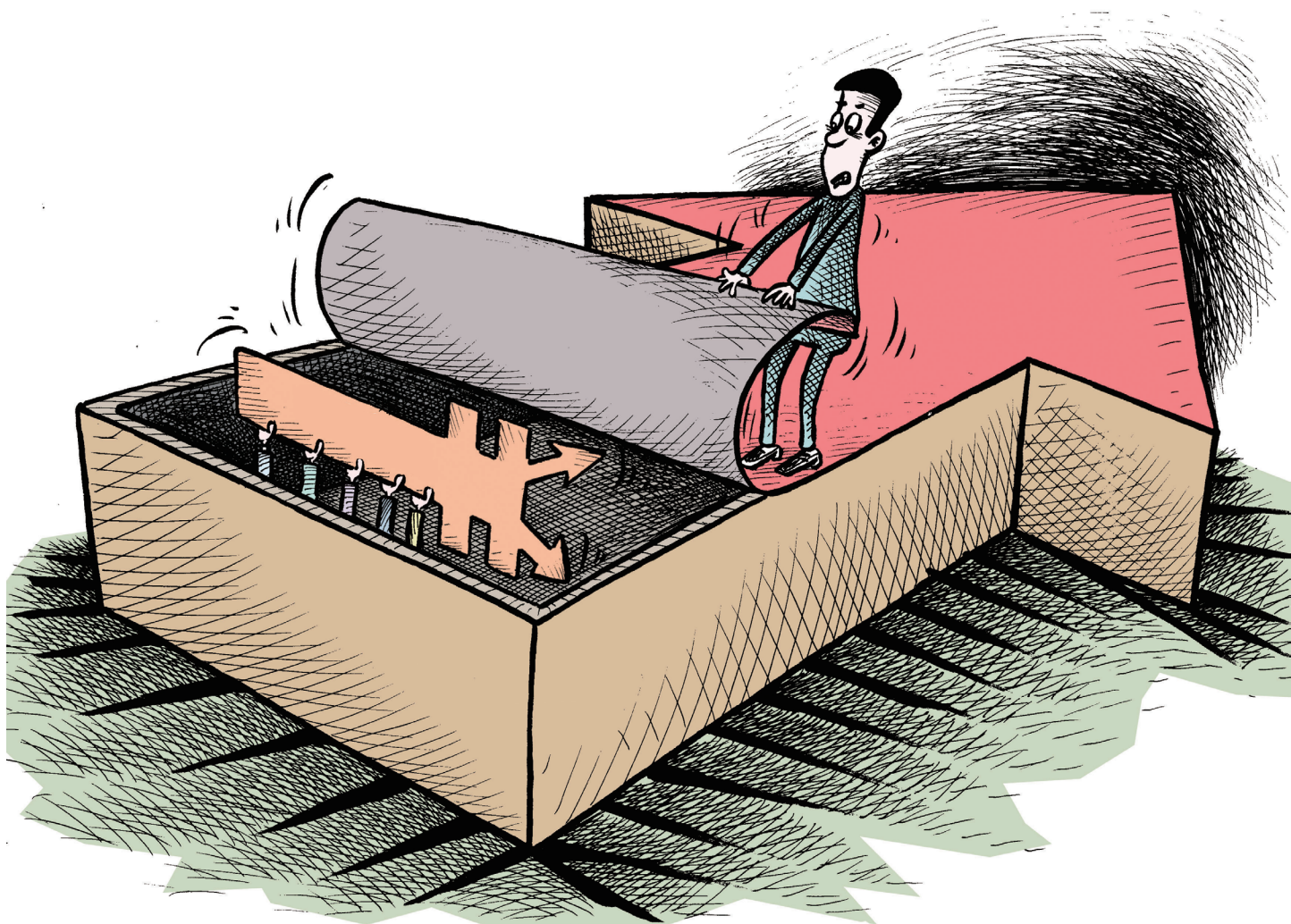


清除 IPO 腐败还须治本

冯小树案只是 IPO 巨大利益链的冰山一角，只要企业一旦上市还能无条件“圈钱”，恐怕再怎么“将权力关进笼子”，都难免百密一疏。或许真正能治本的办法，还是推行新股发行注册制，恢复市场的自我选择与判断功能。

文 | 林海



近日，一起发审委委员涉嫌违法买卖股票案震惊业界。

曾任发审委委员、深交所发审部副总监的冯小树，先后以岳母、妻妹的名义入股拟上市公司，待公司上市后抛售股票，获取巨额收益。对此弊案，证监会毫不犹豫重拳出击，没收冯小树违法所得2.48亿元，顶格处以2.51亿元罚款，并采取终身市场禁入措施。

而对于冯小树获利的途径和机会进行深入思考，就会发现这一天价罚单所指向的，只是IPO巨大利益链的冰山一角。

暴富：低价入手原始股

根据证监会发布的处罚书，冯小树的几宗罪，主要都体现为廉价购买拟上市公司的原始股，并在其上市后抛售套现。他在担任发审委员期间，通过亲属代持，以增资、股份转让的方式获得了鱼跃医疗、三川股份、宝莱特的原始股。其中，两家公司实际控制人与冯小树关系密切，而且都是冯小树主动提出介绍他人购买股份（参与增资）。其中，冯小树与宝莱特实际控制人、董事长燕金元是江西工学院（现南昌大学）校友，两人于2000年左右相识。燕金元曾经多次聆听冯小树以职务身份所授课程，多次就公司治理、股权转让等方面问题向冯小树咨询，并于2008年初聘请冯小树配偶何某玉担任宝莱特董事。

2007年10月~11月间，冯小树通过配偶何某玉向燕金元提出，希望“介绍”他人购买宝莱特4%的股份，并最后实际由其妻妹何某梅账户买入宝莱特股份。2008年11月2日，燕金元、王某夫妇实际控制的捷比科技（持有宝莱特58%股份）与何某梅签订《股权转让协议》，约定将宝莱特120.32万股股份（占总股本4%）作价300万元转让给何某梅，每股转让价格约为2.49元。通过何某梅账户所持有的300万元原始股，

在上市后能值多少钱呢？令人瞠目结舌的是，上市后的溢价，加上持有期间的分红，这300万元最终变成了9565余万元。这些资金在套现后，由妻妹何某梅账户转至冯小树的岳母彭某娴账户，最终转入了冯小树名下的账户。

对于三川股份，冯小树的操作手法也是一样。该公司实际控制人李建林曾就三川股份上市事宜向冯小树进行咨询。2007年12月三川股份增资前，冯小树在三川股份现场参观时，也向李建林提出“介绍”何某梅入股，李建林当场便表示同意。2007年12月18日，三川股份的原股东三川集团、李某祖等人与“何某梅”账户签订了《增资扩股协议》，约定“何某梅”等人以3.66元/股对三川股份增资。其中，“何某梅”以206.79万元买入56.5万股。后证明，以何某梅名义买入“三川股份”的资金实质来源于冯小树夫妇。这206万元的三川股份，在三年多后减持时同样翻了许多倍。加上期间的6次现金分红，最终变现金额为3150余万元。

如果说宝莱特和三川股份还是直接以妻妹的账户入股，显得多少有些简单粗暴，那么在鱼跃科技这家公司的原始股获得过程中，冯小树的手法则有了一些不同。

在其安排介绍下，2007年3月21日，鱼跃医疗实际控制人吴光明将其个人所持的鱼跃医疗3.89%的股权以600万元的价格转让给深圳世方联，受让股权的价格为每股2元。2008年4月18日，鱼跃医疗在深交所上市。那么，深圳世方联又和冯小树有什么关系呢？原来，冯小树的岳母彭某娴持有该公司30%股权，并担任深圳世方联法定代表人、执行董事职务。这是冯小树的另一个“马甲”，这个“马甲”还多次变更注册地址以逃避审查。

2013年10月14日~2015年3月6日期间，深圳世方联证券账户在二级市场减持所持全部“鱼跃医疗”股份。在扣缴个人所得税

冯小树自己曾在 一篇文章中提出，股票发行审核对一个国家证券市场的发展及运行发挥着重要的作用，它决定着直接融资的效率以及上市公司的质量。

冯小树案的出现，让人们再次对于亲属回避机制提出了质疑——机制再齐备，能否得到严格落实和监督才是关键。

5269.23 万元，并通过彭某嫦账户缴纳个人所得税 3473.38 万元后，剩余资金共计 3.58 亿元，向深圳世方联的 4 名股东进行分配后，1.07 亿元的获利经过彭某嫦的账户，绝大部分最终流向了冯小树及其配偶何某玉、女儿冯某益账户。

另据了解，彭某嫦银行账户另有 1715 万元转入了杨某益账户，该笔资金为冯小树购买美元外汇使用。据说，冯小树已经决定“外逃”，并已一度逃至美国，只是因为“资金出不去”又回到国内。这一回来，遂被中央巡视组逮个正着。

溢价：IPO 腐败的逻辑

现年 52 岁的冯小树作为中国证监会第七届和第八届发审委兼职委员，自 2005 年 3 月至 2007 年 4 月间，共计参与了 43 个项目的审核，其中 34 个 IPO（首次公开发行）项目、3 个增发项目、5 个可转债项目、1 个可分离债项目。这样一位监管一线的监管者监守自盗，令人唏嘘。

从更大的方面看，冯小树的违法行为主要危害在于，扰乱了金融市场的秩序，使一些原本可能达不到上市标准的企业进入资本市场，助长不良风气，放任上市公司成为了圈钱套现的工具。不过，这从另一个角度做实了“IPO 是项造富工程”的说法。冯小树持有少量原始股即可获利数亿元，那么那些持有 30% 甚至更多股权的大股东，通过 IPO 审核上市岂不是“跃过龙门”走上财富巅峰？

正因为所涉利益巨大，作为把关者的股票发行审核委员会成员，职责之重要毋庸说明。

讽刺的是，冯小树自己曾在一篇文章中提出，股票发行审核对一个国家证券市场的发展及运行发挥着重要的作用，它决定着直接融资的效率以及上市公司的质量。

因此，决定企业能否上市的发审委，自然成了“糖衣炮弹”攻击的重点对象。据说，贿

赂发审委的花样很多：直接送现金，间接转让原始股，或者照顾关联人的“生意”，将公司业务交由某些机构做，机构再通过其他方式将利益“返还”给有关委员。冯小树案发后，业界议论纷纷。因为这种直接要求入股的情况并不多见，公司本身能否上市，仍然存在不确定性，换了几个马甲投进来的股权投资，也有可能打水漂。而且，即使要入股，一般也不会入股自己参与的项目，而是大多采取“交叉”的方式。

如果此言属实，那么因为手法较为直白而被侦破的冯小树案，恐怕只是这一领域内诸多“突击入股”及利益输送行为的冰山一角。

事实上，在 2007~2011 年这段时间，类似的突击入股腐败不在少数。为此，自 2011 年起，证监会开始加强对“突击入股”的监管。

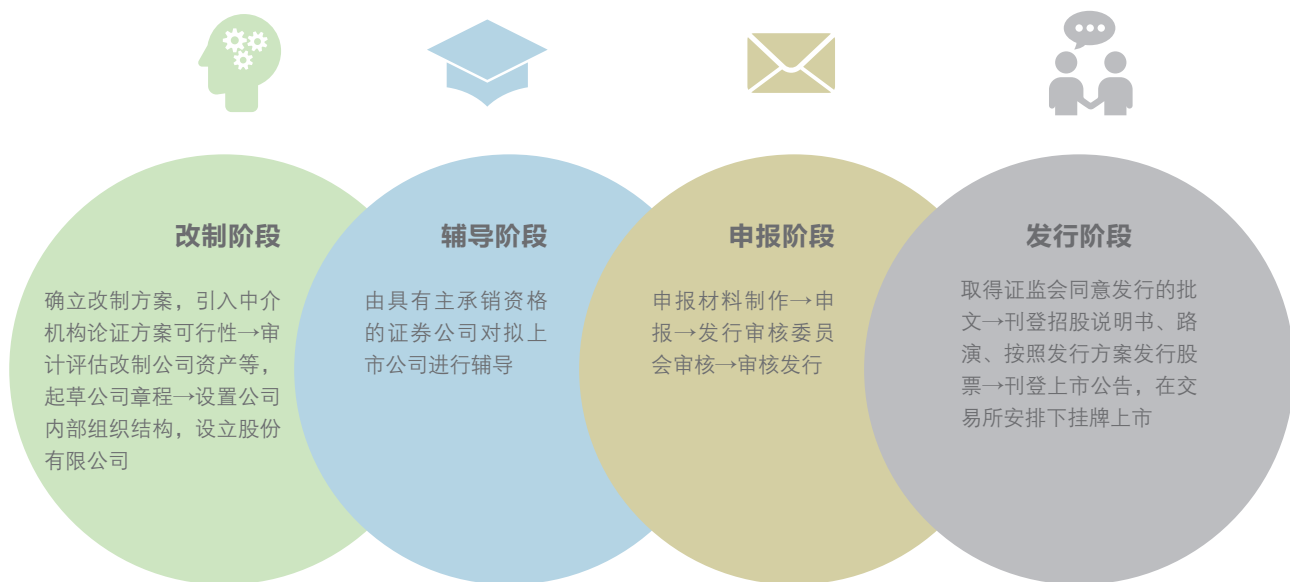
一方面加大“突击入股”的信息披露，明确要求增加说明申报前最近一年新增股东、实际控制人的相关情况，另一方面，强化中介机构对“突击入股”行为的核查责任。与此同时，开始延长“突击入股”股份的锁定期。对于发行申请受理前六个月内增资或从控股股东、实际控制人转出的股份，证监会要求受让人承诺自公司上市之日起锁定三年。然而，这并没有能阻隔冯小树采取“马甲”形式入股、并埋伏三年之后再退出套利的“耐心布局”。虑及此，加上近年来不断爆出发审委委员腐败案，证监会开始意识到发审委中的个人寻租空间巨大，亦开始试图从制度上堵漏洞。

制度堵漏：落实是关键

2015 年 11 月，为约束发审权力，证监会制定并发布了《关于进一步规范发行审核权力运行的若干意见》，《意见》从发行条件、审核标准、预约接待、全程留痕、履职回避、发审委监督和违纪问责等九个方面进行了明确规定。同时，证监会发布了《关于加强发行审核工作



企业上市过程



资料来源：根据公开资料整理

人员履职回避管理的规定》和《关于加强发审委委员履职回避管理的规定》。修订后的两个规定从严细化了涉及亲属的回避事项。其中，涉及配偶、父母、子女及其配偶等四类当事人在监管对象或者相关中介机构任职的，无论其职务高低，均应回避。

但是，冯小树案的出现，让人们再次对于这一回避机制提出了质疑——机制再齐备，能否得到严格落实和监督才是关键。

有市场人士提出，监管与防治只是治标，真正要治本，可能还是要拿发审委所掌握的巨大权力“开刀”。只要发审部门掌握着公司上市发行生杀大权，只要企业一旦上市还能无条件“圈钱”，暴利驱动下的“公关”动力将是惊人的——只要能上市，送礼、送原始股不算

什么。假如想得更深远一点，上市这件事，只要还是“一人得道，鸡犬升天”，恐怕再怎么“将权力关进笼子”，都难免百密一疏。特别是像冯小树等长期浸淫金融市场、深谙监管规则的内部人，他们的寻租行为更是难以禁绝。

或许真正能治本的办法，还是推行新股发行注册制，恢复市场的自我选择与判断功能，使公司上市后的融资成功与否，由投资者根据其信息披露水平和运行规范程度自行判断，使投资者能够用脚代替手投票。这样，或许才能剥离发审委对上市公司的生杀大权，将上市公司的市盈率交由市场决定，鲤鱼跃过龙门后，能不能成龙，还要看鲤鱼自己。这样，或许才能彻底消除准入“公关”和利益输送的土壤，还资本市场一方净土。☐