

城投债 应实施强制公告机制

证券时报记者 朱凯

城投债成为当前债市“重灾区”原因之一，在于其信息披露机制不完善导致市场信心缺失。日前，国家发改委适时对外发布的《进一步加强企业债券存续期监管工作的通知》，无疑为包含企业债在内的债券市场树立“维稳”标杆，市场对此做出了积极响应。

业内人士建议，此次城投债风波正好为债券市场监管机制的改革以及试行强制性信息公开提供了良好契机。为社会主体提供直接融资机会的债券市场，近年发展不断加速，未来也将有更多的创新品种诞生，监管机构的进一步明确化应当是首要任务之一。

以企业债为例，目前我国采用的是审批由发改委负责、债券定价等由中国人民银行具体实施、相关参与金融机构的监管由银监会负责、信息披露在中国外汇交易中心及中央国债公司的“多头监管”格局。市场人士认为，城投债公司及与其紧密相关的地方政府财政、债务等的强制性信息公开，如果能够集中在较少的监管部门之下，效率能得到更好的提升。

发改委上述通知之中，对这样几个重要问题都有涉及。通知首先明确了企业债券发行人在债券存续期内的相关责任，其中包括募集说明书的法律效力、发行人的信息披露义务、发行人资产重组合规性以及募集资金使用的规范性等。

实际上，不少机构投资者认为，城投债此番遭遇“滞铁卢”，根本原因是地方政府债务规模近两年的急剧放大，引起市场对该类债务如何偿还的担忧。此外，相对上市公司而言，投资者准确获取城投公司日常经营及突发事件等关键信息的难度仍比较大。国内某大型投行部门负责人告诉记者，买城投债主要就是买“地方财政”，如果单看城投公司经营利润的话，往往不太理想，对其进行财务审计的机构也多地方性中小机构。

上述文件中，发改委还对发行承销中介机构及监管机构提出了相关管理意见。如“抵押资产监管人必须对抵押资产状况实施监管”、“承销商应于企业财务报表发布同时，发布该企业履约情况及偿债能力年度分析报告”等。对于这一点，业内人士认为，审批部门严格把关的同时，对债券承销机构的责任义务加以明确，相当于减缓了新债发行节奏及提高了债券信用资质，有助于恢复市场信心。

举一个例子，前期云南省部分城投公司重组，债权人仅处于被告知的地位。公司并未履行事前的债权人大会程序，而且在事件被媒体曝光之后，相关部门出面澄清和说明也显得比较滞后。这令整个市场对“信用违约”的担忧情绪被扭曲和放大。发改委上述文件明确指出：对债券发行人资产重组中未按有关规定履行法定程序，损害债券持有人权益并造成恶劣市场影响的，将按照有关法律予以处罚。”

西南证券 7月份盈利6027万

西南证券今日公布了7月份财务信息快报，该公司7月份实现净利润6026.83万元。截至2011年7月31日，西南证券归属上市公司股东的净资产为111.23亿元。(伍泽琳)

国元证券获准 向期货子公司增资1亿

国元证券今日公告称，该公司全资子公司国元海勤期货收到证监会批复，核准国元海勤期货的注册资本变更为2亿元。新增的注册资本由国元证券以现金方式认缴1亿元。(伍泽琳)

国开行累计发放5896亿 环保和节能减排贷款

国家开发银行近日发布的数据显示，截至6月底，国开行在过去三年半的时间里，累计向城镇污水处理、工业污染整治等环保项目，以及清洁能源等节能项目发放贷款5896亿元，贷款余额5784.1亿元。

其中，今年上半年，国开行新发放环保和节能减排贷款1198.4亿元，占全行发放额的13%，重点支持了新疆乌鲁木齐齐城燃煤锅炉拆并工程、安吉节能环保设备租赁项目等。

今年以来，国开行积极推动苏州工业园、无锡太湖新城中心区等低碳生态城市建设，重点开发了深圳水务、北控水务等大型水务集团污水处理项目。今年上半年，国开行向环保和节能减排项目承诺贷款2380.8亿元，用于支持城市环境综合治理、工业污染治理及循环经济、十大重点节能工程和清洁能源项目。(据新华社电)

拟上市公司股权激励变利益输送戛然而止

投行担忧催生高管战投不规范操作

高管入股拟上市公司可以先提价，日后通过现金或者其他方式进行协议补偿。这种协议是私相授受，难以监管，一旦出了问题，投行要负保荐责任。

证券时报记者 黄兆隆

拟上市公司的利益输送也许再也不能简单地通过股权激励方式实现。日前，据证券时报记者了解，监管部门对拟上市公司股权激励已提出新的要求。根据该要求，拟上市公司股权激励(适用增资、股权转让等方式)按照股份支付准则处理，相关折价直接计入当期损益。此外，未上市企业股权激励价格认定细则有望近期推出。

影响企业当期净利

接受采访的投行界人士指出，由此而产生的公允价值认定将面临挑战，而为了规避该政策，不排除引发拟上市公司、高管与战略投资者之间不规范的灰色交易，投行肩负的保荐职责将面临更多挑战。此外，对于一些净利不高的企业，其上市进程也难免受到影响。

国内某著名律所的高级合伙人孙鹏(化名)告诉记者，最近有不少拟上市企业老板向他抱怨，因为对于拟上市公司的股权激励有了新的要求。

据了解，企业主抱怨的原因在于，股权激励价格往往与公允价值存在较大差价，如果激励股份占比较大，这一折价可能达到数千万元，在计入当期损益后，将直接拉低企业当年的净利润，影响上市进程。

最近我手上做的项目大多遇到了上述问题，因为该要求才导致

推行，所以拟上市企业将面临重新抉择的境地，不知能否赶上“班车”，或是还要拖几年。”孙鹏表示，目前，已经有两家企业是计入了当期损益。

该现象在最近投行申报的首发(IPO)项目中较为普遍。不少大型投行人士表示，拟上市公司所做的股权激励普遍较私募股权投资(PE)机构的人股折价较高，如果全部计入损益，所造成的差价可能让目前不少年净利在3000万元左右的企业当年净利削减至1000万元左右甚至几百万元。

受该政策影响最大的是创业板公司，比如说高管股权激励的价格是每股2元至3元，战略投资者的入股价格是每股15元甚至更高，那么其中12元至13元的差价都算成当年的净利润损失。”上海某大型券商投行部副总经理表示。

近期过会的瑞和装饰为例，受该政策影响，在进行股权激励后，该公司年度盈利情况直接大幅缩减，造成业绩经营不稳定，引发市场质疑其上市资格。

公允价值难以定论

在过往的IPO案例中往往可见，基本没有企业按照股份支付做会计处理。因为如果以股份支付处理，就要将员工入股与风投入股价格的差额计入企业管理费用，就会大大影响企业当期业绩；而如果不做该处理的话，只需计入资本公积金就可以。

主要是难以确定以哪个价格作为该企业股权的公允价值。”申银万国投行部负责人表示，监管部门的意思是应该一视同仁，不过，企业引入战略投资者可能会受到影响，因为公司肯定不愿意降价数千万元，在计入当期损益后，将直接拉低企业当年的净利润，影响上市进程。

不过，有业内人士指出，高管进入企业较早，对企业贡献较大，



应予以酌情考虑。孙鹏表示：要么灵活操作，要么让高管早做股权激励，或者进行跨年会计处理，这样不用记在同一年。”

“灵活操作”是指，在同一时间段、相同的股权转让和增资，都按照风投入股的价格作为公允价值；如果没有的，就按照最近一次增资扩股的价格作为公允价值；或是聘请第三方专业机构出具报告认定公允价值。

规范股权激励

目前，对于未上市公司，尤其是已进入IPO程序的拟上市公司，并无股权激励定价方面的相关规定。

这就产生了“无定价依据”的问题。在监管部门针对拟上市企业监管趋严的背景下，未上市企业股权激励价格认定细则也将在近期随之而生。

事实上，6月底监管部门就曾要求各大投行填报项目入股明细，调研拟上市企业入股细节，筹备出台《未上市企业股权激励价格认定细则》。

平安证券投行部相关人士表示，很可能在近期就推出。”

在业内人士看来，监管部门祭出的新规，旨在防止拟上市公司存在低价利益输送问题。比如，利益关联方先进入拟上市企业任职，然后以股权激励的形式低价持股。而一般来讲，员工持股的价格要远远低于风投机构的人股价格。

此前，业内各大投行便陆续将手中运作的IPO项目中，拟上市公司高管、核心员工及风险投资机构入股

的明细情况进行汇总，并上报相关监管机构。

担忧催生不规范操作

虽然监管趋严，但在投行人士看来，这其中仍隐藏着可进行灰色交易的地带，难免催生不规范的操作。

投行嫌贫爱富变相提升创业板门槛

证券时报记者 吴清桦

日前，一家年度净利润超过1000万元，在细分行业颇有竞争力的小企业信心满满寻找投行担当上市保荐人。然而结果出乎意料，多数投行婉转拒绝了该公司的要求。这些投行给出的答复非常一致——再运作两年后再说。

究竟是什么阻拦了这家企业上市的步伐？记者了解到，券商投行也嫌贫爱富，不少投行针对创业板企业的内审门槛已大幅提高，净利润提升至3000万元，尤其是在细分行业非龙头的企业。

Wind统计数据 displays，去年上市的108家创业板公司中，仅有一成公司去年净利润低于3000万元。其中，有18家企业去年净利润过亿元，占比达17%。而今年以来，已经上市的89家创业板公司中，无一家公司净利润低于2000万元。促使券商投行内部筛选门槛

提升的主要还是监管导向所致。一家承销家数在行业排名前列的券商投行人士表示，虽然目前监管层并未提升创业板门槛，但刚好达到创业板门槛的企业上会很有可能不通过。

据了解，券商投行筛选企业时，净利润是非常重要的考核指标。有很多年盈利达到1000多万元的企业找到我们，但我们一般会建议再培育一两年。”南方的一家券商投行人士表示。如果企业规模偏小，在细分行业又不是龙头企业，净利润仅有1000多万元，刚好达到上市门槛，很容易被其他公司吞并。这样的企业的通病便是抗风险能力太弱。因此，上市被否风险也比较大。

此外，如果保荐的项目上会被否，会给券商投行带来极大的负面影响。因此，过会可能性不高的企业，投行一般不敢冒风险推荐上会。这也是不少投行提高创业板内

审门槛的重要原因。上述券商投行人士表示：我们公司内审风控机制十分严格，审核企业时，必须全票通过，即使差一票，我们都不会推荐这家企业上会。”

投行偏爱净利润高的企业，不仅因为过会率高，其为投行带来的承销费收入也会大幅上升。据投行人士介绍，企业募集的资金与净利润的指标严密挂钩。企业的募集资金规模一般是通过前一年净利润乘以发行市盈率，再乘以相应的股份比例。盈利高的企业，不仅过会率高，为投行带来的承销费收入也比盈利低的企业高出不少。

另外，近年来通胀等市场因素也是投行内审门槛提高的原因。从最早上市的几批创业板的盈利能力来看，在2006年，这些企业盈利水平也仅为1000多万元，甚至有的企业仅仅盈利几十万元。但是，去年这些企业的盈利动辄达到几千万元，甚至过亿元。盈利增长除了因为公司的盈利能力增强外，通胀也是一个重要因素。

SST集琦明日复牌 正式更名国海证券

证券时报记者 马宇飞

国海证券借壳SST集琦终于落下帷幕，A股券商板块再迎新军。

8月6日，SST集琦公告称，鉴于该公司重大资产置换及以新增股份吸收合并国海证券已于2011年8月4日完成，持有该公司非流通股股份的广西投资集团有限公司、索美公司等14家股东同意，以其持有的股份按1:0.041105的支付比例向流通股股东支付对价股份，对价安排共计2444万股，以换取其非流通股份的流通权，即在8月8日股权分置改革方案实施股权登记日当天登记在册的流通股股东，每

持有10股流通股将获得非流通股股东支付的2股对价。

值得注意的是，尽管尚未复牌，但市场早已竞相猜测国海证券复牌当日的股价表现。据了解，国海证券去年实现营业收入18.95亿元、净利润4.97亿元，折合每股收益0.57元；今年一季度实现营业收入3.58亿元，净利润0.90亿元，折合每股收益0.11元。

国泰君安的报告指出，国海证券上市后合理市值范围为100亿元~120亿元，折合13.9元~16.7元/股，对应2011年动态市盈率28倍~34倍，市净率3.65倍~4.4倍。

■ 克观银行 | Luo Keguan's Column |

谨防热钱涌入民间信贷市场



证券时报记者 罗克关

香港金管局7月29日披露的6月份人民币存款增加数，不经意间将香港和内地人民币实际利率的巨大缺口推到聚光灯前。

据香港金管局统计，6月份在港人民币存款仅增加48亿元，较之今年前5个月份均460亿元的增长规模，缩水了400亿元之巨。香港金管局总裁陈德霖对于这一现象的解释是，今年头5个月平均每月内地企业支付到香港的净额大约在300亿元左右；但在6月份这一势头戛然而止，人民币反而从香港向内地回流100亿元左右。此消彼长，正好能够解释为何6月在港人民币存款少增了400亿元。

参考媒体随后披露的央行叫停境外人民币贷款业务消息，两个事实基本可以得到确认：首先，6月份应有相当规模内地企业为了绕开内地严格的信贷紧缩政策，通过“内保外贷”等方式在香港获得人民币贷款；其次，则是相当部分在港的人民币资金通过贸易结算的渠道回流到了内地。

但是，回流的资金规模和内地企业在港获得人民币贷款规模是否相当，或者说从香港回流大陆的人民币资金是否流向了实际的用款企业，这些信息却无法准确获得。如果这些资金多数流向用款企业，那么央行随后叫停各家银行“内保外贷”业务，已可从根源上

斩断境外人民币的流入渠道，确保这一行为不至于干扰内地紧缩货币政策大局。但如果通过贸易融资渠道流入内地的境外人民币并未流向用款企业，而是流向其他领域，则尤其需要引起我们的警惕。

监管当局当前最应警惕的是，是否有资金流向因信贷紧缩而日趋火爆的民间借贷市场。实际上，这一状况已经在部分香港上市公司的投资渠道中看到端倪。曾经一度以从事内地股权投资而著称的香港上市公司中国金融国际(0721.HK)在最近的几个月内就曾密集发布公告，宣布将在中国大陆多个省市筹建规模不等的小额贷款公司。

有迹象表明近期已有不少有心人士已经开始行动，如最近高调从瑞银前中国区副总理位置上离职、前往广州从事小额贷款业务的投行明星人物张化桥，今年上半年已经悄然成为中国金融国际持股比例为1.46%的小股东。

这些资本圈内人物一致看好内地民间借贷市场并非偶然。参照目前广东地区民间融资大约3%-5%的月息水平，那么相关资本进入内地后保守的资产收益率亦将达到36%-60%的水平。而究其融资成本，香港市场3%-5%的成本可谓极其低廉，其中利润空间之大可想而知。在当前股市、楼市均不见起色，人民币升值步伐亦阴晴不定的情况下，这一收益率对资金的吸引力将相当诱人。

但是，这种套利模式仍然存在其特定的短板。其中关键问题就是熟悉内地市场，具备一线小额信贷操作经验并且熟悉国际资金市场的专业人士匮乏。不过，相信随着越来越多看到其中市场空间的金融专业人士加入，更多的资金进入其中并非天方夜谭。