

新股发行改革须以投资者利益为依归

程丹

新股发行环节改革这道考题，是近几任证监会主席的必答题，如今轮到了肖钢作答。

今年6月7日，新一轮新股发行体制改革启动。这是一次极为复杂的改革，既面临着IPO暂停的市场压力，同时又有一些前几轮改革累积下来的遗留问题。自去年11月2日浙江世宝上市以来，A股市场再无新面孔出现，时至今日，750余家排队企业在门外“嗷嗷待哺”。这边厢，新股长时间停发，企业的融资渠道受限不利于经济发展；那边厢，资本市场长时间以来形成的“重融资轻回报”格局使投资者存在“谈新股色变”的恐慌情绪。

新股发行改革势在必行。但问题来了，如何在不引发市场恐慌的情况下优化资本

市场的融资功能？对于尚在征求意见的改革方案，监管部门给出了答案：新股发行体制改革不是简单的IPO重启，必须对过去IPO的办法进行较大的改革，最大限度地保护投资者特别是中小投资者的合法权益。从推进市场化发行机制、强化发行人及其控股股东等责任主体诚信义务、进一步提高新股定价市场化程度、改革新股配售方式、加大监管执法力度等五方面推进新股发行的市场化、法制化改革，并且引入了把破发和减持挂钩、网下配售向公募和社保基金倾斜等多项细则，可见，在机构和个人投资者博弈的天平上，管理层有意将更多的新股发行改革红利释放给投资者，在保护投资者权益方面下足了工夫。

中国证监会主席肖钢日前撰文指出，要将保护中小投资者合法权益贯穿

监管工作始终，坚决查处欺诈发行、违法披露、内幕交易、操纵市场、老鼠仓等严重损害中小投资者利益的违法行为，提高违法违规成本。加强行政执法与刑事执法的有效衔接，提高证券期货犯罪案件查处效率。

此前，证监会开启IPO财务专项检查，落实以信息披露为中心的监管理念，督促发行人和中介机构提升诚信意识，切实履行信息披露和尽职调查责任。接下来证监会还将强化披露要求，对中介机构底稿抽查，将预披露时点提前到受理即预披露。所有的这些旨在净化市场投资环境，理顺各方的关系，找出发行过程中隐藏的各种猫腻，对于损害投资者权益的机构、个人做到违法必惩违规必究。

从万福生科、新大地等三起欺诈发行类案件处罚结果来看，证监会对违法违规行为决不会轻易放过，数名当事人被顶格处罚，相关主体和责任人员深以高额罚金，这些措施对市场参与者成了强有力的执法威慑，保护了中小投资者的权益。

除了监管方面的问题需要解决外，新股发行制度还有一些顶层制度需要设计，以便从根源上扭转二级市场投资风险高于一级市场、中小投资者向机构投资者“输血”的局面。

首先，应完善制度，推动新股发行由核准制向注册制过渡。实施注册制后，符合条

件的企业上市时间将大为缩短，上市公司股票也不再是稀缺资源，真实全面的信息披露给投资者提供判断企业价值的充分信息，投资者自己做主，给出合理的上市定价，这样有望打破目前核准制下新股稀缺、上市后普遍会遭到疯抢和恶炒的局面，有利于培育成熟理性的投资人群，提高市场整体水平。

其次，尽快试水优先股发行，可率先在银行股中试点。目前市场担心的是IPO重启初期就出现井喷现象，使市场不堪重负，优先股作为一种重要的资本市场融资工具，可以在一定程度上缓解市场压力。

再次，可考虑重启市值配售。我国证券市场中小投资者居多，由于资金规模的限制，他们在原有方式的新股申购上较多处于劣势。市值配售方式对我国目前证券市场占绝大部分的中小投资者来说，无疑是极大的信心鼓舞，有利于对冲新股发行上市的冲击。

投资者保护是资本市场的老课题，也是新课题，它贯穿在新股发行制度改革的始终。监管层多次表态新股重启应在新股发行改革之后，这从根本上凸显目前的发行改革是以保护投资者利益为依归的。我们有理由相信这一次改革，能够从真正意义上保证IPO质量，保护市场参与者尤其是中小投资者的权益。

“延长缴费年限已定”是对公众话语权的漠视

冯海宁

据媒体报道，多部委与多套养老方案设计者们为期两天的闭门会议在养老制度上达成了多项共识，其中延长养老保险缴费年限和养老金实行并轨已基本没有悬念。

延长养老保险缴费年限的实质就是延迟退休。上个月，媒体就曾披露，人社部已有成型的方案，正在修改完善，延迟退休时间。由于养老政策的制定权在有关部门，公众即使反对延长缴费年限似乎也没有办法。这是让人最为失望的地方。中国社科院专家最近也指出，延迟退休是早晚的事。由此来看，不管公众是否同意，延长缴费年限已在决策部门和部分专家中达成共识，形成定论。

然而，从多次民意调查结果来看，超过九成公众明确反对延迟退休。即使“延迟退休”概念如今偷换成“延长养老保险缴费年限”，相信公众同样反对，因为延长缴费年限就等于让公众多干几年活、推迟退休时间。由于养老政策的制定权在有关部门，公众即使反对延长缴费年限似乎也没有办法。这是让人最为失望的地方。

在笔者看来，“延长缴费年限已定”至少暴露出四大问题：其一，未来养老金支付压力的确很大。通过延长缴费年限，一方面，目的是增加养老金的缴费、结余，另一方面，目的是减少养老金的发放。有关主管部门曾称“养老金不存在缺口”，现在看来这是一句“善意的谎言”，是为了安抚公众的焦虑情绪。

其二，折射出政府不能充分履行养老责任。据悉，日本的国民年金、企业和个人缴费只占总支出的一半，另一半是财政补贴。如果我们国家的未来养老，能通过财政补贴、国企红利等方面加大补贴力度，显然没有必要延长缴费年限让

公众来买单。尽管过去财政对养老金补贴不少，但相比其他国家财政补贴力度，还需反思。

其三，暴露了养老改革漠视公众话语权。超过九成的公众明确反对延迟退休，而有关方面却多次指出“推迟退休年龄已是必然趋势”。这说明公众与有关部门的分歧很大。在这种情况下，理应通过平等对话、民主协商来解决，没有想到，“延长缴费年限已定”——没有给公众参与决策的任何机会。

另外，从某种意义上说政府缺少契约精神。如专家所说，从本质上而言，养老保险是政府与公民之间的合约。既然公民按照原先的退休方案缴纳了养老保险金，政府就应兑现当初的养老承诺。如果政府因为养老体系无法继续维持而推迟公民领取养老金的时间，并增加缴纳养老保险的年限，这也可以视为违约。

或许，养老方案出台时会征求公众意见，但在笔者看来，在“延长缴费年限已定”这个大前提不变的情况下，即使养老方案会征求民意，其意义也打了折扣，甚至会变成走过场。因为在“延迟退休不可行”这个关键问题上征求民意才是最重要的，只有民意被充分吸纳，养老制度改革才有希望获得成功。笔者以为，漠视民意大概有两种结果：一是在争议中强行实施延长缴费年限等养老政策，这多少会让有关方面的公信力受到损失。二是民意不支持不配合，延长缴费年限等养老改革难以推行，最终变成一场冒险的改革甚至失败的改革。

希望有关方面能够正视民意诉求，在互相妥协中寻求共赢，在民主对话中达成共识。这才是一个法制社会、民主国家的应有之义。

过度依赖投资是当前经济复苏的软肋

张莱楠

在经历了6月份“钱荒”以及二季度经济增速触及7.5%的下限目标之后，政府及时出台了一系列微刺激政策组合拳，这些措施已遏制实体经济下滑势头，三季度中国经济触底反弹，国内生产总值(GDP)增长7.8%，回升至年内高点，然而，三季度GDP增速加快背后却隐藏着风险隐忧。

根据统计局的初步核算，中国前三季度国内生产总值38.7万亿元，按可比价格计算，同比增长7.7%。其中，一季度增长7.7%，二季度增长7.5%，三季度增长7.8%。事实上，7月份以来与大型投资项目相关的铁矿砂及其精矿、钢材进口同比增速开始出现明显反弹，在企业补库存带动下，8月份制造业PMI新订单指数为52.4，是连续四个月回落之后迎来的首次反弹，并创下2010年8月以来最大升幅，这些都与微刺激政策的出台有关。

然而，这些比较乐观的数字改变不了中国经济依旧倚重于投资的增长这种模式的弊端。今年第一季度GDP增长7.7%，固定资产投资对GDP增长的贡献率为30.3%，拉动经济2.3个百分点；上半年GDP增长7.6%，固定资产投资对GDP增

长的贡献为53.9%，拉动经济4.1个百分点；而前三季度GDP增长7.7%，固定资产投资对GDP贡献为55.8%，拉动经济增长4.3个百分点，这说明经济增长依然延续投资驱动的路径依赖。

从当前以及未来的形势看，投资驱动型增长可能会进一步加剧债务风险和产能过剩的风险。与金融和财政部门杠杆率累积的风险相比，实体部门杠杆率风险一点都不低。一定程度而言，中国企业债务隐患其实比政府债和影子银行还要严重得多。数据显示，2005~2012年，中国非金融部门(居民部门、非金融企业部门和政府部门)债务占GDP比率整体呈上升趋势，债务总额由25.8万亿元上升至91.6万亿元，杠杆率由139.3%上升至176.3%，累计上升约37个百分点。其中，非金融企业部门的问题尤为突出。根据社科院金融所研究报告，截至2012年底非金融企业部门债务在65万亿元左右，相当于GDP的125%左右，远远高于发达国家企业债务/GDP比率50%~70%的平均水平。

此外，投资依赖增强将进一步加剧产能过剩风险。统计数据显示，越是哪些产能过剩的行业，其资产负债率越高。产

能过剩与政府投资驱动存在极大的正相关性。本轮中国企业杠杆比例高是2008年以来中国大规模投资刺激之后出现的现象。2008年全球金融危机使中国一直以来“大进大出”的经济循环被打破，在这种情况下，“周期性和结构性”产能过剩的叠加使矛盾进一步凸显。

与国际金融危机之前相比，我国工业行业的产能过剩从局部行业、局部产品的过剩转变为全局性过剩。在我国24个重要工业行业中有19个出现不同程度的产能过剩，钢铁、电解铝、铁合金、焦炭、电力、水泥等重工业行业产能过剩都是比较严重的。

金融危机以来，以地方政府为主导的投资扩张，使得对资金有饥渴症的地方政府通过表外贷款、银行间债务融资等形式与其对接，大量资金流向了地方融资平台和政府驱动投资的行业，这一方面导致了包括政府、企业以及金融机构在内的所有部门负债率大幅上升，资产负债表出现了明显恶化。截至2012年底，36个地方政府本级政府性债务余额38475亿元，比2010年增长12.94%，地方政府债务风险不断上升。与此同时，由于“预算软约束”的存在，金融资源继续错配到产能过剩的行业，未

来银行业的资产质量受“产能过剩”贷款的影响将不容小视。

“政府失灵”的效应进一步凸显。地方政府的政策性补贴，扭曲了要素市场价格，压低投资成本，体制上的根本性弊端扭曲了地方政府和企业投资行为，大量增量资金投向投资驱动型领域造成了普遍性的结构性产生过剩，和投资效率和资源配置效率的下降。

我们利用投资产出弹性来测算投资效率的下降。根据测算，我国投资的产出弹性已经呈下降趋势，由2002年的4.1下降到2008年和2012年的3.2和1.8，单位投资所带来的单位GDP增量下滑，资金周转大幅度放缓增加了融资需求，但现金流创造能力却大幅度下降，这势必带来投资效益的下滑和实体部门偿债能力的下降。特别是目前经济处于下行区间，企业利润增速下滑，亏损面不断扩大导致企业账款拖欠现象严重、账款构成比例上升、账款周转率下降等风险开始显露，资产负债率上升风险。

从这个角度看，投资依赖越重，中国非金融部门的债务风险以及产能过剩风险就会愈发严重，中国经济结构调整就难以摆脱粗放式增长的路径依赖。（作者为中国国际经济交流中心副研究员）



互联网金融的混搭时代

近期，阿里、腾讯等一些互联网行业进军金融业，使互联网金融成为舆论的热点，随着P2P行业的野蛮发展，人们不觉对互联网金融的风险担心起来。在近期的《新财富夜谈》节目中，财经评论员叶檀女士与宏源证券研究所副所长易欢欢、翼龙网CEO王思聪、中央财经大学金融法研究所所长黄震畅聊 互联网金融的混搭时代”。

金融业的搅局者

中国的金融家们最近应该彻夜难眠，从阿里、腾讯、苏宁为代表的电商看上了高端大气的银行业务，到阿里巴巴的马云、中国平安的马明哲、腾讯的马化腾“三马”联手卖保险，彻底把 互联网金融”推向了舆论关注的焦点。特别是马云今年6月在公开场合提出 中国其实不缺银行，也不缺任何一个新型机构，但是缺乏一个对10年以后中国经济成长承担责任的金融机构”之后，6月17日 余额宝”正式上线。有传言说，中国人民银行于9月6日召开会议，听取了阿里巴巴集团关于筹建 网商银行设想”的汇报，虽然该消息最后被阿里巴巴小微集团CEO彭蕾公开否认，但互联网行业对银行业带来的挑战不可否认。

叶檀：为什么互联网大佬都想进军金融业？易欢欢：我用一个例子来解释，在中国仅一个浦发银行的利润就超过了中国的前三大互联网公司加在一起的利润，而互联网大佬们拥有的客户数据信息和质量远超过一家普通的区域性银行，互联网大佬们都想开发这块资源，带来更多的利润。叶檀：这些互联网公司跟金融机构相比有先天的优势吗？

易欢欢：有。这些互联网公司有这么几个优势：第一个，它数据的活性好。也就是说有大量的用户每天在不断地采用他的服务交易，我们把这称之为活跃度；第二个我们称之为颗粒度，它从多个角度去采集关于每个人的各种信息，比如从每次点击来分析你的消费习惯、付款意愿、家庭住址等；第三个，大的互联网公司的平台可以对接到很多种平台，而且平台的入口要比实体银行离得近，当你有理财欲望的时候，这种平台有比现有银行离得近的优势。

叶檀：您觉得腾讯和阿里的银行牌照能批下来吗？易欢欢：通过今年的一波互联网金融的一个大热潮，大家都清楚到互联网金融是一个大的趋势和方向，不管是腾讯还是阿里是否拿到银行牌照已经不重要了，重要的是互联网的平等、开放、协作、透明的精神在逐渐的改变很多行业，金融业只是其中的一个。就算他们没有拿到银行牌照，也可以采用其他的方式来从事金融服务，比如与基金公司、保险公司合作，只要有用户需求在，始终会有新的业态产生。

王思聪：另外，我个人还有个经验分享给大家。小额信贷有个现象，在偏远地区包括二三线城市的借款人，对个人信用维护不重视，我们目前大概有5%左右的借款人还款不积极，必须要催他还款。叶檀：难道不担心这些人成为坏账的来源？

王思聪：不会，因为中国的很多人注重家庭观念和名声，这个事情若是放在阿里或腾讯的平台就是坏账，但对我们不是坏账，因为这些人他的主动性不强，只需催他还款其实他还是会还的。

叶檀：对互联网金融，我赞赏的是它草根精神和高效率。它打破了贵族的高傲，让所有的人都能及时获得一些金融服务，即便只有五块钱想去理财，也不会有人笑话，或遭受服务人员白眼。互联网金融提倡的是一种服务于民生的精神，我们并不是要从道德上来谴责传统的银行业务，我们认为，因为它技术手段和成本的限制，使它没有办法做到不去选择挑剔客户。

P2P行业的野蛮生长

一方手里有闲钱，一方有短期贷款需求，在有担保的情况下，如果有闲钱的一方能够把钱借给对方，而借

钱的一方则支付远高于银行利率的利息，这对于双方而言无疑是“双赢”的局面。然而，在现实生活中这两方由于信息不畅，很难实现“对接”，不少网站看到赚钱机会，在网上开始提供贷款信息平台，也就是现在常说的P2P网上借贷平台。一直以来，互联网金融的主力军一直是银行、证券、保险机构等正规金融机构，但近些年国内P2P网贷行业已初具规模。据安信证券的一份报告，2012年整个网络借贷行业的成交量达200亿元，2013年成交规模预计达到600亿元，与6年前相比，P2P网贷的市场交易量增长了约10倍。P2P借贷平台之所以发展速度如此之快原因是“收益可观”，据悉，P2P行业内的年化利率一般在15%以上，有的甚至高达20%。但由于缺乏监管，准入门槛低，不少网贷平台都借P2P网贷的名义行诈骗之实。

叶檀：请问王先生互联网金融中的P2P网贷与传统银行相比有什么优势？

王思聪：成本低，这是传统的小贷做不到的，也是互联网金融的优势所在。

黄震：传统银行还有营业时间的限制，当你有个贷款意愿又正好是传统银行休息的时候，可以通过网上注册申请贷款。第二，很多时候没有抵押物银行是不能贷款的，而P2P是用信用来获得贷款，对信用采集最好是线上和线下结合起来一起来征信，这要比现在传统银行更深入。

叶檀：不需抵押，难道没有卷款而逃的？

王思聪：有。2012年的违约都是因无能力还款拖延，2013年我们发现出现的坏账大多数是借款后就跑路，我个人认为这与经济形势不景气有关。现在有一千分之一的人基本上是拿到钱就跑路。

叶檀：P2P没有抵押物主要是靠个人信用作担保，看来信用风险是最大的风险，我很好奇是怎样进行个人征信？

黄震：是线上和线下结合的模式。现在信用体系并不健全，首先在线上尽可能多地搜集个人资料，之后也要走到线下去做尽职调查，变成了O2O线上线下相结合，尤其是首次贷款用户，并不了解他的信用，并且在银行的征信库里也查询不到，那对他线上提交的资料信息要进行线下的审核。

王思聪：另外，我个人还有个经验分享给大家。小额信贷有个现象，在偏远地区包括二三线城市的借款人，对个人信用维护不重视，我们目前大概有5%左右的借款人还款不积极，必须要催他还款。

叶檀：难道不担心这些人成为坏账的来源？

王思聪：不会，因为中国的很多人注重家庭观念和名声，这个事情若是放在阿里或腾讯的平台就是坏账，但对我们不是坏账，因为这些人他的主动性不强，只需催他还款其实他还是会还的。

叶檀：对互联网金融，我赞赏的是它草根精神和高效率。它打破了贵族的高傲，让所有的人都能及时获得一些金融服务，即便只有五块钱想去理财，也不会有人笑话，或遭受服务人员白眼。互联网金融提倡的是一种服务于民生的精神，我们并不是要从道德上来谴责传统的银行业务，我们认为，因为它技术手段和成本的限制，使它没有办法做到不去选择挑剔客户。

（文字整理：丁珏）