

在A股市场引入退市保证金制度的构想

杨根深

A股市场开设25年来,共发行了2700多只股票,与此同时沪深两市被终止上市的公司数量屈指可数。目前虽然有退市制度,但主板市场标准过于单一,即三年连续亏损即退市,该标准并没有考虑退市企业如何将从股市融得的资金返还股市。在这种环境下,股市对融资者有利,而对投资者保护不力,投融资之间的平衡关系没有建立起来。2015年,制度的缺陷使股市在短期繁荣后掉头急转直下,然而股市永远是要发展的,要新陈代谢的,新的企业逐渐替代已经昨日黄花的企业是长期的必然趋势,完善退市制度事不宜迟。

美国纽约证券交易所退市标准主要涵盖股权的分散程度、股权结构、经营业绩、资产规模和股利的分配等方面。上市公司只要有以下表现之一就必须终止上市:股东少于600个,持有100股以上的股东少于400个;社会公众持有股票少于20万股,或其总市值少于100万美元;过去的5年经营亏损;总资产少于400万美元,而且过去4年每年亏损;总资产少于200万美元,并且过去2年每年亏损;连续5年不分红。同时,退市标准中大多含有股价的标准指标,或规定股价的绝对数额,或以面值或发行价等作为参照。例如,纽交所和纳斯达克市场股价最低标准为1美元,韩国主板市场以股价不足面值的20%为底线,日本市场则规定企业上市三年若股价低于上市发行价的10%且连续9个月未改善即触发退市程序。另一方面,除美国外,海外市场对借壳上市多有明显的限制,如英国、韩国、日本等,对于借壳上市基本是不支持、不鼓励,对借壳上市的要求大致与公司IPO相当。

在严格的退市和借壳上市制度下,最终退市的企业数量都相当可观,美国纳斯达克1985-2008年间新上市11820家,退市12965家;伦敦交易所1998-2009期间1247只新股票发行上市,2336只退市。A股也进行了市场化退市标准的有益尝试,2011年11月底发布的《创业板退市征求意见稿》中,包括了非标准审计意见及股票价格的条件,正在向退市标准的多元化和市场化方面迈进。我国股市20多年来的经验表明,如果退市制度不完善,上市企业融资本金不必返还投资者,则无论是多么严格的审计制度,或是准入监管制度,都难以阻止上市企业造假欺骗投资者,这正是《资本论》所说的“如果有300%的利润,那么资本家们便会践踏世间的一切”。笔者建议,完善退市制度需要考虑引入退市保证金制度,以下是笔者对该制度的若干构想。

第一,把退市制度和强制分红制度结合起来,规定企业在二级市场发行获得股本金的10%用来分红或建立退市保证金。企业历年分红加保证金比例达到100%以后可不再继续缴纳保证金。

保证金的目的是保证上市企业退市时,其对股市的全生命周期的回报不为负。铁公鸡、常年不分红、象征性分红的企业,要用其保证金向投资者作出补偿。设置10%保证金下限的依据是:投资者整体从股市获得的回报必须高于同期银行存款利率;融资者从股市融资的成本必须高于同期银行贷款利率。20多年来对上市公司的跟踪数据显示,上市公司能连续保持10年盈利的微乎其微,过了盈利期的企业对投资者还可以持续分红只能是空谈,投资者必须在企业盈利期内至少能收回投资本金。超过10%的保证金要求增大了企业融资成本,对上市企业构成负担,实际上在投资之初,净资产收益率20%-25%以下的投资项目,任何人都会贸然投资,对企业也是一样,投资之初毛利率过低的投资项目企业不会去投资(扩建厂房,增购设备,上新产品等)。

第二,保证金的触发时间。企业连续三年不发放红利则触发保证金返还机制,之后每年缴纳10%。具体讲这30%的融资自动变更为一年期无抵押公司债券,并均匀分配到每一流通股上。这实际上是一个对赌协议,企业对投资者回报不达预期时,可以认为企业全生命周期不能足额回报投资者,这时候有必要向企业要求返还投资。这样每一股权益实际上含资产所有权和债权两部分,持有人有权要求融资企业偿付企业对自己形成的债务。

为保证金企业充分履行偿债义务,有必要要求企业设立独立第三方专门账户,记录退市保证金债权和账户余额。每股含权内容的变化将影响股票流通价格变化,具体讲,如企业尚未偿付债务,流通价格将上升,偿付后价格下降。

对于不分红的原因,有的企业会强调考虑长期发展,把短期盈利投入到企业下一轮的经营之中,以在未来尽可能获得最大的收益,短期内要求分红,要求缴纳保证金,遏制了企业短期做大的可能。正是考虑到这种情况,笔者才设定三年免触发时间,如果三年企业投资还不见收益,还在描述未来美好愿景,对普通投资者来说这是不可接受的。

第三,退市保证金不能由上市企业支配,必须由独立第三方监管;保证金一股票一户,即A股票保证金不能用于偿还B股票因退市对股市造成的影响,由第三方监管机构定期公布该账户保证金债权、余额及对应股票情况,企业不能再以任何名义要求债转股。

第四,退市保证金或累计分红没有达到要求,二级市场募集股本、法人股等非流通股禁止在公开市场流通减持,但可以在非公开市场转让交易,非公开交易的,后手应考虑前手对公开市场形成的债务。上市企业扩大股本

规模,在公开市场配股新增股票的,在金额偿付截止当期的保证金前,不得增发。上市企业非公开定向增发而获得的股本,可不缴纳该保证金,但后手在决定购买企业股权前应考虑企业已经形成的对公开市场的债务。

第五,企业股权结构发生变化的、重组借壳上市的,不管是因流通股换手还是非流通股场外换手造成,该股票应继续按上述规定缴纳保证金或分红,如前手不能如期缴纳保证金的,新控股股东需考虑前手缴纳保证金不足的情况,前手缴纳不足的保证金债务应在收购股权时对股票定价予以扣减,减少前手每股权益,新控股股东承担亏欠保证金的弥补工作。

第六,股权回购。企业发行人通过公开市场回购减少流通股规模的,回购当年,若回购金额大于发行时募集资金的10%,则当年的保证金不再收取;否则,以回购后其从二级市场实际募集的资金作为巨算保证金的基础,按照每年10%收取。

第七,发行企业必须坚持先偿付债务再回购的优先顺序。在没有交足100%保证金或分红即告退市的,以非流通股对应的净资产清偿还二级市场的股民,且不能足额偿还的,由承销商代为偿还一二级市场价差;存量上市企业既往分红总额可以纳入核算,核算不能以

复利形式加大以往年限分红的权重,而是以简单的当年分红金额叠加。

第八,设立过渡期,设定3年时间完成保证金体系的建立工作。即到第三年末,存量上市企业分红+保证金余额应达到其从公开市场募集股本的30%。到期日不能达到30%的存量上市企业,自动触发转股机制。可以预见,在3年过渡期内,上市企业通过非公开市场渠道发行股票来充实退市保证金账户的形式将盛行。

笔者认为,强制分红及退市保证金制度将引起股票估值的变化。强制分红及10%退市保证金实质是要求上市企业10年内清偿其上市融得的资金。对投资者而言,10年后清偿的10%本金折算到今天已经不如今天10%的投资,投资者已经有所损失;对融资企业而言,股票永续盘存变成了10年还本,企业经营压力增大。即使如此,企业还是相当于获得了10年期无抵押贷款,10%的回报义务相对于银行贷款,利率还是偏低的。总而言之,本方案是在投资者和融资者之间的一个折衷,倾向于对融资者的保护。

(作者曾就职摩根大通,现就职于广发银行)

银行票据风险股市造的反思

余丰惠

最近,两家商业银行分别曝出的39亿票据案和近10亿票据承兑案令银行票据业务处于风暴眼中。据媒体报道,为了应对风险,部分大行已经暂停相关票据业务,各家银行按照银监会2015年12月末下发《关于票据业务风险提示的通知》正在自查票据业务风险。

风险何在?如何引爆?祸起利用银行承兑汇票工具套取资金后,将资金违规进入股市,而股市几次暴跌后,要么巨亏割肉,要么深套浮亏,票据到期后企业无法归还除了保证金以外的资金,直接造成银行风险。

从直接原因看,是股市暴跌引爆了银行票据风险。不过这只是表象,根本原因不在股市波动,股市波动甚至暴跌暴跌都是极其正常的现象,不奇怪也不必惊讶。股市就像一只老虎,屁股是摸不得的。而银行信贷资金非要去摸股市这只老虎的屁股,最终被老虎吞噬,这绝对怪不得股市这只老虎。银行票据自身体制上存在重大漏洞、风险隐患、严重的操作风险以及道德风险,岂能怪罪在股市上,把板子打在股市屁股上呢?

银行承兑汇票领域多年来存在不少脱离其本质作用的违规情况,包括监管部门在内几乎全社会人所共知,但却放任自流至今。银行承兑汇票原本的作用是给有真实贸易合同交易背景的买方提供一个建立在信用基础上的、暂缓其进贷资金紧张的结算工具,它本质上是一种结算工具,短暂的融资性作用只是附带的一点点属性而已。而很长时间以来银行承兑汇票竟然成为纯粹的融资工具,并且是有杠杆的融资工具,其结算工具本质反而被剥离的一干二净。

有耻感,中国制造业才有希望

冯海宁

“到日本买感冒药,是中国制药企业的耻辱。”1月30日,在湖北省“两会”的新闻发布会上,湖北省政协委员、人福医药集团股份有限公司董事长王学海说,买个小小的感冒药,宁愿用外国产品而不选择中国制造,归根结底是中国制药企业普遍缺乏创新,药品质量无法满足老百姓日益提升的消费需求。

这几年来国人在境外“爆买”现象引起舆论关注,先是抢购奶粉,接着抢购智能马桶盖,后来又抢购感冒药等。理性地看,这些抢购现象既有崇洋媚外的成分,也有人为炒作的成分,当然也确实有国货不如“洋货”的原因。尽管我国企业界也关注和反思这类现象,但却没有到“耻辱”的程度,而王学海似乎是公开表达“耻辱”的企业界第一人。

俗话说,知耻而后勇。对制造企业而言,先“知耻”才能“后勇”,只有意识到国人舍近求远到境外抢购是一种耻辱才能觉醒,才有望提升产品质量。让人忧虑的是,国内某些制造企业对国人境外抢购现象麻木不仁,既没有意识到这是一种耻辱,也没有意识到这种现象隐藏着巨大商机。当然,已经意识到“到日本买感冒药”是耻辱的王学海,究竟是嘴上说说而已,还是以耻辱为动力,以实际行动提升药品质量把消费者留在国内,还有待观察。很显然,只有把这种耻辱化为实际行动才有意义。

这种情况意味着企业、银行、票据中介等开出的银行承兑汇票很多没有真实的贸易背景。脱离真实贸易背景是银行承兑汇票时风险原始的源头,而这个风险最终是由银行来承担的。令人奇怪的是,在那段时间内,银行内部如果谁要去追查或者谈及银行承兑汇票的贸易背景,竟然会被耻笑为out。是非颠倒到什么程度!从这个角度来看,银行承兑汇票发生风险是不奇怪的,是有必然性的。

去年中期股市疯狂时,许多人都提醒高杠杆、高风险资金的流入,笔者判断银行信贷资金大规模地通过不合法渠道进入股市了。不过,当时只是认为银行信贷资金包括表外理财资金通过信托公司的伞型信托产品渠道进入了股市,万万没有想到的是,许多银行承兑汇票资金也直接或者间接进入股市了。

2015年票据贴现余额暴增,从2014年的2.5万亿元增至4.5万亿元,几近翻倍,这与去年上半年的股市暴涨应该有关系。有研究机构通过票据贴现余额与上证指数的对比,发现两者有强烈的正相关性,这说明票据贴现进入股市估计并非个案。应该对银行票据业务违规进行彻查,特别是进入股市情况要彻底摸清,坚决查处责任人。

笔者多次强调银行信贷资金进入股市将会酿出非常严重的金融风险甚至引爆系统性金融风险。而且这种风险是恶性循环并会产生连锁反应。信贷资金进入股市,股灾亏损后导致无法偿还,监管收紧又反过来影响市场,违规资金只能平仓脱身。最终信贷资金风险暴露,股市暴跌。

银行承兑汇票大案再次提醒和引发反思:过去建立的信贷资金与股市的防火墙仍然不能轻易拆除。无论监管手段、监管队伍能力,还是银行管理能力以及面对股市波动的自控和理性程度上,都不适合拆掉这堵防火墙。

干部履历造假严重



年龄越改越小,学历越改越高。干部履历造假,带病提拔不少。审查流于形式,问责十分潦草。整顿吏治要严,须对造假开刀!

赵顺清/漫画
孙勇/诗

消费税扩围是一把“双刃剑”

莫开伟

最新数据显示,2015年财政收入增长5.8%,再创增速新低,而同时财政支出却依然保持了13.17%两位数高速增长,财政收支矛盾更加突出。而为缓解这一矛盾,消费税改革正式拉开序幕。

此次消费税扩围主要以再次调整国内成品油消费税为突破口,提高成品油消费税税率,然后将高耗能、高污染和高档消费品也纳入消费税征收范围。中央政府此时调高成品油消费税,并将消费税征收范围再次扩大,也是迫于当前财政收支紧张形势的无奈,作为每位中国公民都应予以理解和支持。

一方面我国正推行以“营改增”为突破口的财税体制改革,而“营改增”将使地方政府营业税、企业所得税和个人所得税等三种税收不复存在,加剧了地方政府财政收支压力,而若把提高或扩围后的消费税作为地方政府主体税种,可在一定程度上弥补“营改增”后地方政府收入减项,减轻地方财政压力,使地方政府的财权和事权相匹配,保证地方政府财政收入,并使地方政府具有一定自主税收调节权,充分发挥地方政府征税主动性和积极性。另一方面,消费税调整在

保护环境、调节收入差距等方面具有一定作用。通过调整成品油消费税的税收杠杆作用,减少汽车扩张和使用,并将增加收入用于治理环境污染,有利加快推广新能源汽车的普及。而且,提高应税商品税负水平向相关商品生产企业施加成本压力,对能源消费结构调整有重要意义。

同时,对高档消费品提高税率,让中高收入阶层多支付消费成本,发挥税收“抑富济贫”功能,可有效调节社会收入分配差距。这种寓禁于征的做法对促进社会合理消费将起到积极作用。此外,征收环节的选择也应从有助于实现消费功能角度考量,在生产环节征收,有其积极作用。

但也要看到,消费税扩围如任何事物一样具有两面性一样。目前看,它将带来三方面负面效应:一是成品油税率再次调高会加大国内中低收入阶层及中小微民营企业经济负担。因为提高消费税及消费税扩围,会直接转化为商品价格成本,最终会落到消费者头上,影响民众消费能力,反过来影响扩大内需消费政策的效果,同时也会加重中小微民营企业生产成本。提高成品油消费税,会对刺激汽车消费

增长不利,不利中国汽车制造业发展。

二是提高高档消费品税率,既会抑制国内民众高档消费品消费能力,又要把大量中高收入阶层购买高档奢侈品消费力驱赶到国外,中国每年流到国外的消费资金大量攀升,对提升国内消费能力及扩大就业带来不利影响,同时也可能影响国际收支。

三是提高消费税或扩围消费税,会带来较大社会负面舆情。如果征收税费不能完全透明,其支出明细不详尽,增税收入分配差距。这种寓禁于征的做法会引起民众反感和质疑。税收本质上是一种财产再分配,这种分配应由政府与纳税人双方共同协商确定,而不是现在单独由政府决定了事,近来数次消费税目、税率的调整都是政府部门自作主张,与税收法定相距甚远,纳税人缺乏足够话语权,不仅程序不合法,也违背情理。

据权威人士透露,目前中国消费税比例属于中等偏上水平,已与经济发达国家接近,如果再提高消费税率,会让不少民众产生不满情绪。尤其,提高消费税,还会助长中央和地方政府对增税依赖性,消费税征收之后,如果财政收支仍不能平衡,政府又会千方百计不断扩大消费税征收范围,还会有更多的