

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”征文评选活动日前揭晓。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检查优势,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小。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(其中小额定增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核的简易程序,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
具体原因有以下几点:
一是发行对象限制增加了发行难度。二是

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。前期股市异常波动中,“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年前后牛市的杠杆主要为场外,按场内规模计算近二十年的杠杆率最高峰为1998年的36%;日本的投资杠杆率也同样长期处于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,再重新登路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

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预草案,占比约14%,参与人数合计达到20余万人,预计金额合计2000余亿元,存续期主要集中在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.中小创板块表现活跃,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
一是未明确参与员工的范围界定。二是未明确员工个人权益的归属方式。三是未明确参与员工持股方式。

(二)公司治理层面
一是员工与大股东的利益捆绑。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

“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用“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闪电配售机制。

(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。

(一)1倍融资杠杆总体风险优于2倍融资杠杆。在市场处于急跌,对1倍融资杠杆导致的强行平仓人数出现迅速增加的情况,但是占总融资人数比例较低,未发生流动性风险,而2倍融资杠杆引起大面积强行平仓。
(二)市场少量高杠杆融资导致流动性踩踏,并波及正常的低杠杆融资投资者。模型设定市场中存在2%投资者采用3到8倍杠杆,分析发现少量高杠杆融资的存在也对泡沫形成和连续下跌起到放大作用。

(三)融资杠杆对市场泡沫的形成和破灭起推波助澜作用
(四)实验模型直接为杠杆融资监管工作带来的启示
1.为投资者实行差异化融资利率。2.严控两融标的、融资比例及股权质押比例。
三、分析如何平衡杠杆“助涨助跌”的力量
1.完善“做空”机制。2.修订高频交易制度。
3.丰富股票衍生品市场和场内指数投资工具。4、适度控制具有杠杆性质创新产品发行方式,加强创新产品的监管。

很高。三是A股壳资源条件不一,市场环境瞬息万变。中概股在A股上市时还能赶上好行情,谁也无法保证。

二、C公司事项的分析
通过对C公司涉及重大事项停牌与信息披露的策略进行比较,笔者认为:C公司先停牌,待2-3个月后才主动披露控股股东参与私有化信息,可同时披露重大事项条件不成熟后复牌。
(三)监管探索
一是建议交易所进一步明确停牌重大事项中实质性倾向的要件。
(二)推动上市公司主动披露可能对自身产生影响的控股股东、实际控制人或其他各方的重大信息。督促上市公司加强重大信息的分阶段披露。

(三)建议进一步明确内幕交易各阶段的责任,避免异化市场主体行为。
(四)专题研究中概股回归案例,形成相关监管指引或服务指引。

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方案体系。
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。三是促成长效激励机制的形成。
(三)明确会计核算依据,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,明确税收基数及时点。
(四)鼓励中介机构创新服务员工持股计划
(五)以信息披露为中心,放松管控加强监管
1.强化信息披露要求
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。
2.完善中小投资者的意愿表达机制
3.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

专题 Topics

□北京证监局 柳艺 蔡云红 王霞 张烨
一、我国债券市场违约概况
(一)债券市场发展迅猛,违约情况集中爆发
(二)债券违约逐步打破刚性兑付,市场化处置流程仍在探索
二、国际债券市场违约处置比较分析与借鉴
随着我国债券市场比较,境外市场在债券持有人保护机制、违约处置机制等方面更为成熟。
(一)国际债券市场违约相对频繁
(二)国外债券持有人保护机制比较完善
1.实施分类管理,匹配不同风险承受能力投资者。
2.信用评级机制专业,充分揭示发行人信用风险。
3.建立完备的受托法律制度,积极防范利益冲突。
4.强制信息披露,有效增强社会监督。
5.增信担保措施完善,提供多样偿债保障。
(三)境外债券违约处置市场化法制化成熟有效
三、公司债券违约处置涉及的典型问题探讨
(一)违约界定标准模糊,市场约束与行政监管有效衔接困难
(二)基础法律关系缺乏上位法支撑,权责不明引发受托人履职困境

(三)受托管理人法规缺乏可操作性,多重角色竟合出现利益冲突
(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固有顽疾和风险隐患。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,促进中介机构履职
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作用

□辽宁证监局 胡可果

近年来,上市公司监管正在积极推进以信息披露为中心的监管转型,尤其是今年以公司债为代表的再融资改革、并购重组市场化改革以及以“法网行动”为代表的执法行动充分展现了上市公司监管向信息披露为中心转型迈出坚实的步伐。本文对近三年全国上市公司信息披露监管执法现状和问题进行分析并提出一些具体建议。

一、“以信息披露为中心”的监管理念
(一)为什么是“以信息披露为中心”?
1.资本市场发展历程的必然要求。
2.资本市场的本质要求。
3.市场经济发展的内在要求。
(二)如何做到“以信息披露为中心”?
一方面,对上市公司与证券相关行为(包括并购重组、再融资、股权激励、现金分红以及公司治理等)监管均要做到以信息披露为中心。另一方面,就是要不断完善以投资者为导向信息披露规则体系并通过约束机制和激励机制共同作用促进其得以严格执行。
二、“以信息披露为中心”监管转型的进展——信息披露监管执法现状与问题

(一)含义与特征
网上舆情是指在一定的社会空间内,通过网络围绕社会事件的发生、发展和变化,民众对公共问题和社会管理者所表达的信念、态度、意见和情绪表现的总和。
(二)产生与发酵
网上舆情的产生与发酵有以下四个周期:
一是事件唤起暨舆情生成阶段。热点形成,往往源于某些事件或问题的发生。二是事件催化暨舆情高涨阶段。由于主观因素使热点受关注程度越来越高,影响越来越大。三是事件变化暨舆情波动阶段。在一定的时空条件下,会出现出波浪式的发展轨迹。四是事件平息暨舆情淡化阶段。热点持续一段时期后,逢新事件涌现并产生新的刺激或者热点关注事项平息。

(三)网上舆情对资本市场的影响
一是影响了传统的市场秩序。二是增加了公司的危机风险。三是对监管提出了更高要求。
二、资本市场上舆情现状与应对分析——以上市公司为例
以深交所1325家上市公司为样本,深入分析对网上舆情的认识态度和应对方法,并认真剖析存在的问题。
(一)上市公司网上舆情发生发展的特征
一是发生时段相对规律。上市准备期间,重大资本运作期间和定期报告发布期间。二是关注焦点比较明确。内幕交易、信息披露、产品质量和环境保护等问题。三是涉及行业呈多元。四是危机源头较为集中。高达78%的公司认为财经媒体报道的网络转载是最主要的危机来源。

(二)上市公司网上舆情应对实践及问题
一是舆情管理的意识不断增强,但缺乏体制机制的系统性安排。二是舆情监管和引导还不够深入,对新媒体的重视和利用不充分。三是同网上舆情媒介主动沟通的意愿不强、互动不够。四是舆情危机应对的方式方法有待提高,缺乏体系化的制度安排。
三、加强上市公司网上舆情监管的建议
非行政许可类重大资产重组为例,存在收购标的资产溢价高且盈利能力较低,业绩承诺与当前盈利能力背离,上市公司董事长亲属突击入股等疑点。据此,湖南局对上市公司及相关中介机构采取责令公开说明的行政监管措施。上述监管案例警示我们,现阶段非行政许可类重大资产重组过程中存在一系列亟待解决的问题:
1.上市公司方面存在的问题
首先,市值管理热潮余波未平。其次,信息披露质量难以保证。第三,利益输送可能性增大。
2.并购标的资产方面存在的问题
第一,权属不清、资产不实、经营资质瑕疵。第二,评估价值高企,盈利预测与历史经营业绩不匹配,业绩补偿承诺实现能力堪忧。

□湖南证监局 黄志慧 周超文

近年来,我国陆续出台了一系列政策法规文件推动并购重组的市场化改革,中国证监会主动放松行政管理,取消了上市公司除借壳上市以外的重大资产重组行政审批,支持并购重组创新发展。行政审批的取消,对监管机构做好事中、事后监管带来了新的问题和挑战。本文在分析非行政许可类重大资产重组的发展趋势和当前监管状况的基础上,对细化和完善重组过程监管提出政策建议。
一、非行政许可类重大资产重组监管面临的问题与挑战
随着上市公司非行政许可类重大资产重组的兴起,相关违法违规问题也逐渐显现出来。以湖南辖区某公司

(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,各辖区信披案件普遍“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)当前信息披露违法违规呈现的趋势与特征
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违规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。三是加大各类惩戒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.增强证券交易所的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违规线索发现、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监督作用。
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

□广东证监局 周志鹏

市场占有率、GMV(网站成交额)、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成果和发展前景。
(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。
2.自愿性信息披露质量较低。
3.自愿性信息披露形式随意。
(二)成因分析
1.资本市场有效性不足。当前我国资本市场散户化特征明显,公司高质量自愿性信息披露的效果难以得到体现。同时,我国股票发行仍为核准制,能够进入市场融资的公司数量有限、竞争激烈,公司通过自愿披露信息展示自身良好形象以降低融资成本的动机相对不足。

上市公司网上舆情应对研究——基于资本市场监管视角

公司为本

以深交所1325家上市公司为样本,深入分析对网上舆情的认识态度和应对方法,并认真剖析存在的问题。
(一)上市公司网上舆情发生发展的特征
一是发生时段相对规律。上市准备期间,重大资本运作期间和定期报告发布期间。二是关注焦点比较明确。内幕交易、信息披露、产品质量和环境保护等问题。三是涉及行业呈多元。四是危机源头较为集中。高达78%的公司认为财经媒体报道的网络转载是最主要的危机来源。
(二)上市公司网上舆情危机的关联因素
通过分析,我们发现:一是市值规模。随着市值的增加,发生舆情危机的概率也会相应加大。二是股价波动。调研显示,中短期内股价大幅波动的公司比较可能引起媒体和网络的关注。三是市盈率。负市盈率和高市盈率的上市公司舆情危机发生率最高。四是在所在地。近四分之一集中在北京、上海、广州、深圳四地。
(三)上市公司网上舆情应对实践及问题
一是舆情管理的意识不断增强,但缺乏体制机制的系统性安排。二是舆情监管和引导还不够深入,对新媒体的重视和利用不充分。三是同网上舆情媒介主动沟通的意愿不强、互动不够。四是舆情危机应对的方式方法有待提高,缺乏体系化的制度安排。
三、加强上市公司网上舆情监管的建议

结合各公司诉求,建议如下:
(一)进一步提升舆论引导能力
一是深入推进透明监管。二是进一步落实系统内单位的责任。三是充分发挥监管部门的信息优势,四是强化舆论引导能力建设。
(二)发挥舆情在监管中的作用
充分发挥网上舆情在日常监管和稽查执法中的作用。一是不断探索完善网上舆情监管介入机制。二是优化派出机构和交易所处理媒体质疑方面的分工协作机制。
(三)优化和完善信息披露体系
一是明确信息披露完整性要求的内涵,清晰界定外延和边界。二是探索推行自愿披露的政策导向,引导公司充分揭示经营计划与经营风险。三是研究探索适应自媒体的信息披露体系。
(四)规范和维护信息传播秩序
一是制订上市公司及高管人员使用网上平台传播信息的行为指引。二是强化对微博、微信等网上平台传播资本市场信息行为的监管。三是强化同有关部门的协作,建立并完善资本市场上信息传播的综合监管体系。
(五)加大对公司的服务和帮助
一是由交易所研究制定舆情管理的工作指引。二是通过专门培训、经验交流等方式,助推公司能力的提升。三是由交易所探索建立舆情监测系统,并向上市公司提供系统化服务。四是加强中小投资者教育。

3.中介机构执业方面存在的问题
一方面可能使中介机构降低执业标准;另一方面可能造成中介机构无原则屈从于客户。
4.监管机构方面存在的问题
一是监管机制和协作流程需修订完善。二是监管规则尚需进一步完善。三是监管风险激增,监管时间关口需要前移。
二、监管建议
1.探索非行政许可类重大资产重组分类监管
2.细化信息披露监管
3.强化中介机构执业过程监管
4.进一步完善信息披露机制
5.加强投资者合法权益保护

强化非行政许可类重大资产重组监管探讨

一方面可能使中介机构降低执业标准;另一方面可能造成中介机构无原则屈从于客户。
4.监管机构方面存在的问题
一是监管机制和协作流程需修订完善。二是监管规则尚需进一步完善。三是监管风险激增,监管时间关口需要前移。

二、监管建议
1.探索非行政许可类重大资产重组分类监管
2.细化信息披露监管
3.强化中介机构执业过程监管
4.进一步完善信息披露机制
5.加强投资者合法权益保护