

深圳证券交易所第五届“手拉手”征文一等奖作品摘编

编者按:深交所举办的第五期“手拉手”征文评选结果日前揭晓。本次征文活动共收到全国36家证监局公司监管部门近300名一线监管人员的参选作品180篇,评选出一等奖9篇,二等奖20篇,三等奖67篇。上市公司监管是一个系统工程,交易所主要负责信息披露非现场审查,证监局主要发挥现场核查优势,各自在“三点一线”监管协作体系中担负着不同职责。深交所发展多层次资本市场,上市公司在所有制类型、规模、行业、业务模式等方面呈现多样化特征,经济运行波动、行业政策调整等宏观、微观变化,都会在上市公司层面得到反映、体现,新情况、新业务、新问题不断涌现,需要强化信息披露,提高监管敏感性,不断将监管探索经验固化为监管机制和方法。深交所历来高度重视监管协作,2011年开始,深交所与各地证监局共同举办了五期“手拉手”征文活动,坚持问题导向,紧扣监管主题,加强沟通联系,发掘总结一线监管经验,提升一线监管水平。征文凝聚全证券监管系统智慧,反映了公司监管一线的最新探索,得到了监管层和市场的充分肯定。现将本期一等奖9篇作品内容进行摘编,以飨读者。

创业板再融资制度的反思

□安徽证监局 刘宝贵 张松 戴见

再融资办法的推出可以引导创业板公司形成合理的融资预期。本文通过研究再融资办法实施情况,查找问题,剖析原因,提出相应建议。

一、创业板再融资实施总体情况

一是促进实体经济的发展。通过实施再融资,对于优化资本结构,强化主营业务,转变增长方式起到了巨大推动作用。二是再融资家数占比虽对持续融资的需求迫切,但由于各种原因并未实施。三是定向增发广受欢迎。截至2015年9月底,154家公司选择了非公开发行方式(其中小股东增13家),仅3家公司选择可转债及配股方式。

二、再融资制度实施中存在的主要问题及原因

通过对部分公司及财务顾问现场访谈、电话及邮件回访,梳理总结出两大类共性问题:

(一)小额快速定增机制市场认可度不高。小额定增机制执行过程中并未受到公司青睐,究其原因,存在以下几点:

一是融资规模偏小。办法规定小额定增机制融资规模不超过人民币5000万元且不超过最近一年末净资产10%;二是申报材料繁琐,需提供法律工作报告及前次募集资金使用报告。三是审核标准较为严格。小额定增机制申请条件需满足2年盈利、会计基础工作规范、按照章程分红以及前次募集资金使用符合规定等条件。四是审核周期较长,办法规定小额定增适用十五个工作日审结的简易程序,但实际远未达到这一时限要求。

(二)部分条款及审核理念偏离初衷

具体原因有以下几个方面:
一是发行对象限制增加了发行难度。二是

“窗口指导”影响审核效率。募集资金用于补充流动资金和偿还银行借款,但相应比例及审核标准仍采“窗口指导”。三是募投项目强制挂钩不符合市场化原则。目前对于非公开发行采取询价方式的审核仍需编制募投项目。此外,对于非公开发行股份价格确定方式锁定12个月和36个月的锁定期满后并无转售比例限制。

三、后续改进建议

建议在当前注册制改革过渡期,从以下几个方面进一步完善创业板公司再融资制度:

(一)设置差异化融资标准,激发小额定增市场活力

一是设置差异化融资规模。将小额定增融资规模修改为:最近一年末净资产不超过10亿元的,融资规模不得超过5000万元且不超过最近一年末净资产10%;最近一年末净资产超过10亿元的,融资规模不得超过1亿元。二是降低融资门槛。建议弱化业绩、分红等财务指标审核,尤其是对高科技、互联网等高成长性企业,无需律师事务所发表专业意见。三是完善配售方式。建议小额定增发行新股引入配售机制。

(二)放宽认购对象限制,提高新股认购速度

建议将非公开发行股份发行对象限定为不超过10名。

(三)明确股份转售要求,降低集中减持的市场影响

建议增设锁定期满转售比例限制。

(四)引入分道制理念,不断提升审核效率

(五)弱化募投项目审核要求,提高募集资金使用效益

建议弱化前期募投项目审核要求。同时,借鉴“储架发行”制度,允许公司结合募投项目进度分次发行。

基于杠杆风险带来投资者非理性行为的市场监管思考

□江西证监局 黄歆璐

我国资本市场杠杆交易在场内表现为券商融资,在场外则主要是股票配资。前期股市异常波动后,“去杠杆化”已经被提上讨论的平台。金融的特点就是杠杆因素,应该是如何保持一个合理杠杆水平并以何种方式稳定这一水平且不对市场和经济产生重大影响是本文讨论的重点。

一、以美国、台湾市场监管经验为鉴

美国1929年、以及台湾1986—1990年两轮牛市,共同特点在于监管宽松,导致场外杠杆规模庞大。美国从1929年规范投资杠杆之后,投资杠杆率持续下降,近30年左右杠杆率最高点仅为2000年的2.5%;而台湾1990年前后的杠杆率为场外,按场内规模计算近二十年的杠杆率最高峰为1998年的6%;日本的投资杠杆率也同样是长期处于1%以下。

二、基于投资者行为模式的杠杆实验分析

通过融资杠杆模拟系统,考察不同融资杠杆对市场流动性和市场波动风险的冲击。实验结果如下:

浅议C公司停牌与相关信息披露的得失

□宁夏证监局 陈玲

在中概股回归A股的风潮中,C公司与其控股股东CB正在推进的重大事项是典型案例。本文旨在通过分析C公司停牌与信息披露行为,探讨得失,提出监管建议。

一、美国中概股回归的热与闹

(一)回归热潮的原因

中概股部分公司的价值被低估;美股监管严厉,上市公司的维持成本较高,且再融资难度往往较大,A股市场不断进行政策改革,市场环境不断改善,互联网企业在A股市场的发展前景看好。

(二)回归A股之难

中概股回归之路充满坎坷。

一是程序复杂,导致时间长、变数多。中概股回归境内时则需要海外企业退市私有化,并拆除VIE架构,再重新登陆A股市场。二是SEC监管严格,面临秋后算账。SEC对上市公司信息披露真实性的要求严格,监管手段强硬,处罚金额

上市公司员工持股计划应用研究

□北京证监局 柳艺 蔡云红 文静 王霞 张烨 林雅婕

研究员工持股计划在境内的实施情况,调研我国现阶段存在的突出问题,并针对性地提出完善法规建设和监管要求等建议,对于推动员工持股计划在我国的广泛应用具有实践意义。

一、我国上市公司员工持股计划基本情况

(一)实施现状

证监会《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》(以下简称“指导意见”)出台的一年多以来,上市公司开展员工持股计划的积极性高涨。截至2015年10月底,全国已有395家上市公司披露了员工持股计划草案,占比约14%,参与人数合计达到20余万人,预计金额合计2000亿元余元,存续期主要集中于2年至3年(含)之间。从实施情况来看,呈现出以下3个特征:一是股票多来源于二级市场购买和非公开发行;二是委托管理方式是主流;三是资金多来源于外部融资。

(二)主要特点

1.监管约束相对较少,方案灵活实施便捷
2.与二级市场密切相关,具有显著投资性
3.中小板块表现活跃,民营企业是主力军
4.大股东参与度高,杠杆资金蕴藏风险

5.政策要求及实施效果不同,比股权激励更受企业青睐

二、现阶段上市公司员工持股计划主要问题

(一)法律体系层面

1.多头监管影响员工持股计划的筹划进度

2.现有制度实践指导性不足

一是未明确规定参与员工的范围界定。二是未明确规定个人权益的归属方式。三是未明确规定参与员工的持股方式。

(二)公司治理层面

一是大股东的利益捆绑。二是内部人管理存在缺陷。三是容易出现短期行为。

(三)税收财务层面

而我国目前没有针对员工持股计划的税收优惠、减免制度,《指导意见》中也未涉及相关的税收安排。目前,过高的税收负担降低了员工持股计划的吸引力,财务核算和税务处理方面皆没有明确的法律法规依据,上市公司在实践中存在诸多疑惑。

(四)合规管理层面

1.董监高是否适用减持比例限制

2.董监高是否适用短线交易限制

(五)信息披露层面

1.未明确是否需要停牌

2.时限要求实践性较差

3.风险揭示不充分

三、政策建议

(一)完善法律法规体系及配套政策

1.建立健全员工持股计划的顶层设计法律体系。

2.完善现有《指导意见》及配套规则。

一是明确参与员工的范围、持股方式和个人权益归属方式。二是明确参与董监高适用减持比例和短线交易的限制。三是延长员工持股计划相关的时限要求。

(二)充分发挥优化公司治理结构的作用

一是平衡上市公司大股东与员工的利益关系。二是优化员工持股计划的管理机制。三是促进长效激励机制的形成。

(三)明确会核算依据,制定税收优惠政策

一是明确各类员工持股计划的会计核算依据。

二是制定税收优惠政策,明确税收基点及时点。

(四)鼓励中介创新服务员工持股计划

1.以信息披露为中心,放松管制加强监管

2.强化信息披露要求

3.一是进一步完善《指导意见》。二是进一步细化重要事项的披露要求。

4.完善中小投资者的意愿表达机制

5.加大违规行为打击力度

一是加强内幕交易防控。二是关注方案制定和行权过程中可能出现的操纵市场行为。

4.完善员工持股计划中违规收益的追偿机制

公司债券违约处置的持有人利益保护与秩序重构——以“ST湘鄂债”首单公募债券本息违约为例

□北京证监局 柳艺 蔡云红 王霞 张烨

(三)受托管理人法规缺乏可操作性,多重角色竞合出现利益冲突

(四)股权债权存在利益冲突,行政监管左右为难

(五)债券契约条款约定不完善,持有人制约作用发挥不充分

(六)交易与停牌机制不完善,深刻影响股东与债券持有人权益

(七)资信评级显现机制缺陷,信用风险预警严重失效

(八)信息披露规则不完善,跨市场监管协调亟待破解

ST湘鄂债案例中,信息披露问题值得深入探讨。主要包括:一是如何保障发行人信息披露真实准确完整,保障债券持有人获取真实有效信息。二是信息披露跨市场问题。三是信息披露涉及多主体问题。四是债券信息披露专业性问题。

(九)其他相关问题

1.登记结算。主要涉及两个问题:一是派发指令必须由发行人作出的问题。二是违约债券终止登记、结算的问题。

2.税收。在违约情况下,税收的缴纳应如何进行才能保证公平需进一步研究。

四、相关政策建议

“ST湘鄂债”的违约暴露了我国债券市场的很多顽疾和风险隐患。我们应该从湘鄂债违约处置中吸取经验,坚持市场化和法制化原则,加强体制机制建设,进一步完善现有规则,有效应对信用风险事件,促进债券市场的健康发展。

(一)培育信用风险意识,回归监管本位
(二)完善配套法律体系,促进中介机构履责
1.立法层面明确受托管理人的法律地位。
2.完善配套受托管理人制度。

(三)建立配套的保障机制,改进债券人利益保护机制

1.建立跨市场监管体制。
2.完善信息披露制度。
3.完善相关交易机制。
4.着力改进评级机制。
5.完善司法程序有效衔接。
6.改进结算登记制度。

(四)完善诚信机制,促进债券市场健康发展

(五)完善债券合同及标准条款,充分发挥市场制约作用

以信息披露为中心的上市公司监管转型:进展与展望——基于2013—2015年信息披露监管执法数据分析

□辽宁证监局 胡可果

(一)信息披露监管执法现状

(二)信息披露监管执法存在的问题分析

1.从检查和处理结果对比来看,监管转型“革命尚未成功”。

2.从处罚措施惩戒效果来看,整体“隔靴搔痒”效果不佳。

3.从查处违法违规具体行为来看,“全面转型”任重道远。

4.从稽查执法下放效果来看,各辖区信息披露普遍“遇冷”。

5.从线索来源来看,交易所“唱主角”的现象亟待改变。

6.从监管协作来看,自律监管、日常监管与稽查执法尚未形成“一盘棋”局面。

(三)当前信息披露违法呈现的趋势与特征

此外,通过对查处的具体案情分析,可看出当前信息披露违法存在一些趋势和特征,应在下一步监管中予以关注。

1.子公司业已成为上市公司信息披露违法违规的“生力军”。

2.重大会计差错追溯调整成为揭露财务舞弊案的“纠察队”。

3.“美化现金流”成为财务虚假榜单上的“座上宾”。

4.非法市值管理与信息披露违法违规结下“伴生缘”。

三、“以信息披露为中心”监管转型:展望与建议

1.进一步完善信息披露监管执法体系。一是推进自律组织和日常监管形成信息透明、交叉印证的惩戒协同机制。二是形成分工明确、优势互补的分层立案体系。三是加大各类惩处措施的法律效力和震慑力。四是营造一个有利于立案和处罚的良好执法环境。

2.增强证券交易所在信息披露监管方面的独立性和自主权。

3.尽快完善信息披露违法线索发现、处理及评估机制。

4.进一步提升监管透明度,分阶段揭示违规风险。

5.在完善强制性信息披露体系基础上建立健全自愿性信息披露体系。

6.充分发挥信息中介、媒体和社会大众的信息披露作用。

7.加大信息披露“关键人”的责任追究和培训教育。一是责任追究要“擒贼先擒王”。二是培训工作应“好钢用在刀刃上”。

8.树立“上市公司监管以信息披露监管为中心,信息披露监管以投资者保护为中心”理念。

关于完善上市公司自愿性信息披露制度的思考——从J公司2014年报说起

市场占有率、GMV(网站成交金额)、活跃用户等10余个关键业绩指标,使投资者更好地了解其在线直销的实际经营情况和发展前景。

(三)风险因素分析。J公司在2014年报中用了长达45页的篇幅披露了包括战略、盈利、客服体验等在内的87项风险因素,并在年报其他项目中作了相关说明和风险提示。

二、我国自愿性信息披露现状及成因

(一)我国自愿性信息披露现状

1.自愿性信息披露意愿较低。