

审批制转为披露制的总体规划与方案设计(下)

启动发审制度全面改革的枢纽

□华生

- ◆定向再融资市场化是发审制度根本改革的逻辑起点,是夯实股市价值投资基础、推动蓝筹股丰厚稳定派息以及A股股权多元化的根本措施。
- ◆中国特色的资产重组制度是绩差价高、小盘高溢价的股价结构扭曲的根源。无产业背景的借壳重组动摇了价值投资理念,使退市制度形同虚设,是中国股市估值好坏不分、黑白颠倒的祸首。重新设计资产重组和退市制度,是釜底抽薪、阻止股市质量下滑的断后一役。
- ◆废止新股发行的审批制,改为高门槛准入的披露核查制,是新股发行改革制度转换的核心。低门槛准入靠主观判断筛选必是审批制,高门槛准入核实通过自然是披露核查制。因此,统一规范的高门槛准入是审批制转换为披露制的关键环节之一。
- ◆在小盘高溢价的扭曲市场结构下,新股发行价无论高低,都不能避免二级市场投资者成为一级市场原始股东的提款机,建议在股改修订上市门槛和标准之前,暂停中小盘股的募集发行。

我们看到,扭曲的市场股价结构,是股市改革的制约条件和现实起点。大盘绩优不高,源于分红回报不高和购并无空间,这又受制于再融资发行的非市场化;小盘股垃圾股高溢价,是扭曲的资产重组再发行制度的直接产物;新股发行的审批制和小盘化,更进一步激化了市场矛盾,使问题更加错综复杂、积重难返。因此,发审制度改革需要整体规划,全面推进,审批制向披露制转变的枢纽是启动三个相互关联的核心环节。

再融资发行市场化是发审制度改革逻辑起点

一个奇怪的现象是,许多人对新公司上市取消审批倾注了极大的热情,但对已上市公司的再发行再融资审批却熟视无睹,甚至视作理所当然。其实,如果说现行新股发行审批至少是卡住了一大批多少可疑的拟上市公司,现在的再融资审批制度可说是漏洞百出。因此,与人们一般认为的相反,相对于公众还不了解和熟悉的新公司,信息披露相对充分透明和被媒体聚焦的已上市公司,再融资发行恰恰应是发审制度改革市场化改革的逻辑起点。

世界上并不存在自由上市的注册制,而已上市公司的私募再发行再融资完全市场化的披露制,真正是国际惯例。在境外成熟市场上,私募再融资发行(即定向增发)一般是股东大会授权的董事会职责。上市公司董事会通过决议可以随时停牌增发股票,披露信息。对比A股市场,我们必须要像新股上市一样,聘请中介机构,提出完备的募集计划、用途,准备好拟投资项目各项批准文件。准备这些只是拟文中根本不知融资能否和何时批准的文件,不是造成无谓的浪费,就是逼着企业普遍造假。因此,走完整个审批募集过程,往往需要一年乃至更长的时间。而市场如战场,一年过后的市场形势早已大变,但无论情况如何改变、盈亏与否,企业还必须严格按照当初上报的项目使用资金。显然,这种脱离实际、折腾和浪费相关方精力财力的计划管理办法,早该废止。

再融资发行审批带来的另一个严重问题,是发行定价与实际募集资金时股票市场价格完全脱节,既刺激放大了再融资需求,又造成了极大的寻租空间。在股市低迷时期确定的定向增发价格,使增发成为输送利益的管道。在股市高涨时确定的增发价格,公司又可以调低和修改发行价,甚至干脆放弃此次定向增发,从而使定向增发在认缴募集资金成为吸引认购者赚取差价的游戏。

有人或许担心,再融资发行的市场化,会否造成再融资的泛滥?其实恐怕恰恰相反。其一,再融资与新股发行相比,符合条件的公司数量有限;其二,更重要的,正是再融资的审批制,造成发行定价与股票市场价格的脱节,发行价对市场价格的大幅折让刺激和放大了再融资供给和需求。如果再融资发行市场化,再融资企业必须找到在当时二级市场股票市价下愿意参加发行的投资者,以二级市场价格买入股票。找到这样的投资人,对每一个上市公司及其中介券商来说,都绝非易事。在这种情况下,市场机制本身就会对再融资发生抑制和平衡作用。为了起步平稳,再融资市场化也可以从承诺稳定高分红的蓝筹股开始,逐步扩宽。

应当指出,再融资发行的市场化,对中国证券市场的健康发展乃至整个中国经济体制改革,还有重大的制度溢出效应。

首先,中国股市的一个最大特点,就是国有控股企业占据了绝对主导地位。中国股市至今难以形成真正的产业购并和价值投资的理念,一个重要的原因就是即便在股改之后,以央企为主的国有股,至今并未在市场上真正流通减持。相反,为了配合国家的稳定市场政策,央企还不时在市场低迷时增持。央企本来已经是高比例国有控股,更高比例的增持对改善公司治理结构、增加股市产业并购重组的空间,只有负面作用。西方靠企业家创业出来的著名企业如微软、苹果等,现创始人股份已微不足道,就是企业扩张中不断再融资导致股权多元化的结果。与发起人股东包括央企的减持相比,市场化再融资是逐步降低央企及一股独大的家族企业控股

比重,又对市场影响最小的途径。

其次,鼓励价值投资的关键之一就是增加上市公司对股东的回报,提高分红派息水平。我国现在银行股市盈率最低,分红派息能力最强,但囿于信贷扩张背景下资本充足率的要求,今年汇金公司还要求四大商行降低分红派息率,以提高利润留存比例,增加资本金,这与证券监管部门的要求和愿望背道而驰。实际上各类企业都有投资发展与分红派息的矛盾。市场化再融资可以解决这个矛盾。它使大型蓝筹公司可以像西方同行一样,按季进行稳定丰厚的分红派息,同时可以用灵活的市场化再融资随时满足自己的资本需求。有了稳定丰厚的分红派息,社保基金等长期储蓄资金不用号召自然就会踊跃入市,从而大大夯实股市长期资金来源的基础,这对推进国有资产管理体制改革也有重大积极意义。

有人说,一边分红派息,一边大手再融资,还不是羊毛出在羊身上,增加了投资者负担吗?其实不然。分红派息是所有股东包括广大中小投资者普遍受益,而以定向增发形式再融资,是向特定机构投资人筹款,这是两个不同的对象,具有完全不同的经济含义。分红派息是股东得到真金白银回报的渠道,而定向增发再融资是新投资人以二级市场股价加入的过程,是对投资者最少损害的股权扩容,二者绝不可混为一谈。

那么,过去大额再融资不是总会造成市场恐慌乃至下跌吗?其实,在很大程度上这是瞄准差价、图谋只赚不赔的再融资审批方式的产物。在计划审批制下,再融资是一个长时间悬在头上的达摩克利斯之剑,从首次消息发布到最后完成,成年累月使市场处于长期紧张重负之中。同时,奔着赚发行价与市场差价而来的定向增发认购者,一到锁定期满又忙于套现落袋,对市场形成威慑和冲击。而市场化再融资宣布之日就是资金募集完成之时。特别是股票市价的市场化募集,不是削弱而是进一步夯实了募集公司的长期运营基础。在募集后每股公积金和净资产通常都会显著增加。这样在熊市中机构投资人以二级市场股价入市,不会加剧反而会封堵股价下跌空间,对市场有正面提振作用。在牛市中融资进入的机构投资人,恰恰要自己承担市场高点的投资风险。因此,无论在何种市场状况中,市场化再融资对二级市场的普通投资者都利大于弊。

当然,股本融资,特别对于高成长公司来说,有摊薄股权的作用。因此,再融资发行市场化的另一题中应有之义,就是上市公司的公司债发行市场化。上市公司这样的优质客户从主要依赖银行贷款转为自主发债融资发展,既有利于扩大直接融资比重,降低金融风险,并迫使银行改变机制,走出去更多更好地为中小企业服务,又可以为广大投资者和储户提供明显高过银行存款的固定收益回报,成为推动利率市场化的可靠桥梁。上市公司无需审批自主发债,这样可以根据自己资金需求的不同情况,择时量随随机发行。同时自己就会设计出各种可多次展期的短期债券,这样会大大降低上市公司的发债和利息成本。当上市公司自主发债成本显著低于银行贷款利息加总的实际负担时,上市公司弃贷发债会产生连锁效应,从而有力推动间接融资向直接融资转变,并促进利率市场化的实现。

从本质上说,鼓励优质企业借壳劣质企业的所谓资产重组,与当年为了帮助国有企业扭亏脱困的捆绑上市一样,都是用人为制造的行政壳资源为诱饵,造成社会资源的无谓浪费和劣化组合,与资本市场原本正常的优化配套资源的功能正好背道而驰。这种以场外社会资源浪费和错配为代价的重组,从表面上看似乎有利于改善场内上市公司的业绩,保护了投资失误的散户,有利于市场和社会稳定,实际上是饮鸩止渴,颠倒了是非和奖惩标准,毒化了股市文化,是中国A股市场今天投机盛行、整体结构严重扭曲的根源。

因此很明显,对中国股市正本清源的制度变革,首当其冲的是对重组与IPO实行并非所谓趋同而是不折不扣的同一标准。由于符合IPO标准的企业绝不会借壳,而有意借壳的企业必不符合IPO标准。从而在事实上完全封杀中国特色的借壳重组。所有重组企业包括所谓大股东重大资产注入的企业均应借鉴国际经验,先退市后重组,条件符合的企业以后可另行申请重新上市,并在退市时提供保护中小投资者可选择的私有化条件。显然,对非产业并购亮红灯会大大促进退市制度的有效实行。这样再辅之逐步严格和收紧的退市制度,就会使我国小盘股、垃圾股的股价迅速降温。实际上,当没有借壳重组可能时,这类公司的股票就会像境外市场一样必然会回归其真实价值,下降为几毛几分,逐步变得无人问津。这样也就为退市制度的严格执行创造了最好的环境和条件。

有了再融资发行改革的前哨战去夯实股市价值投资的基础,又有“断重组、严退市”改革的阻击战,切断股市质量下滑的退路,对新股发行审批制的正

面主攻就可以开始了。

从审批制转为高门槛的披露制

新股发行审批制度塑造市场未来,也是审批制度的核心堡垒,可以从以下几方面突破。

第一,制定规划和全面修订上市标准,从审批制转为有高门槛准入的披露核查制。

毫无疑问,新股发行改革的方向是大幅减少乃至取消实质性审批,缩小有权机关的主观价值判断和自由裁量权,在信息披露充分的基础上,让市场本身去筛选和估价拟上市企业。但很显然,在当前国内符合上市条件的企业成千上万的情况下,减少审批和人为调控首先要面对的就是市场容量和供求失衡的问题。

这就回到了监管部门真正职责。国家经济发展有规划,银行间接融资有计划,唯独证券市场直接融资规模没有规划,新股上市走到哪算哪儿,显然太过于随意。

有了总量规划区间,接着就要制定标准。够门槛的企业太多而实际放行的量太小,这是我们这些年暗含的审批标准越来越高、监管部门的自由裁量权越来越大的根本原因。这就和高考一样,上大学特别是上重点大学的名额是稀缺的。假如重点大学录取分数线为600分可以供求平衡,确定600分的录取标准就是我们的披露制。主管部门要做的只是设计出能全面反映考生能力的考试方法和试卷,监察是否作弊,如实公平打分。这样,600分之上的考生除了有特殊瑕疵,就有上重点大学的资格,随意被拒招就可以申诉。再有关系有权力的人,子女不达分数线,受托者也只能表示爱莫能助。但如果确定的门槛太低,比如说只有300分,够门槛的人要几中取一,这时高考录取就成了审批制。因为够门槛的人太多,取谁不取谁,完全变成了教育部门和招生委员会的自由裁量权。我们今天新股上市的把关不分、黑白颠倒的最大罪魁祸首。

有人说,资产重组是证券市场的首要功能,收购兼并在国际成熟市场上也是一道亮丽的风景线,因此完全否定中国A股市场上的重组借壳并无充分道理。这些人主要是混淆了西方成熟市场上有产业整合背景的收购兼并与我国借壳重组的本质区别。成熟市场上的收购兼并,或者为了产业整合,或者为了消灭对手,或者为了规模经济,因此无论是弱肉强食的收购,还是强强合并的兼并整合,都是有强烈的产业或实体经济背景的。它体现了资本市场在产业整合中的功能。我国的所谓资产重组,一种是存在关联交易的公司非整体上市,导致日后极易产生内幕交易和市场操纵的所谓大股东资金注入。最初这是为了帮助负担很重的国企实现所谓优质资产剥离上市的产物,后来发展为一种不规范的非整体上市的模式。另一种是没有任何产业背景的所谓借壳上市重组,这又完全是借壳和IPO双重标准的畸形产物。只是由于中国A股实行上市与借壳的双重标准,才使借壳后门上市成为一种潮流,并颠覆了整个市场的价值投资理念。

从本质上说,鼓励优质企业借壳劣质企业的所谓资产重组,与当年为了帮助国有企业扭亏脱困的捆绑上市一样,都是用人为制造的行政壳资源为诱饵,造成社会资源的无谓浪费和劣化组合,与资本市场原本正常的优化配套资源的功能正好背道而驰。这种以场外社会资源浪费和错配为代价的重组,从表面上看似乎有利于改善场内上市公司的业绩,保护了投资失误的散户,有利于市场和社会稳定,实际上是饮鸩止渴,颠倒了是非和奖惩标准,毒化了股市文化,是中国A股市场今天投机盛行、整体结构严重扭曲的根源。

在美国市场的中国概念股遭普遍腰斩风波后,纽约股票交易所曾自豪地说,在美国柜台市场借壳的业绩存疑的中国民企,基本上不可能转板进入纽交所。因为它们绝大多数不够纽交所的海外企业上市门槛总市值7.5亿美元单一市值标准类别),即47亿人民币以上的市值。按纽交所平均10倍多一点的市盈率,即等于是要求企业年利润额在4亿左右。显然,这是一般中小型民企所达不到的。被称为世界上唯一成功的创业板纳斯达克市场的门槛比纽交所低很多,但也设置了分门别类的门槛。有些门类下虽然没有盈利的要求,但也并不意味着就没有门槛。如在入门级的纳斯达克全球市场上,各门类的最低挂牌门槛都要求每股起价必须在4美元即人民币25元以上,至少有3~4名做市商,有完备的公司治理结构;无盈利要求的企业不少于400位公众持股,公众持股市值在1800万美元以上。这在美国机构投资者完全主导市场的情况下对无特色的小规模企业绝非易事。这是大量中国民企只能到美国柜台市场买壳的原因所在。美国市场由于是寡头竞争的市场结构,没有几大会计师事务所、几大投行及知名律师行保荐,想实现上市非常困难,也不会有做市商愿意接受,故不仅上市成本高昂,通常要几千万人民币,而且每年的上市维持费用很重,没有1000万、2000万人民币根本下不来。这就使得规模较小的企业除非真正高成长,否则上市很不合算。像中国主板市场上占半数的每年只有几千万利润的企业,如果去美国上市,由于估值低募资少,并且没有高成长市场不接受再融资,每年利润的一大块还得拿出支付上市费

用,从而使上市并无什么吸引力。这也是为什么有相当一批中国民企铤而走险,造假做业绩,结果东窗事发,导致中国概念股去年在美国全面重挫。

因此可见,较少实质性审查而注重信息披露完备性的美国市场,既靠违法违规后的严刑峻法,靠寡头竞争的中介机构高成本的信用背书,也靠上市门槛和复杂的标准设计,这样既不阻拦那些可能暂无盈利或还大幅亏损,但市场营销规模已很大,受到投资者欢迎的新兴产业龙头上市,又挡住了大量资质平平、发展前景一般的普通企业。显然,中国如果要向国际成熟市场靠拢,减少审批、寻租和长官意志,就必须如高考确定一个合理录取分数线一样,全面修订企业上市标准。标准制定适度、明确、具体,自然就大大减少了有权部门自由操作的空间。

上市标准的修订,首先最重要的是

在小盘高溢价的扭曲结构下,A股已经

变成了相当多企业的融资者即原始股

东的提款机。实际上这才是去年以来随

着新股快速上市,投资者信心溃散的深

层原因。因此有必要在上市门槛和标准修

订之前,暂停中小盘股的募集发行。

第二,建立基于信息披露和统一规

则的追责制度。

上市包装、业绩变脸和高管离职套

现是当今新股上市后对投资者信心打

击最大的系列事件。因此,应当在要求

上市公司充分披露信息的基础上,建立

一整套追责机制。对上市包装、虚假陈

述、夸大其词的上市公司发行人、保荐

人和其他中介机构,应当建立投诉、问

责和索赔的整套规则和便捷通道。

美国安然公司造假破产,可以使有百年历史的

五大会计师事务所之一的安达信垮

台倒闭。我们也应制定一套追责制度,

对造假违法的上市公司发行人冻结和

罚没其股权,对相关中介机构处以罚款、停业整顿直至吊销营业执照的各种处罚。

因为中介机构如券商、会计师和

律师事务所,类同高考录取制中的监

考和阅卷打分老师,在企业上市中扮演核

心角色。我们还应强制性地要求发行人在

招股说明书中对企业持续经营和盈

利增长前景作出预测,并作出预测与实

际不符时对社会公众股东追加送股赔

偿的承诺。当然也允许公开申明自己无

法预测,以便投资者作出相应的判断和

决策。对明显偏离预测的业绩变脸,应

有相应的惩罚措施。上市公司的高管团

队的稳定性是投资决策的重要依据。因

此,上市公司高管也应在招股说明书中

作出任职承诺,或任职一旦发生不可预

见的变动时,对其所持股份承诺锁定期。

总之只有建立起一整套规则严明的

追责机制,才能扼制和震慑各种违规或

渎职行为。

第三,减少行政干预,为上市公司

及各类中介机构松绑、减负。

在信息披露充分和责任明确的前

提下,要大大减少对上市公司和市场运

行的各种行政干预,取消各种临时性的

或不规则的措施。如对市场换手率或涨

跌幅限制,要么完全放开,要么实行包

括新股上市首日统一规定的涨跌幅限

制,而不应用随意的差异化管制办法,

人为干扰市场的运行。再如市场经营状

况瞬息万变,对上市公司的募集资金的

过严管理,干预了企业经营自主权,人

为降低了企业的资金使用效率。因此完

全可以在信息披露及时准确的基础上

由上市公司自主决策。市场化的募集资

金,价格取决于市场当时的供求状况和

反应,本不应有所谓计划募集和超募的

概念,因此应取消对所谓超募资金的行

政干预和管理。要大大放开对上市保荐

人、各种中介机构包括债券评级机构的

准入限制,以增加竞争,降低上市公司

负担。对中介机构特别是券商、基金业

务的各种捆绑和干预,也应在保障安全

的条件下,全面松绑。这样以来可以促

进创新,降低证券市场的运行成本,提

升上市公司的价值。

综上可见,实行