

对欺诈发行要强化立体式追责

熊锦秋



【锦心绣口】
对发行上市行为,要贯彻“申报即担责”理念,对构成欺诈发行的要强化立体式追责,切实维护市场诚信基础,从源头把好资本市场入口关。

6月11日,上交所对思尔芯及相关责任人发布了纪律处分决定,予以5年内不接受其提交的发行上市申请文件的纪律处分。据悉,这也是注册

制实施以来,交易所首次对IPO发行人处以5年内不接受申请文件的纪律处分。

2021年8月思尔芯提交科创板首发上市申请,2022年7月思尔芯撤回发行上市申请。证监会对思尔芯涉嫌欺诈发行进行了立案调查和审理,经查,思尔芯在公告的证券发行文件中编造重大虚假信息,2023年底证监会对思尔芯及相关责任人作出行政处罚的处罚。

上交所认为思尔芯的相关行为,违反了《科创板股票发行上市审核规则》(以下简称《审核规则》)第15条、第28条等有关规定,对思尔芯予以5年内不接受发行人提交的发行上市申请文件的纪律处分,“5年”是《审核规则》规定的惩戒上限。

欺诈发行是资本市场的一大毒瘤,严重侵害投资者合法权益,必须对其保持“零容忍”的高压态势、坚决从严从重打击,欺诈发行无论最终是否成功发行上市,都要让相关主体付出应有代价。为此要坚持“申报即担责”的原则,即便欺诈发行没有成功,也要追究法律责任,这方面有明确的规则条文和法律依据。

比如上述《审核规则》后被《上交所股票发行上市审核规则》(以下简称《规则》)所取代,按最新《规则》第15条,自发行上市申请文件申报之日

起,发行人及其控股股东、实际控制人、董监高,以及与本次股票发行上市相关的保荐人、证券服务机构及其相关人员即须承担相应的法律责任。《证券法》第181条规定,发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假信息,尚未发行证券的,处以200万元以上2000万元以下罚款。

严厉打击欺诈发行,证券监管部门该行政处罚的予以行政处罚,交易所该纪律处分的予以纪律处分。尤其在股票发行注册制下,发行审核是由交易所来完成,按三家交易所审核规则,对申请发行上市中违法违规的纪律处分,包括暂不接受发行人提交的发行上市申请文件,暂不接受保荐人、承销商、证券服务机构提交的文件等;这些纪律处分相当于剥夺了相关主体未来一段时间的上市资格,或者开展相关证券业务的资格,也被称为资格罚中的一种。

三家交易所的资格罚是互认的。在资格罚期间,其它交易所也会拒绝相关主体申请的文件,提交的文件,这将增强交易所资格罚的惩戒效应。

对于欺诈发行,还要坚持“一案双查”,即既要查造假发行人,也要全面核查涉案中介机构履职尽责情况,如果发现中介机构违法违规、沦为造假帮凶,也要严肃处理,一案双查是

打破欺诈发行、财务造假生态圈的有效方式。

对欺诈发行责任主体最具震慑效应的,莫过于追究刑事责任。《刑法》第160条规定了“欺诈发行股票罪”,此前已判决欺诈发行罪的案件,一般都是欺诈发行成功,但对在招股说明书等发行文件中造假、而最终并未成功发行,是否构成欺诈发行股票罪,各方观点还不一致。

按最高检、公安部《关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》,达到“非法募集资金额在一千万元以上的”、“虚增或者虚减利润达到当期利润总额百分之三十以上的”等十种情形之一的,就应立案追诉。笔者建议,只要欺诈造假达到一定程度,不管是否发行上市成功,就应立案追诉,司法部门依此严惩欺诈发行,有利于进一步落实“申报即担责”的原则、形成《刑法》震慑。

总之,对发行人申请发行上市行为,要贯彻“申报即担责”理念,对构成欺诈发行的要强化立体式追责,包括交易所的纪律处分、证券监管部门的行政处罚、司法部门的刑事追诉,要让不法分子付出沉重代价,切实维护市场诚信基础,从源头把好资本市场入口关。

(作者系资本市场资深研究人士)

“正式工作”的前世今生

孙勇



【口舌之勇】
要生存,就必须工作。有一份工作,是自力更生的前提。正常情况下,成年人在退休前都会有一份或几份工作。但“工作”前面要加上“正式”这个修饰性的定语,就颇耐人寻味。

去年以来,一首叫《大梦》的歌火遍全网,广为传唱。这首歌由瓦依那乐队与电影演员任素汐合唱的歌,戳中了普罗大众的痛点与泪点。

歌中有一段词这样唱道:“我已二十八,处了个对象,与哥哥姐姐们相遇在街上,于是就吃个饭。她姐姐问我,没正式工作,要不要房子,要不要孩子,要怎么办?我措手不及,仓皇离去,怎么办?”这段歌词,生动地展现了中国老百姓生活中的一个经典场面:谈婚论嫁,婚恋对象(尤其是男方)有一个“正式工作”是必要条件。有了“正式工作”,谈婚论嫁就有了底气,否则,就心虚气短。

人生在世,要生存,就必须工作。有一份工作,是自力更生的前提。正常情况下,成年人在退休前都会有一份或几份工作。但“工作”前面要加上“正式”这个修饰性的定语,就颇耐人寻味,值得讨论一番。

在1949年中华人民共和国成立之前,社会上还没有流行“正式工作”这个词。那时,有“正经的职业”这个说法,但是它与后来出现的“正式工作”这个词还不能划等号。1949年以后,随着计划经济体制的建立,“正式工作”作为一个重要的词汇,广泛应用于人们的生活中。所谓“正式工作”,是通过试用期考察后被国企和事业单位正式录用的员工,这些员工一般与用人单位签订长期劳动合同,享受国家规定工资福利待遇。“正

式工作”通常与国企、事业单位的员工相对应,也就是所谓的“铁饭碗”。

1978年,中国开始实施改革开放,从计划经济走向市场经济。自此,社会经济日益丰富多彩,在公有制经济之外,民营经济也蓬勃发展起来。上世纪70年代末80年代初,个体户和私营企业大量涌现,个体老板和私企高管成为先富起来的一群人。但尽管如此,社会上大部分人受固有观念影响,在相当长一段时间内仍对个体户和私营企业有所轻视,不认为它们属于“正式工作”。

需要特别说明的是,改革开放之初,外资企业是作为贵宾引进中国内地的,且它们来自发达经济体,因此,能在外资企业上班的中国内地人,被人们高看一眼,自然属于“正式工作”的拥有者。

随着改革开放的深入和人们思想观念的不断解放,个体户和民营企业的社会地位稳步提升。一方面,“铁饭碗”虽然比较稳定,但是收入比不上那些优秀的个体户和民营企业,让人们不得不平而后者刮目相看;另一方面,1992年邓小平南方讲话后,国企和事业单位掀起了一股辞职下海经商潮,对人们崇拜“铁饭碗”的观念产生巨大冲击。在此背景下,个体户和私营企业终于跻身“正式工作”的阵营。

1992年后,中国经济进入高速增长期,中小民营企业和外资企业发展尤其迅猛。外资企业和民营企业的高薪,吸引着无数大学生前往应聘。在相当长一段时间里,头部的外资企业和民营企业成为中国大学毕业生就业的首选;在世界500强阵营中的外资企业和民营企业的岗位,更是被中国的大学生们视为“金饭碗”。在“正式工作”的阵营中,“金饭碗”具备向“铁饭碗”叫板的底气了。这是改革开放带来的时代进步。

以上,是从所有制的维度理解“正式工作”的前世今生。此外,还可以从法治和风俗习惯的维度去理解“正式工作”的内涵。

从法治的维度看,所有合法的工作都是“正式工作”,受到法律的保护;所有非法的工作,比如贩毒、走私、杀人越货、混迹于黑社会等,虽然很挣钱,但都不能算是“正式工作”,而且法律要予以打击。这一点很好理解,也容易达成共识。

从风俗习惯的维度看,大多数中国人通常认为“临时人员”的职位不是“正式工作”,只有“在编人员”或签了长期劳动合同的“正式工”的职位才是“正式工作”。对于近些年来经济学家们新定义的“灵活就业”岗位,有的人认为那不属于“正式工作”,有的人则认为那属于“正式工作”——这种分歧之所以产生,是由于一部分人秉承求稳的传统风俗习惯,而另一部分人能够以适者生存的心态拥抱时代的变化。未来,两者能否消弭分歧,达成共识?只有交给时间去解答。

(作者系证券时报记者)

脚下沾泥土 一枝一叶总关情

陈勇洲



【秉笔陈言】
脚下沾有多少泥土,肩上就有多少责任。

今年5月份,我和一名同事来到地处燕山脚下的河北省滦平县平坊满族乡马圈子村,开启为期半个月的驻村实践生活。

此次驻村实践,需要完成一篇调研报告,经过初步的了解,我们把选题定为当地村民的饮水问题。当地

属于半干旱半湿润大陆性季风气候,近两年尤其干旱,别说农作物灌溉了,连人和牲畜的饮用水都成问题。为了获取更多的饮用水,村民不得不把井打得越来越深。纵使这样,水源问题仍然没有得到改善。

为了协助我们调查,更加全面地了解最底层的村情村貌,村干部选择了相对缺水和不缺水的农户让我们走访。村干部担心我们怯场和不懂方言,全程陪同我们入户。初次走访时,在微信群自我介绍之后,我们一上来就采取一问一答式了解村民缺水情况,虽然能简单快捷地获取信息,但回想起来有点审问的味道,交流缺乏“人情味”,自己也会因于不知该如何继续提问的窘迫之中,难以深入了解村民的真实需求。

村干部看到我的窘迫后,耐心教我:“到群众家中,虽然是带着任务去的,但先不要开门见山,先跟群众‘拉家常’,在‘拉家常’中,群众就会慢慢放下戒备心,敞开心扉。”

我依言而行,果然有效。作为一个初来乍到的陌生人,要了解村里的情况,首先要同村民交朋友。只有成为朋友,村民们才会跟你讲实话,而不是客套话,你才能知道他们的真实想法和需求,才能想到群众竟可以为他们做什么。要想让群众对你讲真心话,就必须多往群众家里走一走、坐一坐,拉拉家常,争取群众的信任。群众不来我就过去,主动去了解,很多时候就是在喝茶聊天中了解情况多一些。

除了饮用水问题,我们还调研了当地特色产业、基层管理和农村物流现状等,为了准确掌握更多的信息,我们挨家挨户走访,找村干部聊,找村民聊,找企业聊;到地里看,到仓库看,到山上看;往其他示范村、先进村跑,往乡里、县里各部门跑。一个多星期下来,我们心里渐渐有了底。这种四处奔波、千头万绪的状态,既忙碌又充实,跟以往工作是迥然不同的。

驻村之后,感触颇深。我把自己真正融入到老百姓当中,切身感受他们的酸甜苦辣。我观察村干部处理各种琐事,可能是张大爷的补贴材料、孙大娘的证明文件、曹大哥的帮扶政策或文家的田地纠纷。在时代的洪流中,他们的事或许是一粒微不足道的尘埃,但对于他们自己,却是关乎家庭和人生的大事。

脚下沾有多少泥土,心中就沉淀多少真情,肩上就有多少责任。我们在一次次跑腿中,深入调查研究,一些看似琐碎的事情,恰恰是跟群众利益息息相关,最需要办好的事情。

驻村实践生活短暂而充实,我们能做的其实微乎其微,甚至于不会被太多人记住,但这里的每寸土地、每个人、每件事都早已铭记我心。这半个月的经历提醒我要常怀赤诚之心、实干之心和奉献之心去看待世界,扎扎实实站在土地上,真真切切做一个有用的人。

(作者系证券时报记者)

正本清源 从严监管拟上市企业“突击”分红

胡建平 干胜道



【市场论道】
建议:凡是因报告期分红行为不符合要求被终止IPO的企业,自终止之日起,三年内不得再次申报IPO。

近年来,不少拟上市企业在IPO前“突击”大额分红,但又IPO募资“补血”。这种“前脚分红,后脚募资”的异常行为,引发市场关注和质疑,也引起了监管部门的重视。新“国九条”将上市前突击“清仓式”分红纳入发行上市负面清单,沪深交易所也初步制定了突击“清仓式”分红的具体标准。不过,拟

上市企业都有若干募投项目,因自有资金不足才上市募资,按理不具备大额分红的条件,如仍要实施大额分红,那就是“掏空”行为,将影响企业的持续经营,也侵害将来入股的新股东利益。反之,如果拟上市企业具备大额分红的条件,突击分红之后造成缺钱的假象来申报IPO,这就属于“套现圈钱”行为,挤占了有限的IPO通道资源,不仅妨碍真正具有融资需求的优秀企业上市融资,也降低了社会资金流动的效率。不管哪种情况,若拟上市企业不愿将累积利润用于经营发展或上市后将与新老股东共享,很难相信这样的企业上市后将大受管理层和中小股东和社会负责。因此,仅仅把当前标准的“清仓式”分红列入上市发行负面清单,显得过于宽松。要彻底正本清源,真正实现从源头上提升上市公司质量的目的,监管部门应制定更为严格、更为精细的拟上市企业分红的监管规定。

拟上市企业向老股东分红应做到“三要”:一要合法;二要合适;三要正当。要合法,就是分红必须符合《公司法》中关于利润分配的规定。《公司法》规定,只有当年净利润为正,且留存收益为正,才能向股东分配当年利润;分配当年净利润时,还应当提取利润的10%作为法定公积金,除非法定公积金累计达到注册资本的50%以上。因此,在正常盈利情况下,如法定公积金已经提足,分红比例最大可达当年净利润的100%,否则最大不超过当年净利润的90%。

要合适,就是分红不能超出企业的分红能力。只有留存收益为正,并且自由现金流为正,企业才具备分红能力。企业在某个时点的现金存量至少要扣除正常经营周转所需现金、保障经营安全所需资金和资本性支出所需现金之后的现金,才是自由现金流。自由现金流源于自由现金流量,且不可能超过自由现金流量。理论上如果只维持现有规模,营运资本不变,折旧摊销能满足资本更新性支出,则自由现金流量近似等于净利润。但由于存在通货膨胀,固定资产等长期资产的重置成本很可能会超过历史成本。就是说,即使维持规模不变,自由现金流量也可能小于净利润。从自由现金流量中,企业还需预留一定比例的安全性资金,以应付不测之需来保障经营安全,剩余的才是可向股东分配的自由现金流。因此,考虑到盈余公积的提取、安全性资金的预留以及通货膨胀等因素,处于经营稳定、近似于简单再生产的企业,分红比例不宜超过净利润的80%。如果企业规模扩大,业务增长,营运资本增加和资本性支出扩张所需资金,则会远高于折旧摊销金额,导致净利润增加而现金流量反而大幅减少的现象出现,自由现金流量很可能

远小于净利润。此时,自由现金流就会更少。股利生命周期理论表明,处于成长阶段、资本性支出较高的企业不支付股利或较少支付股利。因此,具有较强成长性的企业,资金需求旺盛,分红比例不应超过净利润的50%,甚至不分红。此外,如果企业有息负债较多,存在债务本息的偿付问题,那么分红比例还将降低。

要正当,就是分红要兼顾各利益相关者的利益,任何一方不得侵占或损害其他各方的利益。拟上市企业,尤其是民营企业,股权十分集中,实际控制人持有大部分股权或现金流权。拟上市企业若IPO成功,将增加数千数万的新股东,这些新股东属于潜在利益相关者。拟上市企业分红,重点要考虑新老股东和债权人的利益。债权人在IPO前是在位的。因而,拟上市企业分红,主要就是兼顾新老股东的利益。正常情况下,拟上市企业是自有资金不足而上市募资,按招股书报告期最近三年为算,最近一年不应当实施分红,即分红比例为零。报告期前两年因大额资本性支出不明确,具备分红能力的,可以实施分红,但应兼顾未来新股东的利益。拟上市企业一旦IPO成功,新股东拿出真金白银投入企业共谋发展,企业价值较上市前一般会存在大幅溢价,这部分溢价由老股东享有,作为补偿,拟上市企业应将报告期前两年可分配的利润留出一部分与新股东共享。因此,

在报告期前两年,经营稳定、成长性不强

的拟上市企业分红比例应低于80%,成长性较强的拟上市企业分红比例应低于50%。另外,如果拟上市企业流动资金不足,或者有息负债率较高,明显不具备分红能力的,报告期任何年度都不应分红。

从严监管拟上市企业分红行为

保护中小投资者的合法权益,需要监管前置,强化拟上市企业的行为约束,严把发行上市准入关,从源头上提高上市公司质量。为此,结合拟上市企业分红的“三要”理论和沪深交易所各板块的定位与上市审核规则,对拟上市企业分红行为提出以下监管建议:

第一,报告期最近一年,不得实施现金分红。IPO申报时,拟上市企业已经具有明确的大额资本性支出,即便留存最近一年的所有利润也不能满足募投项目资金需求。因此,报告期最近一年,拟上市企业不可能具备分红能力,不得分红。

第二,报告期任何年度存在分红的,募资不能用于补充和还贷。企业用于分红的自由现金流,是应该扣除了正常经营周转、贷款偿还等所需资金之后的现金。报告期存在分红,就不该出现流动资金短缺和贷款无力偿还的情况;反之,募资有用于补充流动资金和偿还贷

款的情况,则报告期不具备分红能力,或者报告期实际分红超出分红能力范围。因此,募资用于补充流动资金和偿还贷款的,报告期任何年度都不应分红。

第三,申请主板上市的企业,报告期前两年累计分红金额应低于同期净利润的80%;申请科创板或创业板上市的企业,报告期前两年累计分红金额应低于同期净利润的50%。沪深主板突出“大盘蓝筹”特色,重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大的行业龙头企业;科创板支持具有较强成长性的“硬科技”企业;创业板支持成长型创新创业型企业。即申请科创板、创业板上市的企业,都要具有成长性,而申请主板上市的企业,对成长性没有特别要求,可以是处于成熟期的企业。因此,考虑到兼顾新老股东利益和沪深交易所各板块的不同定位,申请主板上市的企业,报告期前两年累计分红金额应低于同期净利润的80%;申请科创板或创业板上市的企业,报告期前两年累计分红金额应低于同期净利润的50%。

第四,凡是因报告期分红行为不符合要求被终止IPO的企业,自终止之日起,三年内不得再次申报IPO。因分红行为违规而被终止的IPO企业,自终止之日起,规范经营三年后,方能重新申请IPO,以儆效尤。

(胡建平系清华大学管理学院副教授,管理学博士;干胜道系四川大学商学院教授、博士生导师)