

防止司法划转成为绕道减持通道

熊锦秋



【锦心绣口】

为了实施司法划转,此前曾有相关主体试图以虚假诉讼方式实现股权转让。

据报道,鸿博股份原实控人毛伟等持股股份通过司法划转,几乎减持殆尽。笔者认为,应进一步完善减持等相关制度,堵塞相关漏洞,有效防止绕道减持行为。

2019年毛伟通过富泰控股受让鸿博股份7126.38万股,2020年又通过辉熠贸易以4亿元受让鸿博股份4000万股,合计持股22.33%。2023年4月,毛

伟将富泰控股94.23%股权转让给黎小林,将辉熠贸易100%股权转让给杨凯,三人构成一致行动人关系,共同控制鸿博股份。2023年6月、9月富泰控股因融资融券等原因分别被动减持鸿博股份0.31%股份、0.18%股份。今年1月5日开始,辉熠贸易、富泰控股所持鸿博股份不断被司法划转,至今年2月28日,合计持股比例降至0.65%。而司法划转的股份,受让人已通过大宗交易出售,大宗交易受让方则很可能已通过集中竞价交易抛售。

2017年沪深减持实施细则规定,因司法强制执行等方式取得股份的减持,适用本细则,这过于原则。由此本案有的司法划转受让人,将受让股份于次日就通过大宗交易卖出,且通过多次小额司法划转、多次转手,受让人持股未超5%,因此也就没有产生信息披露义务。

本来,由于鸿博股份近三年内未分红,富泰控股、辉熠贸易并不满足减持条件。且去年4月鸿博股份披露,黎小林承诺,该次交易完成后,未来十八个月内,富泰控股不减持其持有的鸿博股份股票。但由于强制平仓和司法划转,所有的规章制度、承诺都弃之一边。

今年4月,为进一步规范股东减持行为、有效防范绕道减持,证监会、沪

深交易所发布减持规则征求意见稿,其中拟规定,上市公司股东通过司法扣划、划转等非交易过户方式执行的,参照适用关于协议转让方式减持股份的规定。而对协议转让,规定受让方在受让后6个月内不得减持其所受让的股份。但司法划转不适用协议转让最低5%减持比例等规定。

应该说,这些新规对通过司法划转绕道减持,具有相当针对性和一定抑制作用。但绕道减持需要解决的关键问题,应是司法划转是否可豁免大股东减持资格、承诺、限售期等约束,如果答案是肯定的,那其它制度规则的刚性、效力就将受到损耗,绕道减持就有了新通道。

而且为了实施司法划转,此前曾有相关主体试图以虚假诉讼方式实现股权转让。虚假诉讼双方当事人经过串通,利用民事诉讼程序,通过法院和法官之手,获得民事裁判文书支持,从而可实现规避现有各种规则的绕道减持。

要有效封堵通过司法划转绕道减持问题,笔者有以下建议:

一是进一步完善协议转让制度。既然司法划转比照协议转让执行,那么协议转让制度就需科学合理。今年减持新规拟规定协议转让受让方6个月内不得减持,这很有必要,但与此同时还

应规定,转让方原来应该承担的义务和责任,受让方应该继承。比如转让方承诺一定时期不减持等,受让方通过协议转让受让后也应继承相关承诺。股票处于限售期的,协议转让受让方也应遵守限售规定,不通过大宗交易、集中竞价交易在二级市场减持。

二是法院要有效甄别股权司法划转的虚假诉讼。法院要按照2021年最高法院《关于深入开展虚假诉讼整治工作的意见》,在依法保护当事人诉权基础上,对“原告起诉依据的事实、理由不符合常理;当事人之间存在亲属关系、关联关系等利害关系;认定案件事实的证据不足,当事人却主动迅速达成调解协议,请求法院制作调解书”等情形,要严格审查,有效防范股权司法划转虚假诉讼。认定为虚假诉讼的案件,法院应当裁定不予受理或者驳回申请;已经受理的,应当裁定驳回其请求。

对于未被认定虚假诉讼的案件,法院裁定股权划转时应争取做到一次性划转,而不能大而化小多次划转。总而言之,法院的司法要做到与证券市场监管的有效衔接,应当关注证券市场相关监管、信披等要求,做好案件审判工作,防止被有关主体所利用。

(作者系资本市场资深研究人士)

对赌协议 输赢都得认

于智超



【超然论事】
投资机构还是要建立防范意识,眼见也未必为实,对早期企业不能懈怠,将风控永远放到第一位。

股权投资协议里面,对赌是摆在明面上的商务条款,对于成长期的B轮及以后融资轮的投资项目,除非是行业中的佼佼者,含着颠覆性技术出生的“黑马”,否则基本都得答应对赌协议或者条款的签署。正所谓“客大欺店,店大欺客”,在优质投资标的面前,再有钱的投资人也是“弟弟”,乙方的位置是坐定了;反过来,在强大的国家基金面前,大多数创业者是愿意敞开心扉接受其投资的,只要能够对企业长远的经营有利,不但可以压低估值,还愿意谈对赌协议。下面故事讲的企业属于前面那类强势的创业者。

A公司属于固态电池类新能源科技企业,固态电池被认为是未来锂电池行业的终极形态。虽然是前沿技术,但是团队的资历都是各大锂电池厂的技术骨干或者高管,尤其是王总,曾经是某集团公司核心高管。在投资机构眼中,这个百人团队聚集到一个公司,这个公司就能够达到二十亿元的估值。毕竟技术的沉淀和团队的组成实在是一个独角兽公司的必备要素,所以在A公司面前,找不到好资产投资的投资者们趋之若鹜,挤破头也要挤进A轮,挤不进那就来个A+轮,再不行半年后再来个B轮,宁肯让A轮的投资者赚到50%以上浮盈,也不愿意放过这个潜在上市标的公司。

原因当然还有几个,首先,固态电池代表着未来,虽然A公司成立高早,但是假设发展迅猛,也有可能赶超同类竞品公司,毕竟市场上同样的团队估值已经过百亿元了;其次,天使投资人B是业内知名大咖,在公司占比超过25%,B大咖投资过十数家成功的同类行业公司,靠他投资过的产业链,也能够让A公司迅速在业内站稳脚跟;再次,A公司聘请的顾问也是重量级的,而且已经有相关方面的论文,严格意义上来说,属于科技成果转化项目,不投它的话感觉有点“傻”;然后,某地方政府也是A公司的股东,并

且给予了工厂代建、税收优惠、人才补贴等各种支持,还给了5000万元不用偿还的研发启动资金;最后,在诸多知名投资机构涌入的情况下,大家已经失去理智地认为互相背书就能够降低风险,谁也不担责。

于是乎,只要敢跟A公司团队谈对赌协议的投资机构都被关在门外,对行业高度深耕且有诚意的投资机构都急不可耐地接受了A公司高层提出的苛刻条件,相信以这批业内人士的身份和口碑,不可能出“幺蛾子”来对付投资机构。A公司前几轮融资共融了10亿元,在路线跑偏之后,最终没能按照计划研发出合格的固态电池。因为无论A公司还是A公司的实际控制人和股东都没有与投资机构签署对赌协议,实缴资本也仅仅是用投资机构的注资填充了1000万元,在技术路线被证明完全失败后,团队树倒猢猻散。团队通过制定薪酬制度拿到了高工资,并且没有任何对赌责任,破产清算草草了事,留下一堆投资机构打碎牙往肚里吞,不但损失了投资业绩,投资项目经理和合伙人都都出现了职业历史上最大的污点,想着怎么跟LP们交代。

后来才知道这是一个连环局,起因是被某知名上市巨头内部排挤离职的高管王总,看到市场资本对优质企业的积极性,便萌生了组建所谓“超级创业天团”的念头。靠着在行业圈子里的人脉,拉着一群师弟师妹师兄师姐,还有平时混得好的其他公司高管和骨干,在某地方政府的强力招引之下,顺势而为进行落地,得到了大量的资金和资产支持,在微小阶段竟然还拿到了地方商业银行的授信。至于天使投资人B大咖,是被拉来站台的,王总跟B大咖本来就是同乡发小,有足够强的信任关系,当然核心还是利益,王总给B大咖许诺了股份以及现金收益,所以才有了上述投资惨案的发生。

“惨案”中的王总是最清楚来龙去脉的一方,也是十句话里面最关键的一句假话。B大咖也是在利益和信任的驱使下做出站台的举动,其余人都在鼓里,都以为王总真的是想拼出一个大局,为了能够做出固态电池成功企业,带领大家上市登顶,实现财富小目标而奋斗。各个创业团队成员本来也以为能够干事的,想要尝试在新的技术路线发力,也因为能够拿到比原来高一倍的工资和股权激励,都或多或少地作为“从犯”对发展遇到的关键问题节点进行了不同程度的隐瞒。

最终都是一场黄粱梦。上述案例是一个极端例子,是三十六计中第一计——瞒天过海,属于以非正常手段,骗了一个又一个,最后无责任收获最大的果实。投资机构还是要建立防范意识,眼见也未必为实,对早期企业不能懈怠,投资项目负责人为了自己免责,也不能急于求成,对于业界权威也应保持警惕审慎的态度,将风控永远放到第一位。

(作者系经济学者、投资人)

深圳人口还会继续增长吗

孙勇



【口舌之勇】

基于包容、开放、活力强与潜力大这四个“密码”所形成的竞争优势,深圳有望长期保持。因此,深圳的人口在未来还会继续增长。

4月25日晚上,一个作家朋友小R和我在微信上就深圳人口问题展开了

一段对话。

小R问:“孙老师,今年深圳人口多了还是少了?”

我回答:“2024深圳市迎春茶话会上,市领导透露,去年深圳社区登记总人口是2163.77万人,同比增长了9.79%。今年深圳人口数量的变化还在进行中。依据经验推断,深圳人口数量持平乃至继续增加的可能性较大。”

小R问:“那为啥老是听人说,深圳人口少了那么多?”

我回答:“因为个人感觉的是局部的情形,不准确。微观感受上,在深圳,有的小区人减少了,有的小区人增多了,要看各种情况合并之后的结果。我经常坐深圳地铁,挺拥挤,感觉深圳人气还是很旺。”

小R问:“孙老师是在高峰期坐深圳地铁吧?”

我回答:“大多不是在高峰期坐的。根据我乘坐深圳地铁的经验,晚上十点半之后,一般没有座位;晚上9点到10点之间,经常没有座位。”

之所以详细地引用这段对话,是因为其中传递的信息,在观照深圳人口问题上,具有一定的代表性。

3天后,深圳市政府发布《深圳市2023年国民经济和社会发展统计公报》。该公报显示,2023年末,深圳市常住人口为1779.01万人,创历史新高;

比上年末增加12.83万人,同比增长0.73%,增量位居北上广深之首。小R比我先看到这个消息,立马在微信上转发给我。虽然这是一个意料之中的增长数据,但我还是为深圳感到高兴。

我曾经写文章探讨过深圳市常住人口数量问题。如果考虑到有大约两三百万人居住在临深片区(指临近深圳、与深圳接壤的地区,主要包括东莞市和惠州市部分镇区),工作地在深圳市这个事实,单纯用“1779.01万”这个数字,并不能准确地描述当前的深圳人气有多旺。建议以后深圳市政府在统计、公布本市常住人口数量时,顺便也将工作在深圳、居住在临深片区的人口数量统计、公布出来。这样,公众对于深圳的人气指数才会有一个比较完整的观感。

正如《深圳市2023年国民经济和社会发展统计公报》所指出的那样,人口的增长与城市经济和社会发展密切相关,如同一座城市发展的“晴雨表”。2023年深圳GDP稳居“三万亿元俱乐部”,同比增长6%,同样位居四大一线城市首位。工业和制造业牢牢撑起经济底盘,提供庞大就业机会。2023年,深圳规模以上工业总产值和全部工业增加值蝉联全国城市“双第一”,稳居中国“工业第一城”。而作为“科技第一城”,深圳战略性新兴产业增加

值位列全国第一;计算机、通讯和其他电子设备制造业产值排名全国第一;国家高新技术企业2.4万家,平均每平方公里12家,全国第一。

有研究机构发布《中国城市95后人才吸引力排名:2023》,深圳首次跃居榜首,成为最吸引“95后”的城市。报告指出:深圳拥有低于北京和上海的落户门槛,叠加创新的产业结构,提供较多工作岗位,能吸引更多的年轻人就业。

最新统计显示,深圳人平均年龄为32.5岁。深圳是中国人口最年轻的城市。在日益老龄化的中国,深圳是少有的依然保持人口红利的城市。

来了,就是深圳人;来了,就是深圳的建设者。深圳的包容、开放、活力强与潜力大,是吸引人口净流入的密码。基于这四个密码所形成的竞争优势,深圳有望长期保持。因此,深圳的人口在未来还会继续增长。当然,这四个密码是公开的,中国所有的城市都可以借鉴。

多年前,包括樊纲先生在内的多位经济学家曾经预计,到2030年左右,深圳市的人口有望突破3000万。这个预计偏乐观。按照深圳市人口目前的增速推算,到2040年左右,深圳市的人口(最好含临深片区)突破3000万还是很有可能的。不信,走着瞧。

(作者系证券时报记者)

“产能过剩论”没有依据

任寿根



【任君评说】

中国制造品的出口对美国防止通胀再次抬头具有非常重要的作用。

西方有一种观点认为中国存在产能过剩,进而通过扩大出口对他国相关产业造成冲击。这种“产能过剩论”的说辞是没有依据的,至少有七点理由。

其一,美国近一百年来至少出现过两次典型的产能过剩,应该熟悉产能过剩的典型特征。“产能过剩”一般在两种

情况下出现,一种是在经济周期的“繁荣阶段”,一种是在经济萧条时期。在经济繁荣时期,投资者在正向预期力以及正向模仿力的作用下,具有非理性扩大投资的冲动,产能随之大量增加,容易导致产能过剩。当经济进入萧条阶段,因有效需求不足,远低于供给量,出现产能过剩。从近一百年的历史看,美国至少出现过两次典型的产能过剩。第一次发生在20世纪20年代初,这次产能过剩是实体经济过热、投资过旺的产物。美国制造业生产能力在“一战”时期得到大幅提升,到1920年美国经济出现过热现象,年中CPI同比增速超过20%,以制造业为主的实体经济出现投资过热的现象,处于经济周期的“过度繁荣阶段”,当时的美国被迫采取紧缩货币政策,给过热的实体经济降温。而中国制造业处于疫情过后的复苏阶段,实体经济投资上总体表现为理性,并未出现投资过热的情况。美国第二次出现的典型产能过剩发生在20世纪20年代末期、30年代初。1929年到1933年美国处于大萧条阶段,失业率大幅上升,总需求远低于总供给,产能严重过剩。而目前的中国经济尤其是实体经济表现稳健,总体特征为稳中有升,没有出现大萧条。以高科技产

业为例。2024年第一季度,中国规模以上高技术制造业增加值同比增长7.5%,表现稳健。

其二,美国是近年来推崇市场经济、推崇自由贸易的“旗手”,应该清楚市场经济和自由贸易的精髓。中国货物出口稳定增长是中国企业按照市场经济原则、按照自由贸易原则、按照国际市场竞争原则,进行生产和国际贸易的合理结果,这其中包括不少美国来华投资设厂的外资制造业企业。这些企业都是以国际、国内市场为导向组织生产的,不存在所谓的有意的倾销行为。市场竞争的核心之一为价格竞争,只要价格竞争符合基本的“成本+利润”原则,就是合理的,就是理性的。那种长期依靠故意压低价格而参与市场竞争的企业不可能生存下去。中国制造业企业所谓的“低价销售”完全是实施成本领先性战略、低劳动成本、提高全要素生产率的合理结果,并不是所谓的“产能过剩”。中国制造业劳动力成本长期大大低于美国,美国劳动力成本是中国的9倍左右。2022年,中国全社会研发经费达到3万亿元,占GDP的比重为2.54%,接近发达国家2.71%的水平。中国民营企业为提高全要素生产率、加大研发和创新力度

方面表现突出,贡献了整个行业的50%以上的研发投入、70%以上的技术创新成果,专精特新“小巨人”企业80%以上为民营企业。

其三,美国自2021年第四季度“突然”出现高通胀率,被迫持续提高利率以及收缩货币供给量,已导致一系列经济问题的出现。自2008年次贷危机之后,美国推行宽松的货币政策,到2021年这13年并没有出现高通胀问题,但到2021年年底出人意料地出现高通胀,这其中有多原因,其中一个重要原因与美国在2018年挑起的中美贸易战有关,对中国出口到美国的产品加征关税,直接和间接地推高了美国商品的价格,进而在一定程度上推高了美国的高通胀率。中国制造业的产品按合理的价格出口到美国,对于丰富美国消费品供应、在一定程度上消除高通胀隐患是有积极意义的。美国应尽快取消对中国产品“额外”征收的关税。

其四,中国作为制造业大国,对全球的经济发展和人民生活保障作出了巨大贡献。没有中国制造业的贡献,没有中国对美国价廉物美的货物出口,美国的通胀率能达到什么高度还很难说。中国制造业增加值占GDP的比重为三分之一;中国制造业增加值占全球制造

业的比重近三分之一;中国制造业的产量占全球的比重超过三分之一;中国传统制造业的比重占中国制造业的比重近三分之一。如果没有中国制造的全球基本的生活品供给、全球产业链等将受到巨大冲击。如果没有中国制造的全球基本的生活品供给,全球通胀问题可能变得十分严重。而且,中国制造业出口占全球制造业出口的比重近些年已趋于稳定,并没有对美国的出口出现大幅上升,不存在对美国制造业企业造成冲击的情况。

其五,中国国内市场巨大,大量吸纳包括美国在内的他国制造产品,进而对促进他国经济增长作出了巨大贡献。中国并不是单向出口货物,同样大量进口他国货物。美国应按照市场经济原则允许更多的科技性产品出口到中国,因为通过限制出口只会限制合理竞争,限制创新,不利于本国高科技的发展。依靠限制高科技产品出口,一方面对本国高科技企业提高产能、提高利润率以及长期发展不利,另一方面对刺激创新不利。此外,尽管中国是工业制造品的净出口国,但同时为农业、服务业、矿产品、燃料的净进口国。美国对中国的服务贸易长期为顺差,难道这就说明美国的服务业长

期都是“产能过剩”?

其六,中国正在实施以内循环为主导的双循环战略,正在进行产业结构的重大调整和升级,内循环足以消化国内制造的产品。中国内循环动力足。以消费为例,尽管中国国内消费占GDP的比重低于美国、英国等发达国家,但仍然达到55%左右,未来存在进一步大幅上升的空间。2024年第一季度中国社会消费品零售总额同比增长4.7%,深圳达到了7.8%。中国在区域发展方面还具有巨大的潜力以及后发优势,也能消化相当一部分产能。

其七,美国经济目前表现良好,但存在巨大的系统性风险隐患。大宗商品价格近期涨幅较大,有的甚至涨幅巨大,美国存在通胀率再次抬头的风险。尽管通过美联储的11次加息以及减少货币供应量,美国的通胀率降到了3%,但存在再次爬升的隐患。美国20世纪70年代发生的反复通胀值得吸取教训,那个时期的反复通胀问题最终依靠尼克松、福特、卡特和里根四任总统的艰难努力才得以平息。中国制造品的出口对美国防止通胀再次抬头具有非常重要的作用。作者系经济学教授、西方经济学方向博士生导师)