

# 深沪交易所加强一线监管基础建设

□本报记者 王兴亮 周松林

为深入推依法全面从严监管,充分发挥证券交易所一线监管职能,促进境内外交易所之间的交流合作,9月21日,由深沪交易所共同主办的2018年度证券交易所一线监管国际研讨会在深交所召开。本次国际研讨的主题是“一线监管的基础建设”。中国证监会副主席李超出席会议并致辞。

会上,各交易所围绕如何更好地发挥一线监

管作用展开深入讨论,并就完善看穿式监管体系、发挥会员在交易监管中的作用、推进科技监管等方面介绍了各自经验。与会交易所认为,快速发展的市场形势对交易所一线监管能力提出更高要求,加强基础建设对于推动完善交易所一线监管职能具有非常重要的现实意义,将看穿式监管、会员监管、科技监管作为有机整体进行分析讨论,十分迫切和必要。看穿式监管是顺应证券市场监管发展趋势的重要手段,要充分发挥会员作用,与交易所形成监管合力。当前,大数据、

云计算、机器学习和人工智能等前沿技术发展方兴未艾,各交易所应当更加重视并拥抱科技创新,提高科技监管能力,丰富科技监管手段,加强信息共享和跨境监管合作,共同防范化解市场风险,维护市场公平、高效、透明,保护投资者合法权益。

下一步,深沪交易所将继续履行好一线监管职责,持续加大监管基础建设投入,加强对监管前问题的系统研究,广泛借鉴各交易所的成功经验和先进做法,进一步完善监管制度,提升监

管能力,增强监管效能,优化监管合作机制,切实维护市场稳健运行,为境内外投资者参与中国资本市场提供良好的市场环境。

中国证监会、世界交易所联合会、深圳市有关领导和相关部门、机构负责人,深圳证券交易所、上海证券交易所、孟买证券交易所、马来西亚交易所、德意志交易所、泛欧交易所、香港交易及结算所有限公司、韩国交易所、伦敦证券交易所集团、卢森堡证券交易所、纳斯达克共11家交易所所代表出席研讨会并作交流发言。

## 低价发行高价增发 游资“打新”转战中概股

□本报记者 高改芳

中概股赴美上市又掀起了一波高潮,并且玩起了新套路:与以往IPO不同,最近上市的中概股明显减少了IPO融资,而把融资的大头放在了股价上涨后的增发上。

同时,游资“打新股”的戏码在美股上演,新股上市首日暴涨的情况时有发生。

知情人士透露,去年炒“虚拟货币”的获利盘以及一些中资背景的热钱在海外资本市场“兴风作浪”。今年以来,这部分资金亏损严重,为了弥补亏损,他们动起了“打新”中概股的主意。

### 低价发行

其实之前在美国路演的时候,最近“大放异彩”的这些中概股并不是很受欢迎。

一位在美国市场上专为赴美上市中概股服务的中介机构负责人杜先生介绍,某只近期上市的中概股大有文章。

“有传闻说是路演时,美国机构对这些中概股公司并不是很认可。不过有一些大机构,也就是国内的资金,作为基石投资人力挺,最后非常勉强地发出去了。但上市以后不久,这些公司股价大幅上涨,很多人表示看不懂。”杜先生透露。

杜先生介绍,上市前,公司要在境内面向机构投资者进行多轮路演询价,进而形成最终的发行价,所以,从发行价格的高低可以看出机构投资者对这只股票的喜爱程度。

“有些公司因为发行价太低,公司实际控制人不愿意以这个价格卖出股份,导致公司赴美上市在

最后一刻流产。这种情况在美股市场上并不少见。”杜先生说。

同样为美股服务的一位律师也承认,如果让大的投行在华尔街为公司融资,低价发行的情况是常见的。所以,对于中小企业来说,最好不要去找大投行,IPO融资也不要太多。可以在挂牌后,把业绩、宣传、二级市场做好,把股价推上去,再做一次大的增发。

这就不难理解为什么两天后同样的故事再次上演:以最低价发行的某中概股,上市后股价暴涨。该股票上市的当天,也是许多中概股近期股价表现最佳的一天。

上述律师告诉中国证券报记者,对于首日大涨,有时候是因为一些大的资本会把价格做高。但是企业股票的价格最终还是由企业价值来决定的,所以首日的价格并没有多大代表意义。

### “打手”现身

“在上市首日帮忙把股价做高的资金哪个市场都有。我们把这个活儿叫‘打手’。”在香港金融圈混迹多年的陈先生告诉记者,“我自己也做过这样的活儿。”

不过他承认,市场情绪好的时候,把股价“打”上去很容易。但在相反的行情下,就非常吃力。

而中概股表现惊艳的那几天,恰值空头被迫平仓、市场情绪短期反弹的节点,所以出现了几只中概股暴涨的情况。

一家券商固收部的人士透露,由于目前A股行情低迷,不少投资机构把业务重点转到了港股和美股上。“此前有投资机构来找我,说炒作美

股的事情。基本的做法是美股上市公司实际控制人出一半资金,投资机构出一半,然后约定在一定期限内股票要达到的目标价格。可以做多,也可以做空。因为美股上市后实际控制人锁定期限是半年,所以这种投资公司的资金运作期限一般不会超过一年。”该人士透露,“这些做法当然是违规的,但总有路径规避。我没有参与,所以具体的细节不清楚。”

此外,“炒市资金”可能也是这些股票的背后金主。

杜先生介绍,去年这时候,有一批炒市获利盘。但这批人今年炒市输了很多,所以他们要冲业绩,继续收管理费,转战股市,坐庄小盘股,先在年底前把业绩做出来,再想办法逃生。

“这样炒作的不会是散户,专业人士也不会这么冒险,而是不怕死的机构。因为如果圈不到美国投资人的钱,他们的资金就会被套牢。所以接下来的资本大战会很精彩,美国的对冲基金也正愁没东西玩呢。”

上述律师介绍,在任何一个市场,操纵股价都是刑事犯罪,处罚力度都很高。不过,上述几个事例应该不至于到操纵股价的程度。而且,美国是比较重视隐私的,没有真凭实据很难处罚。

### 资本盛宴

光大新鸿基财富管理策略师温杰介绍,公司在美国上市时,公司及承销商与旧股东商讨禁售期,一般是180天。但个别情况没有设定禁售期,股东在公司上市后可随时卖出股票。至于A轮投资人的情况则比较特别,他们基本不受禁售期的限制,

但往往有其他特别安排。总之,由于每家公司情况有别,投资者需要阅读招股书,以了解相关安排。

实际上,上市公司已经做好了下一步的准备。

某近期赴美上市的公司发布公告称,公司已授权承销商在最终招股说明书之日起30天内行使购买多达18万个附加ADS的选择权。

温杰分析,上述约定是“超额配售选择权”,也叫“绿鞋”,主要作用是,如果发行人股票上市之后的价格低于发行价,主承销商用事先超额发售股票获得的资金(事先认购超额发售投资者的资金),按不高于发行价的价格从二级市场买入,然后分配给提出超额认购申请的投资者;如果发行人股票上市后的价格高于发行价,主承销商就要求发行人增发15%的股票,分配给事先提出认购申请的投资者,增发新股资金归发行人所有,增发部分计入本次发行股数量的一部分。行使超额配售选择权的话,客观结果是增加了募集资金,同时用这种方式增加募资会比路演时提高发行价更容易做到。对于增发的股票,主承销人可以在二级市场以市场价格卖出,赚取差价。

分析人士介绍,与传统的美股市场以价值分析为导向的投资逻辑不同,中国资金对新股及次新股有很大的兴趣,这刺激了更多的资金流入市场,极大提高了市场流动性。预计在未来3~4个季度,中概股赴美上市将会掀起一轮小高潮。某些承销商手里排队的案子都已经超过两位数,这些标的成为大量海外中资避险资金的首选投资目标。伴随着美股的高位震荡,预计会出现本世纪初互联网企业赴美上市浪潮以来的又一轮热潮。

## 新三板市场融资向优质企业聚集

□本报记者 李慧敏

9月21日,全国股转公司披露数据显示,今年1~8月,新三板市场共有1032家挂牌公司完成1059次股票发行,融资额合计446.05亿元。平均单次融资4212万元,平均发行价格4.60元/股,平均市盈率28.33倍。新三板市场融资规模同比有所下降,但股票发行估值整体平稳。市场融资呈现出募集资金向优质挂牌企业聚集、融资规模与企业盈利能力正相关、内部股东与机构投资者参与比例提高等新趋势。

数据显示,发行融资规模与企业盈利能力总

体正相关。1~8月,发行前年度净利润在1000万元以内的挂牌公司发行融资次数最多,占同期融资总次数的52%,体现了新三板市场对初创期、尚未实现大额盈利的中小微企业的市场融资服务能力。随着净利润水平的提升,平均单次融资额不断提高,年度净利润在5000万~1亿元的48家公司平均单次融资额超过1.1亿元,年度净利润大于1亿元的9家公司平均单次融资额高达4.1亿元。其中,发行前年度净利润大于1亿元挂牌公司的平均单次融资额增幅达58%。挂牌公司融资规模与其盈利能力显著相关。

此外,内部股东与机构投资者参与比例提高。1~8月,挂牌公司股票发行对象中在册股东与新增股东认购次数的比例从去年同期的2.5上升至1.2,两者的认购金额比例由去年同期的1.4提升至2.5,内源融资比例提高。在外部投资者中,个人投资者参与比例较去年同期下降,机构投资者参与比例提高。外部个人投资者与外部机构投资者的认购金额比例为1:4,机构投资者为募集资金主要来源。其中,35家上市公司参与了35家挂牌公司发行认购,平均单次认购6000万元,较去年同期水平(3520万元)上升逾七成。

## 投服中心携手深交所在福建举办投教活动

□本报记者 周松林

为深入贯彻党的十九大精神,持续落实中国证监会“理性投资·从我做起”专项活动要求,9月18日至20日,中证中小投资者服务中心携手深圳证券交易所,联合福建证监局、福建省证券期货业协会、福建上市公司协会共同举办“理性投资·与你同行”投资者大讲堂,走进上市公司,投资者教育基地,召开投资者座谈会、投教工作座谈会及上市公司投资者关系管理座谈会等系列

活动,精准服务福建辖区中小投资者,积极培育理性投资理念和股东权利意识。

据介绍,福建辖区共有200余名中小投资者和证券期货从业人员参加了在福州举办的投资者大讲堂活动。福建证监局相关负责人表示,福建证监局长期以来高度重视投资者保护与教育服务工作,把投资者保护纳入了日常监管工作的各个环节,大力培育支持投资者教育基地的发展。福建证监局将以此次活动为契机,加强与相关部门的沟通协作,着力构建调解与诉讼协调联

动、有效对接的工作机制,扎实做好矛盾纠纷多元化解工作,让投资者有真切的获得感。来自投服中心、深交所的讲师围绕“证券期货有风险·专业调解化纠纷”“中小投资者诉讼维权与证券支持诉讼”“深市投资者行为相关研究”等主题带来了内容丰富、生动活泼的现场授课。

活动中,主办方除带领中小投资者走进深市主板上市公司新大陆现场调研外,还赴华福证券国家级投资者教育基地“守正学堂”进行了走访调研,并举办投资者教育工作座谈会。主办方在

福州召开的上市公司投资者关系管理工作座谈会吸引了福建辖区10家上市公司代表参加座谈,各方就投资者关系管理的理论与实践,福建辖区投资者关系管理工作中实际问题和监管要求、相关上市公司投资者关系管理的经验教训等方面进行了深入充分的交流。

投服中心表示,下一步,将继续与交易所、各地证监局、行业协会等合作,举办“理性投资·与你同行”投资者教育系列活动,“零距离”为广大中小投资者提供更贴心、更优质的服务。

## 人人都是“排雷专家”之虚构资金流篇

□深交所投资者教育中心

在了解虚假销售交易的套路和防范策略后,再来介绍一下与虚假销售交易形影相随的另外一种舞弊套路——虚构资金流。

### 一、虚构资金流的常见手法

根据会计复式记账的原理,虚假的销售交易,一方面会在利润表中虚增收入;另一方面又会在资产负债表中留下虚假的资产,即表现为同时虚增收入和应收账款。然而,随着虚增收入的不断上升,应收账款余额也会逐期累积,并演变为长账龄款项,这就容易引起会计师或监管机构的关注,进而导致虚假销售交易的曝光。于是,为了给虚假销售交易的副产品——虚假应收账款加上一层保护色,虚构资金流就成为了常见的操作手法。

那么,企业有哪些虚构资金流的手法,用来抹平“无中生有”的应收账款呢?

#### (一) 闭门造车:虚构银行资金流水

虚构银行资金流水是公司通过直接伪造银行账户信息、银行回单(包括银行转账凭证、电/信汇款凭证、银行进账单等)、银行对账单和支票存根等收款凭证来完成的。这是一种性质恶劣的舞弊手法,其将虚假的应收账款转变为虚假的银行存款,并辅以伪造的文件记录来瞒天过海。著名的帕拉特财务舞弊事件,即通过伪造海外银

行的对账单等文件虚构了巨额的银行存款,就属于此种类型,在当时也造成了很大的负面影响。

#### (二) 内外勾结:由关联方企业代为结算

真实销售交易形成的应收账款一般会由客户直接结算货款,伪造的销售收入因为没有真实的交易对手方来结算,所以公司一般会通过向其控制的企业转入外部资金,并伪装成收到的货款,从而以此来抵消账面的虚假应收账款。

然而,虚构出来的资金流入,通常只是为了美化虚假交易而借来的资金,为避免高昂的舞弊成本,在“抹平”应收账款后,这些资金必定要想方设法流出上市公司。于是,公司又需要进一步虚构交易来实现资金的流出。常见的虚构资金流出手法包括:

#### 1.“勾结”客户

上市公司可能直接勾结客户,私下达成协议,约定以期后的退货来冲回虚增收入,并同时通过退款将已经收到的货款转出上市公司。

#### 2.“勾结”供应商

所谓勾结供应商,通常有两种形式:一种是通过与供应商之间真实的资金流转,再配合虚假的实物流来完成虚构的交易。例如,公司先虚构出存货的采购,实现资金流出,再将实际根本不存在的这些存货出售给同一家供应商,确认虚假销售收入和应收账款,其后,通过回收应收账款来实现虚假采购资金的回流。勾结供应商的另

外一种形式则是夸大购买资产的金额来虚增现金流出。例如,公司购买某资产的实际支出为100万元,通过与供应商私下约定,双方将采购价格调整为150万元,那么,多支付给供应商的50万元就会流出上市公司,流向虚假销售的回款资金的来源方。

#### 3.“隐蔽的”对外担保

对于通过虚假交易流入的资金,上市公司也可能通过将自有土地使用权、房产等资产为担保,帮助为其提供资金的企业向银行或第三方借款来获取资金。这是最为隐蔽的一种方式,上市公司在短时间内无需虚构其他交易将虚构的资金流转出,且通常这类担保也会被上市公司故意地隐藏起来,不在年报中予以披露。

#### 二、虚构资金流的识别防范策略

通过前面的介绍可以看出,虚构资金流作为掩盖其他舞弊的辅助性手段比较隐蔽,对于普通投资者来说,一般较难通过公开信息来分析识别。在这种情况下,建议投资者暂时放开细枝末节的数据分析,着眼全局,重点关注以下三个方面:

#### (一) 内部控制报告的意见类型

上市公司在建立内部控制制度时,需要对其经营风险和经营流程进行全面分析,并设定关键的控制点以确保日常运营得到有效的管理和监督,因此,一般内部控制良好的公司发生此类舞

弊的概率相对较低。对于普通投资者来说,可以查看会计师事务所对上市公司的内部控制所出具报告的意见类型,以此来规避内部控制存在缺陷的高风险企业。

#### (二) 高级管理人员的流动情况

高级管理人员的频繁变动,不仅会导致企业的发展战略、管理理念不断变化,进而损害其盈利能力,而且更重要的是,若高管频繁变动,尤其是财务高管频繁变动,可能是舞弊的一个预警信号。投资者可以从上市公司的年报中了解到当年度高级管理人员的变动情况,并通过公开途径了解高管变动的可能原因,尽量规避高管存在异常变动的上市公司。

#### (三) 是否频繁更换会计师事务所

频繁地更换会计师事务所也往往意味着审计与管理层在上市公司的财务状况或关键会计事项上存在着严重分歧,这也在一定程度上反映出该公司可能存在更高的舞弊风险。对于此类公司,普通投资者也需要“多长一个心眼”。

虚假销售交易除了与虚构资金流这个“铁哥们”如影随形以外,还可能通过勾结供应商,以在建工程、固定资产等长期资产的形式藏匿在资产负债表中。下篇文章将介绍虚构长期资产的舞弊套路,敬请期待。

(毕马威华振会计师事务所林启兴、杨瑾璐供稿)

截至8月末全国地方政府债务余额逾17亿

□新华社电

财政部21日发布数据显示,截至2018年8月末,全国地方政府债务余额176684亿元,控制在全国人大批准的限额之内。地方政府债券剩余平均年限4.6年。

当天,财政部预算司对外发布了2018年8月地方政府债券发行和债务余额情况。

数据显示,2018年8月,全国发行地方政府债券8830亿元。其中,一般债券3564亿元,专项债券5266亿元;按用途划分,新增债券5127亿元,置换债券和再融资债券(用于偿还部分到期地方政府债券本金)3703亿元。

1至8月累计,全国发行地方政府债

券30508亿元。其中,一般债券19610亿元,专项债券10898亿元;按用途划分,新增债券13069亿元,置换债券和再融资债券17439亿元。

此外,2018年1至8月,地方政府债券平均发行期限6.1年,其中,一般债券6.1年、专项债券6.0年;平均发行利率3.89%,其中,一般债券3.90%,专项债券3.89%。

经第十三届全国人民代表大会第一次会议审议批准,2018年全国地方政府债务限额为209974.30亿元。其中,一般债务限额123789.22亿元,专项债务限额86185.08亿元。

数据显示,截至2018年8月末,全国地方政府债务余额176684亿元,控制在全国人大批准的限额之内。其中,一般债券109320亿元,专项债券67364亿元;政府债券174118亿元,非政府债券形式存量政府债务2566亿元。

截至2018年8月末,地方政府债券剩

余平均年限4.6年,其中,一般债券4.5年、专项债券4.6年;平均利率3.48%,其中,一般债券3.48%、专项债券3.47%。

## 长沙银行 26日上市交易

□本报记者 周松林