

“新国九条”发布，资本市场迎来监管最强音 — 企业刑事风险预判与刑事合规前瞻

作者：韩旸 | 吴鸿斌¹

一、引言

2024年4月12日，国务院发布了《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称“**新国九条**”），本次出台的资本市场“**新国九条**”，是继2004年、2014年两个“**国九条**”之后，又时隔10年，国务院再次专门出台的资本市场指导性文件。

回顾过往，2004年1月31日，针对股市连续多年低迷及市场长期积累的股权分置的矛盾，国务院发布了《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（以下简称“**04国九条**”），将发展资本市场提升到国家战略任务的高度，为我国资本市场的改革与发展奠定了坚实的基础。为了进一步促进资本市场健康发展，2014年5月8日，国务院发布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（以下简称“**14国九条**”），14国九条表明了发展与防范金融风险并重的态度，其中第八点“防范和化解金融风险”特别提到“严厉打击证券期货违法犯罪行为”，通过刑事手段规范资本市场的态度已初见端倪。

中国证监会主席吴清在接受媒体采访时表示，与前两个“**国九条**”相比，本次出台的“**新国九条**”主要有三大特点，一是充分体现资本市场的政治性、人民性；二是充分体现强监管、防风险、促高质量发展的主线；三是充分体现目标导向、问题导向。在监管层面，“**新国九条**”在发行上市、上市公司持续监管、退市、证券基金机构监管、交易监管等方面都提出了明确的要求，突出了强本强基和严监严管的思路。该文件的发布为提振资本市场信心注入了一剂强心针，但同时，也给金融相关企业带来了更大的合规挑战。

二、“新国九条”解读

“**新国九条**”突出加强监管的态度，并非空穴来风，其中涉及的方方面面都是直面回应资本市场发展过程中出现的、司法实践中暴露出来的人民群众最为关切的诸多问题，包括发行人和中介机构欺诈发行、财务造假、上市前“清仓式分红”、违规减持、内幕交易、操纵市场规避退市等违法违规问题。本文将从刑事法律风险角度，就“**新国九条**”的重点内容进行解读。

¹ 实习生朱蒋琪对本文的写作亦有贡献。

（一）上市监管

1. 严把发行上市准入关

上市作为资本市场业务的重要组成部分之一，其许多指标也作为衡量一个金融市场是否具有活力的重要标志。“新国九条”严把发行上市准入关，进一步完善发行上市制度，强化发行上市全链条责任。

此前，在融资上市过程往往企业为了顺利上市或规避监管，不惜进行财务造假，或是隐瞒重要事实欺诈发行，后果不仅是企业面临巨额罚款，经营者也可能身陷囹圄。

例如某网络科技集团有限公司实际控制人，为了实现“借壳上市”等目的，组织公司员工通过虚构业务、改变业务性质等多种方式虚增集团收入上亿元，法院作出一审判决，认定实控人犯违规披露、不披露重要信息罪，判处有期徒刑二年三个月。近年某中概股涉及财务造假还面临了来自国家市场监督管理总局、财政部、税务局等多个主体的调查与处罚。

特别提示的是，2019年底，中国新《证券法》正式颁布，第二条增加有关域外管辖的内容，域外管辖有了法律上的依据，因此即使有关上市的违规行为并未发生在我国境内，也不排除面临被追诉处罚的风险。

2. 持续监管，从严打击高发违法行为

在保障了上市公司的入关口质量后，“新国九条”继续就上市后公司企业的经营治理、交易过程进行持续监管，确保资本市场健康持续发展。

首先，针对高发的内幕交易犯罪“新国九条”将从严打击。“新国九条”指出，将加强交易监管，完善对异常交易、操纵市场的监管标准，依法从严打击以市值管理为名的操纵市场、内幕交易等违法违规行为。

实践中，内幕交易犯罪也是金融领域的高发罪名。2023年11月3日，北京市检察院发布了《北京市检察机关金融检察白皮书（2021-2023年）》（以下简称“白皮书”）其中提到，“证券犯罪集中于内幕交易犯罪，信息披露犯罪增长明显。全市检察机关办理证券犯罪案件39件69人，其中内幕交易犯罪案件占比92.3%。该类犯罪具有并购重组领域案件多发、公司内部人员监守自盗、信息传递型内幕交易突出等特点。

内幕交易、泄露内幕信息罪在我国《刑法》规定的行为方式主要有三种：（1）行为人利用内幕信息进行证券、期货买卖；（2）行为人泄露内幕信息；（3）行为人根据内幕信息建议他人进行证券、期货买卖。通常内幕交易还与涉嫌操纵证券、期货市场罪交织在一起。2021年，刑法修正案（十一）对操纵证券、期货市场罪进行第三次修订，主要增设了三种操纵证券、期货市场罪的行为样态，在立法层面提升了操纵证券市场罪危害性的认识。

其次是针对信息披露问题，“新国九条”对上市公司信息披露提出了更高的标准与要求。“新国九条”指出，将加强信息披露和公司治理监管。构建资本市场防假打假综合惩防体系，严肃整治财务造假、资金占用等重点领域违法违规行为。《白皮书》提到，2022年以来，全市检察机关办理的信息披露犯罪案件数量增长明显，信息披露义务主体采用篡改原始凭证、滥用会计规则等方式粉饰财务数据，或是在信息披露过程中隐瞒公司债务、关联交易等，误导投资者决策的情况频发。

违规披露、不披露重要信息罪的案件中，行为主体惯用的手段就是财务造假，主要包括：一是利用过桥资金进行多次循环转账，形成虚假的进出账记录；二是使用伪造的金融票证，形成虚假的财务数据；

三是通过虚报支出或收入，形成虚假的财务数据。

上述违法犯罪行为，往往因为金融行业利益关系复杂而呈现出多罪并发的特点。2022年9月8日，最高法、最高检、公安部、中国证监会联合发布依法从严打击证券犯罪典型案例马某田等人违规披露、不披露重要信息、操纵证券市场案就体现了这一特征。

被告人马某某意图通过提升某药业的公司市值，以维持其在中药行业“龙头企业”地位，马某某伙同公司高级管理人员组织、指挥公司相关财务人员进行财务造假，虚增营业收入、利润；指使相关财务人员在未经公司决策审批且未记账的情况下，累计向大股东及关联方提供资金用于购买某药业股票等用途。上述情况未按规定在年报中披露。除此之外马某某还伙同他人，将某药业资金挪用至马某某等人实际控制的16个人账户、2个大股东账户，以及设立的37个信托计划和资管计划账户，互相配合，集中资金优势、持股优势及信息优势，连续买卖、自买自卖某药业股票，影响某药业股票交易价格和交易量。佛山市中级人民法院经审理作出一审判决，认定马某某犯单位行贿罪、违规披露、不披露重要信息罪、操纵证券市场罪。

最后，针对违规减持问题，本次“新国九条”中也着重进行了强调，回应资本市场中频发的上市即套现的乱象，严厉打击各类违规减持。

在《证券法》第三十六条中，关于禁售、信息披露等问题作了明确具体的规定。若违反相关规定则可能面临行政及刑事处罚。2022年5月27日晚，某上市公司发布公告称其股东未按承诺进行披露，违规减持该上市公司股份近29亿元，证监会依法责令该股东改正，给予其警告，并处以2亿元的罚款。这也是《证券法》实施以来因违规减持被处罚的首个案例。

关于因违反信息披露义务而受到行政刑事处罚双重打击的司法案例不胜枚举，在这里需要明确的是行政处罚和刑事处罚是两种法律责任，彼此不能互相替代。

3. 加大退市力度，应退尽退

“新国九条”对退市相关工作安排做了严密的部署和规划，指出将会进一步削减“壳”资源价值，加大对“借壳上市”的监管力度，精确打击各类违规“保壳”行为。严格退市执行，严厉打击财务造假、操纵市场等恶意规避退市的违法行为。

“新国九条”发布同日，证监会发布了《关于严格执行退市制度的意见》，总体要求围绕突出上市公司投资价值、畅通多元化退市渠道以及大力加强投资者保护。主要措施包括严格强制退市标准、进一步畅通多元退市渠道、削减“壳”资源价值、强化退市监管、落实退市投资者赔偿救济。

除因经营不善导致退市外，财务造假、信息违规披露也是触发违法强制退市的关键因素之一。在2023年4月21日，因欺诈发行，上交所依法对两家上市公司启动重大违法强制退市，这是监管部门对科创板首批欺诈发行案的亮剑。

在上市监管中，我们可以发现财务造假的行为贯穿于上市的各个环节之中，其中的刑事风险也不言而喻，投资者、监管对上市公司信息披露的真实、准确、完整提出更高的要求，企业也应当积极应对，做好信息披露合规。

（二）量化交易、程序化交易监管

程序化交易，是指通过计算机程序自动生成或者下达交易指令在证券交易所进行证券交易的行为，在我国市场起步较晚，相关监管规则也正在逐步完善。“新国九条”指出要出台程序化交易监管规定，

加强对高频量化交易监管。程序化交易被首次写入“新国九条”。

相应地，2024年4月12日，证监会发布《证券市场程序化交易管理规定（试行）》公开征求意见。提出，适应高频交易特征，证券交易所可对高频交易实施差异化收费，适当提高交易收费标准，并可收取撤单费等其他费用。高频交易一直是各国监管机构关注的重点，市场上存在一种“幌骗”交易行为，即通过在交易中虚假报价再撤单从而试图操纵股市，并制造假象企图诱骗其他交易者，从而影响股价获利。新政策对申报、撤单笔数较高者收取撤单费，将有助于打击那些“幌骗”交易行为。

“幌骗”交易不以成交为目的，误导投资者作出投资决策，影响证券交易价格或者证券交易量，同样可能涉及操纵证券市场罪。

（三）第三方中介监管

“新国九条”提出要压实中介机构“看门人”责任，建立中介机构“黑名单”制度。目前司法实践指导案例也充分体现了这一精神，即为有权发行股票、债券的单位和个人提供相应证券服务的中介机构例如会计师事务所、律师事务所也存在构成欺诈发行股票、债券罪或出具证明文件失实罪、提供虚假证明文件罪，甚至可能构成诈骗类犯罪共犯的可能性。

例如某机械制造有限公司、卢某某等人欺诈发行债券、出具证明文件重大失实、非国家工作人员受贿案²中，某会计师事务所承接该公司审计项目后，未按审计准则要求对该公司账外收入和股东捐赠情况进行审计，在审计报告中虚增了上述营业收入、净利润和资本公积金。组织、管理以及起草、签发虚假审计报告会计师均被判处构成出具证明文件重大失实罪，被告单位某机械制造有限公司被判处构成欺诈发行债券罪。

以上行为已严重危害了我国资本市场长足的健康发展，故此次加强监管，也是本次“新国九条”发布后工作方向的题中应有之义。

（四）金融腐败反腐

在“新国九条”发布当天，中国证监会主席吴清表示，将从严从紧完善离职人员管理，整治“影子股东”、不当入股、政商“旋转门”、“逃逸式辞职”等问题。铲除腐败问题产生的土壤和条件，坚决惩治腐败与风险交织、资本与权力勾连等腐败问题，营造风清气正的政治生态。

这一点与党的十八大以来一以贯之的高压反腐态度不谋而合，也与《刑法修正案十二》对于贿赂犯罪的从严打击相呼应。

金融领域一直以来是贪污腐败的重灾区，在这次继续加强监管的大背景下，达摩克利斯之剑又一次被悬停到了新的高度。

（五）行刑衔接，加大联合打击力度

早在2019年6月，最高检对近年来全国检察机关办理金融违法犯罪案件情况进行了专题调研，努力通过办案助力金融环境治理，防范化解重大金融风险。围绕及时发现查处金融违法犯罪活动，最高检向中央有关部门制发检察建议书，即“三号检察建议”，推动相关部门进一步加强行政监管，强化源头治理，努力把违法犯罪风险和危害消除在萌芽状态或者初始阶段。同时完善与金融机构、行业监管部门

² 2020年11月6日，在最高人民法院联合中国证券监督管理委员会召开以“依法从严打击证券违法犯罪 维护金融市场秩序”典型案例二。

协同配合机制，采取刑事、民事、行政等手段综合施策，把依法办案、追赃挽损、维护稳定结合起来，防止经济金融风险演化为社会风险。

在本次“新国九条”第九条中，再一次将深化央地、部际协调联动、加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度摆到了更加重要的位置上，明确指出完善证券执法司法体制机制，提高行政刑事衔接效率。强化行政监管、行政审判、行政检察之间的高效协同。加大行政、民事、刑事立体化追责力度，依法从严查处各类违法违规行为。加大证券纠纷特别代表人诉讼制度适用力度，完善行政执法当事人承诺制度。探索开展检察机关提起证券民事公益诉讼试点。

相信“三号检察建议”在金融监管部门、金融机构的高度重视、积极反馈和有效行动下，必然作为刑事司法实践中的又一重要里程碑而为资本市场长足健康发展保驾护航。

（六）推动资本市场法制建设

2023年12月28日，最高检召开“充分发挥检察职能作用 依法服务保障金融高质量发展”新闻发布会，发布会上指出资本市场上市公司财务造假及背信损害上市公司利益等犯罪增多。刑法第一百六十九条之一及第一百八十五条之一，分别规定了背信损害上市公司利益罪及背信运用受托财产罪。在本次“新国九条”中也表明将“推动出台背信损害上市公司利益罪的司法解释、内幕交易和操纵市场等民事赔偿的司法解释，以及打击挪用私募基金资金、背信运用受托财产等犯罪行为的司法文件”。

就背信运用受托财产罪而言，在实践中处于适用较少，究其原因，背信运用受托财产罪系2006年生效的《刑法修正案（六）》为保护信托秩序和信托财产的安全，而新增加的罪名，其犯罪主体较为特殊，专指商业银行、证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、保险公司等金融机构，适用的范围较少，而实践中容易出现资金运用不当的私募基金，是否适用该罪名，在刑法实践中争议也比较大。

相信在法制建设愈发完善、相关文件出台后，上述罪名也能得到准确地适用，避免出现刑法条文“沉睡”的情况。

三、企业风险防范面面观

“新国九条”旨在加强监管、防范风险，推动资本市场更好地服务于国家经济社会发展大局，也给了资本市场目标和导向，明确了能为之事、不能为之事。在解读新国九条之后，具体到意见落实层面，需要做好资本市场、金融企业的相关合规工作。

（一）公司层面合规

不仅要加强上市公司发展质量，鼓励上市公司通过持续发展和优化管理提升核心竞争力，更应强化公司层面综合治理，包括不限于财报应有的真实性、准确性、对管理层、业务端应有显现的透明度和回应度，对交易业务、担保业务、回购业务、分红行为的严格审慎自我监督和程序把握等。把不应为的财务造假、操纵市场、内幕交易、欺诈发行作为企业合规发展的重点打击内容，这不仅是监管机构零容忍，而且企业内部也应当零容忍。企业在聘用、雇佣人员方面，对于曾经在业务上有关联的官员应当谨防出现“旋转门”的情况。只有这样才能增强投资者信心、降低可能的损失金额、防止出现违法交易、提高投资者回报、吸引中长期资金投入，实现企业的良性发展。

（二）机构层面合规

首先，要强化并落实“看门人”责任，确保中介机构在资本市场中发挥应有的监督、咨询、实施作用。回归中介机构应保有的审慎业务，将责任落实到交易、落实到机构和个人。其次，要牢固树立金融服务国家发展战略的理念、构建“长钱长投”政策体系，引导服务应回归到服务实体经济的本源，避免过度投机行为，促进资本市场稳定健康发展。最后，要会识别、能识别、敢识别业务风险。提升专业服务能力 and 核心竞争力，提升机构在风险管理、资产管理、投资咨询等方面的专业水平，增强金融领域的核心竞争力。

“新国九条”的出现对金融行业、对市场而言，既有挑战也有机遇。一方面，在监管的高压下，企业的违法违规行为将无所遁形，面临行政处罚乃至承担刑事责任的风险也将加大；但另一方面，如果企业顺应监管规则、构建新合规体系，也定能在监管的风暴下行稳致远。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

韩旻

电话： +86 10 8525 5516

Email: yang.han@hankunlaw.com