

# 完善配套措施 改革发审制度

□中关村资本市场研究会会长 李国魂

建设证券市场是中国战略决策的重要组成部分。中国历时30多年改革开放所形成的核心资产,大多已放置于这个金融平台,目的是让全民分享改革成果,让市场参与各方平等受益。上市公司、投资者、监管者是保证这一平台发挥公允效能的根基。只有共同形成合力,才能保证市场运行有效,责权平等。如果游戏规则严重偏移,必将导致市场成为强盛一方侵占弱势一方权益的场所。当前中国证券市场最受诟病的正是发审制度。改革的重中之重,无疑是破除股票发审制度的顽疾,让中国证券市场真正体现出“公开、公平、公正”原则的效能和威力。

## 一、充分正视中国证券市场深层问题

投资股票就是投资未来。当投资者看不到未来,这个市场必须修正。纵观中国证券市场21年的生态效能,需要我们深刻认识其中的沉疴顽疾,否则就无法理清如何改革和改革哪里。发审制度缺陷首当其冲。

首先,长期陷入依靠指数涨跌决定扩容的误区。股票指数的涨跌当然是投资者进行投资决策的重要参考依据。但是,存在编制局限性的上证指数,不仅误导了对股市的监管思维、判断和决策,也扰乱了市场价值判断的准则。原因在于上证指数以少量流通股代表全部股份运行的巨大杠杆效应以及巨量新增股份大幅推高市值,导致

105%。

其次,行政主导市场规则,投资者无所适从。统计显示,1991年至2001年上证指数的25个阶段性高点和低点都与政策及信息发布相关。2007年以来,成立不满三年的特批公司发行股份就超过170亿股,成为行政主导市场规则的典型特征。尤其是许多打压措施在无法交易和回避的时机下出台,投资者猜不透政策指令和出台时机,即使看对走势和投资价值,仍将付出沉重代价。

再次,游戏规则偏移,投资难获回报。股权分置改革前,新股发行市盈率约为15倍左右。目前沪深主板市盈率仅为12倍左右,

新股发行市盈率平均超过55倍。近三年超募总量达到5000亿元以上。290家创业板超募资金超过融资需求的两倍以上。超募导致上市公司不务正业现象渐成趋势。大批公司将募集资金挪用购买银行和信托的理财产品,甚至是放高利贷等极具风险的行当中。2011年,两市有150多家公司累计放贷金额300多亿元。相反,作为投资者衡量投资价值重要标尺的分红回报却被漠然视之。近十年,A股上市公司未分配利润总额增长62倍,分红金额仅增加10倍。股息高于银行年利率者凤毛麟角。多达15%的公司从未派现。

## 二、改革发审监管制度

保护,以体现让不同时间进入公司的股东之间平等交易,确保公平。如果证券管理机构在发行过程中发现发行人公开信息有虚假、欺诈、误导、不实等情形,有权阻止证券发行,并要求发行人和中介承担法律和经济赔偿责任。二是实行最为严格的信息披露制度。虽然无需发行人作出保证投资者可以通过购买证券而获利的承诺,但是强制发行人必须严格遵循完全公开原则,向证券监管机构或交易所毫无保留地申报注册,为一切潜在的投资者提供财务、业务等全部过往和现实的真实信息。三是不得设置不当障碍。公司上市无须证券交易委员会或任何其他机构批准。任何公司,不论大小和是否盈利,均可上市。一旦发行人申报后的法定等待期间满后注册生效即可发行证券。只要所报材料不存在虚假陈述、重大遗漏或信息误导,证券主管机关无权不予注册。四是投资者风险自负。基于发行人的诚实守信和中介机构的全面履行职责所公开的所有完备信息要素,是否投资全靠投资者自己判断。中介可以向特定对象或潜在投资者推介,但绝对不能采取劝诱手段。能否得到投资回报,完全取决于所投资公司的实际营业状况,投资者的投资风险由其自负。

第二,制度设计要充分体现保护中小投资者的内涵。基于我国证券市场以个体投资者为主的客观事实和信息不对称问题极为突出的现实,在我国实施注册制,除了严格遵守注册制的规定流程以外,必须更加突出信息披露的充分性和对造假者的严惩性。具体通过设置三道闸门逐级防堵漏,杜绝泥沙俱下。一是设立新的相对独立的上市委员会。申请注册文件同时报送证监会、交易所和独立委员会,三个机构分工负责上市注册申请事宜。在职责分工上,证监会只承担形式上的审核,决定是否同意申请人的注册备案事宜。证监会的发审委员所做出的审核同意注册文件完全向社会公开,仅供交易所审核参考,也让投资者充分了解,作为将来是否参与投资的分析资料。公司能否发行上市的权利完全交付于交易所和新成立的相对独立的上市委员会。二是交易所自己决定是否对公司经营活动、公司管理、资本运行、会计报表、信息披露等方面进行实质审核。如果被交易所同意注册推荐上市,最后由独立上市委员会组织听证聆讯和复核,做出最终批准或拒绝注册发行上市的申请。三是对《公司法》、《证券法》和其他相关法律法规进行修订完善,尤其是强化信息披露的广泛性、权威性、准确性和及时性,从法律层面最大限度提高对造假者的惩戒震慑威力,确保形成投资者利益不可侵犯的法律制度舆论环境。

第三,全方位加强券商建设。公正、权威、诚实、守信、勤勉、尽责的投行是注册制取得成功的关键枢纽。但是,和国际投行相比,我国内地券商普遍缺乏核心竞争力。这是多年靠天吃饭,吃偏饭、摆摊子收费养成的惰性。注册制注定现有的约定俗成份额完全消失,并非衣食无忧。优胜劣汰、适者生存“法则”将显现威力。券商建设刻不容缓。首先要全面加强自身建设。供过于求的市场必然导致价值中枢普遍下移。虽然给投资者带来了优中选优的机会,但对券商带来了成本比较的难题。唯有敬业尽责提高素质,公正无私甄别真伪,全力以赴建设培育具有全球化视野、具备开拓国际化业务的高端人才队伍,才能在全球投资银行都有资格和条件参与的竞争格局中生存。其次,必须优化完善制度设计再造,谨防出现法律真空。通过不断完善信息披露制度、内幕信息保密制度、发行保荐制度,专门制定投资者和社会公众的监督举报制度和中介机构应对市场传闻应急制度,严防采用合并、分立、重组等手段回避法律责任,确保有法可依,有法必依,执法必严,违法必究。再次,大力培养和树立价值投资理念。为此,证监会、交易所和券商必须协同尽责。必须强化宣传手段,力求人人皆知,在注册制下,业绩和诚信是检验上市公司质量的唯一标准。诚信公司、质地优良公司是市场的灵魂。号召投资者在反复比较和打探之中,让依靠包装的公司原形毕露,彻底遏制欺诈上市圈钱、业绩快速变脸、高管辞职套现等问题。由于市场内生驱动力的增强,券商也将更加主动发现和培育富含真金白银的优良种子,利益关联方合谋造假欺诈骗取的功力和环境将被市场价值发现功能逐一化解。投资者更加具备条件和能力在资源池的众多品种中挖掘符合自身投资要求和回报的行业以及公司,热衷于炒垃圾股、题材股、重组概念股现象才可能消失。

### 强化证券监督管理专项职能

监管机构肩负着以民为本的信托责任。监管的核心是维护中小投资者的利益。证监会的核心职能是打击欺诈造假、内幕交易及操纵股价。让证监会从审批中解脱出来,才能使其监管主业名副其实,才能敢于和善于高举惩恶利剑,避免监管的刚性和震慑力被道德劝说、质询、谴责等化解,充分体现监管的有效性、及时性和公正性。

第一,建立健全法律法规配套体系,促进制度建设与严格执法的有机统一。自《证券法》、《公司法》出台以来,相应的配套实施细则始终缺位,制度空白的缺陷在资本市场超速膨胀中不断暴露出来。为此应尽快完善制

度体系:一是加快制定《证券法》、《公司法》的配套实施细则。二是修订完善公司治理、市场监管等一揽子环节流程指导细则。三是进一步准确定义相关司法解释。特别是对关键法律要义作出明确的归类划分和定义。

第二,深化对中介机构的监管。注册制决定了对交易所以及保荐人、券商、会计师和律师事务所等中介机构考核监管问责的极端重要性。要排除外界干扰,认真接受市场各参与主体的共同监督,切实形成公开、公正、高效、严格、权威、透明的监管流程。

第三,赋予证监会司法权,依法加大查处力度。我国证券市场大案要案的查处效率和协调配合明显存在法律缺位和延时滞后问题。甚至当判罚结果出来时,受罚载体早已消失,对投资者赔偿无从谈起。这与证监会应有的司法权力缺位有关。《证券法》虽然赋予了一定的准司法权,但行使范围毕竟有限。因此,要积极借鉴欧美和我国香港证券市场的经验,完善证监会的准司法权限范围,强化对证券犯罪监督查办的职能,有效克服执法时滞难题。

### 引入做市商制度 完善市场交易手段

实践证明,做市商制度是注册制的有益补充。具体表现在:一是有效克服信息不对称弊端;二是价值发现功能;三是市场维稳机制。这是因为,只有具备显著实力和市场信誉的券商才能作为经纪商。做市商完全以其自有资金和证券与投资者在证券市场上进行交易,持续向市场投资者报出其登记做市的证券买卖双边价格,并承诺按报价维持双向交易,有效保证股票流动性,满足公众持续买卖要求。做市商同时享有融资融券的优先权、一定条件下的做空机制、税收减免和交易者的所有买卖盘的记录信息数据等权利。这使得市场的信息不对称问题得到有效克服,个别机构投资者很难通过操纵市场来牟取暴利,使得庄家暗中操纵股价的问题得到平抑。特别是做市商有责任在股价暴涨暴跌时参与做市,有利于遏制过度投机,起到市场“稳定器”的作用。虽然其利润通过买卖报价的适当价差补偿实现,但做市商之间的竞争,促使其全面综合分析市场所有参与者的信息,均衡考虑自身风险以及收益因素,推动所报证券价格不断回归证券的实际价值。纳斯达克依靠“做市商制度、严格监管和诚实的上市公司”三大利器取得辉煌成绩,最关键法宝是做市商制度。在我国推行做市商制度,无疑最能有效解决公众担心实施注册制可能引发的问题,是对注册制不做实质性审核的最有利补充。

## 三、完善配套改革措施

### 大力发展公司债券市场

全球上市公司最重要的融资场所是公司债市场。全球重要股市融资总量中,债券融资占85%,股权融资仅占10%。而在我国,债券融资仅为6%,相对于动辄上万亿的股权融资,公司债市场发展严重滞后。必须彻底扭转这一局面。除国家级高新技术企业及累计回报大于融资的企业外,其余再融资一律以发行债券为主。这不仅能够有效解决企业资金需求,提升管理者责任义务,也能遏制盲目恶意圈钱势头,为股市平稳发展奠定基础。同时,大力发展企业债、可转债、私募债以及债务融资工具,加大中小企业发行集合债券的规模和企业数量,突破债务融资工具发行对象仅限于机构投资者的限制,向个人投资者敞开大门,提高社会资金配置效率。

### 废除申购双轨制 采取网上询价申购

实施网上网下权责不对等的询价申购双轨制,缺少对抬高价格者实施强制性全额认购条款约束是导致“三高”问题的关键。注册制更不等于漫天要价。为此,完全取消新股发行网下询价环节,全部上网集合竞价发行。为

防止虚假报价、放弃全额或部分申购,申购竞价者必须全额缴付申购资金。集合竞价参照依据主要包括:全球主要股市同行业上市公司前三年和当年平均市盈率、深沪两市同业前三年和当年平均市盈率以及我国全部上市公司当前平均市盈率;发行人和承销商共同协商的发行价格所对应的市盈率;主承销商投资价值研究报告等。并于早于上网竞价前20个工作日予以披露。集合竞价发行的股票实现同步上市。

### 激励上市公司分红常态化

上市公司是否分红是股东的权利。但是,分红最能充分体现上市公司经营稳健、实现利润、现金充裕的能力,更是股票市场具备吸引投资者参与长期投资的价值反映和信誉保证。因此,激励上市公司建立常态化分红制度极为重要。首先,将上市公司控股股东法定代表人、上市公司高管的薪酬管理同步纳入到证监会和交易所监管之下,建立公司分红与控股股东和上市公司高管薪酬挂钩机制。连续两年不分红者,扣除非高管人员一个年度奖金;连续三年不分红,扣除两个年度奖金;连续四年不分红,扣除三个年度奖金,以此类推。扣缴资金纳入网下询价环节,全部上网集合竞价发行。为

## 明确阳光私募法律地位

□天相投顾 陈啸林

如果将2003年定义为阳光私募元年,那么今年恰好是该行业发展的第十个年头。十年,对于公募基金而言,是数百万亿到两万亿的迅速崛起;而对于整个阳光私募行业来说,依然是在夹缝中求生存。我们认为,应将阳光私募监管纳入基金法,给私募基金一个明确的法律地位,同时应突破私募发行制度的限制,实现投资方式的多元化。

### 阳光私募面临的困境

第一,产品发行成本过高。借道信托发行产品,是当前我国阳光私募在法律体制内存在的主要途径。然而,中国证券登记结算有限公司自2009年7月暂停开设信托证券交易账户后,信托公司手中的存量账户越来越少,直接导致发行产品的成本不断上升。更有信托公司对产品募集规模的下限都做了严格要求,这对于私募基金公司尤其是新入场的私募从业者造成巨大的生存压力。

第二,投资方式单一。在投资方式上,本应灵活多变的阳光私募显得捉襟见肘。与市场中其他资产管理型产品相比,由于受到信托制度的限制,大多数阳光私募目前仅能够在一、二级市场上实行买入持有的单一做多策略,并通过选股和仓位变动以达到风险控制的目标,而在市场低迷的环境中想要获取高收益十分困难。

与此同时,许多私募基金公司已经意识到使用衍生工具的重要性,他们采取有限合伙的方式开始进入衍生品市场,但由于税收成本的因素,盈利的空间也十分有限。在股指期货推出的两年时间里,个人、基金与证券公司都可以参与,证监会直到2011年6月才正式出台《信托公司参与股指期货交易业务指引》,规定集合信托阳光私募普遍采用的模式只能进行套保和套利的股指期货交易,并且要求持有的卖出和买入股指期货头寸分别不得超过所持有权益资产的20%和10%,远不能达到100%套期保值的目的。

第三,渠道的利益盘剥。阳光私募在报酬的提取上与公募基金收取固定管理费的方式不同,通常采用“管理费+累进的超额业绩报酬”提取机制,更看重业绩的促成。但由于市场的持续下跌,阳光私募在投资品种和投资方式上又受到种种限制,私募基金的收益情况也不尽如人意,导致其在超额业绩报酬方面基本无法获得收入,因而近两年私募基金的收入主要来源于管理费。

第四,没有“名分”的证券从业者。于我国证券投资基金的最高法律《证券投资基金法》一直以来没有给予私募基金一个合法的“名分”,大量的私募基金及其管理人长期处于法律的灰色地带,在不能得到法律约束的同时,应有的权益也就不能得到有效保护。

另一方面,同样是投资者于证券市场的我国各大资产管理行业,却分属不同的监管机构,监管主体属性的差异也常常导致行业发展不均、政策步调不一的混乱状态。例如,为集合资产管理业务,券商集合理财和阳光私募在产品特征、投资方式以及运作模式上具有许多相同之处,但先后出台的《证券公司客户资产管理业务试行办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》分属中国证监会和中国银监会,两个监管主体在产品投资者人数限制、投资范围和运营管理上的要求也大相径庭。基于阳光私募的行业属性和投资特点,更适宜于将证监会作为主要监管机构,并根据私募基金的自身特点与其他监管主体开展监管合作。

### 给予私募“阳光地位”

笔者认为,要改变阳光私募的现实困境,应做到以下几点。

#### 第一,将阳光私募纳入基金法监管范畴。

在我国,阳光私募产品大多是通过信托公司来发行的,而信托公司又属于银监会监管范畴。银监会在监管过程中,由于职能属性不同,许多“坏适应症”也就自然出现了。作为银行业的监管主体,银监会长期以来主要从事金融体系风险监控,并协助央行维护我国货币体系的稳定。多年来,作为证券行业的投资主体和绝对回报的天然属性,阳光私募更需要与证券市场共同创新和进步,然而受制于缺乏法律法规的正确引导,阳光私募在投资领域往往滞后于其他投资主体,长期游离于证券市场的灰色地带。

在不少证券人士看来,目前运行的《基金法》,仅仅是一部《公募基金法》,而包括阳光私募、私募股权基金等,都没有纳入到这一监管体系中。但随着私募股权基金和私募证券基金的“快速增长”,《基金法》的修正也就顺理成章。纳入《基金法》对于阳光私募而言,最重要的意义在于给私募提供一个明确的法律地位,让市场和投资者都相信私募产品是能够稳定运营的,这一点对于行业能否健康成长意义重大;其次就是要有一套稳定的规则来引导私募行业,让私募管理人在做投资决策时,明确可以涉足的投资范围。这两点对阳光私募的发展来说较为关键,因为私募的特征就是在既定的规则下,全力以赴地去捕捉投资机会,给客户带来既定风险下较为满意的回报。没有一个稳定的规则,会导致私募投资出现短期化的倾向,使得私募行业渐趋浮躁,既会增加市场的波动性,对整个私募行业也极其不利。

第二,突破发行制度限制。从发行制度方面来看,越来越稀缺的信托账户已极大地影响了新产品的发行,而高昂的账户费用和信托渠道费用更是成为私募行业前进道路上的“拦路虎”。在纳入《基金法》监管范围的同时,阳光私募也希望拥有像公募基金、券商资管一样的产品发行机制,即单独向监管部门申报产品,在获批时开设产品独立的证券交易账户,并将基金资产托管到银行。这样的一种改变对商业银行来说也是好消息,因为银行已拥有托管公募基金的完整模式,在此基础上既不需要增加更多的托管成本又便于共同监督。从产品设计方面,私募基金公司和投资者可以直接签订契约,并在契约中清晰界定产品的投资范围,包括股指期货以及未来可能出现的新型衍生产品。更重要的是,当投资者能够直接与私募基金公司建立契约关系后,投资者的知情权也就更为广泛,同时更直接地对私募基金的投资运作形成监督和约束。

第三,实现投资方式多元化。由于我国证券市场还处于发展的初级阶段,做空、对冲、套利等投资策略的使用还在一定限制,市场中金融产品的运作模式仍较为单一,阳光私募实际上发挥的依然是公募基金的主要功能。然而,为了更好地实现阳光私募对资本市场的补充作用,新《基金法》中逐步放开对阳光私募的投资限制,改善当前仅能单边做多的投资模式十分必要。具体到扩充投资范围上,除了现有的的一、二级市场外,还应将股指期货、商品期货、融资融券、定向增发等全市场投资标的纳入到日常投资工具的范畴,另外可适当允许阳光私募进行股权投资、股权并购、大宗商品、艺术品等另类投资方式。随着我国证券市场的多元化发展,未来将会不断产生更为丰富的投资品种,相关政策应当引导阳光私募积极地参与进去,使之成为金融创新的试验石和突破口。