

## 资本市场

## 券商并购重组要实现“1+1&gt;2”

□ 李华林

“西部证券+国联证券”“国联证券+民生证券”“浙商证券+国都证券”……今年以来，证券业并购重组逐步升温，多家并购重组案例官宣后推进。

并购重组是证券公司做优做强的助推器。从券商角度看，优势互补的并购重组，能够在资金、人才、业务等方面进行优化配置，进而增强资本实力、提升经营效率、扩大市场占有率。从行业角度看，当前我国证券业整体仍面临“大而不强”的问题，距离一流投资银行仍有一定差距，在资本市场对外开放不断推进、市场竞争加剧的背景下，通过并购重组实现强身健体，是国内券商提升国际竞争力的可行途径。

支持券商并购重组发展壮大，监管层一直态度明确。3月15日，证监会发布《关

于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》提出，适度拓宽优质机构资本空间，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强；紧接着，今年4月发布的新“国九条”也明确强调，支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力。

不过，要实现“1+1>2”并不是件容易的事。并购重组，不是机械的物理捆绑，也非简单的体量相加，而是差异化业务和多元化人才，组的是各具特色的企业文化和经营理念，求的是再造和共赢。在这个过程中，如何做到取长补短、一体布局，怎样实现新旧资源整合与组织结构重塑，化“物理反应”为“化学反应”，需要认真思考、逐步破题。

好的合并对象是成功的一半。前些年，

有的上市公司在完成并购后，不仅没有实现“1+1>2”，反而由于并购标的资产质地不佳、盈利能力不足等问题背上了发展“包袱”，导致公司负债增加、业绩下滑，甚至拖累公司股价下跌、“披星戴帽”。上市公司前期工作不够充分，对并购标的尽调不足、风险识别不全、底数掌握不清是主要原因。券商还需吸取经验教训，慎之又慎选择合并对象，以公司整体发展战略为导向，寻找协同性强、互补性强、实力过硬的标的，在业务、人才、技术等方面促成最优匹配，真正实现强强联合。

合并容易整合难。并购只是第一步，能否有效融合是决定并购重组成功的关键。在此前的实践中，不乏由于企业文化、经营理念等方面差异，出现战略实施难、业务接洽难、团队融合难的情况，企业后续整合不尽如人

意。可见，从开始并购到两家企业真正有肌融合、协同并进，这中间还有较长的路要走。券商需重点关注并购风险点，完善重组方案、清晰整合路径、厘清管理体系，科学规划业务整合、文化融合、组织结构设置等事宜，切实做到“形神合一”。

并购重组虽有多重利好，但并非非筋健骨的灵丹妙药，不适用于所有券商。券商切勿将并购重组作为短期撑业绩、提市值的手段，一味为追热点而并购、为赶风潮而重组。应从自身实际情况出发，以是否有利于做精主业、强化专业为判断标准，审慎决策、科学实施。期待国内券商更好借助并购重组这一资本市场工具，加快向一流投资银行和投资机构迈进，切实当好资本市场“看门人”、直接融资服务商和社会财富管理师。

近日，国务院办公厅转发中国证监会、公安部、财政部、中国人民银行、金融监管总局、国务院国资委联合发布的《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》。

“财务造假对市场信心的影响很大，对投资者利益损害很重，亟需各部门、各地区多管齐下形成合力，重拳整肃，坚决遏制。”证监会新闻发言人表示，《意见》将聚焦综合惩治资本市场财务造假，坚持系统观念，进一步加大打击力度，着力完善监管协同机制，构建综合惩防长效机制。

南开大学金融发展研究院院长田利辉表示，构建资本市场防假打假综合惩防体系是一个系统工程。《意见》从打击重点领域财务造假、加大全方位立体化追责力度、常态化长效化防治财务造假等方面着手，通过全面加强监管和执法力度，有利于保护好投资者，打造一个公开、透明的市场环境。

加大追责力度是打击财务造假的关键所在，《意见》将加大全方位立体化追责力度作为重要内容，提出在现有工作基础上，进一步深化重大案件行刑衔接，突出对财务造假公司和“关键少数”的重点打击，重点做好“追首恶”，严厉惩处造假的策划者和组织者。强化对控股股东、实控人组织实施造假、侵占的刑事追责力度。完善民事追责支持机制，推动简化登记、诉讼、执行等程序，完善示范判决机制，加大特别代表人诉讼制度适用力度，便利投资者获得赔偿。

“中国证监会高度重视提升财务造假违法违规成本和涉及的投资者保护工作，积极推动构建行政执法、民事追责、刑事打击‘三位一体’的立体化追责体系。”证监会新闻发言人说。在立法层面上，证监会推动修订证券法，对违规信披公司和责任人的罚款上限由60万元、30万元大幅提升至1000万元、500万元，对欺诈发行的罚款上限由募集资金的5%提高到1倍；《刑法修正案（十一）》将违规披露的刑期上限由3年提高至10年；中介机构及其从业人员出具虚假证明文件最高可判处10年有期徒刑。在立体化追责上，行政处罚是立体化追责的一环，刑事追责和民事赔偿也是立体化追责的重要组成部分。在刑事追责方面，今年以来已依法将40余起财务造假、资金占用、违规担保等案件移送至公安机关。民事追责方面，中国证监会指导投资者服务中心积极支持投资者发起民事追偿诉讼，综合运用先行赔付、支持诉讼、代位诉讼等，强化投资者赔偿救济。

据介绍，中国证监会在2021年至2023年共办理上市公司信息披露违法案件397起，其中造假案件203起。2021年以来向公安机关移送上市公司、债券发行人等主体涉嫌财务造假、资金占用、违规担保等犯罪案件150余起。监管部门推动建立集体诉讼制度，其中康美药业赔偿投资者24.59亿元，紫晶存储和泽达易盛赔偿超过13亿元。

“目前，中国证监会已经制定了贯彻落实《意见》的细化工作方案。”证监会新闻发言人表示，下一步将积极会同国资监督管理机构、金融监管部门、有关企业主管部门、公安机关、地方政府等，进一步增强责任意识，密切协作形成合力，推动《意见》各项任务、要求落地见效。

本版编辑 王宝会 美编 高妍

## 财金纵横

□ 本报记者 祝惠春 武亚东

## 投服中心更好发挥投保作用

“更好发挥投保机构的能动作用。”日前在2024陆家嘴论坛上，中国证监会党委书记、主席吴清这样说。作为公益性投保机构，中证中小投资者服务中心走到聚光灯前。

## 创新设立公益机构

人口众多，地域广阔，中小投资者分布广，这是目前我国证券市场的一个现实特点。在A股市场，一方面，中小投资者在信息、资金、法律意识等方面毫无疑问处于弱势；另一方面，公司治理制度还不够健全，中小股东的权利和意见往往得不到充分表达，难以维护自身合法权益，当其合法权益被侵害时，又存在着维权难、纠纷调解难、诉讼难的现实困境。

基于这一背景，2014年，经中国证监会批准设立并直接管理的金融类投资者服务公益机构——中证中小投资者服务中心有限责任公司成立，简称投资者服务中心。

作为一家专门从事中小投资者合法权益保护的公益性机构，投资者服务中心主要具有宣教、行权、维权和调解四大职能，通过持有全国所有上市公司的1手股票，以股东身份依法行使权力。作为中国证监会批准设立并直接管理的公益性机构，投资者服务中心以最小单位普通股股东身份行使公司法、证券法赋予的基本权力，这在世界证券行业发展历史上是一个创举。

投资者服务中心党委书记、董事长夏建亭表示，新“国九条”强调，要坚持以人民为中心的价值取向，更加有效保护投资者，特别是中小投资者合法权益。作为中国证监会直接管理的投资者保护公益机构，投资者服务中心始终站稳资本市场人民性立场，不断探索保护投资者合法权益的新方法新举措，逐步形成了以投服投教为基础，以持股行权、维权诉讼、纠纷调解等为特色的“投服模式”。

## 关注退市中的赔偿救济

4月12日，中国证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》。一个健康发展的资本市场，不仅需要为市场源源不断注入活水，也需要畅通无阻，促存量风险有序出清。在退市制度执行过程中，只有扎实落实投资者保护制度，才能从根本上形成优胜劣汰、吐故纳新的良性循环。

上市公司退市过程中的投资者保护工作备受关注。吴清表示，坚持把保护投资者贯穿于资本市场制度建设和监管执法全过程。对于大家都非常关心的退市涉及的投资者保护问题，中国证监会将对其中的违法违规问题“一追到底”，依法从严惩处相关责任人员，绝不允许“浑水摸鱼”“一退了之”。

近年来，作为投资者保护机构，投资者服务中心努力耕耘。2021年，康美药业案作为我国首例以投资者“默示加入、明示退出”为特色的中国式集体诉讼案，诉讼赔偿总人数为52037人，判赔总金额约24.59亿元，具有里程碑意义。之后，中国证券集体诉讼和解第一案——泽达易盛案，从启动特别代表人诉讼到投资者获赔，用时不到5个月，投资者服务中心代表7195名适格投资者获2.85亿元赔偿。

如何做好重大违法违规退市导致的投资者权益保护工作？对此，投资者服务中心党委委员、副总经理贺捷接受经济日报采访时表示，投资者服务中心将积极贯彻落实新“国九条”要求，配合各有关部门积极发挥专业作用。对于重大违法违规退市公司，投资者服务中心将加强案件研判，综合运用支持投资者诉讼、示范判决、专业调解、代表人诉讼等方式，要求上市公司及其负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员等依法赔偿投资者损失，切实维护投资者合法权益。

投资者服务中心还将研究对重大违法强



## 发展瓶颈亟待突破

曾几何时，A股公司有一半以上的股东大会参加股东人数少于20人，甚至还出现过“一人参会”的奇葩股东大会。在股东大会上，各项议案被否决率小于3%。

“A股公司‘治理困境’，总体上属于公司自治范畴，需要强调市场化维权的投资者服务中心更好发挥作用。”专家表示。目前，投资者服务中心初步探索出了“事前持股行权、事中纠纷调解和事后支持诉讼”的“投服模式”，为解决上市公司“治理失灵”问题探索新经验，带动中小股东行权模式深刻变革。

截至2024年6月30日，投资者服务中心共持有5363家上市公司股票，共举行4732场，累计行使包括建议权、质询权、表决权、查阅权、临时股东大会召集权在内的股东权利6752次。给损害中小投资者利益行为的上市公司“找毛病、纠偏差”，投资者服务中心被亲切地称为资本市场上的“啄木鸟”。

在维权诉讼方面，投资者服务中心公益维权诉讼类型，主要有支持诉讼、代表人诉讼、股东诉讼等。公益维权诉讼的律师费是免费的，不过诉讼费还是由投资者自己承担。目前对证券虚假陈述、内幕交易、操纵市场，大股东资金占用等民事侵权行为均有开展诉讼。

支持诉讼是投资者服务中心以委派公益律师的方式支持投资者提起维权诉讼，主要关注重大典型、具有创新性的案件。以全国首单操纵市场民事赔偿支持诉讼恒康医疗案为例，这一案件的胜诉实现了操纵市场民事赔偿实务领域“零的突破”。

此外，投资者服务中心提起的全国首单“支持诉讼+示范判决”联建光电案胜诉，在ST中安案中首次推荐专家辅助人参与诉讼，在全国首单支持诉讼示范案件美丽生态案中作为支持诉讼方出庭。历年来，投资者服务中心共向人民法院提起各类民事追偿诉讼案件84起，支持约6万名投资者获得赔偿近30亿元，包括正在对上市公司(包括部分退市公司)的重大违法案件支持投资者向人民法院申请发起普通代表人诉讼11起，完成特别代表人诉讼2起。

特别代表人诉讼是我国新修订的证券法赋予的一种维权方式，被称为“中国版集体诉讼”。特别代表人诉讼在资本市场展示威力，其与行政法和刑事惩戒相互支持、相互衔接，将有力重塑市场生态。在这其中，中国特色投保机构成为证券集体诉讼核心力量，投资者服务中心就是以代表人身份参与了康美药业案和泽达易盛案。

据记者了解，投资者服务中心提起特别代表人诉讼的前提是法院先受理并发布了普通代表人诉讼权利登记公告，在此期间，投资者服务中心公开征集获得50名以上权利人的特别授权，这里的“特别授权”，是投资者和投资者服务中心之间的权利委托。投资者服

务中心有一个对重大案件的评估机制，对于社会影响恶劣、具有示范意义、已被有关机关作出行政处罚或者刑事裁判的典型重大案例，经综合考量被告偿付能力等因素后，投资者服务中心会对符合条件的案件向法院申请转换为特别代表人诉讼。

毋庸讳言，在帮助中小投资者维权赔偿

方面，投资者服务中心还面临一些制度障碍，需进一步完善顶层设计和明确投资者服务中心的法律地位，且需要加大相关资源的投入。清华大学教授汤欣认为，投资者服务中心作为特殊的普通股东，要明确公益股东定位，坚持市场化维权，需要“明确赋予投资者服务中心公益诉讼的主体地位”。

## 财政筑牢林业草原生态保护屏障

本报记者 苏瑞淇



近期，财政部、国家林草局联合印发《林业草原改革发展资金管理暂行办法》和《林业草原生态保护恢复资金管理暂行办法》。两项资金管理暂行办法的出台，旨在进一步规范中央财政林业草原改革发展资金和生态保护恢复资金管理。

“财政资金对于巩固林业草原生态保护成果，进一步促进林业草原生态保护精细化、可持续发展具有非常重要的影响。”中国社会科学院财经战略研究院财政研究室主任何欣表示，两项资金对于当前林业草原生态保护中的关键问题、具体领域作出了详细的说明，对于资金的使用方向、用途以及实现的目标都有要求，有助于保障相关资金真正起到效果，落到实处。

林业草原生态保护恢复资金是指中央预算安排的用于国家公园、其他自然保护地和野生动植

物保护、森林生态保护修复补偿、生态护林员等方面的共同财政事权转移支付资金。《林业草原生态保护恢复资金管理暂行办法》明确，林业草原生态保护恢复资金由财政部、国家林草局共同管理。地方财政部门负责本地区林业草原生态保护恢复资金的预算分解下达、组织预算执行、资金使用管理和监督以及预算绩效管理等工作。

林业草原生态保护恢复资金的主要用途为：国家公园支出用于国家公园生态系统保护恢复、创建和运行管理、协调发展、保护科研和科普宣教、国际合作和社会参与；其他自然保护地和野生动植物保护支出用于国家级自然保护区、国家重要湿地(含国际重要湿地)的生态保护补偿与修复等。

林业草原改革发展资金是指中央预算安排的用于国土绿化、林业草原支撑保障体系等方面的共同财政事权转移支付资金。林业草原改革发展资金主要用途包括：国土绿化支出用于退耕还林还草、油茶发展以及其他国土绿化等；林业

草原支撑保障体系支出用于森林草原防火、有害生物防治、生产救灾等林业草原防灾减灾、全国性森林、草原、湿地、荒漠综合监测(普查)，以及林木良种培育和草种繁育、林业草原科技推广等。

《林业草原改革发展资金管理暂行办法》明确，林业草原改革发展资金采取因素法和项目法相结合的方式分配。采取因素法分配的由国家林草局会同财政部根据实际需要适当调整。对相关改革或试点，以及计划单列市、新疆生产建设兵团、大兴安岭林业集团公司等可以定额补助。采取项目法分配的由财政部、国家林草局通过评审方式择优确定具体项目。

在林业草原生态保护恢复资金管理和林业草原改革发展资金管理上，办法均提到建立“预算编制有目标、预算执行有监控、预算完成有评价、评价结果有反馈、反馈结果有应用”的全过程预算绩效管理。

“积极的财政政策要提质增效，提质增效就要把绩效管理落实到制度建设层面。”中国财政科学研究院研究员白景明表示，全过程预算绩效管理是一个环环相扣的过程，从绩效目标设定到评价结果，确保资金依规有效使用。通过全过程预算绩效管理，可以让资金真正落到促进绿色发展上，确保绩效目标聚焦林业草原生态保护方面，避免资金浪费。同时，全过程绩效管理可以确保资金的使用效率。全过程绩效管理讲求绩效，讲求资金的投入产出比，可以起到激励和约束的作用，不仅能提升政府的公信力和执行力，还可以把以人民为中心的发展思想落到实处，让人民群众真正享受到发展的成果。