

防范主动退市再上市机制被滥用

熊锦秋

最近沪深交易所分别对《退市公司重新上市实施办法》等三项退市配套规则进行了修订,为引导主动退市,形成“能上能下,进退自如”的市场化流动机制,沪深交易所均对主动退市公司赋予多项“优待”措施。上交所规定,主动退市公司可在退市后随时申请重新上市,强制退市公司则有3个月以上不等的间隔要求;对主动退市公司上交所作出是否同意公司重新上市决定的时间减半;主动退市公司在申请文件方面,相关申请文件不适用的,可以向上交所申请免于提供等等。笔者认为,对不同退市情形重新上市实行差异化处理很有必要,但如果上市公司主动退市、重新上市行为过滥,也可能破坏市场基本游戏规则。

在成熟市场,退市公司中最高的有一半以上是主动退市,但目前A股上市公司可以享受的好处很多,即使实行注册制,也难一步到位,也会有个

过渡期,上市并非轻而易举,这样,保留上市地位总比退市好,上市公司主动退市的“内生动力”并不强。这种情况下,通过赋予主动退市公司重新上市便利,来引导其主动退市,或许政策期望的目标难以达到,上市公司反而可能借主动退市、重新上市来谋求其他利益,衍生新的玩法。

主动退市然后重新上市,可以实现的一个最大利益,或许就是借炒新提升估值。宏源证券退市,被中万吸收合并后重新上市,虽与主动退市再重新上市有所区别,但从宏源证券这个角度看,与主动退市、重新上市很相似,从中或许可隐约看出重新上市以及炒新对公司估值提升的威力。A股市场一大弊端就是喜新厌旧,老股即使质地优良也无人问津,新股常不问估值遭人哄抢爆炒,假若上市公司主动退市、然后再重新上市,稍加整饰就可给人耳目一新感觉,在市场炒新浪潮助推下获得远高于之前的估值。当然,重新上市后实际控制人的持股三年内是不能减持的,这会妨碍其进行

此类操作的动力,不过,实际控制人持股未必会很多,它可通过采取“影子”持股等方式、重新上市后即可抛售,同样可以获得巨大利益。

主动退市、重新上市还容易由此产生信息不对称。应该说,证监会《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》(以下简称《意见》)规定了在上市公司主动退市中对散户保护举措,包括规定需中小股东所持表决权的2/3以上通过,上市公司应当披露退市原因及退市后并购重组安排、重新上市安排等,但这些信息披露内容肯定难以穷尽未来诸多不确定性,未来并购重组注入的内容如何、何时重新上市,不是一纸信息披露就可完全确定,在这一过程中,散户很容易处于信息弱势地位。公司退市到新三板挂牌,但谁也不能肯定未来就一定会上市成功,有些散户或许熬不过重新上市的漫漫等待期而卖出股票,或许悔不当初不同意公司主动退市,而有些主体却可利用信息优势地位选择是否留守或进入。

问题类上市公司主动退市、重新上市,还将拷问市场价值取向。事实上,涉嫌欺诈发行的公司或其控股股东、实际控制人,在受到证监会行政处罚前,按照公开承诺回购或者收购全部新股,赔偿中小投资者经济损失,及时申请其股票退出市场交易的,可以从轻或者减轻处

罚,当然今后也可申请重新上市。对主动退市公司重新上市给予的诸多便利,问题类上市公司主动退市后重新上市时同样可以享受,这样的重新上市制度,又怎么体现对欺诈发行的惩戒与威慑?其价值取向无异于“有钱就可任性”。

毋庸置疑,让A股形成“能上能下,进退自如”机制比较重要,但上市公司上市依然应该是一件严肃的事情,交易所银行风险识别难道较传统银行体系高得多,一旦风险暴露引起的多米诺骨牌效应会更强烈。有意思的是,在美国金融危机之后,中国的影子银行体系反而出现爆发式的增长。尽管美国金融危机后中国暂停了资产证券化进程,但是并没有阻止中国影子银行体系前进的步伐,并且以更加多样化的形式存在和发展。

2008年以来特定的内外部环境,为影子银行体系发展创造了良机,由于外需下降,政府出台大规模刺激计划。从内部环境看,中国经济仍处于转型期,金融改革处于攻坚阶段,利率市场化在逐步推进,利率双轨制下管制利率和市场利率分化明显,金融市场尚不完善。前期大量投资项目启动,对资金的需求仍将持续,但是信贷增速由2009年高峰期的34%逐步回落至不到14%,投资衍生的信贷需求仍然存在,部分资金需求无法通过正常信贷满足,影子银行体系也随之迎来黄金发展时期。

对于影子银行的发展要辩证地看,既要看到其对金融和实体经济的积极作用,也应看到其蓬勃发展之下所隐藏的风险。影子银行的积极作用体现在三方面,一是通过业务创新拓展了企业融资渠道,为解决企业融资需求发挥不可替代的作用;二是依托于理财产品的发展,截至2014年末通过投资信托的受益权计划等方式转化为同业资产,为企业提供融资服务,2014年末我国商业银行对其他存款性公司的债权余额为11万亿元,理财产品和同业投资合计达到25万亿元,占贷款余额的31%。但是从增量来看,2009年以后人民币信贷增加40万亿元,理财产品余额增加12万亿元,同业投资规模增加9万亿元,影子银行规模合计增加21万亿元,占比超过信贷增量的50%,可见影子银行体系已经成为传统信贷的有效补充,增加了对实体经济的支持。

在2012年央行允许存款利率上浮10%、启动存款利率市场化之前,对存款一直实行管制利率,由于实际的存款利率低于市场利率,甚至低于通胀水平,使公民有迫切的理财需求,银行理财产品也就在这种环境下迅速发展。作为影子银行体系的一部分,理财产品将部分存款转化为市场化定价的理财产品,使商业银行提前适应了负债成本上升的节奏,减小了存款利率市场化对商业银行的冲击,使监管层加快推进利率市场化进程成为可能。

由于银行资金不能以非信贷的方式直接到达企业,必须以信托计划、资管计划等形式绕道,因此影子银行体系实际上也加快了银行与信托、证券、基金等非银行机构的合作,增强了金融产品的创新,拓展了金融资金来源与运用

基金从业人员个人投资信息要透明

皮海洲

最近,证监会通报了对华夏、海富通等5家基金公司的责令整改情况,5家公司将在3-6个月不等的时间内暂停基金产品注册。证监会新闻发言人张晓军同时表示,对基金公司以及对从业人员利用未公开信息进行交易的检查将常态化。

查处基金经理老鼠仓,让基金公司承担连带责任,这种做法此前较为少见,只是在2013年9月针对马乐案作出处罚时,证监会曾责令博时基金整改6个月,暂停其新产品审批。而这一次的查处,算是真正捅了“老鼠窝”。除了华夏、海富通等5家基金公司暂停公募基金注册外,另对中航等6家基金公司依法责令改正。此举对于铲除“老鼠仓”滋生的温床具有积极意义。

在追究基金公司责任的情况下,基金公司必然会加强对基金经理等基金从业人员炒股的监管。而最直截了当的办法就是严禁基金从业人员炒股。实际上有的基金公司就是这么做的,有基金公司高管就直接表示:“在基金业协会指引的基础上,我们有一个更严格的规定,就是员工本身不得开立证券账户,也不得参与股票投资。如果你觉得自己的自由被侵犯了,那你可以不在我们公司干。”

当然,现行政策是允许基金从业人员炒股的。如新《基金法》第十八条规定,公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员,其本人、配偶、利害关系人进行证券投资,应当事先向基金管理人申报。该条款同时要求公开募集基金的基金管

理人应当建立前款规定人员进行证券投资申报、登记、审查、处置等管理制度,并报国务院证券监督管理机构备案。为此,基金业协会于2013年12月30日下发了《基金从业人员证券投资指引(试行)》。

尽管如此,笔者认为,基金从业人员还是以不炒股为宜。毕竟基金从业人员炒股不仅容易引发是非,而且面临着许多的细节问题难以解决。比如,基金从业人员炒股通常需要规避公司组合持有的证券,但如果基金经理买入的股票有着更好的涨幅时,难免会被市场质疑基金经理是把好股票留给自己。又如,当基金经理个人投资收益没有跑赢所掌管的基金时,其投资水平会受到质疑;而超过所掌管的基金时,投资者又会质疑基金经理没有把精力放在其掌握的基金上了。所以,基金从业人员炒股,注定是将自己置于漩涡之中。

不过,尽管基金从业人员炒股是并非多,但因为法律不禁止,因此有的基金公司采取备案制加以管理,为使基金从业人员的个人投资远离“老鼠仓”。笔者认为,信息透明化很重要,有必要做到“三公开”。

一是账户公开。基金从业人员的炒股账户以及配偶、家人、利害关系人的炒股账户都需要由基金公司进行备案登记。二是投资过程公开。基金从业人员买卖股票情况要定期向基金公司提供,作为事后的备查。三是基金从业人员的炒股信息要进行公开披露。比如在投资基金披露其季报或年报时,同时披露基金从业人员个人投资情况,如每只股票的交易情况、盈亏情况,重点持仓情况等,以此接受广大投资者的监督。

转移支付改革有助遏制财政寻租行为

莫开伟

2月2日,《国务院关于改革和完善中央对地方转移支付制度的意见》(简称《意见》)正式公布,明确进一步提高一般性转移支付的规模和比例,将一般性转移支付占比提高到60%以上,并要求加快转移支付立法,尽快研究制定转移支付条例,待条件成熟时推动上升为法律。

众所周知,我国财政转移支付长期处于专项转移支付大于一般转移支付状况,且存在转移支付不够合理、一般性转移支付项目种类多、目标多元,均等化功能弱化等结构性问题。尤其专项转移支付涉及领域过宽,分配使用不够科学,一些项目行政审批色彩较浓,与简政放权改革要求不符,地方配套压力较大,财政统筹能力较弱等等,这种财政转移支付现状既不利于调动地方政府理财积极性,也不利于发挥财政资金支持经济发

展作用,尤其专项资金过多还会诱发官员腐败问题。

而此次改革,提高一般财政转移支付比例,并压缩专项财政转移支付项目和支付比例,看准了多年来财政转移支付问题的要害,对提高财政资金使用效益、推动地方经济发展、实现财权与事权相匹配、进一步提高地方理财积极性等方面将发挥作用。

首先,《意见》适合当前经济增速下滑客观经济形势的需要,有利于科学、合理使用财政资金。财政部统计数据表明,受当前经济增长放缓因素影响,我国财政收入增长滑入23年最低水平,我国财政收入增长滑入23年最低水平,这需要中央政府统筹财政资金使用,把有限的财政资金用在最需要的地方,反对铺张浪费,花好钱办好事,把确实需要解决的民生问题解决好。其次,《意见》切合当前我国各地经济发展不平衡客观现实,有利保证地方政府履职功能正常发挥。我国是一个人口多、地域广,各地经济社会发展不平衡的国家,区域协调发展任务重;中央政府支出规模相对较小,大部分支出在地方实现,只有加大一般性转移支付比例,才能从根本上弥补财政实力薄弱地区的财力缺口,且不规定具体用途,地方政府可统筹安排资金,促进地区间基本公共服务均等化,实现中央政府与地方政府财权与事权相匹配,把该用的钱用好用活,充分发挥财政资金最大社会效能,尤其可提高地方政府理财积极性。

再次,《意见》符合当前中央政府权力下放、反腐败等现实需要,有利遏制“跑部钱进”等寻租活动猖獗的混乱局势。过去,由于专项财政转移支付项目较多,涉及农林水、教育、医疗卫生、社会保障和就业、交通运输、节能环保等领域,要求做到专款专用,出发点是好的,政策目标是明确的,但由于相应监管机制不健全,尤其受信息不对称等因素影响,基层政府在执行中出现

了偏差,导致虚报冒领、挤占挪用等问题时有发生,致使财政专项资金跑冒滴漏现象严重,并滋生了权力寻租行为。比如一些地方政府为支取财政专项资金,削尖脑袋“跑部钱进”,专项资金变成了“权项资金”,既使部分财政资金中饱了腐败者私囊,导致了财政资金浪费,使各地财政投入差距拉大,也严重败坏了社会风气,引发了社会不满情绪。

这次《意见》进一步明确了转移支付以一般性转移支付为主体,并完善其增长机制,清理、整合、规范专项转移支付,对少量的引导类、救济类、应急类事务通过专项转移支付予以支持,以实现特定政策目标,并且规定专项转移支付一律不得用于财政补助单位人员经费和运转经费,以及楼堂馆所等国务院明令禁止的相关项目建设,有效确保了财政专项转移支付“专项使用”。这样,原来“跑部钱进”的动力会有所减弱,腐败的空间也会相应有所压缩。

《劳动法》正式实施20周年



事故催生劳动法,实施以来作用大。劳资双方一碗水,公平博弈就靠它。霸王条款在减少,人权保护渐开花。尊重亿万劳动者,建设一个好国家。

郭喜忠/图
孙勇/诗

辩证看待影子银行的积极作用和风险

滕飞

影子银行是指游离于银行监管体系之外、可能引发系统性风险和监管套利行为的信用中介体系。美国2007年金融危机爆发的源头就是影子银行,主要是高度不透明的资产证券化。由于影子银行风险识别难度较传统银行体系高得多,一旦风险暴露引起的多米诺骨牌效应会更强烈。有意思的是,在美国金融危机之后,中国的影子银行体系反而出现爆发式的增长。尽管美国金融危机后中国暂停了资产证券化进程,但是并没有阻止中国影子银行体系前进的步伐,并且以更加多样化的形式存在和发展。

2008年以来特定的内外部环境,为影子银行体系发展创造了良机,由于外需下降,政府出台大规模刺激计划。从内部环境看,中国经济仍处于转型期,金融改革处于攻坚阶段,利率市场化在逐步推进,利率双轨制下管制利率和市场利率分化明显,金融市场尚不完善。前期大量投资项目启动,对资金的需求仍将持续,但是信贷增速由2009年高峰期的34%逐步回落至不到14%,投资衍生的信贷需求仍然存在,部分资金需求无法通过正常信贷满足,影子银行体系也随之迎来黄金发展时期。

对于影子银行的发展要辩证地看,既要看到其对金融和实体经济的积极作用,也应看到其蓬勃发展之下所隐藏的风险。影子银行的积极作用体现在三方面,一是通过业务创新拓展了企业融资渠道,为解决企业融资需求发挥不可替代的作用;二是依托于理财产品的发展,截至2014年末通过投资信托的受益权计划等方式转化为同业资产,为企业提供融资服务,2014年末我国商业银行对其他存款性公司的债权余额为11万亿元,理财产品和同业投资合计达到25万亿元,占贷款余额的31%。但是从增量来看,2009年以后人民币信贷增加40万亿元,理财产品余额增加12万亿元,同业投资规模增加9万亿元,影子银行规模合计增加21万亿元,占比超过信贷增量的50%,可见影子银行体系已经成为传统信贷的有效补充,增加了对实体经济的支持。

在2012年央行允许存款利率上浮10%、启动存款利率市场化之前,对存款一直实行管制利率,由于实际的存款利率低于市场利率,甚至低于通胀水平,使公民有迫切的理财需求,银行理财产品也就在这种环境下迅速发展。作为影子银行体系的一部分,理财产品将部分存款转化为市场化定价的理财产品,使商业银行提前适应了负债成本上升的节奏,减小了存款利率市场化对商业银行的冲击,使监管层加快推进利率市场化进程成为可能。由于银行资金不能以非信贷的方式直接到达企业,必须以信托计划、资管计划等形式绕道,因此影子银行体系实际上也加快了银行与信托、证券、基金等非银行机构的合作,增强了金融产品的创新,拓展了金融资金来源与运用

的渠道,拉开了金融混业经营的大幕。近期央行对存贷款口径调整也是顺应了这种趋势,将银行与非存款类金融机构的资金往来纳入存贷款范围,打通了商业银行传统信贷与同业拆放之间的壁垒,推进商业银行的市场化改革。

影子银行体系发挥了拓展实体经济融资渠道、加快利率市场化进程、加快金融机构市场化改革的三重功效,但我们也要看到影子银行带来的问题。一是由于融资链条环节的增多抬高了最终融资主体的资金成本,增加了表内信贷利率与影子银行体系利率的差异,使得无法通过信贷融资的企业成本更加高企。二是在金融体系整体的刚性兑付的环境下,加上影子银行体系的不透明,存在银行风险兜底、风险责任主体不明、风险权责错配的情况,没有实现“买者自负,卖者有责”的契约精神。

通过影子银行体系融资需要借道信托计划等第三方机构,因此需要支付一定的通道费用,额外增加企业的成本。此外,还有某些机构利用优势从银行获取低成本资金,然后转手高价借给需要资金的企业,这也变相抬高最终的资金成本,但实际高利差并没有为银行所获得,银行无法用利润反哺企业,而是那些具有获取资金优势的掮客进行套利赚取利差,这也是由于影子银行体系的定价不透明所导致的。如果能减少交易环节,银行可以以相对公允价格贷给需要资金的企业。事实上,近期银监会下发的《商业银行委托贷款管理办法(征求意见稿)》就意在规范资金来源与运用,明确权责,限制这种资金套利行为。

刚性兑付、风险权责错配是影子银行体系蕴含的主要风险。金融投资是一种风险的交易,投资者因为期待更高的收益率而愿意承受风险,是风险的需求方;企业由于存在融资需求,而企业经营存在一定风险,是风险的供给方。但在刚性兑付的体系中,购买者至少心里认为不承担风险,意味着把理财产品收益率、信托收益期等均看作无风险利率,这会导致整个金融体系定价的错乱,真正的风险得不到准确定价。在刚性兑付环境下,金融机构出于审慎会首选风险较低的大中型企业和国有企业,因为选择小微企业也是刚性兑付,而且得不到有效的风险溢价补偿。这就会导致小微企业得不到足够资金的支持,出现小微企业融资难融资贵的情况。同时,影子银行的不透明可能掩盖了真实的风险,尤其在经济增速放缓、部分产能过剩企业面临重大经营困局,对影子银行的资产质量带来较大压力。

中国的影子银行体系尽管蕴含了一定的风险,但是规模总量与发达国家相比相对较小。美国2008年金融危机时影子银行的规模达到是传统商业银行的1.61倍,美联储最新公布数据显示2013年美国影子银行规模约为17.2万亿美元,而我国影子银行规模尚不足40万亿元,占传统商业银行比例不到25%。金融稳定委员会报告称2013年发达国家影子银行规模达到GDP的120%,我国影子银行占GDP规模小于60%。由此可见,尽管我国影子银行体系过去数年发展迅猛,但规模体量与发达国家相比仍有一定距离,仍有较大的发展空间,但在发展的同时要做好风险防范,减少融资链条,确立合理的风险溢价机制,实现风险权责匹配,以更好地支持实体经济的发展。

(作者单位:中国光大银行总行计划财务部)

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; 发邮件至 ppll18@126.com。