

抓紧清理地方政府“保壳”土政策

本报评论员

创业板退市制度日前出台, 其中的八大亮点博得市场各方一片赞叹。在创业板退市问题上, 监管层敢于动真格并建章立制, 理应得到嘉许。不过, 我们也应该看到, 目前创业板上市公司退市的阻力依然强大, 其中, 地方政府的“保壳”观念和相关政策是亟待清理的最大障碍。

有股份公司上市, 就有股份公司退市, 这是资本市场优胜劣汰、吐故纳新的内在要求。然而, 在中国股市成立20多年来, 上市公司退市却成了一件稀罕的事情, 这显然极不正常。以退市制度的重要组成部分——ST制度为例, 该制度已在中国股市推行了14年, 但14年来仅40余家ST企业退市。特别是2007年至今, 沪深两市竟无一家公司真正退市。而与此同时, 以暗箱操作为特征的ST上市公司“乌鸦变凤凰”的闹剧却频频上演。这一切, 不仅败坏了中国股市的声誉, 更损害了广大投资者的利益。

研究中国股市并不顺利的20余年成长史, 不难发现, 中国股市不能承

受之退”现象之所以愈演愈烈, 一个很重要的原因就是, 各级地方政府“闲不住的手”起了很坏的负面作用。相比ST上市公司处心积虑当“老赖”、部分投资者抱着豪赌的心态为ST上市公司押注捧场等因素, 地方政府的干预, 可视为中国股市退市制度在实践中被架空的首要原因。

长期以来, 在中国地方政府政绩考核体系中, 辖区上市公司数量多少、规模几何, 以及资产证券化率的高低, 均为重要的考核指标。为此, 各级地方政府不仅有动力推动辖区更多企业上市, 也有理由充当辖区ST公司拒不退市的后盾。于是, 每逢公司上市前夕或决定ST公司生死的年度大考来临之际, 地方政府便通过财政补贴、技改资金、减免税费等手段, 帮助辖区内相关公司扮靓业绩。不仅如此, 很多地方政府还对成功首发上市的公司、成功借壳上市的公司以及完成重大资产重组的ST公司, 给予从数百万元到数千万元不等的重奖。凡此种种政策, 促成了中国股市“戴壳”与“保壳”不断上演的奇观。

统计数据显示, 2010年共有1454

家公司得到政府补贴, 涉及总金额高达463亿元, 平均每家企业获3187万元。1454家公司中, 享受到政府税费返还和减免的有514家, 涉及金额79亿元, 平均每家1543万元。同样, 由于抓住政府补贴这棵救命稻草, ST公司的“不死鸟”传奇持续演绎。2010年, 共有近22亿元政府“红包”进入67家ST公司腰包, 把它们从“鬼门关”拽了回来。尽管2011年的相关数据目前尚待统计, 但从已经公布的上市公司2011年财报看, 地方政府对辖内上市公司予以财政补贴或减免税收的情况, 依然大量存在。

股市说到底是一个市场, 其基本功能之一就是在公平竞争的前提下实现资源的优化配置。对于股市而言, 一个现代政府所要做到的, 就是为它构建一个公开、公平、公正的运行环境, 并提供相应的服务。反观中国, 各级地方政府对股市的作为实在是大失分寸, 乱了规矩。那些旨在“戴壳”与“保壳”的金融政策, 貌似呵护了公司提升了政绩, 实则损害了市场经济的“三公”原则, 也破坏了股市优胜劣汰、吐故纳新的正常运行机制。

政府权力之手深度介入辖内公司“戴壳”与“保壳”的运作, 还会给权力寻租提供机会。ST高陶和中山公用的重组案就很可能说明问题。更进一步分析, 以政府补贴为主要特征的“戴壳”

与“保壳”政策, 在法理上也站不住脚, 因为政府是用纳税人的钱去补贴上市公司, 而这种做法并没有获得纳税人的同意与授权。

总而言之, 当下中国各级地方政府制定的花样繁多的“戴壳”与“保壳”政策, 弊端多多。无论是从政府转型的宏观战略出发, 还是从重建股市健康生态的具体层面考量, 都需要痛下决心, 对各级地方政府“戴壳”与“保壳”金融政策予以清理, 该规范的要规范, 该约束的要约束, 该叫停的要叫停。惟其如此, 新鲜出炉的创业板退市制度, 才会如期尽可能地发挥积极作用, 未来向主板推行才会更加顺利。

根据《深圳证券交易所创业板股票上市规则》(修订)相关规定, 创业板退市制度将于2012年5月1日起正式施行。眼下, 上市公司2011年财报即将披露完毕, 不少敏感的媒体已据此整理出有可能退市的首批创业板公司名单, 广大投资者也对这份名单表示极大的关注。与此同时, A股创业板指数也连续两日大幅走低。这一切, 表明各方对创业板退市制度尽快动真格充满期待。当此之际, 尚未看到清理地方政府“保壳”政策的举措出台, 这难免让人心存隐忧。我们希望这只是一阵暂时的沉寂, 并呼吁有关方面协同行动, 顺势而为, 尽快清理地方政府不合时宜的“保壳”政策。

靠什么抵挡经济减速



黄小鹏

本专栏上一篇文章指出, 不应该将“人口红利”强调到不恰当的程度。大量事实表明, 人口红利的存在并不必然带来经济高速增长, 即人口红利不是高增长的充分条件。也许有人会问, 不是充分条件, 该是必要条件吧!

如前所述, 人口红利有两层含义, 如果从第二层意义即储蓄和资本供应上看, 它也不是经济高增长的必要条件。其实, 一国资本是过剩还是不足与人口结构基本上没有什么关系。美国经济学家William R. Cline所著《作为债务国的美国》一书中对各国历史上债权债务状况作了一个统计, 这个统计表明, 很多国家反复经历过资本过剩和资本不足的循环, 即某阶段是资本过剩对外输出资本, 下一阶段又是资本不足, 需要资本输入。通过对比发现, 资本输入输出与当时的人口结构之间并无必然联系。例如, 日本统计学意义上的人口红利是从1970年开始并于1990年结束的, 但该国在1960年代中期就已成为资本过剩国并于1980年代成为全球头号净债权国, 此后这一地位并未因人口红利消失而消失。

其实, 影响储蓄率与资本积累的因素非常多, 人口因素仅是其中之一, 并且很可能不是最重要因素。如果用开放视角看问题, 担忧人口因素制约资本积累, 进而制约增长, 就更没有道理了。

那么, 从第一层含义上来看, 人口红利的消失是否会令中国高速增长戛然而止呢? 要回答这个问题, 要先弄清经济增长的源泉。根据新古典增长理论, 经济增长有三个源泉: 劳动、资本和全要素生产率(TFP, 即投入以外的因素, 如技术、管理等)。没有人否认中国经济增长的粗放特征, 但这是否就意味着TFP在增长中没有作用呢? 学术上对此有许多研究, 结论分歧也很大, 最高的认为过去增长有一半是TFP创造的, 有的测算出TFP为零, 甚至还有研究得出的结论是TFP为负。这些研究因分析方法不同, 孰对孰错, 这里已无从验证, 只能进行一个直观判断: 过去中国经济的高增长不仅体现在总量上, 劳动GDP增长率也相当高, 如果没有TFP的功劳, 在资本边际回报不变或递减的情况下, 劳动国内生产总值(GDP)是无法实现增长的。

至于TFP的作用到底有多大, 我倾向于认为比较大。这个判断主要是建立在技术和管理外溢(即溢出)的概念上。我们知道, 中国启动改革开放时, 已落后于世界正常产业科技水平至少一个梯级。当时, 第三次科技革命第一阶段在主要国家已完成, 而中国主要还是在搞第二次工业革命, 有不少指标连国外第一次工业革命的水平也没有达到。试想有两个水位落差很大的水池, 当把中间隔板慢慢抽开时会发生什么情况? 低水位池子一开始水位肯定快速上升。改革开放就好比是抽掉这个隔板, 国外的市场制度和先进技术、先进管理经验迅速外溢到中国, 中国的TFP自然提高得很快。技术扩散有一个规律, 就是技术落差越大“后发效应”越明显, 加上要素投入(劳动和资本)本身也增长得很快, 合在一起就是GDP的快速增长了。也就是说, 中国过去持续两位数的增长, 是劳动投入、资本、TFP三个因素并驾齐驱的结果。对比之下, 像欧洲美国这样更依赖TFP的国家, 长期潜在增长率仅

有2%-2.5%。

众所周知, 中国经济连续30年两位数增长这样的奇迹, 人类历史上还是第一次出现。为什么这个奇迹只发生在中国? 就是因为只有中国出现过上述三个因素的长时间重合。邻近的日、韩、台等经济体, 要么要素投入空间消失较快, 要么一开始技术(或体制)起点就远高于中国, 它们“奇迹”的时间自然就要短一些。

中国经济的长期增长前景, 目前是国际国内学术界的热门话题, 总的说来, 外国人对此更乐观一些, 本国人更悲观一些。乐观的人认为2023年之前仍能保持9%的高增长率, 此后仍能保持5.5%左右的增长, 悲观者则认为在未来几年内中国经济潜在增长率就会下降到5%-6%甚至更低。产生分歧的根本原因在于对上述三个因素判断不同。

先看劳动投入因素。虽然存在提高劳动参与率、延迟退休等方法来挖掘潜力的可能, 但人口红利消失后, 劳动的约束基本上是硬性的, 低成本劳动时代的远去是无人能够改变的事实。资本因素倒是不必担忧的, 如前所述, 人口对资本供应的影响很有限。这样, 剩下的决定因素就是TFP了。如果断定过去增长TFP没有起到作用, 那么, 潜在增长率快速下降就是无法避免的, 这正是悲观者的理由。如果认为过去TFP发挥了较大的作用, 那么接下来的问题是: 未来TFP能够维持不变? 还是必定下降? 还是有提升潜力?

毫无疑问, 下降的压力始终存在。随着中国与最先进技术之间起初的巨大差距快速缩小, 外溢效应将呈自然衰减状态, 进一步缩小与发达技术之间的差距越来越难。前沿创新比模仿山寨要难几百倍, 几千倍! 经验表明, 担忧人口因素制约资本积累, 进而制约增长, 就更没有道理了。那么, 从第一层含义上来看, 人口红利的消失是否会令中国高速增长戛然而止呢? 要回答这个问题, 要先弄清经济增长的源泉。根据新古典增长理论, 经济增长有三个源泉: 劳动、资本和全要素生产率(TFP, 即投入以外的因素, 如技术、管理等)。没有人否认中国经济增长的粗放特征, 但这是否就意味着TFP在增长中没有作用呢? 学术上对此有许多研究, 结论分歧也很大, 最高的认为过去增长有一半是TFP创造的, 有的测算出TFP为零, 甚至还有研究得出的结论是TFP为负。这些研究因分析方法不同, 孰对孰错, 这里已无从验证, 只能进行一个直观判断: 过去中国经济的高增长不仅体现在总量上, 劳动GDP增长率也相当高, 如果没有TFP的功劳, 在资本边际回报不变或递减的情况下, 劳动国内生产总值(GDP)是无法实现增长的。

至于TFP的作用到底有多大, 我倾向于认为比较大。这个判断主要是建立在技术和管理外溢(即溢出)的概念上。我们知道, 中国启动改革开放时, 已落后于世界正常产业科技水平至少一个梯级。当时, 第三次科技革命第一阶段在主要国家已完成, 而中国主要还是在搞第二次工业革命, 有不少指标连国外第一次工业革命的水平也没有达到。试想有两个水位落差很大的水池, 当把中间隔板慢慢抽开时会发生什么情况? 低水位池子一开始水位肯定快速上升。改革开放就好比是抽掉这个隔板, 国外的市场制度和先进技术、先进管理经验迅速外溢到中国, 中国的TFP自然提高得很快。技术扩散有一个规律, 就是技术落差越大“后发效应”越明显, 加上要素投入(劳动和资本)本身也增长得很快, 合在一起就是GDP的快速增长了。也就是说, 中国过去持续两位数的增长, 是劳动投入、资本、TFP三个因素并驾齐驱的结果。对比之下, 像欧洲美国这样更依赖TFP的国家, 长期潜在增长率仅

有2%-2.5%。众所周知, 中国经济连续30年两位数增长这样的奇迹, 人类历史上还是第一次出现。为什么这个奇迹只发生在中国? 就是因为只有中国出现过上述三个因素的长时间重合。邻近的日、韩、台等经济体, 要么要素投入空间消失较快, 要么一开始技术(或体制)起点就远高于中国, 它们“奇迹”的时间自然就要短一些。中国经济的长期增长前景, 目前是国际国内学术界的热门话题, 总的说来, 外国人对此更乐观一些, 本国人更悲观一些。乐观的人认为2023年之前仍能保持9%的高增长率, 此后仍能保持5.5%左右的增长, 悲观者则认为在未来几年内中国经济潜在增长率就会下降到5%-6%甚至更低。产生分歧的根本原因在于对上述三个因素判断不同。先看劳动投入因素。虽然存在提高劳动参与率、延迟退休等方法来挖掘潜力的可能, 但人口红利消失后, 劳动的约束基本上是硬性的, 低成本劳动时代的远去是无人能够改变的事实。资本因素倒是不必担忧的, 如前所述, 人口对资本供应的影响很有限。这样, 剩下的决定因素就是TFP了。如果断定过去增长TFP没有起到作用, 那么, 潜在增长率快速下降就是无法避免的, 这正是悲观者的理由。如果认为过去TFP发挥了较大的作用, 那么接下来的问题是: 未来TFP能够维持不变? 还是必定下降? 还是有提升潜力? 毫无疑问, 下降的压力始终存在。随着中国与最先进技术之间起初的巨大差距快速缩小, 外溢效应将呈自然衰减状态, 进一步缩小与发达技术之间的差距越来越难。前沿创新比模仿山寨要难几百倍, 几千倍! 经验表明, 担忧人口因素制约资本积累, 进而制约增长, 就更没有道理了。那么, 从第一层含义上来看, 人口红利的消失是否会令中国高速增长戛然而止呢? 要回答这个问题, 要先弄清经济增长的源泉。根据新古典增长理论, 经济增长有三个源泉: 劳动、资本和全要素生产率(TFP, 即投入以外的因素, 如技术、管理等)。没有人否认中国经济增长的粗放特征, 但这是否就意味着TFP在增长中没有作用呢? 学术上对此有许多研究, 结论分歧也很大, 最高的认为过去增长有一半是TFP创造的, 有的测算出TFP为零, 甚至还有研究得出的结论是TFP为负。这些研究因分析方法不同, 孰对孰错, 这里已无从验证, 只能进行一个直观判断: 过去中国经济的高增长不仅体现在总量上, 劳动GDP增长率也相当高, 如果没有TFP的功劳, 在资本边际回报不变或递减的情况下, 劳动国内生产总值(GDP)是无法实现增长的。至于TFP的作用到底有多大, 我倾向于认为比较大。这个判断主要是建立在技术和管理外溢(即溢出)的概念上。我们知道, 中国启动改革开放时, 已落后于世界正常产业科技水平至少一个梯级。当时, 第三次科技革命第一阶段在主要国家已完成, 而中国主要还是在搞第二次工业革命, 有不少指标连国外第一次工业革命的水平也没有达到。试想有两个水位落差很大的水池, 当把中间隔板慢慢抽开时会发生什么情况? 低水位池子一开始水位肯定快速上升。改革开放就好比是抽掉这个隔板, 国外的市场制度和先进技术、先进管理经验迅速外溢到中国, 中国的TFP自然提高得很快。技术扩散有一个规律, 就是技术落差越大“后发效应”越明显, 加上要素投入(劳动和资本)本身也增长得很快, 合在一起就是GDP的快速增长了。也就是说, 中国过去持续两位数的增长, 是劳动投入、资本、TFP三个因素并驾齐驱的结果。对比之下, 像欧洲美国这样更依赖TFP的国家, 长期潜在增长率仅

从央行表态看利率市场化路径

余丰慧

中国央行行长周小川日前指出, 目前利率市场化改革正在设计论证之中。贷款利率改革可先行一步, 存款方面可通过促进替代性负债产品发展及扩大利率浮动区间等方式推进。

利率市场化是近期经济金融改革热议的话题。社会上呼吁利率市场化的声音越来越高, 包括专家学者以及企业家们。一个最主要的理由是, 中国经济发展到今天, 资金价格如果仍然由国家定价, 那么, 必然影响配置效率。人们往往拿中小微型企业融资难、贷款难和民间资金充裕甚至演变为高利贷为佐证, 从而要求推进利率市场化步伐。而反对者认为, 利率市场化可能带来资金成本突然大幅提高, 国际热钱大举进入以及金融秩序混乱等问题。在此之际, 利率主管央行的表态, 格外令人关注。

此前, 社会各界把利率市场化起步寄托于温州金融综合改革试验区方案上, 结果这个方案里只字未提利率市场化字眼, 令一部分人大失所望。笔者认为, 温州金融综合改革方案不提利率市场化是正确的。利率市场化是一个全国性、广泛性的问题, 不可能在一个地区搞放开试点。资金价格与别的价格不同的, 哪里资金价格高、回报高, 资金资本就流向哪里。在一个地区放开资金价格, 必然使得全国资金流动出现问题。

周小川行长的“利率市场化改革正在设计论证, 贷款利率改革可先行一步”的表态是关于利率市场化问题的

最高层、最权威和最新信息信号。“正在设计论证之中”, 说明利率市场化已经摆上日程, 向前再推一步的条件基本成熟。

这几年, 利率市场化的重点一直是贷款利率, 当前贷款利率已经半市场化, 商业银行可以在贷款基准利率上浮30%左右, 其他金融机构上浮比例更大, 民间资本利率可以是基准利率的4倍之高, 在此上限上受法律保护。如果贷款利率彻底市场化的话, 即: 取消上浮限制, 完全由市场、由供需决定贷款利率, 在存款利率不市场化以及我国总体资金仍为贷方市场情况下, 贷款利率可能较大上升甚至演变为高利贷, 存贷款利差会继续扩大。

存款利率且慢放开的思路无疑是正确的。一方面存款利率一旦放开, 可能造成存款利率直线走高, 金融机构资金来源成本大幅提高, 从而提高贷款利率, 加重实体经济融资成本负担。另一方面资金价格走高后, 必将吸引国际热钱大举进入, 推高中国资产价格泡沫, 酿造新的金融泡沫风险。因此, “存款方面可通过促进替代性负债产品发展推进”, 加上, 适度扩大贷款利率浮动范围、大力发展4倍于基准利率的民间资本等多策并举从外部压力上迫使存款利率市场化条件的成熟, 从而逐步使得存款利率不市场化都不行。

需要强调的是, 利率市场化包括整个金融改革是一个系统性、全国一盘棋的改革, 切忌搞什么利率市场化改革试点, 而是需要加强全国统一性改革规划。



药企生产毒胶囊, 千夫所指黑心肠。健康相伴为民办, 诚信痛失成国殇。记者率先揭黑幕, 警察随后抓奸商。守法经营靠执法, 监管切莫走过场。

唐志顺/漫画 孙勇/诗

香港重罚保荐人的启示

向南

拿人钱财, 替人消灾——这句话并不适用于保荐人业务, 如果保荐人为了拿钱, 替客户捏造资料, 或者对客户捏造的资料审查不严, 投资者的利益就会受到损害, 保荐人就应该受到惩罚。

香港证监会就拿兆丰资本开了刀。香港证监会本月22日指责兆丰背景的民企洪良国际保荐人兆丰资本未能尽到责任, 危害了投资者的利益, 决定对其罚款4200万元, 并吊销其保荐人牌照, 这是香港证监会有史以来最重的惩罚。

香港成为国际知名的金融中心, 不是没有道理的, 在监管方面雷厉风行, 敢于下重药, 而且是对症下药。对保荐人下重手进行处罚, 在笔者眼中就是对症下药。

保荐人是公司上市融资和再融资各个环节的枢纽, 在私人公司向公众公司转变中承担重要责任, 清理公司不规范的行为, 保证向公众提供真实信息, 是其本应该承担的责任。市场也为保荐人这

种业务提供了丰厚报酬。数据显示, 2011年中国大陆共有56家券商保荐281家企业成功上市, 承销与保荐费用合计达到132.37亿元, 2010年更是高达170.3亿元。一个保荐人代表的签字费, 抵得上普通工薪阶层辛苦工作好多年。

如此高的回报, 对保荐业务自然要求极高, 保荐一家上市公司往往需要几年时间, 保荐人对保荐公司长期跟踪, 自然应该知根知底, 这种知根知底, 应该是普通投资者和监管部门难以企及的, 如果完全由监管部门把关, 其业务必须达到保荐人水准, 就需要增加人手提高监管费用, 这自然又需要纳税人付费, 最简单可行的办法莫过于借助保荐人的专业能力对上市公司进行监管。针对洪良国际事件, 香港证监会法规执行部执行董事施卫民表示, 兆丰资本未能履行其作为保荐人的职责, 令监管机构未能恰当地评估洪良是否适合上市。这其实就是将保荐人当做证监会行使责任的重要依据。理论上讲, 保荐人从保荐业务中赚钱, 应该更重视该业务, 害怕失去该业务而丢掉饭碗, 这也是保荐人可以

借重的理论依据。

另一方面, 保荐人从保荐业务获得丰厚报酬, 也应当成为其保证服务质量的理由。保荐收入虽然由上市公司支付, 但这部分费用其实取自投资者的认购款, 可以理解投资者为得到优质真实信息而支付的费用。如果保荐人推荐了一家不合格公司, 仅仅是为了得到保荐费, 其实质就是从投资者口袋中掏钱的盗窃行为。

从洪良国际案例中, 我们可以看到香港证监会的行政效率。洪良国际2009年12月挂牌, 但不到三个月即爆出账目有问题, 被证监会勒令停牌, 集资所得9.97亿元资产也被冻结。2005年1月, 当时欧亚农业因为造假上市及夸大资产等违规行为最终被除牌, 由于工商东亚融资未有以“勤勉尽责态度”履行上市保荐人职务, 被香港证监会罚款3000万元。

香港上市门槛不高, 但是上市公司质量却没有因此而降低, 正是因为提供良好的金融环境, 才吸引全球金融机构在此地落户, 为全球各地公司提供融资

服务。截至2011年年底, 香港上市公司总市值为17.45万亿港元(主板)及846亿港元(创业板), 拥有1326家主板上市公司及170家创业板上市公司, 而香港证监会本身规模并不大, 依靠中介机构特别是保荐人的作用, 做到四两拨千斤, 是香港证监会可值得借鉴的经验。

中国大陆证券监管部门也逐渐重视保荐人的监管作用, 例如, 胜景山河上市项目中, 因尽职调查工作不完善, 向保荐机构平安证券采取出具警示函的措施, 撤销林辉、周凌云保荐代表人资格。此外, 广发证券及保荐代表人刘旭阳、康彦在苏州恒久光电科技股份有限公司IPO尽职调查过程中未能履行勤勉尽责义务, 导致苏州恒久招股说明书中披露的专利权利状态与事实不符, 证监会对广发证券及保荐代表人刘旭阳、康彦予以警示。但这种处罚力度, 与香港相比, 差得太远。不仅如此, 很多震惊一时的上市造假案保荐人甚至未受到牵连, 例如绿大地等。尽管只隔了一条深圳河, 但香港和内地金融监管水平, 显然还有很大差距。