

【头条评论】

锚定投资者为本导向 需微观实施机制护航

杨孟著

股票市场的核心功能是融资和投资,衍生功能还包括财富管理 and 资产配置。在这四大功能中,有三项就与投资者相关。着眼于资本市场长效机制建设,强化投资者权益保护,乃资本市场高质量发展之基。锚定投资者为本导向,需微观实施机制护航。

今年4月,国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》,特别强调要把保护中小投资者利益落到实处,放在首位。今年“5·15全国投资者保护宣传日”,证监会集中发布《监管规则适用指引—发行类第10号》等10项与投资者保护相关的制度规则。投资者为本导向股票市场监管制度建设正在加速回归和复位。

经过长期的实践探索,监管机制经历了一个由弱到强,由流于形式到“长牙带刺”的漫长过程,这其中的奥秘就在于与之匹配的微观实施机制的多寡与完善程度。目前,我国股市投资者已达2.16亿,其中持股市值50万元以下的中小投资者占比90%以上,是一个典型的散户市场,须臾不可离开强监管的

悉心呵护。借鉴资本市场发达国家股市治理经验,我国的强监管微观实施机制应着力于集体诉讼制度、有罪推定原则和民事赔偿责任主体三大架构。

集体诉讼制度是强监管与股票发行准入方式市场化相匹配的“一体两面”重大制度安排。我国虽未建立集体诉讼制度,但按照《证券法》要求建立的集体诉讼制度已经具备了集体诉讼制度的某些特征,可视为集体诉讼制度的“初级版”。

从制度比较的角度看,代表人诉讼制度与集体诉讼制度尚有一定差距。一是前者要求只有报名参加者才能成为原告,而后者只要没有明示退出即为原告(默示加入);二是前者需要由确定的原告共同推荐产生代表人,而后者只需由律师作为代表人即可;三是前者一般只有少数人作为代表参加诉讼,一旦法院作出判决,只对已确定的原告生效,而后者则对所有没有退出者(申明退出)都生效。可见,无论从投资者保护范围、诉讼便利性,还是程序推进方面,集体诉讼制度都优于代表人诉讼制度。

从投资者保护的角度看,当受到侵权时,由于投资者人数众多、居住分散、

难召集等原因,实行集体诉讼制度更具现实意义。此外,就参与约束和股市治理正向激励两个方面,集体诉讼制度也优于代表人诉讼制度。

有罪推定原则被美国率先引入股票市场,在有效遏制股市内幕交易、财务造假、市场操纵等方面发挥了重要作用。以内幕交易为例,如有证据表明某行为人在相关交易之前掌握了内幕信息,监管当局即可推定该行为人的交易行为利用了内幕信息。否则,相关行为人就需提出未实际利用内幕信息的证据(举证倒置),才能免除罪责。著名的《萨班斯-奥克斯利法案》明确要求,享有信息优势的上市公司,在涉及有可能影响股价和市场波动的信息披露问题时,必须负起自证清白的法律责任。

内幕交易是困扰我国股市治理的一道难题。长期以来,监管层一直将内幕交易作为重点打击的对象,但由于该行为的认定取证难度太大,以致于实际操作过程大多流于形式。适时引入有罪推定原则,将有助于破解这一难题。

作为有罪推定原则的互补性制度安排,“吹哨者”制度也值得借鉴。美国《多德-弗兰克法案》规定,在举报成功

查办的案件中,举报人有权获得超过100万罚金的10%-30%。实践证明,在举报重奖激励下,越来越多的公司高管和知情者加入到“吹哨者”行列。

明晰民事赔偿责任主体,也即将公司相关责任人(实际控制人和董监高等)明晰为民事赔偿的责任主体。其质是将股市治理的重点放在规范“人格化”上市公司行为——公司相关责任人行为上。目的在于揪出“台前木偶”的背后“提线者”,让真正的“提线者”付出倾家荡产、坐穿牢底的沉重代价(如美国的世通案,对其CEO、CFO和其他4个责任人罚款2700万美元,并判处32.4年的监禁)。唯有如此,才能对“提线者”产生强大的震慑作用。

在司法实践中,那种将“法人”作为民事赔偿责任主体的做法,即有悖于法理逻辑,又有损于股市治理绩效,更背离了投资者为本理念。因为投资者的自身所得(赔偿款),就来自于自身的所失(股东权益)。这种将公司相关责任人造成的损失“法制化”给“人格化”的公司法人,进而最终“转嫁”给投资者个人承担的做法,无异于在胁迫投资者为公司相关责任人“道逼法外”买单。

【商道论衡】

欧美对华的技术封锁 会有效吗?

韩和元

9月5日,美国商务部工业与安全局宣布了一项临时最终规则,加强了对量子计算和半导体制造设备等关键技术的出口管制。9月6日,荷兰政府也与美国的出口管制政策保持一致,对所有光刻设备等半导体技术的出口实施了审批程序。这一系列措施,主要针对包括中国在内的竞争国家。

这一措施其实并不新鲜,它不过是欧美对华技术封锁战略很小的一环。那么现在的问题是,欧美对华的这种技术封锁政策,能否实现其目的? 我个人的看法是,就短期而言,受此影响,中国在获取先进的半导体生产和制造技术可能会面临更多的困难,导致中国半导体产业链的不稳定性增加,尤其是在关键原材料和设备的供应链上。但长期来看,在外部技术获取受限的情况下,中国会更加坚定地投入资源,进行自主研发和技术攻关,以减少对欧美外部技术的依赖。可以确定的是,欧美对华出口管制不仅不能阻止中国技术进步,而且还会损害欧美自身的经济。限制措施最终伤害的是中国之外的那些企业的利益,因为它们被自我排除在了一个世界最大的芯片市场之外。

事实上,早在2021年4月,涉事企业荷兰ASML的CEO温宁克也表达过类似观点,他认为:“如果你(欧美)采取出口管制措施将中国市场拒之门外,这将迫使它们争取技术自主权。”他甚至认为,在15年的时间里,中国将能够做出所有的这些东西。于欧美供应商而言,到时这一市场也将彻底消失。这绝非温宁克基于公司利益而做的恐怖营销性表述,因为中国半导体发展实践确实证实了这一点。

美国政府对华启动事实上的出口禁令已有5年,这5年里美国政府一直在采取遏制中国芯片技术的措施。不过,实际效果很少被讨论。据日本经济新闻社报道,日本有家名叫“技术解析公司”的半导体调查机构,为弄清楚在出口禁令下中国半导体领域的发展情况,于是便买来了一台华为今年

4月份上市的最新款智能手机Pura 70 Pro进行拆解研究,研究结果却令日本人大吃一惊。用“技术解析公司”社长清水洋治的话来说,“中国芯片的发展水平比想象中的还要高。现在中国在半导体领域的实力,恐怕也就只比业界龙头台积电落后个3年左右。”

更重要的是,历史经验也证明,太阳底下从来没有新鲜事。今天中国遇到的种种,当年的英国、美国、荷兰也都遇到过。

譬如,拿破仑大帝当年就对英国进行过一轮旷日持久的大封锁。美国已故著名经济学家奥尔森系统研究了拿破仑战争期间,法国对英国大封锁的情况。这一研究成果,集中体现在他那本1963年由杜克大学出版社出版的著作《战时短缺经济学》一书中。

诚如供给学派代表人物阿瑟·拉弗所评价的,这本著作可以说是研究一国对他国实施经济封锁造成的经济和社会影响的经典范例。在该书里,奥尔森写道,如果按照食品进口量这一标准来予以衡量,那么,法国于战时对英国所实施的食品运输的封锁,无疑是异常成功的。因为在该时期,英国的食品进口量确实大幅下挫。但问题在于,英国很快就对法国的封锁做出了相应的调整——英国人采取了建立现代农业生产体系,促进农业生产及杜绝浪费等举措,来予以应对。

奥尔森还写道,由于替代的可能性,英国在应对封锁造成的短缺时,并不像拿破仑所想象中的那么僵化。它们有相当强的能力,来替代那些短缺的商品。更为值得注意的是,这种替代不只是通常意义上的替代,即以某种替代品取代供应短缺的商品,就如同玉米替代大米。它的这种替代事实上更彻底,即英国人通过调整自己的生产和消费模式,来替代了先前的短缺。

同样,当年的美国、荷兰、法国也曾遭遇英国对它们所施加的技术大封锁,最后也以英国失败告终。现在,球被踢到我们中国这一侧了。我相信,这一次,欧美对华的技术封锁同样会以失败而告终。

【资本策论】

应切实将市场操纵民事责任落到实处

熊锦秋

近期,市场操纵民事赔偿案例逐渐增多,法院多是判决操纵行为人需承担民事赔偿。笔者认为,应切实将市场操纵的民事责任落到实处。

比如,9月5日文峰股份发布公告,公司收到南京中院送达的《民事判决书》,就原告刘某某等4名自然人投资者与徐翔、徐长江、文峰股份操纵证券市场责任纠纷一案作出一审判决,要求被告徐翔、徐长江赔偿1102627.55元,文峰股份对上述赔偿义务承担连带责任,并在实际承担责任后有权向被告徐翔、徐长江追偿。

《证券法》规定了操纵者的民事赔偿责任,不过此前对操纵行为人成功追偿的公开案例并不多,基本只有个位数,原因包括对操纵行为与损害后果之间的因果关系认定、投资者损失的认定等,这些都是难点问题。

对市场操纵行为人追究民事责任,是立体化追责的重要一环,有利于提高违法成本、震慑违法违规者。各地法院对市场操纵案的审理,不可避免涉及上述问题的解决,而这将为制订市场操纵民事赔偿司法解释提供有益参考。

总结此前案例的成功经验,笔者认为,在操纵行为与损害后果之间的因果关系认定方面,也应与虚假陈述一样,适用推定因果关系,这有利于减轻投资者诉讼负担,维护投资者合法权益。也即如果投资者能证明行为人实施了证券操

纵行为,投资者在诱导型市场操纵实施期间买入(或投资者在打压型操纵期间卖出)且无反向交易(或反向交易不平等),法院应当认定原告的投资损失与市场操纵之间存在因果关系。当然,操纵行为可提出反证,证明投资者明知或应知市场操纵而交易,或出于其他目的而交易,则其中因果关系不成立。

在投资者损失认定方面,主要涉及操纵行为开始日、结束日以及操纵影响消除日的认定,另外还有股票拟制真实价格的认定。操纵行为开始日、结束日一般在证券监管部门的行政处罚决定书中会有明确,至于操纵影响消除日,笔者建议可明确为操纵行为结束后的第30个交易日。

至于被操纵股票的拟制真实价格,是指剥离操纵行为影响后的股票正常价格,投资者以操纵之后的价格参与交易是产生损失的主要原因。拟制真实价格的计算,可以参考操纵行为起始价格、其间指数表现、其间重大事件,通过建立适当模型进行计算。

计算市场操纵的投资者损失,法院可委托第三方专业机构。投服中心作为受证监会直接管理的投资者保护机构,其公益性、专业性和权威性,应是其它机构难以比拟的,投服中心出具的损失核定结论或比较容易得到纠纷双方认可,建议投服中心可针对市场操纵席位,加大投资者损失认定软件的开发力度。

值得指出的是,对市场操纵的民事追偿,应放在优先位置。《证券法》规定,

违反本法规定,应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款、罚金、违法所得,违法行为人的财产不足以支付的,优先用于承担民事赔偿责任。另外,2022年7月证监会《关于证券违法行为人财产优先用于承担民事赔偿责任有关事项的规定》规定,受害投资者可请求将违法行为人因同一违法行为已缴纳的罚没款用于承担民事赔偿责任,不过这需要以相关主体支付行政处罚款为前提,有关各方应加大强制执行力度,推动违法主体按期缴

纳行政处罚款。

在市场操纵案中,利益受损股民往往成千上万,这方面也可考虑适用集体诉讼机制。2020年最高法院《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》,其中明确普通代表人诉讼和特别代表人诉讼适用于因虚假陈述、内幕交易、操纵市场等行为引发的诉讼。有关各方可推动更多案例适用集体诉讼机制,这将可最大限度保护投资者利益、维护市场平稳运行。

冀望做优做强 券业掀起并购潮



诗曰:

券业并购掀新潮,国泰君安放大招。
供给侧发改革令,排头兵唱奋进谣。
提质增效补短板,见贤思齐谋良效。
金融强国是战略,行稳致远莫心焦。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

【人生风景】

茶里有乾坤

王焕城

笔者这几年嗜好喝茶,每天必泡一壶,但对于茶道了解甚少。前段时间心血来潮拜读《茶经》,终于对茶有了深度了解。

唐代“茶仙”陆羽经过十余年实地考察,走遍全国三十几个州,搜集上千条轶事,历经五年著作,又经五年增补修订,终成这世界上第一部茶学专著——《茶经》。

《茶经》共三卷十篇,对茶的来源、种植、制作、用水、煮法、器皿都做了介绍,堪称一本茶类百科全书。《茶经》首次把中国儒释道的思想文化与饮茶过程融为一体,讲求中庸之道和道法自然,适度和天人合一。直到如今,日本的茶道也深受这本书影响。

茶道名家说,茶,无酒之烈,无糖之甘,无药之苦。茶从采摘、做青、揉捻、焙火、冲泡,直至被饮入腹中,可谓经历万般磨难;茶叶经沸水冲泡,身上尘嚣荡涤一清,可谓洗净铅华;茶之香味由浓转淡,正如繁华散尽万事皆空的人生真味。

在我看来,对日常生活的诸多描述中,最俗的要算“柴米油盐酱醋茶”,比较文雅的是“琴棋书画诗酒茶”,但无论雅俗,中国人的生活都离不开茶。茶集结了待客之道和休闲养生,文人墨客也喜欢为茶打趣:从茶字的分拆看,由“草”头和“人”“木”三部分构成,而“人”居中,立于草木之间,寓意人与大自然亲密无间,喝茶便有了体味自然之意。

就茶的功效看,历代“本草”类医书在提及茶叶时,都说茶叶有止渴、清神、利尿、治咳、祛痰、明目、益思、除烦去腻、驱因轻身、消炎解毒等功效。现代的研究也表明茶叶含有茶多酚、咖啡因等成分,具有提神醒脑、抗氧化、降血脂等作用。适度饮茶有独特的意义。

【创业漫谈】

从金牌分析师施毅远赴非洲创业说起

蔡恩泽

近日,浙商证券研究所副所长施毅离职及跨行创业之举,犹如一颗投入平静湖面的石头,在业内激起层层涟漪。

施毅本科就读于中央财经大学经济数学专业,硕士就读于纽约大学,拥有深厚的学术背景。在海通证券研究所任职10余年,五次上榜新财富最佳分析师评选,斩获多项殊荣。然而,在证券公司打拼多年后,他或许感受到了职业发展的瓶颈,便选择离开熟悉的金融领域,远赴非洲创业,寻求新的挑战与机遇。

非洲作为新兴市场,具有巨大的发展潜力。施毅曾深入研究非洲有色金属领域,撰写多篇实地探访非洲有色金属的报告,对非洲的矿产资源分布和市场情况有着深入了解。虽然最初坊间猜测施毅可能从事和老本行相关的矿产投资,但最终传出他将与家人一起在非洲卖化妆品。

施毅跨行创业也是出于行业竞争与个人规划的综合考量。时下金融行业竞争激烈,券商研究所的规模虽在持

续扩大,但分析师人数、销售人数、研报数量等的增长也带来了更大的竞争压力。降佣和降费成为当下行业人员动荡的催化剂,这也可能促使施毅重新审视自己的职业道路。同时,个人对于职业的规划也不仅仅局限于传统的金融领域。施毅可能希望通过跨行创业,实现个人价值的更大化,拓展自己的人生边界。

不过,施毅跨行创业面临的挑战与困难不可小觑。

首当其冲的是文化差异与适应问题。非洲与中国在文化、风俗习惯、商业环境等方面存在巨大差异。施毅作为一个来自中国的创业者,需要花费大量时间和精力去适应非洲的文化环境。虽然非洲化妆品市场具有潜力,但目前市场相对较为空白,消费者对化妆品的认知和需求还需要进一步培育。此外,非洲的基础设施相对薄弱,物流配送、销售渠道等方面可能存在诸多问题,这也增加了市场开拓的难度。

还有法律与政策风险。不同国家的法律和政策差异较大,在非洲创业需

要面对复杂的法律和政策环境。同时,政策的变化也可能对企业的发展产生重大影响,需要时刻关注政策动态,及时调整经营策略。

此外,更有资金与资源压力。创业需要大量的资金支持,施毅在非洲创业面临着资金筹集、资金管理等方面的压力。人才、供应链等资源的获取也是一个挑战。在非洲寻找合适的人才、建立稳定的供应链,需要投入大量的时间和精力。

尽管如此,施毅跨行创业的意义显而易见。

意义之一:鼓励人才多元化发展。施毅的跨行创业为金融行业人才提供了一个榜样,鼓励他们勇敢地走出舒适区,探索不同的职业领域。

意义之二:促进新兴市场的开发与合作。施毅选择在非洲创业,将为中非之间的经济合作带来新的机遇。他的创业活动不仅可以促进非洲化妆品市场的发展,还可以带动相关产业的发展,如原材料供应、包装设计、物流配送等。同时,也为中国企业拓展非洲市场提供了借鉴和参考,促进中非之间的贸

易往来和投资合作。

意义之三:推动行业创新与变革。施毅的跨行创业行为对金融行业和化妆品行业都将产生一定的影响。在金融行业,他的离开可能促使其他分析师重新审视自己的职业选择,推动行业的人才流动和创新发展。在化妆品行业,他的加入将带来新的思维和理念,促进化妆品行业的创新与变革。例如,他可以将金融领域的数据分析和市场预测方法应用于化妆品市场,提高市场分析的准确性和科学性。

意义之四:激发个人创业热情。施毅的创业故事将激发更多人的创业热情。他的勇敢决策和坚定信念将激励那些有创业梦想的人勇敢地迈出第一步。在创业过程中,施毅将面临各种挑战和困难,希望他的坚持和努力将为其他人树立榜样,让更多人相信通过自己的努力和创新,可以实现自己的梦想。

值得关注的是,9月4日—6日在北京举行的中非合作论坛峰会全球瞩目。在此背景下,施毅以金融分析师的身份跨行远赴非洲创业,恰逢其时,更有独特的意义。