

神开股份为注册制敲警钟

11月21日,中小板上市公司神开股份同时发出两份公告。一份为《关于收到上海监管局行政监管措施决定书的公告》;一份为《关于收到中国证监会对公司立案稽查的公告》。虽然是两份公告,但所涉及到的内容应是一致的,二者表现为一种连续性。

根据上海监管局下发的《行政监管措施决定书》指出,2012年神开股份对部分客户存在开具发票即确认销售收入并暂估成本、相应货物实际未发出或劳务未提供的情况。其中,2012年一季度,神开股份提前确认收入90498万元,影响税前利润31674万元;半年度提前确认收入201474万元,影响税前利润70516万元;前三季度提前确认收入146011万元,影响税前利润51104万元。上海监管局认为,神开股份披露的2012年一季度、半年度和三季度报告未能真实反映公司财务状况和经营成果。为此上海监管局认定神开股份违反了《上市公司信息披露管理办法》第二条

的规定,要求该公司对不符合上述规定的行为及时予以整改。同时要求该公司董事、监事及高级管理人员应认真学习证券法律法规,提高规范运作水平,切实做好信息披露工作。也正是在此基础上,这才有了证监会以涉嫌信息披露违法违规来对该公司立案稽查。

证监会对神开股份的立案稽查很有必要,相信证监会最终会对神开股份作出相应的处罚。不过,最终的处罚对于神开股份来说无关痛痒的可能性较大。比如对单位与责任人罚点款项,以及对责任人予以警告之类,即便是情节更严重一些,无非就是宣布市场禁入。

神开股份暴露出来的是中国股市的软肋。虽然这一次证监会立案稽查的是该公司信息披露方面涉及到的违法违规行为,但实际上,神开股份所暴露出来的A股市场的软肋显然并不局限于此,它至少包括三个方面。

一是弄虚作假盛行。虽然我们不能说A股市场是一个弄虚作假的市场,但弄虚作假盛行在A股市场却是事实。恶劣者如绿大地、万福生科,直接造假上市。而神开股份并不涉及到造假上市,其弄虚作假无非是粉饰业绩,别让业绩太难看。如果说绿大地、万福生科这种造假上市并非A股市场主流的话,那么象神开股份这种情况在A股市场应该比较常见。企业上市,但为了各方面的需要,也在业绩上造假。

二是企业上市,高管走人。这种现象可以说是A股市场的一道“靓丽”风景。神开股份也不例外。神开股份是2009年8月上市,但公司上市后不久即涌现离职潮。先是财务总监王口离职,紧接着董事会秘书、副总经理王弥宗辞职,公司董事、副总经理戴廷轩辞职,公司财务总监任汉芳辞职,随后还包括审计部门负责人、证券事务代表等,直到今年10月22日,公司监事会主席毕东杰辞职。虽然

说辞职者各有各的原因,但部分高管为套现而辞职的动机还是很明显的。如王弥宗、戴廷轩、毕东杰在公司股票上市时分别持有632,854股、164,508股和702,549股公司股份。这也充分说明A股市场一些上市公司的高管,把企业上市当成了套现工具,至于企业未来的发展,则不是这些高管们操心的事情。

三是大非套现,利好相送。根据上海监管局的认定,神开股份在2012年前三季度存在虚增业绩行为。而公司大非显然是虚增业绩的受益者。该公司2012年的半年报是8月25日报出的,而8月13日该公司解禁的大非限售股有404624万股,并且8月27日,作为公司实际控制人之一的袁建新就以大宗交易的方式套现200万股,套现金额2194万元。神开股份的虚增业绩行为,正好为袁建新的套现创造了有利的条件。当然,这种现象在A股市场较为普遍,比如为了大非们可以高

价减持,业绩增长、高送转、并购重组等利好都可以相继登台。这种情况尽管在投资者看来并不公平,但监管部门却也奈何不得,至少到目前为止没有哪家公司因此受到查处。

神开股份所暴露出来的A股市场的这些软肋,对于目前市场谈论得正热门的注册制来说,无疑是敲了一次警钟。因为对于注册制来说,必须要有严厉的市场监管来为其保驾护航,其特点就是“低门槛、严监管、重处罚”。而从神开股份所暴露出来的这些问题来看,A股市场的监管实在是难言严厉,很难为注册制保驾护航。如此一来,一旦注册制实行,神开股份所暴露出来的这些问题将会更加普遍,股市投资环境的进一步恶化将不可避免。因此,为了注册制改革能够顺利推进,神开股份所暴露出来的这些问题,也有必要借这次证监会立案稽查之机好好地查一查,管一管。

(来源:新浪财经)

注册制要革谁的命

冉学东 / 文

我把三中全会此次提出的注册制改革称为“釜底抽薪”,查查字典,釜底抽薪,语出北齐魏收《为侯景叛移梁朝文》:“抽薪止沸,剪草除根。”古人还说:“故以汤止沸,沸乃不止,诚知其本,则去火而已矣。”

止沸,这个沸是什么呢,就是围绕在新股公开发行过程中实质上的审批制的寻租和腐败,这是中国证券市场长期疲软,融资和投资功能都双双低效的最根本的原因,只要注册制抽调了“审批制”这个薪,才能把大量的腐败和寻租给彻底祛除。

人们都说,中国证券市场是一个畸形的市场,畸形的源头就是政府的干预和主导,IPO的过程就是政府部门层层雁过拔毛,包括相关主管部门以及分支机构。

而正是通过政府的权力,最近几年出现了一个新的名词叫PE腐败,常见的PE腐败就是与政府权力有关的人或者就是某些政府人士隐身幕后,一旦通过内部的交易认定公司很快上市,在企业上市前不久临时组织一个PE公司,廉价获得公司原始股,然后等到上市后高价套现,赚得盆满钵满,这就是为什么前几年IPO“三高”高烧不退的主要原因,这里隐藏着大量肮脏的财富和权利的交易。这样的证券市场怎么可能有三公存在?没有三公存在怎么可能兴旺发达?

这是此次高层主推注册制的主要原因,就是要用改革的方式去倒闭有关部门警醒,洗心革面,自我革命,说得到位一点其实要他们给出一定的机会,重新做人。

我们注意到证监会主席肖钢上台后惜字如金,没有公开讲过话,最近在财经论坛上他发声了。

他的讲话前面有一个长长的铺陈,他把改革分为两类难点,第一个方面就是过去实践证明,行之有效的改革的措施。但是在今天新的条件下,不再实用,现在要放弃,这一点是很容易做到的。

第二个难点,对以后未来要做的必须要做的就是正确的事情,但是在今天条件还不具备的时候,也要去做,这一点也是很难的。看准了未来必须要做的是正确的事情,但是把它提前到今天来做,还不具备条件的时候,今天是很困难做。未来是正确的,但是今天要创造条件来做,等到以后的条件成熟了,就会水到渠成。所以在改革中做到这样是不容易的。

前面不知道肖钢指什么,后面第二个难点,我猜他指的是注册制,为什么,因为注册制肯定是正确的事情,三中全会决定,能不正确吗,敢不正确吗?但是条件不具备,提前到今天来做了,所以很困难,但是三中全会要这么做,也只能做。所以要创造条件来做:等到以后条件成熟了。笔者猜测,这是肖钢对三中全会注册制的内心的想法。

他在后边的讲话中自然引出了注册制改革,肖钢对注册制的理解是,注册资改革,各个国家和地区实行注册资改革,做法都不完全一样。当有一个基本的特点,这个股票的发行要以信息披露为中心。也就是说,证券会对发行人的信息披露的准备性、全面性、及时性要进行整合。但是不对这个公司的投资价值 and 持续的盈利能力做出判断。

所以他不认为,注册制改革就是登记生效制。“好像我去一个公司登记一下,市场就生效了,不是这样的。”他说,证监会仍然加强对信息披露的监管,在这个方面还要进一步加强,他举一个例子来说。美国是实行注册制很典型的国家,他的股票的发行,证监会的股票发行500,里面大多数是会计师、律师、行业专家。相比起来我们弱得多了,无论从人员的数量还是数字来讲。“不要理解为注册制就不管了,就立案、生效。”

以上肖钢对注册制的理解基本还是正确的,但最基本的是还权于市场,还权于投资者,如果没有这个核心,注册制即使实行也是变相审批制,为什么,我证监会官员随便在你的信息披露中找到毛病,我就不然你上市,这算注册制吗?信息披露的真实可信与业绩和



投资价值判断如何区分?这都是极为微妙的事情。

注册制的主要核心是,在注册制下证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查,不进行实质判断。证券发行注册的目的是向投资者提供据以判断证券实质要件的形式资料,?以便作出投资决策.?证券注册并不能成为投资者免受损失的保护伞。如果公开方式适当?证券管理机构不得以发行证券价格或其他条件非公平?或发行者提出的公司前景不尽合理等理由而拒绝注册。

这对于中国目前的证券监管而言是什么?是要把证监会主导市场主导上市的过程

去除,如果不是这样,证监会就不仅仅抓牢了权力,而且把责任甩给了别人,如果证监会还以政府官员自居,想要以权利刁难上市过程,那么注册制改革就最后只能是泡汤。

所以,这里边,肖钢提到了中国法律制度的健全,证监会监管力量的加强等都是对的,注册制需要一定时期的过度,但是,按照此次会议的精神,这个制度不能无限期拖延,更不能作为抵制改革的借口。

任何改革都有一个权衡的过程,什么时间才算时机成熟,也没有客观的标准,这次三中全会提出来了,至少高层认为,时机已经成熟,需要采取行动切实推行。

而事实上,目前中国的证券市场要走上健康的道路,唯一的道路也是注册制,也就是把发行上市的权利交给中介和上市公司,风险由投资者负担,监管就当好你的市场执法服务的角色。这样,市场才能健全,相关的上市和交易才能走上正轨,也是IPO此次重启的契机。

如果相关部门还拿各种借口推诿抵制,那么这次三中全会之所以要成立一个全面深化改革领导小组,其主要功能就是要解决这种问题的。

所以注册制是要革谁的命:答案是各级政府部门和相关职能部门,证监会首当其冲。

面对注册制：监管者更应借鉴并强化技能与勤勉义务

郝旭光 / 文

监管者存在着推卸责任效应、先验假设偏差等偏差且与被监管者无区别,其理性水平并不比被监管者高。面对注册制的挑战,证券监管者更应注意到自己的非理性程度,应该借鉴上市公司高管履行技能和勤勉义务,在监督及其审核材料的过程中,应该像经理人对董事会及公司负责一样对市场参与者负责。

《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》明确指出,推进股票发行注册制改革。把注册制写入党的正式文件,非常罕见,说明最高决策层对中国资本市场发展的高度重视。

对于注册制的理解,千万不能误解为上市没有门槛。注册制是有门槛的,尽管不再用行政力量审批,从这个角度可以理解为是宽进,但从管理的原理我们知道,宽进需要严管来配套,注册制对监管提出了更高的要求。证券监管部门应该积极从四方面对注册制改革进行推进。第一,提高自身业务能力,注意自身的非理性程度;第二,转变监管理念,充分发挥市场在资源配置中的决定性作用,在融资方式、发行节奏、发行价格、发行方式等方面强化市场约束机制;第三,严格信息披露监管改革;第四,加强监管执法。本文重点探讨第一个问题,后面三个问题将会在以后陆续分析。

监管者要正视自身的缺点和不足

笔者曾经通过有情境因素的问卷调查,验证了我国证券监管者存在先验假设偏差、立即满足偏差和回忆陷阱。发现其产生的共同因素都是源于决策者在选择决策信息时存在重主观、忽视客观的特点,并与过度自信有着密切的关系。进而通过对问卷数据的定量分析进行实证,发现证券监管者过度自信的比例比一般管理者的比例高。这个结果揭示了体制对中国证券监管者的双重作用以及在公众关注度高、业绩压力大的条件下监管者以主观偏好为主而较少尊重客观情况的行为特点(详见笔者发表《中国工业经济》2013年10期的论文“中国证券监管者行为偏差及其关联性研究”)。笔者的研究还发现,中国证券监管者存在不同程度的自我服务偏见,后视偏见和推卸责任效应(详见笔者发表在《北京工商大学学报》2012年5期的论文“中国证券监管者非理性行为关联性研究”)。而且监管者的这些偏差与被监管者没有什么区别,换言之,监管者的理性水平并不比被监管者高。这个严峻的现实,对将来实施注册制提出了极大的挑战。

借鉴并强化技能和勤勉义务

借鉴上市公司的治理问题,监管者应该按照技能和勤勉义务要求来提高自己的素质。就上市公司的治理结构而言,上市公司董

事和经理被作为特殊类型的受托人,对上市公司股东和投资者负有技能和勤勉义务。在这种情况下,需要强调对上市公司主要负责人提出的技能和勤勉义务的客观性标准的性质,“勤勉”一词指的是在管理公司事务中表现出的被期待的和积极的履行职责的行为。所谓勤勉义务,又称善管义务、注意义务,指的是公司董事、监事、高级管理人员应当诚信地履行对公司的职责,在管理公司事务时应当勤勉谨慎,必须表现出一名有理性人在管理自己事务时能够达到的注意义务标准来履行职责,要采取有效的措施,防止公司利益遭受损失,为实现公司最大利益努力工作。

因此,监管者必须满足一项客观性的勤勉义务标准,犹如他们在管理自己事务时那样,监管者在审核公司发行资料时,应该像自己准备投资该公司一样,强制公司披露相关真实信息并使自己真正了解真实信息。在对材料审核作出决策前通过各种方式知悉与决策有关的信息,对需提交注册的公司信息的事项作出审慎周全的判断和决策。并且这一客观标准对所有当事人都是一样的。

在证券监管审核材料时,“什么都不做”是应该取消任职资格的。应当明确的是,只说一句“我做了我能够做到的”这样的话,也不能作为对未履行义务指控的回答。如果他相信自己没有能力做他知道必须做的事情,那么他应当离开监管者的岗位。

概括说来,借鉴勤勉义务,要求监管者在监督及其审核材料的过程中,应该像职业经理对董事会负责一样对市场负责,对市场参

与者负责。

职业经理对董事会和对公司负责,只有勤勉是不够的,还需要技能。同理,监管者要对市场和市场参与者负责,也应该在勤勉的基础上要求技能。

需要注意,《信托法》中的受托人不是一个分离的法律实体,是在一个联合体的基础上进行运作的。在这个联合体中,委托人享受信托收益,受托人对信托债务负法律责任。这样一些差别决定了不能够以“普通谨慎人”规则来约束上市公司主要负责人履行注意、技能和勤勉义务,不能够把上市公司管理人理解为像遵守“普通谨慎人商业行为标准”的基金管理人那样的受托人,而应当允许他们有一个承担运营风险的运作空间,让他们显示出更多的企业家精神。借用到监管者的勤勉义务,监管者在审核拟上市公司的发行资料时,确实做到了像自己准备投资该公司一样仔细、认真,强制公司披露了相关真实信息。如果真的做到这一点,即使发行人造假最终得以成功上市,材料审核者人员也无需承担责任。

而“技能”被说成是“特殊的任职能力”,它不是有理性的人普通资质的一部分,但却是由特殊培训和经历产生的顿悟的结果。这种顿悟要求那些从事特殊技能工作的人士不仅要实施合理的注意义务,而且要达到相应的职业标准。如果上市公司董事和高管人员未能表现出与其职业要求相称的“特殊的任职能力”,没有适当地理解他所管理的业务,他们将不能够做出与此相关的知情的和

正确的管理决策。显然,仅仅具有非常有限的、一般性的和表面上的理解根本不能与之管理角色相匹配。技能标准,其义务仅限于主观性标准,因为取决于公司董事和经理的个人技能。

这意味着倘若他们拥有一项相关的专门技能,他们将被按照拥有该技能的有能力的从业者的标准进行评判。当事人拥有更高超的技能,对他的要求就更高。换句话说,对勤勉义务存在着一个内在的客观性标准,但技能义务则取决于特定当事人。在技能方面的主观性义务可能会影响注意和勤勉义务,表现为当事人的资历越高,对其注意和勤勉义务的要求也越高。然而,如果当事人没有掌握任何特定技能,也不具备任何资历,其义务的客观性质不能够因此降低,因为存在着一项关于勤勉义务的内在的或基础性的客观标准。监管者必须具备一定的技能要求,才能在审查拟上市公司的材料时,有能力将拟发行公司的所有造假问题都能予以识别。如果把上市公司主要负责人的法律责任扩展到证券监管的范畴,还有更多的问题需要考虑,例如,监管者应该有能力做好基础的服务工作,保障市场有公平机制等。

因此,证券监管者应该注意到自己的非理性问题,应该像上市公司的高管一样,必须履行技能和勤勉义务,监管者在监督及其审核材料的过程中,应该像职业经理对董事会及公司负责一样对市场负责,对市场参与者负责。而且,要求既有责任心,也更要有能力做好监管及材料的审核工作。