

全链条强力监管稳信心 资本市场出现积极变化

——刘士余履新证监会四个多月监管大脉络扫描

证券时报记者 程丹

2016年2月20日，刘士余火线上阵，出任中国证监会主席。四个多月来，刘士余极少在公开场合高谈阔论，而是以“锲石留印，抓铁有痕”的精神，带领新的监管团队做深做透加强监管和保护投资者权益两篇大文章，扎实完善资本市场制度建设，优化资本市场生态环境。

众多业内人士表示，当前正是推进资本市场改革的良好时间窗口，刘士余主席依法监管、全面监管、从严监管的理念正在通过一项项改革措施陆续落到实处。这不仅有助于建设一个融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到充分保护的资本市场，还有助于营造价值投资的市场氛围。

越来越多的投资者发现，A股市场正在悄然发生积极的变化。监管更接地气了，信号更清晰了，措施更得力了；市场逐步摆脱了下跌螺旋，运行趋于平稳，活力开始显现；投资者的信心正在恢复。尤为难得的是，监管与市场的互动开始产生了化学反应。

全面监管 保障改革措施落地

上任伊始，刘士余就向市场传递了监管思路，即依法监管、从严监管、全面监管和保护投资者权益，因为“只有监管才能保证改革的措施顺利实施”。

3月12日，在全国两会举行的记者会上，刘士余出任证监会主席后首次公开亮相，直指市场关切。

谈及新股发行注册制改革，他说：注册制是必须搞的，但是，至于怎么搞要好好研究。”他用两个“逗号”给实施注册制设定了两个前提条件，一是把多层次资本市场搞好，二是需要相当完善的法制环境，“注册制是不可以搞单兵突进的”。谈及股市异常波动期间的维稳措施，他打了个比方，就像一辆重载油罐车在下坡路上刹车失灵，轻则车毁人亡，重则引发森林火灾”，他强调当时紧急出手修正市场有必要，稳定了市场，为修复市场、建设市场、发展市场赢得了时间，并表态“未来较长时间内谈中证金退出还为时尚早”。谈及熔断机制的是与非，他首先肯定了政策推出时的合法合规性，同时指出，资本市场的制度安排重构要吸取世界上其他国家成功的经验，但是每一项改革必须牢牢地立足中国国情”。

这场记者会向外界传达了新的监管信号，明确了市场预期，为后续的改革推进赢得了良好的市场环境和舆论支持。”海通证券副总裁、首席经济学家李迅雷表示，刘士余的表态传递出“在推进资本市场重大改革前需及时填补制度漏洞”的信号，为日后的健全制度、加强监管、防范风险等各项监管工作有序开展埋下了伏笔。

这是迄今为止刘士余唯一一次在公开场合系统地阐述他对资本市场诸多焦点问题的看法。一位投资者表示，刘主席的回答给市场吃了颗定心丸，廓清了资本市场改革思路，体现了监管层呵护资本市场的意图，有助于提升投资者对A股市场的信心。

四个多月来，A股市场运行逐渐趋于平稳。受益于供给侧改革，供给端产能收缩，大宗商品价格指数强势反弹，A股利润有所回升，股指波动趋于平缓，虽然指数从年初至今仍有部分下跌，但出现正收益的个股也有500余只，占股票总数近1/5，而近两个月以来创历史新高的股票数量也有80余只，市场结构性行情比较明显。

看来，刘士余的话，市场听进去了，信心稳了。信心稳，市场自然稳。

全链条扎紧 各项制度篱笆

两会“首秀”之后，刘士余再未出现在媒体的聚光灯下，证监会的几位副主席偶有公开言论，谈及了监管的思路和方法。从其中可以看出，在如何

建立“基础制度扎实、市场监管有效”的资本市场方面，证监会下了番功夫。”银河证券首席策略分析师孙建波表示。

证监会副主席姜洋在陆家嘴论坛上的讲话，开篇即谈“新时期建设资本市场需要把握好几个重点”，其中，夯实市场基础提高服务能力被摆在首要位置，提高上市公司质量，进一步优化信息披露和完善公司治理，规范大股东行为，严格依法执行强制退市制度，推进并购重组市场化改革，加强对“忽悠式”重组、“跟风式”重组等的监管，成了资本市场“脱虚向实”的主要落脚点。

从5月份开始，证监会着手对并购重组全链条式从严监管。从规范红筹股回归打击“炒壳”行为、对跨界重组“一事一议”，到出台《上市公司重大资产重组办法》压缩炒卖“壳壳”、“垃圾壳”的牟利空间，再到明确重组募集配套资金不能用于补充上市公司流动资金，遏制业绩变脸，这一系列举措都逼着上市公司必须规范运作，老老实实做好主业，打击概念炒作和短期投机。

据不完全统计，在《上市公司重大资产重组办法》征求意见稿出台的半个月时间里，已有近20家企业发布了终止重大资产重组的公告，终止重组的原因包括“我国证券市场发生了较大变化”、“当前市场环境发生变化”、“宏观经济环境及政策变化”、“证券市场环境、政策等客观情况发生了较大变化”等。虽然多数上市公司终止重组原因表达得比较含蓄，但也有上市公司直接指出终止重组的原因是“国内证券监管政策发生了较大变化”。由此可见，重组新规正在发挥着威力，一些自认为难以达到政策要求的企业开始退出并购重组市场。

上海证券分析师虞婕说，近几年，资本市场借壳上市炒作盛行，“炒新、炒小、炒差”的投机氛围损害市场健康发展，监管层通过多种手段引导上市公司规范运作，有利于上市公司通过正常的并购重组提高质量，推动行业整合和产业升级，同时，减少套利空间，促进资金流向实体经济。

除了加强并购重组监管，在IPO排队企业疏导方面，证监会也采用了市场化改革的方法。

截至6月30日，证监会受理首发企业达到894家，再创历史新高，按照目前每个月发行不到20家的速度，仅存量排队企业消化完就需要数年时间。为了疏导IPO排队拥堵、打击IPO欺诈发行及虚假披露，证监会加强了对IPO各个环节、各类主体、各种违法行为的监管执法。

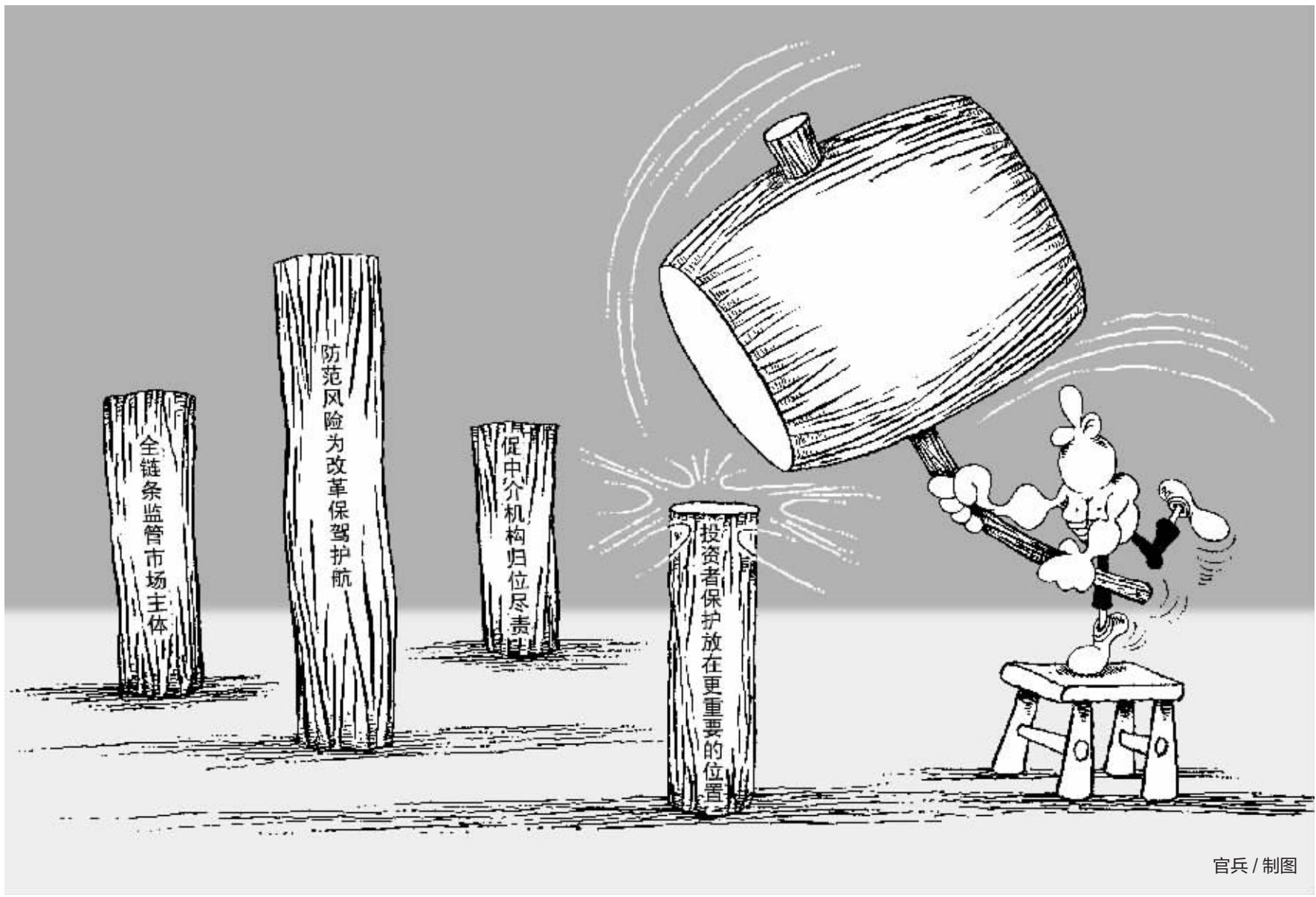
一方面，有17家首发企业被终止审查；另一方面，开展了IPO欺诈发行及信息披露违法违规专项执法行动，此次执法行动全面覆盖发行人、控股股东和实际控制人、中介机构等各类主体，全面覆盖不披露、不及时披露、虚假披露等各种违法行为。需要强调的是，这并不是今年以来证监会首次向IPO违法违规“开刀”，此前证监会集中查处6家审计评估机构，严肃追究欣泰电气及其中介机构违法责任，截至目前，兴业证券因涉嫌欣泰电气造假上市被立案调查，其所保荐的所有项目都被按下暂停键。

与之前不同，本轮监管证监会着重强调了中介机构的责任。这是提纲领的监管手法。”武汉科技大学金融证券研究所所长董登新指出，资本市场上活跃着证券期货经营机构、会计师事务所、律师事务所以及资产评估师事务所等重要中介机构，它们的执业质量和运作水平直接影响着整个市场的健康稳定运行，它们是否勤勉尽责关系到每个投资者的利益，作为资本市场的“看门人”和规则的熟悉者，有义务也有责任确保项目合法合规。

防范风险于青萍之末

去年股市的异常波动，让不少投资者心有余悸，也让刘士余在履职证监会时感慨“担子很重”。

董登新指出，我国资本市场不成熟的交易者、不完备的交易制度、



官兵 / 制图

不完善的市场体系、不适应的监管制度，在抵御跨市场、跨行业的风险方面存在着监管漏洞，监管不适应、监管不得力成了摆在监管层面前无法回避的问题。

为了防患于未然，姜洋给出了监管思路，即把风险防控贯穿于产品设计、市场建设、改革举措等各个环节，切实关注单一业务、单一产品、单一机构的风险外溢问题，当前要在维护市场平稳运行的基础上，规范互联网股权融资活动，防范私募基金、股权众筹等领域的风险。”

证监会副主席李超也指出，私募行业在发展过程中暴露出不少问题，如在基金募集环节，不时出现变相公开募集，突破合格投资者标准；部分私募基金基金和房地产基金备案为股权投资，但在负债端向投资者承诺高额固定收益，部分管理人机构在资金链断裂后“跑路”，导致投资者损失无法挽回等。

自今年4月份开始，监管机构和相关自律组织加大了对私募基金的监管。先是针对违规运作时有发生、非法集资呈频发态势、合规意识薄弱等问题，相关部门对私募证券基金、私募股权基金和创业投资基金进行备案，后就私募基金管理人的专营性和合规性、从业人员资质和基本的展业保障等方面提出规范性要求，并建立起“机构自查、随机抽查、专项检查、个案检查”在内的立体式现场检查制度，构建私募基金突发事件应急处置机制。

仅上半年，就有喆麟基金、中融金城、穗富投资等三家私募机构因违反投资者适当性制度、违规承诺收益等违法行为被证监会开具行政处罚书。李迅雷指出，私募行业鱼龙混杂，风险较大，不合规的私募基金极大损害了投资人的利益，当前对私募的监管补齐了短板，只有把不合规不合法的私募机构清除出场，才能引导真正专业、规范的私募机构开展业务。

在互联网股权融资方面，证监会也加强了风险管控。证券时报记者了解到，各地证监局在5月份和6月份先后向辖区内的各证券期货经营机构下发了通知，要求各机构对于互联网企业合作开展业务情况进行全面自查整改，自查整改结束后，证监局将抽取辖区部分机构进行现场检查。

具体来看，证券公司与互联网企业合作的自查整改要点为，未严格根据了解的客户情况推荐合适的产品或服务；强化信息披露和风险揭示的有效性不够，接入外部信息系统未严格依法履行相应的审查义务，为场外配资违法活动提供便利等。对于私募基金，证监会要求，一律不得向合格投资者之外的单位

和个人募集资金，也不得通过报刊、电台、电视台、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会等方式向不特定对象宣传推介。

董登新认为，互联网业务创新从无到有，在野蛮生长过程中出现了不少风险点，如高杠杆场外配资在互联网融资平台上被快速发酵，给市场平稳运行带来了隐患，眼下就是要规范发展资本市场的“互联网+”，正确认识互联网股权融资未来的发展前景以及合理性，在留给行业适度创新空间和包容度的同时强化监管手段。

此外，在证券公司业务多元化、风险日益复杂化的背景下，监管层修订了《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则，主要是对以净资本为核心的风险控制指标制度的修改完善，通过风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标，构建证券行业的风控指标体系。孙建波指出，当前的监管是从长远出发，以促进证券行业，乃至资本市场平稳健康发展的高度来考虑问题的，而不是以“为了给券商加杠杆”或“业务扩容”为目的，因此，监管的指向越来越具体，且更有针对性了。

从严稽查执法 震慑违法违规

有心人会发现，每周五证监会的例行新闻发布会上，新闻发言人都会公布近期对相关案件的立案调查和行政处罚情况，这已成为发布会上的“例案”。

证监会副主席方星海曾公开表态，要加强监管执法，严肃追究相关主体和当事人的法律责任，强化全面监管，加强一线监管和自律监管，强化券商、会计师、律师、评估师及其他中介机构责任落实，坚持从严监管，持续保持对内幕交易等各类违法违规行为的高压严打态势。

所以，不管是常见的内幕交易、市场操纵和信息披露违法违规，还是新型的编造传播虚假信息、误导性信息案和私募基金公司违规案，都进入了稽查执法的视线之内。总体来看，监管部门的要求就是对严重违法违规者要始终保持高压态势，全面提升行政、刑事处罚幅度，让违法违规者、弄虚作假者付出高昂代价，不断提高执法威慑力。

统计数据显示，今年上半年，证监会受理涉嫌证券期货违法违规线索338起，启动初步调查案件241起，新立案案件138起，新立涉外案件76起，冻结涉案资金20.13亿元；同时，证监会对88起案件作出处罚，作出行政处罚决定书109份，较去年同期增长84.75%，罚没

款共计25.54亿元，作出市场禁入决定书4份，对7人实施市场禁入，其中2人被实施终身市场禁入。

值得注意的是，内幕交易案件除主板市场易发多发外，新三板市场案件不断上升，内幕信息涉及资产重组、非公开发行、控制权变更、高送转等多种题材；操纵市场案件在传统主板市场持续攀升，在期货市场、新三板市场、债券市场以及沪港通等领域不断出现；信息披露违法违规案件全面覆盖主板和新三板市场的IPO、挂牌、定期报告、临时报告、并购重组各环节；基金、保险、券商、资管、银行均出现利用未公开信息违法案件，部分领域案件持续高发。

为打击各类违法违规行为，监管部门善用重典。主板企业博元投资因涉嫌违规披露、不披露重要信息罪和伪造、变造金融票据罪，2015年3月被移送公安机关，博元投资暂停上市，今年5月终止上市；中鑫富盈、吴峻乐操纵“特力A”等股票案罚没金额超过10亿元；新三板企业参仙源通过隐瞒人参采购、销售时少计成本，以及通过不公平的关联交易虚增收入的方式虚增利润，被处以60万元顶格罚款。

董登新预计，未来稽查执法的力度还会加强，将严重违法违规者清除出资本市场将成为常态，不过当前仍存在违法成本低、执法手段不足等问题，需推动出台一批对规范市场行为、整顿市场秩序有重大影响的法律法规，并在单纯依靠行政机力量以外，建立起监督网，让投资者、民间力量共同加入到对资本市场违法违规行为的打击中来。

实实在在 保护投资者权益

刘士余上任后虽然话语寥寥，在鲜有的几次公开亮相和发言中，却多次提及保护中小投资者的合法权益，比如“将尽自己所能，忠于中华人民共和国法律，保护股民合法权益”，“只有保护好中小投资者的权益，才能促进资本市场稳健发展”，“中国资本市场将更加注重法制建设，防范化解经济金融风险，更好地保护投资者合法权益”，等等。保护投资者合法权益成为依法监管、全面监管、从严监管的出发点和落脚点。

具体到制度规则方面，一方面，证监会建立健全统一的投资者适当性制度，督促证券期货经营机构等中介机构加强适当性管理，把好市场入口关，确保将适当的产品销售给适当的投资者。今年上半年，在私募基金的销售、互联网证券类的管理、新三板投资者门槛设定等方面，监管层屡次强调要严控将高风险产品卖给普通投资者，特别是在新

三板市场，全国股转公司不定期地开展投资者适当性管理现场检查，检查中长城证券因在投资者适当性认定及开通投资者权限方面存在违规行为被全国股转公司采取了出具警示函、责令改正的自律监管措施。

另一方面，证监会加快健全多元化纠纷解决机制，加强投资者风险提示，引导投资者理性参与交易。当商品期货市场呈现过度投机态势时，当私募产品以各种形态出现在投资者面前时，当新型场外配资活动有所抬头时，监管层多次通过发布会、投资者保护专栏、12386热线等形式向投资者传递风险警示信息，特别是中国资本市场首批13家国家级证券期货投资者教育基地正式授牌，更是开启了证监会全面保护投资者的序幕，当前，证监会投保局和投保基金公司、投资者服务中心“一体两翼”的投保体系已经成型，未来随着各类权益纠纷解决机制的完善，投资者合法权益的保护将更加全面。

此外，为了与投资者更好沟通，在此前已经加大信息公开的基础之上，今年上半年证监会持续加强与市场的沟通交流，诸多热点和敏感问题，证监会例行发布会上都能找到答案，而对于即将推出的监管措施，证监会也基本会给出明确预期。

以证监会定期公布终止审查首发企业情况为例，6月份证监会首次公开相关情况并将审核中关注的主要问题逐一向市场列明，增加了发行部工作的透明度，也让投资者更加了解审核规则。申万宏源证券首席宏观分析师李慧勇认为，这一举措有助于市场理解监管意图，资本市场是有效配置资源的场所，充分的信息披露是实现市场公开、公正、公平的重要前提，在监管层要求市场各主体注重详尽信披的同时，监管层也从自身出发，加大政务公开力度，做到监管工作尽可能完整披露，这是强化社会监督、市场监督和舆论监督的重要工作举措，有利于营造良好的市场发展环境。

清华大学国家金融研究院联席院长李剑阁表示，证监会主席刘士余上任以来，一直在推行各种各样的改革措施，纠正过去的一些偏差，特别是在加强监管、保护投资者利益、打击资本市场的犯罪行为 and 违法违规违纪行为上，做了很多工作，而且做得很好。

李剑阁建议，下一步要逐步恢复资本市场的融资功能，如果资本市场只是一味地维护股价，放慢新股发行节奏，股市就变得只有交易功能，没有融资功能。

相信证监会在对资本市场完成一系列整治之后，首要任务就是要恢复股市融资功能。只有这样，资本市场才能真正和实体经济衔接起来。”