

## 警惕金融市场由导体变成阻断剂

陆志明

经济下滑与通货紧缩并行,长期以来都是妨碍日本经济复苏的两大毒瘤,日本当局曾试过各种政策以刺激经济,但效果均不理想。目前,政府两大经济调控部门围绕下一步政策的取向又开始出现分歧。4月24日,日本经济财政大臣古川元久宣称,希望日本银行在27日的议息会议上放松货币政策,以显示央行提振日本摆脱通缩局面的决心,而日本银行行长白川方明21日却在国际货币基金(IMF)召开的研讨会上呼吁日本改进财政健全化。白川方明认为,人们对未来财政状况感到不安而压缩支出是造成经济低增长与长期通货紧缩的原因之一。

虽然就目前日本国内外经济金融环

境来看,央行持续宽松的货币政策几乎是必然的选择,但是白川行长的言论仍可以看作是对目前日本经济货币状况的一种合理反思。近年以来,日本央行超宽松货币政策对实体经济的推动作用已大不如前,每次货币放松仅能带来短暂的金融市场刺激,而对中长期的实体经济推动力却几近于无。相反,财政赤字和货币扩张带来的副作用却不断显现,财政经济平衡逐步成为影响经济稳定的重要因素之一。

这种尴尬局面,究其根源主要是日本货币金融政策未能有效地刺激微观企业与个人进行创新改革,进而提升整个经济金融体系的运行效率。日本央行降低基准利率或者购买资产直接影响的主要是金融市场,而金融市场的各种机构出于盈利和风险规避的动机,非但未将

货币放松效应传导给微观企业和个人,反而通过刺激性上涨吸引更多资金进入,进一步收缩了实体经济中的资金流量,金融市场对货币政策的这种阻断作用往往被众多研究者所忽略。

从哲学层面看,任何事物均是利弊同体。在经济学的传统思维中,金融市场都是宏观调控政策对微观主体产生作用的中断环节和润滑剂,但在特定时期和条件下它也可能成为这一传导机制的阻断剂,日本和许多欧美国家目前的状况就是如此。顺着这个逻辑进一步延伸,就是要控制经济体系货币化的适度比例,限制其盈利的自洽性并增强其服务实体经济的功能。

事实上,近年来日本企业旗舰——索尼也表现出同样的衰落趋势。在过去20多年中,索尼在国际企业界的地位不断下滑,这背后最重要的根源之一就在于其放弃了在科技创新领域的优势,转而投向众多以兼并重组为目的的金融业务,最终逐渐失去了产品技术创新的优势,被后期的苹果和三星大幅超越。评论人士甚至指出:现在的索尼与其说是一个产品公司,不如说是个金融企业。

从根本上治理过度金融化导致实体经济衰弱问题,首先必须强调政府调控经济的适当性,也即日本央行行长提出的——中央银行做到什么程度是在被允许的范围之内。次贷危机之后的事实表明,货币政

策等宏观调控手段对微观经济实体的实际推动作用有限,欧美日等发达国家的超宽松货币政策对改善绝大多数中小企业和促进就业作用甚微,相反却可能进一步导致经济虚拟化和泡沫化。政府真正应该长期关注投入的是教育公平、基础设施和社会创新导向等领域,防止为了短期目标而牺牲长期创新战略。

其次是在金融市场发育过程中制订合理的监管机制,防止金融过度创新放大宏观风险,并限制金融体系过高的收益率对实体经济资金的高吸纳以及对创新能力的打击。从宏观上来看,金融市场最终是实体经济获利的分享者,虽然政府可以通过挽救金融市场来阻止次贷危机的爆发,但要真正解决经济危机,仍必须通过提高微观企业和个人的创新改革能力,以此来促进就业和消费。

总而言之,日本以及欧美的经验都表明,限制金融市场的过度自我膨胀,尤其是危机治理时期加强对金融体系的监管,让相应的机构承担损失,鼓励市场合法经营,获取合理利润空间,是政府中长期需要治理的问题。

(作者系交通银行金研中心研究员)

## 美国JOBS法案对中国金融改革的启示

倪爱彬

本月5日,美国《初创企业推动法案》(简称“JOBS法案”)经奥巴马总统签署生效。这一法案是致力于改善小企业融资便利的“资本市场监管自由化”导向的法案,它的通过可谓自由主义的又一胜利。

近年来,人们对萨克斯法案“监管过度”导致上市小企业数量锐减和上市公司平均合规成本的剧增等问题一直耿耿于怀。JOBS法案意在通过“成长期公司”的“融资便利通道”设计和增设“公众募资平台”等措施为美国资本市场松绑。

立法者希望通过此类“去注册化”的改革,吸引更多海外公司到美国上市,进一步弥合监管法规在公募、私募和境外企业在美募资融资上的“裂缝”。从短期目标看,增加小企业融资和交易的便利,会鼓励更多的风险投资者投资初期企业,可以给美国经济带来更大的活力,特别是改善现政府最关注的失业率指标。

本次修法将导致现行美国《证券法》、《证券交易法》及相关规则(Rule)的修订。具体内容有:

1、“成长期公司”的融资便利化措施。“成长期公司”(Emerging growth company)是指在过去一个财年里总收入低于10亿美元并在首次IPO后市值低于7亿美元的新上市公司。上市发行注册中披露历史财务数据的要求,即只要披露两年经审计的财务报告(而不是通常的三年);

2)可将财务报告先秘密提供给SEC审阅。因为事先沟通可减少后续的等待期或重新申请而导致的巨额费用。SEC职员会以安慰函的形式对申请进行指导。而安慰函在法律性质上并不构成“法效文件”;

3)允许该公司或其代表与机构投资者先行沟通,了解市场认购需求可预估发行总量和价格;4)允许交易商或经纪人在注册文件生效之前发布涉及该次发行的研究报告,这种行不构成美国证券法上的“提前销售”。5)发行后关于经营层的薪酬计划(含“降落伞计划”)不可经股东会投票表决。也可按照“小规模公众公司”的方式披露三个(而不是五个)主要经营管理人员的薪酬计划。这样灵活处理是考虑到有风险投资者参与的企业或知识产权入股的企业在激励措施上的独特性;6)财务和审计要求方面,不要求其审计方证明其满足《萨班斯法案》404(b)关于内部控制的要求。公众公司财务监察委员会所要求的提供审计服务的会计师事务所强制轮换和审计人员讨论、分析等规定不适用于“成长期公司”。这样的规定主要着眼于给这些新上市企业一定的缓冲空间,防止一上市就被严苛的规章制约而花费甚巨。

2、私募发行可采公开方式进行。只要发行人或卖方采取合格步骤证明合格投资者或合格机构投资者就可以依法享受注册豁免而可以采取向投资者公开劝诱或广告的形式兜售证券。

3、Regulation A规定的小额发行人注册豁免标准放宽。法案要求SEC修改Regulation A,即对小额发行有条件豁免注册进行修改或者采取新的制度,将12个月内依据联邦法豁免注册非限制债券、权益和可转债的募

资总数从500万提高到5000万。当然,与上述公众募资平台不同,这个融资豁免注册系统的发行依然适用州蓝天法,除非证券只出售给合格投资者,或在全国的证券交易系统发行或出售。

4、公众募资平台便利私人公司筹资。JOBS法案规定,只要经由SEC注册的经纪人充当中介,私人公司可以不用到SEC注册就可以从众多的小投资者处筹集少量资本。该私人公司可以在12个月内通过发行受限证券(例如,转让限制)的形式筹资不超过一百万美元。每个投资者可投资数依据其年收入和净资产水平从2000到10万元不等。作为防止“欺诈”的手段,发行人和中介机构必须满足一次性和持续性的要求。除此之外,发行人、经营层和董事对购买证券者承担责任,如果涉及任何实质性虚假陈述或遗漏,投资者可要求赔偿损失或要求全额退款。

5、私人公司的股东上限的改革。在本次改革法案之前,私人公司一旦在注册的股东人数达到500人并且资产规模达到了1000万美元就必须到SEC注册登记。改革后的JOBS法案在则将私人公司的股东人数提高到2000人,只要非合格投资者不超过499人即可。

上述改革带有明显的自由化色彩。此前的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法》法案虽然从金融消费者保护和减少系统性风险的角度对美国的金融衍生品集中清算体系,强调发行人或管理人的受信义务、加强监管协调等方面对已经非常完备的资本市场运行机制进行自我修复。但是美国资本市场改革的目标不是机械理解所谓的“强化监管理念”,而是通过减少监管成本,加强投资者保护提高其资本市场的全球领导地位和吸引力。

反观国内的金融市场,此次福布斯世界百强中虽然有中国银行巨头的身影,但是并不意味着中国金融服务业竞争水平的提高。相反,单纯以维护金融稳定为目标,必然导致金融创新的不足,而金融创新的不足又间接促成国有商业银行盈利结构的畸形化。银行服务水平与服务质量的脱节一方面强化了银行抵制金融改革的动机,并对资本市场形成挤出效应。银行丰厚盈利的背后是资本市场的功能弱化和融资便利化的缺乏,而这又是造成小企业特别是初创企业融资成本的高企,甚至只能转向地下金融“饮鸩止渴”。而处于监控之外的地下金融却又是威胁金融稳定的最大隐患。中国的金融法总是在治与乱的两极之间徘徊。

中国多年来一直强调发展直接融资市场,并且又将促进中小企业融资列入重中之重,但是这些口号必须要通过具体而微的制度设计来落实和推动。美国对中小企业的扶持正是基于对中小企业在推动就业、引导发明创造和活跃资本市场方面的重要作用的深刻认识而为之的。JOBS法案与1958年颁布的《小企业投资法》分别从融资便利和财政激励两个方面为小企业融资保驾护航。

笔者认为,中国的金融市场改革,包括当下的温州金融综合改革试验区相关方案应以融资方的需求为根本导向。对投资者的保护不能成为抑制金融自由化的理由。国家应针对中小企业的内部组织结构、财务特征设计监管制度。当然,具体应该通过修改和完善公司法中公众非上市公司发起人数和资格要求、证券法中的私募发行方式、新上市公司信息披露阶段性标准等来贯彻这一金融自由化理念。

(作者系上海对外贸易学院法学院教授,美国杜克大学访问学者)

## 要警钟长鸣 更要一刀见血

李季先

神州租车海外IPO之旅,在即将挂牌上市前夕突然宣布暂停。消息一出,举“市”哗然。考虑到公司在行业中领头羊地位以及租车业务模式在美国的高认可度,人们推测,此次IPO暂停主要与近期中概负面新闻过多,美国投资者对中国公司估值过低有关。

近期美国针对中国概念股财务造假、虚假信息披露的连续动作也不是专门针对谁,而是其严厉的监管制度使然。美国监管部门对这些违法行为可谓行政、民事和司法“一刀见血”,甚至直接“一剑封喉”要求或劝其退市。据报道,仅4月份就有3家在美上市中概股公司接连出事:4月12日,开元汽车及其11名投资者涉嫌操纵股票成交量遭SEC起诉;4月20日,携程天下涉嫌财务造假自愿选择从纽交所退市;4月23日,中国能源技术及其高管涉嫌虚报资产价值或侵吞数千万美元公款受到SEC指控。相比之下,国内对财务造假、信息披露失实更多是“警钟长鸣”,至今没有一家公司因此直接退市,没有一家上市公司受到监管部门的民事指控。

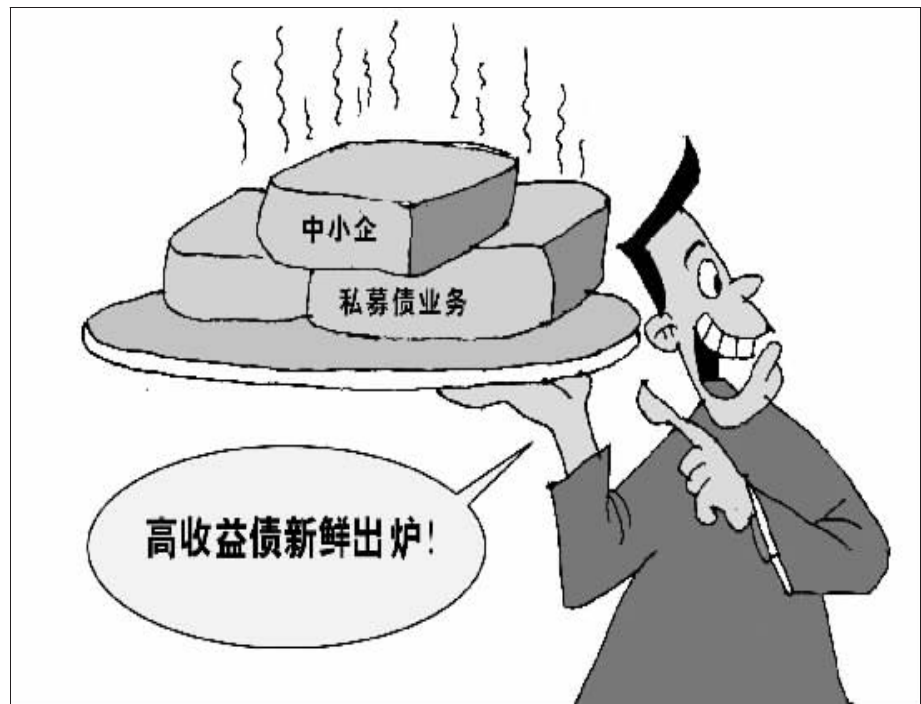
最新《创业板股票上市规则(2012年修订版)》中的创业板退市制度新增“因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近一年末净

资产为负”的暂停上市情形和“因财务会计报告存在重要的前期差错或者虚假记载,对以前年度财务会计报告进行追溯调整,导致最近两年末净资产为负”的终止上市情形尽管是一个重要进步,但结合我国近些年的创业板实际运行情况可以看出,按照这个规则,恐怕近一两年内都不会出现一例创业板退市案例,对市场警示的意味远大于其实际打击意味,与前述美国有关部门处理中概股造假的雷厉风行和广大投资者要求的“出现重大违规一经查实即直接退市”的诉求都有不小的距离。

对于诚信缺失的中国市场来说,要清除积弊,就不能仅仅对造假者、失信者警钟长鸣,而应该直接给予“一刀”,哪怕是“温柔一刀”,对违法违规的教训也超过一般的口头或书面警示。譬如结合我国国情并参照成熟市场国家的做法,在上市公司退市制度中规定“上市公司或拟上市公司一旦被发现有财务造假、虚假信息披露、重大遗漏,则直接予以否决上市或劝其直接退市;情节较轻的可由监管部门暂停其上市,并由监管部门成立的投资者保护机构,对该公司或其直接责任人提出民事、行政或刑事指控,在其违法行为被有效纠正后,允许其恢复上市”。

如果真能这样,监管部门“一刀”下去,中国证券市场财务造假和虚假信息披露之风相信用会被有效遏制,投资者的权益也将会得到有效保护。

(作者系万商天勤律师事务所合伙人)



中小企业私募债,市场各方很期待。创新融资适时搞,试点备案稳步来。契约条款可灵活,定价区间要放开。评级制度应跟上,风险控制莫轻率。

ICLONG/漫画 孙勇/诗

■ 缘木求鱼 | Mu Mu's Column |

## 项俊波的“绿色保险”路径



木木

“前人种树,后人乘凉”曾经是最为中国人看重的美德之一。历史上,用来诠释、强化这种美德的典故不胜枚举。比如《愚公移山》的故事,就几乎家喻户晓。

这故事乍看起来颇为荒诞不经,也因此就有好事的聪明人时不时地把愚公从故纸堆里拎出来贬损一番。也是,人生苦短,譬如朝露,大好光阴,做点儿什么不好呢?而且,从山北到渤海之尾也不过区区半年的时间,完全可以从大山里走出来,在宜居之地开始新生活嘛,何苦用自己和子孙的宝贵生命跟上天较劲呢?在聪明人眼里,愚公所为简直与痴人院里痴子的行为无异。

心眼儿活泛的聪明人对世界、对人生的认知逻辑,大抵如此。对此,晋人张湛有过很到位的评论,“失期功于旦夕者,闻岁暮而致叹;取美于当年者,在身后而长悲”。聪明人叹“悲”,背后隐藏的秘密是:只要我两眼一闭,万物即刻“清零”,世间一切对我而言皆再无意义。有了这样的认知基点,

把握当下”、“享受人生”,“当官宜趁年少”、“夺利当争上游”倒也实在是最为合理、最为高效、最有价值的人生选择了。

与智者们比起来,愚公的选择显然大有异同。在故事中,愚公有“大段”颇有些拗口的关于子子孙孙的“演说”,这与其说是对智者的批驳,倒不如说是对自己世界观、方法论的宣言,其间充满了“愚人”所特有的自信。自信一:“子子孙孙无穷匮也”。断子绝孙的局面显然未被愚公考虑,血脉的延续、民族的繁衍和壮大必须是板上钉钉的唯一结果。自信二:无穷匮的子孙,必能践行自己的事业,其间出一两个逆子、叛徒并导致事业的转向,显然也未被考虑,愚公仿佛早已设定好“超级遗传密码”,子子孙孙一定会“虽九死其犹未悔”地把事业推进到底。

愚公何来十足的底气?其实,破解其“超级遗传密码”的机关也真的无甚难度。愚公对生命延续意义的认识,显然是其自信的源泉,贯穿其中的一个基本逻辑是,后世子孙有权利享受比自己更美好的生活,自己所践行的事业是后世子孙过上更幸福生活的保证,因此,这个事业能为后世子孙所理解并持续践行下去。从这个角度看,这个荒诞不经的色彩就逐渐褪去,愚公的言行也就有了相当的哲学趣味,具备了形而上的指导意义。

对此,张湛的评价更高,在他眼里,愚公已然脱离了“俗士之近心”,摒除了“一世之常情”,是一个“以天地为一朝,亿代为一息”,忘怀于造事,无心而为者;

在我之与在彼,在身之与在人,弗觉其殊别,莫知其先后”的“大人”。这样的评价显然毫不过分。随手翻翻我们的“数纸堆”,类似的“大人”触目可及,这也就是愚公的子孙们能历数千年风雨、困厄而生生不息并繁衍壮大的原因吧。

历史走到今天,“愚公精神”不但仍未过时,而且很有继续发扬光大的必要。“愚公精神”的内涵很丰富,比如不怕吃苦、坚忍、乐观、不走捷径、不搞什么弯道超车等等。但其核心只有一个,即做事要把眼光放长远,要顾及子孙、惠及子孙,断子绝孙的事情不能做,套用今天一句比较时髦的话,就是要坚持“可持续发展”。唯有“可持续”,个体生命才具有了终极意义,其所从事的事业也才具有了终极意义,才能最终赢得一抹希望的绿色。

在当下的中国,各行各业要想取得事业的成功,实现有终极意义的发展,恐怕必须坚守这种精神;否则,或许能逞强于一时,但终究要付出应有的代价。从这个层面看,自去年10月底上任后,中国保监会主席项俊波所走的就是这样一条堂堂正正的“绿色保险”路径,他所推出的一系列措施无不带动行业向着可持续发展的方向前进。

众所周知,“销售误导”、“理赔难”一直是阻碍保险行业健康、可持续发展的两座“失山”。面对这两座“失山”,无数的保险消费者多少次望路兴叹。在起点低以及国民经济持续高速发展的大背景下,保险业虽然实现了快速增长的持续发展,但在新的国内、国际形势下,如果仍想在这两座“失山”的围困下实现进一步的发展、跨越,无异于痴人说梦。

现代保险具有经济补偿、资金融通、社会管理三大功能。在大大小小的风险日益渗透于经济、社会各个层面、各个角落的背景下,保险业理应有英雄用武之地,它应该是企业发展的保险绳和助推器;更应该是政府实现组织、管理、服务职能的好助手。但现实是,保险的功能远未充分发挥,远未渗透到经济、社会的深层结构;甚至许多时候,一提起保险,人们往往避之唯恐不及。形成这样的局面,毫无疑问,两座“失山”“居功至伟”。只有下决心搬掉这两座“失山”,保险业才能最终闯出一条通天大路。

项俊波上任近6个月来,埋头苦干,挖山不止。先是出重拳打击车险理赔难,再是采取多项针对性的措施解决寿险销售误导问题,同时严厉整顿保险中介市场,伴之以多举措保护保险消费者合法权益。最新的一个举措是,4月26日,保监会将开通保险消费者维权投诉热线。这条维权热线的开通,意味着项俊波吹响了挖山的“集结号”,人多力量大,他显然希望动员更多的人参与到这项事业中来,尽快搬掉这两座阻碍行业健康、可持续发展的“失山”。

项俊波挖山不止、坚持不懈走“绿色保险”的发展道路、甘当“前人种树后人乘凉”的精神,相信能够感动越来越多的人,并最终带动他们一起参与到这项事业中来。虽然积弊累年、问题多多,但有了越来越多的人参与、帮助,相信问题会越来越多、越来越亮,整个行业的未来将因此日益光明起来。显然,项俊波所从事的事业是具有普遍意义的;许许多多的行业,也应该找出那两座阻碍行业可持续发展的“失山”,并协力清除之。

### 联系我们

本版文章如无特别声明,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 ppll18@126.com。