

进一步完善信息披露监管执法体系

——深交所第五期“手拉手”征文活动获奖作品选登

编者按:深交所举办的第五期“手拉手”征文评选结果日前揭晓。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核查优势,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。现将本期一等奖部分作品内容进行摘编,以飨读者。

以信披为中心的上市公司监管转型

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以信息披露为中心转型迈出坚实的步伐。

“以信息披露为中心”是资本市场发展历程的必然要求,是资本市场的本质要求以及市场经济发展的内在要求。

目前,信息披露监管执法存在一些问题:从检查和处理结果对比来看,监管转型“革命尚未成功”。从处罚措施惩戒效果来看,整体“隔靴搔痒”效果不佳。从查处违法违规具体行为来看,“全面转型”任重道远。从稽查执法下放效果来看,各辖区信披案件普遍“遇冷”。从线索来源来看,交易所“唱主角”的现象亟待改变。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。

此外,通过对查处的具体案例分析,

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:子公司业已成为上市公司信息披露违法违规的“生力军”;重大会计差错追溯调整为揭露财务舞弊案的“纠察队”;美化现金流“成为财务造假榜单上的座上宾”;非市值管理与信息披露违法违规结下“伴生缘”。

以信息披露为中心”监管转型的展望与建议有以下几点:进一步完善信息披露监管执法体系;增强证券交易所信息披露监管方面的独立性和自主

权;尽快完善信息披露违法违规线索发现、处理及评估机制;进一步提升监管透明度,分阶段揭示违规风险;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;充分发挥信息中介、媒体和社会大众的信息披露监督作用;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”;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”的理念。

完善上市公司自愿性信披制度的思考

广东证监局 周志鹏

随着我国资本市场的不断发展和完善,传统的强制性披露已不能满足各种市场主体对上市公司信息披露的需求,尤其是在近年来新业态、不同经营模式公司纷纷上市,将来尚未盈利的互联网和科技创新企业可能被允许上市的情况下,自愿性披露作为强制性披露的有益补充越来越受到重视。

J公司2014年报中自愿性地披露了90多页、190多项信息,内容及公司目标和战略、资产收购、关键业务指

标、预测信息、风险因素等各个方面,具体主要包括:(一)非美国通用会计准则会计信息。J公司在新闻稿(按Form 6-K要求编制)中披露了25项非美国通用会计准则会计数据。(二)关键业绩指标。J公司在其年报中主动披露了市场占有率、GMV(网站成交金额)、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。

我国自愿性信息披露现状:意愿较低;质量较低;披露形式随意。

造成上述现状的原因包括:一是资本市场有效性不足。当前我国资本市场散户化特征明显。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,竞争不足。二是缺乏专门的法规制度。三是考核评价力度不强。交易所公布的上市公司评价或考核的等级一般只有A、B、C、D四个等级,致使区分度较小,弱化了对上市

公司的正向激励和给投资者以参考的效果。四是民事赔偿机制不完善。我国证券虚假陈述民事赔偿机制不完善,导致投资者民事索赔的难度与成本偏高,我国的虚假陈述诉讼提起率相当低,导致绝大多数公司对“利空”消息披露不足。

相关启示和建议如下:进一步增强市场有效性;加强对自愿性信息披露的引导;完善自愿性信息披露的免责制度;完善相关考核评价体系;加强对自愿性信息披露的监管以及完善虚假陈述的民事赔偿制度。

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。

目前,创业板再融资整体状况如下: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。

通过对部分公司及财务顾问现场访谈、电话及邮件回访,梳理总结出再融资制度实施中存在的两大类共性问题:一是小额快速定增机制市场认可度不高。原因包括:融资规模偏小;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;审核标准较为严格;审核周期较长。

二是部分条款及审核理念偏离初衷。具体原因有以下几个方面:

一是发行对象限制增加了发行难度。二是“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。

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:

一是设置差异化融资标准,激发小额定增市场活力;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。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。二是放宽认购对象限制,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。三是明确股份转售要求,降低集中减持的市场影响。四是引入分道制理念,不断提升审核效率。五是弱化募投项目审核要求,提高募集资金使用效益。

强化非行政许可类重大资产重组监管探讨

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制,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。

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。主要包括上市公司、并购标的资产、中介机构执业和监管机构四个方面的问题。

上市公司层面问题包括:市值管理热潮余波未平。信息披露质量难以保证。利益输送可能性增大。从并购标的资产看,权属不清、资产不实、经营资质瑕疵;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。此外,中介机构执业方面存在的问题包括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。同时,监管层面存在的问题包括: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。

针对上述情况,我们建议:探索非行政许可类重大资产重组分类监管;细化信息披露监管;强化中介机构执业过程监管;进一步完善监管协作机制;加强投资者合法权益保护。

杠杆风险带来的市场监管思考

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。前期股市异常波动后,“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

是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。

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20年的杠杆率最高峰为1998年的6%;日本的投资杠杆率也同样长期处于1%以下。

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:一是1倍融资杠杆总体风险优于2倍融资杠杆。二是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。三是融资杠杆对市场泡沫的形成和破灭起推波助澜作用。

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

研究员员工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。

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,存续期主要集中于2年至3年(含)之间。

现阶段上市公司员工持股计划主要问题包括:法律体系层面、公司治理层面、税收财务层面、合规管理

层面、信息披露层面。

对此,政策建议如下:一是完善法律法规体系及配套政策;建立健全员工持股计划的顶层法律体系和完善现有《指导意见》及配套规则。二是充分发挥优化公司治理结构的作用;平衡上市公司大股东与员工的利益关系;优化员工持股计划的管理机制;促成长效激励机制的形成。三是明确会计核算依据,制定税收优惠政策。四是鼓励中介机构创新服务员工持股计划。五是以信息披露为中心,放松管制加强监管;强化信息披露要求;完善中小投资者的意愿表达机制;加大违规行为打击力度;完善员工持股计划中违规收益的追偿机制。

公司债违约处置应保护持有人利益

北京证监局 柳艺 蔡云红 王霞 张烨

我国债券市场发展迅猛,违约情况集中爆发;债券违约逐步打破刚性兑付,市场化处置流程仍在探索。

与我国债券市场比较,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。同时,国际债券市场违约相对频繁。

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

债券信息专业性披露问题。

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。

对此,我们需要一是培育信用风险意识,回归监管本位;二是完善配套法律体系,促进中介机构履职;三是建立配套的保障机制,改进债券人利益保护机制;四是完善增信机制,促进债券市场健康发展;五是完善债券合同及标准条款,充分发挥市场制约作用。

上市公司网上舆情应对研究

天津证监局 刘志军 刘艳玉

在当前背景下,通过对深交所全部上市公司的调研,揭示上市公司网上舆情状况及应对实践中存在的问题,并就如何实现网上舆情的及时反应、有效利用和合理监管提出对策建议。

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。二是事件催化暨舆情高涨阶段。三是事件变化暨舆情波动阶段。四是事件平息暨舆情淡化阶段。网上舆情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。

上市公司网上舆情发生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。三是涉及行业呈现多元。四是危机源头较为集中。

对于加强上市公司网上舆情监管,有以下五个建议:一是进一步提升舆论引导能力;二是发挥舆情在监管中的作用;三是优化和完善信息披露体系;四是规范和维护信息传播秩序;五是加大对公司的服务和帮助。