

投资者保护就需要香港那样的死磕精神

陈中

有一家上市公司,2000年在香港上市,2001年开始财务造假,2005年被停牌,2007年被除牌。在经过7年时间、跨越多个司法管辖区的调查后,香港证监会日前正式起诉该公司前主席,寻求法庭颁布强制令,冻结其实际拥有价值高达约15.9亿元的在港资产并向超过1300名少数股东作出损害赔偿。这家上市公司叫格林柯尔,被起诉的则是内地资本市场无人不知的顾雏军。

虽然格林柯尔这家公司已经被除牌7年,虽然顾雏军曾在大陆因违规披露、挪用资金等罪入狱,虽然顾雏军

出狱后力图自证清白,成为敏感人物,但这些并不妨碍香港证监会通过法律程序为中小投资者维权,7年之后,仍然要与顾雏军“死磕”。

死磕是北京方言,表示要和某人或某事作对到底的意思,有不达目的誓不罢休意味。其实,从否决电讯盈科私有化方案,到造假上市的洪良国际退还全部集资,并被开出巨额罚单,从取消长江实业分拆酒店式公寓的出售计划,到对阿里巴巴上市说不,再到这次起诉顾雏军,以此前在处理老虎亚洲案和洪良国际案时,都依据了大名鼎鼎的《证券及期货条例》第213条,即香港证监会有权寻求一系列内容宽泛的命令,包括:制止命令、责令采取步骤恢复原状的命令、委托财产管理人、以及宣告合约无效。除了在第213条项下订明的具体类型的命令,法庭还可作出其认为有必要的附带命令。

有专家认为,香港证监会比中国证监会的权力大得多,比如说香港的证监会可以到法院申请搜查令,搜查嫌疑人和非嫌疑人,还可以到银行查户头,但中国证监会在这方面权力非常窄,监管力度打了折扣。

不过也有专家认为,中国证监会其实权力更广泛。例如,中国证监会享有广泛的处罚权,而香港证监会仅享有一定的颁发禁止令、通知等权力,香港证监会可以对市场不当行为进行调查,但一旦发现市场不当行为,即须将案件移送法院,而无权就该案进行处理。再如,中国证监会职责中的第一项,就包括制定企业数不足50家。成熟证券市场退市则如家常便饭,美国纽约证券交易所每年退市率6%至8%,纳斯达克近三年退市公司家数均多于同期上市公司家数,而伦敦交易所和东京交易所近三年退市家数更是同期上市家数两倍以上,而A股市场平均年退市率不足0.2%,在不少投资者看来,“只进不出”的A股市场存在大量垃圾股,因此饱受诟病。

但是,退市制度本身也并非A股市场改革的关键点。从成熟市场看,企业自主退市要多于强制退市,比如,纽交所退市企业中强制退市仅为25%,纳斯达克约为50%,众多企业自主退市的主要原因是上市成本太高,价值被低估或者出于公司战略考虑,企业自主退市后的私有化,有的战略改造后再上市,只有强制退市公司才被要求挂牌OTCBB或者粉单市场等场外市场。

并不是说退市制度对A股不重要,而是单纯强调退市制度意义有限。从目前情况看,IPO堰塞湖尚未解决,发行制度改革尚未取得明显成效,上市公司对地方政府以及投资者来说仍是稀缺资源,新股被继续追捧概率依然很大,退市公司无差别强制挂牌股转系统对投资者来说也缺乏公正性。如果发行实行注册制,壳资源不再稀缺,垃圾股挂牌交易的价值就不大,很多就会自动退市。所以说,当上市不再被追捧,退市并非都因强制,我们的证券发行及管理制度改革就成功了一大半了。

“有关证券监督管理的规章、规则”的立法权,香港证监会却无此职权。

仅有监管权力是不够的,针对一家已经除牌且公司主体位于内地的公司,历时七年调查,如果没有“死磕”精神是不可能完成的。香港证监会的调查结果,由于银行存款被夸大及银行贷款未被披露,格林柯尔2000年至2004年财政年度的资产净值分别被夸大人民币4.87亿元、人民币6.53亿元、人民币9.82亿元、人民币10.62亿元和人民币9.04亿元,相当于格林柯尔在这些年度的总资产价值的43%至80%。

反观国内,资本市场的监管执法仍然面临着挑战。中国证监会主席肖钢去年曾撰文指出,近年来证监会每年立案调查110件左右,最终能够顺利作出行政处罚的平均不超过60件,按此计算,资本市场案件查实率不到60%。另外,每年平均移送刑事案件30多件,最终不了了之的超过一半。

近年,中国证监会在投资者保护方面也不遗余力,将保护中小投资者合法权益贯穿监管工作始终,对待违反“三公”原则破坏市场秩序的行为,以“零容忍”态度予以打击。应该期待的是,资本市场上的不法行为也能够像香港那样被死磕到底。

焦点评论

东莞一黑作坊用生蛆猪肉制“毒腊肉”



生蛆猪肉敌敌畏,一锅毒物煮美味。黑心作坊再现世,问题腊肉又入嘴。食品安全老生谈,屡禁不止人人危。法律严惩细落实,监管问责治重罪。

紫蝶/漫画 徐潇/诗

■ 鹏眼 | Huang Xiaopeng's Column |

金融血脉不畅是经济市场化倒退的反映



黄小鹏

近两三年来,中国金融改革在诸多方面取得进展,金融市场化程度在加深。按照常理,金融与实体经济之间会因此更加协调,货币政策的传导也将更加有效。然而事实并非如此,金融与实体之间的摩擦程度在此期间反而出现了加深的迹象,金融血脉不通畅成为社会关注的问题。

决策者为打通金融血脉作了诸多努力,舆论引导的同时,还在货币政策方面作了更多创新,但总体来看,这些努力效果不理想,各种错位按倒葫芦瓢又起,次第而来。早在2011年,信贷市场上就出现了严重的旱涝不均,流动性过剩与高利贷并存;此后又出现了影子银行和同业业务的狂飙,金融“空转”现象明显;去年下半年以来,利率高企又成了一个令决策者头痛的大问题。

为何打通金融血脉如此之难?是金融自由化本身错了,还是我们的金融机构唯利是图?笔者认为,金融自由化方向没错,指责金融机构缺乏“道德血液”于事无补,金融血脉不通除了与经济周期处于特定阶段有关以及金融改革时时机欠佳外,最根本还在于经济改革与金融改革未能双轮并进,金融改革跛脚前行。

近年来金融改革大致有三类:一是放宽准入,成立更多的民营金融机构;二是推进利率市场化;三是减少外汇管制,改善汇率形成机制,汇率更加市场化。金融自由化导向的改革,目的是以更充分竞争的金融市场和更优质的金融服务来促进结构调整、产业升级和经济增长。扶持民营金融机构背后的逻辑是,国有金融机构占比过高抑制了竞争,导致利率过高,中小型民营企业得不到好的服务;利率市场化的逻辑是,利率管制产生金融抑制,利率水平长期处于均衡水平之下,廉价资金既剥夺了居民的应得利益,又刺激了国企的过度投资,导致产能过剩;汇率形成机制改革的逻辑是,汇率管制使汇率处于低估状态,导致了经济对外失衡。

但这些改革并未收到预期效果。例如,利率市场化不但没有达到便利企业融资的目的,反而意外地增加了实体企业的融资成本。提高企业融资成本是为了抑制某些领域的过度投资,但结果恰恰相反,那些需要抑制的部门并未得到抑制,相反却使中小企业生存和发展更加艰难。又如,余额宝之类互联网金融的爆发,本来是中国特殊环境下利率市场化的一个独特路径,但最终却在一些人眼里成了高利率的罪人,要成为金融血脉不畅负一定责任。再例如,放宽准入以后各类金融机构涌现,特别是一些草根金融蓬勃发展,但这没有达到降低金融服务成本的目的,相反有人批评它扰乱金融秩序。再例如,影子银行业务只是金融服务方式之一,它并不必然导致整个社会利率中枢的抬升,但客观情况却是,融资链条因“通道”、“过桥”环节而延长,风险大量累积且分布变得极为复杂。现在,影子银行在有些人眼里成了“钱玩钱”的典型,是融资难、融资贵的罪魁祸首。

出现这些问题,与金融改革时未能双轮并进,金融改革跛脚前行有密切关系。在长期存在金融抑制的环境下,利率市场化有可能在短期内提高金融体系总体资金成本。这类改革最好安排在货币需要紧缩的阶段。因此,利率市场化最佳时机应该是2006-2007年,因为那时候实体经济过热,通胀也较高,实际负利率持续了相当一段时间。到了2009年,政策方向是扩张,货币放得宽松,利率市场化与刺激经济的政策出发点相抵触。2011年以后,4万亿计划导致摊子铺得太大,突然收紧货币对实体产生巨大冲击,利率市场化只会产生叠加冲击。再例如,汇率的调节作用有较长滞后期,虽然2005年汇改时机尚可,但升值幅度有限,2007年外部失衡达到了极致。在2009年短暂中止后重新升值,同样遇到4万亿后遗症,叠加了实体经济的困难,还使改革受到责难。

面对金融面与实体面的不断摩擦,有的人陷入道德评判,有的人甚至攻击金融改革。在笔者看来,金融只是整个经济体制的一种投射,脱离经济体制孤立看金融市场乱象与摩擦,思路就错了,而把主要精力放在金融层面的调整,放在货币政策创新上,不去深化经济改革,是一种本末倒置的做法,必定事倍功半。中国企业部门目前已分化成两大类,形成了事实上的新二元经济。一类是拥有政府隐性担保的企业,它们包括房地产部门、政府投资平台企业、垄断国企等,另一类是没有政府隐性担保的普通企业、中小微企业。政府虽然明确对第二类企业采取金融支持态度,但它们天然具有较高的经营风险,如果不能降低其风险,追求最佳风险收益的金融机构自然会对其索取较高利率,而它们没有政府的隐性担保,风险自然无法降下来。对于第一类企业或部门,政府态度是内在矛盾的,一方面出台政策限制其融资,一方面又不撤除对它们的隐性担保。担保压低了融资成本,但限制贷款又使资金不得不增加环节,七弯八拐走“通道”,“层层剥皮”,加之限制之下偷偷摸摸,金融机构谈判能力反而更强,其结果是第一类部门的利率同样居高不下。以至于出现市场把城投债利率或理财产品利率当作无风险收益,而无风险收益又居高不下这种金融史上的罕见的怪象。

试想,如果取消融资限制但保留隐性担保,那么资金“空转”可瞬间减少,市场利率将因之下降;如果保留限制但取消隐性担保,第一类企业利率虽上升,两类企业之间的利差则大幅下降,“两难”问题会因之减轻;如果两者同时取消,第一类企业融资成本下降但风险溢价上升,两大部类间的扭曲基本可以消除,最终市场融资成本取决于总量流动性,货币决策将摆脱“两难”。限制第一类企业获得融资属行政干预,但相对隐性担保而言,是小害与大害的关系,因此,第一类企业隐性担保的存在才是整个信贷市场定价体系紊乱的根源,也是金融血脉不通的总根源。这个问题不解决,讲什么“盘活存量”,批评什么“空转”,强调什么增强服务意识,都只是道德层面的苍白说辞。

近年来政府向房地产等领域签发了大量隐性担保,直接引发了金融资源错配。国企战线过长妨碍了市场机制发挥作用,因此十八届三中全会以来推行的混合所有制改革是市场化导向的,是必要的,但隐性担保是比国企战线过长更为严重的问题,它彻底模糊了政府与市场的边界,极大地扭曲了大多数经济主体的行为,可以说是市场经济的头号危害。曾经有经济学家定期测算中国的市场化进展指数(指标体系中包括政府与市场关系、民企占比等五大项),如果把这些年泛滥成灾的隐性担保科学地纳入度量指标中,应该可以看到中国市场化程度指数出现明显下降。金融血脉不畅问题其实是市场化倒退的问题,政策如果只是在金融层面兜圈子,永远找不到根治之策。

联系我们

本版文章如无特别说明,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;发邮件至pp118@126.com。

(作者单位:宏源证券)

力推发行注册制更要紧 强制退市非改革关键点

梅苑

监管部门近日召开退市制度工作专家座谈会,并将就具体制度向社会公开征求意见,加之出现ST长油这个首家央企退市,外界普遍认为退市制度改革即将到来,退市将会更严厉。

其实相比发行制度,我国证券市场的退市制度改革步伐一直相对超前,只是由于发行制度改革滞后,现有的退市制度才没有发挥出应有的效果。正如一位市场人士所言:当上市不再被追捧,退市不再被强制,我国证券市场改革便成功了一大半。

定价及融资是资本市场的两大功能,对于一家创业公司来说,上市是为获得市场的认可,并借此获得资金,在股市公开上市意味着一定程度的成功,但成为公众公司也将面临更多的监管和监督,并承担长期经营不善带来的压力。

但是,由于A股市场制度不健全,上市资格有稀缺性,因此公司上市得到的多,受到的压力则不够。上市成功,会得到地方政府的“奖励”,区域内上市公司数量也成了地方政府重要政绩,政府不仅帮助企业上市,而且在企业经营不善时给予补助扭亏以保住壳资源。统计显示,2013年2513家A股上市公司年报,2288家公司获得过政府补贴,占比超过九成,补贴总额达1734余亿元,其中有35家*ST上市公司获得了补贴。

A股市场上市难,退市更难。自2001年推出退市制度至今,累计退市

厄尔尼诺现象对中国物价影响有限

孙海琳 朱晓明

日前,央视新闻联播专门报道了一则关于气候的消息,新闻标题是《今年将发生厄尔尼诺事件》,明确指出“目前海温偏高的状态还在持续并且已经基本确定今年会发生厄尔尼诺事件”。鉴于《新闻联播》众所周知的地位和影响力,我们认为需要认真对待:一方面重视节目预警信号背后可能的政策影响,另一方面它对通胀的影响会不会对稳增长微刺激政策形成制约。

厄尔尼诺现象是一个气象学现象。它是指太平洋东岸的秘鲁和厄瓜多尔附近几千公里的海面温度异常升高的现象。当厄尔尼诺发生时,全球气候出现反常。自1950年以来,全球共发生过两次强厄尔尼诺事件,分别为1982-1983年及1997-1998年。以后一次强厄尔尼诺事件为例,它至少造成2万人死亡,全球经济损失高达340多亿美元,期间全球许多国家都发生了严重的旱涝灾害,导致全球粮食减产20%左右。

尽管厄尔尼诺现象发生在离我国较远的太平洋东岸,但是它还是会通过大气环境的变化来影响我国的气候。几个比较明显的表现为:1.我国夏季北方出现干旱、高温的现象;2.南方

出现低温、洪涝灾害;3.与美国相似,我国也会出现暖冬现象。以1998年为例,当年我国北方出现了明显的高温,多雨,多地连续出现40摄氏度以上的高温,南方长江和淮河流域则发生了大洪水。

厄尔尼诺现象会直接影响到农作物的产量,进而影响食品价格。同时,厄尔尼诺气候会使美国大范围出现暖冬的现象,这意味着取暖油的需求降低,在厄尔尼诺发生的年份,取暖油的价格均低于非厄尔尼诺发生的年份。因此,其对消费物价(CPI)的影响并不确定,需要更详细的分析。

综合国际上多个权威机构的预测,今年发生厄尔尼诺的概率达到了50%-80%!厄尔尼诺通过农产品价格渠道对我国通货膨胀影响的传导机制有直接和间接两条,直接传导即通过影响中国农作物生长带来的对价格的影响,间接传导是指通过国际农产品价格传导至国内对价格的影响。

先分析直接传导渠道。从统计数据看,厄尔尼诺年的粮食总产量略低于非厄尔尼诺年产量,但总体来看影响并不显著。当然,总产量变化也可能因为其它因素的影响。从单位面积粮食产量数据看,厄尔尼诺年谷物单位面积产量总体上要稍低于非厄尔尼诺年,但影响并不特别显著。从几

大主要粮食的平均批发价格历史走势看,厄尔尼诺对各种粮食价格影响不大,大幅低于国际市场粮食价格的波动。中国粮食价格走势比较稳定是多方面原因造成的:首先,无论是粮食总产量还是单位面积产量在厄尔尼诺期间都有一定下降,但下降幅度非常温和,厄尔尼诺的影响并不显著。其次,中国政府一直采取多种措施平抑粮食价格波动。最后,中国粮食市场容量还较小,流动性较低,因此金融属性弱于国际农产品市场,投机需求不如国际市场,这使得国内农产品期货价格相对国外来说比较平稳。

总之,厄尔尼诺虽然会给中国带来气候变化,并导致粮食产量有一定下降,但最终对粮价的影响不显著,因此我们可以忽略其对中国CPI的直接影响。

厄尔尼诺通过国际农产品价格对国内价格形势的影响有多大呢?在最近的五次厄尔尼诺期间,CBOT小麦价格平均上涨了10%,玉米平均每次约上涨1%,大豆价格平均上涨4%。从统计数据看,国内大豆价格大约能反映美国大豆价格一半的波动程度,因此,若按厄尔尼诺期间美国大豆价格平均上涨4%计算,中国大豆价格将上涨2%左右。除大豆外,我国几大主要粮食产品的进口依赖性都较低,价格受国外影响不大,其影响可以忽略。