

ISC  
Research

# 中国各类投资者 交易行为研究

——基于中小投资者保护的视角\*

\* 本课题承接方为上海申万证券研究所有限公司。课题负责人：蒋健蓉；课题组成员：龚芳。



## 前 言

近年来,我国不断完善投资者保护机制,但侵害中小投资者权益的事件仍时有发生,本研究试图从投资者交易行为的角度剖析各类投资者可能产生的侵害中小投资者权益的违法违规交易行为,分析此类交易行为的特征,找出监管重点和突破口,切实保障中小投资者权益。

基于投资者结构分类,本研究构建了四维度的投资者交易行为分析框架——资金来源结构、信息获取能力、委托—代理关系和盈利模式,资金来源结构影响投资者的目标函数、信息获取能力决定投资者应对信息不对称的能力、委托—代理关系影响投资者与资金管理人目标的一致性、盈利模式决定投资者的投资风格和投资期限等。基于此四维分析框架,本研究主要对公募基金、私募证券投资基金、私募股权基金和产业资本四类投资者交易行为进行重点分析,得出一些可供参考的结论和建议。

基于业绩比较基准和行业排名考核机制的影响,公募基金大多表现为赚取相对收益的中短期投资者,其比较常见的侵害中小投资者权益的交易行为是“老鼠仓”交易、合谋操纵市场等,对其监管重点应放在实际控制资金账户的监管、切断买卖双方利益关系等方面;基于资金来源的长期性和投资策略的灵活多样性,私募证券投资基金总体上表现为追求绝对收益的中长期投资者,其常见的侵害中小投资者权益的行为是内幕交易、操纵市场以及程序化交易下乌龙指事件等,对其监管重点在于连续交易、反向交易、虚假申报等异常交易行为监测以及程序化交易等;基于资金来源的长期性及股权投资的偏好,私募股权基金大多表现为追求市值管理收益的长期投资者,其常见的侵害中小投资者权益的行为是伪市值管理和内幕交易,其监管重点在于做好信息管理,斩断上市公司、投资机构与券商分析师的三角利益关

系;基于产业资本的信息获取能力,其是绝对信息优势方,产业资本整体上表现为赚取产业链整合价值的长期投资者,常见的侵害中小投资者权益的行为是违规信息披露、精准减持、忽悠式重组以及内幕交易等,对其监管重点在于信息披露真实性的审核。

从保护中小投资者合法权益的角度出发,本篇提炼了各类投资者可能产生的损害中小投资者权益的共性行为及差异化行为,其中共性行为主要表现为利用非公开信息交易获利、操纵市场及投资者适当性管理不足等,差异性行为主要表现为产业资本的违规信息披露、忽悠式重组以及伪市值管理行为等。从监管重点来看,产业资本是监管的重中之重,内幕交易行为是最常见的违规行为,而信息披露质量是影响此类违法交易行为的核心因素所在;同时还需要强化监管约束机制,一方面提升对违法违规交易行为的稽查效率,另一方面加大对违法违规交易行为的惩罚力度。

## 绪 论

投资者保护是金融监管的两大重要目标之一,当前我国金融监管体系正逐步从机构监管向机构监管与功能监管相结合的趋势转变,如何有效提升投资者保护,尤其是对中小投资者的保护是金融体系改革的重中之重。近年来,我国在完善投资者保护上做了大量积极有益的尝试,然而损害投资者利益的行为和事件还是时有发生,如何有效防范及惩治违法违规行为,进而最大限度保护投资者合法权益成为问题的焦点所在。

### 一、近年来我国投资者保护机制不断完善

第五次全国金融工作会议明确指出:“要把发展直接融资放在重要位置,形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。”近年来,我国在完善投资者保护机制上进行了大量积极有益的探索,这主要表现在以下三个方面:一是完善与投资者保护相关的法律制度体系,2000年以来我国关于证券投资者保护的相关法律法规密集出台,目前形成了以《证券法》和《公司法》为核心,包含《刑法》《信息披露法》等法规制度在内的中小投资者保护体系,2013年国务院办公厅发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(“新国九条”),“新国九条”再次强调处理好风险自担与强化投资者保护的关系,健全投资者特别是中小投资者权益保护制度,保障投资者的知情权、参与权、求偿权和监督权,切实维护投资者合法权益。二是成立投资者保护基金,《证券投资者保护基金管理办法》自2016年6月开始正式实施,建立防范和处置证券公司风险的长效机制,切实保护证券投资者

的合法权益。三是组建中小投资者维权组织,2014年12月中证中小投资者服务中心有限责任公司(以下简称投服中心)成立,旨在为中小投资者自主维权提供教育、法律、信息和技术等服务,截至2017年10月底,投服中心已持有沪深两市3314家上市公司A股股票,累计行权757次,登记纠纷案件近5000件,争议金额约15亿元,调解成功1400余件,投资者获得赔偿金额达2.2亿元,有效保护了中小投资者合法权益。

## 二、违法违规事件仍然时有发生

尽管近年来监管部门加大了对违法违规行为的追查力度和惩罚程度,但违法违规事件仍然时有发生。2017年证监会作出行政处罚决定224件,罚没款金额74.79亿元,同比增长74.74%,市场禁入44人,同比增长18.91%,行政处罚决定数量、罚没款金额、市场禁入人数再创历史新高。尽管如此,2017年资本市场还是暴露出不少违法违规行为,自2017年年初到8月,仅上海证券交易所就针对信息披露违法违规作出公开谴责决定11份、通报批评决定19份、监管关注决定33份,以多伦股份、恒康医疗为代表的案例仍然在很大程度上损害了中小投资者的利益。

## 三、投资者交易行为研究为完善投资者保护机制提供新视角

尽管当前我国投资者保护体系日渐完善,但投资者保护仍面临很多挑战,如怎么保证信息披露的质量,如何防止大股东的利益输送?监管处罚力度相对较弱,按照现行法律法规,证监会关于信息披露违规对上市公司的处罚金额上限仅为60万元,个人仅为30万元,这一罚款数额上限与收购成功后可能带来的巨大收益相比仅是九牛一毛。基于此,本研究从投资者交易行为研究的角度出发,力求为完善投资者保护机制提供一个新的视角,基于交易行为特征的分析及交易行为监测来有效防范和发现违法违规行为,进而最大限度地保护投资者合法权益。

本研究对投资者交易行为的研究旨在解决三个问题:一是客观分析各类投资者交易行为特征。二是在客观分析交易行为特征的基础上,明确可能产生的侵害

中小投资者权益的交易行为,如信息披露、操纵市场、内幕交易等,并分析引致此种违法违规交易行为的原因。三是基于上述侵害中小投资者权益交易行为,提供相关的监管建议或措施,进而有的放矢地将投资者保护落到实处。

# 第一章 投资者结构分类及交易行为分析框架

## 一、投资者交易行为分析的理论基础

### (一) 行为金融理论

传统金融理论认为投资者是理性的,能合理地评估金融证券产品的价格,并按“预期效用理论”进行个体的投资决策。但是随着金融证券市场发展,越来越多有悖于传统金融理论的股价异常现象陆续被发现,诸如股价在时间序列和横截面上均存在的可预测性、股票的规模溢酬和价值溢酬现象等,这些无法被传统金融理论解释的“异象”引发了人们对传统金融理论的质疑。

在此背景下,经济学家尝试将心理学中关于人类行为的部分研究成果引入金融理论研究中,对投资者心理决策过程建立起“展望理论”,此后行为金融学不断演进与拓展。其中“羊群行为”作为一种特殊的有限理性行为得到众多学者认可,相关学者也对此提出了不完全信息理论、声誉理论以及薪酬结构理论等多种理论。班纳吉(Banerjee,1992年)对“羊群行为”进行了开创性的研究,他提出了一个基于信息不对称的“羊群行为”的序贯模型,并认为由信息不对称导致的信息瀑布是“羊群行为”产生的主要原因。莫格(Maug)和奈克(Naik,1996年)发展并完善基于薪酬结构的“羊群行为”模型,认为在存在道德风险和逆向选择的条件下,基金持有人(委托人)的最优策略是和基金经理(代理人)签订与基准挂钩的报酬合约;陈国进和陶可(2010年)根据上证180指数成分股数据和topview投资者日持股数据,利用横截面交易量标准差分析了机构投资者和个人投资者的“羊群行为”差异,发现机构投资者的“羊群行为”可能是信息较为充分利用的结果,个人投资者的“羊群行为”则具有更多的非理性因素。除此之外,近年来境内外研究者引入了博弈论来研

究投资者交易行为。国内学者孟卫东与王永平(2006)应用进化博弈方法建立了开放市场条件下的证券投资者交易行为的进化博弈模型,研究了长时期内投资者交易行为的动态进化过程及其多重均衡特征,这有助于把握证券投资者交易行为的变动规律,为保护投资者权益、促进证券市场的稳定健康发展提供决策依据。

### (二) 信息不对称理论

信息获取渠道与信息处理能力不同产生信息不对称。有效市场假说认为市场上的每一位参与者都可以迅速获得所有信息,但实际上由于信息生成的时空限制性、信息传递的时滞性和信息处理能力差异导致资本市场上各类投资者对相关信息的了解具有明显不同,交易行为也因此产生区别。根据信息不对称发生的时点可以分为事前信息不对称和事后信息不对称。

事前信息不对称导致逆向选择和“羊群效应”。一方面,如果信息优势方可以利用所获得的信息使自身受益对方受损,那么信息劣势方将难以顺利做出决策,导致出现“劣币驱逐良币”的现象。投资者作为信息劣势方在相同预期收益和风险的情况下倾向于选择价格较低的股票,高价格高质量的股票因此受到排斥,而低质量股票却被投资者哄抬。另一方面,理性投资者在市场信息不完全时会根据先行者的抉择而做出决策,班纳吉(1992年)最早提出在面对不完全的信息时,个人投资者会倾向于跟从前面的投资者的投资决策,投资市场出现“羊群行为”。事后信息不对称导致道德风险。信息优势方在从事经济活动时最大限度地使自身利益最大化,内幕交易、市场操纵等行为使信息劣势方由于信息不对称受到侵害,艾伦(1992年)和李兴绪(2003年)通过建立机构投资者与中小投资者之间的博弈模型,分析得出机构投资者往往利用各个投资者之间的信息不对称来操纵股价。

### (三) 委托—代理理论

经济人假设和信息不对称产生委托—代理问题。随着社会分工的精细化,权利所有者由于知识、精力和时间的限制无法直接行使决策权,于是将该权利委托给自己更有胜任能力的代理人,委托—代理关系随之产生。委托—代理关系产生以“羊群效应”为代表的道德风险,主要分为声誉和薪酬两大“羊群效应”模型,沙尔夫斯泰(Scharfstein)和斯坦(Stein,1990年)提出了“羊群行为”声誉模型,认为代理人会出于对自己能力的不自信以及对名誉的担忧而采取与其他代理人相同的投资决策;罗尔(Roll,1992年)则提出了基于薪酬结构的“羊群行为”模型,指出基金持

有人的最优策略是和基金经理签订与基准(指数或其他基金)挂钩的报酬合约,但这种报酬结构会扭曲经理人的激励机制,间接鼓励基金经理随指数或同行而进行投资决策,最终导致无效的投资组合。

为了缓解和解决委托—代理问题,理论界产生了动态、声誉和工资激励三大模型。拉德纳(Radner,1981年)和鲁宾斯坦(Rubinstein,1979年)提出的委托—代理动态模型,通过长期关系有效解决委托—代理问题。在重复博弈的条件下,如果委托人和代理人保持长期的关系:一方面根据大数定理,委托人可以从观测到的变量中推断代理人的努力程度。另一方面委托人提供的长期合同可以免除代理人的风险;法玛(Fama,1969年)在此基础上明确指出了声誉模型,强调市场对代理人的约束作用,在竞争市场中代理人必将为自己的行为负责,代理人会为了维持良好声誉而努力工作;索洛(Solow,1979年)和斯蒂格勒(Stiglitz,1984年)则提出了工资激励模型,强调通过薪酬激励解决委托—代理问题,代理人工资的提高将提升代理人被解雇的机会成本进而促使其边际生产率提升,同时边际生产率提高将会增加委托人监督带来的边际收益,进而提升委托人的监督积极性,最终使代理人的行为趋向于委托人的目标。

## 二、投资者交易行为分析的四个维度

### (一)资金来源结构

资金来源结构及特征决定不同类型机构投资者的目标函数。从来源结构来看,资金来源分为自有资金和外部资金。一般而言,自有资金的比例越高,投资行为将越趋谨慎,风险偏好相对较低。从资金期限来看,投资资金的期限长短在很大程度上会影响投资者的操作决策及投资偏好,在防止资金池运作,要求资管产品期限一一对应的背景下,投资资金的长短对投资行为的影响将更为显著。

### (二)信息获取能力

信息获取能力决定了投资者在市场上的相对优势及市场博弈特征。信息不对称的客观存在以及信息获取能力的高低决定了不同投资者在市场中的相对地位,从投资者类型来看,专业投资机构由于专业研究能力相对更强,因此对信息的辨别和获取能力也相对占优;产业资本作为市场上信息的制造者与发布者,有天然的信

息优势;比较而言,尽管互联网时代个人投资者接收的信息不断膨胀,但信息噪声太多,有效信息的获取能力仍相对受限。另外,信息不对称或不完全也影响了市场的博弈交易行为。一方面经济政策、监管政策和上市公司经营状况等外部信息直接影响投资者,市场参与者只能接受不能改变;另一方面信息不对称推动投资者之间由静态到动态博弈状态转变,获取信息渠道的不同与加工处理信息能力的差异使得资本市场上各类投资者产生信息不对称,占据信息优势的投资者(甚至是利用内幕信息操纵市场价格)与处于信息劣势的投资者之间存在明显的互动关系,从信息优势者率先采取行动(静态博弈)到信息劣势者滞后采取行动(动态博弈)过程中博弈行为贯穿始终。

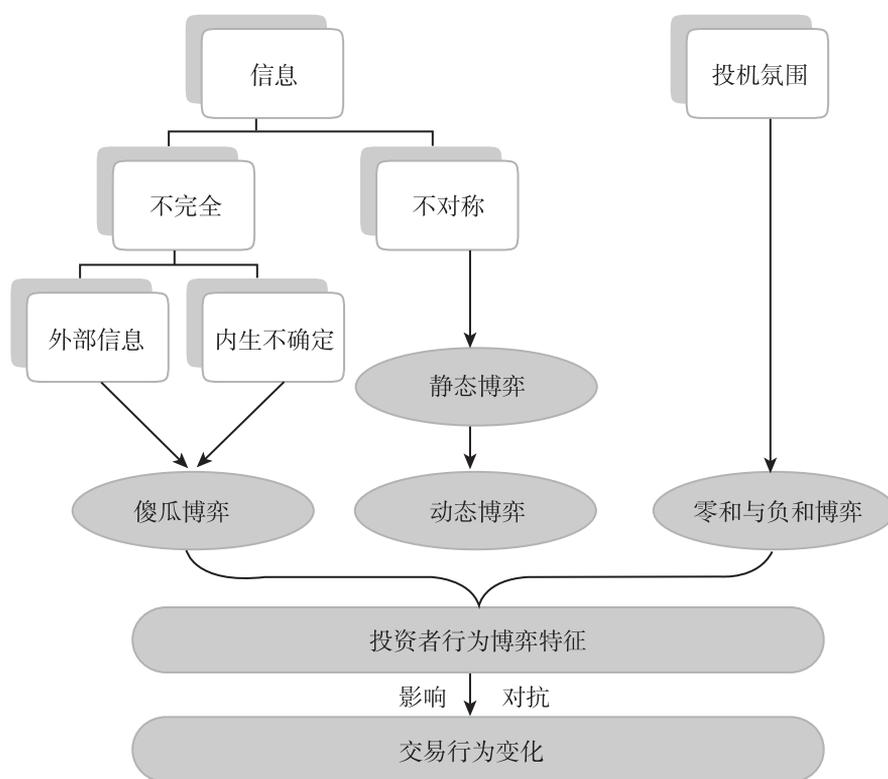


图1 信息获取能力影响投资者交易博弈行为

资料来源:申万宏源研究。

### (三) 委托—代理关系

委托—代理关系影响投资者交易行为的决策动机及基金委托人与代理人行为

目标的一致性。除个人投资者直接交易决策外,专业投资机构都存在委托—代理关系,如何使委托人与代理人的利益保持一致性是市场一直探索的焦点问题。公募及私募基金、保险机构、合格的境外投资者(QFII)等专业机构投资者由于具有相对信息优势成为中间代理人,在获得终极委托人(通常为个人投资者)资金后对上市公司进行股权投资获取投资收益,因此专业机构投资者在此投资关系中存在着双重身份(中间代理人和中间委托人),双重委托—代理关系产生。不但如此,专业机构投资者和个人投资者对委托资金的剩余控制权与剩余索取权的“分离”使契约双方不可避免地出现利益冲突问题。一方面,投资经理存在道德风险行为,作为专业机构投资者人格化代表的投资经理业绩在衡量公司治理好坏的同时影响个人投资者收益,因此委托—代理关系可能会引发专业机构投资者消极参与公司治理行为甚至与上市公司合谋欺骗个人投资者的非理性投资行为。另一方面,投资经理在相应的排名压力及激励约束下可能引发投资行为的短期化或投机化,进而在很大程度上影响委托人的利益。

#### (四) 盈利模式

盈利模式在很大程度上影响投资者的投资期限和投资风格。追求中长期收益的投资者投资期限相对较长,交易方式也可能更加灵活多样,对投资资产的流动性要求也可能相对较低;追求中短期收益的投资者投资期限相对较短,交易频率可能更高,对投资资产的流动性要求更高,资产投资也多以标准化资产为主。对盈利模式的综合判断可以让我们从多维度更好地分析投资者交易行为并对可能发生的一些交易行为进行预判。

### 三、基于投资者分类的分析

#### (一) 投资者分类的依据和框架

当前我国对投资者分类的口径不一致,上海证券交易所的分类口径中一般法人的占比很高且一般法人里面投资者类型丰富,仅用单一口径难以有效反映投资者交易行为的实质;深圳证券交易所的分类口径中有详细的交易及持股市值数据,但并未按照投资者类型进行披露,这使我们在认识A股投资者时容易产生一种惯例性判断:A股是散户主导的市场。然而,近年来随着我国投资者类型的日渐丰富,

简单把 A 股市场看成散户主导的市场显然已经不太合适。基于 A 股所有的账户交易数据,我们从投资者交易行为实质出发,对 A 股投资者结构进行了重新拆分。

个人投资者、境内专业投资机构、政府持股、产业资本及境外专业投资机构是 A 股市场最重要的五大类投资者。其中对个人投资者分类我们剔除了个人大股东,因为个人大股东的交易行为更接近产业资本,因此将其放在产业资本中;对境内专业投资机构持股中剔除了部分集团持股,如中国人寿集团持有中国人寿的股份,也将其放在产业资本中;对政府持股剔除了救市基金部分,更好地反映国资股权的变化。从投资者保护的角度出发,由于个人投资者一般处于相对信息弱势地位,是需要重点保护的主体,零售个人投资者的违法违规行为并不多(个人大户可能有操纵市场等违法行为),因此本研究不做重点分析;由于境外专业投资机构及政府持股的市值占比相对较小,本研究也不做重点分析;境内专业机构和产业资本是 A 股市场最重要的博弈力量,其相对信息优势地位及委托—代理关系在一定程度上引发了违法违规行为,进而直接侵害了中小投资者的利益,是监管的重点,也是本研究重点研究的内容。在境内专业投资机构中,本研究拟重点分析公募基金、私募证券投资基金和私募股权基金三类重要机构,尽管当前保险机构在二级市场话语权日渐提升,但考虑到其内幕交易、趋势交易、操纵市场等行为与公私募基金相似,穿透监管下二级市场违规举牌等行为也受到相应约束,因此不对其展开分析;而信托、券商资管及券商自营等机构一方面持股市值不大,另一方面违规交易行为与公私募基金类似,因此本研究也不展开分析。

## (二)境内外个人投资者交易行为存在较大差异

从交易行为来看,境内外投资者呈现三大显著差异。一是境内个人投资者直接参与比重高,境外成熟市场多委托给专业投资机构管理,这使以美国为代表的成熟市场专业投资机构持股市值占比接近 40%。二是境内外个人持股的内涵差异较大,尽管数据显示中国个人投资者比重(含个人大股东)与美国个人及非营利机构持股市值占比均接近 40%,但其内涵存在较大差异,境内个人投资者中仅 12% 为个人大股东,28% 为散户投资者,而境外的个人持股基本表现为个人由于股权激励或初创企业所获得的股份,这使境内个人更注重短期的投资收益,境外的个人投资者更注重长期股权溢价。三是共同基金、养老基金和保险是国外三大支柱型投资机构,目前国内基本形成了公募、私募和保险三分天下的格局,机构资本势力的

差异使我国专业投资机构的交易行为与境外市场存在较大差异,前者更注重规模及业绩之争,后者更注重持续盈利能力的培育。

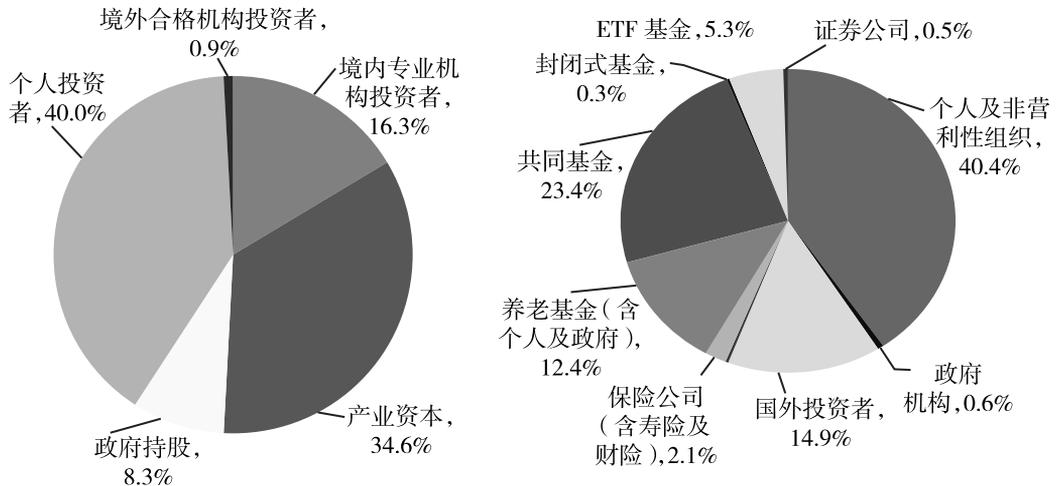


图2 境内投资者结构(左)与美国投资者结构(截至2016年年末)(右)存在较大差异

资料来源:Wind,SIFMA,申万宏源研究。

### (三)未来投资者结构呈现三大变化趋势

一是个人投资者持股市值比重有望持续下降,针对个人投资者保护的力度有所放缓。从近年来各类投资者的持股市值比重变化来看,个人投资者持股市值比重与市场环境高度相关,但整体上呈现略微下滑趋势,随着未来我国专业投资者队伍进一步发展壮大,个人投资机构化的趋势将愈加显著。

二是个人投资者中的合格投资者规模不断成长壮大,投资者适当性管理成为重点。根据证监会颁布的《证券期货投资者适当性管理办法》,金融资产不低于500万元,或者最近3年个人年均收入不低于50万元的个人投资者可以认定为专业投资者。根据中证登公布的数据,截至2016年年底我国个人投资者中持股市值规模超过500万元的账户数量达到16.14万户,较2009年约5.5万户的数量呈现翻倍增长。值得注意的是,2012年以来我国持股市值规模1亿元以上的个人投资者账户数量快速增长,从2012年887个账户快速增长至2016年约4680个账户。按各类个人投资者的持股分类下限来计算并加总个人大股东持股市值这种最保守的估算方法,持股市值在500万元以上的专业个人投资者和大股东的持股市值至少有6万亿元,而如果按持股分类的中位数市值来估算的话,则在8.3万亿元的规模,

对应的市值占比约为 16%。随着个人合格投资者队伍的壮大,对个人投资者的保护更多表现为做好投资者适当性管理,重点保护中小投资者。

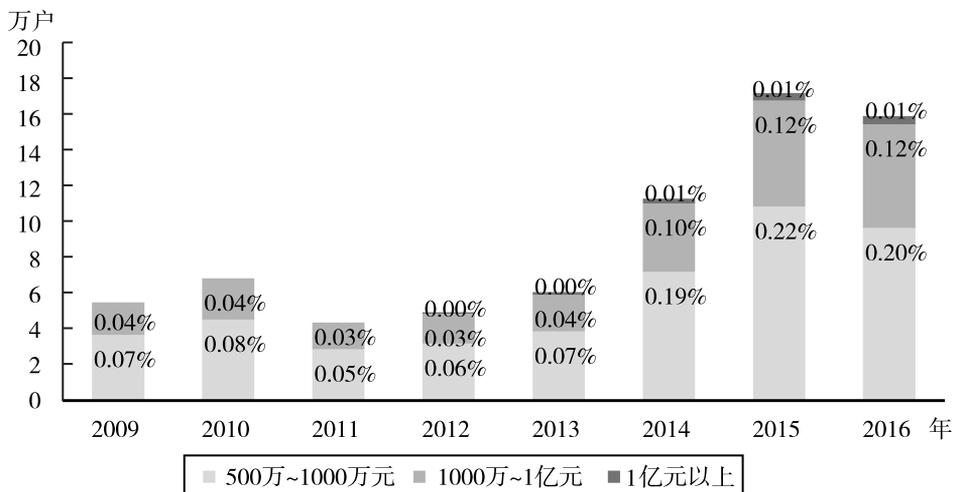


图3 个人合格投资者的账户数量及比重不断提升

资料来源:中证登,申万宏源研究。

三是在新资管格局下,各类资产管理机构将成为未来市场主导力量。随着资产管理业务统一监管,各类资产管理机构将在 A 股市场上享用同等市场主体地位,各类资产管理机构也将发展成 A 股市场上最重要的专业投资者,快速成长的私募机构、具备资金优势的保险及银行理财机构将成为市场新生主导力量,其交易行为将直接影响中小投资者的利益,对其交易行为的监管将成为未来监管的重点内容。

## 第二章 公募基金交易行为分析

### 一、四维度下公募基金交易行为的特征分析

#### (一) 资金来源结构: 外部资金为主, 个人和机构占比均分

公募基金作为独立资产管理机构,其管理的资金基本以外部资金为主,2017年公募基金自购规模约23.4亿元,占公募基金管理总规模的比重仅为万分之二。从客户结构来看,近年来公募基金资金来源结构呈现机构资金占比逐步提升,个人与机构资金基本均分的特征。根据基金业协会数据显示,2016年个人和机构持有开放式基金规模分别为3.47万亿元和4.72万亿元,占比分别为42.4%和57.6%;从过去3年的数据来看,机构资金占比从2014年不足30%的水平直线增长至2016年约57.6%的水平。预计未来随着我国资本市场成熟度的提升,公募基金资金来源

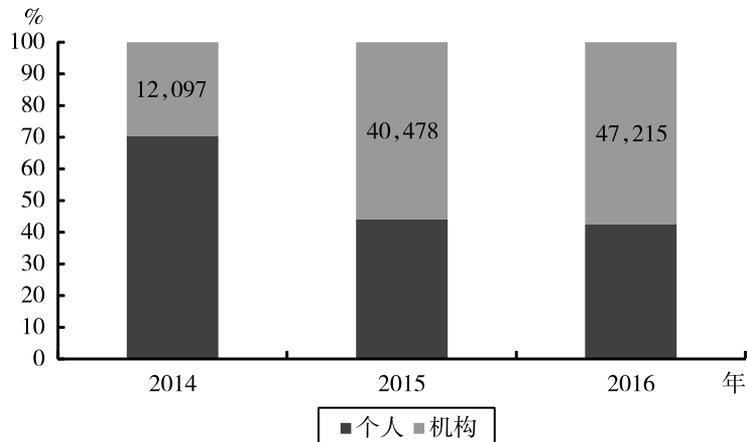


图4 2014~2016年个人和机构持有开放式基金的规模(单位:亿元)

资料来源:基金业协会,申万宏源研究。

中机构资金的占比有望进一步提升。

#### (二) 信息获取能力:以公开信息为主,具备信息优势

公募基金的信息来源基本以公开信息为主,其信息渠道主要包括上市公司公开信息披露、上市公司调研、卖方研究报告以及基金持仓交易信息等。比较而言,公募基金具备一定的信息优势,其主要表现为:其一,公募基金是市场信息的收集者,目前公募基金作为国内最大的股票投资机构,有近 80 多家卖方研究所为其提供研究支持服务,能获得关于行业政策、产业信息及上市公司最丰富的资料信息。在研究换佣金的模式下,基金公司能获得最早、最全面的市场信息。其二,公募基金自身有优秀的投研团队,针对信息筛选及信息分析的专业能力较强。其三,公募基金作为投资机构拥有公司内部基金持仓及交易信息,此种信息优势极容易被交易员或基金经理个人所用,进而利用信息不对称来谋利。

#### (三) 委托—代理关系:双重委托—代理影响投资经理的交易决策

作为独立资产管理公司,公募基金存在双重委托—代理关系,一方面,表现为基金委托人与公募基金公司之间的委托—代理关系,基金投资者作为委托人希望在风险可控前提下实现基金净值的最大化,基金公司作为代理人期望获得更多的管理费收入,两者形成所有权的委托—代理关系。另一方面,表现为公募基金公司与投资经理之间的委托—代理关系,公募基金公司以实现更多管理费收入为目标,而投资经理作为受托人以实现个人利益最大化为目标,两者之间形成经营权的委托—代理关系。在这种双重委托—代理关系下,尽管三者存在基金资产收益最大化的共同目标导向,但由于效用函数的不同,投资经理很可能出现基于自身利益最大化而非基金净值最大化的投资决策,如盲目追求业绩而忽略风险,进而形成非理性交易行为,如为博私利而作出损害投资者利益的交易行为等。此种委托—代理关系及公募基金内部的激励机制在很大程度上影响了投资经理的交易决策。

#### (四) 盈利模式:大多为赚取相对收益的中短期投资者

基于双重委托—代理关系以及以业绩排名导向的激励机制,公募基金大多表现为赚取相对收益的中短期投资者。从激励机制来看,目前公募基金多采取年度业绩排名导向的考核机制,这使公募基金的投资行为呈现中短期性和赚取相对收益为主的特征:一方面,业绩排名导向的激励机制使公募基金以赚取相对收益为主且跟风投资日渐显著。以 2017 年白酒行业为例,2017 年白酒股票的快速上涨引发

了公募基金的跟风投资,2017年年初仅消费主导型的投资经理配置了白酒股,但到2017年第三季度末,共有37只基金重仓股中至少配置了5只白酒股,其中银华富裕主题、农银汇理行业领先两只基金分别在重仓股中配置了9只、7只白酒股,基于业绩排名压力,很多投资经理被动加大了对白酒股的配置。另一方面,年度或半年度的考核周期使得公募基金投资期限相对较短且季节性持股特征突出。从公募基金持股市值的相对占比来看,第二季度和第四季度是公募基金持股市值的高点,这在一定程度上使资本市场在年中和年末出现了“躁动行情”,也使在2015~2016年的第一、三季度公募基金持股市值占比出现了低于保险持股市值占比的情况。

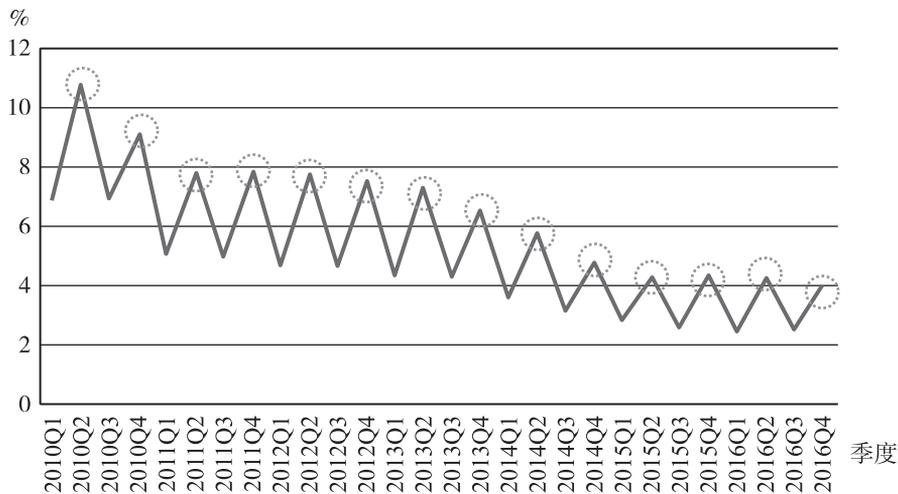


图5 2010~2016年公募基金持股市值占比呈现明显季节性特征

资料来源:Wind,申万宏源研究。

## 二、公募基金容易产生的侵害中小投资者权益的交易行为

### (一)公募投资经理利用非公开信息交易获利

公募投资经理利用非公开信息,借助“老鼠仓”等方式交易获利是最常见的违规交易行为。产生此种违规交易行为的客观原因主要在于:一是公募投资经理是市场交易的信息优势方,在基金持仓以及基金投资决策上具备信息优势。二是基金公司内部控制相对欠缺,缺乏对投资经理的有效约束。三是在过去数字信息技术还不够发达的情况下,利用他人账户操作被发现的概率并不高,这在很大程度上

助长了公募投资经理的违法违规交易之风。

公募投资经理利用非公开信息交易获利的行为通常具备以下几个关键特征：一是借助他人账户，他人一般为家属、朋友、同学或远房亲戚，但实际资金来源为本人资金或家庭资金。二是借助口述或其他暗语等形式来间接操纵账户，即投资经理将非公开信息或交易指令透露给第三方，由其按照相关指令进行操作。三是买卖股票的标的多为投资经理本人交易的标的或所在基金公司的重仓股，在2012年之前投资经理的操纵标的多为本人管理投资组合的标的，近年来随着监管趋严，基金经理之间的合谋交易方式也愈加复杂，同一公司不同基金经理之间信息合谋以及不同公司基金经理之间的信息合谋和交叉交易也日渐增多。四是在操作时点上，多为先于或同期于投资经理管理的基金账户操作，近年来随着监管趋严，也出现了部分稍晚于投资经理管理的基金账户操作的行为。另外，交易是否获利以及交易资金的多寡不是判定非公开信息交易的关键要素。

以2017年1月9日证监会罚处的银华基金经理郭某某为案例，本研究对公募投资经理利用非公开信息交易获利进行详细分析。首先从账户关联度来看，银华基金经理郭某某借用的是杨某和张某的账户，其中杨某与郭某某无实质关联，张某系郭某某的同学兼好朋友；其次从资金来源其流向来看，杨某账户资金源于张某及郭某某家庭，其中郭某某家庭是最重要的资金来源，且后续郭某某能实际控制杨某的资金账户；再次从买卖标的来看，杨某账户累计交易股票19只，其中“一汽轿车”“神州泰岳”等13只股票与郭某某管理投资组合持仓股票相同，这13只股票累计交易成交约4094万元，交易金额占比63.13%，交易盈利246万元，张某账户累计买入股票19只，其中有“格力电器”“三聚环保”等9只标的与郭某某管理投资组合投资标的相同，累计成交金额349万元，交易盈利27.8万元；最后从交易时点来看，杨某和张某均先于或同期于郭某某管理投资组合的操作，在操作时点上，投资经理实际控制的个人账户与管理的投资组合账户操作时间相差0~7天不等，构成明显的利用非公开信息交易牟利行为。

信息获取能力强及委托—代理关系是引致公募投资经理“老鼠仓”交易的主要原因。公募投资经理具备的天然信息优势，在基金公司内部控制相对不足、外部监管稽查难度相对较大以及委托—代理关系下，投资经理追求个人利益最大化等因素下，“老鼠仓”交易成为公募投资经理最常见、最易发生的违法违规行为。这其中有投

资经理个人职业操守不高的原因,也与特定的机制设计和信息管理环境高度相关。

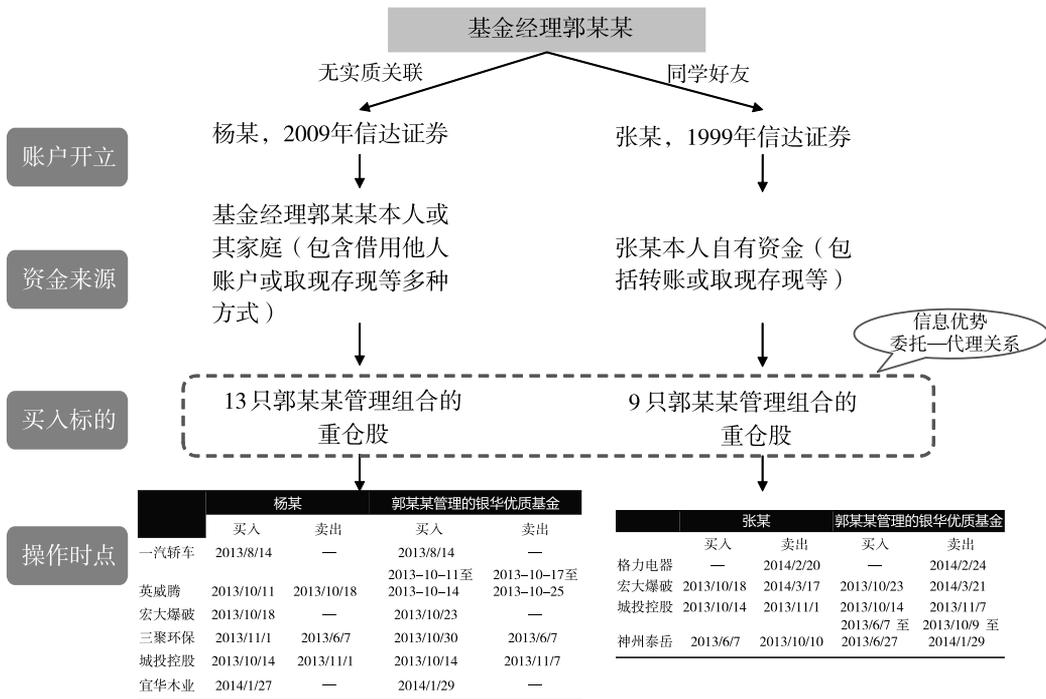


图6 银华基金经理郭建兴利用非公开信息交易的关键要素分析

资料来源:证监会,申万宏源研究。

2009年以来,证监会相继对10多位公募投资经理利用非公开信息进行“老鼠仓”交易行为进行立案调查和惩罚,其中影响较大的如原交银施罗德投资总监李某某、原博时基金经理马某、原汇添富基金经理苏某以及银华基金经理郭某某等。从处罚程度来看,2017年之前针对非公开信息违规交易基本是罚没全部非法收入所得,2017年以来监管处罚措施日趋严厉,呈现“没一罚三”的特征,即没收全部非法收入所得,并处以3倍的罚款。

表1 利用非公开信息进行违规交易,“老鼠仓”案件频发

处罚公布日期	事件	处罚金额
2009/6/19	2007年至2009年2月,张某在担任融通基金的基金经理期间,利用职务便利获取融通基金的基金投资与研究信息,并操作他人控制的“周蓄”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“周蓄”账户实现盈利939.8万元,收取朱某某感谢费200万元	400万元

续表

处罚公布日期	事件	处罚金额
2011/12/28	2006年7月至2010年4月,许某某在任职光大保德信期间,利用职务便利及所掌握的基金投资决策未公开信息,亲自或通过MSN通信、电话等方式指令张某操作华泰证券上海康定路营业部史某、王某等2个证券账户先于或同步于自己管理的基金买入或卖出相同股票	210万元
2013/10/29	2009年2月28日至2009年5月20日,原交银施罗德基金管理有限公司投资总监李某某在公募基金任职期间,操盘买入工商银行、建设银行,累计买入金额约5226.4万元,获利总额约为1071.6万元	1800万元
2014/3/24	2011年3月9日至2013年5月30日,博时基金明星基金经理马某,在任期间先于、同期或稍晚于其管理的“博时精选”基金账户买入相同股票76只,累计成交金额高达10.5亿余元,从中非法获利1883万余元	1913万元
2014/7/16	苏某在汇添富基金担任基金经理的职业敏感期内,操作其堂弟和堂弟媳证券账户,先于、同期或滞后于其所管理的汇添富均衡增长股票基金、汇添富蓝筹稳健混合基金,买卖领先科技等130多只股票,合计4800多万股,交易金额7.33亿元,非法获利3652.58万元	3700万元
2014/10/22	2009年2月18日起,原光大保德信基金公司基金经理钱钧钱钧利用兄弟的账户,先于、同期或晚于其管理的基金买入,对包括航天电器等135只股票进行买卖操作,交易金额1.22亿余元,非法获利140.1692万元	160万元
2015/1/28	2009年6月至2010年9月,郝某在担任农银汇理平衡双利基金和农银汇理中小盘基金的基金经理期间,利用职务便利,获取上述两只基金的股票交易情况等未公开信息,利用他人股票账户先于或同期于两只基金买卖30多只股票,累计买入交易金额逾3.13亿元,获利762万余元	762万元
2015/2/4	2009年12月至2013年11月,欧某某在嘉实基金与上投摩根担任基金经理期间利用未公开信息,通过其控制的岳父、岳母的证券账户,与其直接或参与管理的基金趋同交易买卖国药一致、康美药业等61只股票,累计趋同成交金额1.04亿元,获利289.21万元	289万元
2016/6/1	2005年至2011年,原任易方达积极成长基金经理陈某某先后控制了至少5个账户,先于或同步于易方达积极成长基金买入或卖出股票,买卖股票数量达87只,成交金额达18.84亿元,非法获利数额达2826.06万元	2830万元

续表

处罚公布日期	事件	处罚金额
2016/8/24	2010年至2014年,时任中邮核心优选基金经理厉某某利用因职务便利获取的内幕信息以外的其他未公开信息,使用其控制的多个证券账户进行趋同交易,交易金额累计高达9.1亿元,累计趋同交易获利约为1682万元	1700万元
2017/1/9	2011~2017年郭某某担任银华基金经理期间,利用杨某、张某等账户,利用未公开信息从事相关交易活动获利,在2013年6月1日至2015年9月8日,共计盈利2,739,455.73元,没收郭某某、张某违法所得2,739,455.73元,并对郭某某、张某处以8,218,367.19元的罚款	1092万元
2017/10/23	2009年10月至2012年2月,李某担任建信基金管理有限责任公司基金经理,负责管理“建信优选成长基金”账户而掌握有关投资决策、交易等方面信息,使用其实际控制的“左李”证券账户,先于或同期于基金账户买入或卖出相同股票103只,买入金额共计人民币8067万余元,卖出金额共计3841万余元,获利金额共计18万余元	50万元

资料来源:中国证监会,申万宏源研究。

## (二)公募投资经理与券商分析师合谋交易

在“研究换佣金”的盈利模式下,券商研究所与基金公司或公募投资经理之间形成一种买方与卖方的关系,公募投资经理在信息获取上的优势、追求个人利益最大化的目标导向以及考核相对收益排名的激励机制在很大程度上推动了公募投资经理与券商分析师之间的合谋交易。此种交易方式通常表现为:首先,公募投资经理与券商分析师共同调研上市公司,获得相应的信息优势。其次,券商分析师发布看好该上市公司的研究报告,助推市场气氛,在此之前,公募投资经理基于个人利益最大化已经建仓或者体外的“老鼠仓”已经建仓。最后,随着券商研究报告的持续“鼓吹”,股价进入上升阶段,公募投资经理卖出获益。

近年来随着监管从严,公募投资经理与券商分析师之间的合谋交易逐步演变成公募投资经理、券商分析师与上市公司之间的合谋交易。上市公司有做大市值的利益诉求,配合发布相关公告和利好消息;券商分析师尤其是明星分析师借助其市场影响力配合出相应的研究报告进行鼓吹或助推;公募投资经理利用信息优势在利好公告和研究报告发布前建仓买入,在股价大幅上涨后逐步卖出,在此过程中上市公司实现了做大市值、做高估值的目标,券商分析师通过派点或新财富评比等

方式来提升“身价”,公募投资经理获得业绩排名优势或体外“老鼠仓”交易获利。

重庆啤酒和安硕信息的案例就是公募投资经理与券商分析师及上市公司之间合谋交易的最好说明。从侧重点来看,安硕信息的案例更加侧重上市公司的信息披露,本研究放在后面进行深度分析,在此以重庆啤酒为例进行案例分析。尽管证监会未对重庆啤酒案中券商分析师与公募投资经理的合谋交易进行直接认定或处罚,但从重庆啤酒的历史股价波动来看,两者之间存在较大的相互配合的嫌疑。2009年8月20日至2011年11月24日(重庆啤酒股价创历史新高的前一天),兴业证券分析师累计发布29篇研究报告进行强烈推荐;在此期间上市公司就“治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗”发布20次公告,披露疫苗研究进度;更为重要的是,借助2011年第三季度,共有20只基金持有重庆啤酒,持股总数为4937万股,其中大成基金9只基金共持有4495万股重庆啤酒,占其流通市值的9.3%,在此过程中,公募投资经理具备明显的信息优势,公募投资经理与券商分析师、上市公司的合谋交易的迹象明显,在很大程度上损害了中小投资者利益。

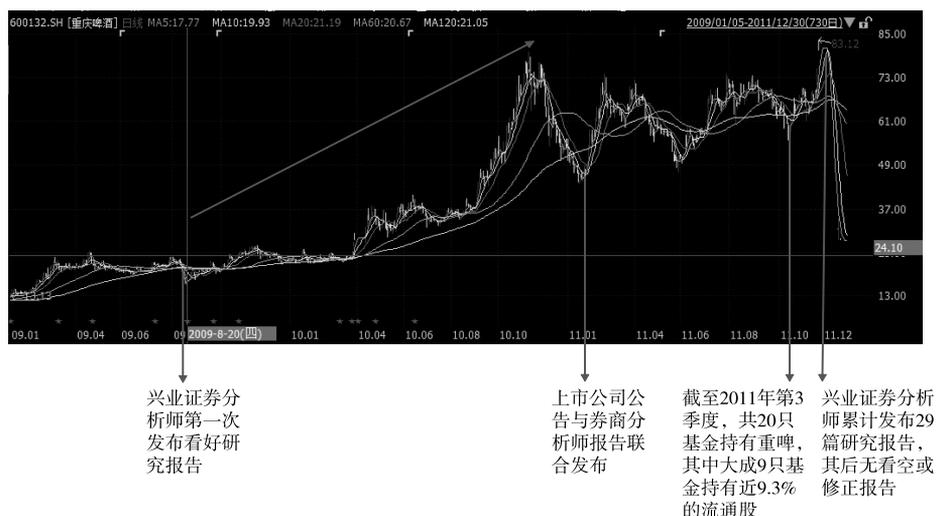


图7 助推重庆啤酒异常波动中的券商分析师与公募投资经理合谋行为

资料来源:Wind,申万宏源研究。

值得关注的是,近年来随着私募基金的快速发展,公募投资经理与券商分析师之间的合谋交易获利方式也呈现出新变化。在上市公司、公募投资经理、券商分析师三者合谋的基础上,为了最大化地实现个人利益,公募投资经理与券商分析师在

体外成立或实际控制一家私募基金管理公司,在利好公告和研究报告发布前,利用信息优势在私募基金完成建仓;随后,上市公司发布利好公告,券商分析师发布看好研究报告,公募基金经理管理的投资组合开始逐步建仓;后续上市公司配合不断发布利好公告,市场其他资金开始大幅进入,股价进入快速上升阶段;在达到预期收益率时,券商分析师再次发布看好的深度研究报告,鼓吹其他机构或中小投资者买入,与此同时,体外的私募基金开始逐步卖出;在体外私募基金清仓后,公募投资经理管理的投资组合开始逐步卖出,随后股价进入快速下行阶段。由于在此操作过程中,公募投资经理与券商分析师对上市公司股价的把控能力相对较强,因此体外私募基金都会加杠杆或以15%~20%的固定利息去筹资,进而最大限度地放大投资收益。在此过程中,可能会对公募投资经理的业绩排名产生一定的负面影响,但公募投资经理可以通过仓位控制或其他标的投资来降低此影响,更为重要的是,公募投资经理在体外私募基金投资中获取巨额收益。

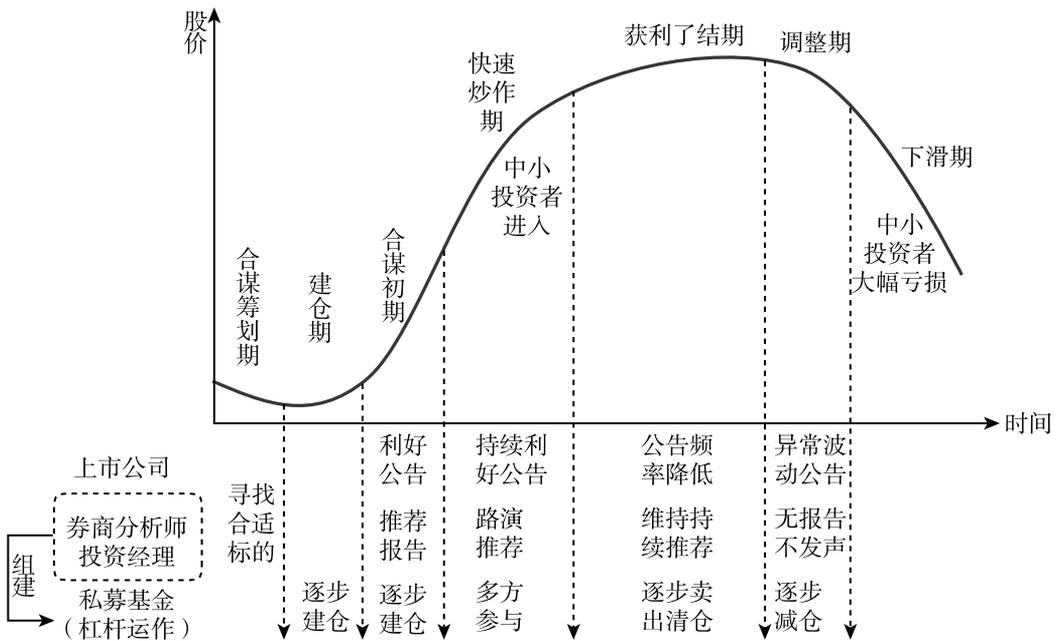


图8 严监管下公募投资经理与券商分析师合谋的新模式

资料来源:申万宏源研究。

### (三) 公募投资经理之间联手操纵市场

公募投资经理之间联手“合谋坐庄”或操纵市场是比较常见的另一类违法违规

行为。但由于相关操纵市场行为在多数情况下还涉及上市公司或券商分析师,因此在案件认定或举证上都存在较大难度,目前证监会针对此类交易行为的处罚案例并不多;但从部分股票的波动来看,公募投资经理合谋操纵的嫌疑较大,市场对投资经理“抱团交易”等行为也有所耳闻。此类交易行为产生的根源还是在于公募投资经理具备的信息优势,以及委托—代理关系下投资经理追求个人利益最大化或追求相对业绩排名的动力。此类交易行为一般具备以下三个特征:一是操纵标的多为创业板或中小板股票标的,因为其市值规模相对较小,可炒作的概念主题较多;二是交易行为多表现为多家基金公司集中持有该股票标的,其中可能会出现某家基金公司的多个基金产品都持有该股票标的,信息合谋和信息优势特征突出;三是标的股价常呈现大幅异常波动,且基金组合的交易时点与异常波动时间之间存在较强的相关性。

### 三、公募基金交易行为的监管重点及建议

#### (一)以资金监控为核心来强化投资经理实际控制账户的监管

从近年来公募投资经理利用非公开信息交易获利的行为来看,其呈现三大变化:其一,违规行为更加隐蔽化,在实际控制账户选择上倾向于选择远房亲戚或无直接关联的他人账户,较之前直接利用家人或亲属账户操作的方式更加间接或隐蔽。其二,违规行为被发现的难度更高,如在银华基金郭某某案例中,其实际控制的账户除买卖本人管理组合的重仓股之外,也同时买卖其他股票标的,进而达到“混淆视听”的效果,且利用非公开信息交易股票的规模占比也下降至65%左右,较之前完全顺方向、同操作的“老鼠仓”交易显得更加合理化,但从交易数据分析来定案的难度加大。其三,违规行为的操作时点更加分散化,除同期买入、提前卖出外,部分投资经理实际控制账户还会出现同期买入、略后期卖出或后期买入、同期卖出等行为,投资经理也会将管理投资组合的操作时间拉长,进而增加操作时点判断的难度。

综合来看,资金监控是监管公募投资经理利用非公开信息交易获利的关键所在。尽管现在资金划转方式更加多元化,如借用无关联的第三方账户划转或通过取现、存现等不留痕方式划转,但资金监控仍然是核心所在。监管的重点在于:一

是投资经理是否对资金有实质控制权,能够自由支配资金的使用;二是在央行统一账户管理的情况下,借助资金账户交易行为的跟踪分析来判断资金流向;三是在比特币等去中心化数字货币日渐兴起的背景下,监管部门对资金账户的监管还要考虑借助比特币、以太坊等虚拟数字货币洗钱的方式。

### (二)切断买方与卖方之间利益关系,提升行业研究的独立性

券商分析师与公募投资经理及上市公司之间的合谋交易在很大程度上是因为其具备一致的利益诉求,切断其利益链条是防范或打击此类违法交易行为的根本所在。由于本研究后文有针对上市公司交易行为的深度分析,在此仅论述券商分析师与公募投资经理之间的利益关系。建议从以下三方面切断买方与卖方之间的利益输送,提升研究的独立性和专业性:一是取消或者限制新财富等分析师评选机制,打断券商分析师与公募投资经理之间直接的利益关系,可借鉴或参考境外II评比机制,将评选范围扩大至全球机构,弱化两者之间的利益合谋。二是证券研究机构应规范研究报告发布及路演标准,确保研究报告的同步性、一致性和专业性,严厉惩罚对部分投资者提前发布消息的行为,规范微信或新媒体的内容传播。三是借鉴欧洲MiFID II法案的经验,证券研究机构改变“研究换佣金”的盈利模式,将交易佣金与研究付费分开,公募基金等机构购买研究服务需要单独付费,改变当前券商分析师“新财富+派点”主导的收入结构,鼓励证券研究机构提升研究的独立性和专业性,因为只有专业的机构才能够存活。

### (三)规范基金公司内部控制及激励考核制度

公募基金容易产生的几类违法违规交易行为与基金公司内部控制及信息隔离等都高度相关。一方面,监管层需要加大对基金公司内部控制和风险管理的监管,重拳打击“老鼠仓”、合谋交易及操纵市场等违法交易行为,维持市场“三公”秩序;另一方面,基金公司自身也需要不断强化内部控制体系:一是做好公募投资经理的信息全监测,尤其是强化对公募投资经理实际控制资金账户的监测;二是对投资标的的筛选有严格标准,对投资组合标的及交易行为有严格的信息隔离制度,做好内部防火墙管理;三是进一步完善对公募投资经理的激励机制,弱化短期业绩排名,强化中长期考核及业绩稳定性考核,防止公募基金投资短期化、散户化,引导公募基金向价值投资转变;探索员工持股或超额收益分成等机制,弱化委托—代理关系,实现公募投资经理与公募基金、基金持有人之间的利益一致性。

## 第三章 私募证券投资基金交易行为分析

### 一、四维度下私募证券投资基金交易行为的特征分析

#### (一) 资金来源结构: 以外部自然人和机构资金为主

与公募基金相比,私募证券投资基金的资金来源结构更加多元化,整体上呈现以外部自然人和机构资金为主,以员工及管理人跟投为辅的特征。根据基金业协会数据显示,2016年私募证券投资基金的投资者主要包含自然人、投资基金计划或机构、工商企业、管理人及员工跟投以及其他投资者,出资比例分别为37%、34%、12%、3.3%及13%。

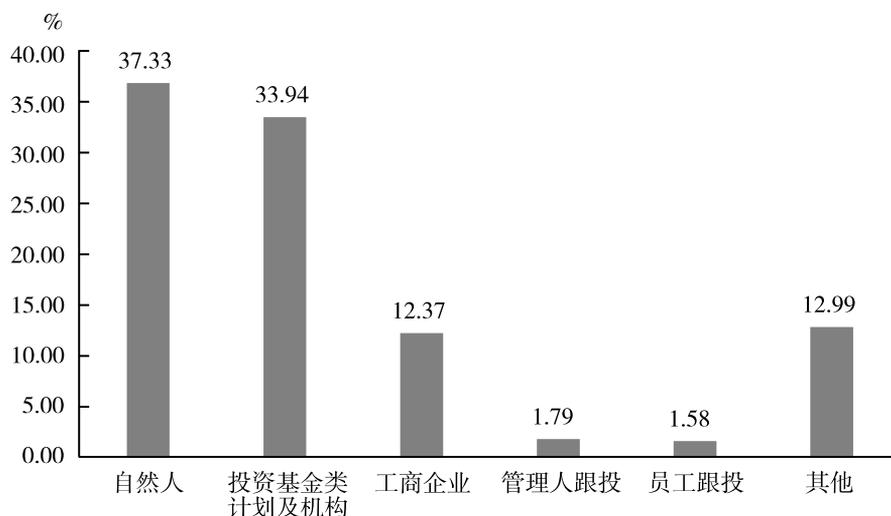


图9 2016年私募证券投资基金的资金来源结构

资料来源:基金业协会,申万宏源研究。

从不同私募证券基金的类型来看,FOF、股票类基金、衍生品基金中自然人出资比例相对较高,超过40%;货币类基金、债券类基金中自然人的出资比例最低。从整体来看,二级市场权益类基金中自然人的出资比例相对较高,是最重要的投资者之一;但在ABS、债券及货币类基金中,外部投资计划或机构的出资比例较高。

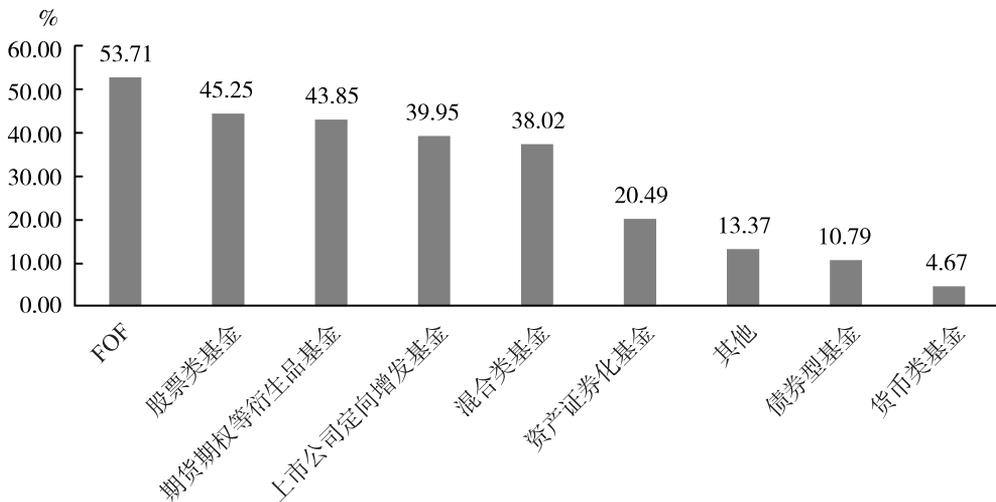


图 10 2016 年不同类型私募证券基金中自然人出资比例

资料来源:基金业协会,申万宏源研究。

从变化趋势来看,近年来私募证券资金来源结构呈现三点变化:一是自然人投资者比重有所下降,从2015年55%的占比下滑至2016年约37%的水平,预期未来自然人出资比例可能进一步下降;二是投资基金类机构出资占比呈现快速上升趋势,这主要源于FOF、MOM等组合类产品的大发展,预期未来将呈现持续上升趋势;三是管理人和员工跟投出资比例有所增加,为了更好地解决委托—代理问题,实现管理人利益与基金持有人利益的一致性,预计管理人及员工跟投的出资比例将进一步提升。

#### (二)信息获取能力:以公开信息为主,可能接触内幕信息

截至2018年1月我国已登记私募证券投资基金管理人8575家,已备案私募证券投资基金35,189只,基金规模2.61万亿元,在二级市场上,私募证券投资基金的投资规模已经与公募基金规模旗鼓相当。私募证券投资基金作为市场上重要的机构投资者之一,获取信息以公开信息为主,但可能接触内幕信息或非公开信息,具备一定的

信息获取优势。私募证券投资基金可能接触的非公开信息主要包括以下三类：一是上市公司的非公开信息。私募证券投资基金作为市场上话语权较大的投资者，在与券商分析师和上市公司接触时可能获取非公开信息。二是同一实际控制人下的私募股权投资及并购重组等非公开信息。当前同一实际控制人同时拥有私募股权基金和私募证券投资基金的情况较常见，私募股权基金获得非公开信息极容易传导给私募证券投资基金。三是不同私募证券投资基金或私募证券投资基金与其他机构投资者之间的交易信息。在合谋交易模式下，私募证券投资基金可能获得其他机构的交易信息等非公开信息，进而实现合谋交易或操纵市场。

### (三) 委托—代理关系：借助超额收益分成机制来弱化代理人影响

与公募基金相同，私募证券投资基金也存在双重委托—代理关系，但借助管理人跟投及超额业绩提成等机制，私募证券投资基金弱化了代理人因素影响。一方面，近年来管理人及员工跟投的出资比例逐步上升，跟投机制在一定程度上实现了管理人利益与私募基金持有人利益的一致性，但此种约束机制的有效性也受到跟投比例的影响。另一方面，借助超额业绩提成及配套的激励机制，在一定程度上实现了管理人利益、私募基金公司利益与私募基金持有人利益的一致，当前私募证券投资基金一般对超额收益部分收取 25% ~ 30% 的业绩提成，对于主动管理能力较强的私募证券投资基金，超额业绩提成是其主要的收入来源，超额业绩提成也成为激励私募投资经理最重要的奖金池来源，此种机制安排在很大程度上弱化了委托—代理关系。但在现实中，私募投资经理“老鼠仓”等违规交易行为仍时有发生。

### (四) 盈利模式：整体上是追求绝对收益的中长期投资者

基于资金来源的中长期性以及超额业绩提成等激励机制影响，私募证券投资基金整体上表现为追求绝对收益的中长期投资者。借助超额业绩提成等机制设计使其更注重绝对收益，在弱化年度业绩排名的情况下，私募证券投资基金的投资考核期限相对较长，这使私募证券投资基金投资期限相对较长。值得补充说明的是，不同私募证券投资基金的投资风格存在较大差异，部分私募证券投资基金专攻技术面交易，交易换手可能更加频繁，交易短期化；部分私募证券投资基金专攻价值投资，持仓时间相对较长，交易更加中长期化。但从私募证券投资基金管理机构的考核激励机制来看，其在整体上呈现更注重绝对收益、更注重中长期收益的基本特征。

## 二、私募证券投资基金可能发生的侵害中小投资者权益的交易行为

与公募基金投资相同,私募证券投资基金也可能产生“老鼠仓”、与券商分析师合谋交易以及私募投资经理抱团“坐庄”等侵害中小投资者权益的违规交易行为,考虑到其操作方式在很大程度上与公募基金投资基本相似,因此针对此类违法违规交易行为不再做深入分析。除此之外,私募证券投资基金还可能发生内幕交易、操纵市场及乌龙指程序化交易等侵害中小投资者权益的交易行为。

### (一) 私募证券投资基金利用内幕消息交易获利

私募证券投资基金作为信息获取的优势方,有机会获得内幕信息,利用内幕信息交易获利是私募证券投资基金常见的违法交易行为之一。私募证券投资基金的内幕交易行为通常具备三个基本特征:其一,私募证券投资基金作为投资咨询机构或其他参与方获得了内幕信息的知情权。其二,在内幕信息敏感期私募证券投资基金的负责人或投资经理利用内幕信息,在其管理的投资组合或其提供投资顾问的投资组合上进行相应的买入操作。其三,在内幕消息敏感期结束后,卖出相应股票标的交易获利,交易时点与内幕信息的获取之间存在高相关性。

近年来证监会加大对私募证券投资基金内幕交易行为的惩罚力度,先后对深圳金中和及广州穗富投资内幕交易进行处罚,本文以此作为案例分析。2015年7月13日证监会对深圳市金中和投资管理有限公司及曾某作出行政处罚决定,相应的内幕交易过程如下:一是内幕信息形成阶段,2012年5月3日青岛市恒顺电气股份有限公司(以下简称恒顺电气)董事长贾某某决定收购印度尼西亚的煤矿,10月29日恒顺电气与印度尼西亚东加煤矿代表方谈判确定了煤矿价格,11月9日双方签署了合同;11月10日恒顺电气召开董事会会议,通过了收购东加煤矿项目的决议;11月12日恒顺电气公告收购印度尼西亚东加煤矿项目,贾某某等人为恒顺电气收购印度尼西亚相关煤矿的知情人。二是内幕信息的获取阶段,深圳金中和投资的CEO及投资总监曾军向贾某某提供投资建议且在2012年7月4日出席了恒顺电气讨论投资煤矿进度问题的会议,获取相应内幕消息。三是利用内幕信息交易获利阶段,曾军作为中和西鼎信托计划和富锦6号信托计划的投资经理在内幕信息未公告前累计买入恒顺电气近46万股,部分股份在内幕消息公告后卖出获利。

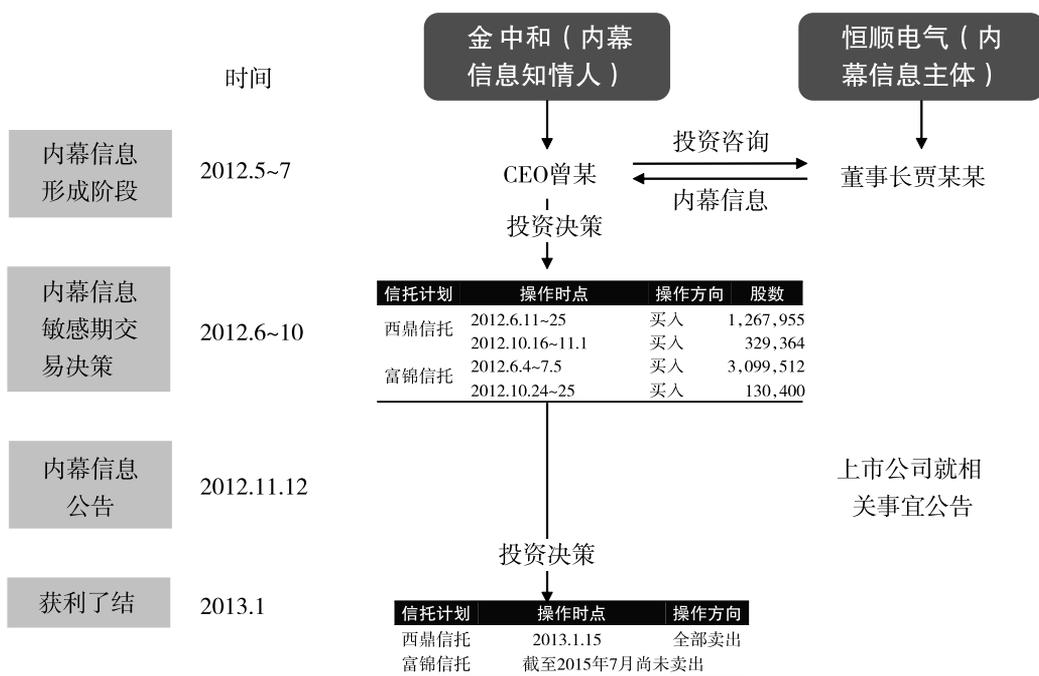


图 11 金中和内幕交易案例分析

资料来源:证监会,申万宏源研究。

2017年11月10日证监会对广州穗富投资内幕交易作出行政处罚。广州穗富投资是深圳中国农大科技股份有限公司(国农科技)拟非公开发行方案的提案方,作为内幕信息的知情者,广州穗富投资董事长兼投资总监易向某、股东周某某在内幕信息敏感期做出投资决策,由穗富投资担任投资顾问的“金鹰基金—光大银行—金鹰穗富6号资产管理计划”等4个资产管理计划账户买入国农科技,共获利约333.4万元。证监会决定没收违法所得333.4万元,并处以333.4万元的罚款,对直接负责人易向某、周某某给予警告并分别处以10万元罚款。

## (二) 私募证券投资基金操纵市场的交易行为

近年来,随着私募证券投资基金机构的快速发展,相应机构操纵市场等违规交易行为也层出不穷。私募证券投资基金操纵市场的交易行为主要源于其信息获取能力较强,此种信息更多表现为交易信息,较强的交易信息优势,外加对高频交易、程序化交易、连续交易及反向交易等行为的监管相对较弱,引发部分私募证券投资基金操纵市场行为,这在很大程度上影响了中小投资者合法权益。

2015年以来证监会对近10起私募证券投资基金操纵市场行为作出处罚,私募证券

基金常见的操纵市场行为包括:一是借助连续交易、涨停价格挂大单、反向交易等方式来引发股价大幅波动,交易套利,如广州穗富投资通过虚假申报、以涨停价格挂大笔买单等方式,影响“国光股份”“国农科技”“鸿特精密”“金宇车城”“科恒股份”“万福生科”6只股票的价格和交易量,后反向卖出,获利约1017万元;2014年1月至2016年6月,廖某某控制本人及亲友名下的28个证券账户,通过以大单连续交易封涨停、虚假申报并封涨停、盘中拉抬并封涨停等手法,先后操纵“桐君阁”“通程控股”等15只股票,影响股票收盘价格和交易量,并于次日反向卖出获利共计2716万元。二是大宗交易前后借助高价申报、撤销申报、尾盘拉升等手段使股价出现较大涨幅,其后进行相应的减持交易,如任良成在2014年4月21日至12月8日,通过大宗交易买入“隆基机械”“三维通信”等16只股票,在大宗交易日前后盘中通过高价申报、撤销申报等手段,使股票价格产生较大的涨幅,并于大宗交易日后的次日或几日内在二级市场卖出。三是同一实际控制人的多个账户之间合谋交易,操纵股价,如东海恒信控制使用“千石资本—东海恒信1期”等12个账户于2015年6月18日至7月30日,在实际控制的账户之间进行180ETF交易,影响180ETF交易量,变相进行180ETF与相应成分股日内回转交易套利,非法获利1.84亿元。四是借助“快进快出”手法操纵小市值股票,2016年第二季度以来,“福达股份”等小市值概念股出现连续多日放量上涨后断崖式下跌的异常走势。根据交易所监控线索,查明马某某、曹某等人控制使用38个江浙闽地区的个人及资管计划账户,动用2.9亿元资金,底部吸筹、边建仓边拉升,于2016年7月5日至18日操纵“福达股份”股票,引诱不明真相的投资者跟风买入,在拉出3~5个涨停后大规模出货,获利2289万元。其操纵行为造成个股暴涨暴跌,严重影响市场秩序,2017年5月证监会对马某某、曹某等人作出行政处罚。

表2 2015~2017年证监会对部分私募证券投资基金操纵市场行为的处罚

时间	操纵市场案例	相应处罚
2015.9.18	东海恒信控制使用“千石资本—东海恒信1期”等12个账户于2015年6月18日至7月30日,在自己实际控制的账户之间进行180ETF交易,影响180ETF交易量,变相进行180ETF与相应成分股日内回转交易套利,非法获利184,291,170.59元	没收东海恒信违法所得184,291,170.59元,并处以552,873,511.77元罚款,对东海恒信法定代表人、总经理史某给予警告,并处以60万元罚款,对东海恒信副总经理陈某某给予警告,并处以30万元罚款

续表

时间	操纵市场案例	相应处罚
2015.12.11	2013年10月至2014年3月,涂某某、王某某、薛某某、周某、郭某某五人,以深圳市元成资产管理有限公司名义招揽理财客户,以涂某某为主导,使用“蒋某军”等18个证券账户,采取盘中利用资金优势连续买卖、在自己实际控制的账户间交易、虚假申报撤单、尾市拉抬等方式,大量交易“九鼎新材”“新海股份”两只股票,获利19,731,643.71元	没收蒋某军等15个账户违法所得13,947,638.67元,并对涂某某、薛某某、王某某、周某、郭某某处以13,947,638.67元的罚款
2015.12.18	北京艾亿新融资本管理有限公司以影响债券收市价格进而维持、提升信托产品单位净值为目的,利用交易所债券收盘价形成机制以及债券交易非连续性交易的特点,在其操控的涉案三个信托计划证券账户之间进行债券交易,或在即将收市时大幅抬拉债券价格,影响债券交易价格	对艾亿新融处以100万元罚款;对直接负责的主管人员张某甲、张某乙给予警告,并分别处以20万元、10万元罚款
2016.4.29	2015年7月10日至8月28日,深圳市中鑫富盈基金管理有限公司控制使用“四川信托—宏赢七十三号”等10个信托计划证券账户下挂的11个交易子账户,投资者吴某某控制使用“厦门信托—凤凰花香二号”等10个信托计划证券账户下挂的18个交易子账户和4个人个人账户,通过集中资金及持股优势连续买卖、在所控制账户之间交易等方式,合谋操纵“特力A”“得利斯”股票价格,反向卖出获利。其中中鑫富盈、吴某某操纵“特力A”股票价格分别获利约1.5亿元、1.7亿元,操纵“得利斯”分别亏损约0.3亿元、1.8亿元	没收中鑫富盈违法所得约1.5亿元,并处以约4.4亿元罚款;对中鑫富盈实际控制人李某某给予警告,并处以顶格罚款60万元;没收吴某某违法所得约1.7亿元,并处以约3.5亿元罚款
2016.6.17	广州穗富投资管理有限公司通过虚假申报、以涨停价格挂大笔买单等方式,影响“国光股份”“国农科技”“鸿特精密”“金宇车城”“科恒股份”“万福生科”6只股票的价格和交易量,后反向卖出,获利约1017万元	没收穗富投资违法所得约1017万元,并处以约3051万元罚款;对穗富投资时任董事长易某某给予警告,并处以30万元罚款;对穗富投资部负责人周某某给予警告,并处以30万元罚款

续表

时间	操纵市场案例	相应处罚
2016.11.18	任某某在2014年7月4日至8月14日,控制、使用其本人及其设立的上海任行投资管理有限公司员工和融资方提供的53个证券账户,采取连续交易、反向交易等方式交易“龙洲股份”;在2014年4月21日至12月8日,通过大宗交易买入“隆基机械”“三维通信”等16只股票,在大宗交易日前后盘中通过高价申报、撤销申报等手段,使股票价格产生较大的涨幅,并于大宗交易日后的次日或几日内在二级市场卖出	没收任某某违法所得约9999.4万元,并处以约19,998.9万元罚款
2016.11.18	创势翔在2015年7月17日至8月26日,利用其实际控制的“粤财信托—创势翔盛世”等37个账户通过连续交易、开盘虚假申报、尾市拉抬等方式,影响“辉丰股份”“汉缆股份”等6只股票的股价和交易量	没收创势翔违法所得约2073.8万元,并处以约6221.5万元罚款;对直接负责的主管人员创势翔董事长兼投资总监黄某给予警告,并处以60万元罚款;对其他直接责任人员创势翔交易主管张某给予警告,并处以10万元罚款
2017.3.17	骄龙资产管理有限公司为维持其所管理的资产管理产品净值以及避免穿仓风险,控制使用“银河资本—浙商银行—银河资本骄龙1号资产管理计划”等6个证券账户,在尾市交易期间利用资金优势,连续买入拉抬广汽集团股票价格	对骄龙资产处以300万元罚款;对相关人员进行警告,并处以30万元罚款
2017.3.28	广州穗富投资管理有限公司存在以下违法行为:控制使用的23个资管账户在2014~2015年减持“宁波富邦”时未按规定履行减持报告和公告义务;使用账户组通过对倒拉抬、下午收盘前拉抬操纵“宁波富邦”股价	警告,对穗富投资处以210万元罚款,对相关责任人员处以5万元至20万元罚款

资料来源:证监会,申万宏源研究。

除此之外,近年来程序化交易下的乌龙指事件也逐渐增多。当前我国对相关行为的处罚案例并不多,影响比较大的是光大证券乌龙指事件以及部分股指期货

交易上的乌龙指事件。但从全球范围来看,近年来乌龙指事件对市场的影响日渐加强,已经成为造成市场波动、扰乱市场秩序的重要因素之一。2010年以来影响比较显著的事件有:2010年5月6日美国股市的“闪电崩盘”,道琼斯指数在20多分钟内暴跌约1000点,市值蒸发近1万亿美元,其中最剧烈的600点下跌发生在5分钟内,事件的罪魁祸首在于英国某计算机交易程序对美股股指期货下巨额卖单,但能瞬间实现撤单,这些卖单造成剧烈的市场波动;2012年8月美国骑士资本事件,2012年8月1日美国最大的做市商之一——骑士资本,因为股票交易指令出错,在45分钟内向交易所报出几百万个小交易单,其中超过400万交易被成交,涉及154只股票,近1万亿美元股票市场,总成交股数超过3.97亿股,停止交易后,骑士资本持有80只股票共35亿美元的净多头以及74只股票共31.5亿美元的净空头,当天损失4.5亿美元,极大扰乱市场秩序,2013年美国证监会对其处以1200万美元罚金;2013年8月光大乌龙指事件,2013年8月16日11点5分上证指数出现大幅拉升大盘一分钟内涨超5%。最高涨幅5.62%,指数最高报2198.85点,盘中逼近2200点,引致异常波动的原因在于光大证券策略投资部使用的套利策略系统出现了问题,订单生成系统存在的缺陷会导致特定情况下生成预期外的订单,巨额订单引发上证综指异常波动。

### (三) 私募证券投资基金违规信息披露及违规展业行为

违规信息披露以及违规展业,是私募证券投资基金常见的侵害中小投资者权益的另一类行为。违规信息披露最常见的是对超比例持股未及时披露或者对相应交易行为没有及时披露,如2015年2月5日广州穗富实际控制有关证券账户增持“同大股份”股票达到2,818,984股,占总股本6.35%。按照中国证监会〔2015〕18号公告规定,从2015年7月8日起6个月内,上市公司控股股东和持股5%以上股东不得通过二级市场减持本公司股票;2015年7月10日,广州穗富以持股5%以上股东身份书面承诺6个月内不减持“同大股份”股票,同日同大股份在公告中对有关承诺进行了披露。2015年9月7日起广州穗富实际控制并决策通过相关证券账户在二级市场多次卖出“同大股份”股票,截至9月25日累计卖出741,777股,金额3617.6万元,占同大股份总股本的1.67%,广州穗富违背了相应信息披露内容,证监会对广州穗富相应负责人处以1万~3万元的罚款。

私募证券投资基金的违规展业主要表现为投资者适当性管理的相应不足,向不特

定公众宣传、变相降低投资门槛、向投资者承诺最低年化收益以及基金第三方托管手续不齐全等。2016年以来,证监会相继对违规展业的私募证券机构开出罚单,督促私募证券机构规范信息宣传、资金募集、资金托管等展业行为,将投资者适当性管理落到实处。随着2017年《证券期货投资者适当性管理办法》的实施,私募证券基金此类违规经营已经有所改善,基金业协会作为行业自律组织,近年颁布了多项规章指引,私募证券机构基本形成“一法、两规、七办法”的监管体系。

表3 2016年证监会对部分私募证券基金违规经营行为的处罚

时间	私募证券基金违规经营	相应处罚
2016.11.11	广东青原信息科技有限公司存在以下违法行为:(1)通过本公司网站向不特定社会公众宣传和推介青原一号证券投资基金和深圳前海浩源泰兴资产管理中心(有限合伙)基金(简称浩源泰兴基金);(2)向6名非合格投资者销售募集浩源泰兴基金;以借款名义挪用浩源泰兴基金5万元用于公司资金周转	对青原投资给予警告,并处以3万元罚款;对直接主管人员时任青原投资法定代表人兼总经理郝某某给予警告,并处以2万元罚款
2016.11.11	广州云系股权投资有限公司存在以下违法行为:(1)通过本公司网站向不特定社会公众宣传和推介广州泓蚨投资管理中心基金(简称泓蚨基金)和广州云联惠投资管理中心基金(简称云联惠基金);(2)在自行销售泓蚨基金和云联惠基金过程中,未对所有投资者以调查问卷等形式开展有效风险评估;(3)对已开展风险评估的投资者,采取的风险评估调查问卷形式简单且无后续跟踪;(4)云联惠基金募集说明书和入伙协议均明确约定募集资金必须委托经中国银监会认可的商业银行进行托管或监管,但云联惠基金自成立以来,云系投资一直未办理托管手续	对云系投资给予警告,并处以3万元罚款;对直接负责的主管人员时某某系投资法定代表人兼执行董事黄某某、总经理刘某某和副总经理刘某3人给予警告,并分别处以2万元罚款

续表

时间	私募证券基金违规经营	相应处罚
2016. 5. 27	中融金城投资担保有限公司存在以下违法行为:(1)通过制作和散发宣传材料、张贴海报等方式,向不特定社会公众宣传和推介智能时代一期契约型私募投资基金(简称智能时代基金);(2)在智能时代基金产品的宣传材料、海报中,向投资者承诺基金年化收益12.6%;(3)宣传册中宣称该基金募集规模为5000万元,每份基金的份额面值为50万元,最低认购额为1份,即50万元;(4)中融金城在对相关投资者发售基金份额时,未对投资者风险识别能力和风险承担能力进行评估,未取得个人投资者符合合格投资者条件的书面承诺以及签字确认的风险揭示书	对中融金城给予警告,并处以2万元罚款;对相关责任人牛某某给予警告,并处以2万元罚款;对相关责任人田某某给予警告,并处以1万元罚款
2016. 4. 1	2014年10月,陕西金开宏投资管理有限公司向非合格投资者王某某销售上海喆麟股权投资基金管理有限公司担任普通合伙人的有限合伙型基金份额。王某某实缴出资额30万元,投资于单只私募基金的金额低于100万元	责令喆麟基金改正,给予警告,并处以顶格罚款3万元;对黄某、陈某某给予警告,并分别处以顶格罚款3万元

资料来源:证监会,申万宏源研究。

### 三、私募证券基金交易行为的监管重点和建议

#### (一)与公募投资基金相同的监管重点

私募证券基金“老鼠仓”、合谋交易等行为与公募投资经理相似,因此对私募证券投资经理实际控制资金账户的监管、切断券商分析师、私募投资经理与上市公司之间的合谋以及私募投资经理之间抱团交易等都是私募证券基金的监管重点。在实际控制资金账户的监管上,建议借助对私募投资经理通信记录及其家人资金流水的监测来挖掘“老鼠仓”等交易,实际资金账户的监测是最直接、最有效的方式;在切断三角利益关系上,建议进一步加强对私募证券投资机构的监管,对私募证券机构持仓比例较高、股价波动较大的标的进行深度跟踪分析;在私募投资经理抱团

交易上,外部监管和举证的难度较大,重点在于规范私募证券机构的内部管理和内部控制,提升合规性和专业性。

### (二) 内外兼修,引导私募证券投资基金规范发展

私募证券投资基金也存在一些与公募投资经理不同的交易行为,如利用连续交易、反向交易、虚假申报以及尾市拉升等手段使股价大幅波动,操纵市场等行为。建议内外兼修来引导私募证券投资基金规范发展:一是强化对私募证券投资基金的外部监管,在基金业协会主导的自律监管下,进一步完善自律监管体系。二是加大对私募证券投资基金违法违规交易行为的处罚力度,目前对私募证券投资基金内幕交易、操纵市场的处罚力度一般是没一罚一或没一罚二,对相关主要涉事人的处罚为5万~30万元不等,对私募证券投资基金信息披露不实、适当性管理不足、违规宣传等处罚1万~3万元不等,与公募投资经理违规交易没一罚三的力度相比相对较低,尤其对私募证券机构违规信息披露及不当经营最高3万元的处罚,在实际中的威慑力不够。三是私募证券机构加强内部控制体系建设,一方面,做好内部信息防火墙管理,尤其是同一实际控制人名下的私募股权基金与私募证券投资基金之间做好有效信息隔离;另一方面,完善内部管理制度,加强投资者适当性管理和第三方托管制度,严格按照私募基金管理条例的相关规定展业经营。

### (三) 强化对私募证券投资基金程序化交易的监管

近年来,私募证券投资基金中从事高频交易、程序化交易或对冲交易的机构日渐增多,对程序化交易或高频交易的监管将成为未来的监管重点。从境外市场的案例来看,程序化交易下乌龙指事件将引发剧烈的市场波动,这在很大程度上扰乱了市场秩序,损害中小投资者的合法权益。当前境外市场都逐步加大对程序化交易的监管力度,美国各交易所建立熔断机制,当市场发生剧烈波动时,借助暂停指数期货等交易在一定程度暂停程序化交易;德国在2013年颁布德国《高频交易法》,标志着程序化、高频交易正式列入了监管范围,要求采用程序化交易技术的金融机构在自主交易金融工具前须获得高频交易的资质;欧洲其他市场纷纷提高对高频交易机构的资金本要求,对相关的股票交易公司、资本投资公司以及自行管理的投资公司确保其交易系统能承受住压力、具备足够的资本规模,不被用作操纵市场的工具。

尽管当前我国程序化交易的规模较小(美国程序化交易占比接近50%),私募

证券投资基金中开展程序化交易的机构并不多,但程序化交易下乌龙指事件的影响仍不可小觑。建议未来我国加大对程序化交易、高频交易的监管力度,在鼓励交易方式创新的基础上,对参与程序化交易的机构实施更严格的风险资本约束要求,合理利用现代金融工具,确保资本市场的稳健有序发展。

## 第四章 私募股权基金交易行为分析

### 一、四维度下私募股权基金交易行为的特征分析

(一) 资金来源结构: 工商企业、基金计划、自然人是三大来源

私募股权基金的资金来源结构更加多元化, 工商企业、投资基金计划及机构、自然人是最重要的前三大资金来源, 累计占比接近 72%, 信托、保险、银行等专业投资者合计出资比例接近 15%, 员工跟投比例相对较低, 仅为 0.19%。在一定程度上, 私募股权基金呈现机构投资者和工商企业主导的资金来源结构。引致此种资金来源结构的原因在于: 一方面, 私募股权基金对投资人的专业程度要求较高、投资

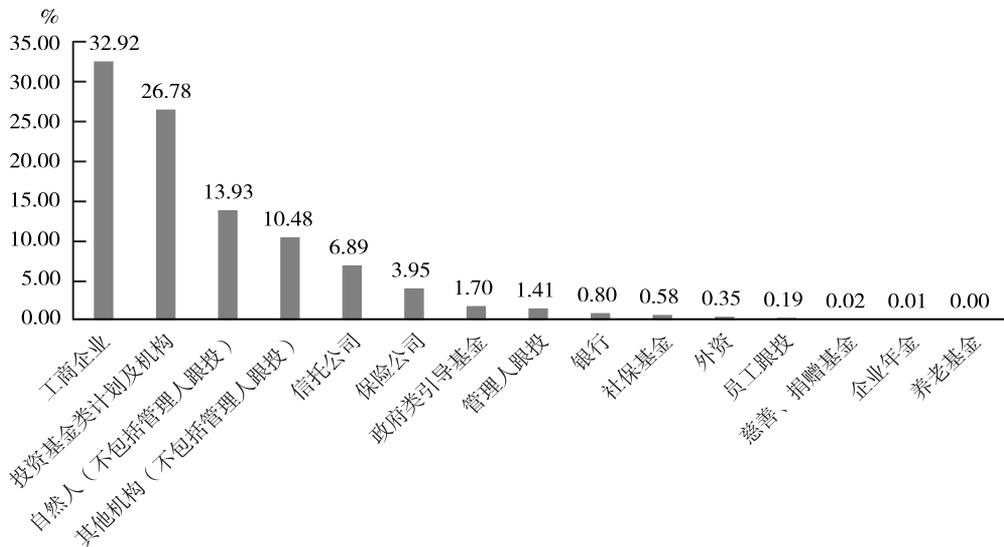


图 12 2016 年私募股权基金出资人机构

资料来源: 基金业协会, 申万宏源研究。

风险也相对较大,机构投资者参与更为合适;另一方面,很多工商企业有产业链整合的需求,因此工商企业是私募股权基金最重要的出资人。

### (二)信息获取能力:容易获取大量内幕信息和非公开信息

由于私募股权基金在项目投资上容易接触大量的非公开信息或内幕信息,与市场上其他参与者相比,具备明显的信息获取优势。私募股权基金非公开信息的来源主要包括以下两类:一是私募股权基金的投资项目可能是上市公司的相关资产,因此私募股权基金管理人容易获取相应的非公开信息。二是私募股权基金的投资项目容易以并购重组的方式装入上市公司,私募股权基金管理人作为知情人容易获取相应内幕消息。从近年来私募股权基金的退出方式来看,2016年以整体收购方式退出项目约为138个,数量占比约为2.5%;从私募股权基金的类型来看,截至2016年年底并购基金的实缴规模约为4583亿元,占私募股权基金实缴规模的比重约为12.2%,位居前三。

### (三)委托—代理关系:借助有限合伙制来降低代理人因素影响

私募股权机构也存在双重委托—代理关系,此种委托—代理关系容易产生两点不良影响:一是私募股权基金管理人的风险偏好可能相对较高,更倾向于投资风险相对较大的股权项目进而获得超额收益提成,这在一定程度上与基金投资者的风险偏好相背离。二是由于进行私募股权基金投资的多为非上市公司,项目资产信息披露不完善、财务报表不健全,私募股权基金容易出现资金断裂、失联或无法兑付投资人权益的风险,进而使基金委托人的利益受损。近年来,为更好地解决委托—代理问题,私募股权机构纷纷引入有限合伙制的运作方式,即私募股权管理机构出资1%~10%不等,做私募股权基金的GP,承担无限责任,投资人以出资为界,做私募股权基金的LP,承担有限责任,借助此种机制设计来实现私募股权基金管理人与投资人利益的一致性;另外借助多层有限合伙的嵌套结构可以最大限度地帮助私募股权管理人放大杠杆。

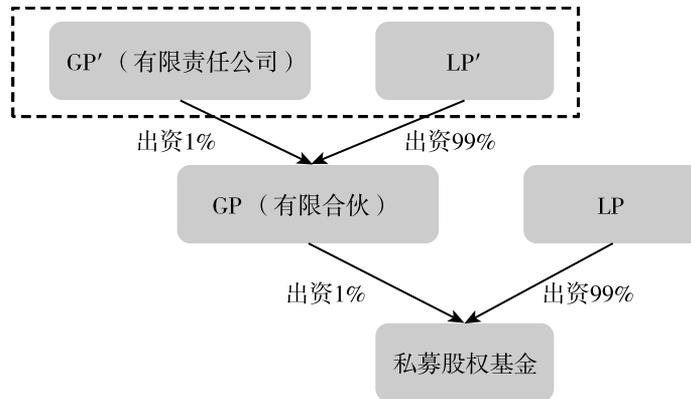


图 13 私募股权基金借助有限合伙形式降低代理人因素影响

资料来源:申万宏源研究。

#### (四) 盈利模式:大多为赚取市值管理收益的长期投资者

私募股权基金是市场中投资期限相对较长的投资者,其通过股权投资,依靠公司改制、资本重置、借壳获利、税负优化、经营改善等市值管理方式实现长期收益。从当前我国私募股权基金实缴规模的分布结构来看,成长基金、并购基金、基础设施基金和 FOF 基金是最主要的基金方式,合计实缴规模占比超过 70%,其中成长基金和并购基金都基于长期持有后的资本重置实现盈利;基础设施基金通过基础设施投资、资本运营获得一定投资收益。整体上私募股权基金的持有时间都相对较长,据投中研究院 2017 年 GP 调研问卷统计显示:2017 年新募集股权基金中存续期 0~2 年、2~4 年、5~6 年、7~8 年、9 年以上的基金规模比例,分别为 2.76%、7.84%、35.94%、39.17% 和 14.3%,其中 5~8 年退出是最常见的持有周期。

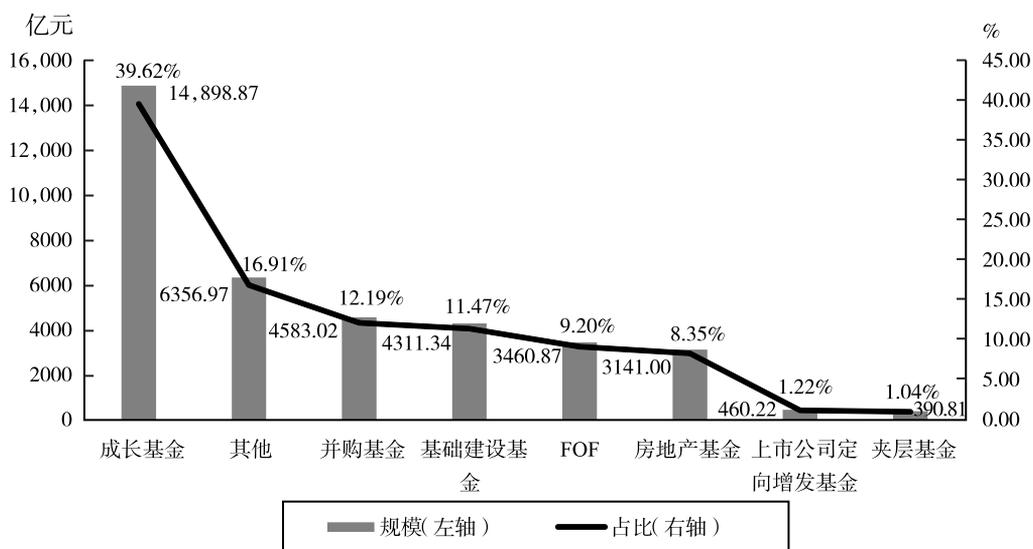


图 14 2016 年年底私募股权基金投资类型实缴规模分布情况

资料来源:基金业协会,申万宏源研究。

## 二、私募股权基金可能发生的侵害中小投资者权益的交易行为

### (一) 私募股权基金伪市值管理行为

私募股权基金作为企业股权的主要投资机构,一方面是部分企业或上市公司的研究顾问;另一方面也可能是部分企业或上市公司的股东,因此私募股权机构在提供市值管理服务上具备比较优势。在信息获取上的相对优势以及基于市值管理收益的盈利模式在一定程度上引发了私募股权机构“伪市值管理”的交易行为。

蝶彩资产管理(上海)有限公司(以下简称蝶彩资产)是业内知名的股权管理战略投资机构,先后在江苏宏宝(现更名为长城影视)、\*ST 祥龙(现更名为祥龙电业)、秀强股份等多个重组股中交易获利,蝶彩资产产品一度成为市场追捧的对象。本研究以蝶彩资产为恒康医疗提供伪市值管理作为案例分析。2013 年 3 月蝶彩资产实际控制人谢某某与恒康医疗实际控制人阙某某在上海会面,阙某某提出希望高价减持的诉求,谢某某提出可以借市值管理的名义帮对方实现高价减持;2013 年 5 月阙某某将拟减持的 2000 万股托管在定向资管计划(《德邦证券—兴业银行定向资产管理业务资产管理合同》),同期与蝶彩资产、德邦证券签署了《研究顾问协

议》，约定蝶彩资产帮助阙某某在“恒康医疗”股价不低于 20 元/股的情况下减持 2000 万股，蝶彩资产按减持成交金额的 12.5% 计提研究顾问费；2013 年 5~7 月，蝶彩资产对恒康医疗提供战略转型、收购医院、安排行业研究员调研、安排财经公关和证券媒体采访等市值管理建议，与此同时，恒康医疗配合发布多项利好公告，共同拉升股价；2013 年 7 月 3 日至 4 日，阙某某按照 20 元/股价格减持 2200 万股（其中阙某某自己减持 200 万股，定向资管计划减持 2000 万股）；2013 年 7 月 5 日，阙某某向蝶彩资产支付近 4858 万元研究顾问费。减持后，恒康医疗并未对前期收购医院的对价及详细信息、DYW101 等项目研发进展进行披露，这从侧面说明前期市值管理更多旨在抬升股价，无实际推动之意。并且从同时期恒康医疗的股价波动来看，伪市值管理操作期，恒康医疗的股价涨幅明显高于同期中小板及医疗板块涨幅；在高位减持后，尽管恒康医疗未出现大幅下行，但其波动与同期中小板和医疗板块的波动呈现反向趋势，借伪市值管理行操纵股价之实的特征突出。事后证监会对蝶彩资产没一罚二，即没收违法所得 4858 万元，罚款 9716 万元，对谢某某给予警告，个人罚款 60 万元；对阙某某没一罚一，即没收阙某某违法所得约 304 万元，罚款 304 万元。



图 15 蝶彩资产管理伪市值管理交易行为

资料来源：证监会，申万宏源研究。

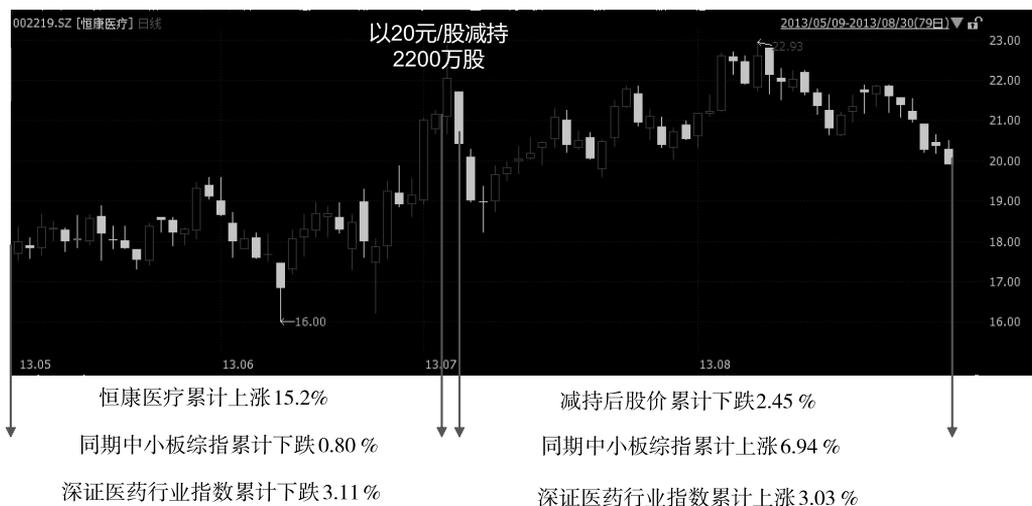


图 16 蝶彩资产管理伪市值管理期间股价波动情况

资料来源:Wind,申万宏源研究。

## (二) 私募股权基金内幕交易行为

由于私募股权机构多投资于非上市股权或上市公司,在日常经营中容易接触大量的内幕信息。利用内幕消息交易是私募股权基金常见的侵害中小投资者权益的交易行为,私募股权机构内幕交易多发生在以下几种情形:一是私募股权机构作为投资顾问获取了相关内幕信息,并利用内幕信息交易;二是私募股权机构作为并购重组交易中的参与者,获取相关内幕消息进行交易;三是私募股权机构作为投资人参与的项目进行重大资产重组中,获取相关内幕信息并进行交易。私募股权机构在信息获取上的相对优势、委托—代理因素影响下追求个人利益最大化的动机以及机构内部控制不健全是引发内幕交易行为的主要原因。

从内幕交易的操作方式来看,通常有以下几个关键要素:一是私募股权作为投资顾问、参与者等获取内幕信息;二是私募股权机构内幕消息知情人通过个人实际控制账户进行内幕交易,此类账户可能是知情人自己、家属或其他第三方的账户,也可能是知情人控制的其他资产管理计划账户,目前同一实际控制人下的股权私募与证券私募之间的信息合谋日渐增加;三是即使私募股权机构内幕信息知情人本身未进行交易,但如其将内幕信息透露给第三方,第三方进行交易的,也须追究内幕信息知情人的连带责任;四是从交易时点来看,内幕信息知情人多数在

内幕信息敏感期进行交易,至于交易获利与否并不是判定其是否内幕交易的关键要素。

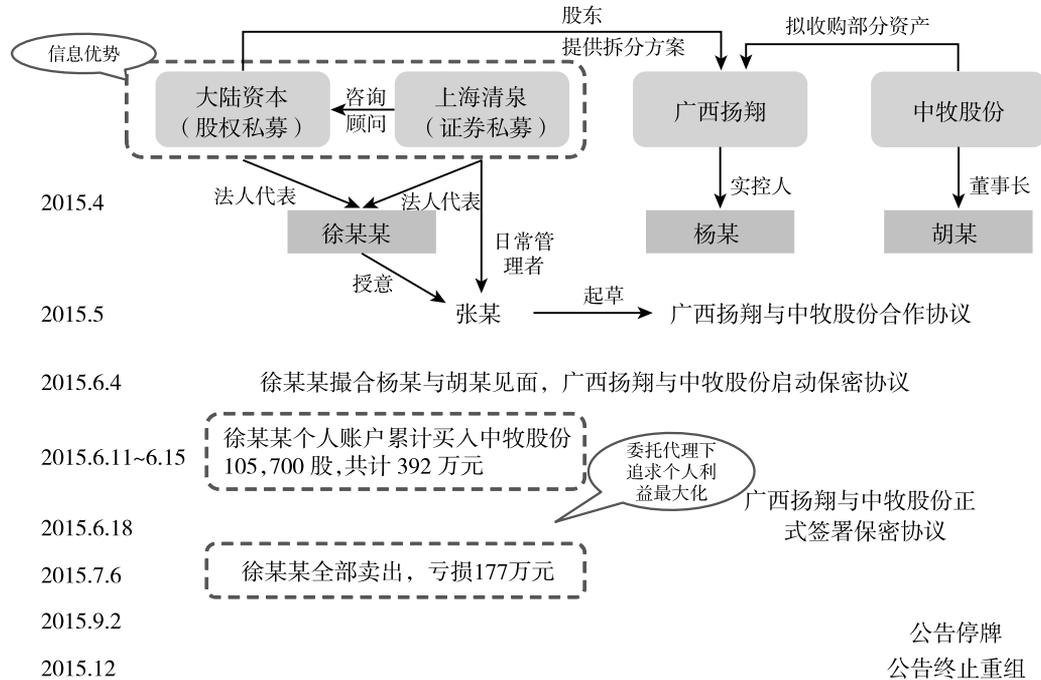


图 17 徐某利用内幕信息交易案例分析

资料来源:证监会,申万宏源研究。

2018年1月证监会对前大陆资本和上海清泉投资的法人代表徐某作出行政处罚,本研究以此作为案例分析。徐某是大陆资本(私募股权机构)和上海清泉(私募证券机构)的法人代表兼执行董事,大陆资本的全资子公司是广西扬翔的股东,该部分股权由上海清泉管理,大陆资本对广西扬翔重组拆分提供方案。2015年5月徐某找到中牧股份董事长胡某,双方有意向进一步推进;随后在徐某授意下上海清泉起草了中牧股份与广西扬翔合作的方案,并与中牧股份董事长胡某和广西扬翔实控人杨某沟通了方案;2015年6月4日徐某组织了中牧股份主要负责人与广西扬翔主要负责人的会谈,双方同意即刻启动保密协议;2015年6月18日中牧股份与广西扬翔正式签署保密协议;其后经过近3个月的方案修改后,中牧股份2015年9月1日停牌,9月2日公告;2015年12月中牧股份发布终止重大资产重组的公告。在此期间,2015年6月11日至15日徐某利用个人证券账户买入

中牧股份 105,700 股,共计约 392 万元,在 2015 年 7 月 6 日全部卖出,亏损近 177 万元。尽管该项重大资产重组并未成功,徐某某利用内幕信息交易也未实现盈利,但从行为实质来看,徐某某作为内幕信息知情人,在内幕信息敏感期利用个人账户直接交易相应股票标的,构成了内幕交易的事实,证监会对徐某某个人处以 60 万元的罚款。

### (三) 私募股权基金违规展业行为

截至 2018 年 1 月底,我国已登记私募股权、创业投资基金管理人 13,531 家,已备案私募股权投资基金 22,802 只,基金规模 6.45 万亿元。私募股权基金在为社会创造巨大资本的同时也面临一系列违规展业的行为,这主要表现为:一是涉及非法集资,部分私募股权基金发行产品募资后出现“失联”,在很大程度上损害了中小投资者利益。二是投资者适当性管理不足,向不合适的投资者募集产品、变相降低投资门槛以及向投资者承诺保本收益等。三是私募股权机构内部管理相对不足,缺乏有效的独立第三方托管机制,部分私募机构出现挪用客户资金的情况,另外部分私募股权机构没有及时备案等。

表 4 最新“失联”私募股权基金管理人(2017 年 11 月 30 日)

失联私募股权基金管理人	成立时间	注册资本(万元)	机构诚信信息
深圳前海富华投资管理有限公司	2014/3/17	10,000	2017 年 3 月 3 日相关监管部门对深圳前海富华投资管理有限公司违规开展业务
深圳前海国融金融控股基金管理有限公司	2014/9/15	5000	2017 年 3 月 3 日相关监管部门对深圳前海富华投资管理有限公司违规开展业务
深圳同盈股权投资基金管理有限公司	2005/7/19	10,000	未按要求进行产品更新或重大事项更新累计 2 次及以上;自查报告称“公司及其高级管理人员已被公安部门立案侦查,公司已于 2016 年 11 月 30 日全面停止金融业务”;2017 年 9 月 14 日证监会通报该机构被证监会采取行政监管措施
北京中稷通达投资基金管理有限公司	2013/10/23	5000	未按要求进行产品更新或重大事项更新累计 2 次及以上;未按要求按时提交经审计的年度财务报告

续表

失联私募股权基金管理人	成立时间	注册资本(万元)	机构诚信信息
东玖汇资产管理(上海)有限公司	2014/7/11	10,000	未按要求进行产品更新或重大事项更新累计2次及以上
中投互联(深圳)股权投资基金管理有限公司	2015/5/15	10,000	—
北京益富股权投资基金管理有限公司	2012/2/7	3000	未按要求进行产品更新或重大事项更新累计2次及以上
北京助赢普惠资产管理有限公司	2015/3/24	10,000	未按要求进行产品更新或重大事项更新累计2次及以上
北京炳隆资产管理有限公司	2009/5/15	1000	未按要求进行产品更新或重大事项更新累计2次及以上;未按要求按时提交经审计的年度财务报告;向投资者承诺投资资金不受损失,保证固定收益,违反八条规定

资料来源:基金业协会,申万宏源研究。

### 三、私募股权基金交易行为的监管重点和建议

私募股权基金的违法违规交易行为集中表现为伪市值管理和内幕交易,从监管重点来看信息隔离与信息披露质量是核心,考虑到信息披露的监管重点在上市公司,针对私募股权基金的监管重点还是要集中在做好信息隔离、内部控制、投资者适当性管理,加大对私募股权违法违规交易行为的处罚程度。

#### (一)完善私募股权机构内部控制及信息隔离制度

加大私募股权机构的信息隔离及内部控制体系是减少内幕交易的关键所在。建议一方面私募股权机构完善内部管理体系,建立严格的内部信息防火墙制度,尤其是针对同一实际控制人的私募股权基金与私募证券投资基金应建立完整的信息隔离制度,实际控制人作为内幕信息知情人应不断提升自身职业操守;另一方面强化对私募股权机构的外部监管,在基金业协会主导的自律监管下,以《私募投资基金管理暂行条例》为准来规范私募股权机构发展。

## (二) 强化投资者适当性管理

做好投资者适当性管理是保护私募股权投资权益,也是保护市场其他中小投资者权益的基础。尽管当前我国对私募股权基金投资人的准入门槛有所提升,但实际展业中变相降低门槛、向不合适投资者募集资金的案例仍时有发生。建议以证监会颁布的《证券期货投资者适当性管理办法》为主,来强化私募股权机构的投资者适当性管理;在从机构监管向机构监管与行为监管相结合的转变过程中,建议进一步强化对私募股权机构的行为或业务实质监管,强化私募股权基金产品的信息披露,构建产品全生命周期的监管体系,切实保护投资者权益。

## (三) 加大对违法违规行为的处罚力度

近年来,我国加大对违法违规行为的打击力度,借助大数据等技术手段,私募股权基金违法违规行为被发现的概率大幅提升。在此基础上,建议进一步加大对违法违规交易行为的惩罚力度。当前我国对私募股权机构违规展业、向不合适对象募集资金等行为的处罚力度多为警告,或处以1万~3万元不等的罚款,处罚力度相对较轻;同时对于内幕交易行为,在交易获利的情况下按照没一罚三进行处罚,对于交易未获利的,由于构成了内幕交易也应该加大处罚,目前顶格60万元的处罚对于大多数投资经理或私募股权基金的实际控制人来说处罚较轻。2018年“两会”期间,深圳证券交易所总经理王建军也向“两会”提交了“关于修改《刑法》以加大欺诈发行及违规信息披露等证券犯罪处罚力度”的议案。在全面依法治国的理念下,建议后续在《证券法》《刑法》修法中,能够对相应惩罚条款规定进行修改,加大处罚力度,全面依法治市,增强法律对市场的威慑力。

## 第五章 产业资本交易行为分析

### 一、四维度下产业资本交易行为的特征分析

#### (一) 资金来源结构:以企业股权为主

产业资本是 A 股市场的隐形大咖,随着近年来 A 股逐步全流通,产业资本持股市值占流通市值的比重一直维持在 35% 以上的水平,在一定程度上产业资本是 A 股市场最重要的参与机构之一。与其他专业投资机构相比,产业资本的资金多为其自身持有的股权或收益分红,资金来源以内部资金为主。内部主导的资金来源结构使得产业资本的投资风险偏好相对较低。考虑到多数产业资本都是上市公司的股东或实际控制人,因此如何做大做强企业成为产业资本的主要诉求。

#### (二) 信息获取能力:市场信息的绝对优势方

从信息获取能力来看,产业资本在很大程度上是市场信息的发布者或内幕信息的知情者,具备绝对的信息优势。在市场信息不对称的情况下,产业资本作为信息优势方有利用信息优势进行内幕交易的基础。产业资本在信息获取上的优势主要表现为以下方面:其一,产业资本是上市公司的股东或实际控制人,因此关于上市公司的所有信息其都能直接知悉;其二,产业资本可能是大型国资集团,在宏观政策信息、产业政策信息、市场监管信息等方面的获取能力更强;其三,产业资本可能是专注某个或某些特定行业的投资基金,在特定行业政策及项目资产上具备绝对信息优势。

#### (三) 委托—代理关系:不同企业属性存在较大差异

根据产业资本的性质不同,其委托—代理关系也存在一定的差异。在国有产业资本中,目前我国实行以管资本为核心的国资管理体系,形成“国资委—国有企

业—国有企业经营者(经理人)”的层级结构,国资委作为委托人目的是实现国有资产的保值增值,作为中间代理人的国有企业是以实现国有资产最大化增值为目标,而终端代理人即经营者则是追求个人利益最大化。在信息不对称情况下,部分国有产业资本可能会提升风险偏好,做出不利于国有资本长期发展的决策;在国有企业高管限薪的约束下,国有产业资本的委托人与代理人之间的矛盾将更为突出。2014年审计署公布的国有企业审计报告显示,大唐集团违规投资7个非主业涉及304亿元,华润集团的违规招标涉及586个项目、金额117.15亿元;2017年6月审计署披露的20家央企审计情况中有18家采取虚构业务、人为增加交易环节、调节报表等方式虚增利润与收入。在非国有产业资本中,也存在委托—代理问题,产业资本的委托人与实际代理人之间也存在目标不一致,但近年来借助收益提成或中长期考核激励等机制,弱化了代理人因素影响。

(四)盈利模式:整体上是追求产业链整合价值的长期投资者

从投资时间期限来看,产业资本资金来源都为自有股权,无短期业绩考核或市值考核压力,因此投资期限相对更长;从投资偏好来看,产业资本旨在借助产业链的横纵向整合来推动所投资企业做大做强,不断提升企业的盈利能力和价值创造能力,在提升企业核心竞争力的同时提高其在二级市场的估值水平,因此产业资本的盈利模式在整体上表现为借助长期的产业链整合来实现价值增值。

## 二、产业资本可能发生的侵害中小投资者权益的交易行为

产业资本作为市场中的绝对信息优势方,可能发生的侵害中小投资者权益的交易行为有内幕交易、操纵市场、忽悠式重组、精准减持套利以及违规信息披露等。从交易行为特征来看,由于产业资本在很大程度上是市场信息的发布者,其运用信息优势进行内幕交易或操纵市场的行为,与其他专业投资者较相似,此类行为在本部分会稍微弱化;而忽悠式重组、精准减持等行为与内幕交易、操纵市场往往联系在一起,针对此类违规交易行为本部分将进行重点分析。

(一)产业资本精准减持交易行为

产业资本作为市场信息的发布者或控制者,在很大程度上可以借助影响股价波动来实现“精准减持”的目的。在交易方向上,产业资本的精准减持交易主要表

现为两类:一是前期借助伪市值管理或操纵市场等方式抬升股价,在合适股价位置实现减持获利。减持后由于相应利好公告不能兑现,股价一般会呈现下滑趋势,这其中往往表现为产业资本与私募机构或其他投资机构之间的合谋操作,如前文中提到的蝶彩资产与恒康医疗的精准减持案例。二是在获知可能影响股价大幅波动,尤其是可能震荡下行的内幕信息后,在内幕信息敏感期进行减持,进而最大限度规避损失,此种精准减持行为往往伴随内幕交易或违规信息披露等。在信息获取能力上的绝对优势以及委托—代理关系下对个人短期利益最大化的诉求是引致精准减持等违规交易行为的关键因素。

2017年9月证监会对山东墨龙违规减持、内幕交易及违规信披案作出处罚决定,本研究以此作为案例分析。该案例是典型的上市公司控股股东借助信息优势精准减持规避损失的案例。张恩某、张云某系山东墨龙石油机械股份有限公司(以下简称山东墨龙)董事长和副董事长,两人为父子关系,是一致行动人。2016年10月张云某在得知公司存在重大亏损的情况下,授意公司财务总监及负责人修改相关数据并于10月27日公开披露2016年前三季度盈利834万元,并预计全年盈利600万~1200万元;其后公司经营没有好转,公司面临的银行贷款等债务偿还压力巨大,在筹措资金无果的情况下,公司在2017年1月25日召开总经理办公会,通报公司存在重大亏损的情况,同日董事会、监事会成员均同意披露业绩预报修正公告;2017年2月3日公司发布《2016年业绩预告修正及存在被实施退市风险警示的公告》。此案例中“公司前三季度发生重大亏损”构成内幕信息,在内幕信息敏感期,张恩某在2017年1月13日通过股票转托管方式,大宗交易分三笔累计减持山东墨龙3000万股,减持比例3.76%,成交金额27,750万元,截至2月3日公告日,避免损失约1626万元;张云某在2016年11月23日通过股票转托管,大宗交易卖出山东墨龙750万股,减持比例0.94%,成交金额8227万元,截至2月3日公告日,避免损失约1434万元。加上2014年9月26日张恩某减持山东墨龙1390万股,减持比例1.74%,作为一致行动人其累计减持比例为6.44%,超过5%,但公司并未进行报告和公告。尽管张恩某、张云某减持山东墨龙所得的资金主要用于无息借款给山东墨龙,但在内幕信息敏感期内与内幕信息知情人联络、接触且进行了与该内幕信息有关的证券交易活动,仍构成内幕交易行为,证监会对其内幕交易行为作出没一罚三的严厉处罚(对张恩某内幕交易行为没收违法所得16,259,280元,并处

以 48,777,840 元罚款;对张云某内幕交易行为没收违法所得 14,343,540 元,并处以 43,030,620 元罚款,一致行动人累计罚没款近 1.2 亿元),并对张恩某个人给予警告及 30 万元罚款。



在信息获取上的绝对优势以及委托代理关系下对个人利益最大化的诉求是引致精准减持行为的关键要素

图 18 山东墨龙利用内幕信息精准减持案例分析

资料来源:证监会,申万宏源研究。

## (二) 产业资本忽悠式重组交易行为

2017 年 4 月 21 日证监会对浙江九好办公服务集团有限公司(以下简称九好集团)、鞍山重型矿山机器股份有限公司(以下简称鞍重股份)以及相关的负责人作出处罚,本研究以此作为案例分析。

重大资产重组详情:2015 年年初九好集团与鞍重股份筹划进行重大资产重组,即鞍重股份以截至评估基准日合法拥有的除 2.29 亿元货币资金之外的全部资产和负债(置出资产),与郭某某、杜某某、张某等合计持有的九好集团 100% 股权(置入资产,2015 年 12 月 31 日作价 37.1 亿元)中等值部分进行置换,并配套发行股份融资,拟募资总额不超过 17 亿元,2015 年年底鞍重股份合并总资产为 8.5 亿元,归属母公司股东权益为 7.6 亿元。2015 年 4 月 7 日鞍重股份开始停牌筹划重大资产重组,2016 年 4 月 22 日鞍重股份董事会通过重组方案,并于次日披露董事会决议及重组方案。2016 年 5 月 11 日鞍重股份向证监会报送《鞍山重型矿山机器股份有限

公司发行股份购买资产核准》行政许可申请材料。

信息披露违规:为做大资产规模、提升估值,九好集团在2013~2015年通过各种手段虚增服务收入264,897,668.7元,虚增2015年贸易收入574,786.32元,虚构银行存款3亿元、未披露3亿元借款及银行存款质押。九好集团向鞍重股份提供含有上述虚假信息的财务报表,鞍重股份于2016年4月23日披露了含有虚假内容的《浙江九好办公服务集团有限公司审计报告》(2013年至2015年),同时鞍重股份在《重大资产重组报告书》中披露了九好集团近3年的主要财务数据。具体来看,有125家供应商单位或个人通过不同方式确认与九好集团无真实业务往来,九好集团利用这些供应商虚增服务费收入近1.92亿元,其中2013年虚增1035万元、2014年虚增5569万元、2015年虚增1.25亿元;九好集团与融康信息之间存在资金循环,融康信息向九好集团采购货物,2015年融康信息向九好集团采购的货物未收货,支付的货款已退回,九好集团在财务处理上仍然确认融康信息574,786.32元的销售收入及应收账款收回,虚增2015年销售收入574,786.32元;2015年1月九好集团在账面虚构1.7亿元其他应收款收回,虚构银行存款转入47,702,412.00元,同时转出1亿元资金不入账,账面形成虚假资金317,702,412.00元。

处罚措施:针对九好集团严重的违规信息披露及忽悠式重组行为,证监会进行严厉处罚,责令九好集团改正,给予警告,并处以60万元罚款;对九好集团主要负责人郭某某、宋某某、陈某某分别处以终身、10年和5年证券市场禁入措施,并分别罚款30万元;对杜某某(一致行动人)给予警告及20万元罚款;对张某及九好集团其他股东机构给予警告并分别罚款10万元;对鞍重股份给予警告,并处以60万元罚款,对鞍重股份董事长杨某某给予警告,并处以30万元罚款;对鞍重股份董事会秘书张某某给予警告,并处以20万元罚款;对鞍重股份其他董监高人员给予警告,并分别处以3万元罚款。

### (三)产业资本违规信息披露行为

违规信息披露是产业资本最常见的违规行为,也是对产业资本交易行为监管的核心所在。产业资本在信息获取上的绝对优势是引发违规信息披露的前提基础。产业资本常见的违规信息披露主要包含以下几类:

一是粉饰业绩、虚增收入和利润,“漂亮化”财务报表,产业资本在上市前或重大资产重组前,都有较大的动力来粉饰业绩,进而提升估值水平,在忽悠式重组中

粉饰业绩是常见的违规信息披露。

二是未及时披露重要交易信息,主要表现为超比例违规减持不披露、一致行动人累计减持比例超过5%时未进行及时信息披露、持股5%以上的股东减持未进行及时披露等。2015~2017年证监会先后共查处了33起违规减持(详见附表1),其中多数为超比例减持和未及时披露减持信息等。2017年5月27日证监会发布了《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》,沪深交易所亦出台了相应的减持细则,随着“减持十条”的实施,2017年违法减持数量明显下降,全年共精伦电子、津膜科技、安利股份、巨轮智能、金新农5家公司控股股东减持5%以上并未及时公告并继续减持。

三是隐瞒负面信息,产业资本对外担保、银行质押、关联交易等可能影响公司资产估值的信息倾向于选择隐瞒,而在这在很大程度上扭曲了实际的资产负债质量,其中存在某些强制披露信息未披露,也存在利用自愿信息披露来隐瞒负面信息的行为。

四是误导性信息披露,主要表现为借助收购、战略转型、新项目研发等利好公告来引导市场预期,哄抬股价,公告披露情况与公司实际业务开展情况存在较大差异,披露信息的误导性强,对股价产生较大影响,证监会对安硕股份的处罚就是典型案例。

2016年12月证监会对安硕信息误导性陈述行为作出行政处罚。2014年4月30日东方证券郑某建议安硕信息董事长高鸣做好市值管理,2014年5月6日安硕信息董事会秘书曹丰联系郑某到安硕信息交流。2014年5月27日至2015年3月17日,安硕信息在10次接待机构投资者中介绍安硕信息“一横一纵”发展战略,横向战略是现有的银行应用软件业务,募投项目主要是落实安硕信息的横向战略;纵向战略主要是服务,包括数据服务(已有工商数据、房产数据)、征信服务和小微类银行机构的云服务(小贷云服务)。2015年2月9日安硕信息披露拟与凉山州商业银行合作成立互联网金融公司;2015年3月20日至4月30日,安硕信息在接待机构投资者时披露安硕信息成立了西昌安硕易民互联网金融公司(以下简称西昌互联网金融公司),拟成立上海安硕织信网络信息有限公司(以下简称织信公司)。

实际上安硕信息披露存在较大误导性,其主要表现在以下三方面:一是互联网金融业务信息不符合现实状况,公司2014年年报显示互联网金融服务业务收入仅

为137.19万元,仅占主营业务收入的0.62%,但安硕信息却持续宣称已经开展征信、数据、小贷云、互联网金融等相关业务,同时安硕信息互联网金融业务商业运营有限,征信公司无任何进展,数据业务仅是配套服务,小贷云业务仅是软件的延伸服务,西昌互联网公司为空壳公司,普惠金融业务仅是一款APP。二是安硕信息披露的互联网金融相关业务缺乏实现基础,一方面公司“一横一纵”战略在2014年年报中未提及,另一方面公司相关业务缺乏有效的资金支持和人员安排,更多像空壳公司。三是安硕信息披露具有片面性,其选择性披露利好消息规避不利信息,为及时披露互联网金融业务开展中遇到的困难,混淆互联网金融业务和互联网金融服务业务概念。

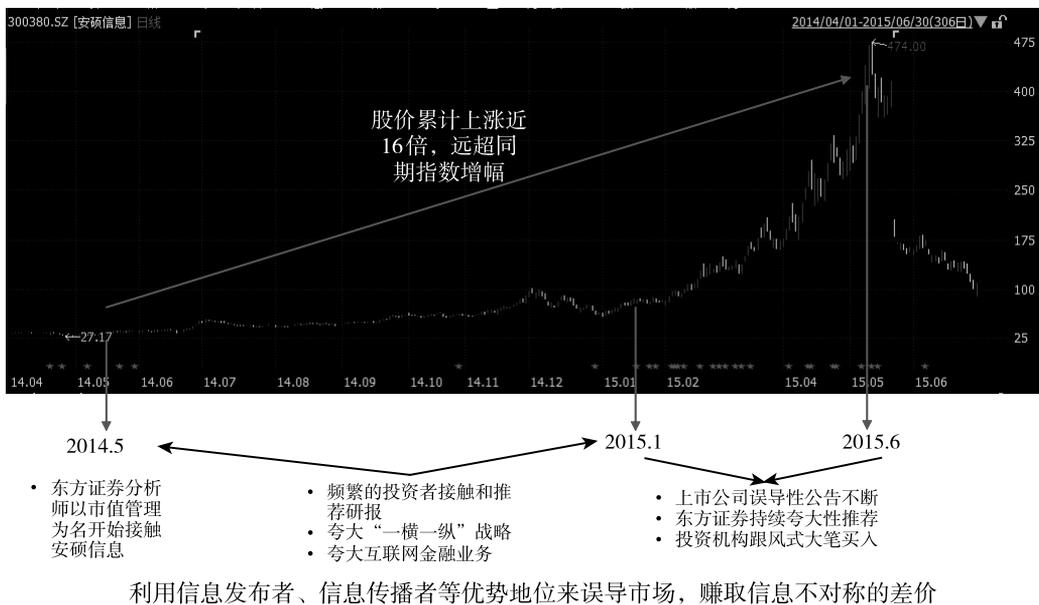


图 19 安硕信息违法信息披露案例分析

资料来源:Wind,申万宏源研究。

东方证券相关分析师给出“市值空间有望超200亿、超1000亿,tenbagger”等诱导性和夸大性语言并向128家投资机构的1279人员累计发送1.1万余封邮件,其后大量机构买入安硕信息,累计共有221只公募基金持有安硕信息最高达1808.21万股,占安硕信息流通股的74.84%。安硕信息股价从2014年4月30日28.30元上涨至2015年5月13日450元,涨幅为15.9倍。针对此类误导性信息披露,证监会对安

硕信息给予警告,并处以 60 万元罚款;对安硕信息董事长高鸣给予警告,并处以 30 万元罚款;对安硕股份董秘曹丰给予警告,并处以 20 万元罚款;对东方证券分析师浦俊懿、郑奇威责令改正,并分别处以 20 万元、15 万元罚款。

#### (四) 产业资本内幕交易行为

产业资本作为市场信息的绝对优势方,是内幕信息的知情人,利用内幕信息交易或泄露内幕信息是产业资本最常见的违法交易行为。从统计数据来看,近 3 年产业资本违法交易行为中内幕交易占据主导比例,2015~2017 年累计处罚内幕交易 120 余起,涉及上市公司数量近 100 家(详见附表 2)。从具体的交易行为来看,产业资本内幕交易行为与其他投资机构内幕交易行为较为相似,内幕信息知情人、在内幕信息敏感期利用内幕信息交易、是否泄露内幕信息进而让第三方进行内幕交易等是判定内幕交易的关键要素,至于是否盈利或者交易资金规模的大小并不是主要认定因素。从处罚力度来看,证监会对内幕交易的惩罚力度日渐加大,针对情节严重的案例都给予了顶格处罚,针对不同案例分别给出没一罚一到没一罚三不等的处罚。

### 三、产业资本交易行为的监管重点和建议

#### (一) 信息披露是产业资本的监管重点

信息获取及信息披露是产业资本交易行为监管的核心所在。基于信息优势,产业资本才可能实施内幕交易、忽悠式重组以及操纵市场等。建议从以下两方面完善产业资本的信息管理制度:

一是自上而下完善的信息披露体系。与境外成熟市场相比,当前我国信息披露呈现强制性披露多、自愿性披露少,定性披露多、定量披露少,事中事后披露多、事前披露少等基本特征,且从信息披露的时效性来看,我国市场信息披露时滞较长、有效性和及时性都相对不足。以年报为例,境外成熟市场一般在财年结束后 2 个月内披露年报,而我国一般为 4 个月且部分公司并不披露年报。建议我国从准确性、及时性和有效性三方面来完善信息披露体系机制,加大为违法信息披露的惩罚力度,当前针对上市公司董事、监事、高级管理人员最高 60 万元的处罚力度相对较轻。

二是引导上市公司逐步提升信息披露质量,完善内部信息防火墙制度。上市公司借助违规信息披露来影响股价,一方面源于上市公司自身内部管理不足,另一方面与市场热衷概念炒作、主题炒作等非理性交易氛围相关。靠消息炒股、靠内幕炒股一度成为A股市场的主流风气,尤其在中小投资者中盛行。建议未来在强化上市公司信息披露监管、要求上市公司完善内部信息防火墙建设的基础上,逐步引导市场价值投资,提升机构投资者比重,使得正向信息披露在市场上形成正循环反馈。

### (二) 强化并购重组的实质性审核,严惩忽悠式重组

证监会2017年共查处内幕交易案例60起,其中44起涉及资产并购重组事项,占比高达73.33%,忽悠式并购重组是产业资本违法交易的主要行为之一。2016年9月9日证监会正式颁布《上市公司重大资产重组管理办法》,明确并购重组的五大监管方向:一是强化信息披露,弱化实质审核;二是流程简化、分道审批;三是支持并购重组创新,完善机制安排;四是分类审核,严格借壳上市审查;五是提高并购重组审核透明度。严厉打击炒壳、忽悠式重组等交易行为。建议在此基础上,进一步强化以信息披露为核心的监管理念,加大对信息真实性的审核监管力度。

从美国市场的成功经验来看,强化信息真实性审核和不做价值判断是美国市场持续健康发展的基础。建议未来我国进一步加大对信息真实性监管,推进市场归位发展,监管机构负责审核信息真实性,中介机构旨在借助专业能力引导上市公司做真实信息披露,投资者自身做价值判断,监管部门及中介机构力求最大限度降低信息不对称程度,切实维护中小投资者权益。

### (三) 斩断上市公司、投资机构与券商分析师的三角利益关系

上市公司、投资机构与券商分析师之间的三角利益关系是很多内幕交易、操纵市场、精准减持、伪市值管理等违法交易行为的基础,斩断三角利益关系是关键所在。本课题组建议:一方面,加大上市公司信息披露的监管,加大对违规信息披露的处罚力度,尤其是针对上述三者合谋的内幕交易和违规信披给予顶格处罚;另一方面,斩断投资机构与券商分析师之间的买卖方利益关系,弱化新财富等评选机制,加大对证券研究机构报告发布、信息披露的合规监管,针对券商分析师夸大性陈述、误导性陈述以及违规信息披露等行为给予重罚。尽管目前证监会对安硕信息案件中东方证券计算机行业分析师和中信证券医药分析师开出过相应罚单,但惩罚力度较其收入水平和潜在获利相比明显偏轻。

## 第六章 完善中小投资者保护相关建议

### 一、损害中小投资者权益的共性行为及监管重点

基于上文对各类投资者交易行为的分析,我们发现不同类型投资者可能产生的损害中小投资者权益的行为中有些存在明显的共性特征,如利用非公开信息交易获利行为、操纵市场行为以及投资者适当性管理不足行为等。针对此类行为,其核心在于强化投资者适当性管理,完善信息披露机制等。

#### (一) 共性行为一:利用非公开信息交易获利行为

利用非公开信息交易获利是常见的损害中小投资者权益的行为之一,产生此种行为的根源在于市场上普遍存在信息不对称,占据信息优势的一方在缺乏有效的外部约束机制下极可能借助信息优势进行交易获利。于投资经理而言,此种信息优势可能表现为交易信息、行业重大信息以及监管政策信息;于产业资本而言,此种信息优势可能表现为重大资产变动以及上市公司未公开的财务数据等内幕信息。基于信息优势,投资经理可能产生“老鼠仓”交易、抢帽子交易;产业资本可能产生内幕交易、精准减持等行为。完善上市公司的信息披露机制,优化投资机构内部的信息防火墙制度建设是解决此类交易行为的关键所在。

#### (二) 共性行为二:操纵市场交易行为

操纵市场是另一类常见的损害中小投资者权益的交易行为。操纵市场主要指市场上具备信息优势或资金优势的一方借助相应优势操纵市场,引致股价异常波动的交易行为。于基金投资经理而言,此种行为表现为其利用资金优势,与券商分析师一起合谋交易操纵市场;除此之外,部分投资经理还借助连续交易、涨停价格挂大单、反向交易等方式来引发股价大幅波动,借助“快进快出”手法操纵小市值股

票,借助同一实际控制人的多个账户之间合谋交易、操纵股价;于私募股权投资机构及产业资本而言,此种行为表现为其利用信息优势来引导市场预期,进而实现操纵股价的目的,如上市公司大股东或实际控制人借助虚假信息披露来操纵股价进而实现精准减持交易等。针对此类损害中小投资者权益的行为,监管重点在于斩断相关利益链条,完善交易行为监管,对股价异常波动等交易行为进行重点监测。

### (三) 共性行为三:投资者适当性管理不足行为

除利用非公开信息交易获利以及操纵市场等行为外,损害中小投资者权益的常见行为还包括投资者适当性管理不足。投资者适当性管理不足主要表现为以下几种情况:一是变相降低投资者门槛,将具备高风险属性的资产销售给风险承受能力较小的投资者;二是虚假陈述,借助保本收益、虚假高收益承诺等形式拉拢投资者;三是资质不全,不具备相应业务资质的机构非法向投资者募集资金等。近年来,我国不断完善投资者适当性管理体系,2016年证监会颁布《证券期货投资者适当性管理办法》,自2017年7月1日起正式实施。相较而言,公募基金的投资者适当性相对较好,私募证券基金及私募股权基金的投资者适当性管理还有待进一步完善。

### (四) 三维度强化对损害中小投资者权益共性行为的监管

一是完善市场信息披露机制,做好上市公司的信息披露管理及投资机构内部的信息防火墙建设。信息披露体系建设是资本市场监管工作的重中之重,信息披露是解决资本市场信息不对称、规范市场主体行为、帮助投资者决策的基本制度安排。在抓好上市公司信息披露这个“牛鼻子”的基础上,本课题组建议:一方面,做好其他投资机构以及投资咨询机构的信息披露管理,尤其是在新媒体环境下,规范引发证券咨询机构在微信、微博及其他新媒体渠道的信息传播,保证信息发布的一致性、同时性和公正性;另一方面,完善投资产品的信息披露,在当前我国金融监管体制从机构监管向功能监管的转变过程中,建议学习借鉴英国行为监管局(FCA)对产品全生命周期的监管体系,监管介入产品早期开发环节,对金融产品的监管呈现从事中销售环节、事后处理环节的监管逐渐转变到向产品生命周期全过程监管转变。

二是强化投资者适当性管理。强化投资者适当性管理是切实保护中小投资者权益的前提基础。建议在《证券期货投资者适当性管理办法》的基础上,从以下三

方面来进一步强化投资者适当性管理:其一,强化私募机构的资质管理。当前我国仍存在相当一批机构无私募基金备案资格却行私募基金管理之实,加强私募机构的资质管理迫在眉睫。建议基金业协会强化对失联机构、未发行产品等机构的管理,及时取消其备案资格,同时加大对未备案机构的审慎监管,完善私募机构资质管理。其二,完善合格投资者的衡量体系。当前我国对合格投资者的认定多以投资年限、净资产规模、金融资产规模或年收入等为衡量指标,此类指标仅反映了投资者的资产情况,但对投资者的风险承受能力缺乏有效衡量,建议在合格投资者的认定上增加可投资金融资产、风险承受能力等指标。其三,完善各类投资机构强化内部投资者适当性管理体系建设,根据客户风险承受能力及客户投资偏好的差异来做好客户分层分类管理体系,切实强化对投资者,尤其是中小投资者的保护。

三是完善投资者保护的体系建设。中小投资者保护是系统性工程,在完善市场信息披露机制、做好投资者适当性管理的基础上,还需要进一步完善投资者保护体系的建设。一方面,建议借鉴境外“双峰”监管理念,将投资者保护作为金融监管的重要目标之一,整合现有证券投资者保护基金、银行存款保险、保险保障基金以及投服中心等资源,在金融稳定发展委员会下成立专门的投资者保护局,强化对中小投资者的保护;另一方面,建议借鉴美国对中小投资者的保护经验,借助成立专题小组等形式来逐个突破中小投资者保护面临的难题,2017年美国证券交易委员会加大对中小投资者保护力度,明确美国证券交易委员会使命是“自始至终和大众投资者(Main stream investor)的长期利益站在一起”,当美国证券交易委员会“聚焦于保护那些最需要被保护的散户投资者时,其对华尔街的监管是最有效的”。基于此,美国证券交易委员会于2017年9月宣布成立针对保护散户投资者的战略任务小组,不断完善投资者保护体系建设。

## 二、损害中小投资者权益的差异性行为及监管重点

由于不同类型投资者在信息获取能力、委托—代理关系等方面存在差异化特征,因此其交易行为也会呈现一定的差异性。在损害中小投资者权益的交易行为上也表现出一定的差异性,其中有信息优势的投资者容易出现违规信息披露行为,以及利用信息优势进行伪市值管理和忽悠式重组等交易行为。

### (一)差异性行为一:违规信息披露

违规信息披露是产业资本常见的损害中小投资者权益的行为之一。与市场上其他投资者相比,由于产业资本在一定程度上是上市公司的大股东或实际控制人,因此其在很大程度上能够影响上市公司的信息披露。上市公司是资本市场重要的信息发布者,具有绝对的信息优势,利用信息发布者的优势进行违规信息披露,进而误导市场预期,影响股价是产业资本区别于其他投资者最典型的差异化交易行为。其常见的违规信息披露包括:一是粉饰业绩、虚增收入和利润,“漂亮化”财务报表;二是未及时披露重要交易信息,主要表现为超比例违规减持不披露、一致行动人累计减持比例超过5%时未进行及时信息披露、持股5%以上的股东减持未进行及时披露等;三是隐瞒负面信息;四是误导性信息披露,借助虚假陈述等方式来误导市场预期,进行造成股价异常波动。

### (二)差异性行为二:伪市值管理

伪市值管理是私募股权类投资者与上市公司或产业资本之间借市值管理之名,行操纵股价之实的交易行为。此类投资者一般在市场交易中具备相对的信息优势,且借助投资咨询服务的形式来实现违法违规交易。伪市值管理行为一般具备以下几个特征:其一,市值管理的目标多为抬升股价进而实现高位减持或赚取差价,并不是旨在推进公司发展;其二,市值管理中提到的某些转型战略、资产重组计划等信息披露并不翔实,经不起仔细推敲;其三,提供市值管理的研究顾问方与委托人之间有清晰的利益分配约定,双方利益存在绑定关系,一般而言伪市值管理的顾问费远高于一般研究顾问费的收费标准。

### (三)差异性行为三:忽悠式重组

忽悠式重组是产业资本区别于其他投资者,常见的损害中小投资者权益的差异化行为之一。产业资本作为市场信息的发布者,信息披露的准确性、及时性和有效性在很大程度上决定交易的有效性,对股价波动也能产生显著影响。近年来,部分产业资本借助信息优势,以忽悠式重组为幌子来实现变相上市或哄抬股价,极大地扰乱了市场秩序。一般而言,忽悠式重组中常存在违规信息披露,借助虚增收入、做“漂亮”三张报表来做大资产规模和估值水平;并购重组项目的信息披露经不起推敲,重要的项目细节及资金使用用途等关键信息缺乏有效披露等。在信息获取能力上的绝对优势以及对个人利益最大化的追求是引致此类违规交易行为的核

心因素。

#### (四) 基于交易行为差异明确投资者交易行为的监管重点

针对产业资本及私募股权投资者的各类损害中小投资者权益的差异化交易行为,建议从交易行为特征的本源处罚,精准出击、各个击破。

针对违规信息披露、伪市值管理和忽悠式重组等差异化交易行为,建议抓住上市公司信息披露这个“牛鼻子”,把控好信息源。上市公司是资本市场上重要的信息源,其信息公告的及时性、有效性和真实性将直接影响投资者的投资判断;同时上市公司作为市场内幕信息的发起人和知情人,做好内幕信息的管理,是防控内幕交易和操纵市场的关键所在。2016年证监会进一步修订《上市公司信息披露管理办法》,推进分行业信息披露体系建设,完善上市公司股权质押信息披露规则,完善大宗交易减持信息规则;2017年沪深交易所修订了《上市公司信息披露工作评价办法》,进一步完善上市公司信息披露工作评价机制,努力使评级结果真正区分出信息披露优劣不同的公司。建议在此基础上,借助相关规则及评价体系的修订,鼓励上市公司做主动信息披露、事前披露,在临时停复牌,重大事项公告,并购重组,董事、监事、高级管理人员增减持等方面进一步完善信息披露。

针对不同类型的投资者,重点监管的交易行为也存在一定差异。对于产业资本,监管重点在于信息披露和内幕交易,尤其是确保信息披露的及时性、有效性和一致性。对于私募股权机构,监管重点在于伪市值管理和违规展业等,重点监管股权私募机构借市值管理之名行操纵股价、内幕交易之实,另外对于不具备业务资质、违规募集资金等展业行为也要重点监管。对于私募证券机构,监管重点在于操纵市场和程序化交易等,对于私募证券机构惯用的连续交易、反向交易、虚假挂单、尾盘拉升等交易行为进行重点监管,规范引导私募机构的高频交易、程序化交易等新型交易方式。对于公募投资基金,监管重点在于“老鼠仓”交易以及投资经理与多方联合进行的合谋操纵市场等。对于保险投资机构,监管重点在于资金来源的穿透式监管和规范二级市场举牌交易。在保险业全面加强监管,推进保险业回归姓“保”的前提下,将穿透监管向上下渗透,向上穿透资金来源,向下穿透底层资产;在资产管理业务统一监管的前提下,进一步规范保险资管产品的交易行为。对于境外投资者,监管重点在于是否利用沪港通及其他境外通道实行操纵市场,尤其要提防境外机构利用海外衍生工具恶意做空市场或扰乱市场波动的交易行为。

### 三、基于不同维度梳理保障中小投资者权益的监管重点

#### (一)从投资者主体来看,产业资本是监管的重中之重

从投资者主体来看,建议根据“离信息源距离”的原则来确定监管的相对次序,其中离信息源越近的主体,监管力度应该越大。上市公司是市场信息的发布源,而产业资本中多数为上市公司的控参股大股东,其直接接触信息源,是最重要的监管对象。2015~2017年累计处罚内幕交易120余起,涉及主体包括上市公司董事、监事、高级管理人员,投资经理,投资顾问及其他机构等,其中上市公司是最重要的主体。2017年查处的内幕交易案例便涉及近100家上市公司。因此,对产业资本交易行为的监管是重中之重。

#### (二)从交易行为来看,内幕交易是常见的损害投资者权益的行为

从交易行为来看,内幕交易行为是最常见的损害投资者权益的行为,也是各类投资者都可能产生的违法交易行为。从2015~2017年证监会处罚案例来看,违规信息披露、内幕交易和操纵市场是最常见的三类违法交易行为。以2017年为例,证监会共查处224起违法违规行为,其中违规信息披露60起、内幕交易60起、操纵市场21起,三者累计占比约为63%,其中内幕交易的涉案金额最大。

#### (三)从约束机制来看,提高对违法行为的稽查及惩罚力度

对损害中小投资者权益的各类交易行为,除持续强化监管之外,还需要不断完善约束机制,一方面提升对违法违规交易行为的稽查力度,另一方面加大对违法违规行为的处罚力度。

在对违法违规交易行为的稽查上,近年来违法违规交易行为的作案手段更加隐蔽,稽查难度大幅提升。近年来,证券稽查机构以大数据、云计算等互联网技术为手段,以中央监控系统大数据平台为依托,用精确制导的线索引领调查、服务调查,稽查破案效率大幅提升。建议未来在此基础上,持续依靠大数据、AI等先进技术,采用“数据建模+机器学习”等模式来辅助案例分析,多维度对异常交易及违法违规交易行为进行分析,提升证券稽查的智能性、高效化和准确性,其中对内幕交易的稽查重点应放在内幕信息知情人实质控制资金账户及个股异动账户上,对涉及重大资产重组相关股票标的的持仓账户进行分析,将其中账户交易时间在内幕

信息敏感期内的账户进行重点分析,利用大数据来剖析此类异动账户与内幕信息知情人之间的关联,提高对内幕交易的稽查效率。

在处罚力度上,建议进一步加大对违法违规交易行为的处罚力度,2018年“两会”期间全国人大代表、深圳证券交易所总经理王建军提出“关于修改刑法加重欺诈发行犯罪刑罚力度的议案”,得到了多位人大代表的认同,另外全国人大代表、广东省律师协会会长肖胜方指出:“违法违规成本过低,上市和并购成功之后可以获得的利益巨大,这正是欺诈发行、虚假披露、内幕交易、操纵市场等乱象的根本原因。”违法成本和违法收益之间严重不平衡在一定程度上成为违法违规交易行为频发的原因之一,加大对损害投资者权益的交易行为的惩罚力度势在必行。

## 参考文献

1. 陈美言:《私募股权基金运行中投资者保护的法律研究》,上海师范大学民商法学系 2017 年硕士学位论文。
2. 李锦成:《类私募证券型基金:投资者结构中被忽视的部分》,载《新金融》2017 年第 4 期。
3. 何海锋:《投资者分类的制度框架——以〈证券期货投资者适当性管理办法〉为对象的考察》,载《银行家》2017 年第 2 期。
4. 贾艳艳:《中国证券市场投资者结构特点及改善措施》,山东大学经济研究院 2016 年硕士学位论文。
5. 肖亦歌:《投资者关注对投资者交易行为的影响》,哈尔滨工业大学金融学系 2016 年硕士学位论文。
6. 庞小凤:《我国证券监管转型背景下的投资者保护研究》,对外经济贸易大学金融学系 2015 年硕士学位论文。
7. 李竹薇:《中国证券投资者结构和行为实证研究》,东北财经大学经济学系 2011 年博士学位论文。
8. 巩云华:《中国私募证券投资基金行为与监管研究》,南开大学经济学院 2011 年博士学位论文。
9. 刘有贵、蒋年云:《委托代理理论述评》,载《学术界》2006 年第 1 期。
10. 莫万贵:《我国股票投资者交易行为的实证研究》,复旦大学经济学院世界经济系 2004 年博士学位论文。

## 附 录

附表 1 2015 ~ 2017 年违法减持处罚案例

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2017. 11. 3	精伦电子已发行股份 5% 以上的股东张某某累计减持达 5% 时未公告并继续减持 679 万股, 违法减持金额为 5078 万元	给予警告并对其超比例减持未披露行为处以 40 万元罚款, 对其限制期内的减持行为处以 300 万元罚款
2017. 9. 29	津膜科技已发行股份 5% 以上的股东华益科技国际累计减持达 5% 时未公告并继续减持, 违法减持金额为 2. 13 亿元	对华益科技超比例减持未披露及限制期内减持行为给予警告, 并合计处以 1310 万元罚款; 对直接负责的主管人员林某某给予警告, 并合计处以 10 万元罚款
2017. 7. 14	安利股份持股 5% 以上股东香港敏丰贸易累计减持达 5% 时未公告并继续减持, 违法减持金额为 7626 万元	对敏丰贸易减持达 5% 未披露行为给予警告, 并处以 40 万元罚款; 对敏丰贸易限制转让期继续减持股票行为给予警告, 并处以 40 万元罚款; 对相关责任人员给予警告, 并分别处以 10 万元罚款
2017. 4. 28	巨轮智能持股 5% 以上股东郑某某累计减持达 5% 时未公告并继续减持, 违规减持 336 万股, 违规减持金额为 5275 万元	责令郑某某改正, 对郑某某未依法披露减持行为及限制转让期的违规减持行为予以警告; 对郑某某未依法披露减持行为处以 30 万元罚款, 限制转让期内的违规减持行为处以 260 万元罚款, 合计罚款 290 万元

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2017.3.24	金新农控股股东新疆成农累计减持达5%时未公告并继续减持,违规减持208万股	对新疆成农超比例减持未披露及限制转让期限内减持行为给予警告,对直接责任人员王某某给予警告;对新疆成农合计处以210万元罚款;对王某某合计处以20万元罚款
2016.5.13	庄某某控制“庄某虹”账户作为持有*ST博元股份达5%以上的股东,于2015年5月6日通过上海证券交易所交易系统减持“*ST博元”约593万股,占*ST博元总股本的3.12%。2015年5月8日,庄某某控制“庄某虹”账户减持“*ST博元”约904万股,累计减持达*ST博元总股本的7.87%。其中,庄某某减持“*ST博元”达到5%时未及时披露,并继续减持,违法减持金额约为2944万元	责令庄某某改正,并就超比例减持行为公开致歉;对庄某某超比例减持未披露及限制转让期的减持行为予以警告,并合计处以罚款220万元
2016.4.22	截至2015年6月4日,中航投资、金城集团作为一致行动人持有中航黑豹已发行股份的15.97%。作为中航黑豹股东,金城集团、中航投资分别于2015年6月5日至6月24日、2015年6月16日至6月29日通过二级市场减持“中航黑豹”,累计减持股份占已发行股份的比例达到5.869%。其中,中航投资减持“中航黑豹”达到5%后未及时披露,并继续通过二级市场减持,违法减持金额约7000万元	责令中航投资改正,在收到《行政处罚决定书》之日起3日内对超比例减持情况进行报告和公告,并就超比例减持行为公开致歉;对中航投资超比例减持未披露及限制期内减持行为,给予相关负责人杨某某警告处分,并处罚款10万元;给予中航投资警告处分,并处以220万元罚款

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2016. 1. 22	科泰控股作为上海科泰电源股份有限公司第一大股东,于2014年7月1日至2015年5月25日通过大宗交易减持“科泰电源”1400万股,累计减持股份占已发行股份的比例达到5.9375%;其中,在2015年5月22日减持后,减持“科泰电源”比例已超过科泰电源已发行股份的5%,科泰控股未按照规定及时向中国证监会和深圳证券交易所提交书面报告,也未通知上市公司并予以公告。科泰控股违法减持的股份数为300万股,违法减持金额为5391万元	对科泰控股超比例减持未披露及限制期内转让行为予以警告,对违法行为直接负责的主管人员严某某予以警告;对科泰控股超比例减持未披露行为处以40万元罚款,限制期内转让行为处以270万元罚款,罚款合计310万元;对科泰控股超比例减持未披露行为,对严某某处以20万元罚款,对科泰控股限制期内减持行为,对严某某处以20万元罚款,罚款合计40万元
2015. 12. 25	侯某某违法减持“雏鹰农牧”17,909,894股,违法减持金额426,434,576.1元	警告、责令改正,对侯某某处以1580万元罚款
2015. 12. 25	问某某违法减持“摩恩电气”704万股,违法减持金额172,787,200元	警告、责令改正,对问某某处以870万元罚款
2015. 12. 25	浙江凯喜雅国际股份有限公司(简称凯喜雅)违法减持“嘉欣丝绸”6,977,454股,违法减持金额98,749,305.1元	警告、责令改正,对凯喜雅处以510万元罚款
2015. 12. 25	香港东亚真空电镀厂有限公司(简称东亚真空)违法减持“长信科技”44,814,897股,违法减持金额956,590,452.05元	警告、责令改正,对东亚真空处以3040万元罚款
2015. 12. 25	深圳市投资控股有限公司(简称深控投)违法减持“深天地A”3,556,854股,违法减持金额87,825,806.24元	警告、责令改正,对深控投处以570万元罚款

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.11.6	重庆渝富资产管理集团有限公司累计违法减持“西南证券”5,852,534股,违法减持金额为147,515,963.12元	对重庆渝富超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对重庆渝富在限制转让期限内的减持行为处以370万元罚款,合计罚款410万元。对重庆渝富超比例减持未披露行为直接负责的主管人员易某某处以20万元罚款,对重庆渝富在限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员易某某处以10万元罚款,合计罚款30万元
2015.11.6	深圳市联泰房地产开发有限公司、南昌联泰投资有限公司合计违法减持“中州控股”11,590,011股,违法减持金额为279,319,265元	对深圳联泰超比例减持未披露行为处以20万元罚款,对深圳联泰在限制转让期限内的减持行为处以230万元罚款,对深圳联泰合计罚款250万元。对南昌联泰超比例减持未披露行为处以20万元罚款,对南昌联泰在限制转让期限内的减持行为处以610万元罚款,对南昌联泰合计罚款630万元。对深圳联泰、南昌联泰超比例减持未披露行为直接负责的主管人员黄某某处以20万元罚款,对深圳联泰、南昌联泰在限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员黄某某处以10万元罚款,对黄某某合计罚款30万元。对深圳联泰、南昌联泰超比例减持未披露行为的其他责任人员颜某某处以3万元罚款,对深圳联泰、南昌联泰在限制转让期限内的减持行为的其他责任人员颜某某处以3万元罚款,对严某某合计罚款6万元

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.10.30	沈阳蓝英工业自动化装备股份有限公司法定代表人和实际控制人郭某某减持“蓝英装备”累计达到5%后,未及时向中国证监会和深圳证券交易所提交书面报告,也未通知上市公司并予以公告。在没有报告、公告的情况下,郭某某通过中巨国际于2015年5月19日继续减持“蓝英装备”,导致蓝英自动、中巨国际累计减持股份占蓝英装备已发行股份的6.11%,减持“蓝英装备”5%以后,违法减持的股份数为3,000,000股,违法减持金额为88,170,000元	对郭某某超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对郭某某超比例减持行为处以420万元罚款,对郭某某合计罚款460万元
2015.10.30	津劝业第二大股东中商联减持“津劝业”累计达到5%后,未及时向中国证监会和上海证券交易所提交书面报告,也未通知上市公司并予以公告。在没有报告、公告的情况下,中商联2015年7月6日继续通过大宗交易减持“津劝业”,累计减持股份占津劝业已发行股份的7.65%,中商联减持“津劝业”5%以后,违法减持的股份数为11,019,889股,违法减持金额为82,998,624元	对中商联超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对中商联在限制期内转让行为处以500万元罚款,对中商联合计罚款540万元。对中商联超比例减持未披露行为,对其直接负责的主管人员应某某处以20万元罚款,其他直接责任人员高某某处以3万元罚款;对中商联限制期内减持行为,对其直接负责的主管人员应某某处以20万元罚款,其他直接责任人员高某某处以3万元罚款。对应某某合计罚款40万元,对高某某合计罚款6万元
2015.10.30	2014年7月25日当一致行动人累计减持“美盈森”达到总股本的5%时,王治某、王海某没有在履行报告和披露义务前停止卖出“美盈森”,而是继续违反法律规定在限制转让期减持“美盈森”	对王海某超比例减持未披露行为处以25万元罚款,对王海某在限制转让期内的减持行为处以1775万元罚款,对王海某合计罚款1800万元。对王治某超比例减持未披露行为处以15万元罚款,对王治某在限制转让期内的减持行为处以1225万元罚款,对王治某合计罚款1240万元

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.10.30	<p>张某、黄某华于2014年9月2日至5日,通过大宗交易减持金信诺股份累计8,000,000股,累计占金信诺已发行股份的4.89%,2015年5月6日,张某继续减持金信诺股份1,000,000股,累计减持金信诺已发行股份的5.51%。2015年5月11日、6月1日,张某继续减持金信诺股份7,500,000股,导致张某、黄某华累计减持金信诺16,500,000股,占金信诺已发行股份的8.08%。在一致行动人减持股份累计达到5%时,张某没有在履行报告和披露义务前停止卖出金信诺股份,违反法律规定减持的股份数为8,329,352股,违反法律规定减持金额为508,386,927.2元</p>	<p>对张某超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对张某在限制转让期限内的减持行为处以2100万元罚款,对张某合计罚款2140万元</p>
2015.10.30	<p>王明某、王某、新余市某投资有限公司于2014年5月23日至8月28日,通过大宗交易和二级市场竞价方式累计减持欣旺达股份19,082,190股,占欣旺达已发行股份的7.6337%。2015年6月26日,欣旺达披露了相关的权益变动报告书。在一致行动人减持股份累计达到5%时,王明某没有在履行报告和披露义务前停止卖出欣旺达股份,违反法律规定减持的股份数为6,628,671股,违反法律规定减持金额194,822,477.3元</p>	<p>对王明某超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对王明某在限制转让期限内的减持行为处以1170万元罚款,对王明某合计罚款1210万元</p>

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.10.30	<p>华仁集团作为持股华仁药业 5% 以上股份的股东,于 2014 年 12 月 4 日至 2015 年 1 月 13 日,通过大宗交易减持华仁药业股份 3300 万股,占华仁药业已发行股份的 4.9069%。2015 年 1 月 30 日,华仁集团继续减持华仁药业股份 2750 万股。截至 2015 年 1 月 30 日下午收市,华仁集团累计减持华仁药业 6050 万股,占华仁药业已发行股份的 8.996%。华仁集团减持股份累计达到 5% 时,没有在履行报告和披露义务前停止卖出华仁药业股份,违反法律规定减持的股份数为 26,873,639 股,违反法律规定减持金额为 180,053,381.3 元。对上述行为直接负责的主管人员为董某某</p>	<p>对华仁集团超比例减持未披露行为处以 40 万元罚款,对华仁集团在限制转让期限内的减持行为处以 1260 万元罚款,对华仁集团合计罚款 1300 万元。对华仁集团超比例减持未披露行为直接负责的主管人员董某某处以 20 万元罚款,对华仁集团在限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员董某某以 20 万元罚款,对董某某合计罚款 40 万元</p>
2015.10.30	<p>东兆长泰作为持有涪陵榨菜 5% 以上股份的股东,于 2015 年 4 月 14 日至 28 日,通过二级市场减持涪陵榨菜股份 9,090,400 股,占涪陵榨菜已发行股份的 4.51%。2015 年 5 月 28 日,东兆长泰继续减持涪陵榨菜股份 5,164,400 股。截至 2015 年 5 月 28 日下午收市,东兆长泰累计减持涪陵榨菜股份 14,254,800 股,占涪陵榨菜已发行股份的 7.07%。东兆长泰减持股份累计达到 5% 时,没有在履行报告和披露义务前停止卖出涪陵榨菜股份,违反法律规定减持的股份数为 4,179,800 股,违反法律规定减持金额为 151,852,134 元。对上述行为直接负责的主管人员为郭某某,其他责任人员为周某某</p>	<p>对东兆长泰超比例减持未披露行为处以 40 万元罚款,在限制转让期限内的减持行为处以 910 万元罚款,合计罚款 950 万元。对东兆长泰超比例减持未披露行为直接负责的主管人员郭某某处以 20 万元罚款,在限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员郭某某处以 20 万元罚款,合计罚款 40 万元。对东兆长泰超比例减持未披露行为的其他责任人员周某某处以 3 万元罚款,在限制转让期限内的减持行为的其他责任人员周某某处以 3 万元罚款,合计罚款 6 万元</p>

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.10.30	<p>丹邦投资作为持股丹邦科技5%以上股份的股东,于2015年3月9日、2015年3月16日,通过大宗交易方式在二级市场减持丹邦科技股份1200万股,占丹邦科技已发行股份的6.57%。丹邦投资减持股份累计达到5%时,没有在履行报告和披露义务前停止卖出丹邦科技股份,违反法律规定减持的股份数为2,868,000股,违反法律规定减持金额为93,525,480元。对上述行为直接负责的主管人员为刘某</p>	<p>对丹邦投资超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对丹邦投资在限制转让期限内的减持行为处以560万元罚款,对丹邦投资合计罚款600万元。对丹邦投资超比例减持未披露行为直接负责的主管人员刘某处以30万元罚款,对丹邦投资在限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员刘某处以30万元罚款,对刘某合计罚款60万元</p>
2015.10.30	<p>作为阳谷华泰董事长、实际控制人、控股股东,王某某于2014年6月27日、2014年12月24日和2015年3月27日通过大宗交易分别卖出“阳谷华泰”350万股、151万股和1400万股,成交价格分别为8.71元、7.29元和10.66元,占公司总股本比例分别为1.25%、0.54%和4.99%,累计减持公司总股本6.78%。王某某减持“阳谷华泰”累计达到5%后,未及时向中国证监会和深圳证券交易所提交书面报告,也未通知上市公司并予以公告。在没有报告、公告的情况下,王某某未停止买卖股票。王某某减持阳谷华泰已发行股票5%以后,违法减持的股份数为4,998,240股,违法减持金额为53,281,238.40元</p>	<p>对王某某超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对王某某限制期内减持行为处以260万元罚款,对王某某合计罚款300万元</p>

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.10.30	宁波工投集团与其一致行动人减持“维科精华”已发行股份累计达到5%时,宁波工投集团没有在履行报告和披露义务前停止卖出“维科精华”,违反法律规定减持累计达1,261,121股,成交金额为19,485,998.7元,超比例减持部分占维科精华总股本的0.43%	对宁波工投集团超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对宁波工投集团在限制转让期限内的减持行为处以100万元罚款,对宁波工投集团合计罚款140万元。对宁波工投集团超比例减持未披露行为其他直接责任人员王某某处以3万元罚款,对宁波工投集团限制转让期限内的减持行为其他直接责任人员王某某处以3万元罚款,对王某某合计罚款6万元
2015.9.29	2014年8月18日至2015年6月3日,烟台金业累计减持“东诚药业”8,953,440股,占东诚药业总股本的5.18%。烟台金业减持“东诚药业”累计达到5%时,未及时向中国证监会和深圳证券交易所提交书面报告。在没有报告、公告的情况下,烟台金业未停止买卖股票。烟台金业减持“东诚药业”已发行股份5%以后,违法减持股份数为313,440股,占东诚药业总股本的0.18%,违法减持金额为20,613,060.80元	对烟台金业超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对烟台金业在限制转让期限内的减持行为处以100万元罚款,合计罚款140万元。对烟台金业超比例减持未披露行为直接负责的主管人员温某处以20万元罚款,对烟台金业限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员温某处以20万元罚款,合计罚款40万元
2015.9.29	明坤科工贸于2011年5月16日至2015年6月11日累计减持“美锦能源”14,291,260股,占美锦能源总股本的5.12%。明坤科工贸减持“美锦能源”累计达到5%时,未及时向中国证监会和深圳证券交易所提交书面报告。在没有报告、公告的情况下,明坤科工贸未停止买卖股票。明坤科工贸减持“美锦能源”已发行股份5%以后,违法减持股份数为335,038股,占美锦能源总股本的0.12%,违法减持金额为7,485,056.82元。明坤科工贸作为持有美锦能源股份达5%以上的股东,于2015年1月8日增持“美锦能源”1,200股,又于2015年6月11日减持“美锦能源”13,000,000股,时间间隔小于6个月,存在短线交易行为	对明坤科工贸超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对明坤科工贸限制期限内的减持行为处以30万元罚款,对明坤科工贸短线交易行为处以10万元罚款,合计罚款80万元。对明坤科工贸超比例减持未披露行为直接负责的主管人员梁某某处以20万元罚款,对明坤科工贸限制期限内的减持行为直接负责的主管人员梁某某处以20万元罚款,合计罚款40万元。对明坤科工贸超比例减持未披露行为的其他直接责任人员孔某某处以3万元罚款,对明坤科工贸限制期限内减持行为的其他直接责任人员孔某某处以3万元罚款,合计罚款6万元

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.9.29	<p>2015年5月7日至15日,金力泰董事长、控股股东、实际控制人吴某某合计减持1800万股,减持比例达金力泰已发行股份的6.889%。吴某某减持“金力泰”累计达到5%后,未及时向中国证监会和深圳证券交易所提交书面报告,也未通知上市公司并予以公告。在没有报告、公告的情况下,吴某某未停止买卖股票。吴某某减持“金力泰”已发行股份5%以后,违法减持的股份数为493.5万股,违法减持金额为7,256.49万元</p>	<p>对吴某某超比例减持未披露行为处以40万元罚款,限制期内减持行为处以440万元罚款,合计罚款480万元</p>
2015.9.29	<p>融达投资系国兴融达地产股份有限公司持股5%以上的第二大股东。2014年10月27日至2015年6月1日,融达投资通过深圳证券交易所竞价系统减持国兴地产股份累计达到10,277,647股,占国兴地产总股本的5.68%。融达投资减持国兴地产已发行股份累计达到5%时,没有在履行报告和披露义务前停止卖出“国兴地产”,违反法律规定减持“国兴地产”累计达1,227,661股,成交金额为33,838,443.6元</p>	<p>对融达投资超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对融达投资在限制转让期限内的减持行为处以170万元罚款,合计罚款210万元。对融达投资超比例减持未披露行为直接负责的主管人员郑某、周某某各处以10万元罚款,对融达投资限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员郑某、周某某各处以10万元罚款,对直接负责的主管人员郑某、周某某合计罚款各20万元。对融达投资超比例减持未披露行为的其他直接责任人员熊某处以3万元罚款,对融达投资限制转让期限内的减持行为其他直接责任人员熊某处以3万元罚款,合计罚款6万元</p>
2015.9.29	<p>2014年12月3日至2015年3月31日,新筑投资以大宗交易方式累计减持“新筑股份”35,000,000股,合计交易金额39,950万元,占新筑股份总股本的5.42%。新筑投资减持“新筑股份”已发行股份累计达到5%时,没有在履行报告和披露义务前停止卖出“新筑股份”,违反法律规定减持累计达2,709,700股,成交金额为33,735,800元</p>	<p>对新筑投资超比例减持未及时披露行为处以40万元罚款,对新筑投资在限制转让期限内的减持行为处以170万元罚款,合计罚款210万元。对新筑投资超比例减持未披露行为直接负责的主管人员黄某某处以20万元罚款,对新筑投资在限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员黄某某处以20万元罚款,合计罚款40万元</p>

续表

时间	违法减持详情	相应处罚措施
2015.9.29	2015年2月13日依米康环境科技股份有限公司董事长孙某某与依米康法定代表人、总经理张某超比例减持依米康股份合计为401,218股,成交均价为13.28元,成交金额为5,328,175.04元,累计减持超出5%的比例为0.228%。其中,孙某某超比例减持201,218股,超比例减持的证券交易额为2,672,175.04元;张某超比例减持200,000股,超比例减持的证券交易额为2,656,000元。综上,孙某某和张某在其所持“依米康”已发行的股份比例减少至5%时,未及时进行公告,且仍在报告期限内继续卖出依米康的股票	对孙某某、张某超比例减持未及时披露行为处以40万元罚款,对孙某某、张某在限制转让期限内的减持行为处以50万元罚款,合计罚款90万元
2015.9.29	2013年10月至2014年12月31日,湖北化纤作为湖北金环股份有限公司的第二大股东减持湖北金环已发行股份累计达到5%时,没有在履行报告和披露义务前停止卖出“湖北金环”,违反法律规定减持累计达680,459股,成交金额为13,640,849.45元	对湖北化纤超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对湖北化纤在限制转让期限内的减持行为处以70万元罚款,合计罚款110万元。对湖北化纤超比例减持未披露行为直接负责的主管人员刘某某处以20万元罚款,对湖北化纤限制转让期限内的减持行为直接负责的主管人员刘某某处以20万元罚款,合计罚款40万元
2015.9.29	梁某在2015年3月17日的减持交易过程中,与其一致行动人合并减持“金运激光”达到金运激光总股本的5%时,没有在履行报告和披露义务前停止卖出“金运激光”。梁某完成3月17日减持交易后,与其一致行动人合并减持“金运激光”股份占金运激光已发行股份的8.83%	对梁某超比例减持未披露行为处以40万元罚款,对梁某在限制转让期限内的减持行为处以1280万元罚款,合计罚款1320万元

资料来源:证监会,申万宏源研究。

附表2 2015~2017年内幕交易处罚案例

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017.12.22	新华龙拟进行资产重组内幕信息知情人杨某某、王某、杨某利用内幕信息买入“新华龙”,获利160万元	没收杨某某违法所得约50.3万元,并罚款150.9万元;没收王某违法所得104.2万元,并罚款312.7万元;没收杨某违法所得约5.7万元,并罚款17.2万元
2017.12.22	江海股份年度利润分配及资本公积转增股本内幕信息知情人朱某某利用内幕信息买入“江海股份”,获利16.6万元	没收朱某某违法所得约16.6万元,并处以约33.2万元罚款
2017.12.22	信达投资有限公司转让同达创业股份内幕信息知情人曹某某利用内幕信息买入“同达创业”,获利3.3万元	没收曹某某违法所得约3.3万元,并处以约6.6万元罚款
2017.12.15	龙泉股份拟发行股份购买无锡市新峰管业股份有限公司100%股权交易对方之一的施某某,且时任新峰管业副总经理买入“龙泉股份”	责令施某某依法处理非法持有的证券,并处以3万元罚款
2017.12.15	安徽合力2016年利润分配方案内幕信息的知情人莫某某买入“安徽合力”	责令莫某某依法处理非法持有的证券,并处以3万元罚款
2017.11.24	新赛股份收购新疆浦盟科技发展有限公司重大资产重组事项这一内幕信息的知情人戴某某使用其本人证券账户及“孙某祥”证券账户买入“新赛股份”,获利约4.4万元。此外,戴某某于2014年12月至2017年6月担任伊力特董事、总经理职务期间,利用“孙某祥”证券账户于2016年2月5日买入“伊力特”4500股,2016年5月27日卖出200股,2016年6月2日卖出4300股,买入、卖出“伊力特”时间间隔不足6个月,构成短线交易	对戴某某内幕交易违法行为没收违法所得约4.4万元,并处以约13.2万元罚款;对戴某某短线交易违法行为给予警告,并处以5万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017. 12. 8	普邦园林拟购买北京博睿赛思信息系统集成有限公司 100% 股权这一内幕信息的知情人黄某某控制使用其本人证券账户买入“普邦园林”121,500 股,账面获利约为 12.6 万元。王某某为深圳博益投资发展有限公司(普邦园林前十大股东之一)法定代表人、董事长。在内幕信息敏感期内,王某某控制使用其本人证券账户买入“普邦园林”1,869,988 股,实际获利约为 112.3 万元	没收黄某某违法所得约 12.6 万元,并处以约 37.8 万元罚款;没收王某某违法所得约 112.3 万元,并处以约 336.9 万元罚款
2017. 12. 8	昆百大 A 拟购买我爱我家房地产经纪有限公司部分股权这一内幕信息的知情人林某控制使用“周某”证券账户买入“昆百大 A”280,000 股,没收违法所得	对林某处以 40 万元罚款
2017. 11. 3	浔兴股份控股权转让事项这一内幕信息的知情人蔡某某使用其本人证券账户买入“浔兴股份”7 万股,获利约 7.5 万元	对蔡某某没收违法所得约 7.5 万元,并处以约 22.5 万元罚款
2017. 10. 20	恒康医疗收购医院一事的内幕信息知情人刘某某利用“李某”等 7 个证券账户累计买入“恒康医疗”762 万股,获利约 3394.7 万元。王某某控制“唐某国”证券账户累计买入“恒康医疗”106.47 万股,获利约 141.3 万元。薛某某利用其本人证券账户累计买入“恒康医疗”9.53 万股,获利约 5.1 万元	没收刘某某违法所得约 3394.7 万元,并处以约 1.02 亿元罚款;没收王某某违法所得约 141.3 万元,并处以约 424.1 万元罚款;没收薛某某违法所得约 5.1 万元,并处以约 15.4 万元罚款
2017. 10. 13	九有股份重大资产重组事项这一内幕信息的知情人高某及其配偶罗某某控制使用“刘某兰”“张某林”账户合计买入“九有股份”73.79 万股,没有违法所得	责令高某、罗某某依法处理非法持有的九有股份股票,并处以 60 万元罚款
2017. 10. 13	国旅联合重大资产重组事项这一内幕信息的知情人李某某控制使用“徐某娥”账户买入“国旅联合”6000 股,没有违法所得	对李某某处以 3 万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017.10.13	山东墨龙截至2016年第三季度未发生重大亏损并持续至2016年全年重大亏损这一内幕信息的知情人张恩某卖出“山东墨龙”3000万股,避损金额约1625万元;张云某卖出“山东墨龙”750万股,避损金额约1434万元	对张恩某内幕交易行为没收违法所得约1625万元,并处以约4877万元罚款;对张云某内幕交易行为没收违法所得约1434万元,并处以约4303万元罚款
2017.9.29	大连港2015年度利润分配及资本公积转增股本相关事项这一内幕信息的知情人王某控制使用其本人证券账户及他人证券账户交易“大连港”,获利约53.2万元	对王某没收违法所得约53.2万元,并处以约53.2万元罚款
2017.9.15	海亮股份筹划发行股份及支付现金购买资产这一内幕信息的知情人徐某使用其本人证券账户买入“海亮股份”,没有违法所得;内幕信息知情人晁某某使用其本人证券账户及“冀某帆”账户买入“海亮股份”,没收违法所得	对徐某处以20万元罚款;责令晁某某依法处理非法持有的证券,并处以3万元罚款
2017.9.8	中色股份2015年度利润分配方案这一内幕信息的知情人控制使用本人证券账户交易“中色股份”,获利约8.3万元	没收李某违法所得约8.3万元,并处以约8.3万元罚款
2017.9.1	ST宜纸第一大股东、第二大股东股权转让协议被解除这一内幕信息的知情人胡某某使用“唐某凤”账户卖出“ST宜纸”,避损金额约29.3万元	没收胡某某违法所得约29.3万元,并处以约29.3万元罚款
2017.8.11	东方电缆2014年度利润分配方案这一内幕信息的知情人金某某使用其本人及配偶的证券账户买入“东方电缆”235,900股,获利约184.5万元;徐某某使用其本人证券账户买入“东方电缆”73,849股,获利约75.7万元;李某某使用其本人证券账户买入“东方电缆”14,000股,获利约9.2万元	没收金某某违法所得约184.5万元,并处以约553.7万元罚款;没收李某某违法所得约9.2万元,并处以约27.7万元罚款;没收徐某某违法所得约75.7万元,并处以约227.1万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017.8.4	楚天高速与双翼科技拟开展并购重组事项这一内幕信息的知情人双翼科技总经理赖某某控制使用他人证券账户买入“楚天高速”237,680股,获利约27.4万元	没收赖某某违法所得约27.4万元,并处以约82.3万元罚款
2017.8.4	龙溪股份拟发行股份购买资产这一内幕信息的知情人汪某利用本人及他人证券账户集中买入“龙溪股份”157,700股,没有违法所得	对汪某处以5万元罚款
2017.7.28	唐山港2015年年度利润分配及资本公积金转增股本内幕信息知情人刘某买入“唐山港”,获利约为16.16万元	没收刘某违法所得约16.16万元,并处以约48.5万元罚款
2017.7.28	华闻传媒拟收购陕西华商传媒集团有限责任公司等多家公司这一内幕信息的知情人华闻传媒财务部经理助理万玉某控制使用“万某弟”证券账户交易“华闻传媒”,获利约6.6万元;华闻传媒前董事万玉某堂兄万某控制使用某公司证券账户及“万某”等亲友的证券账户交易“华闻传媒”,获利约1358.8万元	没收万某某违法所得约6.6万元,并处以约19.9万元罚款,没收万某违法所得约1358.8万元,并处以约4076.5万元罚款
2017.7.28	亚邦股份重大资产重组事项这一内幕信息的知情人杨某某控制使用“曹某”“杨某菁”证券账户交易“亚邦股份”,获利约为135.8万元	没收杨某某违法所得约135.8万元,并处以约271.6万元罚款
2017.7.21	ST宜纸股份转让协议被解除事项这一内幕信息的知情人丁某控制使用其本人证券账户卖出“ST宜纸”38,500股,避损金额约13.6万元	没收丁某违法所得约13.6万元,并处以约13.6万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017.7.14	*ST新材向控股股东中国蓝星(集团)股份有限公司发行股份购买其持有的蓝星安迪苏营养集团有关公司股权事项的内幕信息知情人张某控制“张某奎”“卢某芝”“唐某”账户买入“*ST新材”,获利约22.8万元。闫某、郑某控制“付某业”账户买入“*ST新材”,获利约177.6万元	对张某处以30万元罚款;没收张某违法所得约22.8万元,并处以约68.5万元罚款;没收闫某、郑某违法所得约177.6万元,并分别处以约266.5万元罚款
2017.7.14	苏州高新拟通过发行股份及支付现金方式购买苏州创业投资集团有限公司100%股权这一内幕信息的知情人刘甲与其妹刘乙合谋通过“刘乙”证券账户买入“苏州高新”,获利约29万元;刘甲与张某某两人合谋通过“金某芳”“杨某”证券账户买入“苏州高新”,获利约78.4万元;内幕信息知情人朱某某并通过其本人证券账户买入“苏州高新”,没有违法所得	(1)没收刘甲、刘乙违法所得约29万元,并处以约87万元罚款;(2)没收刘甲、张某某违法所得约78.4万元,并处以约235.4万元罚款;(3)对朱某某处以30万元罚款
2017.7.14	金山股份拟购买辽宁华电铁岭发电有限责任公司股权这一内幕信息的知情人于某的配偶邱某在内幕信息敏感期内使用“于某”账户买入“金山股份”,获利约11.9万元	没收邱某违法所得约11.9万元,并处以约11.9万元罚款
2017.6.16	中科英华拟收购山东天业房地产开发集团有限公司所持有的山东天业黄金矿业有限公司90%股权这一内幕信息的知情人冯某某、王某某、苏某某等人控制使用“苏某某”等7个证券账户交易“中科英华”	没收王某某违法所得约419万元,并处以约419万元罚款;对冯某某处以10万元罚款;没收苏某某违法所得约877万元,并处以约877万元罚款
2017.6.16	北部湾旅收购长岛渤海长通旅运有限公司65%股权的内幕信息知情人刘某某利用本人证券账户买入“北部湾旅”50,100股,卖出50,000股,没有违法所得	对刘某某处以15万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017.5.19	彩虹精化拟定向增发募集资金这一内幕信息的知情人余某某指示其妹妹控制使用“余某某”账户买入41.2万股“彩虹精化”,共计获利约251.8万元	没收余某某违法所得约251.8万元,并处以约755.6万元罚款
2017.4.28	凯美特气拟开展收购深圳习习网络科技有限公司、深圳市松特高新实业有限公司相关重大资产重组事项这一内幕信息的知情人张某某使用其本人账户于2015年3月26日、27日、30日、31日连续四个交易日购买“凯美特气”,合计购买4.21万股,成交金额78.9万元,亏损10.18万元	责令张某某依法处理非法持有的凯美特气股票,并处以4万元罚款
2017.4.14	亚星化学股权转让及重大资产重组事项这一内幕信息的知情人李某某控制使用其本人证券账户交易“亚星化学”,没有违法所得	对李某某处以3万元罚款
2017.3	2016年2月北京弘高创意设计股份有限公司公告“高送转”内幕信息前,公司实际控制人甄某某授意员工使用保洁员等4人名义新开立账户,突击转入资金买入本公司股票,并在上述信息公开、股价连涨4个交易日后随即卖出,获利670余万元	—
2017.3.31	世纪鼎利并购重组事项这一内幕信息的知情人沈某使用本人账户交易“世纪鼎利”,获利约17.7万元	对沈某没收违法所得约17.7万元,并处以约53.1万元罚款
2017.3.24	亿阳信通拟非公开发行股票这一内幕信息的知情人叶某某使用“江某”账户买入“亿阳信通”12,900股;全部卖出后获利约9.6万元	没收叶某某违法所得约9.6万元,并处以约29万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017.3.17	江苏索普拟进行重大资产重组这一内幕信息的知情人王某某与赵某某多次联系并向赵某某泄露江苏索普重组的相关情况,赵某某买入“江苏索普”	对赵某某、王某某分别处以4万元罚款
2017.3.3	益盛药业筹划发行股份购买资产这一内幕信息的知情人张某某、李铁某、李冬某买入“益盛药业”	没收李铁某违法所得约444.5万元,并处以约1333.6万元罚款;没收张某某违法所得约31.8万元,并处以约95.5万元罚款;没收李冬某违法所得约29.5万元,并处以约88.7万元罚款
2017.2.17	宝莫股份拟收购胜利油田康贝油气工程有限公司股权等事项这一内幕信息的知情人高某使用本人账户买入“宝莫股份”22,000股,获利约4.4万元	没收高某违法所得约4.4万元,并处以约4.4万元罚款
2017.2.17	山东路桥拟重大资产重组这一内幕信息的知情人蔡某某控制使用多个账户交易“山东路桥”,获利约1084万元	没收蔡某某违法所得约1084万元,并处以约1084万元罚款
2017.2.17	海润光伏2014年度业绩预亏这一内幕信息的知情人海润光伏高级管理人员杨某某、周某某、张某某、任某某以及海润光伏第二大股东九润管业减持“海润光伏”	对杨某某、周某某、张某某、任某某分别处以60万元罚款;没收九润管业违法所得6194.07万元,并处以6194.07万元罚款;对九润管业违法行为直接负责的主管人员任某某给予警告,并处以30万元罚款。同时,对任某某、杨某某、周某某、张某某分别采取3年至10年证券市场禁入措施
2017.1	2014年4月中旬,华为原副总裁、时任北京牛电科技有限责任公司董事长李某从武汉华中数控股份有限公司(简称华中数控)总裁李某涛处获知华中数控重大资产重组的内幕信息,随即借用他人账户大量买入“华中数控”股票,并暗示其妹妹同期买入部分“华中数控”股票,两人合计获利700余万元,构成内幕交易	判处李某有期徒刑二年六个月,没收违法所得并处罚金700余万元

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2017.1.20	远望谷筹划重大资产重组事项这一内幕信息的知情人徐某某控制“廖某松”账户买入“远望谷”,获利约542万元	对徐某某内幕交易行为没收违法所得约542万元,并处以约1627万元罚款;对徐某某两次短线交易行为给予警告,并处以合计20万元罚款;同时对徐某某采取5年证券市场禁入措施
2017.1.6	银鸽投资拟非公开发行股票事项这一内幕信息的知情人赵某某与其配偶王某某控制使用“王某某”账户买入“银鸽投资”434,500股,共计获利约44万元	没收赵某某、王某某违法所得约44万元,并处以约44万元罚款
2017.1.6	围海股份拟并购杭州中艺生态环境工程有限公司这一内幕信息的知情人成某某控制使用他人账户买入“围海股份”673,600股,没有违法所得	对成某某处以60万元罚款
2017.1.6	利德曼拟收购资产事项这一内幕信息的知情人马某某控制使用他人证券账户买入“利德曼”756,937股,共计获利约428万元	没收违法所得约428万元,并处以约1284万元罚款
2016.12.9	东方国信拟进行重大资产重组事项这一内幕信息的知情人秦某某控制使用“秦某某”“虞某悦”2个账户买入“东方国信”202,200股,获利约199.9万元	没收秦某某违法所得约199.9万元,并处以约199.9万元罚款
2016.12.9	东方国信拟进行重大资产重组事项这一内幕信息的知情人姜某某控制使用“姜某某”账户买入“东方国信”54,595股,获利约59.3万元	没收姜某某违法所得约59.3万元,并处以约59.3万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.12.9	西藏珠峰拟向湖南智昊投资管理有限公司出售所持青海珠峰锌业有限公司和青海西部钢业有限责任公司股权这一内幕信息的知情人韦某某使用其本人证券账户买入“西藏珠峰”4000股,没有违法所得	对韦某某处以3万元罚款
2016.12.2	亨通光电拟发行股份及支付现金购买电信国脉41%股权及北京挖金客信息科技有限公司100%股权这一内幕信息的知情人姚某某控制其配偶“张某”证券账户买入“亨通光电”32,000股,获利约2.9万元。亨通光电拟发行股份及支付现金购买电信国脉41%股权这一内幕信息的知情人时任电信国脉副总经理刘某某使用本人证券账户买入“亨通光电”24,000股,获利约5.4万元	没收姚某某违法所得约2.9万元,并处以约5.8万元罚款;没收刘某某违法所得约5.4万元,并处以约10.9万元罚款
2016.11.18	东华能源拟发行股份募集资金这一内幕信息知情人时任东华能源董事会秘书陈某某与王某使用“王某”账户共同交易“东华能源”,共计盈利约57万元	没收陈某某、王某违法所得约57万元;对陈某某处以约38万元罚款、对王某处以约19万元罚款
2016.11.18	东华能源拟发行股份募集资金这一内幕信息知情人的时任东华能源董事兼副总经理蔡某,在内幕信息敏感期内,与蔡建某(与蔡某为兄弟关系)多次联系,内容涉及东华能源增发融资事项,蔡建某使用其名下账户交易“东华能源”,共计盈利约4.8万元	对蔡某处以3万元罚款;没收蔡建某违法所得约4.8万元,并处以约4.8万元罚款
2016.10.28	南山铝业启动购买山东怡力电业有限公司资产事项这一内幕信息的知情人曹某某、栾某(曹某某配偶)控制使用“栾某”“傅某某”账户买入“南山铝业”共804,435股,获利约3.4万元	对曹某某处以10万元罚款,没收曹某某、栾某内幕交易违法所得约3.4万元,并处以约10.2万元的罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016. 10. 21	凯撒文化拟收购杭州某科技有限公司100%股权事项这一内幕信息的知情人周某使用多个账户持续交易“凯撒文化”股票,共获利约34.5万元	没收周某违法所得约34.5万元,并处以约34.5万元罚款
2016. 10. 21	旗滨集团《公司2015年半年度利润分配预案》这一内幕信息的知情人旗滨集团独立董事周某某于2015年8月21日控制使用“谢某某”账户买入“旗滨集团”31,700股,获利48,674.10元。在2015年8月18日至2016年1月12日不到6个月的期间内,周某某利用其控制的“谢某某”账户交易“旗滨集团”,累计买入66,700股,卖出63,700股,余3000股未卖出,获利为49,251.43元	没收周某某内幕交易违法所得48,674.10元,并处罚款48,674.10元;对周某某短线交易的行为处以警告,并处罚款3万元
2016. 10. 14	恒丰纸业董事长徐某是恒丰纸业与天津渤海商品交易所拟进行重组这一内幕信息的知情人。张某某与徐某因工作关系认识多年,在内幕信息敏感期内,两人存在联络,张某某使用其本人账户买入“恒丰纸业”共211,800股,获利6183.71元	没收张某某违法所得6183.71元,并处以3万元罚款
2016. 10. 14	维多利亚集团实际控制人邹某某是成商集团拟购买维多利亚集团百货资产这一内幕信息的知情人。邹招某作为邹某某亲兄弟,关注知晓维多利亚集团谋划出售资产事项,其判断出维多利亚集团将向成商集团出售百货资产后,在内幕信息敏感期内使用其实际控制的账户买入“成商集团”股票66,300股,没有违法所得	对邹招某给予警告,并处罚款3万元

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.9.2	华南生物董事长辛某某、总经理梁某某是瑞普生物拟收购华南生物部分股权这一内幕信息的知情人。在内幕敏感期内,李某与梁某某联络,并使用其本人账户买入“瑞普生物”共177,600股,获利约15.7万元;辛某某委托谢某操作“辛其兴”账户买入“瑞普生物”共27,375股,没有违法所得	没收李某违法所得约15.7万元,并处以约15.7万元罚款;对辛某某处以5万元罚款
2016.8.26	江泉实业拟进行重大资产重组这一内幕信息的知情人周某和控制使用本人账户及他人账户交易“江泉实业”,获利约1264万元	对周某和没收违法所得约1264万元,并处以约1264万元罚款
2016.8.26	三聚环保拟非公开发行股票这一内幕信息的知情人大地总公司董事长于某电话指示大地总公司证券部经理周某某使用由大地总公司实际控制和使用的“周某某”账户买入“三聚环保”240,000股。此外,大地总公司利用“周某某”账户于2013年8月7日至2015年5月18日还交易了“广发证券”“易食股份”等股票,共获利约1582万元	对大地总公司内幕交易行为处以30万元罚款,对于某给予警告,并处以10万元罚款;对大地总公司非法利用他人账户交易股票行为责令改正,没收违法所得约1582万元,并处以约1582万元罚款,对于某给予警告,并处以3万元罚款
2016.8.19	博云新材拟通过非公开发行股票收购长沙伟徽高科技新材料有限公司100%股权这一内幕信息的内幕信息知情人谢某委托李某某及其下属员工管理操作“金某雪”账户交易“博云新材”,获利约71.6万元;李某某使用“陈某祥”“顾某某”两个证券账户交易“博云新材”,获利约217.1万元	没收谢某违法所得约71.6万元,并处以罚款约143.2万元;对李某某没收违法所得约217.1万元,并处以罚款约651.4万元,同时对李某某采取7年证券市场禁入措施
2016.8.19	鼎龙股份与杭州旗捷拟并购重组这一内幕信息的知情人杭州旗捷副总经理吴某使用本人证券账户买入“鼎龙股份”12万股,成交金额约277万元,没有违法所得	对吴某处以30万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016. 8. 12	辽宁成大拟并购中民投新能源项目这一内幕信息的知情人高某某利用其实际控制的“林芝华商通”账户买入“辽宁成大”250万股,成交金额46,578,502元,获利102,949.74元	没收高某某违法所得10余万元,并处以30余万元罚款
2016. 8. 5	宝莫股份对外投资收购资产这一内幕信息的内幕信息知情人胜利油田康贝石油工程装备有限公司董事长满某某委托孙某某交易“宝莫股份”,获利约33万元,同时向孙某某泄露内幕信息并建议其买卖“宝莫股份”;孙某某利用本人及“杨某霞”账户买入“宝莫股份”,同时利用“杨某霞”账户接受满某某、宋某某、刘某某、李某等知悉或非法获取内幕信息人员的委托为其交易“宝莫股份”,获利约112.8万元;宋某某、刘某某、李某三人委托孙某某交易“宝莫股份”的获利分别约为4.9万元、5.7万元、7.6万元。马某某利用其宝莫股份控股股东监事身份及与部分内幕信息知情人熟悉的优势,通过电话联络等方式打听、刺探内幕信息,在内幕信息敏感期内,其控制使用4个证券账户交易“宝莫股份”,获利约1588万元	没收满善平内幕交易违法所得约33万元,并处以约99万元罚款,同时对其泄露内幕信息并建议他人买卖相关证券的行为处以10万元罚款;没收孙某某违法所得约112.8万元,并处以约338.4万元罚款;没收宋某某违法所得约4.9万元,并处以约14.8万元罚款;没收刘某某违法所得约5.7万元,并处以约17.1万元罚款;没收李某违法所得约7.6万元,并处以约22.8万元罚款;责令马某某依法处理非法持有的“宝莫股份”股票,没收马某某违法所得约1588万元,并处以约4764万元罚款,同时对马某某采取终身证券市场禁入措施
2016. 7. 15	上海大智慧股份有限公司购买华升股份持有的湘财证券股份这一内幕信息的内幕信息知情人刘某使用本人账户交易“华升股份”,获利约13.6万元	没收刘某违法所得约13.6万元,并处以约13.6万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.7.15	<p>凭借从业人员的职务便利,东方铁塔重大投资、黄河旋风增资计划、重大投资等内幕信息知情人时任新时代证券有限责任公司总经理助理罗向某、罗杨某(两人为兄弟关系)利用实际控制的多个证券账户分别于2013年、2014年、2015年内幕交易“东方铁塔”“黄河旋风”</p>	<p>对罗向某、罗杨某三次内幕交易行为合计没收违法所得约44.7万元,并处以约254万元罚款,并对二人采取终身证券市场禁入措施</p>
2016.7.8	<p>利欧股份董事长王某某为利欧股份资产重组事项这一内幕信息的内幕信息知情人。内幕信息敏感期内,颜某某与王某某联系频繁,颜某某使用“颜某娥”等7个账户交易“利欧股份”获利约455万元</p>	<p>没收颜某某违法所得约455万元,并处以约1365万元罚款</p>
2016.6.24	<p>楚天高速收购武汉利德这一内幕信息的知情人武汉利德财务总监吴某某指示其助理操作他人账户交易“楚天高速”,投资者蒋某、杨某某与吴某某联系频繁,控制3个账户交易“楚天高速”</p>	<p>没收吴某某违法所得约6.2万元,并处以约6.2万元罚款;没收蒋某、杨某某违法所得约12.8万元,并处以约12.8万元罚款</p>
2016.6.24	<p>广东锐捷董事长冯某是陕西坚瑞消防股份有限公司(简称坚瑞消防)资产重组内幕信息的知情人。内幕信息敏感期内,冯某与广东锐捷董事朱某通信联络频繁,朱某父亲朱彬某利用“汤某某”账户买入“坚瑞消防”并于内幕信息公告后委托周某某全部卖出,获利约46.8万元</p>	<p>没收朱彬某违法所得约46.8万元,并处以约46.8万元罚款</p>

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016. 6. 17	<p>绵世股份董事长郑某是绵世股份拟收购青岛康平铁路玻璃钢有限公司 60% 股权这一内幕信息的知情人,内幕信息敏感期内投资者申某某与郑某频繁接触、联系,申某某控制使用本人及其配偶证券账户大量交易“绵世股份”股票</p>	<p>没收申某某违法所得约 370 万元,并处以罚款约 1120 万元</p>
2016. 6. 3	<p>沈某某作为内幕信息知情人,泄露了宁波理工监测科技股份有限公司重组的内幕信息给史某,史某当天即利用该内幕信息买入“理工监测”股票,非法获利约 18 万元;刘某某控制 4 个他人账户,利用对倒拉抬和盘中高价申报买入的方式操纵“理工监测”的股价,非法获利约 74 万元</p>	<p>对沈某某处以 10 万元罚款;没收史某的违法所得约 18 万元,并处以约 36 万元罚款;没收刘某某违法所得约 74 万元,并处以约 74 万元罚款</p>
2016. 6. 3	<p>智光电气与岭南电缆两家公司的董事长李某某是智光电气拟购买岭南电缆 100% 股权并募集配套资金这一内幕信息的内幕信息知情人。郭某某与李某某为朋友关系,在内幕信息敏感期内郭某某与李某某有电话联络、见面接触,郭某某使用本人证券账户买入“智光电气”,非法获利约 207 万元</p>	<p>没收郭某某违法所得约 207 万元,并处以约 207 万元罚款</p>

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.5.20	<p>卫某、李文某、高某某、陈某某、包某某、王某某是胜利精密收购转型这一内幕信息的知情人。内幕信息敏感期内,卫某使用本人账户买入“胜利精密”股票约8万股,成交金额约80万元,获利约13万元;李文某使用其配偶李某英账户买入“胜利精密”股票8万股,成交金额93.5万元;陈某某配偶陆某某使用王某勇账户买入“胜利精密”股票约118万股,成交金额约1103万元,卖出1万股,成交金额约8.8万元,获利约133万元;欧阳某某与高某根、包某某、陈某某存在频繁通话,其使用本人及王某勤、蔡某某、顾某某账户买入“胜利精密”股票约439万股,成交金额约3886万元,获利约717万元;袁某某与王某仓有通信联系,张某与袁某某关系密切,其使用本人账户买入“胜利精密”股票约9.6万股,成交金额约110万元</p>	<p>没收卫某违法所得约13万元,并处以约13万元罚款;对李文某处以10万元罚款;没收陆某某违法所得约133万元,并处以约133万元罚款;没收欧阳某某违法所得约717万元,并处以约717万元罚款;对张某处以10万元的罚款</p>
2016.5.6	<p>李某某与殷某某是威华股份重大资产重组事项这一内幕信息的知情人。内幕信息敏感期内,投资者叶某、张某某、黄某某分别与内幕信息知情人李某某联络接触并交易“威华股份”,分别获利约138万元、76万元、21万元;投资者苏某某与内幕信息知情人殷某某联络接触并交易“威华股份”,获利约6538万元</p>	<p>没收叶某违法所得约138万元,并处以约138万元罚款;没收张某某违法所得约76万元,并处以约76万元罚款。没收黄某某违法所得约21万元,并处以约21万元罚款;没收苏某某违法所得约6538万元,并处以约6538万元罚款</p>

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.5.6	<p>平潭发展董事长助理夏某是相关投资意向协议、平潭发展非公开发行股份两项内幕信息的知情人,在内幕敏感期内,其利用本人证券账户交易“平潭发展”,获利约 207 万元。平潭发展董事长特别助理石某某是相关投资意向协议、中福康辉旅游综合开发项目两项内幕信息知情人,在内幕敏感期内,其利用本人证券账户和“黄某怡”账户交易“平潭发展”,获利约 204 万元。刘某、陈某参与了中福康辉旅游综合开发项目等相关工作,在内幕敏感期内,2 人分别利用本人证券账户交易“平潭发展”,分别获利约 80 万元、6.8 万元</p>	<p>责令夏某依法处理非法持有的证券,没收违法所得约 207 万元,并处以约 620 万元罚款;没收石某某违法所得约 204 万元,并处以约 613 万元罚款;没收刘某违法所得约 80 万元,并处以约 240 万元罚款;没收陈某违法所得约 6.8 万元,并处以约 20.5 万元罚款</p>
2016.4.29	<p>2013 年 8 月 8 日中华控股高层汤某、翟某与华晨集团高层雷某某初步讨论中华控股重组事项时,确定朱某(华晨集团资本运营部部长)负责配合相关工作,其为中华控股重组这一内幕信息的知情人。在内幕信息敏感期内,朱某控制使用“朱某明”账户交易“中华控股”。徐某系华晨集团办公室主任,其在内幕信息敏感期内与内幕信息知情人雷某某、汤某、翟某均有联系接触,在内幕信息敏感期内控制使用“包某某”账户交易“中华控股”。投资者孟某某与内幕信息知情人祁某某(华晨集团董事长)、汤某在内幕信息敏感期存在接触,在内幕信息敏感期内控制使用“宁某某”“孟某某”账户交易“中华控股”。投资者李某与因履行职务知悉内幕信息的杨某某在内幕信息敏感期内存在联络接触,在内幕信息敏感期内交易“中华控股”</p>	<p>没收朱某违法所得约 2 万元,并处以 10 万元罚款;对徐某处以 5 万元罚款;没收孟某某违法所得约 241 万元,并处以约 241 万元罚款;对李某处以 5 万元罚款</p>

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.4.29	<p>炬华科技董事长丁某某是炬华科技2013年度利润分配预案及相关事项这一内幕信息知情人。在内幕信息敏感期内潘某某与丁某某联络频繁,潘某某控制使用“潘某某”证券账户,在内幕信息敏感期内交易“炬华科技”,盈利约14.2万元。潘某某在浙江监管局工作期间,实际控制“潘某某”证券账户,持有买卖股票共获利约13.7万元</p>	<p>对潘某某内幕交易从重处罚,没收违法所得约14.2万元,并处以约42.7万元罚款;对潘某某违法买卖、持有股票违法行为处以约41.1万元罚款</p>
2016.4.29	<p>李某某为许某某收购珠海市博元投资股份有限公司这一内幕信息的知情人。朱某某在内幕信息敏感期内与李某某联络频繁,控制使用15个证券账户在内幕信息敏感期内合计买入“博元投资”股票约3706万股,成交金额约3.2亿元。朱某某实际控制“齐某某”等4个账户于2014年12月19日累计持有“博元投资”约1120万股,达到“博元投资”已发行股份5%以上,朱某某作为信息披露义务人未按照规定及时披露信息</p>	<p>对朱某某超比例持股未披露的违法行为给予警告,并处以30万元罚款;对朱某某内幕交易行为处以顶格罚款60万元;合计罚款90万元</p>
2016.4.22	<p>通机院院长陈某某,是通机院筹划收购安徽国通高新管业股份有限公司(简称ST国通)这一内幕信息的知情人。投资者杨某某(时为安徽省某厅工作人员)在内幕信息敏感期内与陈某某联络密切,使用4个账户于2012年3月6日开始买入“ST国通”,在内幕信息敏感期内合计买入约42万股,交易金额约400万元,并于内幕信息公开后全部卖出</p>	<p>对杨某某处以30万元罚款</p>

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.4.15	李某某作为粤宏远重组的中间介绍人直接参与了重组谈判事宜,知悉内幕信息,在内幕信息敏感期内,李某某使用4个账户交易“粤宏远A”。王强某与知悉粤宏远重组信息的王某东关系密切,在内幕信息敏感期内陆续买入“粤宏远A”约100万股	对李某某处以顶格罚款60万元;对王强某处以40万元罚款
2016.4.8	中钢吉炭因业绩亏损进行重大资产重组。刘某某、邵某某与内幕信息知情人关系密切,且在内幕信息敏感期内存在联络接触。在内幕信息敏感期内,刘某某控制使用5个账户交易“中钢吉炭”255万股,盈利约146万元;邵某某控制使用3个账户交易“中钢吉炭”股票,盈利约40万元	责令刘某某、邵某某依法处理非法持有的证券,没收上述违法所得,并分别处以违法所得2倍罚款。该案罚没款总计约557万元
2016.4.8	2014年,在宏达新材投资城市之光过程中,朱某某在确信城市之光业绩有重大变化的情况后,将相关信息告知上海金力方执行事务合伙人李某某,建议上海金力方卖出“宏达新材”,李某某在多次向朱德洪求证信息的真实性后,2014年9月23日,上海金力方将所持的600万股“宏达新材”通过大宗交易出售	对朱某某处以60万元罚款;鉴于上海金力方没有盈利,对上海金力方处以10万元罚款;对李某某给予警告,并处5万元罚款
2016.4.1	华大智宝可能与中电广通进行资产重组的内幕信息知情人李某某于2014年1月9日用“李某某”账户买入“中电广通”10,500股,非法获利19,430.25元。在中电广通筹划重大事项期间,谢某某控制使用“谢某某”“常某某”“马某某”3个账户交易“中电广通”,交易时间与其同内幕信息知情人联络的时间高度吻合,交易行为异常。上述3个账户共计买入“中电广通”358,527股,非法获利64,140.28元	对李某某处以5万元罚款;没收谢某某违法所得64,140.28元,并处以违法所得1倍的罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.3.18	<p>李某某在办公场所非法获取了烟台新潮实业股份有限公司筹划收购资产的内幕信息,利用该内幕信息于2014年10月30日买入“新潮实业”,截至2016年1月5日,其已将“新潮实业”全部卖出,盈利2,182,764.16元,构成内幕交易</p>	<p>没收李某某违法所得2,182,764.16元,并处以违法所得2倍的罚款</p>
2016.3.18	<p>蓝色光标董事长赵某某、原证券事务代表徐某,是蓝色光标境外参股公司重大亏损这一内幕信息的知情人。赵文某为赵某某的近亲属并关系密切,且在内幕信息敏感期内与徐某存在联络。在内幕信息敏感期内,赵某某于2015年4月3日使用其本人证券账户卖出所持9万股“蓝色光标”,避损金额391,130.2元,构成内幕交易</p>	<p>没收赵某某违法所得391,130.2元,并处以违法所得1倍的罚款</p>
2016.3.11	<p>在广州普邦园林股份有限公司关于非公开发行股票申请获得中国证监会审核通过的公告发布前,钟某与内幕信息知情人通信联系,买入公司股票,交易行为明显异常,在相关内幕信息公告后分批卖出,盈利3,920,450.26元</p>	<p>没收钟某违法所得3,920,450.26元,并处以违法所得1倍的罚款</p>
2016.3.4	<p>泉州安盛船务有限公司、泉州安通物流有限公司的董事长郭某某与华泰联合证券有限责任公司总裁助理付某某是黑化股份重大资产出售及发行股份购买资产这一内幕信息的知情人,深圳国弘董事长王某(与王甲为堂姐弟关系)在黑化股份重大资产出售及发行股份购买资产的预案中被列为“交易对方”之一。王甲在内幕信息敏感期内使用“何某某”名下证券账户买入“黑化股份”,成交金额约1530万元,实际盈利约150万元;王甲使用其本人名下证券账户买入“黑化股份”,成交金额约222万元,实际盈利约16万元。在王甲开始交易“黑化股份”前一日,王甲与深圳国弘王某、郭某某、付某某联络接触,且交易“黑化股份”行为明显异常</p>	<p>没收王甲违法所得1,662,256.82元,并处以违法所得1倍的罚款</p>

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016. 2. 19	亚太实业定向增发及收购事项这一内幕信息的知情人贾某某与周某某、张智某联系频繁。周某某将内幕信息告知姚某、张兆某、姚某、张兆某交易“亚太实业”行为异常。张智某和岳某某系夫妻关系,岳某某交易“亚太实业”明显异常。上述人员的行为分别构成了泄露内幕信息和内幕交易的行为	对贾某某、周某某、张智某分别处以10万元、10万元、5万元罚款;对姚某、张兆某、岳某某分别没收违法所得约145万元、10万元、23万元,并处以违法所得1倍罚款
2016. 2. 19	方某系惠而浦与合肥三洋商谈公司股权变化及非公开发行这一内幕信息的知情人。王某利用“王某”账户在内幕信息敏感期内交易“合肥三洋”,成交金额约565万元,盈利约123万元。在王某开始交易“合肥三洋”当日,王某与方某存在通信联系,且交易明显异常。王某的上述交易行为构成内幕交易	没收王某违法所得约123万元,并处以违法所得1倍罚款
2016. 2. 19	佐力药业董事长俞某强是佐力药业非公开发行股票的内幕信息知情人,其子俞某与王某某是朋友和同学关系,且长期有大额资金往来。王某某在内幕信息敏感期间和俞某通话频繁,并且在通话后大额买入“佐力药业”,非法获利约159万元,构成内幕交易	没收王某某违法所得约159万元,并处以违法所得3倍罚款
2016. 1. 22	任子行董事长景某某是任子行并购重组事项的知情人,景某某朋友张某某与景某某在内幕信息敏感期内通话频繁,并通过他人账户交易“任子行”,非法获利2,508,478.36元,构成内幕交易	责令张某某处理非法持有的股票,没收张某某违法所得2,508,478.36元,并处以7,525,435.08元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2016.1.22	世荣兆业副总裁、财务总监兼董事会秘书郑某是世荣兆业收购梁某持有的珠海市斗门区世荣实业有限公司23.75%股权事项的知情人。涉案内幕信息敏感期内,黄某某与郑某存在多次电话、短信联系,通过本人及他人账户交易“世荣兆业”,非法获利4,155,227.22元,构成内幕交易	没收黄某某违法所得4,155,227.22元,并处以12,465,681.66元罚款
2016.1.22	陈某某利用其配偶臧某某所掌握的安徽华信国际控股股份有限公司(原名安徽华星化工股份有限公司,简称华星化工)非公开发行股票的内幕信息,在内幕信息敏感期内,通过本人账户交易“华星化工”,非法获利73,091.3元,构成内幕交易	没收陈某某违法所得73,091.3元,并处以73,091.3元罚款
2016.1.8	虞某某的大学同学俞某为辽机集团转让合金投资控制权这一内幕信息的知情人,在辽机集团谈判转让合金投资控制权期间,虞某某与俞某频繁通话。虞某某在通话后交易“合金投资”,交易行为异常。在与俞某通话后、内幕信息公开前,虞某某买入“合金投资”2,013,169股,亏损1,910,401.16元,构成内幕交易	对虞某某处以60万元罚款
2016.4.8	2014年5月至2014年12月,宏达新材董事长、总经理、实际控制人的朱某某与上海永邦合谋,利用信息优势连续买卖、在自己实际控制的账户之间进行交易,影响“宏达新材”股票交易价格	在操纵市场方面,对朱某某处以顶格罚款300万元;对上海永邦处以顶格罚款300万元

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2015. 12. 18	在哈尔滨誉衡药业股份有限公司与拟收购对象协商启动非公开发行股票并收购股权事项后至该信息公开前,张某某与内幕信息知情人通信联系,买入公司股票,交易行为明显异常,在相关内幕信息公告后卖出,盈利 844,056.21 元	没收张某某违法所得 844,056.21 元,并处以 844,056.21 元罚款
2015. 12. 4	重庆三峡油漆股份有限公司非公开发行股票申请提交证监会发行审核委员会审核未获通过后至该信息公开前,吴某某在与内幕信息知情人通信联系后卖出公司股票,并与刘某某联系,刘某某与吴某某通信联络后卖出全部公司股票,吴某某规避损失 510,043.44 元,刘某某规避损失 92,960.97 元	没收吴某某违法所得 510,043.44 元,并处以 510,043.44 元罚款,没收刘某某违法所得 92,960.97 元,并处以 92,960.97 元罚款
2015. 10. 30	在李某霞涉嫌内幕交易“新潮实业”案中,当事人在工作场所非法获取上市公司筹划重大投资的内幕信息,控制使用配资账户交易“新潮实业”,获利 8,754,982.87 元,涉嫌内幕交易	责令其依法处理非法持有的股票,没收违法所得并处以 2 倍罚款
2015. 10. 30	在颜某某涉嫌内幕交易“利欧股份”案中,在上市公司筹划重大投资事项期间,颜某某与上市公司知悉内幕信息的高级管理人员联系频繁,其交易行为与内幕信息高度吻合,获利 4,550,512.81 元,涉嫌内幕交易	拟没收其违法所得并处以 3 倍罚款
2015. 10. 30	在李某某涉嫌内幕交易“博云新材”案中,在上市公司筹划重大投资事项期间,作为某证券营业部总经理的李某某与知悉内幕信息的上市公司股东单位高级管理人员频繁接触、联系,利用他人账户交易“博云新材”,交易行为与内幕信息高度吻合,获利 2,887,526.29 元,涉嫌内幕交易	拟没收其违法所得并处以 3 倍罚款,同时对其采取终身证券市场禁入措施

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2015.10.30	<p>在罗某阳、罗某颖兄弟涉嫌内幕交易“东方铁塔”“黄河旋风”案中,兄弟2人同为证券从业人员,罗某阳利用其负责、承揽上市公司购买资产项目或非公开发行项目的信息便利,与其弟控制利用他人账户买入相关股票,在2013年至2015年涉嫌3次内幕交易,其中2013年交易“东方铁塔”亏损126,043.03元,2014年交易“黄河旋风”亏损486.7元;2015年交易“黄河旋风”获利446,920.26元</p>	<p>拟没收其违法所得446,920.26元,并对3次内幕交易行为共处以2,540,760.78元罚款,同时对2人采取终身证券市场禁入措施</p>
2015.10.26	<p>ST甘化重组事项内幕信息知情人张某某、李某某控制“林某某”账户于2011年1月12日和13日买入“ST甘化”54,800股,盈利149,624.19元</p>	<p>没收张某某、李某某违法所得149,624.19元,并处以149,624.19元罚款</p>
2015.10.16	<p>满某某作为宝莫股份对外投资收购资产项目合作方董事长,知悉内幕信息并委托孙某明交易“宝莫股份”,获利330,869.96元,同时向孙某某泄露内幕信息并建议其买卖“宝莫股份”,涉嫌内幕交易、泄露内幕信息、建议他人买卖证券行为;孙某某与满某某关系密切且在内幕信息事项筹划期间存在异常联系,交易“宝莫股份”行为明显异常,获利1,128,328.41元,涉嫌内幕交易;宋某某为内幕信息知情人,刘某某因工作关系与满某某存在接触,后又因职务便利知悉内幕信息,李某与满某某、刘某某存在亲属关系或工作关系,上述3人均委托孙某某交易“宝莫股份”,分别获利49,597.83元、57,228.27元、76,304.35元,涉嫌内幕交易;马某某利用宝莫股份控股股东监事身份及熟人关系打听、刺探内幕信息,交易“宝莫股份”行为明显异常,获利15,879,426.86元,涉嫌内幕交易</p>	<p>拟没收满某某违法所得并处以3倍罚款,对其泄露内幕信息并建议他人买卖的行为处以10万元罚款;拟没收孙某某违法所得并处以3倍罚款;拟没收宋某某、刘某某、李某违法所得并分别处以3倍罚款;责令马某某依法处理非法持有的股票,没收其违法所得并处以3倍罚款,同时对其采取终身证券市场禁入措施</p>

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2015.10.16	广某毅作为深圳市英唐智能控制股份有限公司持续督导阶段的保荐代表人,知悉上市公司与合作方解约的利空内幕信息,在内幕信息公告之前减持“英唐智控”,规避损失 795,558.70 元,涉嫌内幕交易	拟没收广某毅违法所得并处以 3 倍罚款,同时对其采取终身证券市场禁入措施
2015.10.16	在世荣兆业筹划重大投资事项期间,黄某某与内幕信息知情人世荣兆业原副总裁、财务总监兼董事会秘书多次通信联系,突击转入资金交易“世荣兆业”,交易行为与内幕信息及联络时点高度吻合,获利 4,155,227.22 元,涉嫌内幕交易	拟没收黄某某违法所得并处以 3 倍罚款
2015.10.16	张某某与任子行董事长关系密切,在任子行筹划重大资产重组事项期间联系频繁,其交易“任子行”行为与内幕信息及联络时点吻合,交易异常,获利 2,508,478.36 元,涉嫌内幕交易	拟责令张某某依法处理非法持有的股票,没收张某某违法所得并处以 3 倍罚款
2015.10.10	三元股份于 2014 年 2 月 8 日公告的非公开发行股票重大事项内幕信息知情人郝甲使用其姐姐郝某的证券账户买入“三元股份” 346,823 股,交易金额 2,606,117.70 元,内幕信息公开后陆续卖出,获利 223,336.63 元	没收郝甲违法所得 223,336.63 元,并处以 223,336.63 元罚款
2015.9.29	吴某某在重庆三峡油漆股份有限公司筹划定向增发股票事项中,与上市公司顾问联络后,随后与刘某某联络,两人的证券交易活动在上述联络发生后明显异常,与内幕信息的形成过程高度吻合,不能作出合理解释。吴某某规避损失 510,043.44 元,刘某某规避损失 92,960.97 元	拟对相关人员作出没收违法所得,并处以 1 倍罚款的行政处罚

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2015.9.29	赵某松在湖南大康牧业股份有限公司筹划定向增发事项的过程中,与因业务关系存在从多种渠道刺探到内幕信息的人员频繁联系,随后与妻子黄某分别利用相关账户买入该公司股票,不能作出合理解释,分别获利6,181,671.99元和779,810.17元	拟对相关人员作出没收违法所得,并处以1倍罚款的行政处罚
2015.9.29	吴某、倪某某是一个控制并操作他人证券账户获取收益的团队,吴某与南方风机股份有限公司董事长、实际控制人关系密切,并在上市公司筹划重大资产重组的过程中有电话联系,相关证券交易活动与内幕信息的形成过程高度吻合,不能作出合理解释	责令依法处理非法持有的证券,没收吴某、倪某某违法所得392,669.25元,并处以785,338.5元罚款。其中,对吴某处以549,737.5元罚款;对倪某某处以235,601元罚款
2015.9.25	魏某某在山东齐星铁塔科技股份有限公司定向增发过程中,利用和上市公司董秘的关系,买入该公司股票,全部卖出后获利238,746元	对相关人员均作出没收违法所得并处以1倍罚款的行政处罚
2015.9.25	李某和薛某在苏州禾盛新材料股份有限公司重组过程中与上市公司董事长频繁联络后买入该公司股票,全部卖出后分别获利156,644.67元和262,739.18元	对相关人员均作出没收违法所得并处以1倍罚款的行政处罚
2015.9.25	吕某某在杭州炬华科技股份有限公司形成利润分配方案期间,与上市公司董事长通话后,买入该公司股票,全部卖出后获利1,090,802.81元	对相关人员均作出没收违法所得并处以1倍罚款的行政处罚

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2015.8.10	禾盛新材发行股份及支付现金购买金英马资产一事内幕信息知情人李某委托好友方某操作自己账户交易“禾盛新材”，截至2013年12月18日禾盛新材停牌前，买入“禾盛新材”73,500股，成交金额799,227.45元，成交均价10.87元。在内幕信息公开前全部卖出，获利156,644.67元	没收李某违法所得156,644.67元，并处以156,644.67元罚款
2015.8.10	禾盛新材发行股份及支付现金购买金英马资产一事内幕信息知情人薛某操作使用“王某”账户在内幕信息公开前，买入“禾盛新材”91,568股，2014年4月22日全部卖出，成交金额1,269,384元，成交均价13.98元。获利总计262,739.18元	没收薛某违法所得262,739.18元，并处以262,739.18元罚款
2015.7.13	恒顺电气重大资产重组项目内幕信息知情人方某某于2012年6月28日至7月23日共买入“恒顺电气”32,980股，2012年7月9日、11月12日全部卖出，未盈利。恒顺电气重大资产重组项目内幕信息知情人杨某利用其本人账户，共买入恒顺电气股票147,983股，2012年11月28日至12月13日，卖出24,983股，未盈利	对方某某处以3万元罚款；对杨某处以10万元罚款
2015.7.13	恒顺电气利润分配预案、中标印度尼西亚电厂事项和投资印度尼西亚相关煤矿事项内幕信息的知情人时任恒顺电气财务总监兼董事会秘书王某某在信息公开前将信息泄露给时任东兴证券研究所电力行业研究员李某，李某又泄露给多个机构和个人，李某利用其所控制的“张某某”账户买入“恒顺电气”股票	责令李某依法处理非法持有的股票，并处以45万元罚款；对王某某处以30万元罚款

续表

时间	内幕交易案例详情	相应处罚决定
2015.6.15	中源协和拟以发行股份及支付现金的方式收购执诚生物进行重大资产重组内幕信息知情人章某某、王某某在内幕信息公开前交易“中源协和”	对章某某处以3万元罚款;对王某某处以3万元罚款
2015.4.13	时代新材收购采埃孚一事内幕信息知情人湖南湘银投资有限公司法定代表人齐某某控制相关账户并交易“时代新材”	对齐某某处以40万元罚款
2015.3.17	台湾成霖与富贵鸟矿业、宝鹰股份商洽重大资产重组事项内幕信息知情人白某自2013年4月15日至23日集中买入“ST成霖”210,600股,成交金额61.12万元,2013年6月25日至26日全部卖出,获利261,669.23元	没收白某违法所得261,669.23元,并处以261,669.23元的罚款
2015.2.12	潜能恒信海外全资子公司智慧石油与中海油签订《中国渤海05/31合同区石油合同》内幕信息知情人时任中国海洋石油总公司法律部综合处处长赵某于2013年9月3日以8.18~8.31元的价格分批次买入“潜能恒信”共计136,681股,成交金额1,128,405.91元,股票复牌后,9月18日卖出48,200股,9月27日又买入20,000股,9月30日将所持108,481股全部卖出	没收赵某违法所得651,365.55元,并处以651,365.55元的罚款
2015.1.27	和佳股份2012年年度分配股利及增资计划时任珠海和佳医疗设备股份有限公司董事会秘书苏某某在该内幕信息未公开的情况下,建议梁某买入“和佳股份”,而梁某在明知苏彩龙和佳股份董秘身份的情况下,在内幕信息公开前、与苏某某联络之后交易了“和佳股份”	对苏某某处以10万元罚款;没收梁某违法所得141,246元,并处以282,492元罚款

资料来源:证监会,申万宏源研究。