

# 警惕葡萄牙银行危机的蝴蝶效应

王勇

日前,葡萄牙 BES 银行财务健康状况在欧洲大陆引发一轮恐慌情绪,对欧美股市造成严重打击。笔者认为,葡萄牙 BES 银行危机加大了市场的恐慌情绪,需要警惕其带来的“蝴蝶效应”。

葡萄牙 BES 银行事件源自去年 12 月葡萄牙央行在意识到 Espirito Santo 国际集团(ESI)可能存财务问题后,开始对其及其子公司进行审计。ESI 集团是由葡萄牙一家大型家族企业创建的,总部位于卢森堡,在葡萄牙是非常具有影响力的集团,主要经营酒店、医院、银行等行业。ESI 集团的子公司 ESFG 持有 BES 银行 25% 的股份,是 BES 银行的控股股东。葡萄牙央行在审计中发现 ESI 集团存在严重财务会计问题,今年 5 月,葡萄牙央行又发现该集团利用一些银行来发行债务,其中包括其控股的 BES 银行。7 月 10 日,因 BES 被爆出在 ESI 集团上有大量风险敞口,其股票遭逼抛售,股价暴跌 16%,而 ESFG 也被暂停了股

票及债券交易。

BES 银行危机最可能的解决方案,是在葡萄牙政府斡旋下达成某种纾困协议,或者由政府对该银行进行信用托底。葡萄牙央行目前已经介入,假如该银行面临破产风险,很可能为其托底。尽管如此,BES 银行危机所带来的“蝴蝶效应”仍然极大,需要提防。2010 年到 2012 年,欧债危机使得包括葡萄牙、爱尔兰、意大利、希腊与西班牙在内的“欧猪五国”,每一天都颤颤巍巍地生活在债务危机阴影之下。在欧债危机中,欧洲银行业危机与主权债务危机相互交织、相互放大,银行健康状况的信息严重冲击了金融市场。近一年多来,欧债危机的风暴已逐渐平息,欧债危机的解决才有些眉目,投资者刚刚对欧洲金融系统树立起了一点信心,监管部门希望对 120 多家大型银行进行压力测试时,各银行能向市场交出一份健康的体检结果。然而,葡萄牙 BES 银行危机显示出欧洲银行业情况依然不稳定,投资者对欧洲市场和欧洲银行业的信心受

到了很大打击,似乎欧债危机并未完全离去。

在笔者看来,葡萄牙 BES 银行危机事件与欧债危机并没有多少直接关联,但其毕竟发生在欧债危机并未完全烟消云散的当口,引发投资者的联想与担忧也属正常。BES 银行危机其实与葡萄牙银行业治理不完善与欧洲银行业监管疏漏有很大关系。今年 5 月,葡萄牙政府宣布将完全退出由欧盟、欧洲央行和国际货币基金组织组成的“三驾马车”的国际救助计划,而且不需申请预防性信贷。这使其成为继爱尔兰之后第二个在没有使用紧急救助的情况下退出经济援助计划的欧元区国家。葡萄牙这么早退出救助安排,似乎是急于想证明其对本国经济复苏、财政治理以及银行业改革等方面充满信心。但 BES 银行危机事件的爆发,给葡萄牙政府和欧洲银行监管部门上了一堂风险案例课,让他们认识到“革命尚未成功,同志仍需努力”。

展望未来,无论是葡萄牙还是欧元区,仍然需要强化银行业治理和监管。由于银行业关联交易是伴随着银行业机构产权关系复杂化而出现的一种客观现象,交易双方在形式上法律地位平等,事实上地位不平等,交易一方可对交易另一方进行控制和施加重大影响,因此,关联交易客观上存在不公平及滥用的巨大

风险。BES 银行与母公司之间的关系已经充分揭示了这一点。因此,强化银行业治理主要是通过规范金融控股公司的母子公司治理结构,防范银行业关联交易风险。而强化银行业监管,也主要是强化银行业关联交易监管。日前,葡萄牙央行表示,理解外界对其银行业监管的批评,将立法加大监管。银行业关联交易监管,要着力于内部人和股东关联交易监管、金融控股公司关联交易监管以及企业关联交易信贷风险的监管,加强对关联交易的立法,强化银行内部控制。从战略角度看,还要充分发挥欧洲银行业联盟的作用。今年 4 月 15 日,欧洲议会投票通过了银行业联盟法案的最后部分——单一清算机制和国家存款担保基金规定。至此,由单一监管机制、共同存款保险机制和单一清算机制为三大支柱的欧洲银行业联盟终于由构想变成现实,这被认为是欧元区成立 10 多年来欧洲金融一体化的最大进展之一。欧洲银行业联盟这个统一监管制度,有望在 2016 年 1 月真正发挥“自救”功能。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授)

# 防止并购重组侵犯投资者利益 应该有新办法

皮海洲

7 月 11 日,证监会就修订《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》向社会公开征求意见。从内容看,这两个办法堪称是对上市公司并购重组的一次大松绑。可以断言,一旦两个办法正式实施,原本就高潮迭起的上市公司并购重组将会更加如火如荼。

两个办法的松绑作用是显而易见的。其一,对不构成借壳上市的上市公司重大购买、出售、置换资产行为,全部取消审批;其二,取消要约收购事前审批,同时取消两项要约收购豁免情形的审批;其三,上市公司发行股份定价更加市场化,更加有利于并购重组的推进;其四,为便利中小上市公司采用发股形式并购,取消了最低发行股数和金额的门槛限制;其五,取消了对上市公司向非关联方发行股份购买资产的门槛限制和盈利预测补偿要求。

上市公司并购重组大松绑之下,进一步重视对投资者权益的保护就显得尤其重要。因为这种并购重组大松绑的结果很容易造成对投资者尤其是中小投资者权益的损害。实际上,两个办法也强调要加强对投资者权益的保护,有不少这方面的内容,但明显还是不够。目前并购重组对投资者利益的最大损害主要表现在两个方面,一是高溢价收购,二是收购资产以次充好,两者常常成为利益输送的渠道。对于这两方面的问题,《上市公司重大资产重组管理办法》列出的监管措施主要是两点:一、上市公司重大资产重组因定价公允、不正当利益输送等问题损害上市公司、投资者合法权益

的,责令改正,可以采取监管谈话、出具警示函等监管措施;情节严重的,可以责令暂停或者终止重组活动,处以警告、罚款,并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施。二、重大资产重组实施完毕后,上市公司所购买资产实现的利润未达到资产评估报告或者估值报告预测金额的 80%,上市公司的董事长、总经理以及对此承担相应责任的会计师事务所等相关机构及其从业人员应当在上市公司披露年度报告的同时,在同一报刊上作出解释,并向投资者公开道歉;实现利润未达到预测金额 50%的,则对上市公司、相关机构及其责任人员采取监管谈话、出具警示函、责令定期报告等监管措施。

从保护投资者的角度来说,这样的监管措施显然缺少力度,尤其是后者,就像是挠痒痒。笔者认为,这两个监管指标可以合二为一,即通过投资收益率指标来考核。凡投资收益率没有达到预测目标的,由原资产出售方用现金予以弥补,以满足完成预测目标的需要。三年后仍不能达标的,原资产能够退还的,则由上市公司按原价计提折旧后退还原资产的拥有者,不能退还的则由原资产出售方(主要是指公司控股股东或其他大股东)一次性给予投资者相应的股权补偿。而非从关联方第三方收购的资产,公司控股股东应承担连带担保责任,在收购资产盈利不达标时,由公司控股股东代为补偿投资者,以此促使上市公司控股股东切实对上市公司的并购重组行为把关负责。毕竟在上市公司的经营决策过程中,控股股东占据了“一股独大”的位置。

## 中国投资客卖1套北京房换休斯顿6套房



北京房价高入云,炒家转战休斯顿。参照房价收入比,中美反差惊人。大洋彼岸房便宜,套利腾挪有乾坤。法律风险先搞懂,海外置业要谨慎。

紫蝶/漫画 孙勇/诗

# 应让僵尸企业“寿终正寝”

莫开伟

最近,央行副行长刘士余表示,中国应该让更多经营陷入困境的公司(即僵尸企业)破产以帮助改善经济机制,而不是让它们获得政府主导的救助。

僵尸企业是指那些无望恢复生气,但由于获得放贷者或政府的支持而免于倒闭的高负债企业。虽然我国目前还没有僵尸企业确切数据,但可以肯定,这类企业占比不会太低。由于僵尸企业承载着大量就业人员,政府出于确保就业和社会稳定的考虑,一直不敢让僵尸企业按破产程序实施破产。然而,目前僵尸企业成了搞活我国实体经济、产业升级和优化经济结构的障碍。如果任由这种局面延续,必然带来严重经济后果。

一方面,僵尸企业占据了相当多金融资源,银行信贷每年以几个亿的速度增长,但实体经济融资难、融资贵局面始终难以改变。这里面的原因,除了银行大量资金流入房地产,政府融资平台外,还有一个重要原因就是大量僵尸企业

“吞噬”了金融资源。资金流向低效企业,导致负债越来越多,负债成本越来越高,社会平均利润率越来越薄。据相关资料,截至 6 月末我国企业负债已达 14.2 万亿美元,占全球三成份额,超过美国 13.1 万亿美元,相当于 GDP 的 119%;企业投资效率在降低,单位产出增加所需资本从 2006 年的 2.9 上升到 2012 年的 6.2;投资平均收益率从 2000-2008 年的 8%-10% 下降至 2012 年的 2.7%。工业部门利润率由 2011 年的 6.8% 下降至 2012 年 5.9% 和 2013 年 6.0%。而且,由于僵尸企业占据过多金融资源而又不产生效益,这减少了各级政府税收和财政收入,对进一步实施企业减税政策造成障碍。

另一方面,僵尸企业丧失造血功能,输血越多,消耗也越多,根本没有通过自身努力达到起死回生的能力,如此下去只会形成“困难—放贷—再困难—再放贷”的恶性怪圈,大量信贷资金消耗在僵尸企业身上加速了银行不良资产的上升,把更多银行拖向经营死胡同,甚至有可能引发系统性金融风险。

再一方面,僵尸企业不破产,正成为影响整个中国经济健康运行的毒瘤。因为僵尸企业存在,政府总会存在很多顾虑,在实施企业兼并重组、产业结构升级和激励企业创新方面存在“照顾落后”的因素,这会政策政策的纯粹性,使得改革政策无法一步到位,这样就会延缓整个企业转制和创新进程。大量僵尸企业偿债能力低下,会导致其信用意识降低,成为信用违约传染源,这样势必让越来越多企业变成不讲诚信企业,引发更多跑路事件,会进一步恶化中国信用环境,对构建完善社会信用体系带来不利影响,这减少了各级政府税收和财政收入,也使经济结构调整难度更大。

总之,从促进经济增长,扭转实体经济融资难融资贵现状,重振实体经济雄风等角度出发,都必须忍痛割爱,对僵尸企业动大手术。一方面让僵尸企业破产,可避免消耗更多金融资源和造成更大社会浪费,可抑制银行不良信贷资产上升,让资金投向需要的企业和产业领域,最终缓解实体经济融资难、融资贵困局;另一方

面,僵尸企业破产,对现有企业法人具有警示作用,可激励企业管理者用心搞好企业管理和创新发展,尤其可推动国有企业转换经营机制,避免经营失败。同时,形成企业破产正常退出机制,也会让全社会把企业诞生、发展和消亡看成正常事件,增强破产心理承受能力,客观冷静、理性科学地看待债务违约和企业破产,不再把它与政治强扭在一起,而且更可提高投资者的风险防范意识和承受机制,让全社会对企业经营失败持包容心态。

笔者认为,有三项工作是当务之急:一是明确市场的破产淘汰功能,及时建立规范的破产、淘汰等退出机制,为僵尸企业破产退出提供完善法律保障。二是完善金融市场风险与收益的多层次体系,建立止损坏账应对机制,提高金融机构应对僵尸企业破产的能力,防止发生系统性金融风险外溢。三是及时完善各项社会保障机制,对破产僵尸企业下岗工人提供培训和再就业机会,并对丧失劳动能力的工人进行养老、医疗等必要的社会救助措施,确保僵尸企业破产“软着陆”,避免发生社会动荡。

# 一线城市楼市走出泥潭 需要价格实质性下跌

李宇嘉

一直被誉楼市“马其诺防线”的一线城市,今年上半年表现非常糟糕,在成交量上领跌全国:北京今年上半年新房的成交量同比下滑了 48%,二手房更是创下了有网签记录以来的最低半年成交水平,而上海、广州和深圳新房成交规模下跌幅度普遍在 40% 左右。相比较而言,二、三线城市楼市反而表现得平稳很多。根据中国指数研究院的数据,二线和三线代表城市今年上半年月均成交面积同比分别仅下滑 15.5% 和 18.9%,而 1-5 月份的全国商品房销售面积同比仅下跌 7.8%。

2010 年实施限购政策以后,开发商纷纷转战二、三线城市,但由于城市化质量、居民收入水平、人口吸附能力和产业集聚、产业升级方面的先天不足,二、三线城市无法消化房地产市场的海量供应。从 2012 年开始,有关二、三线城市供应过剩、泡沫破裂、楼市崩盘等报道充斥于媒体,温州、鄂尔多斯、秦皇岛等很多二、三线城市的楼市爆出“空城”、“鬼城”等泡沫破灭的消息,更是给人以强烈的心理冲击。与此同时,一线城市由于土地资源紧张、住房自有率低、购房需求旺盛,房价一直处于上升的态势,因此,2012 年以来主流开发商纷纷高调回归一线城市。

业内和专业人士认为,由于一线城市楼市对于人口吸附的能力很强、潜在的需求源源不断,而土地资源却比较紧张,供不应求的事实摆在那里,楼市即便在 2014 年出现调整,也至少能够保证 5%-10% 的涨幅。但是,一线城市楼市在今年上半年的表现却让人大跌眼镜,成交量连续下跌,成交均价跌幅全国,交出的成绩单与预期差别太大,不仅没有稳定住市场,反而却成为全国楼市每况愈下的推手。

对于一线城市楼市逆预期下滑,媒体认为基数效应(2013 年上半年成交过于旺盛)、信贷紧缩、经济增速放缓、唱空论调、需求观望等因素是主要原因。毫无疑问,一线城市的楼市在过去 10 多年一直非常坚挺,房价相比 10 年前翻了 4-5 倍,成交量也随价格上涨而持续火爆,并没有经历真正的深幅调整,即便是在 2008-2009 年的楼市下滑,时间也很短。因此,在经济金融形势和政策突然不利于楼市的变化时,火热了多年的楼市出现调整也是在情理之中。

但事实上,大家可能忽略了一个事实。回顾我国每一轮楼市调整,基本都是从以一线城市为主的大城市开始的,而且调整的幅度也往往大于二、三线城市。例如,第一轮调整(2008 年-2009 年)首先发轫于华东的上海、杭州;2011-2012 年楼市调整则起始于北京的通州。第一轮调整中,深圳房价相比最高点下跌近 40%;上海 50% 的区域房价下跌,部分区域房价下跌 35%;北京通州、顺义、望京等热点区域的房价下跌达 30% 多。

一线城市楼市之所以容易出现大涨大跌,根源在于一线城市是人力、资金和资源密集的地方,各种需求对于楼市能够形成支撑,投资炒作也比较旺盛,各路资金对于盈利机会和风险动向比较敏感,容易出

现需求一窝蜂拥入和短期内迅速退出的极端情况。与我国类似,那些大城市较多的东亚国家也存在相近的规律,1980-1990 年代日本地产从繁荣到泡沫破灭的危机周期中,东京楼市下跌更严重,这主要就缘于东京集聚了日本 30% 的人口,40% 以上的产值,是日本乃至亚洲的中心城市。投资需求集中;2008 年金融危机后,韩国各地区整体房价下跌,但首尔的房价下跌幅度最大,至今没有恢复,而其中富人集中的江南区,房价降幅达 30% 以上。

目前来看,尽管中国一线城市楼市成交量下跌非常严重,但房价还在逆市上涨,可以用“量跌价涨”来概括。根据中国指数研究院的统计,上半年一线城市房价指数上涨 2.64%。同比看,上半年北京、上海、广州和深圳新房价格涨幅分别为 18.9%、10.1%、9.1% 和 9.63%。也就是说,如果从成交价格看,一线城市的楼市依旧比较火爆,并不能称得上是真正调整。而且,随着一线城市新房供应区域从中心区开始全面向城郊转移,一线城市新房的价格水平越来越没有代表性了。即使如此,相比 2011 年普遍不足 2 万元的均价水平,2014 年上半年一线城市披露的新房价格在两年半的时间里上涨 40% 左右,而更具有代表性的二手住房价格在同一时期则至少上涨了 50% 以上。

站在当前的时点上,一线城市住房价格有两个特点,一是在 2012 年-2013 年的一轮上涨周期中,房价年均涨幅远超过以往任何一年;二是价格连续上涨 10 多年之后,处于历史最高水平。也就是说,与前两轮楼市下调相比,本轮一线城市的调整仅限于成交量的单方调整,而非价格的调整,这事实上是一种“畸形调整”,而非真正的调整。在价格不降反升的情况下,一线城市楼市调整只能以成交量“腰斩”的形式来表现。

根据笔者的调研,除价格居高不下外,供应效率低是成交量“腰斩”的另一个原因,表现在供应集中在远离主城区的城际边界。这些远离主城区的区域,在开发住房方面,本身就面临着基础条件先天不足的缺陷,公共服务设施建设滞后,生活和工作的成本将居高不下,并不匹配刚需占主体的市场需求。而即便是这些区域,目前的房价水平也涨了历史高位。例如,北京主力供应区域——通州,房价水平在 27000 元/平方米左右,深圳主力供应区域——龙岗的价格水平在 22000 元/平方米左右,广州的主力供应区域——增城(郊区)和南沙的房价水平至少在 12000-15000 元/平方米。相比较 2012 年初,这样的价格水平上涨幅度在 50% 以上,而按照这样的价格水平计算的本地房价收入比在 10 倍以上。

在价格太高、供应效率低的情况下,一线城市楼市调整必然表现为成交量急剧下滑,“畸形调整”局面的形成是购房者用脚投票的结果。未来,一线城市楼市若要走出调整泥潭,或者要在价格上面做出有诚意的下调,或者在补足公共服务配套上面痛下苦功。短期来看,补足公共服务配套并不现实,住房供应的效率难以提升。因此,预计未来“量跌价涨”的局面难以持续,价格出现实质性下跌是必然的事情,由于待释放的需求仍旧存在,降价也一定会有助于成交量走出泥潭。

(作者单位:深圳市房地产研究中心)

## 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,请打电话给 0755-83501640; 发电邮至 ppll18@126.com。