

# 李曙光:科创板制度设计需有突破性

## 建议设置一定回购门槛 尽快让违约债具备流动性

□本报记者 刘丽靓



在改革开放40周年之际,一系列关于资本市场制度层面的改革正快速推进,针对设立科创板、股份回购等资本市场近期的热点事件,中国证券报记者专访了中国政法大学破产法与企业重组研究中心主任李曙光。他指出,改革开放几十年经验证明,中国证券市场的发展根本上要靠法治寻找出路,资本市场只有法治新,资本市场才新;只有法治稳定,资本市场才有更加稳定的预期。不管资本市场遇到什么样的风浪,改革完善我国资本市场法律体系信心不能动摇,要持续跟着市场的变化,不断完善保护投资者利益、防范金融风险的制度,要让法治成为资本市场恒久稳定器。

**李曙光** 经济学家,现任中国政法大学研究生院院长,中国政法大学破产法与企业重组研究中心主任,最高人民法院应用法学研究所研究员,中国经济体制改革研究会特邀研究员,中国法学会经济法研究会常务理事,中国经济改革研究基金会学术委员等。曾任最高人民法院中国应用法学研究所副所长,中国证监会第13届至15届主板发行审核委员会委员。先后参与国家《企业破产法》《企业国有资产法》《合伙企业法》《证券投资基金法》《中小企业促进法》《期货法》《旅游法》《证券法》《反垄断法》《期货交易管理条例(修订)》等法律、法规以及国务院有关国有企业破产政策、非公有制经济发展政策的起草和制定工作。

### 科创板制度设计需在四方面突破

投入 to 科创含量高的技术密集型产业中,使资本市场和科技创新更加紧密结合,为发展潜力大、带动作用强、成长性高的科创企业注入源头活水,也有利于进一步完善我国多层次资本市场体系。但设立科创板面临很多问题。因此,对于科创板的制度设计,根本思路要发生变化,要与现在的多层次资本市场建设结合。

首先,应尽快明确科创板与中小板、创业板、新三板的边界。目前这三个板块都有科技类企业,应利用设立科创板机会,将多层次资本市场做较大调整和改革。建议撤掉创业板,保留三大板块,即主板、中小板和科创板,将有科技含量和科技专利的创业板企业划入科创板,非科技类创业板企业纳入中小板,从而降低科创板对于市场

的冲击度,起到稳定股市的作用。

二是尽快明确科创板科技的定义及门槛要求。科创板要充分考虑企业的科技含量、创新性、成果转化的可能性以及带来非线性增长回报的可能性,试点注册制在门槛设置上,对企业的盈利能力要求不能过高,要考虑到不同行业特性,不能一刀切,对于特殊的科技产业应放低门槛或不要门槛。尤其是生物医药领域,由于研发漫长、投资周期长,但能带来非线性增长。目前,美国、日本、中国香港等地对于生物医药企业发展都给予了特别鼓励措施,IPO不设盈利门槛。建议对于我国生物医药等特殊行业可在科创板先行试点,采取在国际上有竞争力的制度标准。

### 回购制度应加强债权人利益保护

规定进行专项修改,是资本市场一大新亮点。回购制度的实施是鉴别上市公司健康度的一个指标,好的公司尤其是国企、大盘蓝筹股一定会采取措施回购股份。回购制度是一把双刃剑,一方面,我们希望每一个上市主体的股价当跌到不符合公司价值的时候,能够通过回购维护股价;另一方面,回购有可能损害债权人利益,也可能

动用公司的注册资本和公积金,从而降低了公司的偿债能力。

因此,对于回购后续的监管需要进一步加强。首先,对于回购动用资金,削弱公司偿债能力的情况,应加强债权人利益的保护,建议设置一定的回购门槛,在负债率、现金流以及业绩等方面进行相应规定。其次,要将回购制度与分红

### 加快建立违约债券交易机制

在二级市场进行交易,丧失流动性。债券市场建立初期,由于对债券违约现象预期不足,同时担心信用风险传导,监管政策限制了违约债券继续交易流通。通过比较国际经验和银行不良贷款批量转让的实践发现,建立科学有效的违约债券交易机制违约债券交易转让有助于提高债券违约处置效率,从而实现化解和缓释金融风险的目标。

首先,建议建立跨市场统一的违约债券交易板块。从金融监管趋势来看,党中央、国务院对于债券违约这类突出的金融风险问题要求加强监管协调,强化综合监管,并提出要加强金融基础设施的统筹监管和互联互通。这为搭建跨市场统一的违约债券交易平台提供了良好的政策环境。对于公司信用类债券来说,无论原债券品种、交易场所、交易机制、交易规则有何不同,在发生本金实质违约后,法律性质、风险特征和处置进路都趋于统一,客观上形成了跨市场统一交易的条件。

二是要充分考虑违约债券产品特性,健全交易平台的功能定位。违约债券的期限、利率等核心交易要素不明,同时具有交易频率较低、交易本身可能附加个性化条款,公允价值较难确定等特征,难以向正常债券一样进行标准化交易,具有一定的“非标准化”产品属性。因此为保障违

约债券的交易秩序和交易安全,交易平台在功能定位上除应当提供一般交易流通服务外,还应该提供交易信息发布、交易撮合、违约债券标准化重组、线下交易协议订立等功能,由此满足违约债券的交易特性,提高交易效率。

三是规范可交易违约债券品种,并设置合理的投资者适当性标准。鉴于债券违约存在不同的界定和类型,如利息违约、本金违约、回售违约、条款违约等,需要明确可以进入违约债券交易市场的债券品种。同时,考虑到违约债券属于高收益、高风险类债券,客观上要求交易主体的风险识别能力和风险承受能力更强,因此可尝试进一步提高投资者适当性标准,限定为具有较强风险识别能力和风险承受能力的合格机构投资者。对于从事不良资产处置的专门机构,可给予特殊的准入便利。同时可以合理扩大开放程度,引入专业境外投资人,参与违约债券交易。

四是设置以询价为主,以点击成交、匿名点击为辅的交易方式。违约债券交易具有交易频率较低、单笔交易金额较大、交易定价灵活性强等特点,客观上要求交易平台采用以询价为主的交易方式。点击成交、匿名点击等其他辅助交易方式在银行间货币市

三是要加快出台科创板和注册制实施办法,建议明年两会前后推出科创板,在此之前做好制度准备。建议建立多元化上市监管制度,将聆讯和听证制度写入细则,不要做纯粹的注册制,要搞抽检。

四是应加快修订证券法。证券法修订受到的最大牵制因素是国内外贸易环境,待不确定性因素消除后,科创板的制度设计要与证券法修改密切结合,需要把科创板和注册制内容列入证券法修订草案。

总之,科创板的制度设计,不要总是打补丁,也不要创造增量,而是要进行真正的突破性改革,在宏观层面进行综合设计,在法律制度层面提供长远稳定的预期。

制度相结合,该分红就分红,不能因为回购股份而影响股东利益。三是对于恶意回购等情况,应允许债权人适当诉讼。此外,应进一步完善信息披露制度、内部交易制度,建立健全包括加强回购公司持续经营能力、债务履行能力,防范潜在的有损债权人、投资人利益的上市公司行为等配套制度。

场和债券市场已有较为成熟的运行经验,将其引入违约债券交易市场,有助于促进违约债券交易的对手方发现和价格发现,将显著提升交易效率。

五是完善登记托管清算机制,提高灵活性,降低操作风险。良好的交易托管平台、科学的清算结算机制以及高效的清算结算系统可以提高违约债券交易的效率 and 安全性,降低交易的道德风险和操作风险。同时,在违约债券交易过程中,必然伴随债务重组、诉讼仲裁甚至破产重整等处置程序,客观上加大了登记托管和清算结算难度,需要基础设施平台增强应对能力,提高灵活性,以满足交易需求。

六是完善配套制度体系,提高投资人保护力度。违约债券的投资者对于信息的敏感性更强,对于债券交易价格具有重大影响的事项,如发行人偿债资金落实情况、资产受限及处置情况、债务重组及诉讼破产情况等,发行人需要真实、准确、完整、及时地向投资者披露,以此保证投资人作出正确的交易决策,保证违约债券交易的公平性。因此,违约债券市场应建立完善的信息披露、债券持有人会议、债券受托管理人等制度体系,逐步构建和完善市场风险监测与防范机制,切实保证违约债券投资人的合法权益。

#### ■ 记者观察

## 资本市场基础设施建设将提速

□本报记者 刘丽靓

种种迹象显示,加快资本市场改革与制度建设已成为国家层面统一行动的综合工程,未来支持、鼓励资本市场的政策制度有望密集出台。

改革开放40年来,我国资本市场在规模、结构、功能、制度规范、法律建设和对经济社会的影响力等方面发生了根本性变化,取得了令人瞩目的成就。不可否认的是,资本市场仍然是我国金融体系的短板,一些体制性问题仍然存在,距离“融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者权益得到充分保护”的要求还有差距,建立高质量发展多层次资本市场体系,仍需进一步建立和完善法律法规体系,加快搭建资本市场的“四梁八柱”。

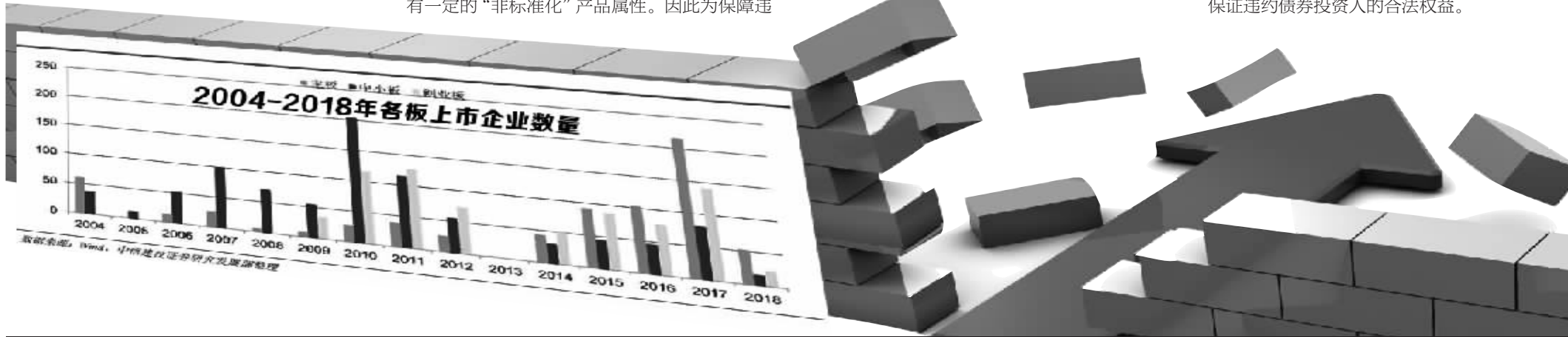
首先,证券法修订迫在眉睫。设立科创板并试点注册制,是我国不断完善资本市场基础性制度的重要举措,但科创板顺利落地,亟需对相关法规作出明确、具体的修改补充。业内人士建议,应以设立科创板为契机,加快《证券法》修订,降低证券发行等领域管制,同时加强执法,提高对证券违法犯罪的惩罚力度,增强监管震慑力,提升事中、事后监管水平。在刑事责任方面,对于情节严重的证券犯罪行为,应当适当提升量刑标准,有力打击扰乱市场秩序、操纵价格、违规造假等行为,不断改善我国证券市场法制环境。同时,应考虑如何把注册制写入法律,在金融创新方面的应用也应纳入法律监管。

其次,《公司法》配套制度修改有望加快。此前证监会表示,正在推进《公司法》配套修改,拟考虑提出在继续坚持同股同权原则基础上,增加公司可以发行拥有不同表决权的普通股的法律安排的修改建议,满足初创企业维持控制权的要求。业内人士指出,随着科创板的落地,在坚持同股同权上的要求有望放开,这将为新经济企业上市及海外中资股回归提供便利。此外,股份回购配套政策有望加快推出,对于健全市场内生稳定机制,促进市场健康稳定发展意义重大。

第三,进一步完善退市制度。如提升投资者的索赔效率,简化前置条件的设置,完善民事赔偿制度等。

此外,在进一步鼓励具备条件的上市公司保持或加大分红比例,引入社保、养老金等长期投资者,加强信息披露,加快新三板发行与交易制度改革,放宽银行、证券、保险行业外资股比限制,支持外资资管机构在境内设立法人机构等稳定资本市场预期,提升运行效率,扩大对外开放等方面的改革将渐次落地。

总之,在当前经济金融形势下,通过对资本市场基础性、机制性制度的改革和调整,构建良好的市场运行体系,从而让资本市场更加有效地服务实体经济,并成为金融发展的主导力量。



■ 深交所投资者教育专栏·“财务知识一点通”系列( 20 )

## 毛利变动有蹊跷 报表分析巧排雷

□深交所投资者教育中心

本篇我们将和大家分享本系列中最后一个舞弊案例。在本案中,戊公司通过虚增暂估收入和少计暂估成本的方式调高季报利润,向市场释放业绩利好信号,以提升公司股价。

戊公司是一家从事产品制造、销售的企业,于20X0年上市,上市三年后业绩下滑并开始亏损。在经历20X4年度微利后,戊公司在接下来的两年内持续造假,最终被监管机构处罚。本篇案例,我们将从舞弊动机、舞弊手段、舞弊迹象等方面入手,全面剖析戊公司的财务造假行为。

#### 从舞弊动因看舞弊手段

20X3年,戊公司业绩下滑并开始亏损,戊

公司经营似乎陷入困境:经营活动产生的现金流量转负,流动负债高于流动资产,“缺钱”成为戊公司面临的问题。尽管公司在20X3年通过举债方式短暂缓解资金周转问题,但债务融资规模的增长同时加大了公司的经营压力。

在经历20X4年度微利后,戊公司所处行业市场需求加剧萎缩,市场竞争日益激烈,公司经营面临较大困难。与此同时,公司20X3年的债务将于20X6到期,公司融资压力进一步加大。

在经营、融资的双重压力下,戊公司开始寻觅舞弊机会。由于上市公司半年度报告、季度报告中的财务报表,除特殊情况外,可以不经独立第三方会计师事务所审计。基于这个规定,戊公司在各季度末调增暂估销售收入的销售单价,同时少结转销售成本,将公司20X5年、20X6年

一季报、半年报、三季报中归属于上市公司股东的净利润扭亏为盈。戊公司通过这样的方式在前三季度不断向市场释放利好消息,抬升股价后通过大股东减持“回血”。

#### 从财务报表看舞弊迹象

在本案中,戊公司通过粉饰季度报表实现其目的,我们不妨从财务报表出发,利用财务指标分析抓住舞弊迹象。

1.纵向分析公司各季度毛利率变动情况  
销售收入的虚增和成本的虚减,势必导致毛利率异常上升。通过对企业毛利率进行时间序列分析,投资者可看到企业盈利能力变化趋势。在本案例中,我们可以通过分析公司毛利率历年变化情况,从而发现戊公司20X5年一至三

季度的毛利率较以前年度有明显提升,与公司当时所处的“经济形势低迷,市场需求萎缩”环境并不相符。特别是2015年三季度到四季度,毛利率从25%大幅下跌至-10%，“冰火两重天”的表现不得不令我们提高警惕。

2.横向比较行业内可比公司毛利率变动趋势  
除对企业自身毛利率进行时间序列分析,投资者还可以比较同行业中其他企业毛利率,了解被投资企业在行业中的位置。在本案例中,我们可以通过比较戊公司与行业内可比公司历年毛利率表现,发现历年来戊公司的毛利率均低于行业可比公司的利润率水平。而在20X5年第一季度至第三季度,及20X6年第一季度至第三季度其毛利率水平突然“超车”并于第四季度重新“落后”。这一异常现象也给我们敲响警钟。

#### 思考与启示

戊公司舞弊案例并不复杂,舞弊手段相对简单“粗暴”,但大股东通过粉饰季度报表,短时间内达到“套现”目的。这个案例提醒我们,在面临暂时性利好消息时要保持警醒:

第一,纵向分析暂时性利好消息的可靠性。当投资公司出现暂时性利好消息时,不妨通过纵向分析公司历史上各年或各季度财务指标的变动情况,以判断该利好消息的可靠性。

第二,横向比较暂时性“优质”表现的合理性。当投资公司出现暂时性“优质”表现时,还可以进一步横向比较同行业对标公司的表现情况,以评估高于同行业“优质”表现的合理性。(毕马威华振会计师事务所董锡芳供稿)