【头条评论】

上市公司不能选择性披露内部协议信息

熊锦秋

近日,某上市公司控股股东与股份受让方,收到监管部门下发的《行政处罚事先告知书》,事由是双方披露的上市公司股份交易价格存在误导性陈述。笔者认为,应进一步完善相关制度,督促上市公司真实完整披露内部协议信息。

早在2023年上半年,转让双方初步确定转让上市公司股份单价约为每股12元至13元。2023年12月25日转让双方签署《转股协议》,转让单价为35.028元/股,转让价款分三笔支付,第三笔(最大一笔)款项在协议约定的先决条款满足后再支付。事实上,第三笔款项并没有支付,但上市公司对此未及时披露。监管部门认为,转让双方在签署《转股协议》时,有关第三笔价款支付的约定存在较大可能不予履行,将导致实际交易价格(12.556元/股)与约定转让单价35.028元/股存在重大差异,转让双方于2023年12月25日晚分别披露的权益变动报告书未充分提示上述履约风险,向市场释放了不准确的转股价格信号,存在误导性陈述。

这套交易架构的操作逻辑并不复杂,相关主体对外披露一份价格相对贴近市价(2023年12月25日市价为42.81元)的转让协议,同时借助苛刻的先决条件,在商业实质上实现远低于披露价格的股份受让。此类市场经营主体"天知地知你知我知"的私下重大约定,也还存在于定增等其它场景,其中选择性披露对资本市场的危害不容小觑。

事实上,协议转让的成交价格,各类交易的对赌、补偿安排,历来是投资者研判公司内在价值的重要参考。比如本案投资者很容易被纸面35.028元/股的转让价所误导,认为产业资本愿意以较高成本大举入局上市公司。当披露的名义条款与实际对价、实际权责严重脱节,普通投资者很容易据此作出错误的投资决策。而且,公开条款与私下约定相互割裂,交易背后还可能牵扯利益输送、税务认定等一系列问题,若任由类似模式蔓延,可能扰乱资本市场运行秩序。

值得注意的是,市场经营主体"你知我知天知地知"的内部安排,外部投资者很难通过公开渠道自行挖掘。如何引导市场经营主体主动把这类隐蔽重大信息完整对外披露,是监管制度需要直面的现实课题。对此,笔者提出几点建议:

一是细化重大交易的强制披露指引。包括协议转让、控制权变更、资产收购、定增等重大资本运作,只要设置大额分期付款、附严苛付款生效前提、附带对赌、回购、补偿、兜底等特殊安排,就应当强制相关主体完整披露全部相关信息,包括履约触发条件与失效风险、不同情景下对应的权利义务,不能只选择性披露主合同表层条款,刻意隐藏能够改变交易实质对价的关键条款或补充协议。

二是压实中介机构穿透核查责任。财务顾问、律师事务所等应当主动问询交易各方是否存在未公示补充协议、抽屉约定、口头默契。对于交易价格、付款条件明显异常的架构,要启动专项穿透核查,在专业意见中充分揭示潜在履约变数、对价变动风险,从中介关口防范利用条款设计制造虚假价格信号。

三是上市公司要健全信息报送与动态披露机制。即便上市公司并非交易当事主体,也要建立常态化信息归集报送渠道,督促控股股东、实控人等及时报送完整交易文件。一旦出现价款豁免、对赌触发、核心交易条件变更等重大变化,上市公司必须第一时间对外披露,防止改变交易实质的重大事项长期隐匿于台面之下。

四是强化事中事后监管与惩戒威慑。对于刻意构造名义交易条件、隐瞒私下重大约定、出具带有误导性内容披露文件的各方主体及相关责任人,证券监管部门要依法从严处罚、交易所从严惩戒,投资者也可跟进追究民事责任,从而持续抬高违法成本。

【监管之道】

短剧要兼顾流量和质量 不能"一爽了之"

李羊

近期出差途中,一个直观感受是飞机上刷短剧的乘客越来越多了。随着红果短剧等产品引发广泛讨论,行业研究、媒体报道等持续跟踪,刷短剧的话题似乎已走出小众圈层,走向大众视野和资本市场的台前。

当下市场所指的短剧,范畴早已拓宽。既包含大众熟知的穿越逆袭、霸道总裁、修仙升级类爽感内容,也诞生了承载文化输出、形象推广功能的作品。据央广网报道,中国微短剧市场规模保持高速增长,2026年1月至9月上线微短剧达49万部,是2025年全年的13倍;微短剧用户规模达8.5亿,月活用户超过6亿。

短剧为何能在短时间内完成从"难登大雅之堂"到全民追捧的跃迁?

第一,短剧成为文旅IP落地的优质场景。近期笔者前往合肥、淮南寿县等地调研,一些文旅形象推介、文化输出等作品,都借用AI(人工智能)短剧形式进行宣传。从调研中了解到,合肥紫云山文创园排第一的大视听产业,未来也将在微短剧和短视频方面发力。短剧具有篇幅短小、冲突感强的叙事特点,能够快速把地域人文特色转化为大众愿意点开观看的内容,成为文旅破圈的新载体。

第二,短剧是算法驱动内容生产的典型样本。依托AI工具辅助剧本创作、分镜设计,短剧能在短短几分钟内设置多层反转,直击传统长剧剧情拖沓、节奏松散的痛点,快速抓住用户注意力,不断满足观众即时的情绪需求。

第三,行业已从散状传播进化为平台运营。早期短剧传播形式比较松散,凭借自媒体推送,如今在大平台的加持下,持续供给海量内容、高频更新不断做大日活,叠加AI智能推荐、金币激励等模式持续强化用户黏性,平台已搭建起完整的用户留存闭环。

第四,短剧以免费观看为核心,仅穿插数秒广告。反观传统长视频,动辄数十秒甚至上百秒的前置广告早已饱受诟病。用户自然愿意选择免费、节奏爽快、广告负担更低的短剧产品。

第五,短剧是AI算力落地的天然试验场。AI剧本辅助、AI数字人、AI剪辑等技术深度嵌入生产全流程,海量内容批量生产的需求,持续检验普惠算力的落地能力,短剧已经成为人工智能商业化落地非常重要的应用场景。

第六,用户结构决定短剧增长基本盘。相较于银发群体舒缓的生活节奏,年轻群体的工作生活节奏更快,即便拥有不少碎片化时间,也普遍存在知识获取焦虑,短剧很难抓住他们的长期注意力;而银发群体更偏向情绪消遣,愿意投入大量时间观看短剧,是短剧最核心的流量基本盘。权威机构用户画像数据显示,55至64岁银发用户在微短剧中的渗透率高达73.2%、居各年龄段之首。

然而,越是火热的赛道,越需要冷静思考。短剧市场竞争激烈,火热的流量背后,繁荣之下的结构性问题同样值得关注。

一是内容同质化问题突出。多数短剧陷入固定套路,仅仅更换故事背景、人物设定、年代外壳,核心叙事逻辑高度雷同,创新叙事能力匮乏。

二是内容价值短板明显。短剧大多主打情绪爽感,很难产出类似《繁花》《太平年》《伟大的长征》这类兼具人文厚度、社会价值的精品作品;部分短剧随意演绎风水、伪中医内容,甚至有些作品歪曲传统文化,传递错误认知。

三是"短剧短"本身是大众认知误区。短剧单集时长很短,但系列短剧动辄数百集、上千集,完整看下来也要数十小时。碎片化的单集,累加之后依旧会占用大量用户观看时间。

也许未来短剧的风口会过去,但被短剧重新定义过的用户注意力,已经回不去了。短剧的崛起或许不是流量泡沫,而是内容传播形式、AI技术、IAA免费商业模式、银发用户红利、文旅数字化等需求多重因素共振催生的发展趋势。然而短剧想要持续释放商业价值和社会价值,不能仅凭"一爽了之",还需要完成从野蛮生长到高质量发展,从追求大流量到引导正确的价值取向,形成良好的产业生态。



51个一类新药进医保 创新药惠民"再提速"

诗曰

医保目录再扩容,创新药物在其中。
患者减负得实惠,期待更多好药种。
动态调整促研发,产业升级也从容。
多层保障同发力,惠民工程久为功。

朱慧卿/漫画 孙勇/诗

【价值把脉】

如何看待资本市场"短视"之争

杨苏

11月5日,美股科技股重挫,AMD盘中一度下跌17%,公司董事长兼CEO苏姿丰向媒体表示,市场有时候可能有点短视,自己看的是三年、五年甚至更久,并介绍近期公司运营情况展现信心。这并非孤例,国内外知名企业家为什么在股价下跌时会批评市场短视?外部投资者是否存在必然的短视思维?

把时间拉长,我们会发现类似的表态并不鲜见。比如,早在1997年贝索斯就在致股东信里表明,不会为短期利润或华尔街的短期反应牺牲长期领先地位。而比较近的2026年8月,媒体报道张一鸣在字节内部强调做AI要坚持长期主义,应愿意为长期目标牺牲部分短期收益。

笔者认为,首先,资本市场的定价周期与企业赖以生存的长期产业逻辑之间,存在一道很难弥合的裂痕。产业的时钟比估值的时钟慢,晶圆厂、数据中心、先进封装,都是钱先花出去、回报在未来几年陆续实现,而每周甚至每天的估值都在大幅波动。龙头企业又是市场情绪的载体,而且市值大、持仓拥挤,任何对投资主题的怀疑都会投射到它们身上。

所以,"短视"之争是结构性矛盾,不是一时情绪,而且会反复出现。只要公司投入前置、回报后置,产业周期就会长于估值周期,这场争论不会消失。

企业家看到的是播种,市场看到的是支出。具体而言,一座晶圆厂从选址到满产,一款创新药从实验室到上市,动辄五年、十年,还要考虑良率、政策等各种风险,甚至还有失败的可能性。

值得一提的是,越是靠无形资产竞争的企业,越是加大研发投入的科技企业,短期数字越难看。因为创新、品牌、人才、客户关系这些最核心的长期资产,无法用会计数字衡量,不会出现在资产负债表上。投入期的成本一笔笔计入当期利润,收益却要等到数年之后。

而最长的估值周期,最多只有一年到三年。市盈率、市销率以近期业绩为锚,行业分析师很难用更长的时间周期来说服投资者,对于更长期的业绩预期则通常作为不确定性直接打折。季度则是公司财报和投资机构业绩的评价周期,至于市场交易更是按天甚至按秒来计算。

其次,公司治理领域长期存在着核心分歧,公司究竟为谁而存在,又该对谁负责?一种是股东至上主义,认为企业的目标是股东价值最大化;一种是利益相关者至上主义,认为公司的目标是为员工、社区、客户和供应商等利益相关者服务。进入21世纪以来,全球主要经济体从工业经济形态迈向以数字经济和知识经济为代表的新经济形态,智慧资本在价值创造中的作用已与财务资本并驾齐驱。

客观说,从"股东至上"向"利益相关者"的范式漂移,已是过去十余年的全球大势。早在2019年美国商业圆桌会议,有181位CEO联合声明放弃"股东第一"原则,2020年世界经济论坛《达沃斯宣言》明确提出,"利益相关者资本主义应成为新的主导模式"。

在笔者看来,长期主义不是免死金牌,如果资本市场真的"短视",那么企业家也应当承担部分责任。市场需要多一份耐心,企业也需要一份值得等待的底气。而企业家与投资者之间的对话与批评,本身就是资本市场走向成熟的一个过程。

其实,除了批评市场存在"短视",企业家可做的事情还有非常之多,尤其是在信息披露方面。一方面,企业家在短期利润不达预期时需要多讲讲财务数字之外的信息,向投资者传达信心,让投资者看到企业家所看到和判断的积极面;另一方面,在利润高歌一片大好时,企业家也要多提示风险和困难,让市场情绪更加稳健和冷静。同时,在日常沟通和公告中,应当鼓励企业多做交流,尽量披露和阐释产品创新、研发投入、客户开发、在手订单等先行指标,让长期主义有可跟踪、可落脚的"中间站",而不是只能等最后的利润数字。

此外,长期投入型企业也需要更完善的制度,提供更宽容的环境土壤。比如研发失败是创新的常态,不能因为技术路线的失利就认为企业没有价值;对未盈利企业的IPO(首发上市融资)规则设计,以及上市以后的持续督导、风险提示和退市安排也要到位。与此同时,培育一批有耐心的投资机构尤为重要,市场的压舱石应当是"拿得住"的资金,要从制度上为长期资金积极入市创造有利条件。

【金融观察】

商业银行 缘何青睐"二永债"

李凤文

11月13日,齐商银行公告拟发行10亿元永续债,专项用于补充其他一级资本。11月以来,国内商业银行密集启动二级资本债、永续债(以下简称"二永债")发行工作。Wind数据显示,年内商业银行二永债发行规模已突破2.3万亿元,超过去年全年总量,市场热度持续攀升。

商业银行缘何青睐发行二永债?低利率窗口期、高效资本补血、适配经营需求,成为银行扎堆发行二永债的核心原因。

二永债作为银行核心外源性资本工具,分别对应补充不同层级资本,且具备损失吸收功能,是银行优化资本结构的优质选择。一方面,当前市场流动性合理充裕,银行二永债票面利率普遍降至2%以下,与之前3%以上的利率相比,将大幅缩减银行利息支出。另一方面,二永债属于债务性资本工具,区别于增资扩股、配股等股权融资,发行后不会摊薄原有股东持股比例,兼顾资本补充与股东利益。另外,二永债审批流程简便、周期短,能够快速补足二级资本与其他一级资本,同时帮助银行锁定长期稳定资金,提前储备资本额度,匹配中长期信贷投放节奏。

本轮二永债发行热潮的更深层原因在于行业多重刚性压力叠加。

一是存量债券接续压力集中释放。2026年超1万亿元二永债迎来到期或行权窗口期,存量债券赎回将直接压降银行资本充足率,正常经营银行普遍需要"赎旧发新",维持资本指标稳定,形成刚性续发需求。

二是内源资本补充能力持续走弱。当前银行业净息差处于历史低位,盈利空间持续收窄,依靠利润留存补充资本的传统路径效果减弱,尤其是中小银行资本承压最为明显,外源性补血需求大幅上升。

三是国有大行面临监管达标前置压力。国内5家全球系统重要性银行需稳步推进TLAC(总损失吸收能力)达标建设,目前仍存在小幅缺口。二永债可与其他TLAC工具形成互补,构建多层次资本缓冲体系,助力大行提前布局、平稳对接监管要求。

在行业资本补充常态化背景下,合理运用二永债工具、分类精准施策,是筑牢银行经营稳健性的关键。对银行机构而言,需坚守"功能匹配、把握窗口、守住底线"原则。国有大行可依托低利率窗口,结合TLAC达标节奏统筹发行,避免集中供给冲击市场利差;优质城商行可择机适度发行,但不可将二永债替代核心一级资本补充;弱资质中小银行需优先通过利润留存、兼并重组、股权增资夯实核心资本,将二永债作为辅助补充工具。

从监管层面,需实施差异化、精细化管控。针对资本达标、仅面临续发压力的银行,稳定发行节奏,规避市场波动;针对中小银行,在风险可控前提下简化合规流程、降低发行成本。同时持续完善资本补充工具体系,推动地方专项债、可转债与二永债分层互补,精准匹配不同类型银行的资本缺口。

【文旅看台】

百家景区摘牌 好口碑才是真"金杯"

王志高

近期,多地开启A级景区集中清退。据不完全统计,今年以来,全国有22个省份的100多家A级景区被摘牌。

A级在游客心里,向来是官方的品质背书。按导航开过去,信的是牌子背后整套标准。一次照着招牌找过去却扑了空,损耗的远不止一趟行程,是整个评级序列的信用。怀宁孔雀东南飞景区被查实提供虚假信息、上报数据造假;桐城活海欢乐水世界设施老化、营收下滑,企业自己申请退出;更多被清退者卡在设施失修、卫生不达标、产品多年不换样。这些毛病不致命,却最磨人,全是牌子挂上墙之后一天天攒出来的。

退出机制早已建立。2012年修订的《旅游景区质量等级管理办法》写明,4A及以下景区要年度抽查、五年期满评定性复核,缺的一直是落地。有的地方把等级当政绩标尺,申评时突击装修、扩停车场、翻建厕所,验收一过便撤了劲,设施老化没人管,厕所上锁没人问。2025年3月1日实施的《旅游景区质量等级划分》把安全风险评估、最大承载量、投诉处理、重大失信与负面舆情列进前置条件和评分;暗访人员以普通游客身份进去,看导览牌指不指得对路,厕所有没有洗手液和卫生纸,冲水是否正常,商品是否宰客。监管的目光从"有没有硬件"挪到"人用得顺不顺",一次性验收这才还原成持续监督。等级本是一份要天天履约的契约,不是一张终身饭票。

对游客而言,A级早已不是选目的地的唯一考量,社交平台上的评价和笔记反倒更靠得住。年轻人要沉浸式、要互动、要参与感,不少老景区游览路线和讲解词十年未改,吸引力一年薄过一年。口碑渠道足够密了,官方等级若还停在拿牌那年的状态,背书就变成误导。所谓"有进有出",与其说监管单方面收紧,不如说治理终于追上市场用脚投票的速度。

摘牌之后才是真考题。华东政法大学副教授李婧提的责任链条很实在:限期拆掉线下标牌、清掉线上平台标签,明确退费与权益救济,对尚有盘活价值的推动重组升级,对僵尸景区处置闲置资产,把重新申报的条件、程序、时限写清楚。公众最怕两种收场:公告一发了之,导航和订票页面上"国家4A级"还亮着,游客接着踩坑;或者风头一过突击整改,两年后原样申报,循环再来。退出端的信息不擦干净,入口端的门槛不垒实,这圈就画不圆,清退便只剩一纸通报的分量。

景区该把品质当日常,而不是当迎检工程。行业从"有没有"走到"好不好",靠的不再是多修一个停车场、多挂一块铜牌,而是导览牌准不准、投诉有没有人回、讲解词肯不肯为今天的人改一改,是把自己那点文化家底挖出别人替不了的味道。等级可以有进有出,游客的打分却没有复核期,开门的每一天都在评。牌子摘得下来,信任得一天一天重新挣回来。

本版专栏文章仅代表作者个人观点