出通知暂不受理内幕交易等证券欺诈案件,目前,该通知仍然有效。虽然法院系统根据新《证券法》认为可以受理内幕交易等民事诉讼案件,但此前的通知确实将法院置于非常尴尬的境地。解决的途径或者废除 2001 年的通知,或者跟虚假陈述一样,再出台一部司法解释,明确规定可以受理内幕交易、操纵市场等其他侵权行为而引发的民事赔偿诉讼。

5. 重叠的管辖权

2008 年 8 月,*ST 九发公布了证监会的行政处罚决定书。处罚决定书认定 *ST 九发存在“虚假记载”和“重大遗漏”两种典型的虚假陈述行为。9 月,*ST 九发的部分投资者向青岛中级人民法院提起虚假

陈述民事赔偿的诉讼。而在青岛中级人民法院受理这些起诉之前，

* ST九发的债权人已向烟台中级人民法院申请公司重整。

最高人民法院的司法解释明确规定了虚假陈述民事赔偿诉讼案件的管辖法院。然而,当作为特殊侵权类案件的证券虚假陈述民事赔偿案件与其他案件交织在一起时,如何确定管辖法院。* ST九发案涉及的是破产重整程序。根据《企业破产法》的规定,破产案件由债务人住所地人民法院管辖。而根据最高人民法院的司法解释,虚假陈述民事赔偿案件由被告所在的直辖市、省会市、计划单列市或经济特区中级人民法院管辖。从法律位阶上看,《企业破产法》的规定应当高于最高人民法院的司法解释。且《企业破产法》规定,一旦破产案件由债务人住所地人民法院管辖后,有关债务人的民事诉讼只能由受理破产申请的法院管辖。本案中破产案件的受理时间也早于虚假陈述民事赔偿案件的受理时间,所以依据《企业破产法》,毫无疑问应当由烟台中级人民法院受理。最高人民法院书面裁定中也作出了同样的结论。

* ST九发案告诉我们,未来处理管辖权争议时,受理时间和管辖权来源可能都是需要考虑的因素。

(二) 日显突出的时间问题

审理证券市场的纠纷时,大多数都会涉及不同时间点的认定问题。这不仅表现在侵权类民事赔偿案件的诉讼中,在证券类犯罪案件的审理中也同样会遭遇这个问题。这可能与证券市场是一个信息的市场,而信息的形成或者披露等都会涉及一个时点问题密切相关。在2009年发生的几起案件中,无论在民事还是刑事诉讼中,时点问题都日显突出,都成为了庭审争论的焦点。

1. 虚假陈述中的关键日期之争

2007年1月至2月初,杭萧钢构与中间商——中国国际基金有限公司就安哥拉住宅建设项目举行了多次谈判。2月13日,杭萧钢构与中基公司就安哥拉项目签署合同草案。而在前一天,公司董事长单银木在公司年度总结表彰大会上泄露了该信息,导致股价异动。同年4月,证监会发布针对杭萧钢构及其高管的《行政处罚决定书》。此后,投资者向杭州中级人民法院提起诉讼,并于2009年5月在法院调解下结案。

庭审中,原、被告对虚假陈述实施日、揭露日或更正日产生争议。争议的焦点集中在两个地方:(1)基于同一信息引发的多个行为是否属同一虚假陈述行为;(2)何谓虚假陈述行为。

被告在对虚假陈述实施日和揭露日进行辩论时都认为,在行政处罚决定书中认定的五个违法行为中,应该有三个不同的虚假陈述行为,分别有各自不同的实施日和揭露日。事实上,五个违法行为都是基于一个事实而产生,即杭萧钢构与中基公司签署的合同。如果将基于一个事实而产生的几个行为割裂开处理,不仅会增加司法的成本,也不利于法律的统一适用。最后和解中也将这五个行为视为同一个虚假陈述行为。

对于实施日,被告认为单银木的讲话不属于虚假陈述行为。这种理解显然是将虚假陈述局限在一个狭义的范围。根据《若干规定》,证券市场虚假陈述包括违背事实真相的虚假记载、误导性陈述,或者重大遗漏行为、不正当披露信息行为。而不正当披露就指披露义务人未在适当期限内或者未以法定方式公开披露应当披露的信息。单银木的讲话应该说就属于不正当披露信息的行为,应当属于司法解释中虚假陈述行为的一种。

类似对时间的争议还发生在大唐电信案中。2005年11月,证监会下发了关于对大唐电信公司进行立案调查的通知。2007年8月和2008年5月,证监会分别向大唐电信公司下发了《处罚告知书》和《行政处罚决定书》。6月,部分投资者提起诉讼。

不同于杭萧钢构案的争议焦点,大唐电器案的争议点集中在揭露日中的揭露应如何认定。大唐电信案的原告认为,在证监会的事先告知书只说大唐电信公司涉嫌虚假陈述,并不能算是真正的揭露。而被告认为,国外虚假陈述多发生在IPO阶段,很少发生在持续披露的环节。对此,法院应该从严把握,认定虚假陈述的揭露日为证监会进行调查的公告发布之日。最终,一、二审法院都采纳了被告的意见。这向我们表明了法院从严掌握揭露日的态度,只要存在信息的揭露,尽管这个揭露可能仍然是不全面的,揭露日仍以此日期确定。此前的科龙电器案中,在法官主持下达成的和解协议也体现了同样的态度,将揭露日确定为证监会进驻科龙电器公司开始立案调查的日期。因此,从2009年

发生的案例中我们可以进一步定义虚假陈述揭露日:只要有相关的行为,或者虚假信息部分公开,不管这个信息是否已经完整肯定地公布出来,都可视为虚假信息已得到披露。

2. 内幕信息何时成

董正青案在内幕交易形成时间的认定上具有典型性。2006年2月,广发证券确定采取借壳方式上市,由时任广发证券总裁的董正青主持开展借壳工作。同年5月中旬,董正青利用其掌握的广发证券借壳延边公路的内幕信息,向董德伟泄露该内幕信息,并建议其买入和卖出延边公路股票。同期,董正青还将该内幕信息泄露给赵书亚。董德伟和赵书亚均利用该内幕信息获利。该案一审认定董正青构成泄露内幕信息罪,董德伟和赵书亚构成内幕交易罪。被告上诉后,二审法院作出维持原判的判决。

董正青案件中最大的争议就是围绕内幕信息的认定问题。现行有关内幕交易罪的法律法规文件主要是《刑法》、《证券法》和证监会的《证券市场内幕交易行为认定指引》(简称《认定指引》)。《刑法》和《证券法》作为原则性的规定,并没有对内幕信息的定义等细节作出规定。目前,有关内幕信息的认定主要是依据《认定指引》进行。在《认定指引》中,内幕信息被定义为证券交易活动中,涉及公司的经营、财务或者对公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息。重大影响和内幕信息的范围在《认定指引》中都进行了细化。在董正青案件中对这两方面也都没有争议。备受争议的是内幕信息的形成时间问题。

本案法院认定的内幕信息形成时间是2006年5月10日,理由是2006年5月10日之前并没有形成一个具体明确的借壳目标。而2006年5月10日广发证券出台的《广发证券股份有效公司借壳上市》方案,确定了两个备选答案,并列出了详细的对比分析。被告对此提出当时内幕信息并不确定,不过二审法院认为内幕信息的基本特征是重要性和非公开性,确定性并非重要特征。法院的这一观点有待商榷。在一审法院的判决中有部分段落就集中于论证在2006年5月10日,借壳方案已经具有相当的确定性。虽然从内幕信息的定义中只能发现重要性和非公开性这两个特征,不过《认定指引》中也提到,内幕信息“形成

之时”的概念,应该就是指的确定性。

另外一个更值得思考的问题是:对于不同的内幕信息知情人而言,一个统一的形成时间是否合理?具体到董正青案件中,董正青作为可以直接掌控广发借壳进度和方向的内幕信息知情人,2006年5月10日,这样一个内幕信息的形成时间是否过晚?从法院认定的事实中可以看到,从2006年2月起,董正青就让董德伟大量买入延边公路的股份。而之后广发借壳方案中确实也按照董正青计划的一样,确定以延边公路借壳上市。5月下旬,董正青知道广发证券借壳延边公路基本确定后,为免被调查,要求董德伟立即卖出该股票。对于这样一个可以决定内幕信息内容的人而言,确定的这个统一的内幕信息形成时间是否合适?内幕信息的形成时间是否需要根据内幕知情人的不同而有所区别?这都是未来需要我们思考的问题。

结 语

处于新兴加转轨时期的我国证券市场,相应的法治工作将会被“市场实践”这架高速列车牵引着奔腾向前,已经驶入的2010年将是中国经济发展较为复杂的一年,证券法治前进的步伐应该更加坚定和执著。

展望2010年,在立法方面,《证券投资基金法》修订、推动《上市公司监督管理条例》出台等基础性制度建设、融资融券、股指期货和国际板等系列规则的制度创新以及《行政复议办法》等合规运行规则将成为重点;证券执法是一场驱邪扶正的持久战,整肃非法证券咨询行为、研究和惩治市场新型违法行为、制定证券犯罪行为的案件移送、内幕交易和市场操作的管辖和证据规则等将是重点工作;司法部门仍然会以保护投资者合法权益为核心推动证券法治建设,在审理总结个案的基础上,研究和探索新问题,制定和推出内幕交易和操纵市场等相关司法解释等将成为持续性的工作要点。

在前行中探索,在探索中完善,证券法治将在夯实根基、锐意创新的前进过程中,不断谋求新发展。