

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。

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”两种制度设计，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，标志着这么多年很少引起证券市场注意的反对声音。

但是“协议收购”太搞乱了。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，则绝对

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，这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》有层意，而这个层意在《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格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资金加上融资利息，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不高于前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”。（招商证券王晓对本文亦有贡献）

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“屹皇粮”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家上市公司获得了政府的补助大餐，合计金额高达3226.3亿元，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1443.5万元。

国有企业无疑成为政府的补贴“大户”。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，但在获得的补助额超亿元的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，中石油共获得补助497.5亿元。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家公司所获得的补助增长率同比高达93.2%。至于具体到上市公司，企业利润增长率跑赢财政补助升幅的奇闻更是比比皆是。如深华科技上半年净利润为4616241万元，但其获得的政府补助就高达4615102万元。统计发现，今年上半年像深华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，至少还有海泰发展等9家企业。

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戏称为上市公司的“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的亏损尊容展露无疑；同样，金杯汽车上半年的净利润701万元，本已同比下滑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、歌华有线等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，直接目的就是为了留壳与保壳。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有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，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”，从而为企业自身“造血”塑造公平的环境，依然需要政府继续修习。

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

Bank 中国光大银行
共享阳光 创新生活