对资产重组中的内幕交易零容忍

熊锦秋

上市公司一旦实施重大资产重组，不管其实质影响如何，股价必然一飞冲天，多数上市公司重大资产重组都必然伴生内幕交易，很多难以查处。笔者认为，当前对资产重组中的内幕交易容忍度还过高，应该实行零容忍制度。

比如，9月18日鲁银投资接到证监会通知，因参与本次重组的有关方面涉嫌违法被稽查立案，公司并购重组申请被暂停审核。其实早在2012年10月9日鲁银投资发布重大事项停牌公告，10月15日发布重大资产重组停牌公告，今年1月披露了重组预案，7月30日发布了此次重组的草案，9月5日公告称公司已收到证监会的《行政许可申请受理通知书》，但现在投资者等来的不是证监会审查通过的消息，而是资产重组被紧急叫停的消息。根据信息披露，在公司重组窗口期内，公司证券事务代表、监事会主席的亲属均交易过公司的股票，另外评估机构的职工在窗口期买入鲁银投资股票，这或许是重组被叫停的原因。

为限制资产重组中的内幕交易，证监会出台《关于加强与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》，将股票异常交易监管与重大资产重组行政许可挂钩，若发生内幕交易，将可能导致重大资产重组流产。但按这个文件，除非“上市公司、占本次重组总交易金额比例在20%以上的交易对方，及上述主体的控股股东、实际控制人及其控制的机构存在内幕交易，被证监会行政处罚或被司法机关依法追究刑事责任的，证监会终止审核”，其他情况的内幕交易，重大资产重组未受理的，证监会恢复受理程序，暂停审核的恢复审核。这个资产重组行政许可与内幕交易挂钩制度，对内幕交易约束力极为有限。

华尔街曾经流行一句投资格言——“内幕交易是投资制胜的唯一法宝”，在A股市场更是如此，面对重大资产重组将引发股价翻天覆地的变化，内幕信息知情人要抵御住诱惑是非常困难的。随着监管部门加大对内幕交易的打击力度，相应的，内幕交易者反侦查能力也越来越强，内幕交易手法也越来越隐蔽。过去是内幕信息知情人自己或者其家属从事内幕交易，现在多是与内幕信息知情人没有什么关系的人或朋友；内幕交易行为主体也更加多样化，不仅传统的内幕信息知情人，上市公司控股股东的债权人、参与重组的中介公司的职员甚至银行的大客户，都有可能参与内幕交易。

笔者认为，只要有一起内幕交易，就说明内幕信息已经泄露，即使其他内幕交易行为没有查出，发生一系列内幕交易的概率也非常大。按目前规定，一般的内幕交易行为不会导致重大资产重组终止审核，重组仍有可能继续，既然监管层称对内幕交易零容忍，考虑到重大资产重组内幕交易可能带来的巨大利益以及恶劣影响，更应该对其实行零容忍政策，也即应该规定“只要发生一起内幕交易，无论内幕交易主体是谁，资产重组一律终止审核、退回资料”。

当然，有些内幕交易主体并不会在乎资产重组是否最终成行，只要宣布重大资产重组消息，公司股价暴涨再趁高出货或减持，套利之后再宣布重大资产重组终止，由此股价暴跌，又可由此进入一个新的游戏循环。日前上交所为此专门出台《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录——第九号》，目的之一就是排查上市公司前十大股东、前十大流通股东、交易对方及其他内幕信息知情人，从本次重大资产重组预案披露之日起，到终止重大资产重组这个利空出台前的提前逃跑内幕交易行为。但这也只是从上市公司信息披露的角度来作出规范，缺乏法律法规层面的相应约束规定，难以有效制约资本玩家花样翻新造成的危害。

为此可以出台制度规定，如果上市公司宣布重大资产重组方案，那么在此之后，至因本次终止重大资产重组事项开始停牌之日止，上市公司前十大股东、前十大流通股东、交易对方及其他内幕信息知情人如果抛售股票，抛售股票获得的差价应归上市公司所有，同时予以等量罚款。

总之，无论是上市公司真重组还是假重组，只要有关主体企图利用制造重大资产重组消息，并且利用这种内幕消息进行套利，都要严厉打击和禁止，通过追缴不当得利和相应处罚，让重大资产重组操作难以给资本玩家带来暴利，如此约束之下，重组行为才能走向健康。

焦点评论

老龄社会考验中国，延迟退休争议不断

延迟退休惹争议，立场不同各有理。
体制双轨问题大，利益多元共识稀。
资金缺口要补漏，政府责任莫扯皮。
老龄社会已逼近，养老改革快破题。

赵乃育/漫画
孙勇/诗

■鹏眼 Huang Xiaopeng's Column

产业政策泛滥成灾何时休

——“调结构”评论之三

黄小鹏

近日，一则有关政府支持伊利、蒙牛、飞鹤等五家乳制品企业的消息备受关注。消息说，根据工信部的一份文件，将通过财政资助、银行信贷、税收优惠等政策，支持企业进行兼并重组，打造具有竞争力的婴幼儿配方乳粉企业。

面对这样一条消息，人们的判断是有分歧的。有的人认为，这是政府与市场界限不清的表现，有的人则认为这是打造产业竞争力，是结构调整的应有之义。

近年来，通过一场“大批判”，凯恩斯主义在中国已成过街老鼠，需求管理政策的滥用已受到人们的一致反对。尽管这种“大批判”存在若干概念上的混淆和错误，但对政府与市场边界问题进行一场全民反思，很有必要。不过，在产业政策这个层面，人们的反思是非常不彻底的，以致出现一边反政府干预，一边又认同或部分认同产业政策的“奇怪”现象。

产业政策常常披着崇高使命的外衣，有的说是要培植民族产业，有的说是为了国家安全，有的说是为了民生，有的说是产业整合、结构调整。产业整合有什么错？调结构有什么错？提高产业竞争力难道不是头等重要的事情吗？正是在这些冠冕堂皇的理由之下，政府之手伸向了市场，而且遭到的反对还比较少。

所谓产业政策，是指政府为了扶持或限制某些特定产业而制定的财税、信贷、外汇乃至土地、人才等一系列政策总和。事实上，百分之百的纯竞争经济在现实中并不存在，任何一个国家都会或多或少地实施一些产业扶持政策。但是，产业政策在各个国家的使用强度有着巨大的差异。从历史上看，那些追赶型的国家、干预传统深厚的国家更热衷于依赖产业政策。从现实来看，以英美为代表的自由经济体，产业政策相对较少，政府定位为规则制定者和裁判者，美国甚至宣称自己是没有产业政策的国家，而以日本、韩国为代表的东亚国家，则把产业政策运用到了巅峰状态，形成了一种极为特殊的政商模式。

19世纪下半期美国铁路业大发展过程中，从地方、州到联邦政府都曾从融资、土地等方面对私人铁路企业实施过大力度的支持，但为何美国后来却演变成一个基本没有产业政策的国家呢？原因就在于这一波支持产业的尝试产生了严重的负面效果，政府资源的支持激发了“这个国家每一个游荡的江湖骗子和欺诈者的想象力”，骗取国家土地、骗取政府资金、大股东窃取公司财产、官员接受贿赂、疯狂投机等丑闻像病毒爆发，并最终促使全社会对积极铁路政策进行反思。其结果就是，人们认为产业政策对政治的腐蚀构成对民主威胁，一个在产业政策上态度消极、忠实履行监理人角色的政府才是好政府的观念成为全国牢不可破的信念。这种信仰延续至今，今天的美国政府更热衷于承担基础研究和教育任务，主要是通过保护知识产权来鼓励创新，以反垄断来促进竞争，间接推动产业发展，对优选某些特定产业加以扶持的做法态度消极。

通过产业政策，用政府的力量把社会资源集中投入到那些“重要”的产业中去，实现产业的跨越式发展，对那些追赶型国家来说，天然地具有诱惑力。日本产业政策运用最成功的案例是二战后的“倾斜生产方式”，日本通产省通过调配物资、外汇等资源支持重工业从废墟上复苏，并带动了日本奇迹般的复苏，到1980年代日本在汽车、电子、钢铁等产业上一度对美国构成巨大压力，通商产业省也被称为“推动日本奇迹之手”。此时，推崇日本模式（其核心就是产业政策）而贬低美国模式的风潮盛行于思想界。韩国的产业政策运用更为极端，历届军政府与大型私人财阀之间紧密配合，通过特许的方式将极为有限的外汇、物资投入到政府圈定的重点发展产业上，从而在极短时间内打造了在汽车、造船、化工等领域的国际竞争力。

到了1990年代，形势发生了逆转，日本的产业竞争力在泡沫破裂后开始下降，而此时美国的信息革命却方兴未艾，走向深化，网络革命一崛而起。曾经在产业竞争上有将美国逼到墙角之势的日本，迅速地被美国甩下一个量级的距离。为了对抗美国信息产业的强势，日本重祭产业政策，与企业合作推出了几个“专案”，但全以失败告终，白白浪费了巨额的公共资金。而在韩国，产业政策的执行导致大财阀的出现和政治腐败，在东南亚金融危机暴露了这一模式的弊端，韩国也痛定思痛，与产业政策渐行渐远。

从上可知，美国模式与日韩模式的本质区别在于是否实行积极的产业政策，在于政府与市场关系的不同。号称没有产业政策的美国成为历次产业革命领头羊，而沉迷于产业指导的日本辉煌一阵子后节节败退，从中可得出如下结论：一、产业政策如实施得当，在追赶型经济发展初期会有出色的效果；二、产业政策必然导致政府与市场边界的模糊，引发广泛的寻租和严重腐败，这在任何国家都无法避免；三、在以创新为灵魂的新经济时代产业政策效果快速递减；四、围绕产业政策形成资源争夺的文化，造成极大的社会浪费，抑制企业的创新力；五、产业政策会自我强化，导致利益格局锁定，最终会形成阻碍经济发展的重要力量。日本的衰落原因很多，不能适时抛弃原有政商联合模式，社会利益格局无法有效调整，企业创新能力衰退，即是其一。真可谓，成也通产省，败也通产省。

中国曾实行30年大一统的计划经济，改革开放后又深受日韩模式影响，对产业政策的运用有强烈的偏好。从顶层设计层面到地方竞争层面，产业政策可谓五花八门，泛滥成灾。但从过往看，汽车业“三大三小”的规划的失败、钢铁有色建材等行业产能在不断抑制下增长，都是产业政策失败的典型，相反，像家电、互联网等政府“指导”较少的产业，反而更容易形成竞争力，而像光伏一类的产业政策看上去很成功，但付出的代价相当惨重。以目前乳业政策而言，笔者也实在看不出有什么扶持的必要，因为中国乳业竞争不过国外乳企原因不外有三，一是资源，二是技术，三是商誉。如果中国因草场牧地不如人家而战败，说明中国不具备这一行业的比较优势，进口奶粉是最佳选择；如因技术不如人，那也不劳政府出手，利润是提高技术的最好动力；如果因为三聚氰胺之事而失去信誉失去市场，那让企业去卧薪尝胆好了，政府救之何益？

在我看来，具有迷惑性的产业政策就是旧增长方式的重要内容，它是造成政府与市场边界模糊的重要原因。要转向新的增长方式，就要清晰界定政府与市场边界，对那些走火入魔、泛滥成灾的产业政策，即便不能立马全部撤销，至少也要大手笔地删繁就简。

■舆情时评 First Response

葛文耀辞职：资本不相信眼泪

付建利

葛文耀最终还是离开了他一手带大的上海家化，这场耗时长久的大股东与管理层之争就此落下帷幕。然而，这样的争斗在A股市场从来都不陌生，每次上市公司大股东和管理层斗得不可开交，除了上市公司的经营和其他股东利益受损外，公众看到的是一个不健全的股权文化以及资本的残酷。

9月22日，上海家化发布公告称，该公司五届五次董事会于9月17日召开，公司董事会接受葛文耀的（退休）申请，并对葛文耀“在担任董事长期间，勤勉尽责，为公司经营发展和公司董事会工作所做出的贡献，表示衷心感谢”。董事会决定推举独立董事张纯为代理董事长，以保证董事会工作和公司经营管理的正常进行。掌舵上海家化28年之久，葛文耀带领上海家化由小变大、由弱变强，立志打造民族品牌的他，最终却在大股东与管理层之间的内斗中败走麦城。对于上海家化这家上市公司来说，葛文耀的离开，到底意味着更加良好的公司治理结构，还是后葛文耀时代的乱局，一切不得而知。上海家化2011年底引进平安信托作为战略投资者，意欲强强联合，尽管背后有种种原因，但对比今天的结局，强强联合的初衷似乎并没有实现，不仅如此，它还导致了葛文耀这位上海家化核心人物的离开，资本不相信眼泪的现实，让投资者看到了资本的强大和残酷。

环顾A股市场，大股东和管理层之间内斗不断的上市公司不少，如果两者之间的博弈大体上处于平衡状态，上市公司也许就不会发生伤筋动骨的变化，公司股价也不会因为管理层变化而大跌。遗憾的是，很多时候代表资本的大股东一方力量过于强势，即便管理层再优秀，当初筚路蓝缕地把企业一路带大，在资本面前也是小兄弟。最终的结果，就是管理层被迫辞职。很多上市公司的管理层都是在某一个行业浸淫几十年，对行业了解极深，甚至拥有行业话语权，一旦被资本逼走，投资者对上市公司的业绩预期就会发生逆转，上市公司股价在二级市场有可能大幅下跌。以上海家化为例，就在葛文耀9月17日晚间突然提出退休申请后，第二天，上海家化股价应声跌停，这家日化巨头市值蒸发36.1亿元。

任何一个资本市场的做大做强，甚至一个经济体的由小变大，并购重组都是极为重要的途径之一。在监管层推进并购重组的东风下，近期上市公司并购重组的公告不断，在这样频繁的并购重组中，必然意味着上市公司的大股东会发生变化，由此带来管理层的变化，甚至是公司战略和发展方向的变化，同时也必然是一幕幕上市公司大股东和管理层的博弈画面。

中国上市公司舆情中心认为，在并购重组频频的A股市场，上市公司大股东和管理层的博弈必将层出不穷，但问题是：无论是大股东还是管理层，都不能为了一己之私（如控制权、话语权、人事权）而内斗不断，双方应该在正常股权文化的基础上，切实履行契约精神，代表资本的大股东和负责上市公司具体经营的管理层各归其位，以股东利益为最大目的，追求最大公约数，遵守现代企业制度下面的资本文化，如此才能避免上市公司的无谓消耗，也能更好地维护广大中小投资者的利益。

（作者系中国上市公司舆情中心观察员）

转基因何以成为洪水猛兽

余胜良

在当前舆论环境下，谁要支持转基因，谁就是十恶不赦的恶魔。方舟子和崔永元PK论战，腾讯调查显示崔永元获得压倒性支持，就是这种舆论环境的表现。

在历史上这是很少见的现象，民众一般都愿意追随主流说法，主流科学界和政府认可转基因安全，但是民众却敬而远之，更愿意相信各种散布的消息，对自己的生命感到不安，担心有朝一日会被可恶的转基因转走。

在这样的环境中，方舟子可谓异数，他认为自己了解转基因，四处宣传转基因安全，但其声音往往被淹没在反对转基因者的浪潮中。尽管媒体上时而也有科学家论证转基因安全的文章，但传播效果极差。人们还是习惯性点开转基因危害的新闻和帖子。

这些帖子具有很强传播性，到处都是，在深圳一家公园里，笔者还接到宣传转基因危害的传单。这些宣传提到转基因有害健康，是一场共济会发起的种族灭绝阴谋，是白色人种消灭有色人种的计划，孟山都是个为盈利出卖良心花钱买支持的怪兽，那些支持转基因的研究所，背后都是孟山都。

这些触目惊心的新闻，无疑让人觉得一场没有硝烟的世界大战已在身边打响，反对转基因就是站在正义一方粉碎邪恶轴心，捍卫人类安全。但是经过细细琢磨，许多论述站不住脚，共济会如果灭绝了有色人种，对共济会有什么好处？如果共济会要消灭有色人种，就该绝对限制本国使用转基因，但欧美是转基因产品主要消费国，他们岂不是要把自己先消灭了？这种思维还停留在改革开放之前，不是你死就是我亡，不是东风压倒西风，就是西风压倒东风。

孟山都1998年到2000年期间生存困难，几次被转手倒卖，如果在这种情况下还不断出手买好评，那真是有魄力，假设孟山都真的有能力去买通科学家，但也很难相信他有能力买通全球的主流科学界，即使能买通一个国家的科学家，也买不通这么多国家的科学家。

在反对转基因的缘由中，有许多推理方法都有问题，笔者记得多年前曾有一篇调查文章，称某地老鼠绝迹，调查者矛头指向一种新种植的玉米品种可能是转基因玉米，最后农业部给出结论称这种玉米并非转基因。问题是，即使这些玉米真的是转基因，它会是老鼠灭绝的原因吗？

中国将近80%的大豆从海外进口，这些转基因大豆榨油之后剩下的豆粕用于饲料，如果转基因灭绝动物属实，那么中国养殖业早已蒙受灭顶之灾。

转基因产品是否安全，笔者作为闲杂人等，也无法定论，为此专门向种业人士请教，有资深种业人士介绍，对转基因质疑的试验结果具有不可重复性，现在对转基因的质疑都是建立在假设基础上的。

其实“莫须有”才是民众暗暗忌惮转基因的最大因素，即使主流科学界说转基因没害，但这些实验室拿小白鼠做的试验能证明人类食用没问题吗？即使现在没问题，能说明多年后没问题吗？笔者对此也感到不安，只能相信科学家的良知，相信他们不仅对当前，而且对人类长远利益有责任感，即使没有这种责任感，也对自家后代生命负责，不会坐看人类灭绝。

人类历史上已经多次改变动植物的基因，通过驯化和选育，才有现在种类繁多的农作物和家畜，各种各样的宠物更是人类干预自然界的杰作。直到近代，人类才探索到DNA，探索到遗传密码，探索到生物表现各异的核心原因。转基因是人类利用基因技术有目标地改变生物特性，这种行为被有些人看做冒犯上帝的无礼之举。其实人类历史上已经多少次改变其他生物了。无论我们是否做好准备，生物技术都将和信息技术一样改变人类社会。