

# 法制建设是IPO改革的基础

刘兴祥

蛇年伊始,IPO财务检查进展尤其是IPO何时重新开闸已经成为牵动市场各方神经的重大新闻。在A股新股发行事实上暂停4个月之后,包括拟上市企业、中介机构、PE等都承受着较大压力,二级市场上不少投资者更是相当看重这个新闻的影响力。其实,从股权分置改革完成以来,由于涉及利益重大,市场参与各方都不约而同将改革重点聚焦到新股发行体制上:民间广泛建言,监管部门高度关注与广纳博采,因此,新股发行体制改革自然也就成为了各方高度关注的焦点。

回顾近几年的新股发行改革历程,类似的担忧与博弈已经多次出现,那么,IPO改革为何总是难以让所有人满意?除了直接的利益纷争外,每次改革都侧重技术层面也是一个重要原因。2009年6月的首次新股发行改革提出,完善询价和申购的报价约束机制,形成进一步市场化的价格形成机制;优化网上发行机制,将网下网上申购参与对象分开。2010年10月,监管层启动新股发行第

二阶段的改革,包括进一步完善报价申购和配售约束机制,扩大询价对象范围,充实网下机构投资者,增强定价信息透明度,完善回拨机制和中止发行机制。2012年4月,第三次改革又有一些较大举措,将矛头直指新股发行中的“三高”,如网下配售比例下限提高到50%,发行市盈率高于行业水平需说明理由、定价高于行业市盈率25%须进行盈利预测、业绩未达预期将予以处罚等。显然,关于新股发行市场应是否该完全放开、新股不败神话是否合理等论题在这几次改革中飘忽不定,市场的声音也有较大分歧,相关政策往往也受到这些声音的影响。

新股发行是资本市场上市场机制形成的前端环节,新股发行机制的不断完善对健全市场机制无疑意义重大。在2005年以前,主要实行由监管部门核准新股价格的严格管制方式,20倍市盈率是新股定价的标准价格;2005年以后开始采用询价制度,采用向机构投资者累计投标询价方式确定新股发行价格,在框架模式上逐步接近国际市场,目的是实现新股定价的市场化。然而,由于我国

市场发展的阶段性限制以及投资结构与境外存在较大差异,如何使询价制度更加合理就成为了一项具有相当水准的技术性工作。例如,此次IPO财务检查就是针对一级市场实际情况采取的重要举措,其出发点显然是好的,短期内见效的可能性也很大,但是,作为一项制度而言难言持续有效,因为其指导思想仍然是靠严格的事前监管来维护市场的健康发展。事实上,新股发行中的实质性审核就是事前监管的一个典型代表。从实施效果来看,其后果就是新股数量这个环节就直接导致供不应求,新股定价与二级市场表现偏高就成为一种常态。特别是,发审制度在财务数据要求等方面过于苛刻,不少企业如果细究起来难以符合标准,根据实际操作规定,上市前3年净利润增速要求达到相当的幅度,绝对不能出现亏损。这既违背了基本的经济规律,也迫使一些企业不得不想法设法调节企业利润在各年度的分配,从而出现不同程度的造假。

新股发行体制的大方向是由行政主导转向市场化,简而言之就是简化行政审批,其背后的深刻逻辑就是逐步弱化事前监管,强化事后监管。换言之就是弱化监管者在审批中的作用,强化法制的力量。国内资本市场仍然不得不倚重于事前监管,无法像海外市场一样进行严格的事后监管,这是因为我国的法制环境与国外相比差距仍然明显。美国等市场具有良好的证券市场法律制度和高效的执法能力,违法违规行爲要求能够得到及时有力的惩处。因此,通过使违法违规付出

相当高的成本对各方产生足够的威慑力,从而形成一个良性循环。在这个基础上,政府的职责主要就是制定规则并确保规则的实施,特别是集中各种资源,专心用于确保公开制度的实施、查处证券市场违法违规行为,追究当事人的责任并进行处罚。

因此,当前最紧迫、最核心的任务就是法制建设等相应配套措施必须迅速跟上。尽管监管层在完善法律制度体系、规范行政执法行为、推进执法体制创新等方面做了不少工作,但与国外相比,我国资本市场的法制建设还存在一些薄弱环节,例如,民事赔偿和诉讼制度的缺陷,因欺诈上市、虚假陈述而受到侵害的中小股东维权存在较大难度。因此,这些重大法制建设仍然还有较大空间,在时间上更加紧迫。例如,从理论上来说,保荐机构对发行人的情况是最为熟悉的,有较大能力来对发行人的盈利能力做出判断。然而,在目前的制度设计下,保荐机构与发行人的利益基本上是一致的,如何进一步加强保荐责任需要在法律上进一步强化:鉴于既有制度下保荐上市的特殊性,企业一旦违规保荐上市,其造成的损失往往很难弥补,故应将违规保荐纳入司法惩治范畴,提高司法的震慑力,同时辅之以违规收入罚没和民事赔偿在内的经济处罚。从这个角度看,IPO改革还有大量工作要做,必须抓紧推进法制化这一主线。

## 扶贫背后的权力膜拜

刘纯标

近日,媒体报道了国内两则扶贫故事。一是河北阜平在中共中央总书记习近平探访后获3亿资金成扶贫特区,该数字是阜平过去20年扶贫资金总和的1.5倍。二是河北偏桥村在国务院总理温家宝三次造访后获亿元扶贫帮扶。

上述故事读来令人玩味。照理讲,帮助贫困地区百姓脱贫致富乃地方官员天职,但上述地方积弊日久,扶贫工作多年来没啥起色,而一待国家领导人亲自考察探访后,脱贫致富建设就风生水起,个中原因,值得思考。这反映出某些地方官员的前倨后恭心态。不难想象,如果上述地区没有被“皇恩”浩荡,当地贫困改善不知要等到猴年马月。

不唯扶贫,国内经济社会很多领域也存在类似现象。一般情况是,某上级领导亲自视察作出批示后,许多所谓的老大难问题就能迎刃而解,而且往往是作批示的领导级别越高,事情搞掂的速度越快。再比如,某些落后地区一旦有发迹于本地的高官,上头出了大人物,往往会花大量人力财力将原本破败的基础设施面子工程

弄得很光鲜。还有,很多地方热衷于高官题字题词,对领导考察用过的东西如获至宝,甚至供起来。笔者以为,官员们之所以这么做,无非是官本位思想在作怪,潜意识里是对权力的膜拜。而要消除这种崇拜,关键是要真正做到依法治国,打造宪政社会,把权力关进制度的笼子里,让官员对权力的向往成为无源之水无本之木。扶贫也好,其它问题也罢,事后新闻曝光可以验证,此类官员责无旁贷的事情并非无解,只要真心想做,并雷厉风行操作起来,结果往往还能干得很漂亮。同样一件工作,正常规则不起作用而领导管用,某种程度上表明当下经济社会领域中的人治现象仍大行其道。但这种凭威权操作的治理模式非长久之计。以上述扶贫事例而言,类似阜平、偏桥这样的贫困地区在河北当地应该为数不少,有的经济自然条件或许更差,那里的百姓因得不到领导人的光临而被遗忘冷落。长此以往,中国走共同富裕道路、共享改革开放成果的诺言必将被贫困地区百姓的“脱贫致富靠上级”的侥幸心理所取代,甚至怨天尤人,怪祖宗人口谋生能力的发展式扶贫,一旦让位于中类似的救济式扶贫,对中国的扶贫大计是祸不是福。

## 关注体制原因形成的物价上涨压力

黄卫挺

物价总水平始终是宏观调控的重要内容。美国金融危机之后,受经济刺激政策和各国量化宽松政策的影响,我国物价总水平始终在高位运行,在国内经济周期和政治周期叠加,全球货币政策进入宽松通道的情况下,今年我国物价总水平仍会在高水平运行。物价是最基础的民生,如果不能稳定物价总水平,物价上涨将会进一步削弱公众的幸福感和侵蚀公众的民生福利。

从外部环境来看,美日等国采取的“宽货币、稳财政”调控策略将使得全球流动性继续处于宽松通道,中央经济工作会议也认为今年外国经济的“潜在通胀和资产泡沫的压力加大”。在全球化背景下,虽然我国采取的是“稳货币、宽财政”的调控策略,但是正如很多学者已经指出的,外部宽松的货币环境仍然给我国带来较大的输入型通胀压力。与此同时,今年还将面临劳动力等要素成本上升带来的长期价格上涨压力。

笔者认为,输入型通胀压力和成本推动型通胀压力固然值得关注,但今年我们更应该关注体制原因导致的物价上涨压力。很多机构和学者预测,今年我国经济增长率在8%以上的可能性非常大,这种乐观预测的主要理由是中国特殊“政治-经济周期”。从中央到地方,今年两会之际将完成新旧领导班子的交替,作为政治竞争的主要指标,经济增长被各级政府视为今年政府工作的头等大事。据统计,在全国31省区公布的政府工作报告中,有24个省区将今年国内生产总值(GDP)增长目标

定在10%及以上。当各级政府围绕经济增长发力的时候,可供使用的政策工具却并不多。货币政策方面,虽然存在较去年宽松的可能性,但是受制于总量上限,总体操作空间并不大。因此,才会有“稳货币”的货币政策基调,也因此,“宽财政”成为了政府最现实的寄托。不少机构预计,今年预算赤字将超过万亿,达到2009年以来的新高。有媒体报道,在财政部向全国人大提交的2013年度预算草案,中央和地方政府将安排赤字1.2万亿元。对于地方政府来说,上项目、拉投资等惯常手段也将对地方经济增长继续发挥核心作用。

关键的问题是,主要靠投资拉动的8%以上增长是需要资金支持,不管这种资金支持是来自印发货币还是财政赤字。所不同的是,通过货币手段将立即反映为价格上涨,而通过财政手段可以将价格上涨压力向后延,但是不管是哪种手段,最终都会在价格上反映出来。所谓羊毛出在羊身上,政府部门动用的钱“取之于民”,最终都会通过价格机制由老百姓买单。我国的历史经验显示,换届往往会产生不可忽视的通胀压力。

必须指出,这种体制原因导致的价格上涨压力在性质上与工资上涨或者外部宽松货币环境带来的国内价格上涨压力完全不同。体制原因形成的价格上涨压力,是经济与政治互动的结果,而非单纯的经济价值运动结果。这决定了未来要想真正实现中央经济工作会议提出的“保持物价总水平基本稳定”,还必须从体制方面下功夫。

(作者系国家发展改革委经济研究所副研究员)

## 焦点评论

### 山西小康县16年后为获资助主动“返贫”



小康县变贫困县,主要目的是捞钱。争取政策先扶持,享受税收大减免。只求谋利得实惠,何妨换帽玩变脸。制度设计要周密,扶贫需防坑蒙骗。

赵顺清/漫画 孙勇/诗

## 金融资本迁徙 警惕新一轮通胀

游石

去年第四季度以来,国际金融资产出现新一轮大迁徙的迹象,主要表现在:作为避险资产的债券、黄金价格下跌,股市、楼市等风险偏好性资产价格上涨,反映通货膨胀的大宗商品温和反弹。再从跨国资金流向来看,发达国家货币相对新兴国家货币集体走强。以上因素相互印证,揭示了全球资本正由防御性配置向进攻性配置的转变。

金融市场一般领先实体经济3到6个月,根据过往经验,各项宏观数据随后“复苏”将是大概率事件,那么我们关心实体经济运行是否真如金融市场预期,而这需要从供需去分析。

首先,看影响需求的消费、存货、投资三大板块。第一,对短期消费带动最大的是耐用消费品,去年底以来美国、中国楼市已经出现量价齐升的情况,汽车销售也已回暖;第二,存货方面,未来一段时间工业利润回升将有助产业链主动重建库存,继续拉高商品价格和微观需求;第三,最具争议的是投资。国内围绕民生和基础设施领域的投资方向比较明确,但力度和对经济的带动作用却难以把握,房地产投资受政策影响,不确定性太强,另外在国内工业产能整体过剩和企业高负债情况下,各方对产能投资普遍怀疑。总体上,观察国内投资趋势需要等待两会过后。但美国情况则明朗得多,已经过数年去杠杆的私营部门,在利润驱使下有望实现投资扩张,包括机器人自动化工业、3D打印、新能源,乃至传统的房地产领域都有很大空间,进而推动世界经济增长并有利中国出口。

其次,再看供给面要关注的几个方面,包括国内信贷资金供给在12月和1月份放量,工业企业产能利用率有待释放,劳动力工资增长放缓等,这些要素条件在短期都不会对供应构成约束,这里不详细论述。综合供需判断,经济阶段性回暖甚至复苏可以期待,但笔者却想借此指出通货膨胀的潜在风险。有人自然要问,经济复苏有什么好担心的?笔者认为,这里必须引出货币乘数和长期债务周期两个概念。货币乘数是指基础货币通过商业银行信用扩张的倍数,是观察货币供应量的关键指标。从某种意义上来说,资本体系下的经济增长、信用扩张和货币乘数放大具有内在一致性,是金融资本向实体经济传导并相互反馈的因果过程,双方通过资产、负债建立勾稽关系。在过去两年的信用收缩过程中,发达国家央行行为减轻去杠杆的痛苦,投放大量货币修复银行资产负债表,并为政府债务危机疏困。这部分流动性主要在金融系统体内循环,并未经银行信贷大规模流向实体,导致债券、黄金、消费股等避险类资产高估。随着经济转暖触发金融市场风险偏好和实体复苏共振,极可能推动进入新一轮通胀。不过与以往复苏不同的是,市场蛰伏着的庞大资金,恐加速推高通胀,甚至发展到失控,而这又会于债务市场构成致命打击。

全球正经历自1929年至1933年以来最大一次债务收缩所引发的经济调整,脆弱的经济和庞大债务市场经不起高利率的冲击。以美国为例,1980年作为分水岭,前30年经历若干轮经济周期和石油危机,整个信贷市场债务规模占国内生产总值(GDP)的比重大约控制在150%左右。但1980年后的30年,随着科技革命、全球化带来的低通胀高增长,却也纵容了债务扩张,债务占GDP比重跃升到370%,并最终绑架了经济增长和货币政策,成为债务约束下的经济潜在力下降。30年来,联邦基金利率和债券收益率的高点低点逐渐走低,直到现在接近于零。在此情况下,各方是否做好利率突然上升的准备?相信没有任何人敢轻易得出结论。因此,我们对于当前复苏不能盲目乐观,如何拿捏经济运行节奏,逐步回收流动性,同时调整债务将考验各国智慧。而站在这个角度来理解20国集团公报呼吁货币政策应减少负面溢出效应,以及随后美联储官员终止量化宽松政策的言论,和国内房地产调控、央行天量正回购,或许要清晰很多,毕竟复苏与通胀赛跑,当金融资本萌动的时候,政策宽松油门是有好处的。

## ■舆情时评 | First Response |

# RQFII新规引入资金活水 不妨更进一步

付建利

蛇年春节一过,A股市场的改革措施让人目不暇接,人民币合格境外机构投资者(RQFII)新规即为一例。根据媒体的报道,证监会日前已经完成《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》修改程序,目前正在进行部委会签,不久将实施。此外,台湾投资者开展RQFII业务事宜也将获得进展,操作细节正在研究中。分析人士认为,香港市场目前尚有高达2000亿元RQFII额度可供使用,RQFII新规可望为A股市场引入数千亿元的源头活水。进一步延伸开来,RQFII不妨更进一步,彻底放开额度限制,通过境外资金的引入进一步激发A股市场的鲶鱼效应。

据了解,此次试点办法修改将扩大RQFII机构范围,投资机构将不仅限于基金公司和证券公司,而且其投资境内

股票市场和债券市场的2:8比例限制也将取消。这意味着将有更多资金可以进入A股市场。

实践证明,RQFII的方向是完全正确的,而且还要进一步放开。中国证监会主席郭树清曾提出,目前合格境外机构投资者(QFII)和RQFII占整个A股市场的比例约在1.5%至6%,希望未来将扩大9倍或10倍。

从A股市场来说,RQFII的不断放开,尤其是投资机构和股票投资限制的放开,毫无疑问能够吸引更多境外资金,为A股市场引入更多的长期资金和稳定资金,也体现了监管层鼓励境外长期资金进入的政策导向,清晰地释放了中国资本项目将逐渐放开的政策信号。在去年以来的这波A股反弹行情中,蓝筹股一马当先,与QFII认同蓝筹股的价值并大量买入不无关系。境外不少机构资金都是价值投资和长期投资的拥趸,通过RQFII引入这些源头活水,不仅可以缓解国际热钱撤离A股的压力,还可以在A股市场进一步引导和强化价值投资、长期投资的理念,减少股市的波动性,优化A股市场的投资者结构。

纵观国际成熟资本市场,一般都不会对外资进入设定限定门槛,A股市场的QFII和RQFII额度限制,包括股票投资上限等对境外资金都构成了重重障碍,即便外资看好中国经济的未来和A股市场的发展前景,也因为额度等门槛望而却步。监管层当然有其顾虑,一是考虑到外汇流动对中国经济产生的负面影响;二是担心境外资金操控A股市场,造成大起大落的波动。

中国上市公司舆情中心认为,A股市场的国际化趋势不可阻挡,不妨在放开RQFII投资机构和股票投资上限后,择机进一步放开额度限制,让境外资金更多地进入A股市场,一方面,这些资

金的进入会给A股市场提供源源不断的流动性;其次,海外机构的不断进入,会给国内投资者提供更多的产品选择,更新投资理念,同时也会促进境内投资机构改进投资能力,激发资产管理市场的鲶鱼效应;最后,境外资金的大量进入,会不断丰富A股市场的各种交易手段,净化股票市场的投资文化,让造假做假的上市公司无立锥之地,一旦发现造假,做空的力量将让上市公司大股东尝到应有的苦头。

A股市场的投资者相比前几年已成熟很多,A股市场的一系列制度改革着眼于股市的强本固基,让各方信心倍增,乘此东风,RQFII的放开不妨更进一步,取消额度限制,让A股市场的开放步伐走得更快一些。当然,为了保持A股市场对境外资金的吸引力,在“请进来”的同时,还要“留得住”,比如将汇率风险保持在可控范围内,给境外资金稳定的回报预期等。(作者系中国上市公司舆情中心观察员)