

## 求解股市困局

专访中国政法大学资本研究中心主任刘纪鹏

## 新股发行机制改革是当务之急

见习记者 胡笛

第四次全国金融工作会议将新股发行机制改革和创业板退市机制改革放在了重要地位,并且强调一级市场和二级市场协调发展。在近日召开的全国证券期货监管工作会议上,中国证监会主席郭树清就当前及今后一个时期的资本市场改革和监管工作作出了一系列具体部署。由此,股市出入机制的现状和改革前景引发社会和企业的广泛关注。

中国政法大学资本研究中心主任刘纪鹏在接受《中国企业家》记者独家专访时,对资本市场改革的各项部署进行了深入详细的解读。

## 股市问题在于监管不严

《中国企业家》:您觉得中国目前的资本市场存在哪些问题?

刘纪鹏:中国股市“熊”冠全球,长期低迷,是大家有目共睹却又颇感困惑的一个事实。一方面,我国宏观经济面较好,成长性是美国的四倍。在美国的经济增长率不到3%的情况下,我们的经济增长率高达10%。这么看来,财政和金融形势都比较乐观,上市公司的成长性和质量面也没有出现太大的问题;另一方面,中国的股市如今长期低迷,甚至与希腊为伍,这十分令人费解。

在新股发行过程中,三高超募的现象屡见不鲜。希望上市的企业远远多于能够上市的企业,使得许多企业过不了上市这一“独木桥”。根据统计,创业板新股发行的平均市盈率在60多倍,发行价平均30多元,实在令人咋舌。一方面那么多的企业缺少资金,另一方面仅仅上市的几个企业拿着这么多的超募资金却不知道怎么花,市场均衡很容易就被打破。

《中国企业家》:许多人认为目前中国股市长期低迷的核心问题是政策,并且将问题归结于货币政策特别是货币政策的不确定性。您怎样看待这一问题?

刘纪鹏:把股市问题全部向政策问责,我觉得有失偏颇。就今天中国股市存在的主要问题来看,监管制度本身是股市亚健康运行的本质原因。中国监管制度的问题根源在于监管不分。说到底,就是我们的改革没有切入要害,没有对症下药。

股市问题的本质在于发行制度的责任利益不对称,在于监管者自身没有把监管和审批的重大问题搞清楚。我们需要认识清楚的是,监管者本身的主要职责是处理和解决交易所、保荐人、上市公司和中介机构



刘纪鹏认为,发行制度改革是股市改革最重要的一环,要进一步地寻求突破。

在上市过程中出现的各种问题。但是我们的证监会却把主要精力放在替投资人“选美”和审批上,这也是为什么发行制度中的奇怪现象层出不穷。

监管者监管不分在一定程度上也归结于我国目前的发行制度是核准制。在我国实行的核准制度之下,发审委和证监会发行部门有权利,但是这种权利却不承担责任,保荐人和承销商有巨大的利益,端着金饭碗也不承担责任。所有发行过程中的责任都推卸到“风险自负的股民”身上。在这种情况下,发审委存在的意义是充当了发行部门的挡箭牌,集体签字但是集体不负责任。

## 把权力交给市场

《中国企业家》:您怎样看待资本市场改革的这些新措施?您认为还有什么延伸的空间?

刘纪鹏:追根溯源,退市问题的解决机制还是新股发行改革机制。创业板的企业拿着那么多的资金,怎么都花不完,谈不上退市。不管住企业进入股市的入口,退市机制只是空谈。

首先,我认为现在改革的方向就是将新股发行审核从实质性审核到程序性审核过渡。证监会的发行部门应该主要对信息披露的真实性负责。只要上市企业的申报材料真实并且符合程序,企业就可以上市;同时,企业出现问题也要由证监会处罚。但是证监会不应该涉足的是

对一个企业进行价值判断。

其次,发审委的意义有限,可以考虑将其取消。发审委即使每年都进行换届选举,企业照样想着法子、钻着空子公关。我们监管部门的当务之急是把责任落实到保荐人和承销商,一旦出了问题,就要对具体的保荐人和承销商进行问责。创业板的低效和腐败,不仅导致了资本市场的混乱,还危害了股民和后续上市企业的利益。

只有改革发行制度,后续上市企业才有机会积极地参与上市,从而化解中国政策和制度的矛盾,中国的股市也才能健康发展。

新股发行制度改革,从根本上说是对权力者本身进行改革。证监会能不能有放弃权力的勇气,是检验这次新股发行制度改革能否成功的试金石。

## 解决家族企业一股独大问题

《中国企业家》:目前不少企业的头号大股东减持股份,您认为此举对市场有何影响,并且如何解决?

刘纪鹏:国有企业一股独大,把减持当做重要利润来源。特别值得注意的是,地方政府在土地收入被限制之后,就把减持国有股票作为第三财政收入。另外,中国的又一现状是家族企业一股独大。根据数据统计,创业板的头号股东们在上市前平均持股56%,上市后平均持股率降低到41%。大股东减持和IPO、

再融资一起,给市场造成巨大压力。

国有企业的经营者和所有者分离,即使减持,获益的也不是自己。相比之下,家族企业的减持冲动则更强,因为我们必须解决中国上市的民营企业一股独大的问题。第一,对于今后上市的企业,证监会和交易所必须压低第一大股东的持股比例,比如将其控制在30%以下。第二,一股独大的头号股东必须提前披露其减持行为,否则市场和其他投资者缺乏信息来源也无法作出市场化判断。第三,证监会和交易所可以预设大股东减持股票的价格,用来防止大股东恶意套现的行为。

《中国企业家》:通过这些一系列战略部署,您觉得证监会未来的政策动向是什么?

刘纪鹏:发行制度改革是股市改革最重要的一环,要进一步地寻求突破。此前提到的分红和退市问题都只是在试水,并不是问题的实质,新股发行制度改革才是真正的攻坚战,而改革能否成功在于监管者自身的革命精神。郭主席的一系列部署已经体现了这样的迹象。所以在最近召开的全国金融工作会议上,郭主席能够大胆地提出要果断地放弃证监会的行政审批权,把权利尽量交给社会、市场、自律组织和投资人。

诚然,权力的下放需要勇气,因为权力的持有者不愿意放弃权力。这是个平常人不敢提的话题,但是郭主席能够果断地提出,不护短,要求出现问题要严打。

## 3.74亿欧元获全球最大豪华游艇制造商75%控股权

## 潍柴集团“开上”法拉帝游艇

本报记者 李金玲

1月10日,山东重工潍柴集团与全球最大的豪华游艇制造商意大利法拉帝有限公司(以下简称“法拉帝”)主要债权人达成协议,通过参与法拉帝债务重组程序,收购法拉帝的控股权。根据协议,山东重工潍柴集团将提供1.78亿欧元的股权投资,同时提供1.96亿欧元的贷款额度,总投资3.74亿欧元。债务重组程序完成后,山东重工潍柴集团将获得法拉帝75%的控股权。作为财务投资者的现有债权人通过转股及2500万欧元的现金投资获得另外25%的股权。

山东重工潍柴集团董事长谭旭光向《中国企业家》记者表示:“发展游艇产业是山东重工潍柴集团未来5年战略规划目标之一。法拉帝拥有国际知名的品牌、顶尖的制造技术、优质的产品和完善的销售渠道,是一个理想和极具战略价值的合作伙伴。交易双方将在资源共享、产业整合的基础上,最大限度地发挥集团间协同效应,进一步提升产品成本、销售渠道、售后服务等方面的整体竞争力,达到双赢局面,令本集团和法拉帝继续稳居全球顶尖的游艇企业,巩固现有豪华游艇市场的领先地位。”

## 全球游艇市场迎来并购潮

法拉帝是全球最大的豪华游艇制造商,拥有全球最先进的船艇研发中心和一流的工业设计团队以及800多家供应商组成的全球供应体系,也是世界上最先进的游艇制造系统。旗下拥有8大豪华游艇品牌,其中法拉帝(Ferretti)、丽娃(Riva)、博星(Pershing)和博川(Bertram)四个品牌位居全球10大品牌之列。法拉帝在全球80多个国家拥有约60个精心挑选的经销商组成的销售网络,在86个国家设立了1000多个维修站及零部件供应中心。

目前,法拉帝拥有8家造船厂,其中7家在意大利,1家在美国的迈阿密,员工将近2000人。公司在2008年销售额曾一度超过9亿欧元,2010年销售额约5亿欧元。

受金融危机影响,全球游艇市场自2008年以来,一直处于不断下滑的状态,整体行业正经历新一轮的企业兼并和业务整合。而法拉帝在历史发展过程中,由于股东进行杠杆收购,过度举债给企业带来了沉重的财务负担,受金融危机影响,企业经营陷入了困境。

“再加上欧债危机的蔓延,欧洲的大部分银行也处境困难,为集团通过收购债务获得这一世界顶级知名品牌公司的控股权创造了条件。”山东重工潍柴集团相关负责人表示。

与此同时,以金砖四国为代表的新兴市场国家的游艇消费正处于快速发展阶段,中国2010年的游艇进口量更是2009年进口量的3倍。据专家预测,未来5至10年内中国游艇市场将进入快速成长阶段,游艇将成为推动海上旅游发展的重要工具和企业商务活动平台以及富裕起来的中产阶级生活娱乐的一部分,未来市场潜力巨大。

据了解,山东重工潍柴集团与法拉帝的接触由来已久,两年时间里,双方历经数轮艰苦谈判。期间,得到了法拉帝集团、法拉帝先生本人及所有债权人的全力支持和配合,最终双方走到了一起。

法拉帝董事长法拉帝(Norberto Ferretti)表示:“我们与山东重工潍柴集团这样著名的企业进行合作感到自豪,并对未来充满信心,合作将会为法拉帝长期发展提供坚实的资本基础。此外,中国是游艇产业迅速发展的新兴国家之一,未来5至10年市场潜力巨大。”

## 游艇产业列入潍柴“十二五”规划

山东重工潍柴集团为了调整集团的业务结构,实现动力产品向高端造船技术的拓展,同时带动集团船舶推进系统的技术升级,在集团“十二五”规划中早已明确游艇产业为集团的战略目标之一。

法拉帝作为世界游艇产业的领导者,符合山东重工潍柴集团的战略发展诉求。在谭旭光看来,本项交易无疑将加快实现集团产业结构调整和国际化发展的步伐。在2009年潍柴并购的法国博杜安公司船舶推进技术的基础上,发展高速艇用推进系统,填补我国在此领域的技术与业务空白;打造高端游艇制造产业链集群,以此推动山东半岛蓝色经济区战略的落地。

双方合作可视为一次强强联合。潍柴集团可以使法拉帝继续稳居游艇行业全球顶尖的地位,同时抓住新兴市场的战略机遇,借欧美市场恢复之机把法拉帝发展成为独一无二的、真正的全球化豪华游艇制造商,最终实现双赢局面。

法拉帝拥有国际知名的品牌、顶尖的制造技术、优质的产品和完善的销售渠道,特别是全球领先的工业设计能力;山东重工潍柴集团则拥有全系列船舶动力产品、低成本的规模制造、庞大的市场网络和服务体系等优势。通过交易,集团可为法拉帝产品进入新兴市场提供渠道、资金及其它有效资源支持,在资源共享、产业整合的基础上,最大限度发挥集团间协同效应,协助法拉帝全面开拓以中国为代表的亚太区等新兴市场,为法拉帝的发展注入增长动力。

同时,潍柴集团将为法拉帝欧洲的生产基地提供高质量、低成本的零部件,以增强企业的盈利能力;此外,潍柴集团还将为法拉帝提供资金支持等更多资源,促进其在传统欧美市场以及新兴市场业务快速的发展。

在中国战略方面,法拉帝将建立中国研发中心和零部件供应体系。把世界顶级的船艇开发技术、意大利工业设计技术引进到中国来,开发、设计适合中国未来市场的豪华游艇、公务用艇,甚至商用游轮。与此同时,带动意大利及国际知名零部件企业来中国投资建厂,形成产业链集群。进而提高中国的造船技术,积极引导国内消费市场,同时有效地开发国际市场,为我国从造船大国向造船强国迈进做出贡献。

通过本项交易,山东重工潍柴集团将直接进入全球顶级的豪华游艇市场,掌握全球最优秀的游艇产业资源,促进提升集团游艇推进系统的产品价值,使集团成为全球领先的高端豪华游艇产品及推进系统供应商。同时,交易也将进一步推进集团产品结构战略性调整,平衡集团国内外业务布局,使业务模式由投资拉动的装备制造业向消费拉动的高端奢侈品拓展。

## 观察

## 央企成为拯救A股的实体动力?

本报评论员 徐旭红

看来只有欧洲央行印钞票才能稳定市场,全球经济显然已“hold不住”欧债危机的冲击,高达33亿欧元的欧元区金融体系想要逃离崩溃,欧洲央行不得不提供流动性来适应欧洲银行去杠杆化的冲击。

诚然,中国已经是全球经济网络中不可缺少的一个环节。问题的关键是,中国A股市场的流动性谁来提供?近几年来,过亿的股民投资并未获得预期的收益,反而成为为股市捐钱的主力。

那么,中国的A股市场体系取决于谁?谁来拯救A股?正如欧元的未来取决于德国,中国股市已成为宏观经济天然的调节器,成为通胀之泄泻地、货币之蓄水池。那么,在A股中的央企又该起何作用?海外金融危机早已证明,资本市场是不能脱离实体经济而单独存在的。

中央经济工作会议特别提出,今后一个时期,要牢牢把握发展实体经济这一坚实基础。资本市场只有与实体经济结合在一起,当好实体经济的“血库”,相互促进,共同发展。

毋庸置疑,实体经济的运行、活力和问题都会集中地反映到资本市场。

近期,多家央企在二级市场增持上市公司股份,在1月10日这一天,就有超过10家公司发布了增持公告。

国家队集体撑腰,是否成为拯救股市的实体动力?

事实是,只有高质量的上市公司群体,才能为投资者提供持续稳定的

回报。此番央企带头,对A股企稳反弹有重要作用,上市公司高管增持有望加速,给A股以暖意,成为有吸引力的投资场所。

回顾整个资本市场,影响最大的是莫过于资金市场。

从总市值来看,2011年两市A股总市值从年初的30.3万亿元下降至25.3万亿元,市值损失5万亿元。今年年初截至13日收盘,A股总市值21.67万亿元。GDP证券化率为0.6到0.8。

“伺机而动,逢低进场。”资本市场的价格取决于基础资产和实体经济的转型,上市公司的差异化也会越来越明显。一边是IPO节奏不减,一边是解禁股抛售高潮迭起,信心极度缺失的A股市场深陷弱势调整。

继汇金持续增持四大行后,以中国石化、中国神华、中国联通为代表的“中字头”产业大佬也频频出手,齐获大股东巨资增持。

业内专家认为,目前A股已进入估值底部,许多大盘股的股价均出现严重低估现象。高管与大股东增持可以理解为市场见底信号,将对市场起到正面引导作用,有助于提升市场信心,未来市场走势将以上波动为主线。

宏观来看,未来资本市场的有序完善,有待于改革开放向纵深推进,有待于实体经济转型的深入展开,从实体经济的改革发展中寻找资本市场的新动力。

众多实践经验表明,产业资本在熊市纷纷增持股票这一重要信号值得重视,这往往是市场进入的良好时

机。

有竞争力的企业可藉此快速发展,并购重组,实现产业整合,发展成为龙头企业。此次央企的增持潮,无疑对稳定市场情绪、增强投资者信心以及重视实体经济的发展带来积极的影响。

众所周知,中国实体经济各行业的龙头企业大多已经上市,而这些龙头企业以央企居多。上市公司控股股东增持是对上市公司未来发展有信心,是对公司当前估值水平的一种认可。随着我们国家实体经济的转型,上市公司的差异化也会越来越明显。

据业内人士分析,作为产业资本的上市公司大股东,其本身就犹如上市公司的“父母”一样,正所谓知子莫若父,相对机构投资者以及其他金融资本而言,在对公司价值及股票定价的判断上,天然具有不可比拟的优势。

此外,从历史来看,“中字头”公司的集体增持并不多见,类似情况自然地让人想到2008年。当时正值大盘快要见底的“黑色9月”,包括中国联通、中国石油在内的“中字头”公司,带领着上百家公司掀起了增持浪潮。眼下反观历史,这一现象和此前情况如出一辙。

市场人士认为,众多中央企业纷纷增持,其重要意义在于带给市场一个好的预期。因为世界上没人愿意拿自己的钱开玩笑,高管增持证明公司确实有价值。

一方面,随着未来多家央企控股公司出现增持,会对A股形成积极的