

第四期“手拉手”征文活动一等奖作品选登

编者按

2015年4月8日下午,深交所举办第四期“手拉手”征文活动颁奖座谈会。“手拉手”征文活动自2011年至今已举办四期,是深交所面向中国证监会36家证监局一线监管人员的专项征文活动,旨在发掘优秀的一线监管经验并在证监会系统内进行分享与交流,密切交易所与证监局之间的联系,提升监管水平,一以贯之地做好监管服务。本次征文活动以“落实监管转型,建设多层次资本市场”为主题,共收到全国36家证监局的321名一线监管人员的参选作品194篇。

中国证监会庄心一副主席出席座谈会,对获奖者表示了祝贺,听取了一等奖作品汇报。庄心一副主席指出,深交所连续四年举办“手拉手”征文活动意义重大,是交易所和证监局间监管协作的重要方式。征文体现了一线监管人员的责任心、敏锐性,反映了监管工作者的所思所想所得。文章内容有理、有据、有意、有用,是从理论转化为实践的优秀成果。在新市场环境,上市公司监管面临新的挑战,交易所和证监局应深入开展更广泛的监管协作,加强对新问题的研判,将监管经验固化为监管机制和方法。

现将9篇一等奖作品内容摘编刊出,以飨读者。



未盈利企业上市问题研究

——以互联网企业为例

□北京证监局课题组

截至2014年9月19日,我国市值前20的互联网境外上市企业总市值达到了4600亿美元,几乎占据我国资本市场市值十分之一。海外上市的优势包括:发审程序简单,发审时间较短,发行上市标准低,再融资没有盈利条件、间隔期和融资额上限的要求,全流通制度为企业实现买壳上市并成功套现提供了先决条件,完善的私有产权保护的法制环境为企业提供了有效的私有财产和投资权益的保护。

为推动互联网类未盈利企业境内上市,建议鼓励国内创投机构发展,在政策上解决一些VIE架构企业回归A股上市中存在的主要障碍,包括允许连续计算VIE架构存续期间的经营时间,合并计算VIE架构下相关主体的业绩等。为了不让对赌协议成为阻挠互联网类企业上市的障碍,监管层在IPO过程中须尊重当事人的契约自治的内容,在充分信披的基础上适应此事。此外,前海地区与上海自贸区作为金融服务的下一步试验田,一些制度激励的绩效研究,比如税务的激励制度,外资准入的激励制度等等都可以在这些地区试验加以解决。可考虑为未盈利企业设立单独审核通道,可考虑进一步对证券私募发行豁免制度予以制度性突破。

互联网类未盈利企业境内上市后,从监管层面,建议监管理念转向以信息披露为中心,弱化实质审核。提高审核效率,公开审核速度,建立相对灵活的退市转板要求,可考虑于创业板建立单独层次,支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在新三板挂牌一段时间后到创业板上市。设置有针对性的信披要求。对再融资的门槛适当放宽。

上市公司重大资产重组成效及突出问题探析

□湖南证监局 郑武生 孙谋 贾娟

2012年以来,湖南辖区上市公司依托资本市场平台,完成重大资产重组8起,涉及交易金额275.48亿元。辖区上市公司通过并购重组实现了业绩增长、产业整合、转型升级、解决历史遗留问题等效果。

现阶段并购重组过程中尚存在一系列亟待解决的问题,一是部分上市公司决定启动重组事项时过于草率,个别上市公司动机不纯的“忽悠式重组”给市场营造炒作预期;二是并购重组停复牌机制为重组事项处于不确定期间的股价过快上涨提供了机会;三是以重组事项获证监会核准作为重组交易合同生效要件,弱化了重组合同法律效力,为恶意违约留下了空间;四是连环利用“再融资”完成实际控制人变更及收购大股东临时购入的大体量资产,规避“借壳上市”,实现监管套利;五是并购重组期间立案调查监管信息公开不足,实行“一刀切”的暂停审核机制缺乏合理性。

针对存在的问题,建议如下:一是调整重组停复牌机制,在上市公司与重组方初步接触时,仅以重大事项为由,并允许其适当延长停牌期间。停牌期间,上市公司可根据调查情况选择终止筹划重大事项并复牌或者公告重大资产重组事项并继续停牌。二是相关主体承诺在重组过程中及自行终止后一段期间不减持股份。三是在《再融资办法》中引入“借壳上市”概念并增加对上市公司并购重组多样化融资方式的相关规定。四是建议取消对被调查对象为重组相关方以外主体的暂停审核程序,加强对被调查对象为重组相关方立案调查事项的信息披露。五是取消将重大资产重组事项经证监会核准作为重组交易合同的生效要件。

完善监管措施制度推动公司主动纠错

□深圳证监局 郑坤山

在日常监管中建立鼓励合作制度,是推进监管转型和强化投资者保护的内在要求,也符合监管形势和监管执法客观情况。在日常监管中建立鼓励合作制度,契合监管措施法律属性,诸多法规条款预留了裁量空间,行政处罚及境外实践也有先例参考和理论支持,具有较大可行性。

现有相关法规和规则存在的问题,一是立法层面缺少统一规定。目前我会关于鼓励合作制度的实体规定散见于个别业务规则中,缺乏可操作性,配套规定不够,执法依据不足;二是执行层面缺少相应操作规程,各单位做法不一;三是相关规定未公开,缺乏明确监管预期,公开透明度有待提升。

结合上述问题,提出建立鼓励合作制度的相关建议:

明确鼓励合作制度实施范围。引入鼓励合作制度、优化监管措施实施的一项前提是,遵守日常监管职责边界,实施对象局限于法律法规和规章中明确赋予监管措施裁量权的事项。对符合立案稽查标准和依法需进行行政处罚的,应移送立案稽查,不能以监管措施代替行政处罚。待后续鼓励合作制度建立并运行较成熟后,再逐步适用于立案稽查及处罚环节。

立法层面:推动出台公开规定形成明确监管预期。借鉴境外经验和做法,统一制定关于鼓励合作、酌情处理的规则,并予以公开发布。一是具体内容可包含合作制度的目的和原则、合作阶段、合作具体形式及方式、对合作事项的酌情处理等。二是规定维度可涵盖自查自纠、自查自纠、自查他纠和他查他纠等情形。三是实现方式上,可借助《证券法》修订契机在监管措施条款中增加鼓励合作制度规定,或制定暂行规章或规范性文件进行先行探索。

监管执法层面:建立关于鼓励合作制度的监管执法标准。在监管执法中明确执法标准,对相关裁量权进行细化,确保监管尺度统一。目前可修订《实施办法》,增加鼓励合作制度的原则规定和执行细则,方便各部门和证监局遵照执行。后续成熟时,可进一步制定包含监管措施实体规则和程序规定的统一实施办法,并通过适当方式向监管对象公开。

具体业务条线:建议会机关相关部门在监管措施实施指引中增加鼓励合作

破产重整制度框架下中小投资者权益保护问题研究

□辽宁证监局 张琳

通过对金城股份破产重整过程的梳理,中小投资者权益受损的现状如下:首先,投资者意愿被强制扭曲,中小投资者对法院违背其意愿强制裁定让渡股权的合理性存在争议。其次,牺牲利益也未换得优良资产,法院对资产注入的强裁与证监会借壳上市的审批存在冲突,对资产注入的可行性有欠考量,最终导致资产注入方案无法实施。最后,重组方获益丰厚,重组承诺恐不了了之,信息披露漏洞百出,投资者受损严重。

与证券市场法律制度强调保护投资者特别是中小投资者的合法权益不同,破产重整制度主要是从保护债权人利益角度出发,对中小投资者利益保护并未做特别考虑,主要表现在以下几个方面:一是中小投资者在重整程序中缺乏话语权;二是法院强制批准权缺乏约束机制难以服众;三是司法权与行政权冲突为中小投资者权益受损埋下伏笔;四是信息披露质量不高、责任不明误导中小投资者;五是退市制度执行力度不足导致中小投资者保护有限;六是责任追究机制不健全造成中小投资者维权受阻。

针对完善破产重整制度下中小投资者权益保护机制,提出的建议如下:一是完善立法创设中小投资者利益表达机制;二是限制和规范法院的强制批准权;三是做好司法程序与行政程序的协调配合;四是构建上市公司破产程序信息披露机制;五是不断完善并严格实施上市公司退市制度;六是健全中小投资者权利救济机制。

并购重组中业绩奖励事项的会计处理及监管探究

□山东证监局 王俊霞 王真 王传起

并购交易中,业绩奖励条款实质为购买方与出售方对标的资产超出预期的盈利按照约定比例,是对合并对价的调整。

监管实践中,关注到上市公司在会计处理中存在以下两个问题:一是初始确认时不对或有支付对价进行估值或者将或有支付对价的公允价值简单认定为零。二是对结算当期的净利润产生较大影响。如果盈利超过预期,上市公司通常在承诺期满集中确认为一项费用(而非公允价值变动损益),从而对结算当期的净利润产生较大影响。

目前,业绩奖励条款的会计处理归纳见表1:

表1 业绩奖励条款的会计处理

奖励对象	性质	适用准则
被购买方的股东	合并对价	合并准则、金融工具确认和计量准则及或有事项准则
被购买方的员工	合并后服务的报酬	职工薪酬准则、股份支付准则
兼具股东与员工身份	根据协议,分析属于合并对价还是合并后服务的报酬	

针对完善业绩奖励事项监管,建议如下:

(一)建议以解释或问答的形式,出台相应的指导细则,规范上市公司对业绩奖励条款处理标准。

(二)细化会计政策披露要求,建议在并购预案及定期报告将对业绩奖励条款会计处理的披露作为强制性要求;要求上市公司在定期报告中按照《企业会计准则第39号——公允价值计量》充分披露对或有对价采用的估值技术和输入值的描述性信息,提高披露信息对投资者决策的相关性。

(三)建议改进审计机构出具的专项审核报告的内容,即不仅要对上市公司“业绩承诺”实现情况进行验证,还要对“业绩承诺补偿”及“业绩奖励”会计处理方法是否准确、客观,或有对价的估值是否公允及上述会计处理对上市公司的影响是否已得到充分恰当地披露发表明确的意见。

(四)建议持续监管中关注购买日后上市公司对标的资产的整合,避免激励对象利益取舍短期化。业绩承诺期内应当将上市公司对标的资产的整合作为持续监管的重点,关注是否存在片面追求盈利能力,但忽视了技术、团队、业务等方面协同效益的提升;是否存在通过财务技巧将未来期间的利润腾挪至承诺当期的情形,避免并购不仅没有提升上市公司的核心竞争力,反而使其面临后承诺期的发展压力。

浅议如何推进并购重组市场化

□新疆证监局 徐国 李瑾 耿思琦

借壳上市使资产证券化在IPO、重大资产重组间发生“显性的监管套利行为”;而关联重组可能使关联人从事“直接的非生产性的逐利活动”(即“隐性的租售行为”),“为了自身利益从公司转移资产和利润”(即“隧道效应”,或“隐形利益输送”),限制了市场价格机制和竞争机制的发挥。

推进并购重组市场化的总体思路包括:一是首先要明确并购重组市场及其市场化的功能定位。二是要从实际问题出发,将市场体系和机制完善或重构作为市场化工作的首要任务。三是要把控市场化的合理进程,同步调节市场、行政两种资源配置力量的合理比例。四是市场化与法治化要齐头并进,根据市场化进度及时修订政策法规。

针对两类非市场化并购重组行为的具体对策包括:一是要从源头上分类解决或应对借壳上市问题和关联重组及其“隧道效应”问题。二是完善监管治理体系自身的建设,统一IPO和借壳上市的审核标准、程序、节奏和组织,消除监管套利。三是建议加强对濒临退市上市公司的日常监管和稽查执法,疏通退市渠道。四是建议严防严打“隧道效应”,强化对关联重组的日常监管和对隐性利益输送行为的稽查执法。

上市公司财务舞弊发现技巧探讨

□山东证监局 王真

把资金作为发现财务舞弊的重要起点,从近年来查处的财务舞弊案件及我局现场检查经验看,应警惕以下几类资金特征:(一)存在大额现金收款;(二)销售回款中票据占比过高;(三)大额银行往来未入账;(四)大额资金往来异常。

从资金入手发现财务舞弊线索,通常是在进入检查现场之后。在数据分析阶段,通常分析的资料有企业内部财务资料和外部资料两类。在调查取证阶段,一是查证大额现金收款来源;二是对票据进行查询,纸质银行承兑汇票,可以从票据出票行查询最终收款单位、所有在银行承兑汇票上留下背书信息的公司名称,承兑和贴现的相关信息,电子银行承兑汇票,可以从业务经办的银行电子承兑汇票系统查询相关信息,能够查询公司在该经办行出票、质押、承兑、贴现的票据信息;三是查证大额未入账资金性质,核查协助贷款方是否为关联方,除调取工商登记资料外,可以考虑赴人民银行调取银行账户清单,在查询过程中应特别留意交易经办人信息,以便认定交易实际的控制方。对可能存在未入账金融借款的情况,检查人员除要核对公司的征信信息(也称贷款卡信息)外,还应高度关注银行对账单发生额与公司财务帐套的核对。四是查证异常大额资金往来信息。

此外,在对上市公司财务检查中,应重视资金“发生额”的分析和核对;建议证监会能够加强执法权限的完善,不断优化证券监管执法环境,督促会计师事务所归位尽责提高信息披露质量。针对目前会计师事务所对“资金”科目重视程度不够,配备人员执业经验不能胜任问题,应通过谈话、座谈会、辖区通报等方式予以提醒。建议监管部门能够协调各大上市银行,开通银行省级分行接收银行函证并复函的通道,最大程度地降低串通舞弊的可能性。

关于上市公司参与设立产业并购基金的研究和思考

□云南证监局 杨锐 严野 陈瑜

上市公司参与设立产业并购基金并实施并购与以上市公司为交易主体直接实施并购相比,主要有以下几点优势:一是程序相对简单,效率更高。二是降低资本运作风险。三是降低交易价格。四是不受上市公司停牌时间限制。五是减少标的资产对上市公司业绩的影响。同时,上市公司参与设立产业并购基金也存在以下几方面风险:一是能否实现战略目标的风险。二是同业竞争、关联交易风险。三是项目整合面临的风险。

为促进上市公司参与产业并购基金发展的建议:(一)减少行政干预,简化行政审批备案手续。探索政府引导基金与专业投资机构、上市公司共同设立产业并购基金的模式。出台针对性财税政策,减少基金运作税负。(二)加强立法保障,拓宽产业并购基金融资渠道。可以探索通过允许产业并购基金贷款、发行私募债等多种形式的融资工具,充分借助直接融资市场以提高并购能力和规模。(三)探索股权激励新方式,提高上市公司积极性。可以探索国有控股上市公司高管通过参与设立产业并购基金的方式实施股权激励,将上市公司高管与上市公司的利益捆绑一致。(四)在识别产业并购基金风险基础上,做好监管工作:一是建议要求上市公司控股股东或实际控制人及其设立的产业并购基金承诺,基金在收购与上市公司主营业务相关资产之后,应将该资产委托上市公司管理,并在时机成熟后尽早注入上市公司。二是在收购项目整合过程中,上市公司与标的资产之间的关联交易不可避免,上市公司须按照现行标准进行回避表决。在产业并购基金收购标的资产之时,监管机构应对标的资产情况及定价情况提前加以关注,并督促中介机构归位尽责。三是建议上市公司对基金的运作情况定期进行详细披露。四是谨防上市公司及相关利益方设立产业并购基金为借口操纵股价。

关于信息披露“重大性”标准的监管思考

□浙江证监局 倪一帆 王程

当前,我国上市公司信息披露“重大性”标准存在以下问题:1.我国关于“重大性”的规定都过于简单和笼统。2.现行标准未考虑我国上市公司行业特性。3.标准规范性不足,上市公司“自由裁量权”过大。4.不利于保护信息获取相对弱势的中小投资者。上述这些问题为日常监管带来一定的困难和障碍:一是执法依据不足,实际工作中更多的是依靠监管人员的经验判断。二是执法尺度不一,同一类事项在不同派出机构或交易所之间也会出现不同的处理结果。三是信访举报和媒体质疑增多。

针对完善“重大性”标准,建议如下:

- 分别从证监会层面及证券交易所层面,借鉴境外证券市场的立法经验,尽快完善相关制度,细化“重大性”标准。引导上市公司提高信息披露质量。加大监管执法力度,增加上市公司违法成本,逐步缩小上市公司利用法律漏洞实现监管套利的空间。督促证券服务中介机构归位尽责,与公司出现“重大性”的不同认识应当做好沟通,必要时应及时向监管部门报告。鼓励上市公司与投资者、社会公众和新闻媒体加强沟通,减少投资者等主体对于“重大性”认识理解的差异。监管部门及证券交易所可以将上市公司信息披露涉及“重大性”认定方面的监管案例主动向社会公开,提升公众对“重大性”标准的认识水平。在监管实践中准确把握“重大性”标准,一是系统内部统一执法尺度和标准,逐步统一监管执法人员对于“重大性”的认识,统一执法尺度和标准。二是建议监管部门在认定信息披露违法违规时,落实好投资者保护的相关规定,三是妥善处理信访举报和媒体质疑。监管部门应当重视并认真对待投资者和新闻媒体因信息披露“重大性”认识问题而产生的信访举报和媒体质疑,督促上市公司做好自查和澄清工作,监管部门视情况到公司进行现场核查,必要时做好关于“重大性”的解释说明工作。