

限制市场权力才能杜绝高盛丑闻

陈东海

2008年全球金融危机发生后，国际上逐渐加强了对金融业的监管。这些措施有的旨在提高金融机构抗风险能力，如《巴塞尔协定III》；有的是限制金融机构奖金发放的，比如一些国家不时直接干预个别金融机构巨额奖金的发放；也有一些国家为抑制过度金融交易而开征“托宾税”；还有禁止商业银行进行自营交易的“沃克尔规则”；为对付“失而不能倒”问题出台的《德-弗兰克法案》等等。

客观地说，这些政策放在2008年危机之前，应该能起到一定的预防作用。但一个明显的悖论是，每次危机后都会针对性地出台一些监管规则，但金融危机还是周期性地发生，因为每次危机表现形式都不同，根据上一次危机制定的监管并不能很好地预防下一次危机。也就是说，人们只是认识到金融危机的“表象”即其某些表现形式，但“病根”即金融危机的根本原因并没有被人们认识到。

经过一段时间的生长，旧根还会发出新芽的。

金融危机的根本原因，可以从“市场权力”和“金融伦理”两个角度理解。可以说，危机后各国推出的上述金融监管规则，并没有彻底根除金融危机的根本原因。这从近日曝出的高盛辞职门丑闻中略见一斑。

3月14日，在高盛服务了12年的执行董事Greg Smith辞职，并将辞职信发表在《纽约时报》上。Greg Smith指责“高盛的运行模式和赚钱理念把客户的利益放在次要位置”。现在的市场环境是我见过的最有毒和最破坏性的”、“公司道德品行沦落是对高盛长期生存最大的威胁”。Greg Smith说，他多次发现员工将客户称作“赚钱木偶”，高盛内部存在着一种现象，把客户不是当作上帝，不是为了客户的利益最大化，不是替客户考虑，而是把客户当作是可以愚弄和操纵的白痴，可以从客户身上尽可能多地榨取利益。

Greg Smith提供的细节有：第一，

内部的说法是挥动公司的“斧子”，劝说自己的客户投资股票或者其他我们自己极力脱手的产品，因为它们看起来不可能有很高的利润；第二，“猎象”，即进行一切能给高盛带来最高利润的交易；第三，为自己找到一个职位，交易所有流动性差的含糊产品。简言之，就是己所不欲，专施于人。这样的公司文化不可怕吗？

这些问题，直接涉及到金融伦理问题。一直以来，高盛等大金融公司甚至是所有金融企业，都声称要把客户的利益置于首位，都讲公开、公正和透明，但是金融企业涉嫌欺诈客户的事件还是屡屡曝出，仅最近几年监管机构处罚过的涉嫌欺诈事件就有多起。

目前对金融伦理还缺乏有效的监管办法。由于金融产品创新很快，即使是专业的投资者也隔行如隔山，并不完全了解投行们开发的各种新产品的风险和收益的情况，局外的投资者就更是云山雾罩了。这种情况给一些金融机构或者是从业人员欺诈其交易对手或客户提供了便利。在这种高度创新的环境下，完全靠金融企业的道德自律是不行的，对于金融伦理的监管必须提到议事日程上来。

涉嫌欺诈事件频发表明，这些年企业的金融伦理急剧下滑。欺诈频发的本质是金融企业的自利冲动，而机理上却是其握有过大的市场力量。一些顶级投行，既对外公开发表宏观的、行业的、微观的各种分析报告，也充当其他机构或者是投资者的理财顾问、或者是承销商，还充当买卖双方的交易中介，有的还自己成为做市商，有的还作为投资者直接的交易对手，也就是说，他们集游戏规则制定者、裁判员、运动员、终裁法官于一身，什么样的欺诈事件发生都是不令人意外的。吃完“原告”吃“被告”，投行完全做得倒。

有的投行发表蛊惑人心的国际财经报告，以推动有利于自己布局的资金流动。有的发布行业的甚至是个股的点评报告，利于自己或关联者获利。有的充当财务顾问，把交易对手拉入自己的股中。有些投行设计一些产品给投资者或政府，自己却做空这些产品。有些充当别人的理财顾问，却暗中让对方作为自己的交易对手。这些行为都是利用自己的无远弗届的市场力量来轻易违背金融伦理的表现。

所以，对于金融伦理的监管，首先必须分解金融机构的权力，金融机构必须彻底地分业经营，金融机构背后的资本也不得混业持股。必须杜绝金融机构同时具备信息发布者（交易机构的交易信息除外）、理财顾问、交易中介、做市商等这些身份的任何两个。同时，金融机构推销产品以后，在产品到期之前，不得做空和购买这些产品的保险（CDS）。只有严格地分业经营，才能杜绝金融机构的垄断性市场权力，才不会有黑幕和欺诈的事情产生，金融机构的金融伦理才不会有堕落的机理。

1929年的全球金融危机后，美国颁布了《格拉斯-斯蒂格尔法》等法律，确立了商业银行与投资银行的分业经营。但是在1999年，美国通过了重混业经营的《金融现代化法》。现实表明，金融混业经营，会导致金融机构的市场权力过大，从而会导致金融伦理堕落。所以，金融业必须是分业经营，不光是商业银行和投资银行、保险公司等大业类分开，而必须更细致地将金融机构的信息发布、理财顾问、交易中介、做市商、自营等角色完全分开，只有这样才能有效防止金融伦理丧失。

■舆情时评 First Response I

中介机构，请种好一亩三分地

刘璐

近日，上海冠华不锈钢制品股份有限公司二次上会被否，相当惹眼。其中不寻常处，在于冠华“自证其错”，令人不解的是，如此明显瑕疵何以通过中介机构层层把关？

首发申请获批或被否原本常事，冠华奇在被否理由：根据二次申报材料，可判定首次申报材料未如实披露与股东、交易对方的关联关系。如此理由，简单、明确而凌厉。换个角度来说，冠华是在“自证其错”。

根据《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第32号）第二十五条的规定，发行人不得有的情形包括“最近36个月内曾向中国证监会提出发行申请，但报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏”。

冠华携带致命伤闯关，这是坦诚，还是试探？笔者不得而知。令人欣慰的是，如是试探，则其已被拒之门外无缘上市。令人不解的是，如此明显瑕疵，何以冠华仍然入得中介机构的“法眼”，进而在明显违规的情况下二次申报？另有疑云，首次申报材料何以出现如此重大遗漏，相关中介机构是否充分尽职调查？

莫非第二次申报的中介机构不知其不可为而为之？从保荐信用监管系统查询信息可见，其一，冠华两次申报的发行人律师均为国浩律师事务所；其二，在二次申报招股书上签字的保代之一系于2010年由爱建证券转而来，而爱建证券在冠华首次申报期间仅此一单保荐项目；其三，冠华在两次申报的八个

月间在上次未被披露的领域已进行规范化调整，如无此知，难有此策。

如此情形，令人生疑，中介机构尽责了么？以投行而言，决定是否承办项目之时，于项目团队负责人心中自有一番考量，通过券商内核之时，于内部监管人员亦有一番考量。而券商、律师在保荐项目尽职调查中的一大工作内容，即为核查首发申请人的合规性。

中国上市公司舆情中心注意到，不久前舆论热议“IPO不审可否”，有识之士将之解读为“在何种情况下IPO可以不审”。此番解读，答案着实引人深思，然而无论如何作答，题中应有之义即为中介机构切实履行自身职责，耕好自己的“一亩三分地”。

证监会一直在告诫各中介机构归位尽责。上周发布的《关于进一步加强保荐业务监管有关问题的意见》，亦是力图通过制度化安排，推进作为中介机构之一的保荐机构全流程合力尽责。

一些中介机构抱怨责任太重、反馈问题要求调查的内容太细、需自证清白的要求太多。可惜确有爱惜羽毛的中介机构却也有不够给力的案例出现，令旁观者亦捏一把汗，深感问责敦促之不可或缺。

无独有偶，笔者翻阅今年以来证监会披露的11家不予核准首发申请企业的被否原因，除冠华外，另有北京星光影视设备科技股份有限公司与之类似。比照星光影视两稿招股书，发审委发现其首次申报材料未披露3家关联人、二次申报材料未披露5家关联人，存在重大遗漏。

各方中介，既在其位，请谋其政。（作者系中国上市公司舆情中心观察员）

央票历史使命终结之后

朱凯

如果有一天，央票退出了我国货币政策工具的舞台，将有什么影响？

不可否认，任何政策工具的出现或者消亡，都有其独特的背景。央票是我国特有的一种政策工具。我国第一次发行央票是在2002年6月，期限为6个月，数量50亿元，发行利率1.9624%。时至今日，央票已成为央行主要的操作工具。

央行2002年新推央票的初衷与“双顺差”格局有关。那时，我国的国际收支经常项目和资本项目均呈现大幅顺差，国内流动性管理面临一大挑战。同时，受到机构参与度不足及品种存量较低等制约，财政部国债的市场交易也不活跃。央行在调节流动性方面，又受到政策限制而无法直接回购国债。在这种情形下，为对市场流动性进行总量调控，央行便创造出了央行票据这一载体——发行时回笼货币，到期时投放货币，付息时又相当于创造货币。

数据显示，2002年6月至2011年底的9年半中，央票发行规模分别为

1938亿元、7638亿元、14961亿元、27662亿元、36522亿元、40571亿元、42960亿元、38240亿元、42350亿元以及14140亿元。可以看出，2011年央票的发行量已明显减少，而今年以来央行干脆一期央票也没发行。

央票的期限总共有3个月、6个月、1年以及3年这四种。一般而言，3年期央票锁定资金的时间最长，央行一般会比较谨慎。它最早被采用是在2004年底，随后断断续续用到2005年5月。然后在2007年初再次启用，并几乎一直实施到2008年6月。近几年的最后一次启用是在2010年4月，中间经历2011年上半年的暂停后，一直发行到了2011年10月20日。此后3年期央票便从未现身。

不难发现，上述区间均为消费价格指数（CPI）居高不下的期间，最高的为2008年2月同比增幅8.7%。发行央票对冲顺差导致的过于宽松的基础货币，收回流动性。

2011年开始，央票发行明显缩量，今年以来完全缺席，而其间主要运用提准与加息工具。央票发行风格的转变，

到底还有什么其他特殊原因？

实际上，这又必须回到我国最初发行央票时的“双顺差”局面。随着2011年外围形势的急剧转变及反复，我国新增外汇占款一度出现连续3个月的负增长，是自2007年12月以来首度出现。所谓的“热钱”似新增外汇占款减去外商直接投资与外贸顺差之和所得的数值）也在2011年二季度开始出现减少迹象。根据今年已公布的数据，2月份外商直接投资自去年11月以来已连续4个月同比负增长，1月及2月新增外汇占款仅1409亿元和251.15亿元，1月份“热钱”则延续了去年四季度以来的负增长态势。

此外，公开市场央票存量的减少，会导致未来月份或年份到期资金的降低，并直接加大后续操作的难度，这或许也是今年以来央票停发的技术性原因之一。总体而言，如果上述外汇占款流入减少等现象得到持续，央票恢复发行的理由也将不复存在。如果前面这10年的经济周期即将开始轮换，央票较长时间停发甚至退出历史舞台，也并非不可能。

如果央票真的从我国货币政策工具

焦点评论



菜市重现蒜你狠，十元只能买两根。民生压力在加大，通常预期又升温。菜贱伤农情何堪，菜贵伤民心不忍。暴涨暴跌咋防范？集约经营是法门。

赵乃育/漫画 孙勇/诗

债转股陷入困境将引起整个市场估值水平的变化。有人担心股价会普遍地急剧下跌。对于这种看法，理由提出一些质疑。原因是，股票发行体制的理顺，从长远来讲对投资者是一件大好事。以往这种“脱壳型”的市场，对于价值投资和长期投资所造成的伤害有多么巨大，相信大家都有体会。因此，对于我国投资者来说，审批制的取消不啻是一种解放，是一大利好；有长远投资计划的各路人马，必定会展开各自的长线布局。市场也许会经历一个下跌过程；然而，随着市场回归基本面，最终，它将同实体经济一同成长。不仅如此，一旦投资者充分预见到这个“U”形的调整过程，辅之以适当的过渡措施，其结果是，这个调整过程将不会那么剧烈。历史行情走势已经多次显示了类似的效应。

我们需要对低股价这个问题多做些讨论。审批制的取消意味着围绕着股票市场、从而把经济体系区分为“场内”和“场外”的那堵墙被拆除了，场内的“水位”必将下降，资金之水将会流向实体经济，直至场内与场外的估值水平大致持平。这是一个自然的、不可避免的市场过程。然而，可以肯定的一点是，场内的“水位”绝不会下降到比场外更低的地步，也即上市公司估值不会低于非上市公司；因为，假若如此的话，产业资本就会进场收购，以图获利。所以，那种认为“取消审批制会导

■算法经济 Li Bin's Column I

假如股票像白菜一样卖



李斌

假如取消股票发行的审批制，股票就像普通商品那样来销售，让我们来看看这将会造成哪些后果。

短期之内，必定会引起证券市场与经济体系的某些震荡，因而势必展开一个过渡和调整的过程。首先，由于历史累积的因素，股票供应显然将会大幅度增加，将会有许多企业同时叫卖自己的股票，新股紧缺的局面将会从根本上得以解除。股票增加了，投资者是否会“只要一听到原始股就扑上去”呢？在笔者与他人的交谈中，有人对此表示十分担心，他忧心股会上当受骗。诚然，由于国家不再对公开发行的股票的企业作实质性审查，市场上叫卖的股票一定是良莠不齐的，其中必然也不乏不怀好意的骗子公司。但是，投资者届时也将是知道这一点的，并且，投资者还会预期到将有更多的、甚至无限的股票发行活动，所以，几乎可以确定地说：就像大部分实物商品市场上情形一样，投资者将会持币观望，他们将变得十分谨慎和挑剔；也就是说，我国股市将会迅速转入买方市场。

供求关系的倒转将会导致整个市场的风气和氛围发生转折性变化。监管机关必欲除之而后快的新股炒作以及其他恶炒活动势必将会迅速退潮，企业估值将会回归基本面，市场的注意力将会真正转向蓝筹股和绩优企业。在这种情况下，要想使股票的价格上升，那就只有依靠踏踏实实做好业绩，这就好比要想使某个产品卖个好价钱，就得提高产品质量的道理一样。在自由的、开放的竞争环境中，想“混事儿”、“蒙事儿”将是很难的。即使发生了个别欺诈事件，股民也将会受到教育，监管层也将会汲取教训，进而使整个体系不断地改进。简言之，市场供应充足（甚至过剩）是产品质量得以提高的前提；在供应短缺的前提下，谈论质量的改进，不过是一句空话。这是改革开放三十多年来广大老百姓深有体会的基本道理。

我们还需要看到，在证券业、金融业以至更大范围的改革与发展的蓝图中，股票发行体制的改革处于一种基础性的、需要优先进行的位置上，因而，这一改革将为其改革计划的实施创造良好的条件。多层次资本市场的建设需要以股票的自由发行和上市为前提；只有上市公司数量变多了，彼此之间的差异变大了，场内与场外的落差基本消除了，市场才会产生进一步细分的需要。这个次序不能倒转过来；不能先给市场起个“这个板”、“那个板”的名字，然后再物色“适当的”企业装填进去。场内与场外的边界变得模糊了，“转板”或退市也就成了水到渠成之事；你不让它退市，也许它自己偏要退，我们又何必对于所谓的“退市标准”争论不休呢？所以，可以说，没有股票的自由发行，就没有真正的“多层次资本市场体系”。取消审批制也是降低金融风险的关键环节。在股价没有“落地”之前，各类金融机构所持股票的价值都是有疑问的；这一改革拖得越久，“问题资产”的规模也就会越大。股票发行制度改革也不能晚于“融资融券”等杠杆化措施的大规模推行。从国内外金融危机教训来看，“杠杆化”引起的“链式反应”和放大效应是导致危机加深的一个重要原因；因而，假如大规模铺开融资融券、期货、期权等衍生品交易，再进行发行制度改革，这一改革的难度和风险无疑将会大大提升。孰优孰劣，孰先孰后，这里的逻辑关系再清楚不过了。