

券商“借壳上市”的动因分析

叶宇

(厦门大学金融系,福建 厦门 363105)

摘要:继 2006 年 9 月广发证券成功借壳延边公路上市以来,证券市场就此起彼伏地爆发着同类消息,目前已经有十余家券商有意染指借壳上市。国内券商急于借助资本市场扩充净资本的意愿强烈,但却没有一家能够满足连续三年盈利的条件,因此,对多数券商而言,想在近期做首发融资是不可能的事情,借壳上市成为其可行的选择。本文将结合案例分析我国券商“借壳上市”的动因。

关键词:借壳上市;借壳上市的动因;借壳上市的风险

1 借壳上市的动因

1.1 IPO 的高门槛使得券商不得不以“借壳”绕道上市。

到 2005 年底,我国证券业已经连续四年全行业亏损,多数券商的持续赢利水平到 2007 年还难以达到 IPO “持续三年盈利”的要求,而且即使达到这一要求,还要经历多道程序等到证监会的审核通过。因此,即使一切顺利,多数符合条件的券商想要通过 IPO 实现上市,至少也要等到 2009 年,这其中就存在很大的不确定性。在此背景下,耗时较短的借壳上市无疑成为了多数券商的次优选择。

直接融资的发展对券商的资本规模提出了更高要求。借壳对于券商往往是最快捷的上市途径。借壳还是 IPO,是拟上市券商面临的两种选择。选择前者,是因为 IPO 目前还有难度。首先,国内券商相对于国外券商实力相去甚远,多数券商还不具备 IPO 的条件。毕竟 IPO 的门槛较高,例如持续三年盈利等,过去的三年,券商经营环境较差,导致全行业亏损的局面,仅这一条就阻碍了大多数券商进行 IPO;其次,由于股改导致 IPO 暂停一年,目前才刚刚恢复,排队等候的较多,IPO 需要较长的时间;此外,股改阶段缺乏资源支付,于是吸收成本较低的壳资源给券商提供了更快速的上市方式。

1.2 资本市场的完善及以“净资产为核心”的动态监管。

资本市场各项基础制度设施的完善以及股权分置改革的完成,必将迎来我国经济的证券化时代,直接融资也将随之得到迅速发展,类似中国工商银行等航母级的大型企业集团也将纷纷在 A 股市场和企业债券市场。大型企业集团的上市,在为券商提供业务机遇的同时,也对券商的资本实力提出了更高的要求,这就要求券商迅速改变目前资本规模偏小的现状。

以“净资产为核心”的动态监管凸现了券商资本规模的重要性。2006 年 7 月 23 日,证监会公布了《证券公司风险控制指标管理办法》和《关于证券公司净资产计算标准的通知》,此举意味着以净资产为核心的动态监管将在证券业中推开。而经过两次修改的《关于从事相关创新活动证券公司评审暂行办法》也明确了净资产规模是券商获得创新类资格一道绕不过的“坎”。从上述政策意图中,可以看出,净资产已经成为券商各项业务开展和规模扩张的必然条件,也是决定券商在未来市场中地位的关键因素。

1.3 应对国外同行的竞争需要券商壮大资本实力。

2006 年 12 月 11 日以后,中国金融业将全面履行加入 WTO 协议中的对外开放承诺,国内券商将直面国际金融机构的残酷竞争,由于在资金、管理、服务、人才等诸多方面与外资金金融机构的巨大差距,国内券商将面临前所未有的竞争压力,这就迫使券商不得不首先从壮大资本实力开始,来提升各方面的竞争力。

国外成熟市场的经验表明,上市融资是券商实现规模经营和做大做强的重要途径和必经之路,因此,国内券商要想在短时

间内壮大资本实力从而为提升自身竞争力奠定基础,必需抓紧时间实现上市,而不能仅满足于增资扩股的层面。除此之外,上市还是实现股权激励的最好途径,可以解决长期以来困扰券商的长效激励问题。

1.4 券商上市的时机趋于成熟。

2006 年以来,随着国内资本市场制度性问题的解决,多层次资本市场体系正在逐步建立,金融产品的创新稳步推进,未来融资融券、股指期货等新业务一旦实施,将为优质券商提供新的利润增长点;证券行业经营环境的改善以及证券行业的全面复苏,将吸引越来越多的社会资本投入到证券行业中去,这些都为券商上市提供了良好的外部环境。从政策面来看,监管层近年来已在不同场合多次强调要进一步拓宽券商融资渠道,包括支持券商通过 IPO 融资,证监会机构部有关负责人也曾明确表示:“证监会继续鼓励一批优秀券商着手 IPO、借壳上市的工作”。

2006 年 4 月以来,A 股市场出现了由熊转牛的明显迹象,从政策面、基本面、资金面、技术面综合分析,这一走势还将有望延续几年。市场行情的好转将有利于券商的整体业绩水平继续维持较好水平,如果券商在 2007 年 - 2008 年上市,则将获得较高的发行定价,从而筹集到更多的资金。

另外,据不完全统计,到 2006 年底,有东方证券、招商证券、西部证券等 13 家券商连续三年盈利,光大证券等 7 家全家券商连续两年盈利,2007 年多数券商有望继续保盈利状态,这样,按照 IPO 持续三年的盈利要求,2008 年尤其是 2009 年将出现券商争相上市的局面。由于发行制度的审核制将在较长时间存在,因此,如果赶上未来的券商上市高峰期,则券商的上市审核将更加缓慢,这必将影响券商的发展。

1.5 券商希望做大投行。

通过上市借道资本市场做大做强是券商们多年的梦想,只是一直苦于没有机会实现,而其借壳上市的第一大目的就是融资。相对于国外券商动辄数百亿、上千亿遥不可及的净资产规模,国内券商无法企及。依靠自身经营积累显然难以适应未来的竞争格局。现在券商规模普遍较小,借壳上市融资是券商走向规模经营的重要手段。很多券商内部治理结构混乱,上市可以加大券商透明度,改革效果会更好。并且,上市对券商本身而言是一个无形广告。这一价值有利于提升市场信心、开展业务、取得银行信任。

除了融资目的,管理层及员工的股权激励也是券商上市的理由之一,借壳上市是实现股权激励的最好途径。这种激励对创新和规范类券商较有意义,而那些刚刚活过来的券商,主要目的是利用上市融资弥补当年做实业、搞投资所遗留的亏损。

2 券商借壳上市的风险所在

借壳是券商实现上市、扩充资本、做强做大的最快捷的途径,但这其中所存在风险也是无法避免的。

经济法的视角: 对网络虚拟物品交易征税可行性的初步思考

龙建林¹ 黄燕霞² 孙梦云¹

(1 中南大学政治与行政管理学院, 湖南 长沙 410083; 2 湖南商学院法学系, 湖南 长沙 410205)

摘要: 本文从经济法的视角, 通过考察当前网络虚拟物品交易征税面临的法律困境, 对其行性进行了初步探讨。

关键词: 经济法; 虚拟物品; 法律困境

中图分类号: D912.29 **文章标识码:** A

1 引言

通过网络游戏如魔兽世界及无尽任务等赚钱的经济活动, 每月增长 10%至 15%, 不少人在虚拟世界大赚特赚却不可用纳税。根据美国网络游戏服务公司 IGE 调查指出, 全球 2007 年花在购买网上游戏的虚拟物品, 真实金额达 55 亿美元, 保守估计, 今年将达到 80 亿美元。

而据中国互联网协会调查公布的数据, 中国网络游戏的市场规模已从 2001 年的 3.1 亿元上升到 2005 年的 55.4 亿元, 其增长速度, 实是惊人。

与此同时, 网络虚拟交易物品失窃案件时有发生, 由于对其属性及是否视为财产等问题尚无法从我国相关法律上认定, 对于此类失窃案件的处理, 执法、司法部门亦感头痛。

这些情况已经引起多国政府关注。早在 2007 年初, 美国国会联合经济委员会就公布了一份报告, 报告对征税、网上罪行及教育与虚拟世界相关的问题, 作出了相关论述, 并探讨了有关虚拟世界中应课税项目及其它技术性问题。

2007 年 7 月 3 日世华财讯综合媒体报道, 韩国政府将对蓬勃发展的网络游戏进行全面而正规化的商业管理, 其中游戏虚拟物品交易将开始征税。每半年通过游戏虚拟物品交易获利 600 万至 1200 万韩元的卖家需要通过交易中介进行纳税; 而每半年交易额在 1200 万韩元以上的卖家必须申请商业许可, 并进行独立财务报表提交及缴纳税金。不过, 据有关媒体报道, 新纳税制度在虚拟世界中的推行依然存在一定执法难度。

2008 年 7 月, 北京亦通过制定地方性法规的方式, 试图对网络虚拟物品交易课税, 但法规刚颁布, 各式问题立即浮现, 最突出的问题就是在我国现行法律体系下, 地方性法规地域管辖

效力范围特定的局限与网络虚拟交易物的交易非区域性特点两者之间矛盾难以克服。

基于上述问题, 本文拟从务实的角度, 对网络虚拟物品交易征税可行性问题作了初步探讨, 并祈求广大同仁赐教。

2 对几个对网络虚拟物品交易征税可行性问题起奠基性作用的问题的思考

2.1 网络虚拟物品交易所属行业范畴浅析

从行业上讲, 网络虚拟物品交易具有典型的互联网特征, 因此应属于电子商务的范畴。而从法律上看, 在网上的经营活动, 属于电信增值业务, 需要办理《电信增值业务经营许可证》。针对企业来说, 对其网上经营业务征税, 在我国税制下并没有太大的技术难度。但个人与个人之间的虚拟物品交易, 又与传统的实物电子商务个人交易有着很大的区别。虚拟物品交易市场是随着网络游戏市场的发展而诞生的伴生性二级市场, 它没法脱离网络游戏市场而独立存在, 而虚拟物品无形、无现实物流、无质量差异、交易流程特殊等显著特点, 使其较实物交易更难控制。对于这种特殊的电子商务形式, 目前连交易过程都难以控制, 对其征税的难度自然很大。

2.2 政府宏观调控对网络虚拟物品交易发展的影响

对于新兴的行业, 国家都会对其在政策与税收上, 给予相关的扶持与帮助, 电子商务领域尤其如此。我国政府为培育与促进电子商务这个新兴行业的发展, 无论是在立法还是在政府宏观调控上, 都做了大量的工作。但众所周知, 政府对任何一个行业的培育与促进, 都是宏观调控的阶段性做法, 其最终目的, 是使这个行业强大以后, 将其纳入国家整体税收计划中, 完成其为民造福的政府目标。因此, 是否对网络虚拟交易物品征税的一个前提条

2.1 在壳资源的选择方面存在风险。

券商借壳上市首先面对的就是壳资源的选择问题, 然而壳资源看起来有很多可供选择, 但真正选择的并不大。一方面, 券商不会选择跟自己有竞争力的公司, 相反的会选择一些绩效较差的公司作为壳资源, 这样就可以在一定程度上降低借壳成本。但另一方面, 按照证监会的要求, 证券公司不能从事实业投资, 这就意味这券商所借之壳只能是“净壳”, 因此, 在券商进入壳公司之前, 壳公司的非金融类资产必须首先置换出, 为了便于剥离实业资产诸如金融资产, 券商又需要一个隐形负债少、相对比较干净的壳。然而这样的壳资源毕竟造价不菲, 甚至可能威胁到券商原有的资本金。

2.2 细节谈判中的风险。

由于借壳上市必将触及到壳公司大股东和其他股东的利益, 对于未股改的壳公司还涉及到如何向流通股股东支付对价以补偿的问题, 同时, 壳公司多是曾经对当地的经济做出一定的贡献的企业, 其转型也会间接地接触到地方政府的利益, 当地

方政府为了发展地方经济不愿意让壳公司转型, 这也就是说, 券商在这一过程中还要获得地方政府的支持和统一, 因此又会产生新的成本。

在细节谈判中所涉及到的多方博弈中, 券商要想顺利实现借壳, 必须要兼顾各方的利益, 以实现各方的共赢, 从而得到各方的支持。但是这一谈判过程会持续很长时间, 而时间拖的越久, 市场不确定的因素也就越多, 可能出现的风险也就越大。

2.3 借壳上市引发券商价值重估引发投机行为。

中国自 2007 年开始实行新会计准则, 按照新规定, 股权价值虽然体现在法人, 但是不能体现在股东的财务报表上, 当期股东净利润都会大幅度提高, 这使得券商投资资产获得价值重估。所以券商借壳上市容易受到市场热捧, 引发投机行为, 使得券商借壳面临因股价大幅上涨而带来的借壳成本提高和被监管层视为涉嫌内幕交易的两难境地。

参考文献:

[1]朱剑, 我国券商借壳上市分析研究[M], 财经界.

[2]卢阿青, 借壳上市[M], 企业管理, 1998.