

# 資本市場 腐風蔓延

## PE 地下產業鏈成形

### 人為抬高股價擾亂市場 證監決從源頭肅貪

PE亂象橫行內地資本市場，導致存在於地下的「灰色產業鏈」日益粗壯，高市盈率、高發行價及高超募資的「三高」市場岌岌可危，而廣大散戶及中小機構或將成為最終埋單人。面對亂象叢生，監管部門今年頻頻出招，重典治亂。但法律界人士認為，由於「幕後推手」操作手法隱蔽，確實很難發現「異樣」，這也給監管部門帶來嚴峻挑戰。



創業板開市之初，中國證監會主席尚福林曾特別強調，「要嚴防發審過程中的PE腐敗現象」。但就在這一年間，突擊入股、保代持、高管集體離職等由PE引發的亂象，讓業界有識之士感到肅清工作任重道遠。知名財經評論員葉檀(見圖)在接受香港文匯報採訪時直言，「PE腐敗」已成為行業流毒，「不腐敗還能找到好項目的機構，真應發給大花紅」。葉檀指出，由保薦機構、財經公關公司、律所、會計師事務所、創投機構甚至政府官員組成的灰色產業鏈已經形成，為腐敗提供溫床。

#### 保薦人攬權成弊端

一位不願具名的投行界人士向香港文匯報說，在PE灰色鏈中，保薦人處於最頂端。中國的首次公開募股集資(IPO)制度是「券商主導型」，企業要上市，首先會找證券公司做牽頭方，因此證券公司權力非常大。而在證券公司中，保薦人的地位又極其特別。保薦人的簽字是企業上市的必要條件，內地目前保薦人資格的不足2,000人，屬於稀缺資源。所以證券公司對保薦人的管

理相對較鬆。證券公司之間經常爆發保薦人爭奪戰，甚至有所謂「保薦人綁架公司」的現象。

#### 企業送股高達5%

一位曾跟進多家創業板企業上市的創投人士對香港文匯報說，隨去年IPO重啟，擬上市企業向保薦人「送股」已成行業潛規則，且「市價」一路高企，最高曾達至企業上市總股本的5%，最低時亦有1%。按照深交所公開數據，今年年中，全部創業板公司平均總股本為1.18億股，平均市值為39億元(人民幣，下同)，以1%比例簡單計算，一單上市項目中，的「額外收益」將接近4,000萬。「保薦人一年正常收入約500萬元，除非許以重利，否則很難打開口。」該位投行人士還說，保薦人腐敗行為多集中於規模不大的保薦機構，對象則多為「正常上市有一定困難的企業」。

#### 洞悉暗持免查之道

據內地《經濟觀察報》調查發現，保薦人入股擬上市公司的現象已相當普遍。保薦人亦很清楚怎樣做才能最大程度地避免被查，一般通過相關人士身份或法人身份於該公司上市前早期入股，再通過與代持者利益綁定，簽訂私下協議來保障個人利益。只要代持者不主動告發，一般都不會出問題。有些甚至通過老股東代持，但這需要非常熟絡的關係。

## 中國證券監督管理委員會

■ 面對PE亂象，證監會頻出招遏止。圖為去年深圳舉行的創業板啟動儀式，由汪洋和尚福林主持。新華社

二零零九年十月二十三日·深圳



### 創業板業績慘淡

定價虛高，自然誤導市場，創業板企業華麗登場，但名不副實。與剛剛上市時的盛況相比，周歲生日的創業板交出的成績單卻異常慘淡。據Wind資訊數據顯示，今年中報，創業板營業收入增長率僅為27%，而淨利潤增長率亦僅為25.56%，與其他各板塊相比均處於「墊底」位置。淨利潤下滑的企業佔比高達21.9%，其中實德股份、華平股份和南都電源三家企業的淨利潤降幅更超過69%，主營業利潤同比降幅高達92.87%、94.95%和71.63%。

### 普羅股民代理單



■ 創業板周歲成績表異常慘淡。網上圖片

將由普通投資者埋單。以網宿科技為例，上市之後業績即告「大變臉」，當時保薦機構極力鼓吹的核心競爭力最終被投資者認為「准入門檻低，優勢不明顯」，以至股價一路下滑。但上市前完成佈局的達晨創投等，即使在股價大跌的情況下退出，依舊可獲得接近200%的投資回報。

### 保薦機構操控發行價 做高市盈率

由於灰色鏈條中的各方均以股份形式獲得利益，因此抬高股票發行價，便成為各方的共同目標。一場詢價機構捧場幫襯、保薦機構主導實施的「做高市盈率、發行價」大戲隆重上演。

#### 詢價機制如虛設

不願具名的投行人士向香港文匯報如此描述行業潛規則：一般新股發行前保薦機構須向詢價機構推介上市公司，最終參考詢價機構的報價制定發行定價區間。但事實上，定價的主導權仍在保薦機構手中，看似獨立的第三方詢價其實多要看保薦機構構

色行事。上述人士稱，詢價機構主要包括：基金公司、證券公司、保險、信託、財務公司、QFII等。實際操作中，投行會首先給出一個價格區間，而詢價機構上報的價格若低於該區間，則肯定無法中籤。位於該區間之間，中籤可能性亦較小。於是，詢價機構只能將價格往上抬。公開資料顯示，今年半數上市股票的最終發行價均高於投行所給的定價區間上限，其餘亦在發行區間之內。但亦有分析指出，上述潛規則遇上熊市就是悲劇一場——新股破發之時，便是機構們被套之日。



■ 內地財經專家稱，PE地下產業鏈已告成形，林林總總的人為操控，對股票市場秩序構成嚴重影響，最終由小股民埋單。

## 創投公司做媒 通人脈助上市

在這條灰色產業鏈中排名第二的是創投機構。來自清科研究中心的數據顯示，截至2010年10月，共有5成創業板企業具有創投或私募背景，此比例遠高於境內其他資本市場。而僅以發行價計算，創投投資增值率平均達到驚人的10.82倍。

#### 逾6成具有國有背景

博言投資董事長陳來瑞在接受香港文匯報記者採訪時直言，創業板元年是創投「豐收年」，但這種現象並不正常。「目前內地創投公司的做法更接近於職業中介，利用在政府及行業的人脈，先在某企業入股，再為其上市打開門路，獲取巨額回報。那些可上可不上的，甚至不夠資格上市的企業，尤其需要利用股份買創投的門路。」來自國家發改委的數據顯示，截至2010年三季度末，中國備案的創投企業已有571家，其中6成以上具有國有背景。

#### 富二代經營者眾

據一位投行老總介紹，由於市場火爆，去年起突然多了許多創投公司，經了解，這些公司的實際主人，或直接或間接來自證券系統內部，或為地方官員的親屬親信。國務院發展研究中心金融研究所副所長巴曙松亦向香港文匯報證實，近年新增創投公司中許多是官二代、富二代所開。

#### 形同貪腐避風港

值得關注的是，有些參股的創投也被認為是保薦人可選的目標代持者。一些創投公司不僅負責為企業與保薦機構、地方政府之間牽線搭橋，甚至還會根據業務需要，將相關利益人或其親屬引為戰略合作方，再以公司紅利的形式間接涉腐，成為貪腐者的「避風良港」。

## 律師入股必重罰 親友代持難徹查

與上市服務相關的律師事務所、會計師事務所亦在灰色產業鏈中佔一席之地。在企業上市過程中，律所及會計師事務所與證券公司是一個整體，需要協同工作，對企業是否具備資格作出評價。而與保薦人一樣，會做上市的律師目前亦相當緊缺，以上海為例，這類律師不足200人。

#### 專門「刷門面」「通關係」

一位參與多家企業上市的律師在接受香港文匯報採訪時表示：「取消了證券律師從業資格證後，名義上只要有律師執照便可以做，但並非誰都能提出解決方案來，所以可勝任者寥寥。」他認為，律師一旦與企業形成僱傭關係，即使職責是「給出方案，讓企業規避或調整到適合上市的狀態」，但實際工作卻是「刷門面」、「通關係」，在專業領域為企業鋪



■ 北京市一家證券營業廳內，小股民抓緊時機進行股票交易。中新社

## 證監會點名處罰券商

在成熟資本市場，PE是優質企業成功上市的助推劑。他們不僅憑敏銳「嗅覺」發掘有潛力的企業，更能通過專業手法將其推向市場，與廣大投資者共享，進而推動整個社會商業發展，亦為自身樹立價值品牌。而在內地，PE卻成為「瘋狂套利」的代名詞。

內地PE市場的亂象已引起證監會高度關注。今年以來，證監會前所未有地五度召集保薦人參加培訓會議，就IPO過程中的歷史沿革、突擊入股、關聯交易、成長性、募集投向等核心問題，作出明確提點，試圖從源頭上遏制PE腐敗現象。據查，今年以來證監會對8家證券公司進行13次點名處罰，處罰包括監管談話、污點記錄、12個月不受理項目等。

#### 5次召集保薦人再培訓

在內地媒體公開的一份5次內部培訓會議資料整理中可以看到，監管工作始終在有序推進中，有關集中治理PE腐敗亂象的條目便佔據6成。包括：核定募股東，要找90%股東當面確認；超過200人股東清理須慎重，「假清理」肯定被舉報；IPO前6個月受讓股份，須鎖定3年；「突擊入股」要分析原因，不明原因建議延長鎖定期；關注創業板獨立性，建議清理自然人控制人與發行人共設公司；募投應具有「包容性」，審核期間不能增加募投項目。

#### 限制離職高管轉讓股份

針對高管離職的現象步，11月4日，深圳證券交易所發佈《關於進一步規範創業板上市公司董事、監事和高級管理人員買賣本公司股票行為的通知》，其中要求上市公司董事、監事、高級管理人員在首次公開發行股票上市之日起，半年內，含第6個月申請離職的，自申報離職之日，18個月內不得轉讓其直接持有的本公司股份，在上市第7個月至第12個月之間離職的，自申報離職之日一年內不得減持。此外，包括推出《保薦業務內控指引》、深入推進現場檢查工作、多種方式與保薦機構進行交流以及加大違規處罰力度在內的四帖「良藥」亦將於近日正式啟動。