

地方政府发行专项债可优化债务结构

杨孟著

近日,中办、国办联合印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》(以下简称《通知》),就地方政府专项债券(以下简称专项债券)发行的总体要求和基本原则,专项债券项目融资及配套设施等问题作出决策部署,为专项债券发行提供了新导向。

近年来,国务院和有关部门密集出台系列文件,剑指地方政府债务。这些政策“组合拳”的一个明确指向,就是通过严格规范地方政府举债融资行为,借以不断强化举债融资自我约束,促进加快形成规范完善的地方政府投融资机制。《通知》的出台,为丰富完善“组合拳”政策体系,充分发挥“组合拳”整体效能增添了新动力。

早在2017年7月召开的全国金融

工作会议上,习近平总书记就特别强调指出,“各级地方党委和政府要树立正确政绩观,严控地方政府债务增量”。从习近平总书记这番话时恰逢部署“防控金融风险”任务,以及受国内外不确定因素影响有所加大的情势下综合分析,不正确的“政绩观”乃导致地方政府债务膨胀的主要推手,严控地方政府债务增量的实质乃防控地方政府债务风险。这也即政策“组合拳”的发力点和根本目标之所在。

据统计,截至2018年末,我国地方政府债务余额18.39万亿元,债务率76.6%,低于国际通行的100%-120%的警戒标准。虽然风险总体可控,但潜在风险不可小觑。从地域分布上来看,我国还有不少地市级和县级的债务率超过了100%。更为重要的是,还有一些隐形债务(地方融资平

台)并未纳入监管的视野。

众所周知,地方融资平台由地方政府一手操办成立,成立的初衷就是为地方政府提供融资服务。尽管政策“组合拳”严禁地方政府为融资平台债务“兜底”和承担偿还责任,但金融机构依然对融资平台情有独钟、不离不弃,看中的正是两者间的“暧昧”关系。不可否认,正是受不正确“政绩观”的引导,地方领导的升迁也就自然而然地与地方经济的发展绩效紧密地联系在一起。由此,地方政府空前高涨的投资激情与力不从心的“财权”形成鲜明对照,为了弥补资金缺口,除了“土地财政”外,就只得由地方融资平台担纲主力了。尤其是在经济下行压力加大和保增长任务繁重的情况下更是如此。

话又说回来,在某种意义上,适度的政府债务并非坏事,关键是如何把握好这个“度”,因为这个“度”不单单是个债务规模大小问题,而且还是一个债务风险不断积累和集聚的问题,同时它还涉及代际转移、激励兼容、资源跨期分配等诸多更深层的问题。

如此看来,《通知》的出台,旨在通过专项债券发行的导向作用,着力解决地方申请、省财政代发“规模管控”发行机制框架下地方政府债务增量替代和结构优化问题,进而达到既能防控地方政府债务风险,又能“倒逼”矫正不正确“政绩观”的双重目的。

专项债券作为一种新型政府融资工具,因其将项目融资与项目收益、偿债能力匹配了起来,故而具有无风险的特征。也就是说,专项债券的发行虽然为地方政府贡献了债务增量,但并未贡献债务

风险。在这种意义上,专项债券被视为地方政府债务的增量替代与结构优化机制。因为在融资需求既定的前提下,适度扩大专项债券融资比重,事实上是在以无风险资产替代有风险(隐形债务等)资产,从而在客观上起到了优化债务结构、降低债务风险的作用。

从现实需求出发,按照《通知》要求,对于有固定收益的公益性项目,均可通过发行专项债券的形式进行融资,以对应的政府性基金收入或项目收入分期偿还。尤其是对于基础设施建设来说,更应该大胆采用这种方式,因为由这些基础设施产生的直接收益以及由此推动的持续增长的财政收入惠及年限长达数十年,在其受益期内用新增收益和财政收入分期偿还债务,不仅在未带来任何风险的前提下使得地方政府债务结构得以优化,而且还完全符合“权责发生制”原则,能够有效破解代际转移、激励兼容和资源跨期分配难题,实现代际公平。

当然,要想充分发挥专项债券的导向作用,还需营造适宜的环境条件,主要包括:一是加快研究制定地方政府债务管理体系和法律规范,为规范地方政府债务管理提供基本遵循;二是健全完善社会公众预算参与制度和债务资金运行管理制度,强化社会公众在政府活动中的监督作用;三是推行权责发生制政府综合财务报告制度,增强政府资产负债的透明度;四是强化地方人大在地方政府投融资决策中的监督作用,完善地方政府债务实时动态跟踪监管机制。尤其是在地方政府举债融资合理性、可行性和可持续性“严防死守”方面,通过借力人大监督,可以筑牢地方政府债务风险防线。

海外IPO新经济公司缘何如此惨烈

余胜良

在A股,次新股跌破发行价还是大新闻,对海外上市的中概股来说却是常见现象。这其中就有不少是万众瞩目的新经济类公司。

由于这些新股普遍性上市后大跌,有一些还跌得特别惨烈,所以这两三年以来,每隔一段时间,就会有关注者统计一番。结果也一次次让人惊悚。这些承载众人期望的明星公司并没有像预想的那样,在股市上也攻城掠地。

2017年9月上市的众安保险是保险创新企业,由中国顶尖企业家兼投资人马云、马化腾及马明哲加持。IPO公开认购超额逾400倍,冻结资金2000亿元,募集百亿港币,市值千亿,现在322亿港元。

上市时引起巨大争议的趣店,做大了一个新行业,面对百亿美元市值,CEO罗敏称1000亿美元市值之前不在公司领取薪水和奖金,20个月过去,趣店的百亿美元市值只剩下了20亿美元。除罗敏持股未动,其他股东已经全部清空或减持趣店股票。

美团2017年最后一轮融资估值为317亿美元左右,目前市值440亿美元左右,两年时间,增幅不算大,但已是不错。小米的投资者就没有这么幸运,在2017年估值高于422亿美元,IPO估值543亿美元,目前则是280亿美元左右。小米代表了智能手机产业带来的新机会,美团是O2O产业的典型。

此外,还有诸多汽车新零售、创新类电商和创新金融公司都表现不佳,这些新经济公司大多烧钱厉害,需要巨额融资。

港股市场的一众大佬,比如李嘉诚和郑裕彤家族基金,基本上只要是到香港上市知名一点的公司,都会投资进去。国内的马化腾也参与了不少新股认购。海外股市以成熟著称,但是很久以来,二级市场的下跌,并没有影响这些机构资金认购IPO新股的积极性,港股动辄认购百倍,甚至上千倍。所以IPO的价格一直并不低,二级市场承受亏损。

这里面原因众多,主要是新经济公司具有高成长的特性,这一点太吸引投资者,谁都想骑上独角兽。但是后期走势,往往不如当初设想,主要原因有二,一是太多还在烧钱阶段的公司已经上市,这些公司后续走势很难预测得准,新经济时代是有众多衡量指标,比如用户数量等,但是机会转瞬即逝,距离建立盈利模式或者盈利还有惊鸿一瞥。另外一个原因是,市场为类似公司定价太高,透支了增长空间。

关于盈利,无数人会举出亚马逊这样的案例。早在本世纪初,国内到海外上市的公司也都没有盈利模式,比如门户网站和腾讯等,后面也增长很好,早投资似乎意味着可以早享有投资成果,但这种案例实在太少,大多数烧钱阶段的公司,最后都是灰飞烟灭。越早期的公司,越适合专业的机构投资者。就是专业投资者也在这两三年的市场吃了不少苦头,更不要说普通投资者了。

不必过于纠结科创板企业科创含量

高国垒

科创板内涵明确外延有待探索

目前科创板的定位是:符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业,属于新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业的科技创新企业,互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合的科技创新企业。从内涵来看,科创板定位是明确的;而科创板定位的外延还有待于在实践中不断探索。

之所以会出现这种状况,我想一方面是因为,每个细分的科技创新行业评估企业科技含量的专业方法大相径庭,而且需要非常专业的人员才能胜任,而科创板所涉及的具体细分行业非常多,审核部门难以在每一个细分行业都如该行业的专业投资机构那样经验丰富。

另一方面,审核部门并不确保登陆科创板的企业的科创含量就一定很高。所以在科创板试行注册制,要求企业符合科创板定位,是为了划出一个局部范围来搞试点,如果不把注册制试点暂

时限定在科创板内,那整个A股都一下子全部注册制了,步子迈得太大。据统计,在纳斯达克上市的中概股里面,生物医药等科技企业占比大概为5%,多数企业是模式创新企业和互联网企业。换言之,纳斯达克的科技企业总体占比并不高。

科创含量方面 问询相对“粗颗粒”

从目前招股书、问询和回复看,一定程度侧重于研发投入占比、研发人员占比、专利数量、获奖情况等基础指标,针对细分行业所特定有效的竞争指标还在探索中。

比如,企业研发投入的量化认定,在财务处理上有一定的弹性空间。研发投入占比与行业有关,也与企业的发展阶段有关,这都需要非常细分领域的专家才能够判断具体企业研发投入占比的合理性。如果以研发投入作为申报标准,审核部门必定会对研发投入量进行详细深入的分析核查,这会为企业增加许多问询回复解释的工作量,甚至还可能要调整审计报告。即使研发投入的统计是客观公允的,其本质上体现的也只是企业对研发投入

的重视程度,高研发投入并不必然带来企业的高科技含量。

研发投入占比、专利数量、研发人员占比等等,都是判断企业科创含量的粗颗粒的参考指标。具体到每个细分行业,要判断其科技水平处于世界范围内的什么位置,其科研路径的前景如何,其科研储备产业化的预测等等,都需要该细分行业非常有经验的专家才能够进行评估。而不同细分行业有不同的评估体系和方法,比如生物医药行业和半导体行业就截然不同,甚至半导体产业链上不同环节的企业的评估方法也会大相径庭。而且,实践中有许多复杂的情况,会影响到对企业科创含量评估准确性。

在会计准则上,企业研发投入的确认口径是比较明确的,但在实践中有一定的弹性空间。比如说,企业为了提高研发投入占比,可能倾向于把车间中的技术人员和研发部门的行政人员也计入研发团队,把他们的薪资社保等等费用也计入研发投入。

在问出“真”企业基础上 优化“颗粒度”

在科创板审核实践中,如果企业选择的上市标准不涉及研发投入占比(目

前的统计情况显示,绝大部分企业如此),审核部门可以不必在研发投入的确认问题上太过纠结。

对于选用了包含研发投入占比指标的申报企业,审核部门应通过问询想办法挤出研发投入中的水分。而这项工作是他们相当有经验,相当熟练的。

对于那些已经取得了相当好的收入与利润的企业来说,只要其能够纳入科创板这个“大范畴”,那么研发投入、专利之类的,就无足轻重了。

对于还没有产生收入利润或者收入利润很少、需要采用包含研发投入占比指标的企业,审核部门要做的就是严格周密的问询,让企业详细全面地回复披露,尽量审出一个真实的企业,而且不断优化企业“真”的“颗粒度”,然后交给市场去判断,如果市场不认可企业即使通过审核,依然存在发行失败的风险。

科创板科技创新咨询委员会的工作是被动的,其意见是参考性的。按照相关规则,有关部门会定期与咨询委员会召开会议,就一些共性问题,咨询征求意见。实践中,审核人员可以就具体企业主动地多听取咨询委员意见,适当提高问询的针对性和“颗粒度”。专业的投资机构,也可以在做出投资决策前,自行调研,优化企业真实性的“颗粒度”。

以资本公积定向转增 开辟债转股新路径

刘胜非

现阶段A股上市公司债转股的主要手段为:上市公司通过非公开发行股份募资用于偿还债务;上市公司债权人以债权认购上市公司非公开发行的股份;以子公司作为转股标的进行债转股,而后通过上市公司发行股份购买资产的方式将子公司的股权置换成上市公司的股票;上市公司大股东以持有的股份抵偿上市公司债务。

根据中国证监会2018年11月发布的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》(修订版)以及《上市公司非公开发行股票实施细则》(2017年修订)的相关规定,前述非公开发行债转股方式,由于受到非公开发行不能锁价、发行规模不超过发行前总股本的20%以及募用于还债金额不超过30%等多种限制,制约了上市公司债转股规模,降低了实施债转股的积极性。即便后续修改相关规则,一定程度上能改善现状,但由于涉及监管部门的行政许可和审批事项,依然会影响债务重组及债转股的效率。而通过债务下沉、债转股并实施发行股份购买资产的方式,虽是近年来上市公司债转股主要方式,但由于实施周期长,程序繁琐,市场成功的案例也有限。对于大股东以持有的股份抵偿上市公司债务,由于涉及股份协议转让、质押限售和减持新规等制约,还有大股东、债权人与上市公司三方博弈的现实因素,实施起来亦有一定难度。

为了加速推动市场化债转股的进程,拓宽债转股的空间和渠道,创新债转股的模式,笔者认为结合历史案例和股市的现实情况,通过非破产重整下实施资本公积金定向转增的方式,可以探索市场化债转股的新路径,解决上市公司债转股的股份来源问题,推动A股公司债转股高效便捷地实施,提高实施效率。所谓“资本公积定向转增”,其本质是上市公司股东通过资本公积转增股本,同时将转增的股份让渡给债权人以实现抵债。

根据《公司法》第一百六十八条规定,“公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是,资本公积金不得用于弥补公司的亏损”。现行的法律法规规定了资本公积可以转增股本,但未明确转增的具体方式,也未明确禁止定向转增的实施方式。目前,通过实施资本公积转增与股份让渡,大多均出现在破产重整中,通过法院裁定实施。鉴于破产重整涉及机构、部门及相关利益方诸多、程序复杂周期长,且最终结果存在较大不确定性,目前大部分A股上市公司无需抑或不愿通过破产重整的方式进行债务重组及债转股,即所谓“远水解不了近渴”,如此大大降低了上市公司化解债务风险的效能。

截至2019年一季度末,A股上市公司存量资本公积金达9.06万亿,对应市值达80万亿元,上市公司资本公积普遍适用于转增股本以扩大股本规模,用以市值管理。如果能通过资本公积定向转增用于上市公司债务纾困及降杠杆,将打开巨大的债转股市场空间。非破产重整下通过资本公积定向转增成功实施债转股,A股市场历史上曾经出现过两种模式,第一种模式为*ST锐电于2014年底实施的由上市公司向全体存量股东转增股份,再由部分主要股东将转增股份让渡给债务重组方以抵偿债务的模式;第

二种模式为2008年底ST银广夏实施的先由上市公司向部分存量股东定向转增股份,再由该股东将全部转增股份转赠给相关债务重组方以抵偿债务的模式。

非破产重整下资本公积定向转增股份不适用于《破产法》中的相关规定和程序。结合历史成功案例,通常只需债权人、投资人、原股东及相关部门等多方协调达成一致,重组方案履行相应的信息披露义务,并经上市公司股东大会决议后即可实施。当前,我国涉及资本公积定向转增股份的上市公司案例较少,主要系现行法律法规及部门规章,未对资本公积定向转增进行明确规定,实践中缺乏操作规程和细则。鉴于此,笔者认为,非破产重整下资本公积定向转增成功实施,除在公司面临债务困境的前提下,可初步结合如下情况加以考虑。

其一,上市公司及其主要股东未被立案调查或者相关违法违规行为已经终止、不影响对相关行为人追究责任。

其二,厘清债权债务关系,强化信息披露义务,并获政府大力支持。

其三,主要股东的股票被质押或者冻结的比例较低。

出于对中小投资者利益的保护,资本公积定向转增实施通常由大股东或部分主要股东将转增的股本授予债权人以实现抵债,如果大股东或者主要股东的股票被质押或者冻结,转增部分的授予需征得权利人的同意,进而将上市公司与控股股东的债务相互叠加,加大了上市公司债转股的复杂性,增加了协调难度,使得方案实施存在较大不确定性。

其四,债转股过程中引入有实力的产业投资人。

资本公积定向转增能否成功实施,除了方式本身之外,关键在于上市公司的脱困计划能否得到有效实施,而仅凭公司自身往往无法取得预期的效果,必须引入强有力的产业投资者,在市场、业务、管理、技术、资源及资本等方面给予帮助和支持,通过增量改革存量,重塑上市公司的发展生态,从根本上帮助企业走出困境。

其五,合理确定转股价格及不进行相关除权。

资本公积定向转增的价格需兼顾债权人、公司和股东等各方利益,新增股份价值与支付对价总体保持均衡。实施定向转增,新进股东往往以债务减免、资产注入等方式支付对价,实质增厚了公司的权益,按照一般除权参考价格计算公式得到的除权参考价格,对企业价值的反映可能不尽合理。资本公积定向转增股本,债权人以不明显低于市价的价格认购,大都不会稀释原股东权益,且中小股东摊薄后的每股收益因财务费用等支出的减少而显著上升。因此可考虑参考市价,以不低于市价9折且不低于面值作为新增股份以抵债底价,如果定向转增完成后,上市公司每股净资产、每股收益不低于转增前,则不进行除权,为定向转增创造有利制度条件。

其六,履行程序可考虑增设交易所审核、证监会备案。

为了强化资本公积定向转增模式的推广,有效控制相关风险,推动A股市场稳健发展,监管部门可结合上市公司经营情况、股东结构、债务类型及风险积聚程度、市场影响力等综合情况,尽快出台相关操作规程及实施细则,明确非破产重整下的资本公积定向转增的实施程序。建议可以考虑上市公司资本公积定向转增实施债转股增设交易所事前审核环节,后由上市公司召开股东大会决议,报证监会备案的方式,提升市场化债转股的规模和质量。

(作者系长城国瑞证券并购重组部总经理)

联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至ppl18@126.com。