

# Opinion

■ 专栏

## 整体上市的关键是上市条件

整体上市而上理应以符合上市条件为先决条件,应是推进股份制改革的平台,优化资源配置的过程,应是资本市场回归市场化本色的开始,最不该是圈钱和寻租卷土重来的机会。令人遗憾的是,我国资本市场重融资轻改制、重投资轻回报、重大股东轻小股东的错误倾向在目前的整体上市中非但没有弱化和淡化,反而还有强化和深化之势。

◎黄湘源

2008年估计将是央企整体上市的大年,笔者想借此机会弄清有关整体上市的关键词。

整体上市的关键词当然不是圈钱,也不是注资,而是上市条件。只有具备条件的整体上市,才有可能构成对于证券市场的实质性利好。

提起整体上市,就不能不想到 TCL。2004年初 TCL 集团整体上市,曾经被市场寄予热切期待,可惜, TCL 用自己的行动无情地嘲弄了整体上市,更嘲弄了它的所有追捧者。才整体上市后的 TCL 一转身就抛出了个 TCL 移动分拆上市方案,刚圈了整体上市的钱又想圈分拆上市的钱。而整体上市圈的钱一分也没有投向上市主体质量效益的提高和对投资者回报的增加,而是一个大呼隆扔到了国际并购的汪洋大海之中,连水花也没有泛一朵。整体上市后的 TCL,除了圈钱,就是亏损。

我国相当一部分早期上市公司,

大多采用部分盈利资产单独剥离组建股份公司的改制模式,且设立股份公司的时间都不足上市条件所规定的三年。采用模拟方式编制的财务报表难以客观反映企业的实际盈利能力,公司上市后业绩大幅下滑的情况便时有发生。在核准制实施后,沿用此种改制模式,为虚假上市和高溢价圈钱继续大开方便之门。一些上市公司缺乏独立完整的生产体系,与大股东之间存在大量的关联交易,独立性极差,为大股东侵蚀股份权益、占用资金、操纵利润提供了极为方便的条件和有利的空间。

应该说,股权分置改革为整体上市创造了良好条件。但是,股权分置只是从流通体制上解决了大股东所持股份的可流通问题,并不意味着上市公司治理机制难题的不药而愈,更不能代替非整体上市向整体上市的过渡或转换。只有在符合上市条件前提下的整体上市,才是一个从根本上保证机制转换、治理转轨、质量提升、业绩提

高的比较好的解决办法。

目前央企整体上市主要有两种模式:一是上市公司定向增发或公开增发,集团资产作价注入公司,即武钢模式;二是集团公司直接 IPO,再对上市公司换股吸收合并,或先吸收合并子公司再 IPO,即 TCL 模式。此外,还有中石化的“私有化模式”,即上市公司要约收购分立上市的公司。撇开“私有化”不谈,增发和首发的问题显然并不在于子公司或壳公司是不是上市公司,而是母公司是否符合上市条件。这就是全部问题的关键。说到底,整体上市就是使原来不那么符合上市条件的非整体上市公司通过整体上市使之真正符合上市条件的过程。如果整体上市只是上市公司集团母公司不讲上市条件而自动取得上市资格的理由,那就有可能意味着子公司或壳公司不符合上市条件及其公众投资者发生利益冲突,在后,这岂不成了错上加错?

整体上市不该是“三步并作两步走”的捷径,而首先是推进股份制改革的平台。相当一部分中央企业在产权管理基础薄弱、产权链条过长、资产评估和产权转让改制程序不规范、国有股东行为不规范等突出问题解决之前,别说符合上市条件,就是股份制改革也未到位。这些企业如果用整体上市替代股份制改革,其本身的改革就有走过场的可能。再说,集团母公司叠床架屋的管理机构未经改革就填鸭式地注入上市公司,不要说上市公司以往为规范管理所做的一切努力将毁于一旦,就是“一股独大”的弊端也有可能变本加厉。这对于整体上市以后的上市公司来说,将是一种极大的系统风险。

整体上市也应是优化资源配置的过程。以央企甚多的钢铁行业为例。现在改用注资方式整体上市应该是一种不错的选择。但在具体做法上,由于作为大股东的集团公司和作为操作平台的上市公司各自有着不同的利益,有的钢铁主业整合起来叫整体上市,有的主业整合起来也叫整体上市,闹起了“双包案”;有的垃圾资产也卖高价,非生产经营性资产也搭卖了进来。大股东既想借壳又想榨油,难免和上市公司及其公众投资者发生利益冲突,也难免产生整体上市行为短期化

的倾向。这也更说明,离开了上市条件,离开了对注什么资的审视,笼而统之地把注资说成利好,是一种误解。

整体上市最不该是圈钱和寻租卷土重来的机会,而应是资本市场回归市场化本色的开始。令人遗憾的是,我国资本市场重融资轻改制、重投资轻回报、重大股东轻小股东的错误倾向在目前的整体上市中非但没有逐渐弱化和淡化,反而还有所强化和深化之势。在某种意义上,借整体上市的名义圈钱或寻租成了大股东的一项特权。这在定向增发上表现得尤为严重。大股东既可以从资产价格的虚估上获得许多好处,还能以比实际市场交易价低数倍的价格获得认购定向增发新股的好处。

最近,中国证监会按照市场化的原则对上市公司并购重组重新作了规范。在笔者看来,其要点并不在于财务顾问是不是能够代替证监会担起“第一看门人”的责任,而在于是不是能够坚持按照上市条件把好并购重组关。如果并购重组的关键词不是上市条件而是“资金为王”,那么,谁当“第一看门人”都是没有意义的。

整体上市理应以符合上市条件为先决条件。只有在运行这个前提下,整体上市才有可能规范运行,也才谈得上在利益公平的基础上保障结构优化。

## 股改承诺 怎能玩忽悠?

◎曹中铭

一个会计年度终结,又到了上市公司进行年终总结与编制年报的时候。对于那些曾经在股改中作出了相关承诺的上市公司而言,也该进行年终“结算”了。

股改本应由上市公司的大股东(控股股东)向流通股股东支付合理的对价,但由于种种原因,某些上市公司的大股东不愿付出股改成本,或者想以较小的代价换取所持股份的流通权,于是乎“对价不够承诺凑”的情形就发生了。以增加承诺的方式来获得股改方案的通过,这本无可厚非,而问题则在于,一方面控股股东作出了相关承诺,另一方面却无法兑现或采取“拖”字诀,甚至于随意践踏当初的承诺。

这样的事例其实并不少见。如有的控股股东承诺去年底完成向上市公司注入优质资产,市场等来的却是一场欢喜一场空;有的临近年底搞“突然袭击”,至于最终能否成行还是未知数;也有的通过拐弯抹角的曲线方式打擦边球,以达到包藏的目的;更有控股股东公然单方面将承诺进行修改,将其时利益双方“沟通”的成果抛到了九霄云外。

很难想象,如果那些进行股改时对价不能满足投资者的控股股东不抛出承诺的诱饵,其股改方案能够顺利地获得通过。而参与股改的投资者提出赞成票,显然也有控股股东承诺的一份“功劳”。否则,投资者又凭什么放弃自身的利益呢?

中国人做事讲究“言必信,行必果”,体现在资本市场上也就是诚信原则。控股股东既然作出了相关承诺,就必须想尽一切办法执行到位。尽管某些上市公司的辩解似乎情有可原,但却无法洗清其忽悠的本质。股改承诺玩忽悠,忽悠的是参与股改的投资者,忽悠了市场,反过来讲也是在忽悠自己,至少上市公司的诚信度被打折。进一步讲,既然能够借助于股改承诺来忽悠投资者,又如何能够寄希望于这些上市公司来维护中小投资者的权益?

资本市场“利”字当头,任何置身其中者均难以逃脱了它的桎梏,但那应该是合理合法地获取,而不是投机取巧地窃取。股改中的博弈,说到底也是双方的利益博弈,追求各自利益的最大化并不为过,过分的是大玩忽悠游戏或不择手段。

股改承诺玩忽悠,其实反映出上市公司的诚信问题,而这却是目前证券市场的通病之一。市无信不立。正是因为市场诚信的丧失,才导致投资者信心的丧失,才导致了四年多的大熊市,也导致了超过万亿市值的缩水。是股改,为市场带来了生机;也是因为股改,才引爆了近年来的大牛市。然而遗憾的是,某些控股股东不兑现承诺,为股改的大功告成蒙上了污点。

股改承诺玩忽悠,暴露出上市公司内部治理结构所存在的问题,折射出中小投资者的利益仍然被某些上市公司视为草芥,映衬出少数上市公司明目张胆蔑视市场的游戏规则。与此同时,也说明市场在监管与制度建设上还有漏洞。

中小投资者的利益无小事,股改承诺同样无小事。尽管未能如期兑现股改承诺的只是发生在极少数上市公司之中,但毫无疑问它关系到诸多中小投资者的切身利益,市场没有任何理由漠视之。正如藐视规则的人,规则也必将藐视他。

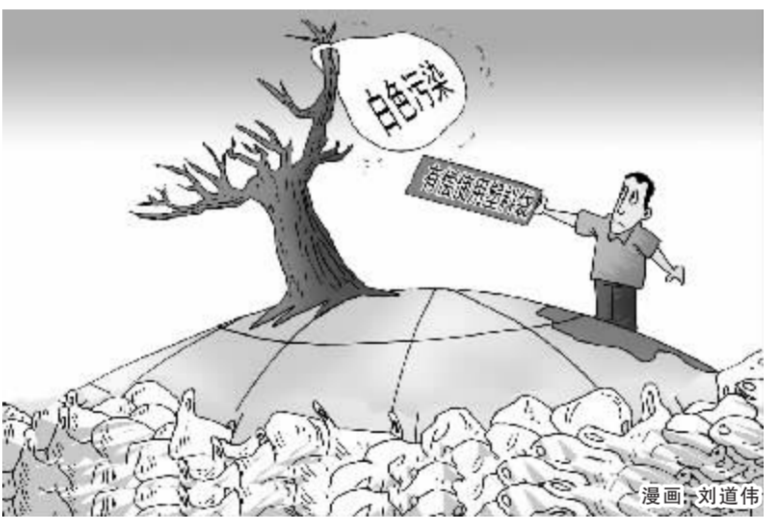
## 不妨用经济手段限制塑料袋的使用

◎珑铭

1月8日,国务院办公厅下发了关于限制生产销售使用塑料购物袋的通知,从6月1日起,在全国范围内禁止生产、销售、使用超薄塑料购物袋。今后,商场超市内的塑料购物袋将明码标价,并单独收费。旅客列车、客船、客车、飞机、车站、机场及旅游景区等不得再向旅客、游客提供超薄塑料购物袋。

塑料袋有两大危害,一是耗资资源。仅美国每年使用的塑料袋就达数亿个,生产这些塑料袋所消耗的原油每年超过1000万桶。二是污染环境。塑料袋要经过400年时间才能被分解,给土壤和水造成污染,而焚烧又会对空气造成污染。因此,目前限制乃至封杀塑料袋的行动正在全球范围内悄然展开。最为严厉的做法来自于美国旧金山,该市直接出台法律禁止超市提供塑料袋。美国新泽西州议会也正在讨论的《塑料袋法案》,要求州内所有营业面积超过1万平方英尺的超市以及零售店铺,3年内必须逐步淘汰塑料袋。在欧洲,法国有可能成为第一个通过立法禁止塑料袋使用的国家。

那么,在我国强制性措施能否达到应有效果呢?就目前而言是非常困难的。一些超市过去就对塑料袋收费,以此减少购物者对塑料袋的使用,但由于遭到人们的抵制而不得不停止免费提供。从趋利避害的角度来



看,免费提供塑料袋是商家吸引顾客的常用手段之一,它的底线是不能让消费者不高兴,超市等利益主体没有对塑料袋收费的动力,加之我国现在没有很好的塑料袋的替代品,以行政命令方式来减少塑料袋的使用是非常困难的。

那么,应该如何做?我认为,经济手段仍然是最行之有效的办法,关于这一点,一些国家的做法已经为我们提供了很好的参照。

首先就是征税的方式。目前,全世界有两个国家对塑料袋征税,一个是爱尔兰,一个是丹麦。对塑料袋征税属于生态税收体系,目的是实现特定的生态环境目标,筹集生态环保资金,并调节纳税人相应行为。与收费

的措施相比,征税带有强制性,更容易推行,效果也比较显著。以爱尔兰为例,自2002年启动此项税收以来,爱尔兰已征得7500万欧元税款,购物塑料袋的使用减少了95%,人均年消费21个,收税前则为328个。为了达到更好效果,2007年2月21日,爱尔兰政府又宣布把购物塑料袋增值税由15%分提提高到22%。

其次是推广替代品。我国限制塑料袋使用的措施之所以在过去推行不下去,一个根本性原因在于替代品缺失。在对塑料袋使用偏好非常强的今天,没有合适替代品要想直接改变人们使用塑料袋的习惯是很难想象的。近日,英国首相布朗表示,英国将全面禁止使用塑料袋,布

朗同时提到了一个重要条件,即使用可重复利用并更加环保的替代品。由此,英国发起了“无塑料袋”行动,改用淀粉制作的包装袋和棉袋。这些替代品售价低廉:用淀粉制作的包装袋每个仅售5便士,纸袋每个10便士,一个棉制袋的价格则为1.5英镑。这些替代品推出后,逐渐受到消费者欢迎,超市营业收入未因为停止使用塑料袋而受到影响。

许多国家的研究机构也积极研制塑料袋的替代品。在美国,现在正在制造和推广 Mirel 塑料,它是用经过基因工程改造的大肠杆菌制造的,这种大肠杆菌能吃掉谷物中的糖分,将其变成聚酯颗粒,然后这些颗粒制成可模压的小球,最后生产出塑料。Mirel 塑料与用石油原料制造的塑料一样结实、一样实用,但 Mirel 塑料能在土壤、湿地、海洋等各种环境降解,这样就大大降低了环境的成本和风险。但截至目前,我国在塑料袋替代品的研制、生产等方面,还接近于空白状态。

数据显示,我国仅消费品零售业每年就要消耗塑料袋约500亿个,而全国总计每年生产的塑料袋,一次性餐具等“白色污染”将近100万吨。减少塑料袋的使用,引导人们正确的环保理念已刻不容缓,但是,一定要结合我国国情,采取相关配套措施,否则,单纯的使用行政手段限制使用塑料袋就很难真正产生效果。

## 要推出股指期货还需固本强基

股市中的联手操纵等问题,必须在也只能在现货市场中加以解决,绝无逃避之法,股市的健康制度建设是所有工作的重中之重,也是推出健康期指的必要条件。同时,还要严格禁止央企进入股指期货,并加强政府决策的透明度和政策的可预见性。

◎熊锦秋

股指期货作为股票现货市场的一个衍生品,它的推出不仅要有期交所交易制度和风险管理制度等内部技术准备,更要有健康的现货市场和透明的政策环境等外部条件准备。只有打牢坚实基础,才能烘托起一个功能完善的期货市场。

外部条件不成熟就急于推出股指期货,可能会有很多问题。

一是可能使期指市场成为现货市场主力倒仓工具。一方面,大资金常联手肆意拉抬使股价脱离地心引力;另一方面,上市公司一股独大和独立董事花瓶摆设的现状,决定了企业微观层面的经营体制机制还没有革命性改观,企业效益也难有大的改观,泡沫由此而生。A股市场市盈率已炒高至接近60倍,拿无风险的一年期银行利率来作参照,

市盈率腰斩股市也显示不出价值优势。本来大资金在现货市场自拉自唱造成的股价空中楼阁找不到台阶下,股票虚高价位得不到市场认同而流动性不足,使其根本无法清仓实现操纵利润,股指期货的推出,使得主力有可能通过做空期指锁定现货市场利润,这等于为其提供了倒仓工具。

二是可能破坏上市公司的经营激励机制。目前规范国企参与股指期货的规定虽然暂未出台,但国企尤其是央企参与的冲动似已无法阻挡。央企参与期指有很多先天优势,包括持股优势(企业在一段时间内可自主决定转让上市公司总股本5%以内的股份)、资金优势和早期参与商品期货的人才经验优势。央企参与理由也是套期保值,假如如央企们行动一致,在其控股的上市公司股价高企时都卖空期指套保,那么不管今后企业经营好坏上市公司的这部分股

份的价值都已经保住了,下一阶段企业就不用再勤勉经营了,不如全都让企业回归平庸,伴随公司基本面的恶化同时兑现期货减持打压,使得股价和指数下跌以此获得期指空单了结和现货市场买入机会(企业受让上市公司股份未达总股本5%的亦由内部决策),然后再好好经营使公司基本面再次好转以推高股价,高位时再来一次套期保值,如此循环。公司的经营水平虽然在一定水平徘徊,不过央企通过套保即可获得比公司平均内在价值高得多的价值和大量的交易利润,完全可以应付国资委对央企和其负责人在资产保值增值方面经营绩效的考核,显然这样的套期保值对企业经营是个负激励,套保很容易蜕变为投机。

三是由于政策信息获取时效的不对称性可能加剧市场不公。目前期指作为政策市的根本基调还无法改变,政府调控股市的手段不仅有新股发行,还有存量国有股的减持等,指数涨落方向最终决定权其实掌握在政府手中。因此在信息效应被充分放大的期货市场,谁掌握的核心政策信息越准确、越及时,谁的赢面就大。而在目前决策透明度还不够高的市场中,各市场主体的信息来源和获取渠道肯定有天壤之别,这就会加

剧市场的不公。

要避免以上情况发生,就要夯实期指市场推出的基础,按笔者浅见,还应该在以下几方面固本强基:

一是必须大力推进股市的健康制度建设。股票市场与股指期货市场的关系,被类比为人和被人牵着的小狗的关系,期指市场可以偏离现货指数波动,但最终挣脱不了现货市场的牵制,因为期指合约最后交易日得以当天的现货指数为基准来进行现金交割。也就是说,如果处于主导地位现货市场步入歧途,就很有可能给期指市场带来潜在的系统风险。比如,目前股票市场的泡沫风险,完全有可能传导到期指,这个风险其实是由于期指多单承接,风险只是被转移而不是被消灭;股市泡沫一旦破裂,期市多单同样要饱尝其苦果。指望以期指的推出来消灭股市泡沫风险和修补股市制度缺陷的想法根本行不通,反倒是股市的制度漏洞有可能给期指市场带来巨大风险。因而,股市中的联手操纵等问题,必须在也只能在现货市场中加以解决,绝无逃避之法,股市的健康制度建设是所有工作的重中之重,也是推出健康期指的必要条件。

二是严格禁止央企进入股指期货。首先,即使央企利用期指为二级市场

## 两个判决的法律思考

◎宋一欣

在证券市场中,曾经多次出现过因一个事由而出两个法院判决并存、一个股东大会而二个或三个法院分别立案查封的事例,今天,又一次演绎了这个老掉牙的新话题。由于南京斯威特集团和上海电气对 S\*ST 中纺控股权的争夺,出现了上海二中院、上海高院与南京中院、江苏高院两地两级四个法院判决迥然不同而复杂并存的局面。

2007年10月15日,上海二中院对 S\*ST 中纺第二大股东太平洋机电诉第一、三、四、五、六、七、八、九、十大股东南大高科、赛清德投资的转让所持公司股权违约案作出一审判决,判令南大高科和赛清德投资履行 2006 年原定的股权转让协议,将所持 S\*ST 中纺共 38% 股权(约 1.35 亿股)过户给太平洋机电。同年 12 月 14 日,上海高院对该案的上诉维持了上海二中院的判决。

同时,南京中院也于 2007 年 11 月下旬对南京口岸公司诉南大高科转让中纺机股权侵权案作出一审判决,要求解除 2006 年南大高科与太平洋公司签订的关于 S\*ST 中纺公司股权转让协议(约 1.04 亿股,占公司总股本 29%)。1 月 3 日,江苏省高院作出终审判决,维持南京中院的判决。南京口岸公司的控股股东是南大高科,而南大高科的实际控制人则是南京斯威特集团。

从诉讼的法律形式上看,这两案的差别很大,无法合并审理。一个是合同纠纷案,一个是侵权纠纷案。两案的原被告也不一致,合同纠纷案是前三大上市公司 S\*ST 中纺股东之间的争执,而侵权纠纷案却是控股股东与被控公司之间的对立,前者体现为合作伙伴即合同当事人之间的矛盾,而后者却很有意思地体现为内部人即控股股东与被控人之间的冲突,两案唯一的关联性是合同纠纷案中原告(第二大股东)做了侵权纠纷案的第三人。正常的理解,合同双方发生争议采用诉讼手段解决情有可原,但控股股东的争议完全可以由公司治理内部解决的,却为什么非要上法院裁决并让法院卷入两地两种判决结果的矛盾中呢?

纠纷的核心焦点其实很简单,是由于双方对股权转让价格的分歧过大,上海电气要求履行合同,以原先双方签订的协议价即每股 0.25 元出让,而南京斯威特则认为该价格过低,应按照基准日评估价 3.03 元出让。

诉讼至此,在诉讼进程中呈现出既复杂又简单的局面。谓之复杂,指两地两级法院的两个判决结果正好相反。谓之简单,指这两案完全可以由最高院根据两地的请示加以协调执行,如果协调不成的话,最高院依据《民事诉讼法》有两种法律处理手段:一是根据再审申请,予以直接再审或指定两地之外另一家高级人民法院再审,作出一个最终结果的裁定,二是根据该两案的特殊情况,由最高院直接提审并将两案合并审理。

通过诉讼途径解决当事人各方的经济矛盾冲突,这是法律赋予各类民事主体的权利,而法院则通过判决书体现司法的正义,但有的时候,令当事人各方都不甚满意的裁决或许是社会正义的法律精神与司法作为平衡器作用的最好体现,从这个意义上说,各方当事人在法律框架下的协调与和解就显得十分重要了。

笔者在这里想说的是,当 S\*ST 中纺几大股东及背后的实际控制人之间发生纠纷及解决纠纷时,是否认真考虑过资本市场真正的利益攸关者、诉讼案外人、善意第三人——S\*ST 中纺的中小投资者的利益,对他们来说,更需要的是早日完成 S\*ST 中纺股权分置改革,也需要 S\*ST 中纺几大股东及背后的实际控制人之间和衷共济地促进 S\*ST 中纺的发展。

(作者系上海新新闻闻律师事务所合伙人)

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件,稿费从优。来稿请寄:plb@ssnews.com.cn,请勿一稿两投。