

# 改革新股发行 整治“三高”顽疾

本报评论员

证监会4月1日公布新股发行体制改革指导意见的征求意见稿,拟采取多方措施抑制新股高价发行,突出了强化信息披露、完善定价约束、引入个人投资者参与报价、加强定价监管、推出存量发行和抑制炒新等六大焦点问题。这意味着新一轮新股发行体制改革已然启动。

先是在各路申购资金热捧之下,新股“三高”(高市盈率、高定价、高起募)发行屡现,继而是新股上市首日遭爆炒,股价和换手率比翼高飞,最后是新股价格跌跌不休直至大面积破发,参与炒新股的投资者全线套牢,损失惨重——这是在A股市场轮番上演的新股炒作“三部曲”,此种现象在成熟的资本市场殊为少见,颇具中国特色,是A股生态不良、疾病丛生的一个缩影。

## 打破利益集团 是“银行反垄断”关键

萧坊

近日,温家宝总理表示,民营资本进入金融领域就是要打破垄断,温州试点的成功经验要在全中国推广。温家宝称,国内少数几家大银行处于垄断地位,“获得利润太多了”,中央已统一思想要打破银行垄断。

当前,我国银行业已成为一个暴利行业。据报道,2011年几家上市银行的利润增长都在40%到50%。可是,中小企业的利润又如何呢?2011年,佛山市高明区曾做过一项调查,调查显示,中小工业企业利润率普遍低于3%,亏损面超过20%。这种不匹配表明,金融市场从实体经济中拿走了太多。另一方面,国家作为国有银行的一个虚拟所有者,多年来,并未收回相应的资本回报与红利,很大一部分利润直接或变相地转化为垄断行业的职工收入或福利,被寻租和低效率所消耗。

这一切是如何形成的?原因只有一个,那就是垄断!根据美国传统基金会的排名,我国经济自由度排在140位,其中,金融自由指数得分仅为30分,比平均分48.5分少了18.5分。该基金会认为,中国复杂的金融系统被牢牢地控制在政府手中,四大国有银行占据了超过50%的总资产;国家指导信用的分配,而四大国有银行的借款首先给了国有企业。正是垄断使得银行业能够从实体经济中轻易地“剪羊毛”。

国际货币基金组织首席经济学家拉詹曾提出金融发展的“利益集团论”。他认为,金融发展的障碍在于利益集团,而金融体系中的既得利益集团主要包括产业既得利益集团和金融既得利益集团。在我国,信贷歧视则普遍存在,这种信贷歧视不仅存在于区域(比如对城

市和农村的差别授信),存在于个人(对穷人和富人的差别授信),也存在于所有制(对国有企业和中小民营企业的差别授信)。打破银行的垄断地位,往往意味着这些利益集团将很难再享有特殊的融资地位,而产业门槛的降低,则有利于新的竞争者加入。正如有人所言,打破垄断所带来的竞争以及由竞争所衍生的一系列结果,将侵蚀产业既得利益集团所享有的高额利润。

除此之外,对于银行业内的既得利益集团来说,打破垄断所带来的竞争,将彻底摧毁他们的位置租金。在当前的体制中,拥有既得利益的银行业内人员的比较优势来自于他们对金融资源的垄断,以及他们与企业、供应商和政府官员等之间的关系。一旦竞争程度加剧,行业更加规范化,信息更透明,那么,既得利益集团所掌握资源的重要性就会相对减小。这种业务模式的转换,会给他们的垄断收入带来损失。而且,在我国,一些政府机构和官僚也是银行现行体制的既得利益者,改革意味着权力要面临重组,这显然不是他们愿意看到的。

我国银行业的初始资本,几乎都来源于国家,而特许权制度则进一步确立了国有银行的垄断地位。可以说,我国银行业垄断机制的形成有着深刻的历史背景和路径依赖。如今,中央统一思想要打破银行垄断,而要顺利打破银行垄断,最根本的,就是打破利益集团。经济学家奥尔森指出,经济增长与社会发展的最终阻碍在于分利集团,为了经济社会的发展,必须限制分利集团。令人担心的是,长期的“政府主导”型金融体制使得利益集团庞大而坚固,隐藏着巨大的制度变革成本。改革不是请客吃饭,要打掉各种利益集团利益,需要决心。

我国银行业的初资本,几乎都来源于国家,而特许权制度则进一步确立了国有银行的垄断地位。可以说,我国银行业垄断机制的形成有着深刻的历史背景和路径依赖。如今,中央统一思想要打破银行垄断,而要顺利打破银行垄断,最根本的,就是打破利益集团。经济学家奥尔森指出,经济增长与社会发展的最终阻碍在于分利集团,为了经济社会的发展,必须限制分利集团。令人担心的是,长期的“政府主导”型金融体制使得利益集团庞大而坚固,隐藏着巨大的制度变革成本。改革不是请客吃饭,要打掉各种利益集团利益,需要决心。

我国银行业的初资本,几乎都来源于国家,而特许权制度则进一步确立了国有银行的垄断地位。可以说,我国银行业垄断机制的形成有着深刻的历史背景和路径依赖。如今,中央统一思想要打破银行垄断,而要顺利打破银行垄断,最根本的,就是打破利益集团。经济学家奥尔森指出,经济增长与社会发展的最终阻碍在于分利集团,为了经济社会的发展,必须限制分利集团。令人担心的是,长期的“政府主导”型金融体制使得利益集团庞大而坚固,隐藏着巨大的制度变革成本。改革不是请客吃饭,要打掉各种利益集团利益,需要决心。

我国银行业的初资本,几乎都来源于国家,而特许权制度则进一步确立了国有银行的垄断地位。可以说,我国银行业垄断机制的形成有着深刻的历史背景和路径依赖。如今,中央统一思想要打破银行垄断,而要顺利打破银行垄断,最根本的,就是打破利益集团。经济学家奥尔森指出,经济增长与社会发展的最终阻碍在于分利集团,为了经济社会的发展,必须限制分利集团。令人担心的是,长期的“政府主导”型金融体制使得利益集团庞大而坚固,隐藏着巨大的制度变革成本。改革不是请客吃饭,要打掉各种利益集团利益,需要决心。

何抑制“三高”发行并非一个“伪问题”。

有一种评论认为,A股“三高”发行是一个“伪问题”,所谓“三高”乃是市场自由选择的结果,监管层不必对此大惊小怪。不过,这种看法并非主流。更多的理性观点则认为,我国监管层针对“三高”问题推出的一系列平抑举措,是保护中小投资者利益、敦促首次公开发行(PO)中介机构归位尽责的必要策略。以4月1日公布的新股发行体制改革指导意见的征求意见稿为例,其中可谓亮点多多。

比如,该征求意见稿表示,新股发行将扩大询价对象范围,除了目前有关办法规定的7类机构外,主承销商可以自主推荐5-10名投资经验比较丰富的个人投资者参与网下询价配售。新股询价过程引入个人投资者,将使占比较高的中小投资者拥有参与新股定价的机会,使得新股定价过程不再是机构的特权,从而体现了公平原则。

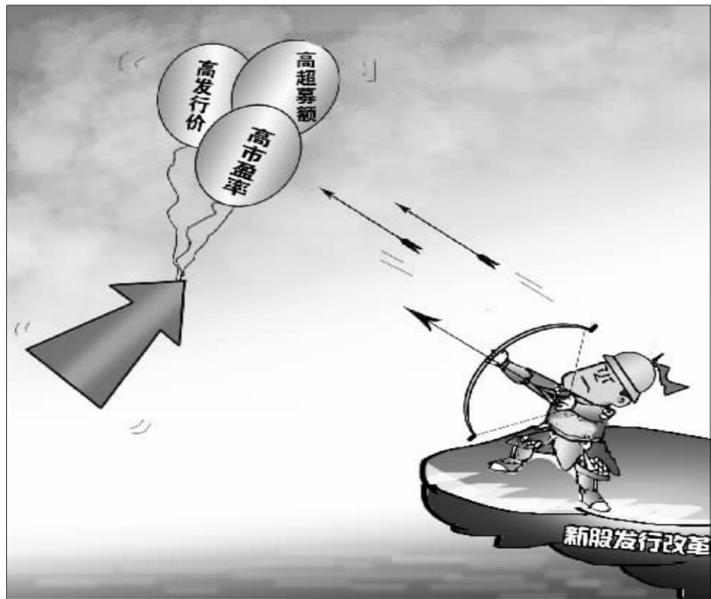
又如,在配售方面,向网下投资者配售股份的比例原则上不低于本次公开发行与转让股份的50%。新规则意在提高机构投资者持有的新股持有量,让报高价的机构为自己的不审慎行为买单,以抑制“人情报价”等现象,杜绝盲目高报价。借用一句民间俗语,这一改革将让那些乱报高价的机构“吃不了兜着走”,从而迫使机构们当“好孩子”。

再如,该征求意见稿提出,为抑制“三高”发行,在发行价方面,发行价格高于同行业上市公司平均市盈率25%的发行人,上市后实际盈利低于盈利预测的,证

监会将视情节轻重,对发行人董事及高级管理人员采取列为重点关注、监管谈话、认定为非适人选等措施,记入诚信档案。这一措施针对发行人上市前过度包装、上市后业绩变脸的怪象开刀,固然有“窗口指导”的意味,但总体上有利于广大保护投资者的利益,在融资功能凸显、投资功能不彰的A股市场,不失为矫枉之举,有利于改变A股备受诟病的“圈钱市”形象。

不必讳言,该征求意见稿的部分内容也引起了一些争议。比如它提出要启动存量发行手段,即在首次公开发行新股时,推动部分老股向网下投资者转让,增加新上市公司可流通股数量。对此新举措,论者有赞有弹。赞之者认为,此举以扩大供应来平抑需求,是用市场之手来抑制“三高”现象;弹之者认为,存量发行将加大A股扩容压力,对大盘指数形成打压,不利于提振A股投资者信心。当然,这一切都是预测性评价,至于存量发行实施后的效果究竟如何,还有待实践予以检验。同理,这次发布的新股发行体制改革指导意见的征求意见稿,其计划实施的所有新举措的最终效果如何,均有待实践给出评判。

从2009年到现在,新股发行体制改革不断注入“市场化”、“公开化”、“法治化”的元素,从而推动中国股市向强健骨的方向成长。其中虽然有不足,但路径既选对,愿景终将可期。而在监管层于制度建设层面有所作为的同时,广大投资者尤其是中小股民,也应学好“用脚投票”的本领,如此,一个博弈平衡、监管到位的充分市场化的中国股市,才会早日建成。



赵乃育/漫画 孙勇/诗

三高上市问题大,新股日后多破发。督导职责要恪守,保荐材料莫虚夸。防范人情去搞鬼,邀请散户来询价。发行体制再改革,问计需要你我他。

## 合理控制实体部门负债规模

马涛

当一个国家存在大量处于过度负债状态的非金融企业时,就存在实体部门负债总额相对于该部门的净值过高问题。从国家资本结构来看,也就是实体部门的负债与净值之比超过了适当的范围,我们将这种状况称为实体部门过度负债。实体部门过度负债,是金融危机爆发的重要原因。

### 实体部门负债水平较高

中国实体部门资产负债率已经达到较高水平。为了对实体部门债务进行分析,我们以Wind资讯库中对国内所有行业的短期借款、长期借款、资产负债等财务指标数据为研究样本发现:在全部13类行业中,2001-2010年,农林牧渔业、建筑业、批发和零售贸易业、房地产业资产负债率较高,均达到70%以上,相比之下,传播与文化产业、信息技术服务业资产负债率较小,但也达到40%-60%,其他行业基本维持在60%-70%。全行业资产负债率较高,主要与中国正处于快速工业化阶段,投资结构主要以间接投资为主,人民币贷款占了较大的比例,经济的快速增长,使得银行和企业都可以承受一个相对较高的资产负债率。但是伴随经济结构调整和经济发展方式转变,势必会削弱经

济增长的速度,给某些行业的经营带来一定困难,大大削弱这些行业的偿债能力。

中国主体的负债外币化倾向较强,外债规模快速上升,中资金融机构和企业贸易信贷较快增长,境内企业借用外汇率款增多。从中国外债的部门结构分布看,外商投资企业和中资企业所借外债占到20%以上,如果加上贸易信贷几乎达到60%,实体部门的负债外币化倾向较强。进一步计算货币结构,可以看出,实体部门净外币资产为负,也即净外币负债,并且逐年增加。2006年,中国实体部门净外币负债为1479.75亿美元,到2009年达到2911.54亿美元,2010年略有下降达到2390.58亿美元,总体呈现递增态势。

### 国企民企“冰火两重天”

在中国,国有企业在实体部门中占有较大比重,对经济发展具有全局性影响。从中国国有企业债务风险状况来看,国有企业的资产负债率保持在65%左右,出现了普遍性的过度负债现象。从具体财务指标看,已获利息倍数呈现上涨趋势,近年来达到国际公认指标3,表明企业长期偿债能力在增强;速动比率基本维持在70%,现金流动负债比率较低,表明企业短期偿债能力较差;带息负债比率维持在

50%的较高水平,或有负债比率也达到5%左右,表明企业债务压力较重,这与国有企业的资本密集型特征和承担大规模投资职能存在密切关系。尽管国有企业发生债务危机的可能性不大,即使出现危机苗头,政府也会出手相救,但这会助长国有企业的道德风险问题,倾向于更加过度负债。国有企业对社会资金的过多占有,意味着非国有企业可得资金来源的减少,有损于资源配置的效率,不利于市场机制功能的发挥,是对市场化进程的严重打击。

相反,广大中小企业主要依靠自身积累筹集发展所需资金,直接融资比例仅为1.3%。一方面,广大中小企业面临较高的上市融资门槛,无法直接从资本市场融资,公司债券和股权融资只占不到1%;另一方面,信贷融资也面临重重困难,从银行难以轻松获得贷款支持。2001-2010年,国有银行将超过80%的信贷资金投向占企业总数不到1%的大型企业,占企业总数99%以上的中小企业只能获得不到20%的贷款。在现实当中,广大中小企业处于政策的“真空地带”。无论政府实施宽松的货币政策或财政政策,还是实施从紧的货币政策或财政政策,广大中小企业从中都获益甚少。政策宽松时,大型企业尤其国有企业资金受益最大,而通胀成本上升直接对中小企业的

生存空间形成挤压;政策收紧时,中小企业根本无法与大型企业尤其国有企业抗衡,有限的银行贷款依然为国有大型企业优先获得。被信贷政策掐住咽喉的中小企业,不得不求助于民间高利贷。

### 合理控制实体部门负债规模

实体部门过度负债会增大债务危机的风险,并可能导致资产负债表衰退。一个国家整体资产价格出现下跌时,就会迫使企业将它们最优先的目标从利润最大化转变为负债最小化,以修复受损的资产负债表。在企业急于用经营盈余偿还债务时,就丧失了投资的意愿,同时它们也不会再次举债,从而没有从银行增加贷款的需求。在这种状况下,无论中央银行是执行低利率政策,还是量化宽松的货币政策,加大流动性注入,都无法改变信贷紧缩的状态,宏观经济陷入了凯恩斯的“流动性陷阱”。银行信贷总量的紧缩,消费和投资大量减少,总需求进一步萎缩,宏观经济陷入恶性衰退。

为避免债务危机和资产负债表衰退,必须合理控制实体部门的负债规模。要大力发展直接投资,提高社会资本形成能力,促进企业降低资产负债率。企业要根据自身的资产负债情况,合理地计划投资,不要不计财务成本,拼命地放大金融杠杆,套取资金。(作者系中国人民大学经济学博士)

■拍岸涛声 | Wu Zhigang's Column |

## 金砖国家开始打造“金砖”



吴智钢

3月底在印度新德里举行的金砖国家第四次峰会所取得的成果超乎多数人的预期。这些成果表明,金砖国家开始打造“金砖”了——即由原来的5块金砖(4个金砖国家加上南非后变成了5个)开始向一个加强了内部互信、在国际上协调一致并且将显现越来越重要地位的“金砖共同体”(或者说是“金砖联盟”)进发了。

读一读金砖国家第四次峰会结束时发表的《德里宣言》,我们就可以发现,在多达50项的共识当中,内容包括了全球经济形势、宏观经济政策的协调、全球金融架构的稳定、国际货币基金组织和世界银行的改革、多哈回合谈判、可持续发展、千年发展、环保等等,几乎涵盖了当前国际上所有的重要问题。金砖国家开始不再仅仅谈论内部多边或者双边的合作,也不再仅仅止于在经济问题上的合作,而是在包括国际地缘政治问题等众多国际重要问题上,发出共同的声音,而这,正是金砖国家加强合作的一个重要的新起点。

尤其值得注意的是,金砖国家开始超越了经济合作的框架,在包括关于伊朗、叙利亚、阿富汗等问题在内的敏感而重要的地缘政治问题上采取了共同的立场,提出了与欧美发达国家截然不同的政治主张。

例如,在伊朗问题上,美国和欧盟霸道地要求世界各国不要从伊朗进口石油,并且声称要对继续从伊朗进口石油的国家实行制裁。而在《德里宣言》中,金砖国家表示“承认伊朗根据国际义务和平利用核能的权利”,认为“伊朗问题不能升级为冲突”,与一些西方国家叫嚷要对伊朗动武不同,金砖国家主张“支持根据联合国安理会有关决议,通过政治、外交和有关各方开展对话的手段解决问题”。而且,中国、印度这两个伊朗石油贸易的重要伙伴依然表示,要继续合理合法地从伊朗进口石油。或许正是金砖国家的这种共识,促成了伊朗问题的6国会谈将在近日举行。

针对欧盟打着“绿色经济”的旗号,要对入境飞机征收“碳排放税”的措施,金砖国家明确提出“反对以发展绿色经济为由采取任何形式的贸易和投资壁垒”,主张“各国政府应拥有灵活性和政策空间,根据各自发展阶段、国家战略、国情和政策重点,在诸多选项中确定自身的可持续发展途径”。

本次金砖国家峰会的重要成果之一,就是协商建立“南南开发银行”(South-South Development Bank)。该银行的目标和职能主要是为金砖国家和其他开发中国家的基础设施及其他可持续项目筹集资

金。笔者认为,此举不仅可为发展中国家提供金融支持,促进发展中国家经济发展,也有利于加速国际货币基金组织和世界银行的改革进程。《德里宣言》称“我们呼吁建立更具代表性的国际金融架构,提高发展中国家的发言权和代表性,同时建立并完善一个符合各国利益、支持新兴市场和发展中经济体发展、公正的国际货币体系”。宣言呼吁“在2012年国际货币基金组织/世界银行年会前如期落实2010年治理和份额改革方案,在2013年1月前全面审查份额公式,以更好地体现经济权重”,并且认为“这一动态改革进程有助于确保国际货币基金组织的合法性和有效性。”

从南南开发银行的筹建和《德里宣言》中关于国际金融架构的表述中,我们看到了金砖国家合作推进国际金融架构改革、完善国际金融秩序的决心和行动。当然,南南开发银行的建立目前仍然处于筹备阶段,即使建立了南南开发银行,也不可能取代现有的国际货币基金组织和世界银行,但是,可以想象的是,此后,由欧美发达国家完全把持国际金融架构的时代行将结束,以金砖国家为代表的发展中国家将在国际金融架构中取得更多的话语权。对此,世界银行行长佐立克4月3日在博鳌亚洲论坛发表自己的观点,对于世界银行和“南南开发银行”之间的关系,佐立克称相关国家要发展,我们就必须和他们进行合作。

不必讳言的是,由于金砖国家之间的政治体制不同,所追求的经济利益也有不同,目前金砖国家内部依然存在巨大的分歧和各自不同的利益诉求,中国和印度作为能源的需求大国,而俄罗斯、巴西和南非作为能源的主要供应国,既有互相依存的一面,又有买方和卖方之间必然存在的不同利益;中国和印度之间还有漫长的边界问题,这些都决定了金砖国家仍然不能真正成为“金砖”一块,两者之间的分歧将会长期存在,在国际格局中的不同利益追求也将长期存在。但是,重要的是,在国际金融危机和全球经济危机当中,金砖5国发出了越来越多的共同利益和国际政治诉求,为了这些共同的利益它们越来越坚定地站到了一起,越来越明确地作为一个整体向世界发出一道一致的声音。笔者相信,求同存异已经成为金砖国家互信的基础和原则,在这个基础和原则上,金砖5国有可能发展成为一个共同体,它们将会在未来的国际事务中协调合作,崛起于世界之林。

通过本次金砖峰会和《德里宣言》,我们可以看到,金砖五国的合作已经上了一个新的台阶,步入了一个崭新的起点。可以预见,金砖国家将在未来的国际经济和事务中产生越来越大的影响,发挥越来越大的作用。目前,金砖国家人口占世界总人口的42%,国内生产总值(GDP)约占世界总量的20%,贸易额占全球贸易额的18%,对世界经济增长的贡献率超过50%。在这样的群体面前,还有什么重大的国际事务能够忽视它们的声音呢?

### 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至pp118@126.com。