

IPO新政:寻找现实约束下的最大公约数

编者按:端午假期,关心资本市场的人们,围绕着 IPO 新政快意褒贬。这一次重大规则调整,将直接牵动资本市场各类相关主体的利益得失。监管部门预留了数周时间,请各方发表意见,希望能够吸收社会各界的意见建议。

中国上市公司舆情中心 董鹏 金立里

资本市场游戏规则再次发生改变。端午前的最后一个交易日收盘后,证监会公布了《中国证监会关于进一步推进新股发行体制改革的意见(征求意见稿)》,向社会各界公开征求意见。新股发行制度作为整个资本市场入口处的游戏规则,一直都处在监管、市场和舆论的重重包围之中,每一次改革,其中任何一字一词的变动,都牵动整个市场的神经。

而现实的情况是,新股发行(IPO)自2012年10月底停发至今已近8个月。2013年以来,市场对IPO重启的预期愈发强烈,第一轮财务核查结束之时,市场便已断言“重启只是时间问题”。再次改革已是势在必行。新任证监会主席肖钢上任以来一系列的治市重拳,亦已释放了强烈的改革信号。在这样一个背景之下,舆论对这一次《征求意见稿》出台的议论之激烈,实属必然。

俯身技术性改进 遥望彻底性变革

“这是证监会成立以来最彻底的一次新股发行市场化改革”,《证券时报》在《新股发行改革七大看点》一文中,引用业内专家意见,对本次改革给予了极大肯定。然而,在更市场化的财经媒体的文章中,基调则有所差异,如《21世纪经济报道》刊文《新股发行改革启动:强化事后惩戒 仍未淡化盈利判断》,提到“此前市场期待的弱化企业盈利实质性判断的发行条件改革措施没有出台,如放松创业板企业上市财务条件要求等并未现身。”

在微博、雪球等更为自由的网络舆论场上,资本市场的意见领袖和微博草根大号对改革的热情更是高涨,观点也出现了一定程度的分歧。包括林义相、朱宁、姜广策在内的业内人士认为,本次改革有较大进步,是在现实环境下的较优方案。而另一部分激进的观点却认为,改革无实质性内容,不能落地的措施居多。一个比较普遍的观点是:尽管本次改革有进步,但仍是技术性改良,并没有根本性变革。

天相投资董事长林义相在其认证微博上说道,尽管本次改革有利于保护投资者利益,但仍然没有解决“谁决定谁能发”的问题。经济学者刘胜军亦评道:一味回避实质性改革,靠技术性修补已无济于事。而财新网的评论则指出,方案其实是“延续了2012年4月28日出台的新股发行体制改革的策略和框架,即技术改良为主,并未对发审核心环节动刀”,“无论是放开过会后自主选择时间窗口发行,还是引入主承销商自主配售机制,基本上是在行权审批原则下的技术性调整”。

显然,“改革”与“改良”之争的根本,实质上就是“审核制”还是“注册制”或“备案制”的问题。但这并不是一个新的争论焦点,而是一个已经被无数媒体和业内人士一轮又一轮释义、论证、争辩的旧话题,甚至在郭树清时代,他就曾经发问“IPO不审不行?”。这不是一次改革,一份《征求意见稿》就能够理清的问题。

此前曾有观点认为,审核制一直无法撼动,与证监会系统本身不愿放权有关。放弃抑或下放此权力,都将牵动诸多主体的利益。中国上市公司舆情中心则认为,从现实角度出发,欲推注册制而

又须保证市场质量,需要一个更完善的退出机制和惩戒法规的配套,资本市场的进出双向俱通畅,违法成本高企,其自我净化的功能才可能充分发挥。

众议新规:重在严惩造假上市

尽管公共舆论对于本次新股发行改革讨论的热血满腔,但是,总的看来,批评的意见较多,建设性的意见却较少。对于资本市场,每一个参与者都会从自身的利益立场出发提出各自的利益诉求,众口难调,而改革的推进,则需要在现实的环境之下,寻找最大公约数。

据中国上市公司舆情中心的观察,舆论针对《征求意见稿》提出的意见,涉及严惩造假公司、新股发行定价、券商自主配售、IPO重启是否会批量发行等诸多细节。

对于新股发行,有不少投资者担心会影响市场资金面或是拉低中小市值公司估值,而更多的担心则是,如果又有公司造假上市,将会给整个市场带来负面影响。从普通网友到业内人士,许多人在呼吁要对造假上市的发行人进行更严格的责任追究,比如可参考香港洪良国际的案例,一旦发现造假上市,无论公司是否已上市交易,均要求公司直接赔偿退市。

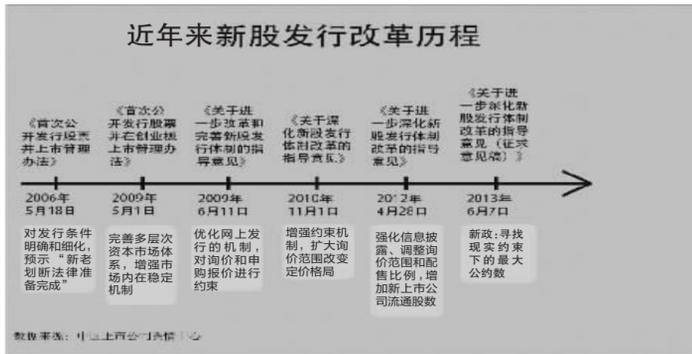
许多人士认为,在新的游戏规则下,对于一级市场发行价格应该能有一定抑制作用,但也有不少人士认为,这可能会是“按下葫芦浮起瓢”,在二级市场环境没有大变化的情况下,很可能会再出现类

似洛阳钼业的恶炒新股现象。有网友对此建议,发行前股东对业绩承诺应该有股份补偿机制。

券商自主配售本是本次改革一大亮点,但是也有人担心券商的利益输送问题怎么解决。一些人因此要求,希望恢复市值配售,取消网下配售向其他特定机构的优先配售权。而据中国上市公司舆情中心观察,多数业内人士认为,券商自主配售这是境外较成熟的做法、有利于长期博弈关系建立最终有利于买方利益,监管部门可考虑对这一安排的逻辑,做更具体细致的说明。而对于国有金融机构配售时潜在道德风险的防范,也要准备措施。

《征求意见稿》出台之时,恰逢IPO正陷于“将启未启”的关键节点,因而市场对这一新政所释放的IPO重启信号的讨论,在数量上已经超过改革具体措施的本身。许多网友的共同预期是,IPO重启短期内将对市场有一定的冲击。端午节后第一个交易日的大跌,就有观点指向了新政可能引发的IPO公司批量发行的担忧。有网友建议,对于IPO重启时间的选择,应当由股民网络投票来决定。而批量发行或上市这一方式,则被部分业内人士认为有助于遏制新股“三高”。

总的来说,尽管舆论对本轮改革方案批评不少,但多数亦认同改革需要循序渐进,不能依葫芦画瓢,更不能急功近利。《征求意见稿》中,开篇便写到“市场化、法治化取向”,从中已可读出监管层对于改革的决心。



富安娜版中国合伙人:从歃血到反目

中国上市公司舆情中心 彭一郎

上市前一次慷慨的股权激励,如今演变为股东反目、对簿公堂,相信这是深圳家纺行业上市公司富安娜所从未设想过的结局,而这一切仍在深度发酵。

2013年6月1日,富安娜公司发布公告称,公司与26名原股东的承诺函违约合同纠纷一案,存在纠纷人员中的21人在答辩期提出管辖权异议,而深圳市南山区人民法院驳回了该异议。上述21人不服裁定,已向深圳市中级人民法院提起了上诉,现在正在依法审理中。

这则最新的案件进展侧面传递了两个信息,一是从今年初爆发以来,富安娜原始股东纠纷案正向对公司有利的方向发展;二是案件仍处于艰难拉锯中,对峙才刚刚开始。

股权激励:慷慨却不完美

富安娜陷入这场官司,缘于2007年尚未上市前,针对公司核心成员进行的一次股权激励,激励可谓慷慨,然而设计并不完美,因此种下祸根。

2007年6月,富安娜制定和通过了《限制性股票激励计划》,以前一年审计后的每股净资产1.45元的价格向109位员工定向发行700万股限制性股票(相当于原始股)。而这部分股票,以2012年12月31日解禁复权后的股价计,价值约3.5亿元人民币!

抛出如此“股权蛋糕”,除了遵循现代公司治理惯例,用以稳定公司长远发展外,恐怕还与时势有关,彼时家纺行业高级人才稀缺,抢夺激烈,行业挖角事件时有登诸报端,而正处于筹备上市阶段的富安娜可谓“兵士易得、良将难求”,不唯理解其慷慨解囊的初衷。

富安娜的股权激励一开始设置是有对应的限制性条款的,其中就包括员工在一定时期内离职需将股权按一定价格

交还予公司的要求。然而,由于限制性股票激励计划会带来股权的不确定性,2008年3月为配合上市的要求,富安娜终止了《限制性股票激励计划》,将所有限制性股票转换为无限限制的普通股,这意味着员工直接持股,可自由买卖流通。

对此,富安娜董秘胡振超在接受中国上市公司舆情中心采访中称,持股的限制性解除后,部分员工自愿向公司出具承诺:“自愿签署日至公司申请首次公开发行A股并上市之日起3年内,不以书面的形式向公司提出辞职、不连续旷工超过7日、不发生侵占公司资产并导致公司利益受损的行为,若违反上述承诺,将自愿承担对公司的违约责任并向公司支付违约金。”

对于这样的设计,资深业内人士“西来问道”对舆情中心表示:义务与权力相匹配、责任与收益相适应,签署承诺函是符合逻辑的。但这并不是一次高明的股权激励设计,目前较多公司都通过设立持股公司间接持股的方式激励员工,上市后股东的套现风险可控。

26名原始股东离职

若穿越回当初画野分疆的一刻,或能窥见109猛将“歃血为盟”的雄壮场景,诸将众志成城、把酒言欢,誓将一个潮汕系老板执掌的家族企业带上IPO的荣光路程。然而,酒肉余温尚在,风险很快就爆发了。

从2008年至2010年承诺期内,26位持有原始股的员工陆续辞职离开,并大多数转投行业内的竞争对手。例如,此次站上被告席的富安娜前销售副总余松恩,截至2008年7月,前后带领陈谨、周西川、屈景晨、常明玉、孟容蓉共6名高管跳槽至水星家纺。目前,余松恩已经成为水星家纺的副总裁,周西川则为水星家纺渠道总监。

可是,谁会笨到在一家公司上市前

夕离开呢?

行业环境再次起到关键作用,2008年恰逢国际金融危机,国内外证券市场哀鸿遍野,富安娜一腔热血的IPO期盼也开始变得遥遥无期,同时公司还面临低谷时期同行的趁机挖角。部分员工在这时陆续离开,其中任职最短的尚不满3个月。

显然,富安娜并不愿意为人作嫁,尤其在2009年行情出现峰回路转的时候。2009年12月8日,证监会核准了富安娜的IPO申请。上市将带来的巨额财富,让富安娜拥有强大的动力向违约员工追讨“股权蛋糕”。——而真正的战争也从此刻爆发。

富安娜愤然对簿公堂

原始股东之一的吴先生在公共媒体上表示,富安娜曾于2009年6月致电他称,公司目前上市无望,希望其将所持股票以承诺函的规定转让给公司,而当时计算的转让价为2.87元/股,比1.45元/股的购买价溢价近一倍。据称,26名最终被富安娜起诉违约的股东中,有20人曾卷入秘密回购的协商中。

对于回购的内情,中国上市公司舆情中心联系了多名离职员工,对方皆拒绝回应。富安娜董秘胡振超则称“公司从未与任何首发前自然人股东发生过秘密回购公司股票的行为。”

2009年12月30日,富安娜敲响了深交所上市的钟声,上市首日收盘价即达40.59元。所有获得原始股激励的员工手中股票皆暴涨数十倍。——和其他许多的资本神话一样,富安娜的原始股东们也成为了传奇!

不过,26名离职股东人均320万元的身价此时仍是纸面财富,需等到2012年12月30日限售期满,才能彻底兑现。而在解禁的前4天,他们迎来的,是富安娜对深圳市南山区法院提起的一纸诉讼,诉讼直指部分首发前自然人股东违背合同承诺,要求判令被告分别赔偿违约金累计

8121.67万元。

深圳市南山区人民法院受理了富安娜的起诉,并对26位被告股东发出股票账户冻结及执行通知。——事实上,这也从一个侧面说明法院认定富安娜的追索依据,即《承诺函》是合法有效的。

诉讼双方迅速对最关键的《承诺函》展开了对攻,今年3月以来,以周四川为首的被告股东提出异议称,《承诺函》是富安娜私下违规胁迫签订的,26人不论作为原职工或股东,富安娜的赔偿主张均不成立。

周四川在接受数家媒体采访中皆进行了这样的描述:“当时是签了一个什么函,只有前两行,中间是空白的。这些函的原件全部放在了公司,我们连复印一份也不让拿”。

然而最近在媒体上及3月开庭时,23名股东一致推翻原来的说法,坚决否认曾签署过《承诺函》。舆情中心对周四川进行了采访,他表示当时签署的《承诺函》与目前诉讼中富安娜提交的《承诺函》不是同一份,目前诉讼中涉及的《承诺函》,他们都没签过。

显然,无论作为关键证据的《承诺函》真伪如何,原始股东口径的前后矛盾都显得蹊跷。对此,胡振超表示:“富安娜不可能笨到拿一份假《承诺函》去起诉,目前只能等待司法鉴定,一切终会真相大白。”

案件将成标本

可以预见,在重大的利益纠纷面前,富安娜与原始股东的战火仍将蔓延,孰输孰赢,尚需法律判决,但无论结果如何,富安娜案件都将成为国内股权激励的一个标本,并引发资本市场对职业经理人职业道德的拷问。

诚如北京策略律师事务所刘明俊律师所说,当前有大量的上市公司、拟上市公司在实施股权激励计划,富安娜案有助于我们重新审视现有的股权激励安排。

毕竟,分疆裂土可能带来的内斗,对公司的形象和声誉,是一个巨大的风险。



红罐之争:当舆论作为一种竞争手段

中国上市公司舆情中心 曾淳

加多宝和广药“日持久的红罐之争6月15日开庭在即,各种磨刀擦枪、招兵买马,可以想见。与此同时,庭外的舆论战事关人心,双方均不敢怠慢,呈愈演愈烈之势。

新浪微博提前开启了相关话题,“15日,两家再度对簿公堂,谁输谁赢,谁得人心,拭目以待。”@央视财经将全程直播庭审现场,敬请关注!”同时发起投票,作为庭外的先行PK,截至6月13日13:03分,加多宝获335884票,王老吉获345756票,可谓不相上下。当然,这类数据能否代表真实民意则值得怀疑。水军,似已成当前网络舆论战不可分割的一部分,各大网站相关新闻的评论中,双方都在互相叫嚣对方恶意竞争,你指责我收买大V,我指责你公关媒体,总而言之,对方不要脸、己方得人心。

忽略那些明显充满水分的相互攻击与自我标榜,双方的抗辩实则都在选择一些事实、忽略另一些事实的基础上,努力以一副悲情的面孔博取公众支持。

6月5日,加多宝在其官方微博发表公开信,指称广药王老吉前后两次使用国家机关和国家机关工作人员名义的违法广告,有动权力之嫌(“拼爹”一说);此外,还在街头散发百万诬蔑传单、抹黑广告,乃至使用暴力手段攻击加多宝员工;最后呼吁在“道德规范”下进行良好有序的竞争。以此三点控诉广药王老吉在进行恶意竞争。

次日,署名“广药小股东南海王老吉”的人以6000字长文回应了这一封公开信,以“中国梦”开篇与结尾,诉之以情,以连续26个“是谁”诉之以疑(质疑“恶性竞争”的根源到底是谁),一一回应加多宝的三点控诉,反指加多宝在进行恶意竞争。

广药使用国家机关和国家机关工作人员名义的广告不免理亏一步,回应言避此不谈,却提到了其它一些关键问题,成为支持者的有力武器。如东方港湾董事长但斌称“为什么写红罐官司的文章不提10年前红罐官司的一审二审判例?为什么10年后的这次官司当庭两家都对谁是知名商品这么重视,而法院总结的核心四点中,此亦为核心,但为什么媒体和一些记者就是不重视?是专业精神不够?还是其它?”质疑一些媒体被加多宝所收买,忽略对广药有利的事实。然而,网友同样毫不客气地指出但斌本人持有广药股票这一事实:但斌所质疑之收买一事,广药难道完全置身事外?

或许,“天下熙熙,皆为利来;天下攘攘,皆为利往”才是红罐之争的本质。中国传媒大学广告学院院长黄升民在接受《经济参考报》采访时称,红罐之争是一个世纪之争,是前所未有的品牌冲突。

中国上市公司舆情中心认为,很多时候,品牌不过意味着人心之向背。当人心意味着品牌、品牌意味着市场,干预舆论的走向就不免成为一种竞争手段。而所谓的商业竞争背后,很难有明确的对与错、黑与白。

券商会计师联合发声 雏鹰农牧澄清质疑

中国上市公司舆情中心 曾召鑫

5月下旬,雏鹰农牧(002477)因其财务真实性遭到媒体质疑。据中国上市公司舆情中心观察,媒体对雏鹰农牧的质疑主要集中在盈利水平高于同业、在建工程会计转入过慢以及公司与主要客户存在交易疑点等事项。日前,雏鹰农牧的年报审计机构致同会计师事务所和保荐机构东吴证券分别发布公告,对上述媒体的质疑作出澄清说明,认为其财务真实合理、信披合规。

对于盈利水平奇高问题,两机构的澄清公告如是解释:雏鹰农牧2012年生猪产品销售中80%的产品为仔猪及部分二元种猪销售,此年度期间仔猪市场平均价格较高,使得其盈利水平较高;而同时行业内众多没有种猪繁育体系的肉猪养殖户外购仔猪由于成本较高,出现不同程度的亏损。

对于在建工程会计转入过慢的问题,澄清公告强调,在2012会计年度期间,两家专业机构都持续监督核查雏鹰农牧的项目工程进度,进行现场督导,而雏鹰农牧在财务报表附注披露的2012年在建工程及在建工程转入固定资产的时点,符合企业会计准则的规定。

对于媒体关注的顺达养殖专业合作社的负责人为雏鹰农牧管理人的说法,澄清公告指出,王纪峰是雏鹰农牧子公司下属分公司的经理,不属于上市公司高级管理人员,因此雏鹰农牧与顺达养殖专业合作社不存在关联关系,两者之间的交易不属于关联交易;同时,核查证实,雏鹰农牧与该合作社的交易内容真实、交易价格公允,不存在利益输送。

公告发布后,获得一些专业人士的肯定。如微博名为“投行老诺”的投行人士转发并评论了这两份公告,认为会计师事务所审计手段原始可靠,澄清公告值得信任。

自质疑风波发生以来,中国上市公司舆情中心持续关注雏鹰农牧的事件进展,第一时间关注到了此次澄清公告。雏鹰农牧在此次媒体质疑危机中的应对比较及时,在自发澄清公告之后,再请相关专业机构协助审查并发布澄清公告,这一处理危机流程值得肯定。5月底证监会相关新闻通气会上曾提到雏鹰农牧与康芝药业两家公司正处于现场检查中。如今雏鹰农牧刊出券商及会计师事务所公告,意味事件应基本告一段落。另一家公司康芝药业则依然在停牌中,我们也将对该公司持续关注。