

■上证联合研究计划课题报告

# 我国证券公司上市与重组问题研究

证监会机构部课题组

课题主持人:王建平、欧阳昌琼、杨志华、陆文山 课题研究及协调人:上海证券交易所 项剑

课题研究员:陆泽峰、鹿介民、徐凤雷、杨烈、张冀华、吴年文、张悦、童卫华、殷志诚、闫云松、卢景琦、贾秋彤

## 1 我国证券公司上市问题研究

随着中国加入WTO和国际金融一体化进程的加快,我国证券公司面临着将和国际知名跨国投资银行进行竞争的严峻挑战。在当前金融业分业经营、分业管理的背景下,公开发行股票和重组上市是证券公司快速发展壮大的重要途径之一。

### (一) 我国证券公司上市的必要性

1、有利于证券公司拓宽融资渠道,增强资本实力,提高业务运作能力和公司运行效率。上市融资既能提高证券公司的资本充足率,解决运营资金紧缺的困难,又能帮助证券公司拓展网络和业务,吸纳高级人才,提高综合竞争力。

2、有利于证券公司完善现代企业制度和形成内外部约束机制。一方面,上市则将促进证券公司完善法人治理结构,健全内控制度。另一方面,证券市场的“用脚投票”机制无疑将加大对高管人员的行为约束。

3、有利于推动证券公司间的购并浪潮,优化证券业资源配置。一方面,证券公司上市后资本增加,可以根据自身的业务需要兼并收购优质资产;另一方面,上市证券公司的股权处于高度流动状态,可以促进金融资源在资本市场上的优化配置。

4、有利于中国证券市场的平衡发展。证券公司上市可以为证券市场注入新鲜血液,加速证券行业的结构调整,有利于上市公司结构的优化和证券市场平衡发展。

5、有利于促进证券市场的健康发展,从而推动我国社会主义市场经济的进一步完善。积极扶持证券公司上市,不仅可以壮大证券公司作为投融资中介主体的实力,而且筹集的资金又可直接进入国民经济系统。

### (二) 我国证券公司上市模式分析

证券公司上市方式包括首次公开发行股票(IPO)和借壳上市,形式可以是整体上市或分拆上市。

#### 1、首次公开发行股票和借壳上市

IPO是指企业在达到上市条件时,按照中国证监会的要求申请首次直接向投资者公开发行股票并筹集资金。IPO可以给上市公司带来很大收益:一是可以给公司获得较充足的资金来源。二是可以增加公司的知名度。三是有利于公司吸引人才。但是,IPO方式也有自身的缺点:一是上市门槛高;二是历时较长;三是费用较高;四是风险较大。公司能否顺利上市还与市场的行情密切相关。

借壳上市是指企业通过收购已上市公司达到间接上市目的的方式。证券公司收购已上市公司,可以通过国有股、法人股的协议转让,或者通过二级市场直接收购流通股,达到控股目的,然后进行资产重组,达到间接上市的目的。与IPO方式比较,借壳上市具有很多优势:一是上市手续简单,条件灵活;二是实现上市时间短;三是公司重组收益较大。壳公司经过资产置换,其股市价值可能迅速增长,使得证券公司获得巨大重组收益。四是可以通过增发、配股等方式获得再融资资格。借壳上市也存在一定的缺点:一是壳资源稀缺;二是融资额度小;三是财务风险较大。借壳上市必须通过购买壳实现,收购壳公司成本通常较高。

我国证券公司增发扩股后资金实力普遍提高、盈利能力也大大加强,这为收购上市公司提供了优越的条件,再加上间接上市成本低廉、程序简单,在直接上市存在困难或者成本相对较高的情况下,借壳上市可以成为很多证券公司寻求上市的重要途径。

## 2 我国证券公司重组问题研究

### (一) 重组基本理论分析

重组(Restructuring)是包括在并购前后或并购过程中的业务重组、资产重组、债务重组、股权重组、人员重组和管理制度的整合。狭义的企业重组是指企业的资产重组,指对重组企业一定范围内的资产进行分拆、整合或优化组合的活动,一般有资产剥离与分立两种形式。企业的资产重组不是简单的资产叠加,而是资源的重新配置,以发挥资源间的互补性和规模效益,提高资本运营的效率。

#### 1、公司重组的内涵

公司重组包括封闭式和开放式两种形式。封闭式就是企业产权边界不变,仅仅是企业资产在企业内部进行重新组织;开放式就是一个企业同外部其他企业之间发生了资产交易使企业的产权边界发生了变化。开放式资产重组主要包括并购与资产剥离两种形式。

#### 2、公司重组的动机

企业进行资产重组的目的就在于通过改变企业资源配置,提高资源使用效率,增加企业价值。具体来讲,首先,通过管理能力层次不同的企业的重组合并可以带来效率的改善。其次,公司重组可以实现人力成本、设备成本、管理费用等的最小化,实现投融资的战略整合,达到经营协同效应和财务协同效应。再次,公司重组可以实现多样化经营,保持组织资本和声誉资本以及在财务和税收方面的优势。最后,公司重组还可以实现企业的战略调整。

#### 3、公司重组的模式

当企业与另一企业进行资产重组的时候,一定资产在两企业之间进行转移,那么与被转移的资产相对应的股权便也在两企业之间发生着变动。在实际工作中,上市公司的资产重组按资产转移、股权变动的实质内容分,主要有股权转让、资产置换、收购兼并、并壳让壳、股份回购五种形式。此五种方式可以单独使用,也可根据上市公司的具体情况综合运用。在实践中,上市公司资产重组还有国有股配售、投资参股、债权换股权、外资收购上市公司经营性资产等形式。

### 2、整体上市和分拆上市

整体上市是指将被改组证券公司的全部资产和业务整体改制为股份有限公司,然后以之为股本增资扩股、发行股票和上市重组的方式。

分拆上市指证券公司将某些独立性业务分离出来,成立专门的子公司分别公开招股上市,然后视市场情况,通过资产重组或配股的形式将母公司的资产逐步注入到已上市的子公司,最终达到整体上市的方式。

#### (1) 整体上市的利弊分析

整体上市的优势在于:一是增强上市公司的独立性。通过整体上市,可避免上市公司与大股东之间复杂多样的关联交易,公司的独立性和透明度将得到提高。二是简化重组程序,提高上市效率。三是有利于保持公司运作的连续性和稳定性。四是简化员工安置问题。

整体上市也存在若干不足,主要表现为:一是门槛较高,难度大。整体上市的财务指标要求较高。二是不利于优化上市公司证券公司的资产结构。整体上市不区别公司的经营性资产和非经营性资产,而将其全部转移至上市公司。三是不利于人员结构的优化。

#### (2) 分拆上市的利弊分析

2001年12月,《证券公司管理办法》出台,其中第14条规定:“证券公司可向中国证监会申请设立经营证券经纪业务、网上证券经纪业务、投资银行业务、资产管理、证券投资咨询等业务的子公司,其中,证券公司所持股份不得低于51%。”这为证券公司采用分拆方式上市提供了法规依据。

对比整体上市,分拆上市具有操作性强、有利于优化企业资源的优势。但也具有以下缺点:一是不利于企业整体竞争力的提高。二是不利于上市公司的独立性。分拆上市使得母公司和子公司之间容易产生“内部人”控制及发生复杂的关联交易和同业竞争问题。

### (三) 证券公司上市监管的挑战

#### 1、证券公司上市加强监管之必要性

与一般行业公司不同,证券公司是经营风险的公司。证券公司的这种经营特性决定了其高风险的特征。而且其风险具有较强的外部性和传染性,有可能导致资本市场的急剧波动。另外,由于证券行业的业务比较复杂,只有具备丰富金融知识的专业人士才能较全面地了解其风险状况和产品特点等情况。这种信息的不对称会导致严重的逆向选择和道德风险问题,带来市场的失灵。尤其是随着越来越多创新产品的相继推出,证券公司高管人员有可能通过操纵股价、关联交易、内幕交易来实现自己私人目的。监管部门需要对证券公司上市过程及上市后的信息披露、内幕交易、市场操作等行为加强监管。

#### 2、证券公司上市监管要点

##### (1) 借壳上市需关注的问题

借壳上市的缺点在于买壳成本较大,容易引发内幕交易和二级市场投机等问题。因此从监管的角度,需关注以下问题:

一是证券公司借壳上市的法律、法规要求。与一般公司借壳上市类似,证券公司借壳上市首先必须满足中国证监会2006年新修订的《上市公司收购管理办法》。同时,证券公司借壳上市过程中涉及重大资产重组或置换,因此必须严格按照证监会2001年颁布的《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》的规定处置相关问题。而在后续再融资计划中,上市证券公司还需满足证监会2006年新颁布的《上市

公司证券发行管理办法》规定的相关条件。

二是证券公司借壳上市存在的问题。首先,由于借壳上市并不需经过IPO阶段保荐人的审核核查、详细的信息披露以及机构投资者挑剔的要求,借壳上市的证券公司质量难以保证。其次,证券公司借壳上市往往采取壳公司吸收合并证券公司的方式。但由于壳公司与证券公司在法律上是不同的法人,证券公司借壳上市涉及壳公司如何承继证券公司证券业务许可问题,证券公司股东资格申请及审批等问题。最后,借壳上市,无论采取换股收购或资产置换,均涉及对壳公司资产、证券公司资产的估值,及两者之间相关交易的定价问题。在借壳过程中,可能存在利用关联交易牟取不正当利益,损害中小投资者的问题。证券公司借壳上市还可能导致二级市场对于借壳对象股票的恶意炒作,引起股价过度波动。

为防止有关方面通过借壳上市进行炒作,侵犯投资者合法权益,并保证上市公司质量,监管机构应对证券公司借壳上市进行必要规范,提出严格的监管要求。

#### a. 对拟借壳上市证券公司的监管要求

借壳上市的证券公司应具备健全的法人治理和内控机制;建立有效的合规检查和风险监控制度;各项业务活动合法合规,规范经营,已制定切实可行的客户交易结算资金第三方存管方案和落实计划;自营、资产管理等各项新业务制度正在严格落实之中;已经按照综合治理的有关要求完成整改,并通过核查验收。为避免一些盈利能力差、管理水平低、经营风险高的证券公司通过昂贵的借壳成本实现上市,应只允许优质证券公司通过借壳方式上市。

同时,借壳上市的证券公司必须按照上市公司信息披露有关要求充分披露信息,确保披露信息真实、准确、完整。借壳上市的证券公司其净资本等各项风险控制指标必须符合《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定。证券公司应当对借壳上市后的潜在风险进行评估,确保不留后患。

#### b. 对借壳上市运作的要求

壳公司必须不存在重大法律风险和其他潜在风险,以免证券公司承担不必要的风险,影响其上市后的健康发展。壳公司的股价必须未出现异常波动。借壳上市过程中的交易价格应当公允。上市方案具有可行性,有关操作安排不违背现有法律法规。借壳上市涉及的有关各方应当履行必要的书面承诺。

#### (2) IPO 上市需关注的问题

一是证券公司IPO的法律、法规要求。证券公司IPO上市首先需满足证监会2006年颁布的《上市公司证券发行管理办法》以及《首次公开发行股票并上市管理办法》。同时,证券公司IPO上市需根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第10号——上市公司公开发行证券申请文件》及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第11号——上市公司公开发行证券募集说明书》等文件的要求,报送、披露与证券公司上市有关的详尽信息。

二是证券公司IPO上市的主要障碍。证券公司通过IPO方式上市的主要障碍在于连续三年盈利的规定。由于前几年我国证券市场处于深度调整期,大部分证券公司都处于亏损状况,要短时期满足IPO条件达到上市可能存在一些困难。

三是现行法规下证券公司满足IPO条件的可行途径。根据有关规定,拟上市证券公司可依据新会计准则,对涉及的会计政策变更事项进行追溯调整,重新编制最近三年的会计报表,作为申请发行的申报报表。同时,参照银行、保险等相关金融行业经历了一场全方位的洗礼,一批优质公司实现了快速发展,行业整体风险获得集中释放,行业集中度明显上升。

### (三) 我国证券公司重组的现存问题解析

一是证券公司重组目标定位不准。一些证券公司的重组单纯是为扩大资本规模为主要目的。有些证券公司原本就先天不足,却为做大而做大,在盲目扩大地盘的同时,原有的技术力量、质量管理、风险管理体系被稀释,薄弱环节暴露。

二是证券公司重组与完善公司治理脱节。证券公司重组没能从完善证券公司的法人治理结构入手,增资扩股没能解决证券公司的“内部人控制问题”。许多证券公司采取了增资扩股式的重组,但从增资扩股后的事实证明,其负面作用大于正面作用,很多券商的原有问题没有得到解决,却暴露出了更多的新问题。

三是证券公司重组的资本扩张与监管的缺失。从学界对证券违规行为分析论证的结论来看,我国证券公司目前存在的风险分为两类:资金风险与业务风险。证券公司的重组均会增加这两类风险。从实践来看,我国大多数证券公司的重组只注意了资本规模的扩张和营业网站的扩张,没能使重组后的证券公司在风险防范能力有所提高。因此,在证券公司重组的资本扩张过程中,加大监管力度是必须之举。

四是证券公司重组相关配套法律滞后。我国对证券公司监管的法律规定最早出现在20世纪80年代中后期的地方证券法规中,90年代初才出现了全国统一的管理规定,但开始真正重视对证券公司的风险监控始于1997年东南亚金融危机之后。1998年底,全国人大常委会通过了《中华人民共和国证券法》,证券法在证券公司进行分类规定的基础上,对证券公司的市场准入、业务范围、经营行为等方面做了初步规定。2005年10月,全国人大通过了对《证券法》的修改,以“完善金融市场功能”为目标,加强了证券公司作为市场主体准入和退出的管理,设立证券投资者保护基金和规定了客户交易结算资金监管新制度,强化对证券公司财务风险的监管。

可以看出,我国对证券公司风险的法律监管经过了一个从不完善到逐步成熟的过程;在重组证券公司的时候,很多问题

融资行业的上市情况,在操作上允许证券公司根据财务重组后的实际情况,在会计审计规定的范围内对会计政策变更及确认的以前年度的重大会计差错予以追溯调整。

针对“最近一期末不存在未弥补亏损”的上市条件,可考虑用本年利润、以前年度留存的盈余公积进行弥补;在公司由有限责任公司改制为股份有限公司的过程中,通过股权认定(以抵减未弥补亏损后的净资产出资)来解决亏损弥补问题;或通过缩减股本消化未弥补亏损。

由于证券市场具有行业固有的周期性和波动性特征,特定年度出现全行业亏损是市场发展的客观现实。因此,判断证券公司持续盈利能力的标准,不宜采用与一般企业相同的若干年度连续盈利的标准,而应借鉴成熟市场的做法,即适度降低对证券公司连续盈利年限的要求或以特定时间段(如3至5年)的累计净利润额作为判断证券公司持续盈利能力的标准。而且新《证券法》也改变原来发行新股所要求的连续三年盈利要求,仅要求具有持续盈利条件。

四是证券公司IPO上市需给予的政策优惠。为支持证券公司通过IPO上市进一步完善法人治理,增强风险防范能力,监管层需对有上市意向的证券公司进行指导,鼓励符合条件的证券公司通过IPO直接上市,具体可采取措施有:

a. 支持拟上市证券公司执行新会计准则,允许公司对会计政策变更及资产管理业务和账外经营损失确认方面的重大会计差错进行追溯调整;

b. 要求公司尽快通过合理途径解决未弥补亏损问题;

c. 要求公司聘请会计师事务所对追溯调整后会计报表的公允性进行审计,并由会计师事务所对追溯调整前后会计报表的差异情况作出说明;

d. 要求公司综合考虑执行新会计准则、改制、缩股、剥离不良资产等方式夯实资产,提高可持续发展能力;

五是证券公司IPO上市的监管要求。为促进证券公司通过IPO上市,规范公司治理,提高内控水平,合法合规经营,监管层在证券公司IPO上市过程中应注意对公司内控制度、股权结构、募集资金投向、信息披露、业务规范运作、盈利预测等方面实施符合行业特殊性的完备的监管。

### (3) 证券公司IPO 上市监管对策

针对证券公司上市带来的监管难题,可能采取的对策有:一是进一步加强信息披露监管。要求证券公司对借壳、IPO过程中涉及到的重要信息进行详尽披露,包括证券公司行业特殊风险、证券公司内部控制情况等重要信息。

二是进一步完善联防机制,发挥协同监管的作用。一是加强中国证监会与各证监局在监管上的协调配合,及时沟通证券公司上市有关政策要求、辖区证券公司上市动态;二是加强证监会、交易所、证监局之间的互动,及时把证券公司经纪、资产管理、自营等业务的风险状况反馈到各监管单位。

三是进一步加强上市证券公司内幕交易监管。一是研究制定证券公司董事、监事和高级管理人员买卖股票相关规定。二是强化信息披露功能,对股价或成交量异动,加强联合监管。

四是进一步提高监管效率。一是加强监管人员有关证券公司组织结构、业务知识培训,尤其是对创新产品的风险状况、监管重点进行深入讲解,为有效监管做好准备。二是改变监管手段,从重市场准入、现场检查到实时、动态监管,充分利用网络的优势,建立网络化的监管体系。

是我国资本市场发展历史中没有遇到的。目前,证券公司的重组采取的多为证券行业主管部门以政策为导向的处理机制,且证券公司的退出多为被动退出。在证券公司破产问题上,证券法没有对此做出任何规定,存在着立法上的重大不足。

### (四) 我国证券公司重组的对策和建议

一是提高公司的综合竞争力。从我国现状来看,无论是从行业整体或是从单个证券公司,我国证券公司资本规模都比较小。资本的不足,也会引发证券公司的承销风险。因此,不断通过兼并重组来扩大证券公司的资本规模是必要的。从行业整体来看,证券公司的重组应着眼于“提高券商行业的集中度,提高券商整体的竞争力”;对单个券商来说,应通过重组、资本规模的不断扩大来拓展新的业务范围。

二是完善证券公司治理结构。在我国证券公司重组的过程中,应进一步放开民营资本进入证券市场,让有实力的民营资本参与证券公司的并购重组,放宽证券公司股东持股资格的限制,鼓励外资参与证券公司的重组,促进证券公司的股权多元化、公众化、国际化,推进证券公司产权制度的改革。

三是证券公司重组与风险防范能力提高并举。证券公司重组,应注重公司的资本规模与风险管理能力相匹配,具体可以从以下几点入手加强内部风险防范与控制。第一,构建证券公司风险管理体系。第二,建立健全证券公司内部控制和操作流程,建立和落实各项内控制度。第三,优化资产负债管理,降低流动性风险,建立良性的财富积累机制。第四,加快实施和推进客户交易结算资金第三方存管制度建立和完善证券公司信息披露制度。第五,严格市场准入,加强对证券公司及其股东和高管人员的持续监管。

四是完善证券公司重组相关法律体系。尽快制定和出台针对证券公司的破产立法,建立健全证券公司市场化退市机制,明确证券监管机构和法院在证券公司破产程序中的分工和权限,从而促进证券公司的重组。建立证券公司市场化退市机制,还应加强相应的配套措施建设,完善投资者保护机制,以配合市场化退市机制的实施。