

# 重组题材格外吃香其实是一种病

熊锦秋

重大重组题材在A股非常吃香,投资者对重大重组往往顶礼膜拜。今年H股市场发生的一宗庄家炒作重组题材败走麦城的案例,更是反衬出A股对重组题材的迷恋已经走火入魔。

在香港上市的中国国家文化产业是一只颇具吸引力的题材股,公司多次公告资产并购,拥有重大资产重组,垄断性牌照注入等题材,从去年底开始被庄家爆炒,今年1月7日达到2.22港元;然而香港主流资金并无跟进炒作,股价难获支撑,据称开始大跌的时候,庄家一天之内就动用了1亿港元资金维护股价,但仅维持了半个多月,2月份后股价最终崩溃。截至今年12月24日,收盘价仅为0.222港元,仅剩高点时的十分之一。

香港主流资金对待重大重组,一般要观察其到底能否带来上市公司业绩根本改变,如果业绩没有什么改变,仅凭题材涨上去后很少有资金接盘。反观A股市场,投资者不去琢磨重大重组到底能否给上市公司价值提升带来多少好处,到底最终是否实施,只

要上市公司一发布重大重组预案,就心潮澎湃,不分青红皂白盲目追涨,复牌后不来多个涨停都不好意思。其实,有些上市公司的重组预案,本就是庄家用来诱惑投资者上钩的诱饵,最终重大重组由于种种原因告吹,股价暴跌,令跟风者损失惨重。应该说,一个巴掌拍不响,在痛斥庄家毫无人性做局劫掠的同时,投资者自己也应该反省,为什么是自己上当受骗,而不是别人?为什么重大重组还没有付诸实施就放胆买进?为什么上市公司业绩还没有真正有提升迹象就放胆买入?仅凭自己一厢情愿的乐观预期就放胆买入,是不是赌博?

A股市场重大重组题材吃香,其实是一种病,是一种操纵者坐庄,跟风者由于盲目乐观而“周瑜打黄盖愿打愿挨”的赌博病,投资者经过若干次惨重教训后,或许能够有所醒悟。当然,对这种病,有关部门也需要采取有效措施积极医治。笔者认为,这方面也需要监管部门的参与。

最近上交所对山水文化重大重组预案《审核意见函》中的做法就有利于医治这种病,值得称道。按最新政策,

对不需行政许可的重大重组,上市公司通过信息披露直通车直接办理公告事宜,沪深交易所对重组预案进行事后审核;上交所事后审核主要以信息披露为核心,主要关注收购必要性、标的资产定价公允性、盈利预测合理性等,若现金收购还会关注购买方是否具备支付能力等。12月10日该公司公布了一份支付3.6亿现金收购重组预案,12月16日收到上交所《审核意见函》,其中上交所对公司的支付能力、标的资产的定价依据等八大方面提出了疑问,要求上市公司对有关风险进行提示、进一步补充披露等,这给市场点明了风险,对投资者能起到一定的警示作用,即使股票复牌,重组预案对股价刺激的效力也可能大减。

值得高兴的是,对那些需要获得行政许可的重组,证监会也将实时提高透明度,这也有利于医治这种病。近日证监会发言人表示,证监会即将公开并购回复接临时公告要求披露后报送。笔者认为,投资者通过阅读证监会审核反馈意见以及申请人公告的回复内容,有助于了解重组的真正价值以及重组风险点所在等信息,有利于改变投资者对重组题材盲目追捧的情况。笔者认为,上

交所对非许可类重大重组在事后审核时的主要关注点,证监会在对许可类重组进行审核时是可以借鉴参考的,应要求上市公司充分详细披露有关依据和逻辑性,这更可以触及重组的关键点、可以减少投资者对重组的盲目乐观认识。

当然,要根治盲目炒作重大重组这种病,还需要对其中涉嫌的操纵行为予以严厉打击。今年以来,市场出现“以市值管理”名义内外勾结,通过上市公司发布选择性信息配合等新型手段操纵股价的案件;有些上市公司利用投资者对重大重组的盲目崇拜,发布不确定性极强的重大重组预案,其实也是配合庄家操纵股价的一个手段。证监会近期开展打击市场操纵专项执法行动,已对涉嫌操纵的18只股票的涉案机构和个人立案调查。笔者建议,对上市公司发布重大重组预案配合操纵的案例也要纳入重点打击范围,并且打击操纵不能局限于一次专项行动,应形成对市场操纵持续高压的新常态,否则时松时紧,基于不同预期,市场主体仍有可能阶段性冒险,而散户同样也可能阶段性追随重大重组题材等操纵者,从而造成损失。

# 以基建投资促稳增长 风险不能不察

周俊生

年底,国家发改委又忙碌了起来,仅在12月22、23日两天就批复了8个地方的交通运输建设项目,项目总投资达到2346.26亿元。截至12月24日的统计数字,今年以来国家发改委批复的铁路、公路、机场等各项基础设施建设的投资总额已达1.56万亿元。

国家发改委批复的这些基础设施建设项目,大多集中于西部地区。我国西部地区经济相对落后,交通的不便对当地的发展形成了瓶颈效应,因此这些项目的兴建深受西部地区各级政府的欢迎。但国家发改委之所以会在年底之时加快投资项目审批,除了有这个动力之外,更迫切的期望是通过一些基建项目来达到稳增长的目的。

2014年的经济运行,一个回避不了的问题是经济增速下行势头难以扭转。尽管中央政府通过一系列改革来释放市场活力,但就近期的实际情况来看,似乎效果不大,今年GDP增速低于年初确定的7.5%的目标,已经基本上没有悬念,而2015年的GDP增幅,普遍认为已调低至7%。但问题是,如果市场疲弱的格局不变,明年是否能保住7%的GDP增长率,仍是一个不能让人放心的问题。因此,发改委推动基建项目上马,其更为直接的动力是希望通过这些项目的上马,来保住明年7%的GDP增幅。

通过投资稳增长,在近20年的经济运行中已经屡试不爽,一个或一批项目的上马,对深陷产能过剩泥潭中的水泥、钢铁、煤炭等行业都会产生提振效应,还将为社会提供大量就业岗位,它带来的都是GDP数字的直接上升。因此,每当经济指标提升乏力,政府最简便的办法就是上项目。但是,这种投资扩张的副作用也很明显,对资源和环境的破坏,特别是在投资扩张之下产生的信贷压力,都使社会经济不堪重负,因此,随着经济转型的推进,现在政

府对继续通过扩大投资来提升GDP已经表现得谨慎。但是,一方面是投资出现了收缩,一方面是经济转型后新的发展引擎尚未建立,因此,投资扩张仍然是一个难以放弃的“拐杖”,而具体来说,就是要保住一个增长目标,前几年曾经流行过“保8”,明年的任务无疑是“保7”。

但是,投资并不是经济发展的终极目标,而只是为市场的运行提供了一个物质基础,如果经济缺乏持续上升的动力,这些卸下巨债的基础设施建设,有可能反而会拖累了未来经济增长的负担。西部地区的交通设施,相对落后于东部沿海地区,但这并不是只要改善了交通设施就能改变的,相反,在这些交通基础设施建成以后,如果没有充分利用,反而很可能对西部地区经济发展造成压力。多年前我国中西部地区的一些中等城市盲目上马了不少机场,如今有不少却因为客源稀少而闲置,地方财政不得不为其支付维持营运的资金。最近交通运输部公布的收费公路账目出现亏损,引起舆论质疑,其实对于大量西部地区的高速公路来说,由于来往车辆稀少,收费菲薄出现亏损是可以预料到的。

基建项目大规模上马,能够给中国经济带来什么?这个问题的答案似乎很明朗,而那些投入了巨资的基建项目完成以后能够给中国经济带来什么,其答案却不是那么一目了然。但是,这显然是一个不应该忽视的问题。从我国经济整体发展的战略以及最近召开的中央经济工作会议所确立的经济发展方针来看,我国经济发展的模式正在进行新的调整,经济的发展将更加注重质量和效益,因此新的基础设施建设项目批准和实施不仅要起到稳增长的效果,更重要的是要通过这些项目的实施和落实,使我国经济增长的效率和竞争力有所提升,特别是要充分考虑项目完成后的市场效能,使其成为提升经济增长的助推器,而不是成为影响社会经济发展的一个沉重负担。

## 焦点 评论

## “最强限购”让契约精神蒙羞

田楠

临近年关的这一天,上午公共交通涨价让北京上班族们还不太习惯,下午下班的时候,全国的目光都被重新拉回南方:深圳突然失去最后一个自由购车的一线城市身份。2015年,还没来得及买车的深圳人发现自己想要拥有一部汽车,难度要加大了。

深圳不是头一个对汽车限购的城市,也不会是最后一个。甚至作为一线城市,不限购都貌似异常,来自社交媒体和汽车经销商都曾掀起风声,但今年初广东省两会上,深圳市市长“用经济手段调节出行方式”的承诺还是挺让人踏实的。所以限购消息一落实,公众舆论平地狂风,问得最多的不是“为什么不让我买车”,而是“为什么骗我还能买车”。

深圳此次汽车限购被称为“最强限购”,下班前发布消息,让抢购的疯狂堵在路上;出动上万警力封停4S店开票系统,现场宣读文件拦下订单。那么限购到底限制了谁呢?对于汽车厂家和经销商而言,历次的限购影响有限,限购地销量的下降很快可以在别的城市找补回来,限购地车源优惠弱化了,民众一步到位的愿望让售出车辆马力更大,车型更豪华。另一方面抛开实际社会环境效应,限购措施实际上带来了成本错位和限制前移的效果:由普通公民承担工业污染的成本,更细化一些,是通过限制高

未造成污染的人群来分担社会的治理成本。

汽车限购在理念和实践层面都值得商榷。以前物资匮乏没钱买,现在产能过剩,有钱又不让买。在实践层面平心而论,如果没有汽车限购,单双号限行、错峰上下班、提高热点地带停车费等一系列措施,现在人们在路上可能堵得更久,见识更浓厚的PM2.5,但社会生活的调节措施更像是一项技艺。“可以有车,但并不需要经常开车”和“不可以有车”绝对是两个概念。

欧洲城市在拥堵地段加收过路费的做法对于北京的环线设计确实存在技术障碍,但在油价中加收高税负的调节方法较为普遍。试想一个三口之家,在限购限号政策下,摇号购买第二辆私家车可以减少限号影响,但在油价调节政策下,购买第二辆家庭用车恐怕就得多掂量掂量了。此外,提高公共出行的效率、完善公共交通运输系统也是各国的市政难点。世界上除了香港地铁盈利外,其他都在亏损,地铁建设和运营的高成本只能依靠政府财政补贴,所以就靠涨价公交市政也绝无可能赚个盆满钵满。

尽管公众对限购这种“没有办法的办法”表示理解,但站在4S店里的阵仗,着实伤害到社会公共服务体系的契约精神。政府施政的成功,不需要夜半发政务微博的凤兴夜寐,只要一个说话算数、有契约精神的服务者而已。

## 黄牛党猖獗,火车票难买



年关又遇黄牛党,铁路车票不好抢。网上订购拼速度,车票瞬间一扫光。代购绕开实名制,黄牛囤票太猖狂。制度漏洞抓紧补,帮助乘客回家乡。

紫蝶/漫画 孙勇/诗

# 伊斯兰债券:地方政府融资新尝试

杨晓磊

12月24日,宁夏回族自治区人民政府与中航证券签订协议,中航证券担任独家全球协调人和财务顾问,帮助宁夏政府发行苏库克(Sukuk)债券(又名伊斯兰债券)及美元债券,此次总融资规模不超过15亿美元,期限不超过5年。宁夏成为第一个发行伊斯兰债券的地方政府,为地方政府融资开辟新的路径。

苏库克是阿拉伯文的直译,英文解释是certificate,通常是指信托凭证(trust certificate)或参与凭证(participation certificate)。苏库克债券,是指遵守伊斯兰教的债务工具。根据伊斯兰教法规定,穆斯林禁止从事以收取利息为基础的融资活动,所以伊斯兰债券的本质其实是一种租赁债券。这种债券名义上并不支付利息,但是给投资者支付该债券基础资产的“受益权”,而所谓受益权,就是把利息租金化的过程。同时,伊斯兰债券立足实体经济,投资者在项目中拥有实物资产,同时根据伊斯兰教义,伊斯兰

债券不得投资伊斯兰教禁止的领域(酿酒、猪肉、博彩、色情等),这与欧美金融业青睐创造金融衍生品有很大区别。

2001年,巴林央行首次发行伊斯兰债券,2002-2012年间,全球伊斯兰债券发行规模年均增幅高达35%,从40亿美元增至830亿美元。2013年,2014年11月,全球伊斯兰债券存量规模总计约3500亿美元。从伊斯兰债券投资者结构来看,2014年国际投资者占比持续提升至20%。

目前,非伊斯兰国家发行伊斯兰债券正在提速中。2014年,英国成为首个发行伊斯兰债券的西方国家;2014年9月,香港首次发售伊斯兰债券,筹资10亿美元,发行债券期限为5年期,这是全球首批获AAA级评级的政府推出伊斯兰债券,收益率仅比美国国债高23个基点。除此之外,日本韩国均有发行伊斯兰债券的计划。同时,伊斯兰债券发行规模持续提升至20%。

去年,中国初涉伊斯兰债券。2014年9月22日,农行发行的10亿元3

年期人民币(约1.6亿美元)债券在迪拜的NASDAQ市场发行,票面利率3.5%,低于当时国际平均融资成本。2014年12月24日,宁夏与中航证券签约,也将筹备发行伊斯兰债券,为地方政府融资开辟新的路径。

目前,我国地方政府债务率处于较高水平,各地融资平台处于转型之中,面临困境,传统城投债需求面临枯竭,而新的债券品种均处于培育期,例如资产证券化产品、项目收益类产品、永续债产品。预计明年此类产品融资不能满足地方基础设施建设项目需求。虽然中央政府力推公私合作模式(PPP),但囿于法律缺失,定价困难,很多项目还处于框架协议阶段,因此各地政府正寻求新的融资路径。在这种情况下,伊斯兰债券为地方政府海外融资打开了一扇窗户。

一方面,在遵守伊斯兰教义前提下,发行伊斯兰债券,可以获得周期较长且融资成本较低的资金来源;另一方面,伊斯兰国家,特别是中东国家资金充裕,发行伊斯兰债券可提高大量沉淀资金使用效率。因此,在中国企业走出去发展同

时,中国地方政府和企业也要“走出去”寻觅更合适的长期资金、股权资金,以解决目前地方政府短期债务问题。但伊斯兰债券发行之路注定并不平坦。我国主权信用评级就不高,而作为财政实力并不强的宁夏政府信用评级也不会太好,因此国际投资者对宁夏发行伊斯兰债的认可度还是一个未知数。

除了伊斯兰债券以外,各地政府还在寻觅新的融资路径。12月14日,广东珠海横琴投资有限公司在香港成功发行为期3年,15亿人民币债券,发行利率4.75%,成为境内首个试水香港人民币债券市场的地方城投企业。

宁夏发行“伊斯兰债券”有宗教纽带优势,而横琴城投在香港发行“点心债”,有区域、政策便利优势。作为大多地方政府及相应的融资平台公司,由于自身经营情况较差,很难获得境外投资者的认可。因此,海外融资只是另辟蹊径,无法成为解决问题的主渠道,解决明年地方政府债务问题最终还是依靠地方政府自身化解能力以及中央政府的终极救助。

(作者单位:中信建投证券)

# 机关团购房变“违建” 问题出在哪儿

冯海宁

山西省农业厅等6个机关单位与山西鑫地产开发有限公司签订了认购合同,团购该公司开发的小区住房。他们共交了十几亿元购房款,结果却发现小区是“违建”。

一般来说,开发商是不敢忽悠多个省直机关的。按理说关乎很多职工利益,团购组织者也比较谨慎。然而,今天所呈现的事实表明,开发商当初应该是忽悠了相关单位,在手续不完善的情况下让相关单位团购。而且,团购组织者也有问题,要么操作不谨慎,没有查看开发商相关手续,要么与开发商存在某种交易。

依笔者之见,机关团购房之所以变“违建”,问题首先出在“团购”。如果是职工们单独去购房,应该会查看项目相关证照,当了解该项目证照不齐时,应该不会掏钱和签合同的,因为证照不齐就意味着购房有风险。这三千余户购房人今天之所以不能拿到房子,就是因为自己单位组织团购,由于信任单位而忽视了对该项目的了解。

按理说,在1998年住房改革后,需要买房的职工直接到市场上买房就可以了,单位不应该再为职工买房操心。然而,在现实中很多地方政府部门和国企仍为职工团购住房,而且在团购过程中大多会动用公权力和公共资源,所以,机关团购房价格一般比较便宜,有福利的成分。

按理说,在1998年住房改革后,需要买房的职工直接到市场上买房就可以了,单位不应该再为职工买房操心。然而,在现实中很多地方政府部门和国企仍为职工团购住房,而且在团购过程中大多会动用公权力和公共资源,所以,机关团购房价格一般比较便宜,有福利的成分。

很显然,无论是机关团购房,还是集资建房,都是住房改革不彻底的折射。

让人不解的是,团购组织者为何没有发现证照不齐等问题?如果早发现手续不全,也不会有今天这个结果。这会让人产生一个疑问,是团购组织者当初太粗心,还是早就知道该项目手续不全仍组织团购,是否隐藏着腐败?

其次,问题出在相关部门监管缺失。这种证照不齐的项目,竟然可以预售,完成主体建设,相关部门干什么吃的?相关监管部门是有责任的,理应在先。

再者,问题出在“钱”去哪儿了”。该项目已经收取十几亿购房款,足以支付开发商办理相关手续和项目开发费用,但却存在手续不全、项目资金链断裂等问题,这说明预售款缺乏监管,已经流到不为人知的黑洞了。根据我国制度规定,预售款由房地产主管部门会同银行对商品房预售资金实施第三方监管,开发商须将预售资金存入银行专用监管账户,只能用作本项目建设,不得随意支取、使用。

笔者建议,对于这一事件至少要查清楚三个问题:一是机关单位组织职工团购住房是否有法律依据,在具体操作中有无失职、腐败等问题;二是应该对该项目开发商违规开发、违规使用预售款等问题进行调查;三是对相关监管部门是否依法履职进行调查。另外,国家有关方面应及时依法叫停机关单位团购房和福利分房,别让法律再成摆设。