

规范借壳上市关键在于程序公平

熊锦秋

《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》日前发布,其中规定,借壳上市条件与IPO标准等同,不允许在创业板借壳上市。笔者对此非常支持,但笔者想补充的是,为了让借壳上市更充分体现资本市场“三公”精神,在现有通知基础上还要注意程序及渠道公平。

《通知》规定借壳上市条件与IPO标准等同,“等同”的第一个内容是盈利等上市门槛等同,目前借壳上市门槛相比IPO标准要低一点,上市门槛等同一定程度可提高借壳企业的质量。“等同”的第二个内容是审核标准等同,今后借

壳上市与IPO的审核标准将统一,也有利于提高借壳企业的信息披露质量。

《通知》规定不允许在创业板借壳上市,但这或许还缺少法律法规支持,企业也容易通过打擦边球来规避这一限制。按《创业板上市规则》,创业板暂停上市公司要求恢复上市的,需要“公司在暂停上市期间主营业务没有发生重大变化”,也即跨行业借壳不行,但同行业借壳却似乎行得通。另外,就算不允许借壳上市,但企业可以先实现半借壳上市,然后再缓步实现完全借壳上市。不久前,连续亏损的某科技公司为了摆脱将来可能面临的退市局面,宣布高价购买某光电公司,交易后,该科技公司的控股股东及实际控制人不会发

生变化,但新进入的资产的持有人成为该科技公司二股东,将来可通过增持等方式从而实现完全借壳。

IPO上市需要苦苦排队,而重大重组、借壳上市无须排队,不论股市牛熊全天候敞开大门。借壳上市的主要危害,在于提供后门渠道、提供上市优先权,不公可能由此产生。而且并购重组有一套审核工作流程,IPO也有一套审核工作流程,两者审核渠道不同,前者归并购重组委,后者归IPO发审委,并购重组受到的社会监督远不如IPO到位。对并购重组注入的资产,采用不同的评估方法其结果往往差异很大,基本评估师说值多少钱就值多少,估值弹性巨大,但谁能说其违法?上市后门的存在,让一些企业躲过IPO的严格审核得以曲折地达到借壳上市目的,从而向市场注入大量经过包装的平庸资产甚至是垃圾资产。

笔者认为,借壳上市条件不仅要与IPO标准等同,也不能仅仅规定不允许创业板借壳上市,规范借壳上市最关键之处在于对上市公司重大资产重组要真正实现有效的管控,确保两种上市方式在程序和渠道上公平。

首先,规定重大资产重组同走IPO发审大门。既然《通知》规定借壳上市条件与IPO标准等同,那证监会发行审核委员会就没有理由还分成主板发审委、创业板发审委和并购重组委,可以让并购重组委取消,将其充实进入主板发审委或创业板发审委。香港联交所规定,若构成反收购行动(上市公司收购导致控制权转移,等),注入资产就必须当新上市公司处理,将要通过等同IPO上市的审批程序。目前A股市场上上市公司的重大重组尤其是借壳上市,很多时候其实也等于是一家新公司上市,但却让并购重组委来审核其上市;另外,IPO也有一

套发审机构和流程,这两者容易形成监管套利和市场不公,理应由重大资产重组同走IPO发审大门,这样上市公司重大资产重组就可纳入IPO注册制的审核流程,确保其信息披露的真实性、及时性,从而实现企业上市的渠道公平。

取消并购重组委的另外一个好处就是,借壳上市程序将纳入IPO程序,上市后门堵上,借壳需要与其它拟IPO公司一起排队,从而实现程序公平。

其次,未构成重大重组的一般性重组无需审批。美、英等国的交易所与证监会,只对触发全面要约收购义务的交易,以及视为新上市的反向收购行为进行审批,其他交易行为没有什么管制。美国证监会(SEC)对并购的监管采用以信息披露为中心的体系,下设并购处,负责审查并购相关方面的信息披露的充分性,并对这些信息披露发表“评论信”,“评论信”并不对并购交易进行实质性审核,也无任何“批准”环节,SEC因此免除了法律责任。

笔者认为,A股市场对一般性并购重组的审核,也要和IPO注册制一样,遵循以信息披露为中心的理念,可以让证监会并购监管处来专门承担对一般性并购重组的信息审核,通过发表评论信,来向市场传达审核人员对并购重组有关信息披露的态度,但不进行审批,这将扭转目前有些上市公司并购重组预案中信息内容包装不实现状。在对并购有关信息进行评论的前提下,将是否并购重组交由市场主体自己来选择判断。一般性的小重组,只要监管部门把好信息披露关,市场主体完全有鉴别能力,也完全能够承担其中风险。

万达地块被收回的两点反思

冯海宁

11月6日,广州市国土局发布一则出让公告,决定以挂牌方式出让萝岗区科学城KXC-K3-1地块使用权,于12月15日进行现场竞价。这则通告引起了外界的关注。这是因为,该地块曾于今年6月25日挂牌出让,并在今年7月24日由大连万达竞得后动工建设。

众所周知,很多城市都有万达广场,各地的这种商业综合体看上去似乎都很火爆。而且,地方政府争相引进万达在业内也是公开秘密,而引进万达的主要目的是拉升周边地价并制造新的商圈。令人不解的是,既然地方政府争相引进万达,而且出让土地时也为万达“量身定做”,为何现在又收回已经出让给万达的地块?尤其是,万达在广东的三幅地块都被收回,更让人感觉诧异。

令人不解的地方还有,今年7月24日万达才拿走地块,该地块在11月份就被重新挂牌出让,既然万达没有违规购地,为何要收回该地块呢?另外,已经被收回的土地仍然在施工,更加离谱和难以理解——万达究竟在帮谁施工?即使万达想当“活雷锋”,也应该根据这个地块新买家的图纸来施工吧。可见,万达地块被收回有很多谜团需要揭开。

从业内人士的分析来看,万达地块被收回似乎与地方政府为万达“量身定制”土地出让条件有关,即在万达低价拿地的过程中,可能存在违规的地方。是否是这个原因,需要地方国土部门来证实。但在笔者看来,或许不是因为“量身定制”这个原因。因为:一、“量身定制”现象在中国楼市广泛存在,对于万达来说也不是第一次,怎么可能以往

“不违规”而这次就违规呢?二、这三个地块均在挂牌前期与地方政府达成共识,说明地方政府是认可万达低价拿地模式的,不应该出尔反尔。另外,似乎也未见上面调查过万达在广东低价拿地。

在笔者看来,万达地块被收回的原因,要么是双方合同出了问题,双方不愿意继续履行某些约定,所以终止合同;要么是因为万达方面由于种种原因主动放弃了这些地块,比如说,资金、发展战略、电商的冲击等问题让万达突然改变主意。当然,也不排除原因出在地方政府,比如说,如果突然更改规划就会影响到万达决策。另外,万达地块被收回也不排除这是双方“合谋”的结果。

笔者认为,不管什么原因造成万达地块被收回,至少有两个问题值得反思:

其一,无论是地方政府还是开发商,都要有契约精神,否则,今后地方政府难以招到商,开发商也难以拿到合适的土地。土地出让应该是一件很严肃的事情,不应该是儿戏。然而,7月份才成交的土地,11月份就二次挂牌,这样的土地出让就有游戏的味道。

其二,由于土地出让关系到土地价值、财政收入、市场公平等问题,理应严格依法依规出让,出让过程必须公平公正公开。而目前许多地方针对大开发商的“量身定制”现象,不仅损害了市场公平,也影响了土地价值和财政收入。因此,建议国土部坚决叫停土地出让中的“量身定制”,否则,土地交易过程中就有可能存在腐败等问题。

显然,只有地方政府对万达地块被收回进行公开说明,才能消除公众质疑和市场猜测。另外,如果有一方违约,就会涉及违约赔偿问题,违约方如何承担责任、承担多少违约金,值得关注,这也需要有关方面公开信息。

优先股肩负改革使命发展空间广阔

陈伟

由于我国经济和资本市场的制度性缺陷,优先股除了可以发挥其基本功能外,还可为中国经济和资本市场带来诸多改革红利。

第一,上市公司资产负债率高企,如非金融类公司三季度资产负债率升至61.23%,处于2003年以来的新高,尤其是过去受益于经济刺激计划,而扩张较快的原材料业资产负债率及现金流压力更大,在它们当前债券和股票融资都受限情况下,优先股融资渠道的打开将有助于这些企业改善财务结构,缓解资金压力,提高企业信用。从优先股试点的发行条件来看,也有助于这一目标的实现。例如,除对优先股发行规模有一定限制外,企业发行优先股没有盈利或现金流方面的要求,这也意味着优先股融资可以使更多的企业受益,特别是当前承受了较大资本压力的银行可以普遍获益,它们发行优先股后资本充足率将明显提高,资产扩张速度也有望加快,也能更好地支持实体经济增长。

第二,当前经济急需盘活存量,激活增量,以提高经济增长效率和创新能力,而优先股的使用可以助推这一目标的实现。

目前,诸多传统产业陷入产能过剩

格局,但金融手段的缺乏却在一定程度上制约了龙头企业开展并购,优先股有助于并购重组的展开;由于并购交易涉及的金额往往较大,相对于债权融资,利用可转换优先股融资可以避免提高公司的债务和现金支出,可以降低整合后公司的财务风险;公司还可以通过优先股转换条件的限制,保护并购过程中大股东对于公司的控制权不被稀释,甚至可以借此实现小公司收购大资产的“蛇吞象”式并购。

发行优先股不仅可以帮助传统产业龙头企业整合过剩产能,改善行业竞争格局,还可以助推新兴产业的急速扩张。例如,试点允许非上市公司公众公司以非公开的方式发行优先股,且赋予优先股股东除获得约定的股息率后,有权与普通股股东共同分享剩余利润分配的权利,这无疑有利于前期投入较高、风险较大的新兴产业引入风险投资的参与。再如当前新兴产业的上市公司并购重组过程中的障碍在于并购企业与被并购对象之间的利益分配难以协调,而并购方则可以通过发行可转换优先股实现两者利益的共赢,这样被并购方可以通过在适当时机将优先股转为普通股,获得资产重组后的巨大收益。

第三,发行优先股有利于推进国企改革。

当前国有上市公司普遍存在国有股“一股独大”的问题,公司治理结构的缺陷使得国有企业存在内部人控制、业绩释放动力不足、效率低下等问题。通过回购国有股,再向国有股东发行优先股则可以一方面使得国有股能获得稳定股息,实现国有资产保值增值,另一方面也可以降低国有股东在普通股中的比例,削弱国有股东对于上市公司的干预,有利于国有上市公司市场化机制的形成;再如国企资产重组中往往需要上市公司以发行股份的方式购买国有股东的资产,但这样往往使得国有股东持有的股权比例更大,采用优先股发行则,则有助于国有上市公司借助资产重组做大做强时,也能保持更为合理的市场化股权结构,从而有利于提升国有企业的内部治理结构和经营效率。

第四,优先股在促进资本市场平稳发展,推动资本市场功能完善方面也能起到积极的作用。

股权分置改革完成后,巨量待减持的可限售流通股成为抑制市场上涨的重要因素,如果将这部分股权转让为优先股可以减少它们对于二级市场的冲击。上市公司特别是资金需求量大的上市银行可借助优先股实现再融资,可以减轻二级市场融资压力,有利于市场稳定。

焦点评论

上海银行陷尚德债务泥潭 上市再延期



尚德破产留麻烦,上海银行陷泥潭。债务清偿三一折,贷款损失四亿元。曾经追捧光伏业,如今面对冷落摊。风险管理出纰漏,上市推迟梦难圆。

ICLONG/图 孙勇/诗

我国资本市场分红率低下,2012年最好的沪深300指数股息率也只有2.66%,不到一年期存款水平,优先股的推行一方面可以强化上市公司的分红意识,另一方面也可以缓解目前上市公司分红过低的问题,有助于改善市场的投资价值,吸引长期资金入市。

我们也注意到,这次试点新规为鼓励投资者,尤其是中长线投资人参与优先股还制定了一些优惠政策。例如,企业投资优先股获得的股息、红利等投资收益,符合税法规定条件的,将可以作为企业所得税免税收入,考虑到企业债券利息要缴纳25%所得税,优先股股利免交所得税,这意味着1%股息率的优先股相当于1.33%收益率的企业债券,这反过来降低了投资人对优先股股息的要求,企业发行优先股的成本将因此降低。再如,规定还指出全国社会保障基金、企业年金投资优先股的比例不受现行证券品种投资比例的限制,这有利于提高这些中长线投资人参与优先股的积极性,也会客观上刺激优先股市场规模的扩大。

因此,我们也可以期待,优先股可以在我国资本市场较快成为重要的融资工具和投资工具,也必将助推资本市场更好地服务于实体经济。

(作者单位:民族证券)

■ 算法经济 | Li Bin's Column |

快马加鞭推进土地改革(上)



李斌

十八届三中全会提出了土地改革的大方向,但近期的各种迹象表明,土地改革的政策思路还有待于进一步打通,行动上需要加大力度。春回大地,乍暖还寒,一些人还处在犹豫徘徊之中。其中一个重要的原因是理论与思想问题还没有完全解决。

不能与金融改革同步进行

第一个是“去泡沫”的问题。最近的政策宣示体现了一个总的基调,就是政策制订者对于房地产泡沫的破裂仍然心存恐惧,因而打算“慢慢来”。笔者认为,这会对人们的预期产生复杂的影响。

既然宣示了政策的长期走向,就从本质上改变了人们的预期,然而在在大力度政策的情况下,老百姓的理智选择就是等待,一直等到靴子掉下来为止。所以,这样的政策组合将会导致房地产市场的交投意愿严重萎缩,实际经济活动也受到影响。造房子的、买房子的都将裹足不前,作壁上观。不要低估市场的理性。笔者预计,这种选择很快将会占据市场的主流。

然而,一方面生产钢铁、水泥、建材的企业是耗不起的,它们怎能等待这么久呢?流量这么一萎缩,一中断,对于实体经济伤害是很大的,产能问题也将更严重。如此一来,政府部门将陷入一面治理过剩产能一面愈发害怕泡沫破裂的矛盾之中。另一个较好的结局是,交易萎缩到了一定的程度,才不得不加快土地改革,而这时,几年的时间可能已经浪费掉了。

忧虑的另一个来源是金融机构。有人认为,过快地去掉泡沫可能使金融机构承受不住,所以要徐徐图之。如此一边去泡沫,一边搞搞其他的改革。在我看来,这是大昏招。现在推出了诸如开放民营银行业、利率自由化、资本项目可兑换等多项改革措施。这些措施本身的确是势在必行的,可是,选择的时机值得商榷。因为这些措施都倾向于减少银行业的利润,使银行出现财务困难。似乎一下子要有几十家民营银行成立了,今后银行谁都可以开了,银行业的竞争程度势必急剧提升。尤其是利率自由化,对银行影响很大。

银行业因利率保护大发横财已有很多年了,都没有想起来用利率自由化的方法来调控一下它们的利润,现在偏偏想起来了。利率一旦自由化,银行业的利润势必急剧下降,老百姓倒是开心了,可是,这时如果再赶上房地产泡沫的破裂,又该怎么办呢?所以,笔者认为,这些“改革”客观上会造成难以预料系统性冲击。土地改革的前景摆在那里,这些利空因素叠加在一起,再加上工业领域的不景气,银行的体质本来就不是很强壮的,最终很可能难辞重负。各项措施虽然可以逐步推进,但是,土地改革、去泡沫与金融改革同步进行的战略,其操作难度是非常高的,某些金融改革措施(例如发展衍生品)客观上也在积聚和放大风险,因而发生失控的危险是绝对不能排除的。考虑到当前整体经济的负债率是比较高的,这种齐头并进的方法,很难避免在不久的将来出现一个临界点,在该点上,金融机构突然同时意识到要大规模地收缩信贷,以便自保,这可能意味着危机的来临。笔者并不是说我国

经济一定会发生危机,而是说,现在的做法正在集中放大和加剧危机的可能性。更为糟糕的是,结局如何,只有在若干年后才会见分晓。

以上就是笔者所说的“刺破泡沫是金融改革的前提”的原因。需要进行改革的领域是很多的,关键在于次序和进程安排。好的次序安排带来改革的成功,而坏的次序安排则有可能葬送改革。笔者认为,最为稳妥的方法就是现在集中力量,协同配合,采取断然措施,一次性使土地和房地产领域的改革落地,然后看看金融系统可以承受到什么程度。现在的泡沫其实还不是非常非常大,应当还是可以治理的,而现在金融机构的财务状况非常不好,现有的体制也具有抗风险能力强的特点,因此,应当利用这些有利条件,快刀斩乱麻,毕其功于一役,乘此机会把房地产领域的体制机制彻底理顺,并且把防止泡沫复发的机制也建立起来。如果能做到这一点,中国经济的定时炸弹也就完全排除了,增长的前景就会充分地打开。反之,如果金融系统连房地产泡沫的破灭都不能承受的话,何谈其他的改革呢?

土地改革早搞早受益

再来看看土地改革现在已经紧迫到什么程度。

土地的用途管理搞了几十年,现在忽然发现,工业用地的价格只是居住用地价格的一个零头,于是有人提出来,下一步要把这个问题解决。过去用超低价格诱惑企业圈地和大搞开发区的做法的确都是不对的,可是,往下怎么解决这个问题呢?难道让工业用地价格再向居住用地靠拢吗?工业目前已经虚弱不堪了,怎能禁得起地价再涨?工业用地价格要是涨到了居住用地的高度,中国的工业还办得下去吗?所以,地价并轨虽然没有错,工业用地价格也可以上涨,但其主要方法只能是让居住用地的价格下降。这是其一。

其二,土地流转的意义是什么呢?增加农民收入固然是其一,然而,更为重要的是它有利于节约土地。土地一流转,一有价格,空置的宅基地就会快速消失,这时,用途管理就要及时地跟上和适应这种情况。城镇近郊区的土地固然将会主要为城镇所占,但是,在广大的农村腹地,宅基地的价格必然很低,这就要允许农业企业向农民购买宅基地,并把它整理和复垦为耕地。想想看,这个过程被压制了几十年了,积累的空置宅基地已经太多了,一旦放开,将会复垦多少耕地啊!我们的耕地到底紧张不紧张?如果紧张的话,现在还等什么!

农村建设用地要流转,其实只是一方面,这并不是足够。经济活动所要求的是该消灭的耕地一定要消灭,该恢复的耕地一定要恢复,所以并不能简单地局限于农村建设用地的范围内来考虑问题。一切都要应市场的需要和进程而动。现在说土地改革要慢慢搞,这等于是在说,城市急需的土地要慢慢地给,农村有待于退还的耕地要慢慢地退,这是何等的不可智啊!这样下去,经济的活力将有可能继续萎缩,势头的逆转也将很难发生。

看来,以下的基本道理还没有被人们广泛认识到:城市化与工业节约土地,而不是浪费土地;过去发生的耕地减少现象,是由于以超低价价格向城市供地、对于过度开垦的修复以及人为阻止土地流转、进而阻止土地补充等原因综合造成的;土地越流转就越节约,等等。一些人援引国外的个别事例,继续为土地管制政策辩护,可是我们的管制力度不知道是人家的多少倍。西方土地体制的根子是市场化的,而我们的土地体制基本上还没有市场化;人家的决策公开透明,小心谨慎的,而我们是拍脑门、粗放式、暗箱化的,这样的管制怎么还能让它继续维持下去呢?