

# 完善退市制度 捍卫股市“三公”

本报评论员

中国股市诞生20多年来,高歌猛进。截至目前,A股总市值已跃升至世界第三位,这是一个可喜可贺的巨大进步。但是,我们也应该看到,在中国股市跨越式发展的靓丽成绩单背后,仍隐藏着一些深层次的矛盾需要解决,其中就包括广遭诟病的退市制度。

中国股市退市制度的不足体现在两个方面:其一,已有的退市制度不够健全,惩恶扬善的标准过于宽松,容易被相关上市公司恶意规避或钻空子;其二,在固有的制度框架下,退市操作执行不力,“停而不退”以及“害群之马”赖队不走的现象长期存在,严重破坏了股市的“三公”原则。而这两大退市病象,既是中国资本市场“新兴+转轨”这一特征的局部投影,也是中国股市突飞猛进所留下的“后遗症”。

如今,在各方的期许和推动下,中国股市的退市制度再度吹响自我完

善的号角,而创业板便是吹响这一号角的先锋。昨日,深圳证券交易所正式公布《关于完善创业板退市制度的方案》,并向社会公开征求意见。该方案主要从以下方面对创业板退市制度进行完善。一是在创业板现有连续亏损、净资产为负、注册会计师出具否定意见或无法表示意见的审计报告等11项退市条件的基础上,增加连续受到交易所公开谴责和股票成交价格连续低于面值两个退市条件。二是完善恢复上市的审核标准,以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为盈利判断标准,同时不支持暂停上市的公司通过借壳实现恢复上市。三是对资不抵债的上市公司加快退市速度,缩短退市时间。四是设立“退市整理板”,公司终止上市前,给予一定的“退市整理期”,在此期间,将其股票移入“退市整理板”进行另板交易。五是改进创业板退市风险提示方式,调整“\*ST”制度,通过强化上市公司退市风险信息披露以及深化创业板

投资者适当性管理的方式充分揭示退市风险。

有上市,就有退市,这一“进退之道”,既合乎辩证法,也合乎资本市场优胜劣汰的规律。这是《关于完善创业板退市制度的方案》推出的一般意义所在。而除此之外,该方案的推出,还有两个特殊的意义:第一,为主板退市制度的改革完善发挥探索及示范作用,刚过完两周岁生日、没有历史包袱的创业板是堪当此任的不二之选。第二,通过执行更加严格的退市标准,扎实推进“三公”股市建设,以创业板上市公司的质量而非其数量为尺度来落实国家自主创新战略。

从境外创业板市场来看,退市是一种普遍和正常的市场行为,退市率也明显高于主板市场。以美国为例,2005年~2008年,美国纳斯达克市场每年非自愿退市公司数量均超过40家,退市比率分别为2.6%、1.6%、1.5%和1.8%。而在英国,其创业板市场2006年~2008年每年非自愿退市公司数量均超过60家,退市比率分别为1.6%、5.6%和10.1%。可以想见的是,

一旦深交所《关于完善创业板退市制度的方案》付诸实施,中国创业板公司退市将不会是个别现象,其成为一种普遍的常态并非没有可能。但是,正如上文所述,这种“退”是好事,考虑到中国股市的成熟程度尚不及美、英等国,中国创业板上市公司非自愿退市比率即便高于美、英等国,也并非不能接受。

20多年来,实施赶超战略的中国股市,总体上“进”得太多(表现在上市公司数量迅猛增长领跑全球),“退”得太少(表现在一些劣质上市公司迟迟不能退市),这也是导致中国股市大而不好,甚至落下“圈钱市”骂名的一个重要原因。而中国股市的这种缺憾,与中国经济的缺憾(国内生产总值GDP规模大而质量不高)具有同构性。目前,中国经济正在实施“调结构”的新战略,发展不唯快、更重质,股市自然也要顺应这一发展潮流。新任证监会主席郭树清近期推出的六项“组合拳”,可视作股市“调结构”,从而提升其内在质量的一系列举措。《关于完善创业板退市制度的方案》的问世,正是这一系列举措的细化。我们有理由相信,念好“退市经”的创业板,将为中国股市开辟一片“以退为进”的新天地。

# 国内货币放松或超预期

刘峰

当前政策层面暖风频吹,释放出货币宽松的积极信号。实际操作中货币放松也初现端倪。10月底,国有商业银行放贷规模快速增加,货币市场利率大幅下滑,用于小微企业贷款的金融债也获准发行。目前来看,国内货币量化宽松已经启动,但放松速度和幅度或超出市场预期,原因有以下四点。

首先,国内通胀加速下行有望保持低位,释放出足够的货币政策空间。消费物价指数(CPI)和生产者物价指数(PPI)自7月触顶回落后,10月该指标迅速跌落至5.5%和5%。在基数效应作用下,未来一年都可能保持较低通胀水平。海外市场方面,欧债危机的避险需求推高美元指数,加之欧美实体经济萎靡不振,双重作用下大宗商品价格承压回落,因此输入型通胀压力预计将持续下降。

其次,我国实体经济下滑加速但新经济增长点尚未到位,需要货币扩张遏制硬着陆风险。汇丰银行制造业采购经理人指数(PMI)11月初值为48,大幅下挫至荣枯线下并创下32个月以来最低,国内工业增长放缓超出预期。工业总产值同比从6月31.1%逐级下滑到10月的25.7%。预计直到2012年二季度末,工业增长或难见起色。另外,欧美市场出口增速持续下滑,短期内难以扭转。内外需求接力下行,经济硬着陆风险增加。“保增长”取代“控通胀”上升为调控重点,

货币刺激已是箭在弦上。

再次,我国国际收支趋于平衡,货币被动投放大幅减少,主动量化宽松必要性加大。

最后,政治因素成为重要推手。一是近期“十二五”产业规划密集出台,明年产业和项目融资需求即将井喷。二是2011年在宏观经济紧缩基调下成为“失去的一年”,2012年则被迫加速推进以实现规划的落地。三是受今明两年政府换届影响,2012年各级政府投资冲动预计较为强烈,扩张货币供给是政府内生需求。

以上各因素的效果叠加预计将会加速货币放松进程,目前,大型金融机构存款准备金率高达21.5%,公开市场上也发行了大量央票,央行执行量化宽松具备充足的“弹药”。货币手段之所以成为未来经济调控的主要抓手,是由于财政手段除了减税之外,其余可能的操作空间较小。一是因为欧美主权债务危机促使我国财政行为趋于谨慎。二是由于地方债务风险本已累积较大不宜继续扩张,三是减税为导向的税收改革或将导致财政支付能力降低。

但是,中央货币政策在表态上可能更加保守和谨慎,因为一方面地方政府和企业往往倾向于过度解读和执行中央的扩张政策,2008年的刺激计划已是先例;另一方面,地方融资平台和房地产领域的风险尚未充分释放,新政策料将力避冲抵来之不易的调控成果。

(作者单位:中国信达资产公司金融风险研究中心)



退市制度出新规,剑指股市黑与灰。领跑头羊要呵护,害群之马当清退。制度还需常补漏,执行亟待更到位。除恶务尽靠三公,股市绝不容搞鬼!

郑晓波/漫画 孙勇/诗

# 欧元区联合债券或重蹈火烧赤壁困局

陈东海

最近欧洲的债券越来越难以发行。近日西班牙在新政府成立后开始发行债券,3月期国债收益率为5.110%,较上次在10月25日拍卖当天的2.292%的收益率大幅上升;6月期国债收益率为5.227%,上次拍卖的收益率是3.302%,两者都创出自西班牙加入欧元区以来的新高。

虽然欧洲央行最近刚刚买进意大利国债,但是近日意大利从2年期到8年期所有债券的收益率都高过了基准的10年期国债,国债收益率曲线出现倒挂。而近日比利时与德国的举债息差达323基点,创欧元时代新高,该国10年期国债收益率上升34个基点,至5.19%。由于投资者们担心欧元区可能因市场人气日益恶化和欧元区庞大的公共债务而崩溃,在11月23日,德国计划拍卖60亿欧元10年期国债,但是仅仅拍卖出了36亿欧元。

在这些事件之前,欧洲债务危机就已到了千钧一发的境地。意大利国债收益率数次逾越7%的危险水平,在新政府上台后,国债收益率仍然在7%附近徘徊。连具有AAA信用评级的法

国,在11月17日其10年期国债收益率与德国同期债券之间的差距一度扩大到了200个基点,创1990年以来的最大差距。

正是由于欧洲各国几乎都顶不住了,11月23日,欧盟委员会主席巴罗佐公布了防止欧债危机蔓延的一揽子方案,其中重点就是推出“引入稳定债券可行性绿皮书”的草案。这个名为“稳定债券”的,就是之前被欧盟的一些人主张推出的欧元区联合债券,只是这次上升为正式草案。“绿皮书”草案提供了发行“稳定债券”的三种可行性方案。第一种方案是在欧元区范围内发行“稳定债券”,17个成员国提供共同担保。该方案将需要到明令禁止成员国拯救另一成员国的《里斯本条约》进行大幅修改。第二种方案是发行有限的优先“稳定债券”,按一定比例取代各成员国国债,各国同时保留自主发债权。第三种方案是用“稳定债券”取代部分成员国国债,但该债券仅能从各国政府获得一定程度的担保,而非欧元区共同担保。

这三种办法,实质上都是把整个欧元区捆绑在一起的办法,只是程度上逐次减轻。第一种办法,需要推翻

《里斯本条约》的“不救助”的重要精神,几乎肯定不会被全部成员国通过。第二种办法,在如何确定取代各国的债务比例上,其讨价还价的过程必定是其冗长的。第三种办法,只是一个类似于欧洲金融稳定基金(EFSF)的东西,已经被证明是近乎于失败的东西。

由于这是一个把整个欧元区国家全部捆绑在一起的办法,其债券能够发行出去的原理就是德国等资信较高的国家在替资信很差的国家提供无限的连带责任,所以只是一个把高资信的国家拉下水的很不明智的办法,所以遭到德国的坚决反对。欧洲债务危机两年来的历程证明,欧洲债务危机的连带救助办法,没有一荣俱荣、只有一损俱损,不但意大利的国债收益率已经几次突破了7%的临界线,而且法国的3A评级已经开始动摇欲退,同时德国在近期的国债拍卖仅仅完成了60%的计划,就是一个很现实的例子。连带救助的风险,已经逼近欧洲债务资信最好的德国身边了。

试图通过捆绑资信高的国家,来让资信低的国家侥幸过关,已经被欧洲债务危机从希腊等边缘国家逐渐蔓延至西班牙、意大利等中等国家,甚至逼近法国、德国等欧元区核心国家所证明是行

不通的。今日欧洲之窘况,其实早被中国历史上的“火烧赤壁”所证实:曹操为了解决单个战船无力抗颠簸和剧烈北风的问题,将所有船只使用铁链子连环地捆绑在一起,结果在真正的危险来临时,全部被烧光。如果曹操的战船没有捆绑在一起,何以会有致命性的惨败?两年来的经历,已经证明整个欧元区捆绑在一起只会把所有的人都拖下水,欧洲现在何必要把大家捆绑得更紧呢?

这个欧元债券,实质上是一个联合信用符号。欧元本身实际上也是一个把所有成员国捆绑在一起的信用符号,在一段时间内它可以提升低资信国家的信用,但是拉低了高资信国家的信用,结果是把整个欧元区连累了。所以,提出发行欧元债券,是一种侥幸心理,它没有从欧元中汲取教训。所以除了德国反对以外,芬兰总理也说“共同债券无法解决欧债危机”。

欧元债券草案即使被通过,能否解决欧洲的债务问题很难说,两年多来一直通过EFSF对危机国家进行援助的结果,已经证明了使用捆绑式的办法来解决危机是个很差的办法。所以,欧元债券,即使未来不流产,其发行效果恐怕对于解决欧洲债务危机也难以预料。

(作者单位:东航国际金融公司)

# 土地市场骤冷 考验楼市调控执行力

周俊生

土地市场遭遇前所未有的寒流。进入11月,各地土地拍卖市场流拍、中止出让、底价成交的消息频频出现。11月18日,安徽省合肥市土地市场预定出让的9宗地块中,仅有1宗地块成交,其余4宗延期,另4宗则被取消。在昆明,原定于11月15日开拍的两宗土地,都因报名人数未达到最低下限而宣告流拍。一线城市广州传出的消息更凉意颯颯,一月之内三度因市场过于冷淡而不得不中止20余幅地块的出让,唯一一块按时出让的地块也因为无人竞价而流拍。中国房地产信息集团提供的数据显示,截至11月20日,其监测的全国67个城市有公告可查的今年土地交易总成交金额为12535亿元,比去年同期的17387亿元减少28%。

此轮号称“史上最严”的房地产调控,使盘踞在这个市场中的各个利益主体普遍受到了严峻的威胁,以往气吞山河的投资投机力量因限购令的推行而销声匿迹,开发商面临缩量缩量的市场开始点头哈腰地面对购房者,大型开发商不得不大幅度削价抛售囤积房源以回笼资金,一些小型开发商甚至因为资金链的紧绷而离场,这从最近各地产权交易所房企股权转让出现井喷可清晰地看出,现在又轮到地方政府开始面对推地流标的现实困境。由此可见,由于本轮市场调控“动了真格”,真正触动了在房地产市场上盘根错节的各个利益主体,因此市场才出现了实质性的变化,开始形成“买方市场”的良好格局。

但是,正因为调控开始触及地方政府的利益,调控愈深入,面临的困难也必然越大,这种困难首先表现在地方政府对调控的执行力开始减弱。必须看到,本轮调控是在中央政府的再三五申的要求下才逐步开展起来的,调控在去年初刚刚开始的时候,很多地方的政府其实抱有虚以应付的态度,市场以为此轮调控将重复以往几次调控“雷声大雨点小”

# 政府发购房补贴 严重违背公平原则

叶祝颐

杭州经济开发区近期正式启动《2011年度杭州经济技术开发区企业安居工程补助实施细则》。根据《细则》内容,开发区安排企业员工安居补助专项资金1亿元,用于建立租房补助和购房补助机制。其中,最受关注的是关于购房补贴的条款。按规定,购房补助对象为企业中高层管理人员。按每套房屋一次性补助10万元购房款,以及分3年最高补助额度为50万元的银行同期商业贷款本息或公积金贷款利息。

据介绍,杭州楼市成交持续萎缩,房价环比下降,房地产业税收同比下降明显,在楼市低迷的当下,不仅开发商hold不住,政府也屡屡出招消解中央房地产调控政策,从放宽限购政策到发放购房补贴。政府刺激楼市的举措不断被曝光。

就在房价暴涨的势头刚刚得到遏制时,政府不下决心巩固宏观调控成果,引导楼市理性发展,反而出招刺激楼市,实在匪夷所思。政府用财政资金补贴买房人,更是违背了起码的社会公平。从本质上讲,财政资金应该为广大纳税人办事,增加公共服务数量,提高公共服务品质,才是财政支出的正道。拿财政资金补贴企业中高层管理人员买房,对其他行业、对企业一线员工不公平,对不买房或买不起房的人造成歧视。这种做法,也违背了社会财富的

的路径,故而才会出现去年那种越调控房价上涨越猛烈的情景,直到中央政府全面部署了限购、限价等带有行政命令的强硬手段后才见到了效果。但是,这种限制交易的措施从其面世的第一天开始就饱受质疑,一些地方更是经常性地传出对限购令“偷工减料”的新闻,可见一轮由政府财政主导的与调控政策的博弈已经暗潮涌动。

我国房地产市场之所以形成房价居高不下的格局,和地方政府以土地为抓手的推动有直接关系,调控既然“动了真格”,就一定触及地方政府的利益,但它是否有足够的动力自断其臂,我们不能不深表怀疑。房地产市场作为推动地方经济发展的龙头作用,尤其是在增加地方政府财政收入上立竿见影的效果让地方政府难以割舍。如果在地方经济发展,特别是在增加地方财政收入方面找不到新的方向,那么,地方政府必然会寻找突破口,再度祭起房地产市场这个法宝,从而使市场调控出现曲折。

本轮调控开展以来,一些房地产开发商基于自身利益的考虑,经常发表言论对调控政策进行非议,但由于它们并不具备行政资源,因此这种非议并不影响调控的进程。但是,地方政府就不一样了,它们在地方经济的发展中居于举足轻重的地位,与中央政府的血缘关系也非房地产开发商可比。土地市场骤冷,使地方政府的土地财政收入大幅度缩水,在已经执行多年的中央政府与地方政府的分税制难以改革的现实背景下,这是中央政府必须考虑的一个现实问题。虽然地方政府迫于中央政府的问责压力,不大可能与中央政府公然叫板,但是它完全有可能动用其所具有的行政资源,与调控政策展开博弈,这种博弈包括与中央政策的讨价还价,更包括在自己职权范围内对政策进行微调,而这势必会影响到调控政策的执行力。比如,多个城市的商品房限购令执行期限都在今年年底,明年是否继续执行,目前这些地方的政府都未给出清楚的说法。很显然,我国房地产市场在未来将发生什么样的演变,有待对地方政府态度的全面观察。

二次分配原则,显得太高谱。

《圣经》的“马太福音”中有这样一句话:“凡有的,还要加给他叫他多余;没有的,连他所有的也要夺过来。”政府补贴企业中高层管理人员买房,正是对这种“损不足而奉有余”的“马太效应”的最好注解,严重伤害了普通群众的感情。

随着国家宏观调控政策加码,公众购房理念逐步趋向成熟,楼市观望气氛渐浓,住房成交量与房价双双下滑。特别是一线城市房价更是下降明显。为打开销路,有开发商承诺如果房价下降补差价或者回购已经出售的住房,尽管多数开发商不认可补差价的做法,但是开发商补差价之举无疑揭开了房产暴利的老底。种种事实表明,当下楼市低迷根源在于先前的暴利。

面对房地产市场由卖方市场转化为买方市场的现实,开发商采取促销措施,诱导消费者买房,有些招术虽可笑倒也无可厚非。但在消费者与开发商正在博弈的关键时刻,政府不维护市场秩序,却急急忙忙去“救市”,这不是把屁股坐到了民意的对立面吗?

在楼市低迷的语境下,政府督促开发商还原房价成本,剔除暴利空间,理顺房地产市场供求关系,才是让消费者对于房地产市场恢复信心的关键。如果地方政府不在打破卖地财政思维,建设好保障房,引导开发商剔除暴利空间,尊重公众住房消费知情权,推动楼市理性回归等方面下功夫,恐怕再多的救市举措也是一厢情愿。