

借鉴涉案企业合规改革 探索上市公司合规管理制度

最高人民检察院日前会同全国工商联召开会议宣布，涉案企业合规改革试点在全国检察机关全面推开。这项改革试点对我国当前的上市公司监管工作具有很强的借鉴意义，可以借鉴这一思路，在上市公司监管中大力加强合规制度建设。

● 国浩律师(上海)事务所资深顾问 黄江东

建立合规管理制度具有必要性

涉案企业合规改革试点，是指检察机关对于那些涉嫌犯罪并作出认罪认罚的企业，在其承诺实施有效合规管理的前提下，对其作出不起诉决定的制度创新。作为一种出罪机制，合规不起诉制度避免了企业和高级管理人员被定罪判刑的结果，使其不被贴上“犯罪企业”或“犯罪企业家”的标签，避免了企业失去交易资格、被迫退市、无法上市甚至被吊销营业执照的危险，避免了“办理一个案件，垮掉一个企业”的结果，使得企业和企业家的命运得到挽救，防止了企业可能出现的停产停工甚至破产倒闭的结果。检察机关在“厚爱”的同时做实“严管”，由第三方机制管委会选任组成的第三方监督评估组织(简称“第三方组织”)，对涉案企业的合规承诺进行调查、评估、监督和考察，考察结果作为检察院依法处理案件重要参考，督促涉案企业切实加强合规管理。检察机关合规不起诉制度试点以来，取得了良好的法律效果和社会效果，受到各界一致好评。

经过两年试点，该项制度不断释放司法红利。由此笔者想到，这项改革试点对我国当前的上市公司监管工作具有很强的启示借鉴意义，在上市公司监管中也可以有条件探索建立合规管理制度。笔者认为，建立合规管理制度具有必要性，一是上市公司违规具有更明显、更严重的负外部性。上市公司是国民经济基本盘，相对于中小企业，其影响力更大。上市公司违规被处罚、甚至退市，引发股价下跌，中小股民首先跟着遭殃。对其他利益相关者，如广大职工、上下游合作者、银行等金融机构都会产生一系列连锁负面影响。可见，上市公司违规受罚的负面影响不仅局限于公司本身，而是会产生明显的风险外溢，拖累一大群利益相关者，这是监管不能不予以慎重考虑的。

二是推动上市公司高质量发展需要督促其建立内生合规机制。据证监会通报，2021年办理虚假陈述案件163起，其中财务造假75起，同比增长8%;向公安机关移送相关涉嫌犯罪案件32起，同比增长50%。可以说，近几年上市公司违规案件是有所攀升、高位运行的。从个案上看，更是出现了康美药业、康得新等典型恶性违规案例。笔者认为，仅靠外在的“严刑峻法”是不够的，上市公司自身如果没有有效的合规管理，违规恐怕是按下葫芦浮起瓢。何况，确有一部分公司并非有明显的恶性违规，而是其合规意识和能力不足，属于无知违法。

建立有效的合规管理制度不但是外部行政监管和刑事司法的要求，更应成为上市公司自身持续健康、高质量发展的一种内在自觉。从境外成熟资本市场的实践来看，合规是公司战略的基石和



视觉中国图片 制图/王春燕

发展的底线，不合规将颠覆公司生存的根基。对我国A股上市公司而言，大多还缺乏之合规意识，说到底还是吃的亏不够。在新证券法施行后，违规的成本已大大提高。与其亡羊补牢，不如未雨绸缪。提前真正把合规重视起来，把合规工作落到实处，这才是上策。任何上市公司要想实现可持续、高质量发展，必须切实建立有效的合规管理。

探索合规不处罚机制

探索建立上市公司合规管理制度的具体建议为：一是探索合规不处罚机制，建立上市公司合规的外部激励机制。资本市场的管理需要一定的强制权力和处罚权为后盾，行政处罚亦成为一种必不可少的治理手段，但不能将处罚视为行政法的实质，亦不能过分推崇行政处罚的功用，应当理性认识处罚的局限性与负面效应。可以借鉴检察机关正在大力推行的“企业合规不起诉”制度，在证券监管领域探索建立上市公司合规不处罚制度。具体来说，对于涉嫌违法违规的上市公司，在符合一定条件的前提下，若其承诺建立、健全合规制度的，证券监管机构可以责令其提出合规改进计划，在律师事务所等独立第三方合规监管人的辅

导、督促下，推进上市公司合规管理体系的建设，监管部门根据上市公司实际合规效果，酌情作出不予行政处罚或者从轻处罚的决定。相对于行政处罚着眼于对过去行为的惩罚，该项制度着眼于主体内在改造和对未来行为的引导、规范，在当事人确实履行承诺后监管部门可以终止调查。可见，该项制度与成熟资本市场广泛适用的行政和解制度非常类似，其在提高监管效能、及时弥补投资者损失、尽快了结证券行政争议等方面具有独特的制度价值。遗憾的是，新证券法施行已两年多，但目前尚未见到适用当事人承诺制度的案例。如果在内幕交易、操纵市场等案例类型中尚有认识争议的话，上市公司违规案件应加强与该制度功能是非常契合的，有条件在上市公司信披违规等案件尽快推动适用该制度。

二是推动行政执法当事人承诺制度在上市公司监管中的适用。现行证券法明确规定了行政执法当事人承诺制度，国务院和证监会也分别发布了配套法规，其主要内容是当事人在被监管调查过程中可以在承诺纠正违法、赔偿损失、消除损害或影响的前提下向监管部门申请中止调查，在当事人确实履行承诺后监管部门可以终止调查。可见，该项制度与成熟资本市场广泛适用的行政和解制度非常类似，其在提高监管效能、及时弥补投资者损失、尽快了结证券行政争议等方面具有独特的制度价值。遗憾的是，新证券法施行已两年多，但目前尚未见到适用当事人承诺制度的案例。如果在内幕交易、操纵市场等案例类型中尚有认识争议的话，上市公司违规案件应加强与该制度功能是非常契合的，有条件在上市公司信披违规等案件尽快推动适用该制度。

三是发挥外部第三方组织作用，形成

对上市公司违规的第三方监督机制。检察机关在合规不起诉试点中，并非简单“一放了之”，而是非常注重做好合规的后半篇文章。最高检会同全国工商联等8部门制定发布的《关于建立涉案企业合规第三方监督评估机制的指导意见(试行)》及其配套文件明确提出，成立第三方机制管委会，由其选任组成的第三方监督评估组织，对涉案企业的合规承诺进行调查、评估、监督和考察，充分发挥社会力量作用，而非由检察机关一家包办。在上市公司监管中，也可以借鉴这一思路，对于涉嫌违规的上市公司，指导、督促其在社会第三方专业组织的辅导、协助下，强化其内部合规机制建设，并由第三方进行独立评估，向监管部门提交专项意见。这与会计师事务所进行年报审计、律师事务所出具专项法律意见书相类似。监管部门的主要任务是明确政策方向、工作指导、个案抽查督导等，具体工作由第三方组织独立完成。这是较为现实可行的。

笔者认为，当前检察机关正在全面推开的涉案企业合规改革试点具有很强的启示意义，可以借鉴这一思路，在上市公司监管中加强合规制度建设，从而起到标本兼治、综合治理、源头治理的功效，更好地促进上市公司可持续、高质量发展。

努力发挥 基建投资稳增长关键作用

● 植信投资首席经济学家兼研究院院长 连平

当前，疫情反复、国际局部冲突加剧、全球通胀和美联储加息导致我国经济运行环境的不确定性和不稳定性上升。消费阶段性萎缩，出口增长放缓、房地产投资下行、输入型通胀压力显现，当前我国经济面临复杂挑战。在宏观政策的推动下，今年以来，基建投资迅速崛起。一季度基建投资增速达到8.5%，大幅超过2021年末水平。为实现2022年经济增长预期目标，有必要切实发挥好基建投资的关键积极作用。

对稳增长有关键积极作用

在我国三大投资领域中，由于基建投资主要是由各级政府主导，因此具有很强的宏观调控效应。相较于房地产投资和制造业投资，基建投资更能发挥稳定经济增长的“压舱石”作用。同时，基建投资对于制造业投资、工业生产、消费和进出口都具有较强的带动和引领作用。一季度以来，全国多地因疫情反弹采取封控措施，导致消费受到冲击，出口受阻，订单流失。在拉动经济的“三驾马车”中，投资受疫情影响相对较小，可以发挥稳增长的关键作用。但民企实体亦受疫情扰动，制造业投资可能出现较大波动；房地产投资下行仍未触底。而基建投资，特别是大型基建项目在疫情封控环境中具有较好实现“闭环管理”的条件，因此基建投资可以成为现阶段稳增长的首要抓手。根据

国务院的安排，2021年末约有1.46万亿元专项债资金结转至2022年使用，2022年专项债计划发行可能会与2021年接近，如果仍是3.6万亿元，两项合计将提供约5万亿元的专项债资金。若按70%专项债投向基建项目计算，则2022年投向基建的专项债约为3.5万亿元。通常用于基建项目的财政预算支出对社会资金的撬动比例在1:3.6至1:4之间，预计2022年投向基建投资的社会资金为12.6万亿元至14万亿元，故总计可以实现16.1万亿元至17.5万亿元，取中值约为16.8万亿元的基建投资规模。预计2022年基建投资增速约为9.8%。2022年基建投资占整个投资的比重可达26%左右，因此能拉动固定资产投资2.4个百分点。考虑到固定资产投资由资本形成的70%，即基建投资能拉动资本形成3.4个百分点。在疫情冲击下，2022年资本形成对GDP的贡献比2021年有望提高40%-45%至54%-59%左右，基建投资可以拉动GDP约1.8个-2个百分点，对2022年实现稳增长政策预期目标将发挥十分关键的积极作用。

地方政府债务状况平稳

扩大基建投资对地方政府财务能力提出新的需求。基建投资中虽然财政资金占比不高，但是其初始资金地位的重要性难以替代。在地方政府支出中，一般公共预算支出有一定限额，增长较平稳；政府性基金支出受土地出让收入增速下滑影响，能力明显受到限制；专项债是地方政府扩大基建项目投资的主要发力点。2022年1-4月地方政府专项债发行1.4万亿元，同比增速升至21.6%，较2021年末高2.86个百分点，其中专项债余额增速较2021年末高5.89个百分点。今年提前发行专项债为基建项目落地提供了有力的资金支持。

基建发力虽然会增加政府债务，但可以发挥积极的稳增长作用，且当前政府债务水平并不高，仍有一定的增长空间。2021年末，我国政府部门杠杆率为46.8%，远低于美国(120%左右)、英国(100%以上)、日本(220%以上)等发达国家，也低于巴西(92%左右)、印度(85%左右)等发展中国家。较低的杠杆率为我国政府债务合理增长支持基建发力提供了较宽松的空间。但需要看到的是，地方政府债务仍有一定压力。2021年末中央政府杠杆率为20.2%，基本维持在上年水平；地方政府杠杆率则升至26.6%，较上年增加1.3个百分点，基建项目的投资主力是地方政府。随着地方财政收入增长低于债务余额增长，2022年其债务率很有可能上升。在当前国内外复杂经济形势与稳增长目标下，政府债务有可能适度增加以支持基建发力，其中中央政府债务的可增长空间相对较大。因此未来可通过加大中央对地方的转移支付等措施来降低地方政府为支持基建所产生的债务压力，保持地方政府债务状况平稳运行。就加大中央政府向地方政府转移支付问题，今年的政府工作报告已经作了安排，未来需要持续推进。

改善政策环境促进基建投资发力

尽管年初以来基建投资开始发力，但仍有一系列问题影响和妨碍其更好发挥作用。

一是中央公共预算和地方政府资金仍然偏紧。2022年中央部门安排的一般公共预算支出同比下降2.1%。中央财政对地方的转移支付达9.8万亿元，同比增长18%，主要用于推进基本公共服务均等化、维持基层政府运行和落实减税降费等，向收益回报率较低基建领域倾斜的比例较小。地方财政由于拍地收入下行以及防疫和保障民生性支出加大，会挤占一般公共预算用于基建的投资性支出。

二是部分地方隐性债务监管偏制约社会资本参与。虽然基建投资由政府主导，但来源于政府财政的资金占比仅为两成左右，另外约八成需要借助城投平台或者项目公司等机构通过贷款、发债、信托或股权投资等各类社会资金方式去募集。由于多数基建项目具有一定公益性质，投资回报率较低，因此社会资本参与时往往会要求地方政府承诺回购和给予固定回报率，否则，对社会资本而言就存在一定风险。因此部分地方隐性债务监管较严等现象，导致社会资本参与基建投资的动力和积极性减弱。

三是项目审批流程繁琐制约了到位资金的快速投放。近年来全国范围内实施专项债穿透式监管，强化了专项债资金对接项目的全流程考核，要求专项债在发行之前就需要完成项目的规划审批；专项债发行之后，资金才能在项目实施使用。但当前不少项目的落地涉及规划、环评、招投标、融资到位等诸多环节；有的则过度专注合规要求，在一定程度上限制了资金的及时到位和实物工作量的形成。上述问题的存在对基建投资推进带来了一定的妨碍，需要针对性地施策促其改善。未来需要中央政府进一步加大对地方政府转移支付的力度，推进土地拍卖进程，规范地方政府隐性债务管理，简化项目管理流程。

审慎看待外资高频交易机构入市

● 中国国际经济交流中心 梁林军

高频交易一直备受瞩目。从目前阶段来看，高频交易对中国证券市场的风险大于带来的可能收益，不宜成为资本市场鼓励的策略方向。在进一步扩大金融市场对外开放，鼓励优秀海外对冲基金进入中国资本市场的同时，也要谨慎对待外资高频机构申请私募基金牌照。

外资高频交易商的“快捷路径”

在海外成熟市场，量化高频交易比较普遍。其在增强市场流动性、提升定价效率的同时，也易引发交易趋同、波动加剧等问题。如何看待入市资金结构和新型交易工具，如何优化新型交易方式监管，是监管机构当下值得思考的议题。

通过公开信息研究发现，国际高频交易巨头最初是经由贸易公司进入期货市场的形式楔入中国资本市场的，收获了高额利润。有迹象表明，循此路径，它们开始走向股票市场。2021年，海外知名高频交易商Optiver以澳帝桦的名义注册成为私募基金管理人，而其他机构如Jump trading、Huson River Trading和Tower Research等海外高频机构也正在积极准备申请私募基金牌照过程中。这一现象值得监管和相关机构高度关注，本着实质重于形式监管的原则，对于海外高频自营机构的私募基金牌照申请应持谨慎态度。

《私募基金登记备案相关问题解答(十)》中规定，外商独资机构WFOE申请国内私募基金牌照，应具备以下资格：“(二)该私募基金基金管理机构的境外股东为所在国家或者地区金融监管当局批准

或者许可的金融机构，且境外股东所在国家或者地区的证券监管机构已与中国证监会或者中国证监会认可的其他机构签订证券监管合作谅解备忘录；(三)该私募基金基金管理机构及其境外股东最近三年没有受到监管机构和司法机构的重大处罚。”根据以上制度规范，笔者研究发现，拟进行申请的一家外资高频交易商在海外并无金融牌照及资产管理经验，其中申请路径为在门槛较低的香港先低成本获得一个空的金融牌照，然后马上作为金融机构主体来中国内地拟申请私募基金牌照。这种申请路径案例如果不受实质监管，将成为其他外资效仿的快捷路径。在获取牌照后，外资高频机构可以通过发行私募基金产品的方式，绕过对外资主体参与证券期货期权可转债等金融市场的主体限制和单账户数量限制，给国内市场带来不确定性风险。

外资高频机构是否应鼓励引进

2016年6月，私募基金资格对WFOE(外商独资企业)开放，国际知名资产管理机构申请私募基金牌照并在中国开展了资产管理业务。笔者认为，应该实质考量以下几点，来判断外资高频WFOE是否属于鼓励引进的外资基金管理机构。

一是高频交易本身的特性是否是资本市场鼓励的方向。与一般的低频量化交易策略不同，高频交易策略更多地依托系统和硬件的优势，在极短时间内通过一般散户或机构投资者不具备的能力，以快速进出的方式赚取市场波动带来的收益，其利润来源于系统和速度优势，而非通过寻找更优质资产标的定价而获利。因此，高频交易提供的流动性实质上是以技

术优势收到其他参与主体特别是散户来支撑的。而且，策略趋同和追求波动的特征，也容易导致市场极端波动的发生。无论是海外市场还是2015年A股市场的异常波动，都有高频交易的负面影响。就高频交易对现阶段的中国证券市场贡献而言，风险大于可能带来的收益，不宜成为市场鼓励的策略方向。

二是外商独资高频交易商能否为我国资本市场带来技术、人才。近年来，中国量化基金领域取得长足发展，很多优秀资产的创始人几乎都来源于老牌外资资产管理机构，比如Citadel、Two Sigma、Millennium等机构。这类基金在进入我国市场发展的同时，也为我国资本市场输送优秀人才和技术能力。但与普通对冲基金不同，外商独资高频机构是金融市场上比较特殊的一个细分类型，因其策略的特殊性，这类公司标志性的战略之一就是对其核心策略和人员保密。它们参与中国市场时，在中国本地仅布置商务、后台、支持性的交易团队，所有核心的策略人才团队全在海外。多年以来，几无国内团队的核心人员来自外资高频交易机构。从这个角度看，对于此类机构开放市场，仅仅是给它们提供了获取中国市场利润的平台。

三是外资高频从事资产管理业务是否会带来公平交易、利益输送等合规监管难题。目前进入我国市场的国外著名资产管理机构，普遍特点是对外管理资产规模庞大，管理业绩透明，且长期表现稳定，有可靠的资产管理能力和信誉。但高频交易商不同，在享受着自营盈利能力超强名声的同时，从事对外资产管理的经验和历史表现都值得进一步观察。如拉长长时间来看，以自营为主的高频交易巨头自营部分

一直业绩稳定，但资管部分业绩却大起大落，不能给投资者带来合理回报。

在一般资产管理业务中，监管相对容易鉴定公平交易和利益输送的问题，有成熟的监管能力和经验。但高频交易商因其交易策略特征，监管很难有效地判断自营账户与资产管理账户之间的利益冲突和公平交易问题。很多外资高频交易商还通过香港沪港通账户高杠杆自营参与A股市场，这更是处于监管盲区。如处理不当，容易形成利益输送和公平问题。

对高频交易商入市宜实质性审核

笔者认为，现阶段在保持金融市场对外开放，鼓励优秀海外对冲基金进入我国市场的同时，也要谨慎对待外资高频机构申请私募基金牌照。本着实质重于形式监管，切实有效维护我国金融市场稳定的原则，笔者建议可对照《私募基金登记备案相关问题解答(十)》中规定的外商独资机构申请国内私募基金牌照的两个资格条件，对外资高频交易商申请私募基金牌照的条件进行以下实质性审核：一是在海外持有资产管理业务金融牌照；二是在海外实质运营过资产管理业务，有公开业绩及历史运营记录；三是在海外运营资产管理业务至少三年以上并且没有受到监管机构处罚。

只有这样，才能两全。一则吸引真正优秀的海外资产管理机构参与我国金融市场，二则在开放市场为我国金融市场带来良性的竞争和发展同时，也能避免不具备资质的外资高频机构利用政策缝隙进入，给我国资本市场稳定发展带来不利影响。