

证券法强制要约收购条款应适度修改

□招商证券副总裁 孙议政

笔者是一位证券市场的老兵，多年来一直对《证券法》的第96条感到奇怪。该条款指出:采取协议收购方式的,收购人收购或者通过协议、其他安排与他人共同收购一个上市公司已发行的股份达到百分之三十时,继续进行收购的,应当向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或者部分股份的要约。但是,经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外。这条的第一款规定了我国证券市场的协议收购转为要约收购的触发点,从2006年执行至今未予修改,但我认为有两点不解。

两个疑惑

第一,该条款原意是协议收购触发30%持股线时要进行要约收购,个别情况可以豁免,但实际情况绝大部分都被豁免了。笔者统计显示,2009年至2014年7月,触发强制要约收购义务的收购共477例,其中454例获得证监会豁免,占比高达95.18%。这说明,市场主体对强制要约收购义务的规避有强烈需求,本应做例外的豁免制度,在实际执行中成为了主流。

第二,监管部门进行豁免的条件和程序不断修改。由于原条文仅规定了监管部门可以豁免,未规定豁免的条件。因此中国证监会为规范执法,不断修改下位法规《上市公司收购管理办法》中要约收购的豁免条件及豁免程序,令人眼花

缭乱。

2006年《上市公司收购管理办法》第六十二条和第六十三条分别规定了适用于豁免强制要约收购一般程序和简易程序的9种情形。其中一般程序包括:实际控制人未变更、上市公司财务困难且收购方承诺3年不转让股份、收购方承诺3年不转让股份且股东大会同意发出要约等3种情形,时限20个工作日;简易程序包括:国有资产划转、持股30%以上股东每12个月增持不超过2%、持股50%以上股东增持、回购、承销或贷款、继承等6种情形,时限5个工作日。2008年修改第六十三条,将简易程序的工作时限延长至10个工作日,同时对于持股30%以上股东每12个月增持不超过2%的增持行为实行事后豁免。2012年修改第六十二条和第六十三条,对于上市公司控股股东增持股份超30%、持股30%以上股东爬行增持、持股50%以上股东增持以及继承等4种情形,免于提交豁免申请,由律师发表专项核查意见即可。2014年证监会又发布了《上市公司收购管理办法(征求意见稿)》,对第六十二条和第六十三条进行修改。如此频繁的改革,好像修改《上市公司收购管理办法》时,修改细化豁免条件和程序是一个标志。

借鉴国外经验

我对上述两点不解的是,要约收购”这个貌似专业、证券市场又很少发生,却搅得市场黄河水不澄的名词究竟

怎么了?

我总结摘录了一些所谓“强制要约收购制度”的理论。“强制要约收购”历来有支持与反对两种不同的声音。支持强制要约收购制度的理论围绕中小股东权益保护展开,主要有“平等待遇说”、“选择权说”和“控制权溢价分享说”。上述三种理论虽然说法各一,但其理论基础都可归结于“公平待遇原则”。反对强制要约收购制度的理由主要围绕:该制度增加潜在收购方的收购成本,妨碍有效收购行为的发生,从而使得收购这种能够加强对目标公司现有控股股东和管理者监督、有效提高公司规模经济、降低交易费用、减少公司经理人员代理成本的制度工具不能得到有效发挥,影响资本自由流动和社会资源的优化配置,最终对社会经济产生负面影响。可以说,反对者更注重和推崇“效率优先原则”。基于对这两种原则的兼顾和统一,我国收购立法采用了“全面要约收购”和“部分要约收购”皆可的制度设计,并在《证券法》第88条予以明确。我觉得这一立法原则和制度设计得到了大家的公认,标志是这么多年来很少有引起证券市场注意的反对声音。

但是“协议收购”太捣乱了。简单说协议收购有两种目的,一种是通过收购拥有上市公司的控股权,保留上市地位;一种是以私有化为目的使公司退市。我们国家的问题是上市如此困难,壳资源价值昂贵,绝大部分协议收购都是第一种目的。为达成这种目的,如只是协议收购,则绝

大部分情况只要与原控股股东达成协议,简单快捷而又便宜,如果必须要约收购,则费时费力,大部分情况还得原控股股东同意。所以,“豁免”成了绝大部分协议收购者共同的心声,也就出现了该法的执行95%以上都“豁免”的情况。

根据《上市公司收购管理办法》每次修改的经验,第96条必然是本次《证券法》修改讨论的热点。我估计,很多建议是将“豁免”的条件程序细化加入证券法这一条。甚至我揣测可能有建议“将不守诚信的坏人”列入不豁免的条件,因我理解《上市公司收购管理办法》有这层意思,而这层意思在《证券法》立法原意中很难找到。然而,这个问题讨论起来将貌似专业又无比复杂,事实上国外经验可以借鉴。

加拿大立法规定要约收购豁免只有一个条件,即若协议转让方未超过5名,收购价格未超过标的公司股票20天平均交易价格115%的收购行为一律“豁免”。

这简单多了,只管一种情形——即如果几个控股股东利用手中的控制权地位,私下与收购方达成了一个高出市场价15%以上的高价,“公平待遇原则”受不了,要求部分要约收购。该规定尊重了“公司控股股份具有特殊价值,而该价值又主要由控股股东所创造或维系于控股股东”的理论,允许控股股东享有合理的控股权溢价,只要收购价格在立法规定的合理范围之内,收购交易可以不予触

发要约收购。

如果将此规定引入A股市场会产生什么效果?这里统计了2013年7月1日至2014年7月30日期间发生的55起触发强制要约收购交易,其中强制要约收购交易8起,购回约定购回式交易引起的收购2起(由于约定购回式交易的交易对价为融资本金加上融资利息,与股票二级市场价格并无直接关系,因此在此不计入统计范围)。列入统计范围的45起交易中,收购价格高于董事会决议日前20个交易日股票均价的仅有1起,即山鹰纸业借壳上市时收购方以协议方式受让原股东持有的部分股权,协议收购价格高于前20日均价17.65%。其余44起交易一部分无交易对价(合并、分立、无偿划转、无偿转让),一部分为发行股份购买资产或非公开发行,收购价格直接等于或高于前20日均价。因此,若规定“转让方未超过5名,收购价格未超过标的公司股票20天平均交易价格115%的收购行为不触发强制要约收购”,绝大部分收购交易都将不再触发强制要约收购义务。

如果这样修改,笔者认为可以有国际立法借鉴,执行起来不会再“奇怪”。因此,笔者建议将《证券法》第96条第一款将“经国务院证券监督管理机构免除发出要约的除外”改为“转让方未超过5名,收购价格未超过标的公司股票20天平均交易价格115%的收购行为除外”。(招商证券王啸对张文亦有贡献)

以混合所有制补齐国有银行公司治理短板

□中国社会科学院金融研究所 曾刚

在金融领域,国有银行混合所有制改革方案引起了社会高度关注,资本市场反应一度甚为强烈。从大的概念来讲,混合所有制属于银行公司治理改革的范畴,其目的是通过优化股权结构、建立适当的激励约束体制等,来促进银行长期稳健发展。随着中国经济步入相对稳定阶段,外延式扩张空间明显缩小,银行业战略发展的重心开始逐步转向内部管理

提升,以及更高层面的治理结构改革和优化等方面。就这个意义讲,公司治理改革能否顺利推进,是释放银行业未来增长动力的关键所在,其重要性不言而喻。

银行公司治理核心

根据巴塞尔委员会(BCBS)的界定,并结合各国银行业的实践,完善的银行公司治理应包括如下几方面内容。

利益相关者治理。在银行公司治理问题上,利益相关者理论一直都占据着主

导。受行业特征的影响,即银行业高负债率特征、风险负外部性,以及资产不透明等),商业银行各参与主体之间的利益冲突比一般企业更为复杂,股东的道德风险问题更加突出。也正因如此,如何处理好股东与债权人、股东与监管者之间的相互关系,是银行公司治理关键问题所在,其核心就是寻求对大股东权力的合理制衡,以保护其他利益相关者的权益。

多元化目标体系。在实践中,商业银行是全社会重要的融资渠道和主要支

付体系,其稳定与否事关整个经济运行的稳定,也正因为此,银行业往往会成为政府调控的重点目标。商业银行作为国民经济特殊行业的重要组成部分,除追求经济利益最大化之外,还应兼顾到宏观经济的稳定和金融体系的稳健,并承担应有的社会责任。

合理的激励约束机制。通常而言,金融风险的暴露存在滞后性。这意味着,银行在当下获得的利润,往往没有反映出其最终的实际损失。在这种情况下,如果银行的激励机制过度强调短期利润,就可能激发管理层和股东过度承担风险,在获取短期高额收益的同时,将风险成本推给继任者或社会。就这点看,在银行业的激励机制中,中长期激励是必不可少的组成部分。实践中,期权、员工持股计划等,都是常用的手段。

银行公司治理三大短板

在我国,作为商业银行整体改革的一部分,银行公司治理改革也经历了时间不短的发展。从2002年人民银行颁布《股份制商业银行公司治理指引》开始,到2013年7月,中国银监会颁布修订的《商业银行公司治理指引》,十多年来,在监管当局的积极引导下,我国商业银行的公司治理改革取得了相当的进展。但在实践中,在公司治理所涉及的几个核心领域仍存在很多问题。

首先,控制权归属不尽合理。如前所述,银行公司治理目标是维护利益相关者的权益,但在实践中,国内银行的控制权有两种比较突出的模式:一是内部人控制。对于国有银行而言,由于股东缺位所造成内部人控制问题并不令人陌生。即使在民间资本参股甚至控股的中小银行中,监管部门的限制(如单一股东最高参股比率等限制性条件)在很大程度上导致了银行股权高度分散,股东仍难以对银行实施有效控制。在这种情况下,银行的发展方向基本由管理层所主导。二是行政控制。从目前的情况看,行政控制现象不只存在于国有控股的银行(包括有地方政府或国有企业控股的银行),在绝大多数由民间资本参股甚至控股的银行中,高管任免也会受到政府直接或间接的左右。在银行管理者由各级政府任命或影响的情况下,其经营不可避免地会受到行政力量的左右,导致金融资源相对集中于政府偏好的企业或产业。

在这两种模式下,众多的利益相关主体,如小股东(在地方中小银行中,甚至是大股东)、存款人以及员工的利益没有得到充分的尊重。银行的经营也过多地受上述两类控制主体的影响,在一定程度上对资源分配和银行的经营策略形成了扭曲。

其次,激励机制短期化。对银行而言,一个兼顾短中长期的合理激励机制,对引导管理层稳健经营有着重要作用。但目前为止,我国银行业薪酬体系仍以短期激励为主,中长期激励机制几乎还是空白。在这种情况下,管理层以及员工的行为不可避免地会趋于短期化,过度追求短期经济

利益,而忽视对银行中长期发展战略的关注。在过去一段时间中,在短期绩效考核的推动下,银行把各种增收手段和监管套利手段运用到了极致,不仅忽视了对客户长期利益的关注,也积累了相当大的风险。尽管银行利润增长连创新高,但招致的批评却越来越多,这并不利于银行业的长期健康发展。

最后,高管任免机制仍待改进。银行的经营管理需要较高的专业能力,而良好的公司治理机制,可以确保将合格的银行家、推选到管理层的位子上。与此同时,银行家市场的竞争性和高度流动性,也能对现任银行高管形成外部制约。我国目前绝大多数机构,包括大型国有银行、部分股份制商业银行、城商行、农村金融机构在内,银行高管不是由董事会遵循市场机制产生,而是由不同层级的政府机构任命。应该说,这种体制是我国银行业改革的产物,有其合理之处,但客观上这种体制不仅在银行家遴选上有很大的缺陷,也极大限制了银行家市场的流动性。

优化银行公司治理

鉴于上面提到的这些问题,作为我国银行公司治理优化的主要方向,混合所有制改革要想取得实质性的成果,需要涉及如下几个方面的调整。

一是优化股东结构,提高其他利益相关者在公司治理中的作用。从实践来看,相对集中的控股结构,可以在保证银行经营稳定性和连续性的同时,对单一大股东形成有效制衡。而在我国现有银行中,要么因为大股东以外的其他股权过于分散,要么由于监管政策对单一股东入股比率限制,大都不符合股权相对集中的要求。由此,混合所有制改革的首要任务,应是优化现有股权结构,形成相对控股。与此同时,还应在政策上逐步放松相关限制,为国有股以外的股东有效参与银行治理创造条件,完善利益相关者治理的架构。

二是优化高管人员遴选机制,实现组织管理与市场化机制的有效结合。简言之,即是将行政任命的高管人员与市场化选聘人员分开,除少数领导岗位外,其他高管应按市场化原则进行聘任,考核激励也应适应银行自身经营和竞争的需要。此外,即使是行政任命的领导干部,在考核激励上,也应在一定程度上兼顾银行经营绩效,以避免行政主导的人事变动对银行长期战略延续性可能产生的影响。

三是建立中长期激励机制,完善薪酬、考核制度。具体而言就是优化薪酬结构,逐步降低现金收入(基本薪酬和当期绩效)在总薪酬中的比重,并辅之以切实可行中长期激励方案(即员工持股计划),以提高管理层和员工对银行中长期战略目标的关注。此外,在考核中,也应该适度纳入经济绩效以外的其他指标如社会责任、实体经济支持度等,以促进银行与实体经济之间的良性互动和发展。

需要指出的是,尽管内容相对明确,但混合所有制所牵扯的制度改革范围却是异常广泛。总体上看,这项改革会涉及到现有的行政管理、银行监管、证券市场监管以及国有企业管理等诸多方面,远非银行自身可以决定。也正因为此,在短期中,此项改革的复杂性和不确定性都还很高,尚需更全面、系统的研究和更广泛的讨论。

上市公司报表缘何需政府补贴扮靓

□中国市场学会理事 张锐

潮水退去方知谁在裸泳,随着上半年年报的落幕,A股上市公司中“吃皇粮”与“套补贴”的阵容也浮出水面。公开资料显示,今年上半年,共有2235家上市公司获取了政府的补助大餐,合计金额高达322.63亿元,收到补助的上市公司数量占公布半年报公司数量的88.1%,平均每家获补1443.35万元。

国有企业无疑成为政府的补贴“失户”。统计数据显示,相比上半年获得政府补助的1182家民营上市公司,国有企业的数量虽然只有846家,但在获取的补助额超亿元的58家公司中,国有企业却有40家,占比高达68.9%。而且前十名中有七名是国有企业,其中排名第一的中石油连续三年成为A股“补贴王”。数据显示,从2004年至2014年上半年,中石油总共获得补助497.59亿元。而在此之前,中石化也有连续4年蝉联A股“补贴王”的记录。

政府补贴上市公司并不是一种历史片段。仅以最近5年为例,2010年,中央与地方政府对上市公司“输血”400亿元,2011年为470亿元,2012年为564亿元,2013年达716亿元。不难看出,政府补贴上市公司的数额以每年20%左右的速度滚雪球般递增,而与去年相比,今年上半年获得政府补助的上市公司不仅数量增加了52家,资金总额也同比增加34.36%。

引人关注的是,政府的补贴力度还显著超越上市公司的盈利增长速度。比较发现,上半年2537家上市公司实现归属于母公司股东的净利润1266.7亿元,同比增长10.13%,同期政府投入的补贴总额比2013年上半年增加82.5亿元,同比增长13.63%,其中今年上半年政府补助额度超过1亿元的58家公司所获取的补助增长率同比高达93.2%。至于具体到上市公司,企业利润增长率跑输财政补助增长率的奇闻更是比比皆是。如露笑科技上半年净利润为461.6241万元,但其获得的政府补助就高达461.5102万元。统计发现,今年上半年像露笑科技这样获得政府补助金额为其净利润10倍以上的上市公司,至少还有华泰发展等9家公司。

通常,上市公司在半年报中解释称,政府补助是本公司(集团)从政府无偿取得的货币性资产或非货币性资产,但不包括政府以投资者身份向本公司(集团)投入的资本。因此政府补助也被市场称为上市公司的“补药”。既然是补药,也就可能有强劲壮骨甚至扭转乾坤的功效。2013年,TCL利润为21.09亿元,同期政府补助高达22亿元,如果剔除政府补助,TCL的亏损额暴露无疑;同样,金杯汽车上半年的净利润701万元,本已同比下降79%,但有了987万元的地方政府补助,金杯汽车则由亏转盈。统计显示,能像TCL、金杯汽车等在政府补助中成功逆袭和转身的,今年上半年就有中国国航、珠江啤酒、歌华在线等93家上市公司。

政府尤其是地方政府之所以对于上市企业的扭亏为盈如此不遗余力,直接目的就是为了让与保壳。按照A股市场的规定,若上市公司出现连续两年的亏损,则必须进行“ST”的处理;若连续三个财务年度亏损,公司就将被暂停上市;若连续四个财务年度亏损,公司就被退市。对于地方政府而言,一个干净的上市公司壳资源价值至少在7亿元左右,给这些壳“输血”,让它能够咸鱼翻身,不仅可以保住地方税源,今后还能借此再融资,更能壮大GDP,可谓一笔非常划算的买卖。统计显示,目前沪深两市共有ST股(含*ST股)47只,仅今年上半年收到政府补助的就达35家。

既然政府补助有逆转乾坤和咸鱼翻身等如此神效,所以上市公司连续亏损、政府连续补助就成为了常态,因为总有一天会有拨云见日之时。从2011年至今年上半年,中国国航净利润增长率分别为-38.75%、-34.33%、-32.41%和57.6%,但同期获得的政府补贴金额分别为1.75亿元、4.54亿元、3.84亿元和8.18亿元。同样,从2007年至今,中国软件每年收到高出净利润数倍的政府补贴,但已持续6年之久的亏损状况丝毫不见改观。尚未正式上市的天波信息发布的招股说明书显示,公司利润从2011年的17.31%降至2013年的10.88%,但同期获得地方财政的补贴分别为1542.48万元、1973.83万元和1413.37万元,分别占当期天波信息净利润的37.75%、41.93%和38.78%。

诚然,政府利用公共财政资金对诸如节能环保、电动汽车、软件开发等符合经济结构转型方向的产业和企业进行补助无可厚非,相关上市公司借力政策红利以提高效益也算正途,但令人遗憾的是,很多政府补助资金流向了产能过剩行业。按照所属证监会行业名称分类,上半年所获补贴金额前100名中,制造业占了63个席位,其中包括华菱钢铁等5家钢铁企业和2家水泥企业,而二者恰恰是工业和信息化部划定的产能过剩的重灾区;同样,房地产行业属于国家重点调控的领域,但与去年相比政府补助增加额前100名中,今年上半年依然有7家房企位列其中。

混乱的补贴,折射出政府与企业边界的不清晰与规则的不严肃。一方面看,大规模的政府补贴干扰市场信号的有序释放,导致资源错配和浪费,加大产业结构调整与升级的时滞;另一方面,政府对上市公司的“输血”极易形成资本市场中的逆向淘汰,导致劣币驱逐良币,在给投资者形成严重误导的同时,扭曲A股市场本不优化的生态结构;对于企业而言,政府的补贴很可能让“好孩子”变成“坏孩子”或者“懒孩子”,企业创新能力减弱和风险意识的弱化。因此,如何将市场还给市场,以最大程度地减少对企业“输血”,转而为企业自身“造血”塑造公平的环境,依然需要政府继续修为。