

引入存量发行是前瞻性创举

□国浩律师(上海)事务所合伙人 钱大治

实施改革开放30年后的今天,中国金融领域的变革已经进入到了攻坚阶段,面临着社会转型时期巨大的内外挑战,更加面临着输血国民经济、凝聚民间资本,稳定社会情绪的艰巨任务。在新一轮金融制度顶层设计的构建过程中,发展的资本市场和原有的制度建设中的系列问题和矛盾也会逐步呈现,在仍未远去的金融危机依然可能导致经济衰退的重压下,中国资本市场能否维持稳定乃至持续发展为世人瞩目。

在此背景下,鉴于进一步深化新股发行体制改革的指导意见(征求意见稿)的出台,对于构建更加规范、完善、活跃的中国证券市场的重要性与迫切性,可以说是如何强调都不为过。而社会各界最为关注的核心问题在于:和以往发行体制相比,征求意见稿所体现的改革内容到底有何新颖独特之处?在充分保护中小投资者权益,促进发行审核体系公开透明,从看重事前审核、实质判断到看重信息披露、事后监管这样的改革理念下,是否能够在制度建设上突出亮点,实现突破?

指导意见公布以后,其中许多内容所体现的监管新理念备受金融界、法律界的关注。其中所涉及的“在首次公开发行新股时允许部分存量股份的转让”即存量发行问题,也引起了法律界的较多讨论。在此,我们作为长期从事证券法律业务的执业律师,提供看法如下:

一、新股发行体制改革是推动证券市场发展的关键环节,必须有所突破创新

对于证券发行制度而言,无论是注册制还是核准制,直至今日,实际上没有任何一方能够做到完美无缺,我们更多看到的是两种制度不断互相吸收所长,弥补自身不足。对于新股发行体制而言,作为整个股票市场形成的最前端环节,其本身也是在资本市场不断发展、不断出现新问题的情况下,进行的不改。纵观我国证券市场新股发行体制整整二十年的演进过程,无论从1992年的“额度控制”制度,

还是到1996年开始的“数量控制”制度;无论是从2001年结束“审批制”启动“核准制”,还是到2004年保荐制度的实施,可以说任何一个时期的改革,都是对原有体系进行的大幅调整,而任何一项改革的出发点,又都是建立以公开、公平、公正为原则,合理、效率、安全为诉求的证券发行模式。

因此可以说,新规超越旧制,本身就是发展的模式,任何一项改革的本身,也都是“有破有立”的过程。而此次指导意见在首发之时引入存量股份发行,作为一项发行制度,是在股票供应不足的新股发行背景下推行的增加新上市公司流通股数量的有益尝试。我们应当考虑如何使之发挥最大的功效,促进证券市场的和谐、稳定发展,考虑如何对现有的国际实践经验进行分析,建立一套适合我国国情的存量发行机制。

二、允许首发过程中存量发行是境外发达资本市场地区的成熟操作模式

目前,美国证券发行可以分为两种方式:一是由发行人向社会公众公开发行新的证券(增量发行),这部分证券可以通过公开市场自由出售;二是老股东公开出售限制制性证券(存量发行)。美国关于存量发行的监管规定主要体现在1933年证券法、SEC规则144 Rule 144)与144A中。存量发行在美国公司的IPO案例中已经被普遍采用。深圳证券交易所法律部相关负责人曾撰写论文统计数据,1980年至2001年在美国的4219个IPO案例,发现采用了存量发行的IPO为1830个,占IPO总数的43%。

存量发行在我国香港地区,则被称为“发售现有证券”,不管是IPO还是再融资时,发行人均可单独或者综合运用存量发行(发售现有证券)和增量发行等多种发行方式。1980年-2008年间,香港市场股票IPO发行中包含存量发行的共有175起,占总发行量804起)的21.77%。根据香港联交所主板、创业板上市规则规定,发行人可采用的任何一种方式安排证券上市中,就包括“发售现有证券”方式。

在我国台湾地区以及日本、

欧洲等,存量发行同样已经广泛存在。有研究显示,1980年至2008年间北美、欧洲、亚洲的部分国家和地区共有18757起IPO发行,其中采用混合发行模式(即新增发行结合存量发行模式)的5730起,占30.55%,采用纯存量发行模式(即无新增发行)的289起,占1.54%。

在存量发行已经成为其他成熟资本市场中的成熟模式之际,我国作为新兴资本市场国家将其引入,显然并不会导致法律风险,反而对于巨额超募资金的减少、对于专注于创业的原始股东的激励,都是大有好处的。

三、允许存量发行并未违反《公司法》第142条立法本意

指导意见第四条提出允许存量股份转让后,有人认为该规定与《公司法》第142条存在冲突。我们认为,在讨论指导意见中提出的存量股份转让是否有悖于《公司法》规定之前,首先应当对《公司法》的立法本意和背景有所了解。

《公司法》第142条规定“发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市之日起一年内不得转让。”该等立法主要出于两方面的考虑:其一,认定发起人对股份有限公司负有特别的责任,因此发起人必须在一定时间内保留股东身份,因而必须持有公司的股份,以此将公司的利益与其个人利益“捆绑”,从而促使其对于公司的运营保持高度的责任心。其二,维持上市公司在上市以后的运营稳定,保护社会公众投资者合法权益,防止公司上市以后原股东迅速抛售全部股份套现而导致公司持续经营、持续盈利能力的波动,遏制“上市后立即套现走人”这类资本炒作极端情况的出现。

依据上述立法本意,那么存量发行是否违反公司法规定,就应当首先考量存量发行实施过程中,这些决定出售股份的老股东是否有“资本炒作”之嫌,首先考量存量发行是否可能对公司持续稳定带来不确定性。从存量发行的价格来看,它必须严格、完整地经历首次公开发行所涉询价、定

价过程,绝非单纯“炒作”。与此同时,与其他国家和地区的立法方式相同,对于存量发行,《指导意见》也设立了比《公司法》更严格的限制条件,不能导致实际控制人的变更,允许通过存量发行的方式来获得一定投资回报的股东亦被严格限定在持股时间必须超过三年的范围里面。通过存量发行,新股东能够有更多机会获得发行人股份,原股东能够获得适当前期投资回报,可以说是寻找到了新旧股东共同参与发行人管理、运营的利益最佳结合点,具有充分的合理性,与原股东借IPO之机“跑路”存在本质差异,并未违反公司法立法本意。

四、存量发行并未违反《公司法》142条具体规定

仔细推敲,我们可以发现,《公司法》第142条规定的是:“公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市之日起一年内不得转让”,其所强调的是“公司公开发行股份之前”所已经发行股份的锁定状态。而指导意见则明确规定“在首次公开发行新股时,推动部分老股向网下投资者转让,增加新上市公司可流通股数量”,其所强调的是“公司首次公开发行新股之时”允许所已经发行股份的部分转让状态。因此,我们只要进一步明确“公司公开发行新股之前”这一时间节点,就不难解决大家的困惑。

我国《证券法》已经明确:公开发行证券以国务院证券监督管理机构的核准为法定前提条件。《证券发行与承销管理办法》等部门规章则进一步细化了《证券法》上述规定,将公开发行证券的步骤依次明确为询价、定价、发行、上市交易等环节。而在具体实践操作中,网下询价对象配售和网上向社会公众投资者定价发行的时间节点不可能完全同步进行,网上申购与承销商同步进行,因此可以说,公开发行证券行为本身就是一个持续、不间断的过程。如果要明确一个公开发行证券的时间点,我们只能将国务院证券监督管理机构的核准作为公开发行证券的启动时间,将申购日后

会计师事务所出具验资报告确认实际到位资金作为公开发行证券的完成时间。在此期间内经由主管部门核准、完成转让的存量股份,又如何能够被界定为《公司法》142条所明确的“公司公开发行股份前已发行的股份”呢?换一个角度研究,在首次公开发行股票成功之后,必须经过交易所审核同意,发行人所公开发行的股票也才能够成功上市。公开发行股票并不等于股票就已经能够成功上市,发行结束距离企业上市也存在时间差距,而《公司法》规定的限制公司公开发行股票前已发行的股份转让的时点是自公司股票在证券交易所上市交易之日,并未禁止上市交易之前的股份转让。因此,在上市交易之前的发行过程进行存量发行的,也并不违反现行公司法的规定。

综合以上推论,我们完全可以得出结论性意见:存量发行完份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让”,其所强调的是“公司公开发行股份之前”所已经发行股份的锁定状态。而指导意见则明确规定“在首次公开发行新股时,推动部分老股向网下投资者转让,增加新上市公司可流通股数量”,其所强调的是“公司首次公开发行新股之时”允许所已经发行股份的部分转让状态。因此,我们只要进一步明确“公司公开发行新股之前”这一时间节点,就不难解决大家的困惑。

五、存量发行能够进一步推动公司法法律架构体系的发展

我们必须承认,法律是具有一定的滞后性的。随着中国经济的不断发展,社会不断变革,无论是刑事法律体系还是民事法律体系,都有许多可以调整改善之处。我们在研究旧版《公司法》之时,不会想到新版《公司法》很快就取得了公司对外投资比例的限制。而现行《公司法》在2006年1月1日实施之后,也一定会有一些不符合经济发展需求的条款要尽快修改。尽管我国修法的程序比较复杂,其过程将很漫长,其修改也需要一定的实践作为基础,但是在一些问题上作出并不违背禁止性规定的解释,是考虑到实践的需要,同时也为《公司法》的发展奠定了实践基础。对于这些新举措,我们无疑应当以发展和前瞻的态度来对待,而非受制于当前某些似是而非的立法规定而举步不前。本次IPO发行改革中引入存量发行制度无疑是一次前瞻性的创举。我们完全可以在通过以上方式探索试点存量发行后,总结经验并进一步完善,视进展情况在未来逐步推动相关法律法规的修订工作。

怡球资源上市首日两度临停

两账户被盘中暂停当日交易

□本报记者 周松林

怡球资源 601388)23日在上交所上市,当日交易中出现了上交所关于加强新股上市初期交易监管的通知》规定的异常波动情形,被上交所实施了盘中临时停牌措施。

该股当日以13.9元跳空高开,至13:11,报15.28元,较开盘价上涨9.928%,触及《通知》规定的“盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌10%以上(含)”的临时停牌标准,被临时停牌半个小时。13:41复牌交易,至13:56,报15.69元,触及《通知》规定的“盘中换手率达到80%以上(含)”的停牌标准,直接被停牌直至14:55复牌。全天收盘后该股收报15.14元,较开盘价上涨8.92%,较发行价上涨16.46%,全天换手率为83.33%。

该股首日交易情况显示,在股票市场近期回暖的大环境下,中小投资者的炒新投机心理有复燃迹象。据悉,从怡球资源首日买

海通证券H股发行“收官”

发售12.294亿股 预计27日上市

□本报记者 朱茵

海通证券H股全球发售“收官”。根据公告,此次发行价最终确定为每股10.6港元,高于发售价区间下限;预计海通H股4月27日开始在香港联交所主板上市交易。

海通证券此次全球发售共计12.294亿股H股,并授予主承销商不超过上述发行的H股股数15%的超额配售权。即使不考虑超额配售部分,海通证券此次H股全球发售募资总规模超过130亿港元,约合人民币106亿元(约16.8亿美元),为去年底以来全球集额最大的新股IPO。若超额配售权得以全部行使,募集资金总规模将达150亿港元,约合人民币122亿元(约19.3亿美元),将超过中信证券H股发行募集资金总规模,成为香港历史上最大的一宗证券公司上市项目。

海通证券此次H股发行方式为香港公开发行及国际配售,其中5%为香港公开发售,95%为国际配售。公开发售部分共获得近19亿港

广交会一期机电产品

成交额同比降5.5%

□据新华社电

第111届中国进出口商品交易会第二期23日在广州开幕,主要参展商品为日用消费品、玩具、礼品等轻工产品。

为期5天的广交会第一期19日结束。受欧债危机隐忧持续、欧元区经济衰退风险加剧以及新兴经济体面临通货膨胀和经济增速回落叠加

审计署: 14市县22万亩土地征用等不合规

□本报记者 陈莹莹

审计署日前发布公告,24个市县2009年至2010年土地管理及土地资金审计结果显示,成都、齐齐哈尔、佳木斯等9个市县违规协议出让或违反招拍挂制度供地113宗,9210.49亩,14个市县有22.35万亩土地征用等不符合有关规定等。

审计署2011年对24个市县2009年至2010年土地管理及土地资金(包括土地出让收入和土地整治相关资金)的征收、管理、使用情况进行审计,发现24个市县

贝恩: 去年中国PE市场交易额创新高

□本报记者 熊锋

管理咨询公司贝恩日前在上海发布的《2012年中国私募股权投资市场报告》显示,尽管面临种种不确定因素,中国的私募股权投资(PE)市场仍然呈现激增态势。2011年交易金额达到152亿美元,创历史新高。

报告提到,虽然私募股权投资的投资量在2011年约减少10%,但交易额增长却超过9个百分点,平均交易额增至8800万美元。另外,交易涉及的行业覆盖面十分广泛,

未来信用事件出现概率上升

债市风险分散和分担机制亟待完善

□本报记者 任晓

山东海龙股份有限公司2011年度第一期短期融资券(“11海龙CP01”,简称山东海龙短融)日前如期兑付。各方关注的债券市场首例信用违约风险事件警报解除。业内人士表示,未来信用事件出现概率必将上升,发行人应履行好信息披露的责任,投资者应树立风险意识,增强风险识别能力,完善风险分散和分担机制。

海龙短融兑付强化风险偏好

山东海龙去年4月在银行间债券市场发行了4亿元1年期短期融资券,今年4月15日到期,由恒丰银行担任主承销商,票面利率5.80%。但是在该期债券发行之后,山东海龙的运营和财务状况持续恶化,巨额担保、变更发债募集资金用途未及时披露等一系列问题逐渐暴露。由于公司经营长期恶化,山东海龙近期发布业绩预告称,公司2011年预计亏损超过10亿元。截至3月14日,山东海龙的逾期贷款已达7.21亿元,占公司最近一期经审计净资产的456.64%。在如此恶劣的经营和财

务状况之下,仅靠公司自身能力在到期兑付日偿还共计约4.23亿元的本息,显然已经成为“不可能完成的任务”。据媒体报道,此次山东海龙短融成功兑付,是公司控股股东山东省潍坊市国资委出面担保解决的结果。

中国人保资产管理股份有限公司固定收益部总经理崔斌表示,海龙信用风险事件中发行人信息披露不及时、透明是投资者面临的最大的问题。

“发行企业是融资链条的主体,应持续履行信息披露义务。对影响公司经营、利润的重大事项及时披露。当存在不能如期兑付风险时,应配合主承销商启动风险防范程序。”他说。

业内人士质疑,山东海龙短融事件在地方政府协调下动用银行资源顺利兑付,将进一步强化政府对债券违约零容忍的市场预期,不利于建立起真正意义上的信用债市场。对此,中国铁路物资股份有限公司总裁助理、财务部部长屠建平表示,能够理解山东海龙在出现经营困难的情况下,其控股股东潍坊市国资委从长远及全局的利益考量,在法律

法规框架下积极探索解决措施,尽最大可能保全投资者的利益,以维护企业市场形象的行为。

屠建平表示,从发行人角度,要重视业绩的提升,要重视现金流量的保障,更要重视信息披露,履行信息披露的责任,对投资者负责。他建议,从监管者的角度,制度性安排非常重要,信息披露应进一步提高质量,除了季度定期报告,对于预计的影响偿付的情况应进一步严格要求履行披露责任。

“对于投资者而言,目前银行间市场大多数都是成熟的机构投资者,收益率和评级以及公司背景、规模等基本面相情况相关。一个市场,只有真的出现不能归还的债券时,债券市场才真正地成熟,收益率才真正的市场化。虽然我们都不愿看见,但投资者不能总抱有侥幸心理,要有判断。”屠建平说。

重点关注发行体多元化的信用风险

尽管海龙信用风险得以化解,但信用风险事件是市场发展不可避免的现象。当前个别企业出现信用风险显性化迹象。但市场相当一部分投资者对信用风

险仍然十分淡漠。未来,狼一定会来。”崔斌说,在今年我国经济发展的特殊背景下,债券市场应重点关注发行体多元化可能带来的信用风险。

一家银行金融市场部人士表示,目前我国企业债券市场规模增长较快,发行主体呈现快速多元化的趋势,在国际经济形势复杂、国内经济增长放缓的背景下,企业的信用风险逐渐分化或暴露应该视作是正常和可以接受的,单个企业信用风险的出现是市场发展所必然经历的过程。要控制信用风险,归根结底还是应采取市场化的风险防范和处置方式。

在具体的信用风险管理上,该人士表示,信用债券归结为信用产品的一种,在信用风险的管理方面完全可以借鉴银行贷款管理,包括风险资本占用、资产损失拨备、风险处置等做法。应从完善市场监管、自律管理体系出发,加强与债券发行相关的信息披露、项目后续管理等工作,在严格各市场主体权利、责任的基础上,让市场承担起解决信用风险事件的主导权。同时,还应着力防止信用风险相关联的区域性、系统性风险的发生。

房地产大宗交易预计继续增多

□本报记者 万晶

易城中国日前发布《房地产市场趋势与指数》报告指出,受楼市调控政策对房地产大宗交易的持续影响,优质地段具有良好发展前景的在建项目会成为今年大宗交易市场的交投重点。

易城中国副总裁柳费国表示,随着未来信贷政策趋于宽松,市场多空双方看法分歧加剧,更容易促

成房地产大宗交易的达成,二三季度大宗交易将更加火爆,预计全年交易规模将超过去年。

柳费国认为,按照单宗成交金额在5000万元或1000万美元的口径统计,今年一季度,京沪穗深四大一线城市共发生15宗房地产大宗交易,总成交规模超过百亿元,其中,上海市场10宗,北京4宗,深圳1宗,表现平稳,二三季度预计成交更多。

易城中国估价与投资部总监徐亿分析,从2010年二季度开始,针对住宅市场的房地产调控政策将大量开发商推向商业地产的投资、开发和运营领域,许多机构和企业基于自用需求与资产保值增值的特征转向大宗交易市场,在此背景下,2010年的北京、上海、深圳和广州为代表的四大城市大宗交易成交单数比2009年显著提高了50%,成交金额提高近83%。

华润信托 去年净利10.8亿

□本报记者 张昊

华润信托23日发布的年报显示,2011年,公司实现营业收入16.2亿元,全年实现净利润10.8亿元。

年报显示,截至2011年底,华润信托自营资产总计101.6亿元,信托资产1264亿元,信托资产较去年大幅增长94%。信托资产中,贷款及应收款、货币资产、实业、证券市场占比较大,其中房地产资产占8.17%。华润信托表示,公司自成立以来所有信托项目100%成功兑付。

华润信托表示,公司将继续推动转型进程。

国信“金理财”8号 公开募集

□本报记者 杜雅文

国信“金理财”系列再次迎来新产品。国信证券相关人士表示,公司“金理财”8号集合资产管理计划已获证监会批准,4月19日至5月18日在国信证券营业部和建设银行公开募集。这是国信证券推出的第八只集合理财计划。

国信“金理财”8号集合计划在推广期限量发行50亿份,成立满三个月后每个交易日开放,属于一款中等风险产品。该产品由国信资产管理总部主管投资的副总经理卢纪平和“金理财”4号产品现任投资经理继续东作为投资经理。卢纪平表示,本着“积极但不激进、稳健但不保守”的原则,该产品立足于挖掘并重点配置具有中长期发展潜力、投资标的,分享中国经济和重点行业长期稳定增长的成果。同时,在具体投资操作上,兼顾市场中短期波动,投资上做到长短结合,灵活操作。