

◎ 经济管理研究丛书 ◎

ZHENG QUAN SHI CHANG ZHI DU
JIAN SHE YU AN LI YAN JIU

证券市场制度 建设与案例研究



刘 华 著



上海财经大学出版社

经济管理研究丛书

证券市场制度建设与案例研究

刘 华 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

证券市场制度建设与案例研究/刘华著. —上海:上海财经大学出版社, 2010. 5

(经济管理研究丛书)

ISBN 978-7-5642-0740-3/F · 0740

I. ①证… II. ①刘… III. ①证券交易-资本市场-管理-中国
IV. ①F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)059621 号

□ 责任编辑 王永长

□ 封面设计  游麒

ZHENGQUAN SHICHANG ZHIDUJIANSHE YU ANLI YANJIU 证 券 市 场 制 度 建 设 与 案 例 研 究

刘 华 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海同济大学印刷厂印刷

上海市宝山区周巷印刷厂装订

2010 年 5 月第 1 版 2010 年 5 月第 1 次印刷

710mm×960mm 1/16 10.25 印张 212 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 29.00 元

前 言

鉴于 2006 年以来,我国证券市场制度建设的步伐明显加快,截至 2009 年底已构筑了相对完善的制度体系,本书选取 2006~2009 年作为研究期间,按照法规与案例研究相结合的思路,共分为以下八章。

第一章证券发行交易制度与案例分析,内容包括首次公开发行股票并上市管理办法与案例分析,上市公司证券发行管理办法与案例分析,上市公司非公开发行股票实施细则与案例分析,推进企业债券市场发展、简化发行核准程序与案例分析,上市公司股东发行可交换公司债券制度与案例分析,合格境内机构投资者境外证券投资管理制度的案例分析。

第二章创业板上市管理、市场定位与案例分析,内容包括创业板的市場展望、神州泰岳创业板上市案例分析。

第三章激励制度与案例分析,内容包括上市公司股权激励管理办法与案例分析、国有控股上市公司实施股权激励办法与案例分析、支持中小企业技术创新政策与案例分析。

第四章并购重组制度与案例分析,内容包括上市公司收购管理办法与案例分析、可口可乐并购汇源果汁案例分析。

第五章信息披露制度与案例分析,内容包括上市公司信息披露管理办法与案例分析、上市公司信息披露及相关各方行为规范与案例分析。

第六章国有股东行为规范与案例分析,内容包括上市公司国有股东行为的原则性规范与案例分析、上市公司国有股东资产重组和发行证券事项的规范、担保困境与股权定价之惑——沧州化工案例分析。

第七章内部控制制度与案例分析,内容包括企业内部控制基本规范、上市航空公司内部控制案例分析、中航油新加坡公司内部控制案例分析。

第八章注册会计师审计制度与案例分析,内容包括我国注册会计师行业发展的现实机遇、普华永道审计高桥的责任分析、上市公司生存状况与审计师行为——圣方科技审计案例分析。

具体的研究对象与写作框架,请参见近年证券市场制度建设与相关案例一览表。

近年证券市场制度建设与相关案例一览表

内容框架	制度建设情况	发布者	发布(实施)时间	相关案例
证券发行交易制度与案例分析	《首次公开发行股票并上市管理办法》	中国证监会	2006年5月18日起施行	(1)中核钛白案例 (2)中工国际案例(简略)
	《上市公司证券发行管理办法》	中国证监会	2006年5月8日起施行	哈药集团案例(简略)
	《上市公司非公开发行股票实施细则》	中国证监会	2007年9月起适用	云维股份案例
	《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》	国家发改委	2008年1月发布	中关村中小企业集合债发行案例(简略)
	《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》	中国证监会	2008年10月制定	香港和记黄埔案例(提及)
	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》	中国证监会	2007年7月5日起施行	华安国际配置基金案例(简略)
创业板的 市场展望与 案例分析	《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》	中国证监会	2009年3月发布	(1)大族激光案例(简略) (2)神州泰岳案例 (3)博晖创新案例(简略)
激励制度与 案例分析	《上市公司股权激励管理办法(试行)》	中国证监会	2006年1月1日起实施	(1)深振业案例 (2)南京新百案例
	《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》	国资委	2006年10月起开始试行	(1)伊利股份案例 (2)宝钢股份案例
	《关于支持中小企业技术创新的若干政策》	国家发改委、科技部、财政部等12部委	2007年10月联合制定	北京世纪瑞尔技术和中科软科技案例(提及)
并购重组 制度与案例 分析	《上市公司收购管理办法》	中国证监会	2006年9月1日起正式实施	(1)德隆案例(简略) (2)徐工外资并购案(简略) (3)汇源果汁案例

续表

内容框架	制度建设情况	发布者	发布(实施)时间	相关案例
信息披露制度与案例分析	《上市公司信息披露管理办法》	中国证监会	2007年1月30日起施行	方兴科技案例
	《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》	中国证监会	2007年9月发布	(1)杭萧钢构案例 (2)广发证券案例
国有股东行为规范与案例分析	《关于规范上市公司国有股东行为的若干意见》	国资委	2009年7月发布	(1)高淳陶瓷案例 (2)五粮液案例 (3)沧州化工案例
	《关于规范国有股东与上市公司进行资产重组有关事项的通知》			
	《关于规范上市公司国有股东发行可交换公司债券及国有控股上市公司发行证券有关事项的通知》			
内部控制制度与案例分析	《企业内部控制基本规范》	财政部会同证监会、审计署、银监会、保监会	2008年6月五部委联合发布,2010年1月1日起在境外上市公司施行,2011年起境内上市公司也必须实施	(1)中国国航与东方航空案例 (2)中航油新加坡公司案例
注册会计师审计制度与案例分析	《关于加快发展我国注册会计师行业的若干意见》	国务院办公厅转发财政部文件	2009年10月12日发布	(1)圣方科技案例 (2)外高桥案例

本书可作为研究生院、高等院校和会计专业硕士(MPAcc)的案例教学或参考用书,亦可作为经验研究和规范研究制度背景的重要参考。同时,还能服务于上市公司股权激励、并购重组、信息披露与内部控制,以及发行人IPO、国有股东行为规范、投资者证券交易、注册会计师审计和行业监管的现实需要。由于时间仓促和资料有限,恳请从事证券市场制度理论与实务研究,以及案例与法规研究的各位专家、学者批评指正。

刘 华

2010年2月28日

目 录

前言/1

第一章 证券发行交易制度与案例分析/1

- 第一节 首次公开发行股票(IPO)管理办法与案例分析/1
- 第二节 上市公司证券发行管理办法与案例分析/9
- 第三节 上市公司非公开发行股票实施细则与案例分析/14
- 第四节 企业债券的市场发展、发行核准程序与案例分析/18
- 第五节 上市公司股东发行可交换公司债券制度与案例分析/21
- 第六节 合格境内机构投资者境外证券投资管理制度的案例分析/25

第二章 创业板上市管理、市场定位与案例分析/31

- 第一节 创业板的上市管理与市场定位/31
- 第二节 神州泰岳创业板上市案例分析/36

第三章 激励制度与案例分析/40

- 第一节 上市公司股权激励管理办法与案例分析/40
- 第二节 国有控股上市公司实施股权激励办法与案例分析/44
- 第三节 支持中小企业技术创新政策与案例分析/54

第四章 并购重组制度与案例分析/58

- 第一节 上市公司收购管理办法/58
- 第二节 可口可乐并购汇源果汁案例分析/65

第五章 信息披露制度与案例分析/72

- 第一节 上市公司信息披露管理办法与案例分析/72
- 第二节 上市公司信息披露及相关各方行为规范与案例分析/78

第六章 股东行为规范与案例分析/83

第一节 上市公司国有股东行为的原则性规范/83

第二节 上市公司国有股东资产重组和发行证券事项的规范/86

第三节 国有股东担保困境与股权定价之惑——沧州化工案例分析/89

第七章 内部控制制度与案例分析/95

第一节 企业内部控制基本规范/95

第二节 上市航空公司内部控制案例分析——基于美国西南航空的视角/98

第三节 中航油新加坡公司内部控制案例分析/103

第八章 注册会计师审计制度与案例分析/112

第一节 强化注册会计师审计制度的政策导向/112

第二节 普华永道审计外高桥的责任分析/121

第三节 上市公司生存状况与审计师行为——圣方科技审计案例分析/125

基础研究概览/151

后记/153

第一章 证券发行交易制度与案例分析

第一节 首次公开发行股票(IPO)管理办法与案例分析

为贯彻落实国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》提出的从源头提高上市公司质量的要求,根据《公司法》、《证券法》的有关规定,结合股权分置改革进展情况,中国证监会在总结以前我国首次公开发行股票并上市工作的实践并参考境外成熟证券市场经验的基础上,对首次公开发行股票并上市的有关规章制度进行了调整和完善,形成了《首次公开发行股票并上市管理办法》(中国证券监督管理委员会令第32号,以下简称《IPO管理办法》),自2006年5月18日起施行。《IPO管理办法》共分六章七十条,分别对首次公开发行股票并上市公司的发行条件、发行程序、信息披露、监管和处罚等作了详细明确的规定,加强了对发行人公司治理的要求,提高了发行人的财务指标条件,强化了中介机构的核查责任,确立了证券发行和上市中的市场化原则,体现了保护公众投资者利益的精神。

一、发行条件

《IPO管理办法》从公司治理和财务指标两个方面,对《证券法》规定的发行条件进行了细化,并以注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告和无保留意见的审计报告为前提。

(一)公司治理

过去中国上市公司普遍存在的问题是,上市公司严重依附于大股东,成为大股东的牟利工具和提款机,如大股东违规占用上市公司的资金、上市公司违规为其母公司提供担保、大股东通过与上市公司之间的关联交易掏空上市公司。产生这种情况的主要原因,就是上市公司治理结构不规范。为了从增量上调整上市公司结构,《IPO管理办法》在总结以往上市公司监管经验的基础上,按照证券法第十三条第一款“具

有健全且运行良好的组织机构”的规定,对发行人的独立性和主体资格提出了严格要求,最大限度地保护上市公司、各类股东和其他利害关系人的整体利益。

1. 独立性

针对以往由于改制不彻底、部分剥离上市、模拟计算业绩带来的上市公司不独立、业绩不真实等问题,《IPO 管理办法》在总结上市公司监管经验的基础上,对发行人的资产、人员、财务、机构和业务五个方面提出了独立性要求。一是要求发行人应当具备与生产经营有关的生产系统、辅助生产系统和配套设施,合法拥有与生产经营有关的土地、厂房、机器设备以及商标、专利、非专利技术的所有权或使用权,具有独立的原料采购和产品销售系统;二是要求发行人的高级管理人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事以外的其他职务,不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业领薪;三是要求发行人应当建立独立的财务核算体系,能够独立作出财务决策,具有规范的财务会计制度和对分公司、子公司的财务管理制度;四是要求发行人应当建立健全内部经营管理机构,独立行使经营管理职权,不得与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业有机混同的情形;五是发行人的业务应当独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争或显失公允的关联交易。

2. 主体资格

申请在主板市场上市的发行人,上市前已严格按照股份公司的要求运行一段时间,并有可供投资者分析比较的经营财务数据,是投资者判断其投资价值的重要前提。因此,《IPO 管理办法》对发行人的主体资格提出了要求。一是在组织形式上规定,股份有限公司设立满 3 年后方可申请发行上市,有限责任公司除经国务院批准不得采用募集设立的方式发行股票并上市,合伙制等其他组织形式不能上市;二是按照实质重于形式的原则,允许有限责任公司以按原账面净资产值折股的方式整体变更为股份有限公司的发行人连续计算持续经营时间,但发行人必须最近 3 年主营业务和管理层未发生重大变化,实际控制人未发生变更;三是为支持大型优质企业发行上市,规定了经国务院批准的发行人可以不受成立 3 年限制的豁免条款;四是为确保规范运作,要求发行人的资产安全、经营合法和股权清晰,具体包括注册资本足额缴纳,用作出资的资产的财产权转移手续办理完毕,主要资产不存在重大权属纠纷,生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定和国家产业政策,持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。

(二) 财务指标

鉴于主板市场主要是为具有一定规模、发展相对比较成熟的企业提供的融资场所,根据对我国现有上市公司财务状况的分析,借鉴境外成熟市场的做法,结合我国资本市场的具体情况,《IPO 管理办法》按照证券法第十三条第二款“具有持续盈利能力,财务状况良好”的要求,对在主板上市的公司提出了比较高的财务指标要求。而

此前只是规定发行人最近3年内应连续盈利,公司预期利润率应达到1年期定期存款利率。考虑到多层次资本市场建设的需要,《IPO管理办法》为今后在创业板上市的公司预留了空间。

1. 净利润

《IPO管理办法》对净利润提出了三个要求:一是最近3年连续盈利,要求企业有稳定的盈利能力;二是最近3年累计净利润不低于3 000万元,要求企业具有一定的盈利规模;三是计算净利润时要以扣除非经常性损益前后较低者为依据,以合理反映发行人生产经营活动的持续盈利能力。

2. 经营活动产生的现金流量净额和营业收入

经营活动产生的现金流量净额是衡量发行人盈利质量的重要指标,《IPO管理办法》要求发行人最近3年经营活动产生的现金流量净额累计超过5 000万元。考虑到部分行业的企业由于行业的特点,其经营活动产生的现金流量净额较小或者甚至为负数,但仍具备较强的持续盈利能力,《IPO管理办法》将营业收入指标设定为现金流量指标的替代指标,即要求最近3个会计年度的营业收入累计超过3亿元,为最近3年净利润指标的10倍。

3. 持续盈利能力

由于不同行业的盈利模式千差万别,《IPO管理办法》主要从防范重大风险的角度,对可能对持续盈利能力产生重大不利影响的情形做出了禁止性规定,要求发行人不得存在下列情形:一是发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或将发生重大变化,并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响;二是发行人的行业地位或者发行人所处行业的经营环境已经或将发生重大变化,并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响;三是发行人最近一个会计年度的营业收入或净利润对关联方或有重大不确定性的客户存在重大依赖;四是发行人最近一个会计年度的净利润主要来自不能合并财务报表的投资收益;五是发行人使用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或使用存在重大不利变化的风险。

4. 无形资产比例限制

根据主板上市公司的特点,避免发行人资产组成结构的重大失衡,《IPO管理办法》延续了最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%的规定,但允许扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等用益物权。

5. 发行前股本总额

《IPO管理办法》还明确了拟在主板市场上市的公司的发行前股本规模,即发行人发行前的股本总额不少于3 000万元,为今后在创业板上市的公司预留了空间。

二、中介机构责任

我国的股票发行实行核准制度,对发行人实行强制性信息披露,监管部门对发行人

披露的信息进行合规性审查,投资者根据发行人披露的信息作出投资决策。保荐人、会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介机构,在监督和指导发行人真实、准确、完整地披露信息方面发挥着不可替代的重要作用。为进一步提高发行人信息披露的质量,《IPO 管理办法》根据进一步发挥中介机构作用的立法思想,细化和加强了中介机构的责任。这既可以节约有限的政府资源,又能推动整个社会提高诚信水平。

(一)审慎核查义务

《IPO 管理办法》规定,保荐人及其保荐代表人应当遵循勤勉尽责、诚实守信的原则,认真履行审慎核查义务,并对其所出具的发行保荐书的真实性、准确性、完整性负责。为证券发行出具有关文件的证券服务机构和人员,应当按照行业公认的业务标准和道德规范,严格履行法定职责,并对其所出具文件的真实性、准确性和完整性负责。《IPO 管理办法》不仅对公开披露的信息提出了上述要求,对尚未公开披露但已提交监管部门审核的申报文件也提出了严格要求。不论招股说明书内容与格式准则是否有明确规定,凡是对投资者作出投资决策有重大影响的信息,均应当予以披露。

(二)备查和披露

保荐人出具的发行保荐书、会计师事务所出具的审计报告和内控制度鉴证报告、律师事务所出具的法律意见书等文件,代表中介机构对发行人实际情况的评价,也是投资者对发行人披露的信息的真实性、准确性、完整性进行评估的重要依据。为加强对中介机构的社会监督,督促中介机构加大审慎核查的力度,慎重发表专业意见,《IPO 管理办法》规定中介机构为发行人发行上市出具的文件应作为招股说明书的备查文件,与招股说明书同时在指定网站上披露。

三、市场约束机制

股权分置改革后,对首次公开发行上市公司不再区分流通股和非流通股,市场的运行机制发生了根本性变化。为适应发行监管体制的变化,继续推进市场化改革,进一步尊重和发挥市场机制的作用,《IPO 管理办法》作出了相应的调整。

(一)预先披露制度

预先披露制度便于投资者在公司刊登募集说明书之前提早了解公司情况,及时发现问题,有较充裕的时间作出投资决策;也将证监会发行审核委员会的审核工作置于社会大众的监督之下,有利于市场约束和社会监督作用的发挥,防止不具备发行条件的公司蒙混上市。为此,《IPO 管理办法》对预先披露的时间、地点和内容做出了具体规定:一是规定在申请文件受理后、发行审核委员会审核前进行预先披露;二是规定在中国证监会网站(www.csrc.gov.cn)进行预先披露;三是预先披露的内容为招股说明书申报稿。

(二)募集资金专项存储制度

股权分置改革后实行全流通发行,市场对发行人融资行为的约束力将逐步显现。

新股发行采用询价制度后,同一发行股数的筹资额将根据询价的结果出现较大变动,事前硬性规定筹资额上限的做法已不能适应市场化改革的新情况。因此,《IPO 管理办法》取消了过去执行的筹资额不得超过净资产两倍的规定,尊重发行人和投资者的自主决定,由市场的内在机制进行约束。但取消筹资额上限的规定,并不意味着监管部门放弃了对募集资金用途的监管。《IPO 管理办法》保留了筹资额和投资项目应当与发行人生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应的要求,规定募集资金应当有明确的使用方向,原则上应当用于主营业务。除金融类企业外,募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资,不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。同时,要求发行人建立募集资金专项存储制度,募集资金存放于董事会决定的专项账户,以便于对募集资金的使用情况进行监督。

(三)关联交易披露要求

不公允的关联交易,是大股东侵占上市公司利益、操纵上市公司利润的重要手段之一,也是一直为我国法律所严格禁止的行为。但是,简单的关联交易比例要求在实际操作中过于机械和僵化,既没有考虑不同上市公司的具体情况,也易于被发行人采取各种手段降低表面数字来规避监管,反而造成信息披露的不真实。因此,《IPO 管理办法》取消了关联交易比例不得超过 30% 的规定,转而对发行人提出了更加具体而严格的披露要求,由投资者根据披露的信息作出投资决策。《IPO 管理办法》对与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业在原材料采购和产品销售方面存在重大关联交易的发行人,要求在招股说明书中详细披露控股股东或实际控制人的生产经营情况和财务状况。这样规定不但不会助长关联交易,而且有利于从根本上消除关联交易行为。

(四)实质性辅导制度

辅导制度在规范公司改制方面发挥了重要作用,但一年辅导期的硬性时间要求并不能保证辅导内容的质量,保荐制度实施后如何与保荐责任衔接也要重新考虑。为此,《IPO 管理办法》取消了辅导 1 年方可申请发行上市的要求。但这并不意味着监管机构放弃了对发行人发行前改制和规范运作水平的要求,也不表示保荐人可以规避对发行人的辅导责任。按照实质重于形式的原则,与《IPO 管理办法》的发布相配套,将完善保荐制度的相关要求,发布保荐人尽职调查工作指引,对保荐人的辅导工作、审慎核查工作提出更为具体和严格的要求。

(五)增资扩股和禁售期要求

修订前的《公司法》第一百三十七条的规定,两次股票发行需间隔 1 年以上,公司在首次公开发行上市前 1 年内增资扩股存在法律障碍。新的《公司法》、《证券法》取消了两度股票发行需间隔 1 年以上的规定,《IPO 管理办法》也不再对发行人发行上市前 12 个月内通过扩股引进新股东设置禁止性条款。取消这一规定,有利于企业在

发行上市前根据自身情况引进战略投资者,也符合国际惯例。但是,如果允许在发行上市前 12 个月内新增股东与其他股东一样上市满 1 年后即可出售股票,由于其发行前认购的股票价格往往低于公开发行价格,确实存在新进股东在短期内博取上市溢价的可能性,与引进战略投资者的初衷相违背,存在一定的道德风险。因此,对于此类股东认购的股份应有较其他发行前的股东持有的股份更长的禁售期要求。

四、监管和处罚

为了加强对发行人和中介机构行为的监管,在总结以往的监管经验的基础上,《IPO 管理办法》明显加大了对违规行为的监管和处罚力度。

(一) 发行申请文件约束

《IPO 管理办法》规定,发行人向中国证监会报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,发行人不符合发行条件以欺骗手段骗取发行核准的,发行人以不正当手段干扰中国证监会及其发行审核委员会审核工作的,发行人或其董事、监事、高级管理人员的签字、盖章系伪造或变造的,除了按照《证券法》的有关规定处罚外,中国证监会将采取终止审核并在 36 个月内不受理发行人的股票发行申请的监管措施。证券服务机构未勤勉尽责,所制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的,除了按照《证券法》及其他相关法律、行政法规和规章的规定处罚外,中国证监会将采取 12 个月内不接受相关机构出具的证券发行专项文件,36 个月内不接受相关签字人员出具的证券发行专项文件的监管措施。发行人、保荐人或证券服务机构制作或者出具的文件不符合要求,擅自改动已提交的文件,或者拒绝答复中国证监会审核中提出的相关问题的,中国证监会将视情节轻重,对相关机构和责任人员采取监管谈话、责令改正等监管措施,记入诚信档案并公布。对情节特别严重的,《IPO 管理办法》还在《证券法》规定的处罚条款之外,在《行政处罚法》允许的范围内,设定了警告的行政处罚条款。

(二) 盈利预测披露约束

《IPO 管理办法》规定,发行人披露盈利预测的,利润实现数如未达到盈利预测的 80%,除因不可抗力外,其法定代表人、盈利预测审核报告签字注册会计师应当在股东大会及中国证监会指定报刊上公开作出解释并道歉;中国证监会可以对法定代表人处以警告处分。利润实现数未达到盈利预测的 50%的,除因不可抗力外,中国证监会在 36 个月内不受理该公司的公开发行证券申请。

五、市场效果反思——案例分析

(一) 中核钛白案例

上市当年(2007 年)主营业务业绩巨幅下滑,上市次年(2008 年)严重亏损 2.68 亿元,2009 年预计亏损 1.1 亿~1.2 亿元的中核钛白(002145.SZ),承受着社会舆论

的巨大压力。

2009年3月,甘肃省证监局在提交给证监会的《中核华原钛白股份有限公司监管案例报告》中指出,从上市时间看,中核钛白2000年债转股时取得中国核工业集团公司1996年上市额度指标,到2004年在审批制下获得上市资格,直至2007年8月上市,发行体制已改变为核准制,上市历经7年。2001年3月,接受中国信达资产管理公司上市辅导的中核钛白,向甘肃证监局(当时为特派办)报送辅导备案材料。2002年6月,甘肃证监局于向证监会发行部上报辅导监管报告。同年9月,公司IPO申请材料报证监会,进入预审程序。审核过程中,由于多次反馈、答复意见,使2002年会计期间届满,只能来年重新上报经审计的2002年度财务资料及申请材料。2003年6月26日,经发审会第一次审核,由于中核404信息不能披露等问题,审核未获通过。之后,中国核工业集团公司做出说明,9月IPO材料再报发审委。2004年6月,公司上市申请经第二次发审会审核获得通过。然而,由于8月《公司法》、《证券法》修正案规定,建立市场化的股票发行定价机制,证监会停止新股发行的审核工作,使2004年3月1日至7月28日已过会的43家公司的IPO停止发行。尔后,我国资本市场进行股权分置改革。直至2007年7月12日,证监会正式核准中核钛白公开发行6 000万股。

甘肃省证监局认为,上市过程曲折、贻误发展最佳时期为中核钛白当年上市业绩大幅下滑的重要外部诱因。2002~2005年,我国钛白粉行业发展迅速,中核钛白2005年规模扩张迅速,经济收益好,却没能及时募集资金发展壮大,完善产业链。2006年底至2007年,全国经济环境开始变热,原材料价格高涨,部分出口退税政策取消,钛白粉进入调整期,而公司本身产品单一、地处边远,抗风险能力差,应对市场变化的准备明显不足,导致业绩大幅下滑。在《中核华原钛白股份有限公司监管案例报告》中,甘肃证监局敦促中核钛白两大股东中国信达资产管理公司和中国核工业集团公司,本着为1 100多名职工负责,维护当地社会稳定的原则,将上市公司股权转让给有实力的公司,以彻底解决中核钛白的出路。2009年11月,中核钛白发布公告,董事会同意控股股东中国信达资产管理公司、第二大股东中核404有限公司与江苏金浦集团等筹划重大资产重组事项。事实上,上市曲折并非中核钛白陷入需要资产重组挽救危亡的决定性因素,真正原因在于中核钛白从一开始就是不具有可持续发展能力的公司。

耐人寻味的是,中核钛白保荐机构与大股东同为中核华原钛白股份有限公司。国务院对资产管理公司的业务许可中,明确资产管理公司可以经营“资产管理范围内公司的上市推荐及债券、股票承销”,中国信达资产管理公司顺理成章地为自己和子公司做了尽职调查,推荐子公司上市。但《证券发行上市保荐制度暂行办法》第三十五条第一款规定:保荐机构及其大股东、实际控制人、重要关联方持有发行人的股份合计超过7%的,不得推荐发行人证券上市。即使上述规定已于2008年12月废止,中国

信达资产管理公司依然不能成为中核钛白的独立主承销商,只能与其他保荐机构联合担任副主承销商。

即使中国信达资产管理公司担任中核钛白的主承销商师出有名,但推荐本不符合发行条件的公司发行上市却令人难以信服。中国信达资产管理公司签署的《中核华原钛白股份有限公司股票上市保荐书》就发行人是否符合上市条件的说明和意见宣称:发行人最近3年连续盈利,具有持续盈利的能力,财务状况良好;发行人资产质量良好,资产负债结构合理,盈利能力较强。但《IPO管理办法》明确规定,发行条件之一即为经营成果不应依赖税收优惠政策。统计显示,2004~2006年,中核钛白每年收到的税收返还金额分别为1 703万元、2 186万元、2 269万元,占其当年归属母公司净利润比重分别为55%、60%、54%,若税收优惠政策发生变更,其盈利能力将遭受明显冲击。从中核钛白的盈利质量看,2004~2006年,其经营活动净收益占利润总额的比重分别为44.91%、38.99%和50.36%。尽管经营活动净收益占利润总额的比重有所提升,但50%以上的利润需依赖非经常性的营业外收入,经营活动对利润贡献的绝对水平仍明显偏低。此外,中核钛白上市前3年的销售毛利率、销售净利率均呈逐年下降趋势:销售毛利率从2004年的25.48%,陡降至2006年的19.73%;销售净利率则从2004年的11.53%,大幅降至2006年的7.8%。由此观之,中核钛白盈利严重依赖税收政策优惠,盈利能力在上市前就已呈现衰落迹象,持续盈利基础十分薄弱。

(二)中工国际案例

《IPO管理办法》发布后,全流通IPO第一股中工国际(002051)发行上市除了网上配售的4 800万股可以流通,其他股份均有限售规定:占绝大多数的13 000万股发起人股3年不流通、网下配售的1 200万股需锁定3个月。和以前的股权分置时代相比,只是将以前的非流通股改成目前的限售流通股,而限售的发起人股可以在3年之后直接按照市价减持,省去了股改过程中的对价。但是限售股份在这3年期间也是继续含权,也继承了股权分置时代的各种弊端,而且流通股股东在继续付出比限售流通股股东更加高昂的成本,同时也担负着比限售流通股股东更大的二级市场风险。

中工国际还让中国股市畸形的“高溢价发行、高价上市圈钱”再次出现。在股权分置的背景下,中工国际2005年曾确定发行价为每股6.78元,大股东及发起人股东还要经过股改向流通股股东支付10送3股的平均对价;然而,按全流通发行,大股东与发起人股东无需向公众投资者支付对价,价格不仅没有下调,相反还提高到了每股7.40元。

此外,市场中的投机者借“全流通”概念疯狂炒作,让股价更加背离其价值。2006年6月19日,中工国际在深圳证券交易所挂牌上市,股价一度暴涨575.68%,换手率达94.05%。所有认购新股的机构和公众投资者,几乎都是在上市当天全部抛售了手中的股票。随后,中工国际连续6个交易日跌停,参与炒新的投资者损失惨重。

第二节 上市公司证券发行管理办法与案例分析

为贯彻落实国务院《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》提出的进一步完善再融资政策的要求,中国证监会根据新修订的《公司法》和《证券法》的有关规定,结合股权分置改革进展情况,在全面总结我国上市公司再融资的实践并参考境外成熟证券市场经验的基础上,对上市公司发行证券的有关规章制度进行了调整和完善,形成了第30号文件《上市公司证券发行管理办法》(以下简称《证券发行管理办法》),自2006年5月8日起施行。《证券发行管理办法》以保护上市公司及其投资者的合法权益和社会公共利益为基本宗旨,体现出提高市场运行效率、拓宽上市公司再融资的品种与方式、强化市场约束与公司治理机制等三大管理意图,并带来定向增发成为再融资的主流这一重大实务变化。

一、提高再融资的市场运行效率

《证券发行管理办法》的发布实施,宣告了此前再融资依据的《上市公司新股发行管理办法》(证监会令第1号)、《关于做好上市公司新股发行工作的通知》(证监发[2001]43号)、《关于上市公司增发新股有关条件的通知》(证监发[2002]55号)、《上市公司发行可转换公司债券实施办法》(证监会令第2号)和《关于做好上市公司可转换公司债券发行工作的通知》(证监发行字[2001]115号)退出历史舞台。以《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第10号——上市公司公开发行证券申请文件》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第11号——上市公司公开发行证券募集说明书》这两个上市公司公开发行证券的配套信息披露文件的发布为标志,上市公司再融资已步入实质性操作阶段。

以往由于股权分置的存在,出于对流通股股东保护的目的,管理层不得不做出了一些影响再融资的市场运行效率的限制性规定。股权分置改革和新《公司法》的颁布,使得赋予发行人更多的自主决策空间、适当简化上市公司证券发行的诸多环节的条件已经具备。在提高再融资的市场运行效率方面,《证券发行管理办法》做出了如下变革:一是扩大发行人自主决策的空间,取消了上市公司两次发行新股融资间隔的限制,融资的时间安排由上市公司自主决定。上市公司股票发行获得核准后,可根据市场情况在6个月内自行选择发行时机;对定向增发,简化发审委审核环节,允许发行人和特定投资者双向自主选择,发行人还可以不经承销商承销、自行配售股份以减少发行成本。二是提高信息披露效率。按照简洁实用的原则,对上市公司融资决策及发行承销过程中涉及的信息披露时间、内容和文件的编制做出了原则性规定;适应上市公司信息持续公开、再融资对象以专业投资者队伍为主的特点,要求充分发挥互联网电子信息传播的优势,适当压缩报纸披露的内容。三是简化股东大会表决程序。