

# 美国放行IMF改革意在整固牙买加体系

章玉贵

## 美国拖延不起IMF改革

在拖延了数年之后,美国国会终于在上周五投票通过了国际货币基金组织(IMF)2010年的份额和治理改革方案,此举受到了IMF总裁拉加德、中国等新兴经济体以及国际舆论的肯定。预计奥巴马总统不久之后将签署有关法案,从而为延宕5年的基金组织改革扫清了最大障碍。

美国批准这项改革,其实是应然之举,因为这项改革本身就是由美国发起的。5年前,当肇始于美国的全球金融危机将美国和其他西方发达国家推向衰退泥潭中时,中国等新兴经济体则保持着相对较好的基本面。于是,美国牵头启动了IMF份额和治理改革,目的之一是希望新兴经济体向IMF增资以强化对欧洲国家的救助,因此,在当年的二十国集团(G20)会议上通过了部分反映新兴市场地位和增加新兴经济体发言权的改革方案。根据该方案,拟将IMF份额增加一倍,从2385亿SDR(特别提款权)增至4770亿SDR。超过6%的份额比重将转移到富有活力的新兴经济体和发展中国家,以及从代表性过高的国家转到过低的国家。四个新兴市场国家(巴西、中国、印度和俄罗斯)将位居基金组织最大十个成员国之列。其中,中国份额占比将

从3.996%升至6.394%,排名将从第六位跃居第三位。

不过,该项改革方案出台之后,立即在自视为美国国家利益重要守护者的国会引起了强烈反弹,认为这将导致美国配额和投票权的降低,最终损害美国的核心利益,迟迟不愿批准该改革方案。以至于IMF总裁拉加德威胁要绕开美国,推出“B计划”。当然,此举本身也是在某种程度上倒逼美国国会通过改革方案。其实,美国并非特别担心其配额和投票权的些微降低,而是担心这种趋势变迁不以美国意志为转移地发展下去。根据相关改革方案,美国的配额也只是从17.69%降低到17.4%,对应到投票权将从16.7%微降至16.5%,而IMF重要事务需要获得85%的支持率,美国仍将拥有单一否决权。但在美国保守势力看来,倘若满足新兴经济体的改革诉求,则美国迟早将失去对IMF的主导地位。而IMF作为美国承担全球经济与金融体系稳定角色的重要载体,绝不可以成为中国等新兴经济体试图突破既有国际金融体系锁定的平台。因此,美国方才采取尽量拖延的战术。

毕竟形势比人强,美国一再拖延由其自己发起的IMF改革,已经严重损害了作为这个体系担保人的国际声誉,导致了IMF总裁拉加德以及广大发展中国家和国家的批评,甚至连欧盟盟友也对美国施加压力。另一方面,中国和金砖国家则在IMF改革处于停摆期的

时间窗口适时推出金砖银行和亚投行等新金融公共产品,特别是推出了金砖国家应急储备基金,以帮助金砖国家以及广大发展中国家应对金融危机。其中亚投行的成立还得到了美国在欧洲的战略伙伴英国、德国和法国等的热情呼应,使得美国进退失据。换句话说,倘若美国再度拖延IMF改革,则在显著降低该组织边际影响力的同时,也在某种程度上加快亚投行、金砖银行等替代性国际经济组织的发育。于是,在权衡再三之后,美国做出了批准IMF改革的决定。

## 美国担心美元价值重估

美国从IMF创办之初的超级强大地位到如今在某种程度上做出顺应改革潮流的次优决定,折射出全球经济增长中心业已呈现的东移趋势对治理格局的冲击。二战结束之初,美国完全可以凭借一己之力维护全球经济与金融体系的稳定,但如今美国占世界经济的比重不足1/4,在制造业、全球贸易和金融领域的领先地位正在受到中国等强势经济体的竞争挤压。随着人民币加入SDR,人民币在全球储备体系中的地位有望得到提升,说不定将来还有印度等国的货币会加入该体系。因此,美国必须将中国等新兴经济体纳入到既有体系框架中,尽管可能为之付出一点点的代价。正如美国财政部长雅各布·卢所言,这是关系到美国国家和经济安全的一个核心问题,美国做出批准基金组织改革方案的决定,关键是要证明这一点,即美国作为世界领导者,在国际金融架构中仍将发挥主导作用。

不过,尽管美国做出了并不伤筋动骨的改革决定,但释放的信号依然值得世人持续观察。因为这有可能成为美元价值被重估的重要信号。笔者曾说过,亚

投行的成立,已经向世人发出了美元价值可能被重估的信号。于是,美国为了因应这种挑战,今年以来施行强势美元战略,美联储也结束了长达7年的零利率历史,启动了新一轮的加息周期,此举显然在于吸引全球资本回流美国,以造成对新兴经济体抽血效应的同时,顺势强化美元地位。

## 有助于整固牙买加体系

本质而言,美国国会和白宫在演了5年的双簧之后,终于批准IMF的份额和治理改革方案,并非为了提高新兴经济体的代表性,而是在确保美国独家垄断地位的前提下,通过满足中国等新兴经济体提升投票权的要求,顺势强化了IMF在全球金融稳定中的角色安排,进而整固牙买加体系。

众所周知,当今国际金融体系仍然是牙买加体系。其突出特点是在浮动汇率制度框架下,美国以国家信用对全球金融体系的安全负责。这其中的核心环节又是IMF的作用。换句话说,在今天的世界上,你相信美国就得相信美元,但是自亚洲金融危机以来的一系列国际重大经济与金融事件表明,美国作为体系担保人角色尽管短期内难以取代,但美国早已把力量使用过度的错误。因此,美国必须借助中国等新型经济体的力量,在对国际货币基金组织进行适当改造的同时,强化该组织的作用,进而抑制中国等新兴经济体构建替代性金融体系的空间。其战略目标当然是强化牙买加体系。

(作者系上海外国语大学国际金融贸易学院院长)

# 降低网购维权成本要落在实处

江德斌

据报道,8天时间,5个部门,无数电话,消费者尹小姐为了选择一个在网上购买的假名牌耳机,可谓费尽了工夫。虽然,尹小姐的坚持最终获得了胜利,但却再次暴露出网购者维权成本高的老问题。“谁来保障网购者的权益?”依旧是一个待解的难题。

这确实是一个令人感到心酸的消费者维权故事,消费者网购买到假货,本身就己经受到经济和精神的损失,在维权索赔的时候,还要经历诸多磨难,让人如何能够淡定。尹小姐买到假货想退货,网购平台要其证明产品是假的,政府部门则用种种理由“踢皮球”,没有人替消费者出头维权,完全依靠消费者斗智斗勇,最终耗费大量的时间和精力,电商平台处理人终于判定尹小姐获胜,为她开启退货流程,邮费由卖家承担。

可见,这是一个得之不易的“胜利”,对于消费者尹小姐而言,这次网购维权经历可真是终生难忘,其所经历的种种过程,凸显网购维权之艰辛。如果她不是凭借顽强的毅力坚持下来的话,很可能就会不了了之,白白损失金钱和时间。事实上,随着网购行业的蓬勃发展,网购维权纠纷事件也日益增多,消费者对电商卖家的投诉,已占消费投诉的很大比例。而与之相对的,则是政府部门和电商平台的作为,让消费者深受其害。

由于网购售后手续较为繁琐,需要耗费大量时间和精力,与网店沟通交流

相关事宜,又要消费者提供各种证明,而这些证明却难以办下来,或者办理成本太高,部分消费者因此而主动放弃,忍气咽下问题商品的“苦果”。再加上电商与消费者处于信息不对等,往往形成店大欺客的情况,用所谓的“霸王条款”来限制消费者的合法权益,亦是造成网购维权困难的主要因素。

普通消费者的知识有限,不可能辨别出所有商品的真伪情况,网购又是虚拟环境,不能见到实体商品,只能凭借网上信息做选择,一不小心就上当受骗。由此可见,消费者缺乏对假货举证的能力,也不应该承担此项义务。电商平台要求消费者举证本身就是权利倒置,强人所难,而政府部门的作为和互相推诿,让消费者更加受伤。如此一来,让人如何能够放心网购,长此以往必将损害网购的信用。

假货已成为阻碍电商行业发展的“绊脚石”,需要采取措施严厉打击,将假货从电商平台清理出去,营造一个安全无忧的购物环境,让消费者可以放心大胆网购。而维护消费者的权益,完善维权流程,降低网购维权成本,更加刻不容缓。对于卖假货的电商卖家,不仅要求其履行退货赔偿责任,平台管理者也要积极主动维护秩序,对其予以重罚或者封杀账号,不能坐视其继续开店欺骗他人。同时,按照相关规定,电商平台管理者负有连带责任,政府部门应依规对其处罚,督促其清理整顿平台假货,维护消费者权益不受侵犯。

# 注册制走好须把握节奏强化信披严格监管

周晓勇

随着新股发行注册制推出脚步的加快,如何革故鼎新,让注册制稳健落地,实现阳光发行,为证券市场创造新环境、新气象,市场各方高度关注。

首先,需要把握好发行节奏与市场承受力之间的平衡。实行“注册制”发行初期,可以预见,许多符合上市条件的公司势必争相入市,市场资金面将承受很大的压力。为避免引起市场大幅波动,如何把握好发行节奏是关键一环。

现任证监会发审委专职委员卢雄鹰日前撰文提出,注册制改革应把握渐进原则,先同时控制新股定价和发行节奏;然后在控制新股定价的基础上,放开发行节奏;最后是放开新股定价和发行节奏。对于新股市场化定价改革,他认为,

应秉持渐进的原则,在过渡阶段,新股发行人要补偿二级市场投资者因扩容引发股票估值变化带来的损失,类似于股权分置改革中的对价支付,以最大限度地照顾市场各方利益关切。类似这样立足中国股市现实的安排,对于注册制平稳推出是十分必要的。

其次,信息披露必须透明、真实、完整,且要突出重点。信息披露是投资者了解公司的窗口,信披质量直接影响到投资者决策。所有申请上市的公司必须严格以公众公司的标准履行信息披露义务,对其披露信息的真实有效性,全面完整性负责。中介公司应加强审计,严格把关,并对审计结果承担相应的责任。

在财务指标方面,除要满足常规的要求外,应重点突出公司诚信相关信息的披露。公司诚信对新上市公司来说显

得尤其重要,因为让一个不讲诚信的企业上市,对投资者来说就意味着灾难。能体现公司诚信状况的信息主要有两个方面,一是逾期或账龄2年以上的应付账款占比情况,代表公司对供应商的诚信;一是被诉讼案件执行率,代表公司对法律的诚信。对近年来逾期或账龄2年以上的应付账款占比情况、分布情况,应重点分析原因,说明情况,详细列示相关信息,对被诉讼案件的个数、诉讼标的、原因、结案情况、执行率等情况应一一披露。另外一个值得重点关注的信息是评估作价入账的资产情况,通过信息披露,投资者可以了解公司资产评估价是否合理,是否存在虚增资产的情况。

第三,要有更具威慑力的监管措施。“注册制”下,市场宽进严出,如果监管不到位,很容易破坏正常的发行秩序。一是

必须严厉打击欺诈发行等违法行为,对预披露信息不实的,应立即取消其发行资格,对用欺诈方式发行上市的,勒令退市并依法赔偿投资者损失。监管部门应研究加大惩处力度的制度措施,建立中小投资者维权机制,提升监管技术水平,对欺诈发行始终保持高压态势。

另外,监管部门面对的是复杂多变的证券市场,以一部门之力,监管力量显得单薄。应大胆引入社会监督机制,逐步引入中小投资者集体诉讼制度,有关部门应对中小投资者提起诉讼在政策和制度方面提供便利条件,通过司法途径对一些证券违法行为进行严厉打击。同时,鼓励媒体通过挖掘典型案例,树立法制标杆,确立司法赔偿模式,通过社会舆论震慑违法违规者。部门监管与社会监管相结合,使监管更具威慑力。

■ 鹏眼 | Huang Xiaopeng's Column

# 敌意收购,天使还是魔鬼?

——“宝万大战”引发的思考(上)



黄小鹏

一场资本市场精彩大戏正在上演。500亿总资产的宝能,借助金融杠杆正欲把拥有6000亿总资产的深圳老牌上市公司万科的控股权纳入囊中,这场“蛇吞象”式表演让无数人屏息观战,大家都想看到各方如何出牌,最终又是鹿死谁手。

虽然中国资本市场曾发生过多次敌意收购,但宝万股权战规模之大、操作手法之新颖、股权攻防战之激烈、影响之复杂深远,都是空前的。笔者相信,不论这次收购战最终结果如何,都将促使人们对现行法律、投资理念和金融监管进行反思。

敌意收购是获得公司控制权的方式之一,与协议收购不同的是,敌意收购的收购方不被目标公司管理层认可和接纳,因而双方处于敌对状态。从敌意收购的内涵来看,它完全是一个中性词。一般认为,敌意收购具有其正当价值。现代公司由于所有权与经营权的分离,股东与管理层之间的利益并不一致,股东对管理层的监督在常规方式下(如通过股东大会表达意见)也容易失灵,一旦管理层管理不善,未能善用公司资源,公司业绩不佳导致股价低迷,场外收购者就可以发动突袭来获取控股权,接下来更换管理层,提升公司业绩。有时,敌意收购完成后,收购方与目标公司之间也能实现一定程度的协同效应,提高社会资源利用效率。显然,敌意收购是敦促上市公司管理层勤勉尽责为股东创造价值不可或缺的一种外部监督方式。

第二种情况下,股价低迷并非公司经营不良,而是市场缺乏定价效率,收购者趁机低价获得控股权,不一定更换管理层,也不干预公司经营,这对企业来说既不创造价值也不损毁价值。还有另一种情况,就是一些不怀好意的收购者吞下上市公司后,通过肢解公司,压榨员工等方式短期做高业绩,然后金蝉脱壳,甚至有的还转移资产,掏空上市公司。这种滥用敌意收购的行为直接损毁价值,称得上是真正的“恶意收购”。

上个世纪80年代,美国突然爆发了一股敌意收购的热潮,整个80年代也被称为“企业袭击者的时代”。这些收购有些产生了正面的价值,但也出现过多起因过度敌意收购而导致目标公司倒闭,或者因收购者在收购完成后出售或转移目标公司资产、大规模裁员等行为导致目标公司乃至全社会长期利益受损的现象。收购者通过牺牲一般股东、债权人、交易对方、公司员工等利益方的利益而获利,纯粹追求短期利益,而不对公司长期利益做出任何贡献,这种现象一度普遍存在,引起人们的憎恨。

敌意收购涉及收购方、目标公司、中小股东、社区乃至全社会的利益,各国都在法律方面对其进行规范。除了加强信息披露、防范内幕交易这种常规的规范之外,各国法律重点放在抑制滥用敌意收购上,对目标公司的反收购行为进行合理限制,即是手段。1989年,美国宾夕法尼亚州为降低收购方利用金融杠杆突袭上市公司成功的可能性,在新公司法中突破“一股一票”原则,规定任何股东不论拥有多少股票最多只能享有20%的投票权。同时,该法还规定被收购对象的公司有权占有股东出售股票给“敌意收购

者”所获的利润。该法还罗列了一些对目标公司员工利益保护的条款。目前,美国有一半以上的州采纳与宾州类似的公司法。

另一项司法实践,是在司法诉讼中对目标公司的反收购策略提供合理的支持。反敌意收购的决定权是交给股东还是交给董事会,直接决定着反收购措施能否生效,敌意收购能否成功。通常情况下,一旦敌意收购发生,股东特别是追逐短期利益的中小股东很容易站在管理层的对立面,这几乎使得任何反收购的措施都无法生效,美国法律将反收购决定权交给董事会,而不是交给公司股东,即是为了避免追求短期利益的股东不顾收购价值协助收购成功。在赋予董事会不受股东限制的反收购权力的同时,为了防止董事会滥用反收购决策权,通过判例法形成司法原则加以限制。

1985年,Mesa石油公司向另一家石油公司尤尼科发起敌意收购。为了抵制收购,尤尼科管理层将公司45%能源储量转让给收购者以外的所有股东。双方将官司打到法院,法院认定Mesa为滥用性收购者,并以收购者的提案不公平且价格过低为由,认可了尤尼科制定的反收购措施。法院判决指出,当收购者目的和手段不正当,且目标公司董事会作出决定时没有以维持自身地位作为唯一或主要目的时,其采取的反收购措施即使违反股东平等原则也是允许的。这就是著名的“优尼科标准”。

“优尼科标准”曾在日本一项敌意收购案中得到遵循。2005年活力门公司敌意收购日本放送公司,为抵御收购,日本放送董事会向子公司发行新股认购权,以稀释活力门公司的持股比例。法院最终认定日本放送的收购行为不公正,应立即停止。法院认为,当敌意收购会严重损毁目标公司价值时,可以采取适当的防卫手段,而以维持经营者支配权为主要目的反收购措施则是不允许的。法院还指出,在以下四种情况下目标公司实施反收购政策是可接受的:一、敌意收购者的目的不在于经营被收购公司,而是试图在抬高股价后让被收购公司买回;二、目的是将被收购公司的资产转让给自已;三、目的是要将被收购公司的资产作为自己债务的担保;四、敌对收购者的目的是要在处分被收购公司的不动产、有价证券后,将其收益用于增发股息,或者在增发股息后股价高涨的情况下售股获益。

宝能敌意收购万科,显然不属于前面所说的第一种情况,因为万科的经营并无问题,且万科管理层是公司重要的正面资产,这点宝能自己也承认。那么宝能收购万科到底属于哪种情况呢?宝能收购的真实动机到底是什么呢?宝能应该尽早公布收购的真正意图,以平息外界的猜疑,如果收购能增加企业价值,任何股东和社会公众都不应该反对宝能控股万科。公众应该关心的是:宝能收购案中牵涉到的各利益如何平衡,公共利益会不会受到侵害?目前社会舆论对此事的观点呈现两极化,并且均带有很强的感情色彩,而理性和法律的分析相对缺乏。

中国目前规范敌意收购的主要法律有公司法、证券法和上市公司收购管理办法中的“要约收购”等章节。这些法律法规在制定和出台时,中国的敌意收购案例还不丰富,不具备产生新立法理念的条件,随着并购市场的日益深化,这些法律有必要进行修改和完善的工作。同时,在过往的一些案例中,行政权力介入过多,缺乏通过司法渠道解决争端的习惯,这也不利于形成可供参考的司法判例。如果此次“宝万大战”能推动中国敌意收购市场去弊存利,推动人们对敌意收购问题认识的深化和法律环境的完善,则这场大战的价值不可磨灭。



## 计生法案:全面两孩政策明年1月1日起施行



千呼万唤始放开,终于可以生二孩。老龄更兼少子化,计生政策势必改。人文关怀固然有,经济考量更实在。决策走向人性化,美好前景可期待。

赵顺清/漫画  
孙勇/诗