

针对监管层的维权将会增多

肖玉航 / 文

市场经济越深入,投资者维权意识将越加明显,这是世界主要市场经济国家体现的法治与经济的必然,由于证券投资、理财投资等领域涉及的投资者越来越广,因此可以预见,随着法律意识提升及市场自身发展,未来针对监管层的维权也将明显体现出来。

近年来随着股票市场规模的日益扩大,证券相关法规与条例、通告、通知、意见等增多,其体现的市场利益冲突可以说不断增加,而从市场多个层面即会计师、上市公司、证券公司投资人士、高校教授等状告中国证监会现象的增加来看,这充分说明市场建设、利益博弈、法治方面的问题依然严峻。

2014年2月8日,光大乌龙指主角杨剑波状告证监会,称:这是一次上海证监局、上交所事先对交易知情并未阻止,在中金所热线指导下完成“内幕交易”,“我是被冤枉的!”。近期,北京市第一中级人民法院已经正式受理光大证券原策略投资部总经理杨剑波诉证监会一案。一时间,证监会再次成为状告的对象,尽管光大乌龙

事件已过去半年时间,但其交易背景下巨大的市场问号再次引起社会各界的广泛关注。

笔者查阅相关举报与状告证券监管层的事例来看,比较惊讶。比如2000年12月19日,被称为“中国企业状告证监会第一案”的“凯立案”,当天由北京市第一中级人民法院做一审判决,海南凯立胜诉,后再审胜诉。2002年10月,河南华为会计师不服证监会相关判决,状告证监会败诉,这是我国证券史上会计师状告证监会第一案;2012年9月14日,结束了其自2005年开始的长达7年的牢狱之灾、满头白发的原科龙电器董事长顾维军,在北京举行了出狱后的首次媒体发布会,宣称自己无罪,并举报证监会前副主席范福春和证监会广东证监局局长刘兴强等人贪赃枉法。近年从涉及举报与状告证券监管部门的事例不断增多,某种程度上也反映出投资者利用法律武器维权的意识与行为明显增强。

引起笔者更为关注的是与资本市场无利益关系的学者状告,比如复旦大学教授谢百三先生的三次状告证监会。2014年1月27日,春节前,复旦大学金融与资本市场研究中心主任谢百三教授在激烈北风中从上海来到北京,此行他的目

的地是位于石景山区的北京第一中级法院,目的则是递交诉状,状告证监会。他直言中国的股市让人痛心,中小股民是最大的受害者,但诉状被婉拒。从其公开资料来看,这已是他第三次状告证监会了。一个与资本市场无任何利益关系的学者,拿起法律武器维护资本市场健康有序、投资利益的行为,值得中国资本市场特别是证监系统反思。

市场机制包括市场监管机制是证券市场发展的基石,如果一个股票市场没有完善的市场监管机制保障,那么优胜劣汰、维护投资者利益就成为摆设;如果相关制度没有公平对等性原则体现,那么矛盾累积到一定程度就可能产生法律诉讼;事实证明,市场监管机制缺陷较大且问题严重的市场,均可能带来投资者的维权,进而引发市场动荡。

市场经济一经产生,便成为最具效率的经济运行载体。迄今为止,全世界绝大多数国家都纷纷走上了市场经济的道路。作为市场经济的重要组成部分——资本市场,其是否完善某种程度上标志着一个国家市场经济的深化程度。从我国资本市场建设来看,尽管取得了一定的进步,但实际

上在尊重市场机制方面依然道路曲折,监管方面政策与法律、法规的变化过快,有些是顺应了市场,有些则违背了市场规律,而在市场运行过程中,没有任何一个监管机构能够保证100%的措施正确,关键是要构建公平、公开与公正的市场,维护投资者利益要以法律准绳,以事实为依据,这也是需要证监会反思与改进的。

从我国市场监管机制在市场经济的深化程度来看,如何保障市场机制中优胜劣汰、风险与机会、公平交易、违法违规及时处罚等体现出效率是努力的方向。笔者研究认为,证监系统的首要责任就是维护股票市场机制的完善与法治,即使其构成要素比如市场价格机制、供求机制、竞争机制和风险机制、市场主体的运营等领域的公开、公平、公正。从目前A股市场监管机制建设来看,尽管其在市场监管方面有了一定程度的进步,但离真正意义的市场化、法制化及国际化仍有相当距离。

状告证监会事例的增加,一方面体现我国市场监管体制方面依然存在问题,另一方面也反映出金融领域利益博弈及投资者或社会人士对我国资本市场法律运用的维护,状告证监会现象并

非完全是坏事,这有利于市场监管发现问题、解决问题,有利于投资者利益的法律重视,有利于中国资本市场健康、有序与法治的推进。

可以预见,随着我国市场经济法律法规的完善,投资者成熟度及法律维权提升,市场经济步入深化,加之利益领域的对冲与反腐败工作的推进,利益冲突或违法治理等的深入,正当的与非正当的法律维权将可能增加。对于此,证券监管机构应做好自身工作,维护金融秩序与挑战。

(注:中国证监会为国务院直属正部级事业单位,依照法律、法规和国务院授权,统一监督管理全国证券期货市场,维护证券期货市场秩序,保障其合法运行。中国证监会设在北京,现设主席1名,副主席4名,纪委书记1名(副部级),主席助理3名;机关内设18个职能部门,1个稽查总队,3个中心;根据《证券法》第14条规定,中国证监会还设有股票发行审核委员会,委员由中国证监会专业人员和所聘请的会外有关专家担任。中国证监会在省、自治区、直辖市和计划单列市设立36个证券监管局,以及上海、深圳证券监管专员办事处。主要负责十三项监管职责)

把上市公司承诺与主要股东减持结合起来

皮海洲 / 文

针对上市公司在承诺履行过程中所存在的不诚信问题,今年1月3日,证监会出台了《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》,从多方面对承诺及履行行为进行了规范。比如,要求承诺事先必须有明确的履约时限,不得使用“尽快”、“时机成熟时”等模糊性词语等,并明确凡不符合相关标准的承诺事项必须在6个月内予以规范,超期未规范视同不履行承诺。

为贯彻上述承诺《指引》的精神,根据证监会的有关要求,2月15日之前,凡有未履行完承诺的上市公司都要披露承诺进展进展情况。也正因此,马年春节过后,沪深两市有逾千家

公司集中公布了承诺兑现情况,其中不少公司称没有违背承诺兑现,当然也有公司表示企业注入承诺受阻,还有个别公司直接修改承诺。如某公司公告称,公司股东大会已审议通过了关于豁免控股股东及其实际控制人履行承诺事项的议案。而该议案主要是涉及控股股东在2012年提出了一则向上市公司注入金矿承诺。

证监会发布上市公司承诺《指引》,一方面是为了维护上市公司的诚信,另一方面也是为了保护广大投资者利益。也正因此,证监会在上市公司承诺《指引》中规定,凡不履行承诺的主体都将受到相应的处罚,其中包括记入诚信档案,监管谈话、责令公开说明、责令改正,出具警示函,将承诺相关方主要决策者认定为不适当担任上市公司董事、监事、高管人选等监管措。同时审慎审核甚至不予核准承诺相关

方提出的行政许可申请等。而根据“新国九条”的规定,对不履行分红承诺的上市公司,要记入诚信档案,未达到整改要求的不得进行再融资。可以断言,上述监管措施的实施,显然有利于上市公司有关承诺的兑现。

不过从千余家公司公告的承诺履行情况来看,个别公司直接修改承诺的做法,明显是“上有政策下有对策”之嫌。如上文提到的某公司通过股东大会来审议豁免控股股东及其实际控制人对承诺事项的履行。这种做法,本质上就是控股股东及其实际控制人拒绝履行承诺事项,通过股东大会来审议,使其对承诺的不履行变得理直气壮。当然,作为控股股东来说,不履行承诺可以找出很多的理由。如果都象上述公司这样通过股东大会来豁免控股股东及其实际控制人对承诺事项的履行,那么上市公

司与控股股东的诚信就又要扫地了,上市公司承诺《指引》的意义将会因此而大打折扣。

某公司这种通过股东大会来豁免控股股东及其实际控制人履行承诺事项的做法,显然触及到了承诺《指引》的软肋。本着维护上市公司诚信与保护中小投资者权益的原则,这种做法是应该要予以制止的。控股股东及其实际控制人应该履行的承诺不能通过股东大会来豁免。在原承诺无法履行,或履行承诺不利于公司利益的情况下,上市公司及其控股股东可以修改承诺,另外用一个条件基本相当的承诺来代替原来的承诺,并经过股东大会来审议。

正是基于上述某公司这种豁免控股股东及其实际控制人履行承诺事项的做法,笔者建议在规范上市公司承诺事项的时候,不

妨将上市公司的相关承诺与相对应股东的减持结合起来。比如,涉及到控股股东资产注入的承诺,规定在承诺没有兑现之前,其控股股东不得减持所持有的公司股份。如上述某公司虽然控股股东的资产注入始终没有兑现,但控股股东的股票减持却十分积极。如果能把承诺兑现与股东减持结合起来,这显然是有限于推进有关承诺兑现的;或者在承诺不能兑现的情况下,相关股东的利益也会受到牵连。又如,涉及到新公司上市的,公司主要股东都必须承诺,在未来三年时间内,一旦上市公司业绩变脸,其持股锁定期至少延长一年,并且在公司业绩亏损的情况下,始终不得减持其所持有的股份。以此避免在公司经营不善的情况下,主要股东们却逃之夭夭,把投资风险全部留给广大投资者。

迷途的A股市场 需要注册制引航

竹子 / 文

本轮IPO新政出现的问题,为注册制推进蒙上阴影,注册制暂缓和不具备现实条件的声音四起。确实,IPO市场化改革形象欠佳,“三高”、圈钱、利益输送等问题广受诟病。资本市场跌跌不休,市场化的IPO发行成为市场情绪的发泄口。

IPO新政层出不穷的乱象,侧面说明了不存在市场化和注册制的乌托邦,注册制不能建立在照搬成熟市场模式的臆想基础上,自主配售和存量发行等高度市场化的条款水土不服。

但情绪不能取代理性。中国资本市场的症结不在IPO市场化,IPO新政也瑕不掩瑜,市场化的大方向并没有错,问题的根源在于二级市场的非市场化,在于IPO市场化尝试与非市场化的僵化二级市场的冲突。

IPO新政出现的问题,并不能成为否定注册制的借口。相反,注册制改革应知难而进,倒逼二级市场改革,创造推进注册制的条件,从而改善二级市场生态,呼应IPO市场化改革。

注册制具有强大的倒逼机制。投资者往往把注册制狭义理解为一项比较长远的新股发行制度,但这种认识忽视了注册制的巨大作用,它的真正意义在于倒逼机制。

注册制将倒逼资本市场进行全面的改革,倒逼A股这个柠檬资本市场的逐渐净

化,这就是注册制的真正作用。继续残喘在目前二级市场浑浊不堪的空气里,整个资本市场都将成为雾霭,迷航的中国资本市场需要走出雾霭。不对二级市场进行根本改革,不进行股市基本制度建设和法治建设,相反以此为理由否定IPO改革的市场化方向,我们的资本市场将永远是没有投资价值的赌场。题材股、垃圾股借新兴产业之名的恶炒,倒是与最近上市的四十多家新股的中国式涨停炒作遥相呼应,恐怕不是资本市场的福。部分原拟赴港招股上市公司纷纷回归A股,原因更多的是A股新股的更大溢价和监管宽松。

2001年诺贝尔经济学奖获得者乔治·阿克洛夫有一个著名的逆向选择理论,当公司股票卖方对公司质量比买方拥有更多信息时,就会使劣质的公司股票驱逐优质的公司股票,造成市场上的上市公司质量的持续下降。这种“逆向选择”和严重的信息失衡,导致市场瘫痪或使市场萎缩成对劣质产品的逆向选择。在一个信息严重不对称的市场里,投资者只能逆向选择,选择商品中价格最便宜的次品。这种投资理念的扭曲,必然带来恶炒题材股、追逐垃圾股、价值投资和长期投资缺乏、股权结构失衡等弊端。而以信息披露公开为内核的注册制,无疑是对A股市场逆向选择的纠偏。

注册制并不必然带来资本市场的良性变化,也并不自动使柠檬市场自我净化,但推进



注册制,可以倒逼资本市场改革,逐步完成市场的净化过程。在这个过程中,一级市场和二级市场的各种问题都需要逐步清理,以符合注册制推进的需要。

注册制的倒逼机制不仅针对A股市场,对于市场的监管者同样具有激励作用和强力

约束。在整个链条去行政化的过程中,核准制时期的权利、义务和责任的匹配都将发生变化,需要有与市场化注册制配套的各种改革举措。

推进注册制,股市基础制度和法治建设是重要基础和前提条件,但新股改革是推进

注册制的突破口和前哨战,新股改革的细节决定着注册制推进的难度。成功的IPO改革,能为注册制赢来良好的改革氛围和舆论环境。

新股改革的细节和各项举措,确实需要仔细斟酌,最基本的要求是专业化。本轮新股改革意见中有多处模糊用语,如关于新股报价定价环节、新股网上网下分配比例“不低于”的规定。这两处“不低于”的模糊表述,给新股定价和网上配比都带来了隐患和争议。自主配售、存量发行、新股首日上市规则等,经过业内专家的详细讨论和效果测试了吗?

对于IPO新政、新股监管措施的制定,监管层应该多向SEC学习。美国证交会有很多律师、会计师、分析师以及行业专家组成。IPO规则的制定、将来注册制下拟上市公司的审核,应有更多的专业法律、财经人士和行业专家参与。这样,制定的规则措施才能比较严谨,尽量避免明显的法律和制度漏洞,而不是监管加监管,补丁摺补丁。

注册制的推进,既不能单兵突进,又不能走到另一极端知难而退。明确市场化和注册制的大方向坚定前行,不为IPO乱象和市场喧嚣所干扰和蒙蔽,以倒逼机制逼迫市场改革,纠正A股市场的逆向选择,为推进注册制创造条件,应该是目前资本市场的明智选择。

在雾霭中迷航的A股市场,需要注册制的引航。

新三板企业能否转板

姚恩育 / 文

有投资机构表示,未来监管层需要出台对公司转板的具体安排,比如对挂牌新三板时间、信息披露质量、业绩增长的要求,从而避免扎堆导致转板“堰塞湖”。

在本次采访中,记者发现,转板诱惑是目前吸引大部分已经登陆或想要登陆新三板企业的主要原因。

一家券商负责人对记者表示:“之前有不少原先的新三板企业成功登陆主板的,严格意义上来说并不是‘转板’。过去,‘转板’的通道并没有被打开过,这些挂牌企业转至中小创业板是通过IPO。”

从安控科技的转板之路,就能看出端倪。

这家公司早在2010年12月即打算转板,2012年5月,公司通过了证监会的审核,但直到今年1月才真正开始进入上市发行程序。

该券商负责人表示,所谓的转板应是指存量股份转换交易场所。能不能转,怎样转,关系到新三板未来活跃度、流动性和价值所在,也将是未来一段时间内市场关注焦点。

转板渠道仍未打通

事实上,关于新三板企业“转板”的讨论已有些年,但直到2013年12月14日,国务院49号文才明确了转板机制。中信建投证券股份有限公司投资银行部执行总经理李旭东对记者表示:“当企业能够根据自身发展的需

要,自主选择进入不同层次的资本市场时,‘转板’才能名副其实。”

从这个意义上来说,目前新三板的转板渠道仍未开放。

有消息称,目前有关方面正与沪深交易所等部门积极协商中,乐观预计或许在今年年内有望看到首个转板成功案例。

而要实现顺利转板,还需要突破很多瓶颈。方正证券投资银行部浙江区域总经理傅胜认为,除了财务指标,股权不够分散是新三板挂牌企业普遍存在的问题。由于投资门槛比较高,新三板市场中多数还是机构投资者,个人投资者寥寥,因此新三板挂牌企业大部分股东单一,股权结构不够分散,不符合相关上市条件。从这个角度而言,如果要实现新三板转板

承诺,还需要修改《证券法》的相关规定。

“转板”并非必要?

“转板确实有很大价值,但是并不意味着每一家登陆新三板的企业都要寻求转板。”李旭东如是称。

“新三板并不是简单的预备板,有关管理部门也不会甘于充当主板的‘黄埔军校’。未来,部分做强做大的企业或许需要转至主板创业板。但对大多数中小微企业,随着新的规则、新的平台和做市商制度运行,新三板的估值定价、流动性和融资功能得以完善,可以完全满足其金融需求,转板也并非必要。”李旭东表示。

浙商证券股份有限公司总裁吴承根亦称,如何建立起完善的规则和运行体系,与不同的资本市场之间错位竞争,让登陆的中小微企业能够获得符合自身价值的融资渠道,从而使他们能抵挡住“转板”诱惑,将是对新三板制度建设和管理者的巨大考验。

“对于企业而言,我们的愿望是能够便捷地实现‘转板’。”一家已经登陆新三板的企业负责人对记者表示。

这样的企业或许不在少数。新规实施之后,有机统计,截至1月15日按照要求最低的创业板上市相关财务条件,以2010-2012年财务数据为依据,目前在“新三板”挂牌的351家公司中有49家符合创业板首次公开发行条件,占比约14%。