

调节、经营业绩评价、资产安全以及职责分离。虽然瑞银有自身的内部监督和控制机制,但是阿多博利以前在瑞银的后台管理部门工作过,他了解后台,这有助于掩饰他的违规行为。而且,阿多博利作为“德尔塔1”交易平台的主管,存在“既监管又交易”的矛盾。同时,瑞银的有关调查资料显示,其内部监控机制并未完全运转,内部监控系统多个环节存在漏洞。在这种情况下,不匹配的对冲反向交易被允许,从而使交易员得以扩大单边交易额度,令交易风险不断上升。

(五) 监控方面。

由于金融工具的创新不断,经营业务的复杂化,金融机构风险管理需随着时间而变化。为了保证风险管控机制的有效运行,必须对其进行监控,以及时发现问题,采取补救措施。监控通常分为两种方式:持续监控和个别评价。持续监控的有效性程度越高,就越不需要个别评价。虽然在2009年瑞银曾经对风险控制系统进行过大规模的改进,但是他们认为证券交易是风险相对较低的客户业务,因此面临的监控则相对较少,更不用说有持续的监控了。

三、瑞银事件对我国金融机构衍生工具风险管控的启示

(一) 培育健康的风险管理文化。

对于从事衍生金融工具交易的金融企业来说,培育健康的风险管理文化具有重要意义。企业文化是企业在长期的实践活动中所形成的具有本组织特色的文化,它与企业的经历和成长息息相关。其中,风险管理文化是企业文化的重要组成部分。从事衍生金融工具交易的往往都是风险密集的金融企业,其风险特质决定了风险管理文化是其企业文化的核心内容,健康的风险管理文化有助于企业全体员工更好地识别风险因素、理解风险管理的方法与手段、运用各种风险管理模型、理解并运用信用评级方法,从而加强全员的风险管理意识。

(二) 完善对衍生金融工具风险的识别、评估及应对。

由于衍生金融工具是在某些原生产品的基础上通过创新而产生的,新的衍生产品无论对于企业还是市场来说都是新生事物,企业为此要承担前所未有的风险,也要运用新的方法来识别和管理这些风险。加之,衍生金融工具对于我国来说尚处于起步阶段,因此,为有效开展风险管理工作,金融企业应根据行业特点确立各部门、单位风险控制的重点环节和重点对象,制定相应的风险应对方案;当风险发生时,风险管理机构应能够全面有效地指导和协调风险应对工作。

(三) 完善对衍生金融工具风险的控制活动。

控制活动是否有效,关键在于管理当局确定的风险应对策略最终能否得到有效实施。然而无论金融企业采用何种风险应对策略,都需要将风险控制在一定的风险容量之内。在我国,根据金融市场的实际情况,金融企业都应从数额上界定企业的风险容量。作为一种控制手段,实施风险限额管理具有较强的精确性和可操作性。一旦风险容量及其他政策遭到违规,不论其违规行为是有意或无意的,企业都

必须果断采取相应的处罚措施。

(四) 加强关于衍生金融工具的信息与沟通。

信息是衍生金融工具风险管理成功实施的必要条件。正是借助于这些在金融企业内部传递的各种信息,管理当局才能及时了解与企业相关的风险性质、规模及其对企业的潜在影响,进而在此基础上开展风险管理的各项工作。

金融企业利用信息技术建立统一、高效的风险信息传递系统后,包括业务部门、风险管理部门和其他控制部门在内的各部门人员就会知道发现问题时应该和谁联系、如何分享信息以及如何传递信息,从而实现风险信息在各层次、各部门之间的传递和交流,实现对金融衍生品交易全过程的风险控制和内部管理各环节的动态风险管理。

(五) 对衍生金融工具风险管理实施监控。

衍生金融工具风险管理是一个不断变化的持续过程。为了保证风险管理各个要素始终按照有效的方式运行,内部审计部门应当定期针对风险管理程序开展审计工作。加强对新业务和新金融工具的监管,以及对表外业务的检查。同时,管理当局应要求风险承担部门定期提交风险管理运行报告。管理当局应将风险管理运行报告与内部审计部门提交的审计报告进行比较,找出差异,进而提高监管效率。

(《财务与会计》综合版2012.3)

朗玛信息首发中止的原因分析及启示

由于创业板公司发行股票数量较主板及中小板要少,而且我国股票市场一直有炒作小盘股的特点,因此一般认为创业板公司是“皇帝的女儿不愁嫁”,从近年来近三百家企业上市时的交易情况来看即是如此,大多数公司不仅发行市盈率较高而且首日涨幅也较大。但2012年发行的创业板公司贵阳朗玛信息技术股份有限公司(以下简称朗玛信息)首次发行就被中止。按照《证券发行与承销管理办法》规定,如果发行股票询价对象不足20家时,应当“中止”发行,这里的“中止”与发行失败意义基本相同。本文通过对朗玛信息首次发行中止的原因及我国现行新股发行询价制度方面存在的问题进行分析,对我国新股发行制度的进一步改革提出几点相关建议。

一、朗玛信息发行经过

在我国资本市场成立初期,新股发行价格按照监管机构即中国证券监督管理委员会核准的价格执行,随着我国市场经济的发展,新股发行体制也由审批制转向核准制,并逐渐向注册制转型。2004年修订的《公司法》及《证券法》删除了新股发行价格须经监管机构核准的规定,从2005年起我国新股发行实行询价制度,即由主承销商(在现行规则下主承销商与保荐人应为同一机构)在充分了解发行人的基础上出具新股投资价值研究报告,然后向各专业投资机构进行询价,询价分为初步询价和累计投标询价。发行人及其主

承销商应通过初步询价确定发行价格区间,在发行价格区间内通过累计投标询价确定发行价格。首次发行的股票在中小企业板、创业板上市的,发行人及其主承销商可以根据初步询价结果确定发行价格,不再进行累计投标询价。新发行进行询价过程中,公开发行业股票数量在4亿股以下、提供有效报价的询价对象不足20家的,或者公开发行业股票数量在4亿股以上、提供有效报价的询价对象不足50家的,发行人及其主承销商不得确定发行价格,并应当中止发行。

朗玛信息首次公开发行股票并在创业板上市的第一次初步询价于2012年1月9日至11日进行,因提供有效报价的询价对象仅18家(不足20家),经朗玛信息与保荐人宏源证券股份有限公司(以下简称宏源证券)协商决定中止发行。经中国证监会报备后,朗玛信息于2012年2月1日至3日进行了第二次询价,参与报价的询价对象达42家,朗玛信息与保荐人依据询价对象的报价情况最终协商确定的发行价格为22.44元/股,并于2012年2月16日在深圳证券交易所创业板上市交易。

二、首发中止的原因分析

根据现行股票发行与承销规定,在朗玛信息第一次询价前其主承销商宏源证券向各询价对象提供了关于朗玛信息的投资价值研究报告,报告认为朗玛信息的估值区间为34.58-40.97元。而第二次询价前宏源证券出具的关于朗玛信息的投资价值研究报告认为朗玛信息的估值区间为22.44-27.81元,与第一次出具的报告相比,估值区间的上下限分别调低了32.12%和35.11%。由此可以看出,朗玛信息的首发中止与主承销商出具的投资价值研究报告中的高估值有直接联系。

根据现行股票发行制度规定,发行人的保荐人与主承销商应为同一证券公司,即谁保荐谁承销。这一规定一方面是因为保荐机构在经过长期的保荐过程之后,对发行人比较了解,可以更为合理地对股票进行定价,从而保护发行人及投资人的权益;另一方面从成熟资本市场来看,保荐阶段投入较多但收益少,而承销阶段收费较高,因此规定保荐人与承销商由一家机构担任也是为了保护保荐机构的利益,使其更加负责地投入到保荐工作中去。

但上述规定也把保荐机构与发行人的利益捆绑在了一起,保荐及承销协议中一般规定,保荐机构收取的费用根据发行人募集到的资金数额的一定百分比来确定,这样保荐机构就有较大的利益冲动与发行人合谋去提高发行价格,从而获得超额收益。特别是在现行询价制度下投资价值研究报告由保荐机构所属的研究部门出具,即使证券公司内部建有“隔离墙”制度,但在巨大的利益面前,本来在公司内部就处于弱势的研究部门很难保持中立,在发行人或公司投资银行部门的利益驱使下,出具含有水分的投资价值研究报告就在所难免。

保荐承销机构出具的投资价值研究报告是整个发行阶段的起点,也是对发行人招股说明书的重要补充,对企业估值有着重大的影响。在我国股票发行的市场结构中,20%的发行量是网下发行由机构投资者认购,80%的发行量是通

过网上发行由个人投资者认购,在个人投资者对发行公司没有独立调研能力的情况下,投资价值研究报告对投资者定价的作用就尤为重要。因此投资价值研究报告内容不客观、不独立是造成最近一段时间以来新股发行“三高”(高发行价、高市盈率、高超募资金)的重要原因。

朗玛信息的两次发行时间相差只有半个多月,公司的基本面没有发生什么变化,只有市场环境有小幅下跌(其间创业板股指跌幅为8%左右),而公司的估值却下降了30%多,这很难让投资者相信主承销商出具的第一次投资价值研究报告的客观性。

三、对询价制度的启示

我国的新股发行制度从股票市场建立至今经历了审核制及核准制两个阶段,新股发行定价也经过了行政核准定价及在询价基础上的协商定价两个阶段。现行询价制度的基础是机构投资者拥有专门的研究分析人员及相应的研究分析能力,有较强的风险防范能力和风险承受能力,有相应的水平对新发行的股票给出反映其内在投资价值的报价。从朗玛信息首次发行中止的结果来看,我国资本市场的市场化改革已经取得了较大成果,询价制度在新股发行中作用良好,大多数询价机构在报价时审慎尽责,对于新股价值有着自己的合理判断,对于估值虚高的股票不愿参与询价。但从朗玛信息两次发行的过程来看,笔者认为,我国现行询价制度还有待进一步完善。

(一)选择第三方研究机构出具新股投资价值研究报告。

现行制度下新股投资价值研究报告由主承销商所属的研究部门出具,由于保荐机构研究部门并不能完全独立于公司,且公司利益与发行人利益基本一致,因此研究部门很难保持中立、客观公正。从投资价值研究报告形成过程分析,证券公司的“隔离墙”制度使得投资银行部门与研究部门各负其责,保荐机构所属研究部门与其他机构的研究部门相比并不具有较强的信息优势,因此为了避免投资价值研究报告出现较大“水分”,可以选择第三方研究机构来出具新股投资价值研究报告。第三方研究机构可由监管机构或行业自律组织(中国证券业协会)从上一年卖方研究机构排名靠前(比如前十名)的研究机构中随机选取。

(二)建立对投资价值研究报告的事后跟踪制度。

由于保荐机构出具的投资价值研究报告有虚高估值的冲动,因此应当建立对投资价值研究报告的事后跟踪制度,用以限制保荐机构的虚高估价,具体做法是:可以在新股发行上市后一个月内或半年内,对上市公司发行价格或上市一个月内、半年内的股票价格进行跟踪,并与投资价值研究报告中的估值进行对比。如果发行价格不在投资价值研究报告区间或者是发行人的股票交易价格与投资价值研究报告的估值偏离较大(比如扣除大盘影响因素后偏离20%)的,可由中国证券业协会将此保荐机构记入诚信档案,在每年考评证券公司时按记录次数进行扣减分数,这样就可以把保荐机构的行为与其每年上缴的风险资本金联系起来,约束保荐机构的发行定价行为。

(三)加强对询价对象报价的监管。

现行询价制度下可以成为询价对象的专业投资机构包括符合条件的证券投资基金管理公司、证券公司、信托投资公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、主承销商自主推荐的具有较高定价能力和长期投资取向的机构投资者,以及经中国证监会认可的其他机构投资者。从朗玛信息最终的发行结果公告中可以看出,部分询价对象并不能恪守应有的职责,对于新股价值完全没有自己的研究和分析,而是仅仅依靠主承销出具的新股投资价值研究报告进行报价。因此,应加强对询价对象报价的监管,建立新股定价的工作底稿制度,各询价机构应在工作底稿中明确各部门在新股定价中的作用、新股的定价依据、价值分析过程、内部的审批流程等。监管机构或行业自律组织(中国证券业协会)应对询价对象的报价依据及分析过程进行定期抽查,对于没有工作底稿而随意报价或者工作底稿不符合规定的机构,可取消其询价对象资格或暂停其申购新股的资格。

(四)根据我国资本市场发展水平引入集体诉讼制度。

由于各国资本市场发展水平不一样,相应的制度约束也不同,对投资者的保护水平也不尽相同。我国应借鉴美国成熟资本市场的经验,引入集体诉讼制度。对于在新股发行过程中进行故意哄抬发行价格、虚假陈述或者违规信息披露给投资者造成损失的,投资者可以通过集体诉讼要求发行人或保荐机构赔偿,从而有效地维护自己的合法权益。同时还要完善执法机制,加强对证券违法的威慑力度。

(《财务与会计》综合版2012.8)

关于上市公司破产重整中债务人管理模式运行机制问题

——基于ST秦岭破产重整的案例分析

新的《企业破产法》(以下简称破产法)于2007年6月1日开始实施,新破产法的一个重大变化是借鉴国际惯例设立了破产重整制度,确定了管理人和债务人两种管理模式,为面临破产企业摆脱困境、偿还债务并重获新生提供了法律保障。两种管理模式的主要区别在于重整期间经营控制权的归属,前者的经营控制权归属于管理人,使董事会与经营管理层的委托代理关系中断;后者则将经营控制权归属于债务人,由重整企业原有管理层继续享有对企业的经营控制权。本文以陕西秦岭水泥(集团)股份有限公司(简称ST秦岭)破产重整案为例,主要对债务人管理模式下的公司治理运行机制进行分析,并提出该模式运行中应关注的几个问题。

一、债务人管理模式运行机制

(一)债务人管理模式下债务人作为管理人的职责。

破产法第七十三条规定,在重整期间,经债务人申请,人民法院批准,债务人可以在管理人的监督下自行管理财产和营业事务。这一规定意味着破产法明确了破产重整中债务人管理模式的应用空间,赋予了债务人作为管理人身

份管理相关事务的职能。在该管理模式下,作为行使管理人职能的债务人的主要职责包括:制作重整计划草案,向人民法院和债权人会议提交重整计划草案;向债权人会议就重整计划草案作出说明;向人民法院提出批准重整计划的申请;未通过重整计划的,同未通过重整计划的表决组进行协商;执行重整计划,并在监督期内向管理人报告重整计划执行情况和债务人财产情况等,并接受管理人监督。由此可以看到,在债务人管理模式下,债务人享有破产重整这一特殊期间的协调管理权和经营控制权。

(二)债务人管理模式下公司治理机制的运行体系。

在公司处于持续经营的正常状态时,股东享有公司最终控制权,董事会享有经营控制权,经理层享有实际经营管理权,而债权人与公司形成的是一种债权债务关系,被排除在公司治理结构之外。伴随着公司陷入财务困境进而进入破产重整程序,以积极拯救企业、维护社会利益和经济利益并重为宗旨的破产重整制度给正常状态中的公司治理结构带来了较大冲击。在债务人管理模式下,重整期间的公司治理结构体现出其特殊性,重整企业面临公司法、破产法等多种法律的调整,在重整的特殊期间内,优先适用于破产法,从而导致权力主体呈多元化,除股东大会、董事会、监事会外,债权人会议代表债权人整体利益参与重大事项决策、管理人及人民法院作为第三方管理或监督重整过程,企业内部制衡关系更加复杂,董事会既要按照公司法确立的治理机制对股东大会负责,又要按照破产法确立的规则制定和执行重整计划,对债权人会议负责,接受管理人监督。

二、ST秦岭债务人管理模式的运行情况

ST秦岭是于1996年10月经陕西省人民政府批准、由陕西省耀县水泥厂作为主发起人设立的。1999年9月8日在上海证券交易所向社会公开发行人民币普通股7000万股,1999年12月16日其股票在上海证券交易所上市交易。经营范围为水泥、水泥材料及水泥深加工产品、水泥生产等,控股股东为陕西省耀县水泥厂,占ST秦岭总股本的24.8%,最终控制人为铜川市国有资产监督管理委员会。近年来ST秦岭生产经营陷入困境:2005年亏损1.39亿元,2006年亏损1.77亿元,2007年勉强实现了盈利,但2008年巨额亏损3.3亿元,陷入严重的财务危机。其债权人铜川市耀州区照金矿业有限公司向铜川市中级人民法院申请对ST秦岭进行重整。铜川市中级人民法院于2009年8月23日裁定受理ST秦岭破产重整。2009年8月28日裁定公司重整,指定公司清算组担任公司重整的管理人并准许公司重整采取债务人管理模式,在管理人的监督下自行管理财产和营业事务。

根据ST秦岭公开发布的相关信息,其债务人管理模式主要治理机构的工作成果如表1所示。

从表中可以看出,自ST秦岭接受法院指定采用债务人管理模式开始,至2010年10月22日人民法院裁定重整计划,其运行体系体现出了债务人管理模式下正常状态治理机制与破产重整期间治理机制的融合。在此期间,ST秦岭股东大会未召开会议,集中体现出资人意志的出资人组在债权人会议上代表所有股东通过重整计划草案中涉及的出