

资产重组市场化不容疏忽的几个问题

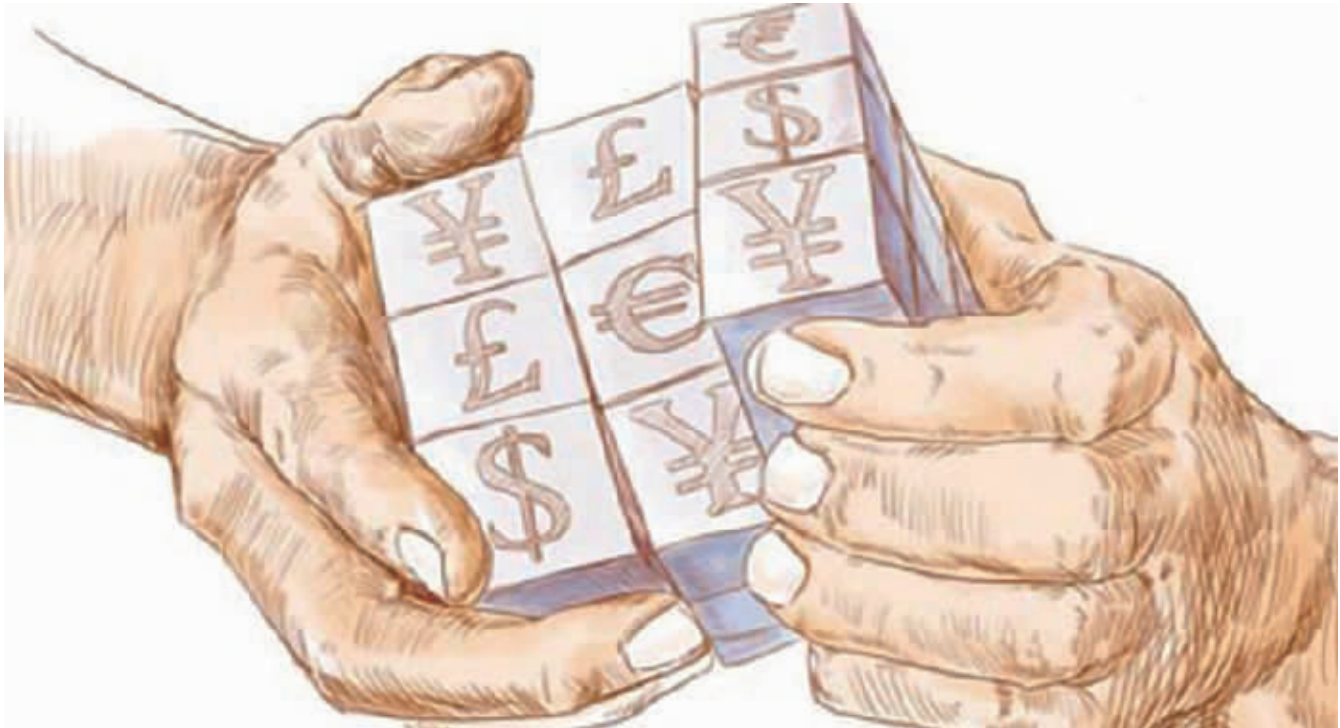
■ 曹中铭

国务院上月下发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(下称《意见》),在加快推进审批制度改革方面,有了实质性进展:取消上市公司收购报告书事前审核,强化事后问责;取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为的审批(构成借壳上市的除外);对上市公司要约收购义务豁免的部分,取消审批;实行上市公司并购重组分类审核,对符合条件的企业兼并重组实行快速审核或豁免审核等等。这些举措,无疑将大幅度提高并购重组的效率,今后上市公司实施资产重组将更加简便与快捷。

Wind 资讯数据显示,去年沪深股市共计发生 2288 起并购事件,交易总价值 13252 亿元。分析这些并购案交易,行业整合和横向整合依然是上市公司并购的最主要目的,以此两项为目的的并购案共有 1225 起,占比 53.54%;但以资本运作、多元化战略和财务投资为目的的兼并事件数量也急剧上升,占比接近 30%。这些数据不仅反映出并购事件数量与交易金额巨大,更凸显出资本市场并购重组潜力的巨大,在《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》经过修订并开始后实施后将更是如此。

在以往的上市公司并购重组案例中,主要体现出并购重组时间周期长、审批环节多、融资难等方面的问题,总结起来就是并购重组的效率与效益均不高。即使是在中国证监会出台《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》的情形下,融资难的问题也并未得到彻底解决。而且,诸多上市公司的并购重组,还常常被贴上“有条件通过”的标签。如何让恺撒的归恺撒,让市场的归市场,这次《意见》迈出了大步。

不过,推进上市公司并购重组,万不能忽略其效益问题。并购重组可以优化资源配置,加强行业整合,促进上市公司做大做



强,进一步提升其竞争能力与抗市场风险的能力。但如果并购重组的效益低下,这一切都将大打折扣。在实践中,有的上市公司以避免与大股东同业竞争为由,将大股东盈利能力不强,或本身就连年亏损的资产也“重组”进上市公司,进而对上市公司形成拖累,损害其他投资者的利益。还有的上市公司通过资产重组,向大股东或关联方等输送利益。

因此,提高上市公司并购重组的效率与效益,除了简化审批程序与取消审批项目,让资产重组更加市场化之外,笔者认为还有一些问题需要仔细研究,并拿出相应的办法。

其一是标资产的高溢价与利益输送。上市公司收购大股东或关联方的资产,普遍存在高溢价现象,这已是不争的事实。

在对外收购过程中,这一问题同样突出。如去年上半年手游概念火爆,多家上市公司纷纷涉足,其收购溢价率普遍在 10 至 15 倍之间。被收购对象因之赚得盆满钵满,但今后能否为上市公司贡献物超所值的利润,还需打一个大大的问号。

其二是内幕交易。来自监管部门的案情通报显示,上市公司的高送转与并购重组是内幕交易案件的高发区。为了防范资产重组产生内幕交易,监管部门采取了不少措施,如 2012 年 11 月发布了《关于加强上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管的暂行规定》,将上市公司股价异动的监管与其重组行政许可直接挂钩。尽管如此,上市公司资产重组停牌前,股价便大幅上涨的例子仍不胜枚举。

其三是曲线上市。资产重组门槛大幅降

低,为标的资产“装进”上市公司创造了良好条件。事实上,去年 IPO 暂停,就不乏排队企业的股权以被收购方式曲线上市的实例。在上周五的新闻发布会上,鉴于排队企业积压严重与研究推进股票发行注册制改革方案等多方面的原因,监管部门建议企业合理把握申报时间,并鼓励其通过新三板挂牌、境外上市等其他方式融资发展。在此背景下,相关企业以被收购的方式曲线上市的概率增大,如何防止那些本不符合上市条件、资产质量差的企业混进资本市场?

其四是曲线借壳上市的问题。虽然监管部门规定借壳上市与 IPO 标准等同以及禁止创业板公司借壳,但并不妨碍上市公司通过创新的手段与对方案的精心设计,来达到曲线借壳的目的,而这在 A 股并非没有先例。

是否重磅利好 “市场先生”说了算

■ 曹中铭

最近一段时间,监管部门推出的利好让投资者有目不暇接之感。如市场资金方面,QFII 持股比例由 20%提高至 30%将引来百亿活水;保监会统计数据显示,截至今年 2 月底,入市的保险资金首次超过 8000 亿元;制度建设方面,优先股制度出台,新股发行制度进一步得到完善,创业板 IPO 办法改革,以及创业板再融资制度开始征求意见等。当然,这些利好都无法与国六条相比。

国六条主要包括:积极稳妥推进股票发行注册制改革,规范发展债券市场、培育私募市场、推进期货市场建设、促进中介机构创新发展,扩大资本市场开放等六个方面。可以说,国六条切合了市场当前的实际,顺应了市场发展的要求。像早已推出注册制乃众望所归,培育私募与扩大开放,均与引入资金有关,但就是这一被投资者寄予厚望的利好,却在市场面前碰了“壁”。

当年国九条出台曾被解读为中国资本市场发展的纲领性文件,正是因为有了国九条,几年之后 A 股市场才迎来了大牛市行情,上证指数并创出了至今未逾越的历史性高点 6124 点。但国六条的际遇与国九条却明显不同。其公布当日,上证指数似乎没受什么影响不涨反跌 0.18%;下一个交易日下跌幅度则扩大到 0.83%,成交量也有所放大;第三个交易日股指再次下跌,成交量再次放大。无论是市场对国六条视而不见也好,还是遭遇投资者的误解也好,股市并未因之而亢奋。

A 股市场对利好的反应,有一个从最初的“条件反射”到最终麻木的过程。股市诞生后最初几年,低迷时的股市对利好的反应非常灵敏。其时证监会主席的一句话、一个表态,都能引发股市的上涨,后来个人影响力减弱,人民日报评论员文章“接捧”,及至后来,一些临时性的利好开始不起作用,市场甚至出现无动于衷的现象。“条件反射”消失的背后,说明市场在走向成熟,投资者在走向成熟。因此,对于此次国六条被市场“无视”,投资者根本不应感到奇怪。毕竟,国六条是否属于重磅利好,“市场先生”才最有发言权。

当前的 A 股市场,已不再处于一个利好就能左右的时代了。市场上违规行为频出,错误定位的延续,对中小投资者保护的严重不力,等等,决定了 A 股市场还不是一个公平的市场。在制度缺陷与市场机制多方面的弊端下,利益集团从市场中大肆窃取利益,而广大中小投资者不幸一次又一次成为埋单方。这显然是不公平的,也不利于投资者对股市树立有效的信心。而一个投资者丧失了信心的市场,又如何不低迷?又如何会不连续“熊霸全球”呢?

目前的 A 股市场不是说出个利好就能实现反转的问题,而最需要的是打造公平,最需要的是真正切实保护好投资者特别是广大中小投资者的合法权益。当违规行为都受到了严惩,当中小投资者不再处于弱势地位,当 A 股变成一个实现了公平的市场,无须什么利好,投资者也会有信心。如果再碰到国六条的出台,市场不兴奋那才怪呢!

■ 天天说钱

愚人节这天,一位退休的金融高官说了句实话,也捅破了那层窗户纸。

4 月 1 日,在深圳召开的第二次前海合作区咨询委员会闭门会议上,前银监会主席刘明康说:上面长期对深圳金融市场有压制,这是明摆着的。不然的话,深圳交易所也不会像今天这个样子。

刘明康之所以捅破窗户纸,跟前两天证监会在上交所、深圳所之间“拉偏架”有关。

几天前,证监会宣布,让企业“自主”选择上市地,不再根据股本大小,决定是去深交所还是上交所。众所周知,早在 2000 年的时候,证监会作出决定,深交所和上交所错位发展。其中深圳重点发展创业板,做中国的纳斯达克;上海重点发展主板,做中国的纽交所。为此,以筹备创业板为名,停止在深交所发行新股达 4 年之久。

2004 年,在中小板推出之后,两个交易所的楚河汉界是:IPO 新发股本超过 1 亿的,去上交所上市;低于 1 亿的,到深交所。但运作几年后,上海感觉吃亏,要求调整,于是在 2010 年 11 月调整为:IPO 新发股本低于 5000 万的,去深交所上市;超过 8000 万的,去上交所上市;5000 万到 8000 万之间的,自主选择。

但自 2010 年运行至今,上海仍然感到不满意;虽然目前上交所总市值是深交所的 1.59 倍,流通市值是深交所的 2 倍,但日成交只有深圳的八成。所以,在上海的强烈要求下,证监会再次改变游戏规则,甚至不惜将两个市场 14 年来形成的定位改变。其实目前的深强沪弱,跟强周期股票的低迷有关,是阶段性的。如果中国经济再次启动,股市进入新的牛市,必然再次出现沪强深弱。

刘明康的话,是由这次交易所定位调整而来,但绝不仅仅限于这次调整。因为他知道更多的内幕,经历了很多事情。毫无疑问,深圳是改革开放以来受益最大的城市之一。但这个红利,绝不仅仅来自政策,更是来自市场。包括海南在内的 5 个经济特区,同样享受到政策红利,为什么只有深圳获得成功?因为深圳旁边有个香港。所以,深圳不仅仅是政策的产物,同时还是市场的产物,它抓住了世界产业转移的大机遇。

但深圳 34 年来走过的道路,远非一帆风顺。从早期的“姓资姓社之争”,到后来胡鞍刚引发“特区不特之争”,无不掀起巨大的波澜。邓小平的两次视察,给深圳人吃了定心丸,也成就了深圳传奇。

转折点发生在 1997 年:先是小平辞世,然后是香港回归。深圳的地位从

此发生了逆转,一个受命“胆子要大一点,步子要快一点”的城市,被带上了裹脚布。从此,深圳的发展要看两个城市的脸色:一是香港,二是上海。

在产业上不能跟香港竞争,要保持香港的繁荣稳定,这成了深圳最大的政治。所以,港口不仅必须有港资参与,还要控制发展节奏,不能超过香港;机场要少开国际航线,主要服务内地。当然,资本市场也不能做大,防止抢香港的风头。而这一切,都建立在“没有竞争就能保持香港繁荣”的判断上。至于这种判断对不对,没有人研究,也没有人反思。

既然深圳要服务香港,不抢香港的风头,那么港口和机场的资源自然要分流一部分给广州。至于金融资源,就更需要让着上海了,因为上海是国家既定的金融中心。所以,我们看到深交所莫名其妙就被停止了 4 年新股发行。深圳期货交易所被吊销了户口,深圳的君安证券被上海的国泰证券合并;虽然深圳是中国珠宝业中心,黄金现货交易量占全国一半,但黄金交易所却设在了上海。

深圳不但在金融、物流等行业上不能做大,城市规模都要被控制。经济总量位居内地城市第四的深圳,总面积只有不到 2000 平方公里,而且一半面积是需要生态保护的山地。深圳的总面积积,只有重庆的 40 分之一,北京的 8 分之一,上海的 4 分之一,广州的 3.5 分之一,杭州的 8 分之一。但深圳生活的人口超过了 1800 万,深圳因此成为世界上人口密度最大的城市。一直以来,深圳有一个梦想,希望能增加一些面积,拓宽一点发展空间。但这个梦想始终无法变成现实,上面的回答总是:要内涵式发展,深圳不需要太大嘛。

在深圳不需要变大的同时,广州却一天天变大,其下辖的番禺、花都、从化、增城等县级市,陆续撤市变区。在交通上,有人也希望深圳一直固守公路、铁路的死角。在设计港珠澳大桥的时候,深圳的双 Y 方案被否定。随后,深圳提出修建深圳到中山的通道,但迟得不到批复。而且在相当长的时间里,深圳人返回内地,如果乘坐火车都要去广州转车,因为深圳申请不到始发车。这个局面,直到 2008 年春运遭遇雪灾,广州火车站差点出大事后,才有所改观。

2003 年,当时的新班子上任后,国务院曾经派人到深圳专题调研,那时深圳上下充满了期待。但最后,除了早就计划中的中小板外,深圳什么也没有等来。反而在几年之后,传出深交所附属的三板市场,要移师天津。港股直通车要开了,内地人如果要开户,不能来深圳,需要去远离香港 2000 多公里之外的天津。不过由于全球金融危机,搅黄

了天津的金融梦。港股直通车夭折了,“新三板”最终变成了北京证券交易所!

国家有发展战略,需要对各个片区、各个城市的发展进行规划,需要兼顾南方北方、东部西部、内地沿海的平衡。但这种规划,应该尊重市场规律,尊重已经形成的基本格局。否则,就是乱折腾。其实,我们历史上吃这种亏多去了。比如在五六十年代,因为对国际形势的误判,认为将爆发大规模战争,所以收缩沿海城市的发展,将资源转移到大西南和边远山区,建设“三线”地区。最终造成了巨大的浪费,也让上海、天津等沿海城市的发展,错失了重大历史机遇。

再比如,建国以来对北京定位一直不清晰,既要政治中心、文化中心,又想当经济中心、金融中心。最终由于北京占有资源太多,城市陷入车多、人多、污染重的困境,现在又被迫向四周疏散。

就拿金融中心来说,国家一直压制着深圳,以突出香港和上海。但另外一方面,北京又千方百计争夺金融资源,成为事实上的最大金融中心。目前北京吸附的资金,超过上海或香港的 1.3 倍,金融增加值也跟这两个城市不相上下。作为拥有内地第二大交易所的深圳,资金总量反而只有北京的三分之一。

也就是说,目前在国内跟上海争夺经济中心、金融中心的不是深圳,而是北京;在国际上,香港最有力的竞争对手是新加坡,也不是深圳。即便将深圳从地图上抹去,也改变不了上海资金总量远远低于北京的局面,更改变不了新加坡竞争力超过香港的局面。

相反,如果深圳能充分发挥活力,反而可以增强深港大都会的国际竞争力、为香港弥补短板,一致对外;深圳跟上海的适度竞争,也可以产生鲶鱼效应,提高上海的金融效率。如果说要让步,也是需要北京让步。事实上,北京就不应该做大金融业。在国家给北京的定位中,根本就没有金融中心的职能。

深圳改革开放 34 年来,率先建立了市场经济机制,催生出万科、腾讯、华为、中兴、比亚迪、招商银行、平安保险等一大批世界级企业,深圳每年 PCT 国际专利申请量约占全国的一半左右。深圳每年向国家上缴的财政收入,超过河南、河北的总和,而这两个省的经济总量位居全国第五、第六。

十八届三中全会通过的“深化改革”的决定提出,以后要发挥市场在资源配置中的决定作用。那么,在城市发展中,也应该更加尊重市场,而不是计划。这样才能少走弯路,少浪费资源。

放开手吧,让深圳奔跑起来,别再让这个象征着中国改革开放的城市,带着无形的锁链跳舞了!

备案制是打造透明监管的基础

■ 财经评论员 肖玉航

从中国资本市场发展来看,未来向市场化、法制化与国际化的方向已经明确。作为中国证券监管体系的重要组成——中国证监会如何适应与保障这一方针目标健康运行,以适应资本市场规模的扩大、股票发行方式未来预期转变、维护投资者利益、打击腐败与规范自身行为,可以说监管转型已不可避免。笔者认为,备案登记制度在证监会内部推行将有利于透明监管的运行,利于中国资本市场监管体系的法制保障。

2014 年 3 月 28 日,中国证监会发布《中国证监会行政许可和监管执法事项不当说情备案规定(试行)》(以下简称《规定》)。证监会新闻发言人张晓军表示,制定《规定》的目的是保障监管工作的公正性、独立性,排除行政许可和监管执法过程中的不当干扰,不断建设透明证监会,进一步强化依法行政的制度规范,切实保护投资者的合法权益。从这一规定来看,实际上是一种备案登记制度,通过制度安排,使得为当事人谋私利的说情人知难而退,合理诉求通过正常渠道反映。

同时贯彻抓早抓小、防微杜渐的原则,警醒中国证监会工作人员应当廉洁自律、依法行政,自觉抵制各种不当说情干扰,不断压缩权力设租寻租的空间。透过市场政策轨迹发现,这是继 2013 年 10 月 1 日证监会发布并实施《中国证券监督管理委员会派出机构行政处罚工作规定》,实行备案登记制度以来又一次备案制度的鲜明体现。从当时此规定的情况来看,其实际上是“监管转型”的重要一步,证监会自去年 10 月起全面授予派出机构行政处罚权。虽然不是“一放了之”,而是实行备案制。

今年初,中央政法工作会议提出建立健全违反法定程序干预司法的登记备案通报制度和责任追究制度,这样的表述是这么多年的中央司法文件和领导讲话都没出现过的。实际上这是为了保证司法机关依法独立行使司法权。排除不当干预,维护公信力的一个制度性的措施。此次中国证监会以规定的方式推行监管执法,对于中国资本市场而言,可以说是一项重要的基础性建设工作,关键是让这个制度在实践中发挥作用,得以运转。真正做到一律要备案通报,一律要追究责任,这是当前最重要的解决办法。

与世界成熟市场的监管相比,我国证券监管体系仍不完善或监管运营具有典型的行政化特征,但中国资本市场作为一个新兴市场的特色,其近年所坚持的行政化监管体系也有其特殊阶段性。随着市场规模的扩大,利益冲突与市场化步伐的加快,实际上监管体系的运营需要转化为公开市场服务与利益维护,其更多的要体现出效率、透明与公平,同时更要形成“打铁还需自身硬”的组织建设。

2014 年中国证监会监管转型的六个方向已经明确,其主要体现在监管取向、监管重心、监管方法、监管模式、监管手段与监管运行上。从这些方向的定位来看,显示出监管转型的信号或步伐已经展开,这与中国历次证监会监管方向有其一定的区别。

备案制度在中国证监会层面推出,实际上对于打击各种形式犯罪,保持公平正义等具有较好的防范作用,比如此次不当说情备案登记规定,将使得利益详情方暴露在登记备案之中。

观察中国资本市场发现,自 2008 年以来,由于许多券商、基金、投资机构、上市公司等机构高管,来自于原证监系统人员加入,因此不当说情或利益犯罪很难避免,此次规定的出台,可警醒中国证监会工作人员应当廉洁自律、依法行政,自觉抵制各种不当说情干扰,不断压缩权力设租寻租的空间,对于资本市场的健康发展是一项基础而重要的举措。

总体来看,备案登记制度在证券监管层的推行,是顺应资本市场法制化建设的重要举措,对于打击内幕交易、维护投资者利益、防范职务犯罪等具有积极的基础性意义,这也是我国证券市场法规建设向前推进的一个重要因素。因此笔者认为,备案制是打造透明监管的基础,对于中国资本市场监管体系是一种有益的变革,体现出了监管转型的鲜明信号。

