

联手各地证监局交流上市公司监管经验 举办“手拉手”征文活动

深交所：共同建设规范的多层次资本市场

□本报记者 张莉

2011年以来，在证监会的支持下，在各地证监局的积极参与下，深交所成功举办了两期“手拉手”征文活动。征文活动面向各地证监局的一线监管人员，以推动中小企业规范发展、提升资本市场服务实体经济能力为主题，以监管实践案例为主要内容，反映了一线监管人员实际工作中的感悟和思考。两期征文活动共收到参选作品365篇，36家证监局共444名一线监管人员参与征文，分别评出一等奖14篇、二等奖36篇以及西部专项优秀奖6篇。

近年来，上市公司监管的复杂性、艰巨性日益显现，新情况、新问题不断增多。从深交所的上市公司群体看，规模小、上市时间短、民营企业比重高、行业和经营模式新等特点较突出，深交所中小板公司

701家，平均股本约3.4亿；创业板355家，平均股本约1.7亿。民营企业占中小板上市公司的比重约80%，创业板达到94%。这些企业进入资本市场之后，亟需树立规范运作、为公众投资者负责的理念。上市公司的这些特点对监管工作提出了新的挑战，需要各方面集思广益，共同探索。

总体上看，征文活动有三个特点：一是重视监管经验的总结。我国资本市场是在经济发展相对落后、改革和转轨任务十分繁重、市场经济体制尚不健全的历史背景下开始起步的，遇到的问题常常是处在整个国家改革开放前沿的问题，无法照搬教科书上的做法和境外市场的经验。多年来，各地证监局根据我国资本市场发展的实际环境，在增强上市公司独立性、完善公司治理结构、信息披露规范、内幕交易防控、股权激

励和并购重组监管等方面都形成了不少行之有效的做法，体现了监管队伍高度的责任感、勤于思考的精神和不断探索的勇气。这些经验在征文中得到了有效的反映，它们的总结和推广有利于提高监管人员的素质和技能，提升上市公司监管的整体效率和水平。

二是重视监管工作遇到的新情况、新问题。例如，创业板启动以后，上市的轻资产公司越来越多。上市公司相关主体的违规手段更加复杂和隐蔽，如通过关联交易非关联化转移上市公司利益、利用经销商粉饰财务报表、运用公允价值计量模式调节利润等。上市公司控股股东、实际控制人诚信意识不足，不履行或不完全履行对上市公司承诺的情况时常出现。内幕交易特别是并购重组过程中的内幕交易问题呈现多发易发、

复杂多元等特征。征文活动体现了一线监管人员对新情况、新问题的高度敏感性，不少征文就如何应对这些问题做了及时的总结并提出新的建议。

三是重视监管经验的交流和运用。征文活动结束后，深交所组织召开了专题座谈会，证监会、深交所的相关领导以及征文参与者参加了会议，共同对征文总结的经验和涉及的问题进行探讨。深交所还将优秀征文编辑成册，以便证券监管系统的监管人员参考和借鉴。

深交所有关负责人表示，两期征文活动在各方面的支持下达到了预期目的，今后将进一步丰富拓展征文活动的对象、内容和形式，打造更好的研究和交流平台，共同建设一个规范、健康、充满活力的多层次资本市场。（以下**为五篇征文的摘要**）

创业板“轻资产”公司亟需“差异化”监管

□浙江证监局 胡媛赟 孔伟

创业板推出以来，我国资本市场多年遭受的新兴行业上市资源严重流失之痛有所改观，越来越多的创新型“轻资产”企业在创业板发行上市。报告以浙江辖区创业板上市公司为例，总结轻资产公司区别于传统上市公司的特征，剖析轻资产公司监管难点，探讨创业板轻资产公司差异化监管的思路。

一、轻资产上市公司的特征

以浙江辖区创业板轻资产公司为样本，“轻资产”公司具有四大特征，一是核心资产表外性，轻资产公司的核心价值往往主要体现在财务报表之外的、无法用会计标准去计量的资产，诸如人力资源、研发创新能力等；二是资产结构轻型

化；三是规模扩张的驱动性，一些轻资产公司处于某一专业领域的细分市场，业务发展面临“天花板”，迫切希望通过并购重组进入相关领域或异地复制来解决面临的发展困境；四是人员高度依赖性，轻资产公司生存发展的根基和持续发展的原始动力主要依靠企业创始人及核心团队人员。

二、轻资产上市公司的监管难点

与传统公司相比，轻资产公司的监管面临着四大难点问题，一是表外资产信息披露的规范问题，目前表外资产的信息披露规则尚无章可循，上市公司对表外资产的披露受成本效益原则的制约，同时前瞻性信息也可能被竞争对手利用而导致对上市公司不利，因此部分公司对于表外资产的披露缺乏主动性和

自觉性；二是非实物性募投项目的监管问题，与传统企业不同，轻资产公司的募投项目并非简单的购置土地、房屋或其他有形商品，导致轻资产公司的募集资金使用过程主要体现为劳务工资、研发费用等非实物支出，资金监管存在一定的难度，效益难以计量。三是企业规模扩张的风险问题；四是核心人员的稳定和披露问题。

三、创业板轻资产上市公司差异化监管建议

针对轻资产上市公司的特殊性和在创业板的广泛覆盖面，报告建议在创业板中率先试点轻资产公司的“差异化监管”措施，一是强化非财务信息的信息披露监管，制定非财务信息披露规范，对轻资产公司表外资产等影响公司核心竞争力的

非财务信息进行概括性界定和分类，明确最低披露要求，并建立相应的信息披露评价机制，通过评价机制来引导上市公司积极披露非财务信息；二是强化非实物性募投项目的过程监管，重点放在募集资金使用决策程序、用途合规性等方面，并充分发挥存管银行、保荐机构等市场各方主体的监督作用，同时加大违规处罚力度，提高违规成本；三是强化多层次资本市场对轻资产创新企业的支持服务，优化发行标准，支持创新型轻资产公司上市融资，并适当提高发行上市审核的灵活性；四是强化核心人员的激励和监管，通过更灵活的股权激励制度安排，为轻资产公司留住核心人才提供制度保障，同时强化核心人员管理、变动的信息披露，充分释放人员变动带来的风险。

广东辖区上市公司股权激励调研报告

□广东证监局 蔡慧

《上市公司股权激励管理办法（试行）》自2006年1月颁布实施以来，历经近6年的实践，报告对广东辖区上市公司股权激励计划推出、撤销、实施、行权等情况作了实证研究，认真分析了股权激励实践中存在的问题，提出了完善股权激励制度的建议。

一、广东辖区上市公司实施股权激励计划的特点

广东辖区上市公司实施股权激励计划主要有四个特点，一是股权激励方式多样化，但以股票期权方式为主流；二是实施股权激励的公司行业分布较集中，

大多属于市场充分竞争行业或成长大型行业；三是实施股权激励以民营控股公司为主，国有控股公司的积极性不高；四是股权激励计划实施对上市公司业绩的正向激励作用较为明显。

二、上市公司实施股权激励计划存在的问题

一是上市公司股权激励计划与其他相关制度有待衔接，主要是股权激励对象、股权激励计划与资本运营、行权价格确定、预留期权比例、集中行权以及国有控股公司实施股权激励等方面还受到相关限制；二是《股权激励办法》对上市公司的约束机制不够健全，主要表现为行权条

件中业绩指标过于简单、激励对象违规责任追究机制有待完善、中介机构责任不够明确、信息披露标准有待进一步完善等；三是股权激励相关会计处理存在的问题，主要是权益工具公允价值估计缺乏明确指引、期权费用分摊、激励对象无法行权时公司已确认期权费用的会计处理问题等；四是股权激励实施税收方面存在的问题。主要是纳税义务时点较早、税负成本较重、激励费用能否税前扣除的问题等。

三、关于完善股权激励相关制度的建议

报告提出了完善股权激励制度的六项建议，一是按照“放松管制、加强监管”的思路改进股权激励监管方式，加强中

介机构的审核和督导责任；制定《股权激励信息披露准则》，规定上市公司股权激励计划的具体内容和信息披露要求，指导上市公司和中介机构合理制定并充分披露股权激励计划；二是进一步完善股权激励对象相关规定，考虑将境外自然人纳入股权激励对象范围；三是丰富行权方式、降低行权成本，并强化对股权激励对象的约束机制；四是以授予日市价为基础确定行权价格，并适当提高预留期权的比例；五是提高行权条件或解锁条件考核指标，进一步规范股权激励会计处理问题；六是协调税务部门降低上市公司实施股权激励计划的税负成本。

信息披露差异化调研报告

□江苏证监局 吴姬君

报告以江苏辖区沪深两市上市公司和处于持续督导期的保荐机构为调研对象，采用问卷调查、与辖区上市公司高管座谈、与监管机构负责人访谈等方式，对上市公司高管及保荐机构等信息披露差异化的意愿、影响因素、关注要点等做出了研究，以期对信息披露差异化的现状和未来发展方向进行分析，确立其目标和原则，并提出切实可行的政策建议。

一、A股市场信息披露存在的问题

目前，国内上市公司信息披露制度框架已经构建，但与国际发达资本市场相

比，A股市场在披露制度、内容、方式等方面还存在提升空间。经分析比较，A股市场信息披露存在着以下问题，一是内容上偏向于满足监管层的最低要求，更类似于监管报告；二是个体差异等特征性信息不充分，存在“千司一面”的现象，信息披露雷同，样板化格式化现象严重；三是行业间、板块间差异虽有一定突破，但范围尚比较有限；四是披露形式刻板，渠道单一，生动性不足；五是基于历史的报告性信息居多，基于未来的预测性信息较少。

二、信息披露差异化实证分析结论

报告采用问卷调查的方法，向保荐机构及江苏辖区沪深两市上市公司发出问

卷共309份，并得出如下研究结论，一是上市公司和保荐机构均对信息披露差异化谨慎乐观，认同行业差异为主、板块差异为辅的披露方式，并认为上市公司应更注重披露反映公司持续发展能力的信息，改进现有披露渠道与方式；二是上市公司和保荐机构都认为目前时机已成熟，保荐机构认为自身有能力保障信息披露差异化的实施；三是信息披露差异化的目标在于提升信息披露的有效性，使得各利益相关群体用尽量少的成本获取尽量多的效用，实现资源的有效配置，以体现证券市场的公平与效率；四是差异化原则是遵循成本收益原则，更突出主动性、灵活性、有效

性、适度性与匹配性。

三、政策建议

报告提出了以下几个方面的政策建议，一是去繁就简，提高信息披露的有效性；有的放矢，提高信息披露的针对性；加强保障，完善相关配套机制建设，建立信息披露差异化的指引；探索信息披露差异化的保险机制，净化媒体舆论环境等。二是健全与优化公司治理，完善内控和公司治理等方面的机制，配备相应的人力资源，明确目标受众定位。三是关于保荐机构尽职与明责，建议健全中介机构的核查制度，限制劣质保荐机构的从业范围，扶持优质保荐机构。

■ 上交所投资者教育专栏

债券投资基础知识之投资篇

知悉债券投资方法与风险防范

一、可供参考的债券投资原则有哪些？

1.风险与收益组合原则。在任何投资中，风险和收益一直并存，债券收益高，所承担的风险大，债券收益低，承担的风险较小。若要平衡风险和收益的矛盾，可进行投资组合管理，争取在收益固定的情况下承担最小的风险，或者在风险一定时获得最大收益。

2.分散投资原则。在市场环境相同时，不同的债券品种、不同期限的债券价格变动情况可能不尽相同，其带来的损失或收益也不同，个人投资者可以投资于不同类型和期限的债券，构建债券投资组合，分散投资风险。“不要把鸡蛋放在同一个篮子里”形象的描述了分散投资的基本原理。

3.剩余资金投资原则。债券投资的风险虽然小于股票投资，但也存在投资风险。个人投资者在投资前要把资金合理分配，留下足够的必备资金，在充分估计风险承受能力的基础上决定将多

少比例的剩余资金用于债券投资。

二、债券投资的成本包括哪些？

债券投资的成本主要包括以下三部分：

1.购买成本。购买成本就是投资者

购买债券要付出的本金，在金额上等于购买债券的数量与债券价格的乘积。

2.交易成本。交易成本指债券在交易过程中需要付出的成本，比如投资者

向证券公司交付的佣金等。

3.税收成本。除国债、地方政府债以外，

个人投资者投资其它债券时，利息收入需要缴纳20%的个人所得税。

三、如何降低债券投资的税收成本？

1.多投资品种的选择。个人投资者可通过多投资于免税的债券品种来降低税收成本，目前，我国的国债和地方政府债券的利息收入免交个人所得税。

2.债券交易时间点的选择。根据《国家税务总局关于加强企业债券利息个人所得税代扣代缴工作的通知》(国税函[2003]612号)，个人投资者投资企业债券的利息

收入需在利息支付日缴纳20%的个人所得税。由此得知，债券利息的个人所得税是在付息日缴纳，因此理论上个人投资者可根据自身情况在付息日前将债券卖出，以合理降低债券投资的税收成本。

四、个人投资者进行债券投资可能面临哪些风险？

任何投资都存在风险，债券投资也不例外。因此，投资者在投资前应当全面了解债券投资可能存在的风险，并对自身的风险承受能力有所认知。债券投资存在的风险包括但不限于：

1.利率风险。通常，当利率上升或下跌，债券的价格会下跌或上涨。因此，对打算持有债券直至到期的投资者来说，应当关注利率的变化。

2.赎回风险。如果债券发行时定有发行人可以在到期前提前赎回债券的条款，那么当出现该条款约定的情形时，投资者可能面临所持有的债券被提前赎回的风险。

3.信用风险。债券体现债券发行人与

投资者间的债权债务关系。一旦发行人不能在期限届满时按约定条件偿还本金并向投资者支付利息，那么，投资者可能面临发行人无力偿还本息信用风险。

4.流动性风险。如果债券具有较好的流动性，那么意味着投资者在急需资金时可以在市场上随时卖出债券，收回现金，否则，投资者将面临着在短期内无法以合理的价格卖掉债券，从而遭受损失或者丧失交易机会的风险。

五、如何平衡债券投资收益与风险的关系？

不同的债券品种、债券期限，其风险和收益都存在差异。就债券品种而言，国债风险最小，企业债、公司债风险相对较大，但收益较高。从债券期限来讲，债券期限越长、利率越高，风险越大；期限越短、利率越低，风险越小。因此，个人投资者可根据自身风险承受能力、资金实力和投资目的合理安排债券品种、期限等投资结构来平衡债券投资收益与风险的关系，尽力保护本金不受

损失，争取最大收益。

六、如何防范债券利率风险？

一般而言，在加息周期中，债券价格会下跌，相反债券价格会上涨。个人投资者在投资债券时，可对市场利率变化进行判断。如果预期市场利率将上升，则可卖出手中的债券，待利率上升再买入债券，这样投资债券的实际收益率可能会高于票面利率；如果市场利率下跌，可以选择持有债券到期，获取较高的票面利息。

七、如何防范债券信用风险？

为防范债券信用风险，个人投资者可选择高等级债券进行投资，进而保证资金的安全性。个人投资者进行债券投资时，可关注以下两方面：

1.阅读债券募集说明书。债券募集说明书主要明确了债券发行人和债权人的权利和义务、发债资金用途、债券偿还的优先顺序、担保条款等方面的内容，对投资者的保护条款越周全，信用风险越小。

经销商模式

对上市公司监管带来的挑战

□福建证监局 洪洪灵

鉴于上市公司通过经销商模式操纵业绩、平滑利润存在较大的操作空间，报告结合上市公司日常监管中发现的情况，对上市公司可能利用经销商模式调节报表的几种情况进行分析，并就如何加强经销商模式的监管提出几点思考。

一、经销商模式定义

经销商模式是指生产企业与特定的单位或个人签订经销合同，授予其经销资格并在一定时间和范围内通过其营销网络，将产品销售给下级经销商或终端消费者的经营方式。

二、利用经销商模式粉饰报表的情况分析

从日常监管发现，利用经销商模式粉饰报告主要有以下几种情况，一是通过提供财务支持调节销售收入规模，除了提供更为宽松的信用额度、给予更大比例的销售返点等常规方式外，实务中还出现部分上市公司为经销商直接提供财务资助的新情况；二是通过提前发货或超额发货虚增利润，上市公司通过提供更宽松的信用政策或是摊派更大的发货量等

手段，促使经销商提前从上市公司购入近期无法销售或短期内并不需要的商品，从而实现特定会计年度销售规模的大幅提升，达到美化财务业绩的目的；三是通过关联经销商非关联化制造虚假销售，以表面上的非关联化为上市公司进行隐秘关联交易或借非关联化输送利益提供了机会；四是利用经销类型转变调整收入确认时点、收入确认规模来调节利润。

三、完善经销商模式上市公司监管的思考

报告提出了以下几个方面的建议，一是完善收入确认有关的会计规范，结合行业状况、经营模式等情况，对会计准则中收入确认的条件进行修订或完善，或针对特别业务或特殊行业制订收入确认补充应用指南，提高收入确认准则的针对性和可操作性；二是强化上市公司年审机构的监管，发挥注册会计师经济警察作用；三是完善信息披露规范，强化上市公司及相关责任人在信息披露中的法律责任；四是加强对上市公司上下游供应及销售链的延伸检查，及时发现、化解潜在的风险隐患，提高监管的有效性。

借鉴香港经验

改进上市公司治理监管

□广东证监局 陈粤 温科银 余江炫

广东证监局联合广东上市公司协会组成课题组对香港上市公司的公司治理（香港称为企业管治）情况进行调研，走访了香港证监会、香港交易所等机构以及在港交所上市的部分中资企业，就香港上市公司企业管治的理念、法律框架、监管体系以及上市公司企业管治特点等方面情况进行了调研，对改进内地上市公司治理监管进行了深入分析，提出了相关监管建议。

一、香港上市公司企业管治法律框架及监管体系

香港上市公司企业管治的法律框架主要分为两个层次，一是法律，主要为《公司条例》；二是自律规则，主要为香港交易所《上市规则》及作为其附录的《企业管治守则》，其中《企业管治守则》规定良好企业管治的原则及分两层次的有关建议，即守则条文及建议最佳常规。

《企业管治守则》由香港交易所于2004年11月发布，2005年1月实施，并于2011年12月发布修订稿，2012年4月实施。《企业管治守则》中守则条文及建议最佳常规均为非强制性规则，上市公司须在中期报告及年报中说明其于会计期间有否遵守守则条文。守则条文以“不遵守就解释”为原则，上市公司可以选择遵守，也可以选择偏离守则条文，但如有任何偏离守则条文的行为，须在年报及中期报告中提供经过审慎考虑的理由。建议最佳常规为指引性规则，即香港交易所鼓励上市公司说明有否遵守建议最佳常规。守则条文与建议最佳常规互相衔接，在市场环境及上市公司条件基本具备的情况下，部分建议最佳常规可能会上升为守则条文。

香港交易所通过《上市规则》相关条文、《企业管治守则》守则条文及建议最佳常规，构建了既有较高企业管治标准，又不失灵活性的监管制度框架。

二、香港上市公司企业管治的主要特点

一是以信息披露为核心，守则条文遵循“不遵守就解释”为原则，即上市公司可以根据自身实际偏离守则条文，但必须向股东交代如何以严格遵守有关守则条文以外的方法达到良好企业管治，监管部门以事后的信息审阅为主要监管手段，同时还要求发行人发布《企业管治报告》，刊载其年报所涵盖会计期间的企业管治信息，提供企业管治信息披露透明度高。二是以市场化为前提，《企业管治守则》为非强制性规则，鼓励市场突破创新；三是以专业化为基础，推动董事会秘书、董事及独立非执行董事的专业化水准；四是以规范公司董事会运作为主轴，侧重于管理效率；五是以严格问责为保障，不仅强调董事职责，还可以要求相关人员出席股东大会并接受质询，责任追究体系严谨周密。

三、对完善内地上市公司治理的相关启示

根据香港上市公司企业管治的经验，报告对完善内地上市公司治理提出了相关建议：一是坚持市场化监管理念，推行公司治理规则制定及修订的市场化、董事会秘书的专业化以及市场化的自律管理和评价机制。二是以提高治理透明度为主要监管目标，减少强制性要求促使公司据实披露，完善公司治理报告披露格式，增加公司治理披露的有效性和途径的多样性。三是完善相关法规。建立无缝对接的公司治理规则，强化董事职责，完善董事会的相关制度。四是完善外部约束。