

沪港通交易机制下资本市场监管问题研究 ——以唐某博及其团伙跨境操纵市场案为例

饶 曦, 黄荔佳

(江西师范大学 财政金融学院 江西 南昌 330022)

摘要: 沪港通的运行是我国在促进资本流动和扩大投资渠道方面的一大进步,但在飞速进步的同时,监管的弊端也逐步暴露出来。通过分析唐某博及其团伙利用沪港通操纵市场一案,探讨了沪港通交易机制下内地和香港合作监管中存在的监管不严、执法漏洞等问题。对如何完善资本市场,尤其是对跨境资本交易的监管,从完善监管协调和共享机制、提高监管部门威慑力、健全资本市场法律法规、加强资本市场自身环境建设等方面提出相关建议。

关键词: 沪港通; 跨境资本; 资本市场监管

中图分类号: F830.9 **文献标识码:** A **文章编号:** 2095-0098(2018)04-0046-07

一、引言

沪港通,全称沪港股票市场交易互联互通机制,是指两地投资者委托上交所会员或者联交所参与者,通过上交所或者联交所在对方所在地设立的证券交易服务公司,买卖规定范围内的对方交易所上市股票,包括沪股通和港股通。沪港通自 2014 年 11 月正式启动后,给内地和香港的资本市场带来了新的变化,跨境资本的流动性更充足,人民币国际化更进一步。在当今脱虚向实的经济形势下,我国资本市场成长更加迅速,市场的容量和结构也在逐渐扩大,跨境资本的规模也随之上涨。2016 年至今,虽然我国针对银行票据业、不良资产、银行信贷、信托、保险资产和私募资产等业务活动相继出台了一系列的监管政策,但是发展中的资本市场仍然暴露出许多问题,例如,跨境操纵、忽悠式重组、信息披露和中介机构违规违法等一系列行为频发,资本市场的监管也迎来了新的挑战。

发生于 2016 年的唐某博及其团伙跨境操纵市场案更是暴露出资本市场上监管的不利。唐某博等人利用手中持有的大量非本人姓名的账户,使用多台电脑,以连续交易、盘中拉抬、对倒、虚假申报、大额封涨停等手段操纵市场,牟取暴利。证监会对此处以顶格行政处罚,罚没款合计逾 12 亿元,表明了监管从严的立场和决心。本文旨在通过此案探寻沪港通交易机制下资本市场的监管问题,并通过沪港通运行给资本市场监管带来的一系列影响展开深入研究,针对资本市场仍然残缺的监管问题,以及在金融创新前提条件下有效监管资本市场提出相关的建议。沪港通交易机制下的买卖交易过程见图 1。

二、国内外研究现状

自沪港通开通以来,运行时间较短,有关沪港通交易机制监管问题的研究文献较少,大多数文献都是探讨沪港通对资本市场的积极意义,侧重于研究沪港通对资本市场的影响,以及对两地股价差异的影响,主要表现在以下几个方面:

收稿日期: 2018-05-22

作者简介: 饶 曦(1964-),女,江西临川人,副教授,研究方向为资本市场及监管、审计理论与实务;
黄荔佳(1995-),女,江西南城人,硕士研究生。

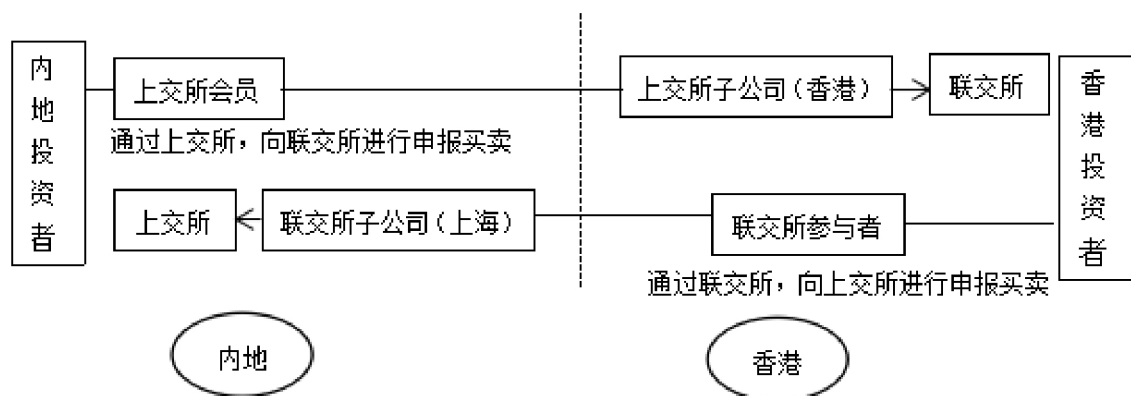


图1 沪港通交易机制下买卖交易过程图

（一）促进了境内外资本市场融合

大多数学者认为沪港通对资本市场具有积极意义,其代表是东方证券首席经济学家邵宇、申万研究所的桂浩明和安徽财经大学金融学院的李欣。邵宇(2014)认为沪港通能促进人民币国际化,推动资本项目的开放,最终带动我国资本市场的进一步开放^[1]。桂浩明(2014)认为开设沪港通不仅是为了向人们提供基于两地股价价差带来的投资机会,其最大的意义是通过实现市场的直接开放,来推动并促进境内市场与境外市场的接轨^[2]。李欣(2015)认为沪港通在推进内地资本市场开放、人民币国际化、跨境投资渠道的拓展以及国内金融监管与国际化接轨方面具有重大意义^[3]。

（二）提升了资本市场开放速度

沪港通的开通既是一种金融创新行为,也是加快资本市场开放速度的途径,同时对资本市场产生了巨大的冲击。相对国内资本市场,国外资本市场开放程度更高,因此国外学者主要研究如何维护资本市场的可信性和可靠性。Jonathan Macey(2010)探讨了声誉、高效资本市场和资本市场监管在保护和创造经济价值方面的作用^[4]。

国内学者侧重研究沪港通如何促进国内资本市场改革。以杭州金融研修学院的张国云、李旭涛(2015)为代表重点研究沪港通是如何促进国内资本市场改革^[5],他们认为在全球市场下,不论是沪港通,还是未来有望推出的深港通,都将倒逼中国加速资本市场改革,并在短时间内进一步完善自我,以更健康、更开放和更自信的姿态迎接挑战^[6]。

（三）加快了跨境资本流动速度

随着沪港通的运行,资本市场上跨境资本流动速度会有所加强,国内主要研究沪港通实施后对跨境资本流动性的影响。国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松、海通国际证券集团有限公司张信军(2014)侧重于研究沪港通实施后对跨境资本流动性的影响^[7]。他们认为沪港通的运行会吸引更多跨境资本,而跨境资本南下流动的可能性很大,同时也会使两地交易额和市值有所提升;人民银行高邮市支行陈岭(2015)认为沪港通是一种金融改革,其运行会降低跨境资本流动的成本,从而促进两地资本交流速度,最终加快国内资本向国际资本跨越^[8]。

（四）文献述评

通过分析上述学者对沪港通交易机制及其对资本市场影响的研究,我们不难发现沪港通,能借助与国际资本市场接轨达到对自身资本市场进行深化改革的目的。沪港通对我国资本市场国际化发展具有重要促进作用,对促进我国跨境资本流动有深远的影响。当我们迎来新的机遇和创新时,需要有完善的监管体制、成熟的资本市场做为支撑,以加强资本市场的稳定性。但是目前专家学者针对沪港通交易机制下资本市场监管问题研究甚少,我国资本市场仍不太成熟,其监管也存在一定的漏洞。

三、唐某博及其团伙操纵市场案例分析

(一) 案情回顾

2016 年底证监会查获了一起利用沪港通跨境实施操纵市场的典型案件。案件经过如下: 在沪港通开通的两年期间内, 唐某博及其团伙于 2016 年 2 月 4 日至 6 月 23 日利用沪港通跨境操纵市场。唐某博及其团伙在 2016 年之前也曾因为类似原因被证监会调查和处罚。此次, 唐某博及其团伙转移至香港, 采用相同手段, 对内地“小商品城”、“同花顺”、“杰赛科技”、“广发证券”、“新希望”和“博云新材”五只股票进行跨境操纵, 获取巨额利润, 金额达 2.5 亿元^①。

唐某博及其团伙的操纵行为具有明显的共同特征: 通过各种非法手段获得大量不同账户, 隐蔽行踪, 在各地利用不同网络地址进行交易, 唐某博及其团伙行踪散布全国各地, 加大了监管搜索难度, 同时利用连续交易、盘中拉抬、对倒、虚假申报、大额封涨停等手段影响股价波动, 从中牟取暴利。唐某博及其团伙在 2016 年 2 月至 6 月期间操纵市场, 于 2017 年 3 月被证监会查处, 判定了唐某博及其团伙的违法行为, 对其处以顶格行政处罚, 罚没款合计逾 12 亿元^②。

(二) 案件对资本市场的影响

唐某博及其团伙通过绕道沪港通实施市场操纵, 利用其名下香港账户反向操纵市场。唐某博等涉案人员早在 2010 年就因为类似行为受到处罚, 但处罚力度较其非法获利而言太轻, 使得唐某博及其团伙转移战场、逃避监管、以相同的手段从境内到境外屡次犯案, 影响了正常的股票交易和股票价格, 侵犯了投资者的利益, 对资本市场的稳定造成了极其恶劣的影响, 具体表现为:

1. 拉抬股价, 误导投资者

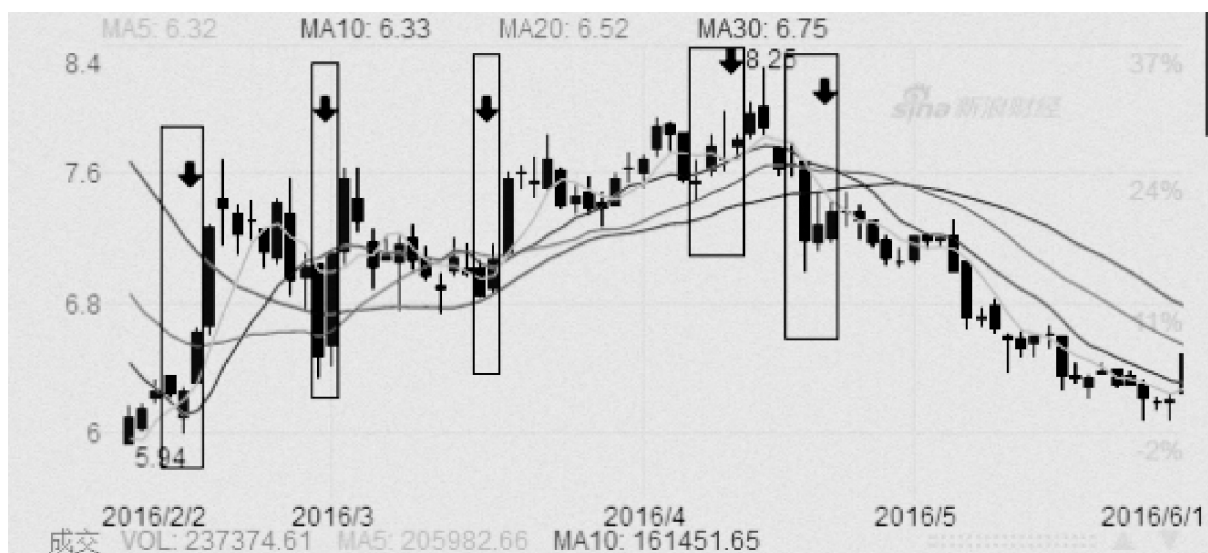


图2 唐某博及其团伙对“小商品城”拉抬股价走势图^③

2016 年 2 月 4 日至 6 月 23 日, 唐某博及其团伙通过控制的大量账户多次拉涨停, 使得“小商品城”股价一路飙升。如图 2 所示, 五次拉升股价(即 2 月 16 日至 18 日, 3 月 1 日至 2 日, 3 月 17 日至 18 日, 4 月 11 日至 4 月 14 日和 4 月 20 日至 4 月 25 日, 图 2 中框出部分)使“小商品城”股价从 2 月 16 日的 6.25 元涨到 4 月 15 日的 8.25 元。

唐某博及其团伙不断地拉抬股价, 使“小商品城”股价无缘由的攀升, 导致投资者对该股票的错误认知和判断, 致使投资者以过高的价格进行交易。

^① http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201611/t20161118_306145.html

^② 中国证监会行政处罚决定书(唐某博、王涛) [2017]21 号, 网址: http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306212/201703/t20170310_313478.htm

^③ <http://finance.sina.com.cn/realstock/company/sh600415/nc.shtml>

2. 频繁虚假买卖 影响股票价格

从下表我们可看出唐某博及其团伙在2016年3月21日至2016年4月26日期间对股票“小商品城”进行无成交目的的频繁申报和撤销申报,制造虚假买卖信息,误导其他投资者。

表1 唐某博及其团伙对“小商品城”虚假申报操纵数据表^①

时间	卖出/买入股数 (股)	成交股数 (股)	成交前撤回申报股数 (股)	占账户组申报量 (%)
2016年3月21日	40 896 242	16 194 142	24 702 100	60.40%
2016年4月15日 9:23:44至9:24:43	3 804 100	-	3 804 100	100.00%
2016年4月15日 10:23:14至10:24:41	5 880 000	787 364	5 092 636	86.61%
2016年4月15日 11:14:31至13:04:48	7 120 000	434 200	6 685 800	93.90%
2016年4月26日	15 515 500	1 072 100	14 443 400	93.09%

从下表我们不难发现,唐某博及其团伙通过虚假申购和对倒等手段多次买卖“小商品城”股票,虚增“小商品城”股票成交量,拉抬“小商品城”股票价格,影响其股价的正常波动和市场的正常运转。

表2 唐某博及其团伙对股票“小商品城”账户间对倒数据表^①

时间	账户间对倒股数(股)	市场成交量(股)	占当日市场成交量(%)
2016年2月22日	2 814 086	55 981 324	5.03%
2016年3月10日	4 885 775	38 592 220	12.66%
2016年3月11日	1 103 000	26 771 845	4.12%
2016年3月30日	4 087 000	57 482 419	7.11%
2016年3月31日	2 773 654	73 571 724	3.77%

3. 连续集中交易 影响资本市场稳定

唐某博及其团伙在2016年2月4日至6月23日作案期间,“小商品城”的交易量明显比2月4日之前和6月23日之后要多出几倍,显然不符合市场正常交易情况。尤其突出的是2月17、18日,3月3、18、21日,4月15日,其成交量均突破100万手。自2016年以来,除唐某博及其团伙作案期间,该股平时成交量大部分为20至40万手。此外,在操纵的31个交易日内,其团伙操纵的大量账户成交量占当日市场成交量比例超过10%,更有10个交易日该比例超过20%。

这种行为严重影响了“小商品城”股价的正常波动,异常交易行为的增加使股票交易风险加剧,从而影响资本市场的稳定性。

(三) 唐某博及其团伙操纵市场原因分析

从2012年到2015年,唐某博及其团伙屡次因为市场操纵行为被证监会处罚,罚没金额累计约5500万元,累积非法获利却近3亿元,罚没款较之获利不过九牛一毛。为逃避内地监管,唐某博及其团伙在香港利用沪港通变本加厉的实施市场操纵行为,究其原因:第一,违法成本较低。沪港通对于唐某博及其团伙就是一块香饽饽,他们凭借自己所谓的高超“技术”来牟取暴利。此前虽然多次被罚,但多次卷土而来,足以说明处罚力度不足,几千万元的罚没款只占其获利的一小部分。正是因为违法成本之低,牟取利益之高,唐某博及其团伙才屡教不改,越发猖獗。第二,利用监管漏洞。唐某博及其团伙借道沪港通,利用两地不同的交易机制和监管水平不齐带来的漏洞实施违法行为。沪港通开通之前,两地资本市场监管部门从未共同监管执法,对唐某博团伙而言,是一个牟取利益的好时机。

^① 中国证监会行政处罚决定书(唐某博、王涛)[2017]21号,网址:http://www.csre.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306212/201703/t20170310_313478.htm

(四) 案例小结

唐某博及其团伙屡次犯案所获取的巨额利润,相对较轻的惩罚力度,引来了像唐某博之类投资者的跟风行为,这种投机取巧、以伤害普通投资者利益的不当行为破坏了资本市场的公平原则,危害了资本市场稳定性。这类案件的显著特点是新型、隐蔽性好且手段复杂,若不能及时控制则不利于树立资本市场监管的严肃性和权威性,也不利于资本市场的稳定发展。

对于唐某博及其团伙操纵市场案,证监会对涉案人的顶格行政处罚,一方面表明了我国从严监管、维护资本市场平稳运行的决心;另一方面也暴露出我国现阶段资本市场发展不平衡、相关法律法规不完善、监管部门以及相关职能部门管理不力等不足。

四、沪港通交易机制下资本市场监管现状分析

本文以唐某博及其团伙操纵市场案为例,剖析我国现阶段资本市场监管不严、监管部门执法漏洞等问题,证监会对此案的处罚表明我国在维护资本市场稳定运行方面的决心。通过分析唐某博及其团伙操纵市场案例和其对资本市场的影响,剖析沪港通交易机制下资本市场监管存在的问题:

(一) 两地交易和监管机制不匹配

沪港通交易机制下对资本市场监管会因为两地证券市场不同的交易体系而使监管面临困难。内地证券市场所采用的是看穿式账户监管体系,这就意味着只要有交易发生,就可以知道交易所背后投资者的真实身份;香港所属的境外市场则普遍采用二级账户体系,这就导致交易发生后,香港联交所只能获得来自经纪商等市场参与者的账户和交易信息,并不能知道交易所客户的真实信息和交易具体情况。当沪港通交易中出现市场操纵行为时,如果主体是在内地,那么很快就能找到违规者;但当主体在香港时,由于只知道经纪商等市场参与者的具体信息,加大了寻找背后投资主体的难度。

沪港通的监管是按主场原则进行,这就意味着是按投资者的身份和交易委托地点来决定由谁监管。当投资者的申报和结算都发生在香港时,其行为要符合香港联交所的规则;当投资者的申报和结算都发生在内地时,则要符合内地证监会的监管。如果有投资者在沪港通上出现违规交易行为时,上交所有监管的权利;当投资者是香港的经纪商或者是香港经纪商的客户,则香港监管机构也有监管权,此时上交所无法对其直接进行跨境监管,这就需要两地监管部门合作监管。

(二) 监管部门威慑力较弱

本文引用案例中的唐某博及其团伙多次作案,屡教不改,其很大一部分原因是资本市场监管部门对其影响市场稳定行为的处罚力度不足。对比唐某博及其团伙多次处罚金额只是其多次作案所得的九牛一毛。此类案件发生后,监管部门对其处理大多是采用撤销涉案人员进入市场资格、控制其禁入市场时间,罚没款等方式进行处罚。由于处罚较轻,威慑力不足,一旦有机会,这些惯犯仍然会继续犯案。

(三) 资本市场法律法规不健全

沪港通自2014年运行至今,其投资额度、产品种类随着相关政策变化而变化。2014年我国证监会先后公布了《沪港通项目下中国证监会与香港证监会加强监管执法合作备忘录》、《上海证券交易所沪港通试点办法》、《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》等相关法律法规及制度安排。这些政策对两地投资者的投资额进行规定,并对两地的监管对象和权限进行了划分,有效地保证了沪港通的正常运行。2015年,证监会出台了第5号公告,即《公开募集证券投资基金参与沪港通交易指引》,这一政策进一步扩大了沪港通的投资和其市场的活跃程度,加快了资本的流动速度,但是由于没有明确和细化具体监管部门相应的职能,导致监管重叠,监管资源浪费,部分监管空白等情形,给监管带来了新的难题,使得各类案件频发。

(四) 资本市场自身调控性不强

国内资本市场监管体系依然是采用分业监管的监管模式,而沪港通的稳定主要依赖两地证监会的合作监管加以维护,这是因为新兴的资本市场自身对一些突发状况的调控力度不够。随着沪港通的发展,深港通以及越来越频繁的金融创新的涌现,资本市场应对风险、自我调控的能力远远跟不上金融工具的创新速度,对一些突发情况不能及时应对。

五、沪港通交易机制下优化资本市场监管的建议

(一) 完善监管协调和共享机制

沪港通未启动之前,境内资本市场的监管对象仅涉及在境内进行投资的投资者。此时资本市场监管需要的是机构、部门之间的合作。例如国家各级监管部门或机构与地方各级监管部门或机构进行合作,通过建立有效的奖惩机制和利用互联网交流平台来提高其交流、监督效率,从而提高资本市场防范风险的能力。合作监管最重要的就是“合作”,合作意味着资源共享。沪港通交易机制下,当下最重要的是完善监管共享机制。共享的前提是拥有完备的数据库,需要建立内地和香港监管部门采集信息的统一标准,加快数据库的建立和资料的收集整理。当两地监管标准趋同,同时拥有庞大数据库时,两地合作监管将更加协调、更加有效。

(二) 加大对资本市场的监管威慑力

资本市场的监管部门及其监管人员都需要提高自身监管的素质和效率,作为资本市场监管人员,既要有充足的专业知识技能储备,又要具备执法人员的特质。所以对这类人员的考核和培养要求应区别于一般的公职人员,参照企业的评价和培养指标进行适当调整,以提高监管业务水平和效率。同时,在对各类扰乱市场稳定的案件处理上,处罚力度可以适当提高,监管部门只有对违法行为高效、严肃、严厉处理才能对违法犯罪分子起到威慑作用。

(三) 健全资本市场法律法规

首先提高对资本市场变化的敏锐度,时刻注意市场变化相关趋势,以此为基础健全资本市场监管的法律、法规体系,从而确保资本市场的运转有序可循。其次,在资本市场开放速度越来越快的当今,金融创新也越来越迅速,一些相关的法律法规未能及时地应对这些变化,此时就应当及时大范围地召集专业人士并征求其建议,及时出台相应的指引准则以规范市场、引导投资者。最后,加大执法力度,对故意有碍于资本市场稳定的个人或团伙从重处理,并完善对违法行为的处罚标准和惩戒措施。

(四) 加强资本市场自身环境建设

在日益完善的法律法规体系下,应加强资本市场自身防范风险的应对能力。首先,可以在资本市场的不同层次设立准入、准出门槛和合法交易规则,允许不同层次合格投资者进行对应的合法投资活动;其次,鼓励金融创新,允许资本市场参与者在法律允许的范围内灵活运用并创新金融工具,为资本市场发展增添活力;最后,时刻关注资本市场变化,及时完善相应的法律法规,为投资者提供一个公平公正的投资环境,从而达到净化资本市场环境建设的目的。

参考文献:

- [1]邵宇. 沪港通与人民币国际化[J]. 中国金融, 2014(24): 59-60.
- [2]桂浩明. 沪港通的战略意义[J]. 沪港经济, 2014(12): 62-63.
- [3]李欣. 探究沪港通的意义与风险[J]. 法制博览, 2015(11): 294-295.
- [4]Jonathan Macey. The Value of Reputation in Corporate Finance and Investment Banking(and the Related Roles of Regulation and Market Efficiency) [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 2010(4).
- [5]张国云, 李旭涛. 沪港通: 中国资本市场的新时代(上) [J]. 杭州金融研修学院学报, 2015(1): 11-15.
- [6]张国云, 李旭涛. 沪港通: 中国资本市场的新时代(下) [J]. 杭州金融研修学院学报, 2015(2): 10-13.
- [7]巴曙松, 张信军. 沪港通对跨境资本流动的影响[J]. 中国金融, 2014(18): 48-49.
- [8]陈岭. 沪港通对跨境资本流动的影响[J]. 时代金融, 2015(14): 261-266.

Research on the Supervision Problems of Capital Market under the Trading Mechanism of Shanghai – Hong Kong Stock Connect

——Take the Cross – border Market Manipulation by Tang Moubo and His Gang as an Example

RAO Xi , HUANG Lijia

(School of Finance ,Jiangxi Normal University ,Nanchang ,Jiangxi 330022 ,China)

Abstract: The operation of the Shanghai – Hong Kong stock connect is a great progress in promoting capital flows and expanding investment channels. However ,with the rapid progress ,the shortcomings of supervision are gradually exposed. Through analysis the case that Tang Moubo and his gang use the Shanghai – Hong Kong stock connect to manipulate the market ,this paper discussed the problems such as lax supervision and loopholes in law enforcement in the supervision of the cooperation between the mainland and Hong Kong under the Shanghai – Hong Kong stock connect trading mechanism. The paper puts forward some suggestions on how to improve capital market , especially cross – border capital transaction supervision ,such as improving the mechanism for regulatory coordination and sharing ,improving the deterrence of regulatory authorities ,improving laws and regulations in capital market and strengthening the construction of capital market's own environment.

Key words: Shanghai – Hong Kong stock connect; cross – border capital; capital market regulation

(责任编辑: 张秋虹)

(上接第 38 页)

[14] 张晓朴. 互联网金融监管的原则: 探索新金融监管范式[J]. 金融监管研究 2014(2): 12.

[15] 杨虎, 易丹辉, 肖宏伟. 基于大数据分析的互联网金融风险预警研究[J]. 现代管理科学 2014(4): 3.

[16] 王舵, 塔娜, 王天浩. 关于互联网金融下的金融监管探讨[J]. 金融经济 2016(1): 12.

Research on Internet Financial Risk Supervision Innovation in Our Country

HU Chuandong¹ , SHI Jingjing² , SHI xinxin²

(1. Zhongyuan Asset Management Co. ,Ltd. Zhengzhou ,Henan 450000 ,China;

2. Henan University of Finance and Economics Zhengzhou ,Henan 450002 ,China)

Abstract: China's traditional financial field of institutional supervision and sub – industry supervision and internet financial business are mixed operation; and cross – industry management is not suitable; so regulatory gaps and inconsistencies are easy to emerge. Moreover ,traditional financial supervision attaches great importance to compliance supervision and internet finance should be strengthened risk supervision. Internet finance is a kind of typical financial innovation ,so the supervision of internet financial risk should also be innovating. China's future internet financial risk supervision should innovate supervision mode ,realize the combination of institutional supervision and functional supervision ,separate industry supervision and combined supervision and explore the centralized supervision reform; should innovate regulatory measures ,strengthen international cooperation and data monitoring in internet financial supervision and establish technical safety standards for internet finance; in order to innovate the participants in the supervision ,besides strengthening the government supervision ,it is also necessary to improve the industry self – discipline and the risk internal control system of internet financial enterprises.

Key words: internet finance; financial risk; financial regulation; financial innovation

(责任编辑: 张秋虹)