

# 发挥定向降准作用尚需政策配合

许权胜

中国人民银行决定从2014年4月25日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2个百分点,下调县城农村合作银行人民币存款准备金率0.5个百分点。

这个定向降准措施,是人民银行对李克强总理在4月16日主持召开国务院常务会议确定加大涉农资金投放政策的一个回应。加大涉农资金投放,主要用意是强化我国粮食安全、建设现代化农业、增加农民收入和缩小城乡差距等等。定向降准的目的是通过精确制导的方式支持“三农”,但这种精确制导的政策措施必须要有很好的辅助政策措施相配合,否则难以取得预期效果。目前我国商业银行与监管政策之间、银行与市场之间还存在着很多基本制度设施不完善之处,如不加以改善,将会影响精确制的货币政策实现其最初意图。

首先,央行的货币政策与银监部门指标监管之间还存在一定的冲突,需要

更多的协调。尽管央行实行货币“微刺激”,下调存款准备金率,但银监部门要求县域银行业金融机构存贷比必须达到75%的红线,虽然可以在每年中间时间段适度地放松一下比例,但全年平均必须达标,这一监管要求与农村信贷投放周期长的特点存在一定冲突之处。央行要实现的是货币政策的意图,可以通过窗口指导来确定银行信贷规模,而银监部门的目标是确保银行资产质量,这类类似于一个是宏观管理,一个是微观管理。当宏观要求下调部分县域银行业存款准备金时,微观上的红线又不能突破,所以央行降准的效用会在很大程度上被弱化。当然,降准的作用还是有的,它能部分缓解当前一些县域银行的资金流动性。

其次,从县域银行的贷款担保现状看,降准也很难释放出很大数量的涉农贷款。农村的房产结构和土地结构是制约涉农贷款大量增加的重要因素,因为农村房产和土地的集体所有权属关系,农民对土地只有使用权和收益权,限制

了农村房产和土地的流动,使得农民在申请贷款时缺乏合格的担保物品。可能有人要问:那么农村信用体系不能发挥作用吗?其实,农村信用体系目前已经被破坏。主观上,银行对信贷风险的容忍度越来越低,贷款责任人终身追究制度使得农村信用贷款已经名存实亡。以前县域银行信贷员多为土生土长的本地人,在监管要求下,这些信贷员不得不被调离或被调岗,这样,原来建立在熟人关系基础上的那种信用生态环境被打破,这也是银行常常感叹农村诚信缺失的重要原因。

再次,县域金融机构目前最缺乏的并不是资金,而是信贷投放目标。一直以来,央行对不同类型的银行实行差别化存款准备金率制度。2012年,央行副行长潘功胜曾表示,中小银行、农村合作银行、农村信用社存款准备金率分别比大型金融机构低2个、5.5个、6个百分点,而大型金融机构的存准率为20%。此次国务院提出的适度降准仅包括县域农商行和农合行。据中金公司报告的估计,今年一季度末农商行存款余额约7.3万亿元,农合行存款余额约1.1万亿元,所以降准释放出来的流动性约为1500亿元,这些是否真的能用于农村市

场现在还真的不好说。政府长期对农产品价格实行管制,在广大中西部地区有利可图的农业经营机会其实是很少的,这也限制了县域银行向农村的贷款投放。事实上,即使不降准很多县域银行的可贷资金也是充足的,之所以不取或不向农村投放,主要是缺乏借款人担保品以及出于资金效益的考虑。下调准备金率就能使农民得到贷款,这种想法过于简单了。

因此,要让降准达到预期目标,必须有各方面配套措施。银监部门要监管存款准备金率,改善农村信用结构,培育农村信贷信用微观市场的诚信环境,在必要的情况下以税收引导县域银行对农村的支持力度,用税收调控方式促进县域银行的贷款投向。只有在多项政策的配合下,才能使降准释放出来的信贷能力精确投放到回报率不高的“三农”领域,而不是让它曲线流向高利润的房地产行业。

# 改善土地财政支出管理 化解债务和楼市风险

李宇嘉

今年以来,我国楼市运行的一个很大的特征就是“地市热、楼市冷”,10个典型城市一季度的土地出让金收入为2692亿元,与2013年同期相比增长83%,而这些城市一季度的楼市成交量却同比下滑了将近40%。全国的情况也类似,一季度全国住宅成交量下滑5.7%,但土地出让收入同比增长40.3%。

楼市和土地市场“一冷一热”的运行态势是不可能持续的,按照地市滞后于楼市约8个月的周期看,若楼市持续走弱,下半年土地市场极有可能由热转冷,今年的土地出让收入将可能难以超越2013年4.2万亿元的历史最高水平,甚至有可能会出现明显下滑。今明两年是地方政府债务集中到期的时间,地方政府债务又占政府总债务规模的40%左右,而地方政府债务偿还对于土地出让收入的依赖也超出人们的想象。于是,很多人判断,土地出让收入下滑,地方政府债务偿还还将受到冲击,破除土地财政势在必行。

土地财政依赖确实很深。根据《中国经济周刊》和中国社会科学院联合发布的《我国23个省份“土地财政依赖度”排名报告》的数据,在“政府性债务管理中存在的主要问题”一栏,29个省份中有23个都明确将“地方债依赖土地收入偿还”列入其中,23个省份中最低的也有1/5债务靠卖地偿还。从全国范围来看,据国家审计署的数据,截至2012年底,11个省级、316个市级、1396个县级政府承诺以土地出让收入偿还的债务余额34865亿元,占省市县三级政府负有偿还责任债务余额93643亿元的37%。而且,市县级政府的债务偿还对土地依赖度更大。在被审计调查的市级政府中,承诺以土地出让收入来偿债的占比高达81%,而县级政府也超过50%。

应对地方政府债务问题的根本思路是“堵歪门,走正门”。所谓“堵歪门”,就是去除地方债务的土地依赖,而“走正门”就是发行地方政府债券。目前,在很多人看来,“堵歪门”刻不容缓,“歪门”不堵则“正门”难开。一方面,土地财政依赖是不可持续的,土地财政收入会因为楼市周期性下降而急剧减少,而且近几年土地出让收入中用于征地拆迁补偿和土地整理的被动性支出占比超过50%,未来这一比例有增无减;另一方面,土地和金融结合的“土地财政模式”深受地方政府喜爱,这一模式是造成地方政府固定资产投资饥渴症、债务规模盲目扩大、楼市和金融泡沫不断累积、内需增长动力匮乏、系统性风险不断上升等困扰经济转型顽疾的罪魁祸首。

但是,将经济转型问题全部归咎于土地财政依赖有失偏颇。目前,在土地出让收入方面,地方政府通过高效率、市场化、透明的“招拍挂”出让程序,确保了土地收益的最大化。但是,在土地出让收入的使用上却存在效率非常低下的问题:一是由于没有将土地出让收入纳入预算管理,支出的随意性、浪费大、不透明、腐败问题突出;二是土地出让收入用于支持城市基础设施和公共服务设施建设上,存在短期化、好大喜功、中看不中用的问题,民生福利设施建设上重锦

上添花(如CBD、城市广场、会展中心等),轻雪中送炭(保障房和医疗教育等);三是近年来土地出让净收益急剧下滑,但地方政府征地激情不减,其看中的就是土地对于固定资产投资的支持作用,土地财政依赖异化为传统经济增长模式依赖。

因此,笔者认为,目前对于土地财政的诸多诟病,根源不在于土地财政本身,而在于土地财政收入的使用效率上,具体说就是土地财政资金的使用上效率太低了。根据前述土地财政依赖度的报告,不管是从“承诺以土地出让收入偿还债务总额”(土地偿债总额)看,还是从“土地偿债在政府负有偿还责任债务中占比”(土地财政依赖度)看,大部分东部省份都排在前列。例如,土地偿债总额排名前10位省份分别是北京、浙江、上海、四川、辽宁、湖北、广东、重庆、山东和天津;土地财政依赖度排名前10位的省份是浙江、天津、福建、海南、重庆、北京、江西、上海、湖北和四川。

尽管东部省份土地财政的规模很大,数据上显示的土地财政依赖度也很高,但这些地方也是我国城市化发展最快、城市群最集中、经济最发达、人民生活水平最高的省份。事实上,这些省份经济上的发达与土地财政是分不开的。一方面,在改革开放以来,这些地方为吸引外资,低价甚至免费出让土地(工业用地),以土地收入补贴工业园区建设,土地财政极大地降低了工业和出口成本,为奠定中国世界工厂的“核心竞争力”立下汗马功劳;另一方面,城市化快速推进以来,东部地区的前50大城市集中了1.4亿外来人口中的80%,前10大城市则集中了43.2%。人口快速流入城市,对公共服务设施在短期内提出了要求,而土地财政组织的高效率,为提高政府收入并用于基础设施建设打下了汗马功劳。而中西部地区,尽管土地财政依赖度不高,但城市化、工业化和人均收入也较低。

未来一段时间,税制改革难以迅速和全盘铺开,地方主体税源也难以在短期内形成,而地方民生欠账对未来支出已经形成倒逼,地方政府债务在未来也将形成压顶之势,土地财政依赖短期内难以改变。目前,问题不在土地财政本身,而在土地财政的效率,这一问题与我国财政支出效率、国有企业支出效率在体制根源上是同一回事。

因此,未来要做的不是如何废除土地财政,而是如何提高土地财政的支出效率,这才是符合现实、行得通的做法。三中全会提出了“建立事权和支出责任相适应的财政制度”,而今年“两会”上也提出要土地出让金收入要全面审计,这事实上意味着未来将加强土地财政的支出效率。土地财政支出效率提升了,民生基础设施做实了,内需成本也就下降了,这不仅为培育内需、涵养地方主体税源打下了基础,而且能从根本上约束地方政府无限度出让土地规模、无限度负债的冲动,而楼市风险也会因地方政府动机改善和基础设施完善而逐渐消弭,金融风险也就随即改善。同时,此举也就为地方政府举债“堵歪门、开正门”的改革打开大门。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

# 高管薪酬 应与公司业绩增长挂钩

皮海洲

伴随着上市公司2013年年报的披露进入尾声,备受市场多方关注的上市公司高管薪酬也基本都浮出水面。除了高管们的高薪引人关注外,还出现了一个“怪事”,即部分上市公司高管的薪酬总额甚至超过了公司的净利润。其中最具有代表性的某公司,2013年年报显示,公司去年净利为368万元,但高管薪酬总额却高达562.56万元,远高于净利润。

上市公司高管薪酬一直受各界关注,某些高管的超高收入更是招来舆论方面的不少非议。但高管们到底该拿多少报酬,却很难有一个广泛适用的标准。企业效益不同,行业不同,上市公司高管薪酬的悬殊很大。如方大特钢董事长钟崇武以年薪1974万元成A股“打工皇帝”,而年薪未超过10万的上市公司高管也不乏其人。

然而不论上市公司高管薪酬是高是低,但只要拿得合理,都无可厚非。毕竟时代不同了,上市公司不可能以拿低工资为荣。实际上只要公司的效益上去了,高管们多劳多得没问题。但如果像上文中提到的某公司,其高管薪酬总额甚至超过了公司的净利润,这种“高管得大头,公司得小头”的做法,显然是难言合理的。

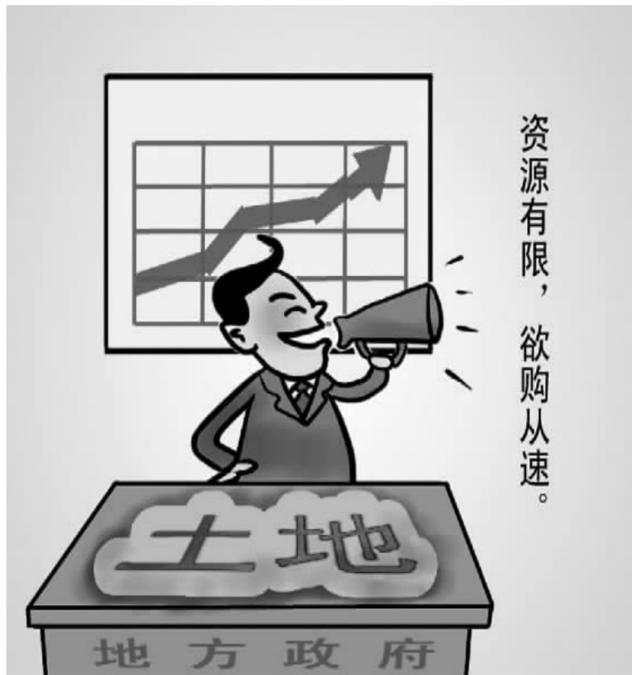
当然,要完全禁止上市公司高管薪酬超过公司净利润的做法,又是行不通

的。因为在众多的上市公司中,总有那么一些业绩亏损的公司存在。如果强制性规定上市公司高管薪酬不能超过公司净利润,那么这些业绩亏损公司的高管们就只能不拿工资了。对于一些业绩亏损的公司来说,更需要高管们群策群力来为公司走出困境发奋努力,如果高管们连工资都拿不到,他们又如何能够坚守在岗位上为公司扭亏而打拼呢?

要解决上市公司高管薪酬超过公司净利润的现象,关键还是要将上市公司高管薪酬与公司业绩增长挂钩。公司高管的薪酬至少应该包括两部分,一部分是基本工资,另一部分是绩效工资,而绩效工资部分则是要与公司业绩增长挂钩的。公司业绩增长了或者公司减亏了,可以计提绩效工资;相反公司业绩下降或公司亏损扩大了,则不应计提绩效工资。如果是根据这样的方式来发放上市公司高管的薪酬,导致高管薪酬总额超过公司净利润,那结果也是可接受的。

当然,既然是上市公司,那么高管薪酬的增长仅仅只是与业绩增长挂钩是不够的,上市公司高管薪酬的增长还有必要与公司给予投资者的分红回报相挂钩,可以将30%的分红比例确定为基准分红比例。上市公司分红比例达到30%,公司高管可以领取基本薪酬。在此基础上,实际分红比例每增加1%,则高管薪酬就增加1%;反之,则以相同的比例扣减薪酬。这是对投资者负责的一种表现。

## 去年各级地方政府卖地收入4.2万亿元



卖地收入四万亿,地方政府笑眯眼。 进账依赖招拍挂,融资玩转地生利。 甘当房价托盘手,善演政商双簧戏。 土地财政染毒瘾,纵容必有大危机。

赵顺清/漫画 孙勇/诗

# 同股同权是股市核心规则

熊锦秋

4月7日,香港交易所总裁李小加发表一篇网络博客《我们问对问题了吗?——关于香港市场核心价值的思考》,对阿里巴巴最终弃港赴美上市进行思考。尽管该文的一些论证过程存在问题,但提出的“同股同权”命题是有价值的。

李小加在这篇博客中,通过两个例子来证明香港一向没有绝对执行同股同权。其一,“无论香港政府是否拥有香港交易所的股权,政府均有权在香港交易所董事会中任命12位非执行董事中的6位”;其二,“上市公司大股东无权在关联交易上投票”。第一个例子遭到香港政府的反驳,李小加随后也承认,他引用的第一个例子不妥,因为港府有权来自法律,港府任命董事的权力旨在保护公众利益。

对于“上市公司大股东无权在关联交易投票”,笔者认为,同样不能成为同股同权原则反证的证据。大股东之所以愿意去搞关联交易,无非想利用关联交易谋求特殊利益,这个利益只为大股东所独享,其他中小股东难以从中受益,甚至可能受害,这才是违反了同股同权原

则。规定大股东无权在关联交易上投票,恰恰是要防止上市公司通过关联交易向大股东输送利益,其追求和捍卫的其实正是大股东与小股东权利的平等,它捍卫的就是“同股同权”。

李小加这篇博客思考的核心是,香港市场是否应该实行“同股同权”,这个问题值得非常必要。在一些科技公司的股东分为“创始人、早期入股机构、新股公开发行时入股的公众投资者”三类,是否应该给予创始人更多控制权呢?如果给的话,到底应该给多少才合适呢?又如防范他们不滥用这一控制权呢?如果有朝一日创始人降低所持股份,其利益与公众投资者的利益不再一致的时候,是否应该收回创始人的控制权?

国外资本市场在这方面其实有现成的答案:可以给予创始人更多控制权,可以实行双重股权结构甚至多重股权结构。在双重股权结构中,股份被划分为高、低两种投票权,低投票权的A类股由一般股东持有,高投票权的B类股主要由高级管理者或创始人所持有,每股B类股投票权为A类的10倍甚至100倍。作为对B类股东的限制,它的流通性较差,并且投票权仅限管理者

使用,B类股一旦出售,即转为低投票权的A类股。

依笔者粗浅看法,这种“双重股权结构”事实也不与同股同权原则相违背,在某种程度上它仍然符合同股同权的精神实质。首先,在双重股权结构中,A类股与B类股只是投票权不同,但分红权等其它权利是完全相同的。其次,A类股与B类股的投票权不一致,这种表象的背后其实是不同类别股东之间的一种隐性契约,一般股东通过让渡股票投票权,让创始人股东等拥有更多控制权,其目的是为了高级管理者能够经营更好,从中实现更多自身利益。但这种契约并非任何时候都有效,有的公司通过股东大会表决同意,可以取消双重股权结构,收回这种契约,2010年,加拿大曼格纳国际公司的股东就这么干过,而这种决策的基础,仍是同股同权。

笔者认为,同股同权是股份制运行的基础,也应是股市的基本游戏规则,没有同股同权,也就用不着划分什么股份、谈什么股票。只要搞股份制,同股同权原则就应该是一条基本底线,我国最新《公司法》第126条规定,股份的发行实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当

具有同等权利,这种坚守应该是正确的。

当然,对于高科技类公司来说,让富于创新精神的创始人来把握公司的发展方向意义重大,除了双重股权结构,签订投票权代理协议也是途径之一。例如,2012年Facebook招股书显示,当时扎克伯格拥有28.4%的股份,但他却拥有56.9%的投票权,原因有二:一是双重股权结构,他的投票权多;二是一些股东和扎克伯格达成了投票协议,同意扎克伯格代表他们的股份投票,这也是一种契约,获得代理投票权背后的原因,是创始人获得了部分股东的完全信任。

笔者建议,为推动新经济的发展,A股市场的股东之间也可发扬契约精神,比如其他股东可授权创始人代表他们投票,由此让公司的创始人实现对上市公司控制,推动公司更快更好地发展。显然,这一切需要以契约和信任为基础,只有创始人值得其他投资者信任,这种契约才可以达成,而且这种契约股东可以随时废止。达成协议,就会出现“同股不同权”现象,但我们无须为此大惊小怪,因为它们遵循的运作准则其实仍然是同股同权。

## 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0755-83501640;发电邮至ppl18@126.com。