胡萝卜加大棒 管好“看门人”

焦福刚

不久前,中国证监会公布20起违规案例,存在多家会计师、评估师等中介机构未勤勉尽责,在执业过程中出具含有虚假记载的专业报告,参与了上市公司虚假陈述乃至欺诈发行。

对此,监管部门呼吁,“各类中介机构应当恪守资本市场‘看门人’职责,树牢合规意识,切实做到勤勉尽责”,“发挥好资本市场‘看门人’作用”。

那么,“看门人”究竟是谁?

具体而言,包括财务顾问、审计机构、律师事务所等中介机构,也包括评估机构、信用评级机构和证券分析机构等。“看门人”通过核实和验证数据事实,提供评估和预测证券质量和价值的服务,为投资者把关。

一方面看,“看门人”通过拒绝的方式,监督阻止市场不当行为,类似于“私人警察”。另一方面看,“看门人”通过出借自身信誉,向投资者保证资本产品或行为的品质,相当于“信誉中介”。

“看门人”的角色大致如此,起到的实际效果如何呢?不容乐观。

以某Y传媒行业上市公司并购某X传媒一案为例。

在本次重大资产重组交易中,因拟收购资产X传媒财务造假,涉及的独立财务顾问、审计机构、评估机构和律师事务所等4家机构,全军覆没,均遭到立案稽查。其中,两家机构各有工作人员,因分别涉嫌“行贿罪”、“提供虚假证明文件罪”而卷入刑案身陷囹圄。

为什么由“看门人”这些专业人士织起的防护网,在面对市场违规行为时,屡屡视而不见、层层失守?甚至在部分个案中,甘愿同流合污?

一是,“看门人”见利忘义,很容易被客户收买。财务顾问、会计师等“看门人”通常是由客户付费,而且付费金额经常与交易效果挂钩。按规矩,他们应当对投资者负责,向投资者提供信用保证和有质量的信息,但是,实践中,这层付费利益关系,很容易扭曲和模糊中介机构的责任边界,从而被客户“俘获”。

讲到这里,不得不说一下证券市场上最为知名的“看门人”失职案例——2001年“安然丑闻”。安然公司在出事前,是世界上最大的能源公司之一,名列“美国500强”的第7名,就这样一家巨无霸公司,在著名会计机构安达信的眼皮底下,连年做假账,虚增6亿美元利润,被发现后于2001年宣告破产,市值由峰值时的800亿美元跌至2亿美元。

作为审计机构的安达信,当时年收入超过90亿美元,是全球“五大”审计机构之一,面对年收费达到1亿美元的客户安然,依然没能守住底线,对显而易见的持续造假行为置若罔闻,知法违法,并最终走向毁灭。

二是,看门人水平高低,品行好坏,缺乏有质量的行业共识。客观地说,中介机构的服务标准、职业操守和程序规范,好坏不同。市场上,“持牌”机构繁多,鱼龙混杂,竞争无处不在,同一服务收费差异比较大。例如,与普华永道等“四大”会计师事务所的收费标准,比起境内会计事务所,就要高得多。

在这种情况下,中介机构间相互串通、默契纵容、“刷底线”的情形就不足为怪了。此前,监管屡施重手,中天勤、鹏城等前科累累的中介机构,被“红牌”罚下,然而,结果并未完全达到预期。

那么,怎么让中介机构忠实履行“看门人”的职责,而不沦为橡皮图章一般的“稻草人”呢?

借鉴境外发达市场经验,我们应当建立起一个长效机制,一手拿胡萝卜,一手拿大棒,让“看门人”有动力提升服务质量、抗拒诱惑。

比如,建立“信誉账户”,建立“白名单”、“黑名单”以及“绿色通道”,增加市场透明度,增加市场自我纠错、出清能力。

“黑名单”里的中介机构,一时抬不起头,甚至永远出局,归根结底,咎由自取。

进入“白名单”的中介机构,则可以积累足够的信誉资本,慢慢地,还可以打开“绿色通道”。

如此一来,抵制诱惑的看门人,不被客户“俘获”的看门人,就会变多,装神弄鬼,行贿拿单的看门人就会收敛,严肃和高质量的中介服务,就容易纷至沓来。

这一切,离不开行业监管机构和自律组织的组织协调。离开他们,市场很难知道,高品质的中介服务、高质量的执业标准到底什么样。

除此之外,媒体监督、集体诉讼等多元化的证券纠纷解决机制,对“看门人”忠于职守也必不可少。

行政监管打击能力强,震慑效果好,但成本过高,我们还可以考虑通过集体诉讼、代表诉讼、行业自律措施、媒体监督、预先保障制度等措施,促使看门人放弃侥幸心理,爱惜羽毛,不“同流合污”。

(作者系北京金杜律师事务所律师)

高净值人群应如何参与股权投资?

高国垒

“退潮了才知道谁在裸泳。”巴菲特这句名言,用在刚过去的2018私募股权投资市场上颇为形象。

2018年募集基金大幅缩水,PE/VC市场投资速度明显放缓。未来一段时间,许多投资赛道和行业也进入整合升级的关键阶段。

从“无股权不富”到直投屡屡失败、IPO渐不灵光、新股频频破发……面对热潮过后的私募股权(PE)市场,高净值人群纷纷陷入焦虑,PE到底怎么了?还能直投项目吗?又该如何选普通合伙人(GP)?未来自己最应该学的是什么?

高净值人群的股权产品配置比例,要和自己的GP选择能力成正比。配置股权投资产品,要提高选择GP的判断能力。财富管理机构一般会针对高净值个人的资产额和风险承受等级,建议其配置股权产品的比例。在此基础上,高净值人群在资产配置中股权投资产品的比例高低,还要与自身选择GP的能力成正比。在专业的第三方财富管理平台上选债权类产品,大家的收益率会差不多;但选择股权类产品,收益率差别则非常大。

对GP的选择要有动态意识、前瞻意识。GP团队的发展是动态的、波动的,反映到投资最终业绩上是滞后的。所以对GP团队的认识要有动态意识、前瞻意识。实时关注GP团队的变化,并据此对GP及其股权投资产品的选择,进行思考、调整。比如某著名基金的TMT团队的快速崛起的新星,很快离开该基金而创立自己的基金。而投资者从得知消息到作出反应,已经处于被动局面。

“退潮了才知道谁在裸泳。”对高净值人群来说,比知道这句话更重要的是,意识到自己在参与股权投资的过程中,对潮涨潮退的感知相对是间接的、滞后的,因而在选择GP时具备动态意识和前瞻意识就相当必要。

高净值人群既要关注GP团队的投后服务意识和能力,也要重视GP投前服务的理念和方式。比如投资某知识付费项目前,章和投资就该公司持股平台等方面的完善提出建议并被公司采纳;在投资某在线教育项目前,笔者在自己一篇被广泛转载的财经评论里,肯定了其主动与银行合作由银行托管预收学费的创新;在投资一个版权运营项目前,笔者把创始人介绍给影视上市公司董事长,帮助其将手中IP售出而专注于主业……这既是服务过程,也是对项目加深了解的一种方式。

科技类、医药类、人工智能等GP或基金要与文化类GP或基金搭配。原因,一是风险分散在不同赛道,二是文化类未来的成长性可期,三是高净值人群未来在投资理财过程中要调整不切实际的回报的预期。

简而言之,专业的事情交给专业的人做。高净值人群尽量避免直投项目,应把学习重点放在选择合适的股权投资基金上。

(作者系章和投资管理合伙人、美国哥伦比亚大学高级访问学者)

有人不懂装懂 有人懂装不懂

朱慧卿/漫画

深圳十大优势及其在大湾区的“纽扣”作用

任寿根

粤港澳大湾区的发展,是其中11个城市的协调发展,是湾区内城市群的发展。湾区内每个城市的功能和定位是不同的,它们未来的发展方向也是各不相同的,这主要是由它们具有各自所具有的优势和短板所决定的。

一方面深圳作为世界一线城市,与大湾区的东莞、珠海、中山、佛山等城市相比,是大湾区中的引擎城市、核心城市,另一方面,深圳又与大湾区中的其他一线城市相比,又具有其个性化的特点。

按照扩展了的德国经济地理学家克里斯泰勒的中心地理论,将不同的结节点与节点区域组合在一起形成一个城市集合,进而可以按照这个集合中城市的功能和地位,将其中的城市划分等级。依据粤港澳大湾区城市等级体系,可以将其中的11个城市划分为三类,第一类为香港、澳门,第二类为深圳、广州,第三类为珠海、东莞、中山、惠州、佛山、江门和肇庆。其中的第一类、第二类城市为引擎城市。所谓大湾区的引擎城市,实际上就是大湾区的核心城市,这是深圳与香港、澳门以及广州的定位。

按照莫克尔斯大城市现代化标准,人均国民生产总值达到3000美元,农业占国民生产总值的比重在12%以下,第三产业占国民生产总值的比重在45%以上,医生人均服务人口在100人以下,城市化水平在50%以上,平均寿命在70岁以上等,粤港澳大湾区的11个城市基本都达到了现代化城市的门槛值。大湾区这11个现代化莫克尔斯大城市应在经济上进一步加深融合,需要一个发挥“纽扣”作用的城市,深圳在整个大湾区中能起到关键性的纽扣作用。

深圳的纽扣作用是指深圳是大湾区内11个城市的关键联系点、关键区域结点,是连接香港、澳门与大湾区内其他8个城市的“咽喉”,是连接大湾区海内外市场的枢纽。

深圳的纽扣作用主要表现在制度、对外经济交流、经济的市场化和国际化、公共管理等方面。香港、澳门实行彻底的市场经济制度,深圳在中国国内、在大湾区内是市场化程度最高的城市之一,深圳可以进一步吸取并采纳香港、澳门有效的市场经济制度,然后逐步传递给大湾区内其他城市,担当市场经济制度“传递手”,进而提高整个大湾区经济的市场化程度。香港、澳门在公共管理和公共服务方面对接世界上先进的做法,深圳可以将其可模仿的公共管理机制吸收并传导给大湾区的其他城市。大湾区内的第三类城市可以借助于深圳强化对外经济交流,并从各自的城市优势出发提高自身的城市国际化水平。

深圳之所以能够在大湾区中发挥“纽扣”作用、枢纽作用,关键在于深圳具有自身独特的优势。主要表现在十个方面:

第一,区位优势。深圳毗邻香港,与澳门海上距离也非常近。深圳与香港的高铁已经开通,连接深港两地交通基础设施建设的加强,进一步提高了深圳的区位优势。

第二,经济规模优势。深圳GDP已经超过香港、广州,在亚洲各大城市中排在前五位。2018年深圳GDP超过3000亿美元。深圳人均GDP在主要城市中排名最高,到2018年就已经达到3万美元左右。深圳GDP是肇庆的10倍,但面积只有肇庆的八分之一;深圳GDP是东莞的3倍,但面积只有东莞的81%;深圳面积略比大湾区第三类城市中的中山、珠海大,但GDP是中山的6倍多,是珠海的8倍多。

第三,产业和企业结构优势。深圳生产性服务业和制造业在整个产业结构中占主导地位。先进制造业和高技术制造业在深圳的产业结构中占有重要地位,具体的行业包括计算机、通信和其他电子设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业增长和医药制造业等。在纽约、伦敦和东京三个全球城市中,纽约是国际金融中心、国际制造业中心、国际贸易和航运中心、经济决策和控制中心等,东京与纽约一样,除为国际金融中心等之外,还是国际制造业中心,但伦敦不是国际制造业中心。深圳的产业优势不仅在金融,还包括制造业,未来深圳的方向不仅要成为国际金融中心,还应成为国际制造业中心。从企业结构看,在深圳的排在世界500强的企业起核心和拉动作用,深圳的中小企业发达。

第四,人力资本优势。大量高层次人才在深圳集聚。

第五,金融资本优势。深圳的金融业发达,金融市场快速发展,各类金融资本在深圳集聚。

第六,公共管理效率优势。深圳公共管理的服务意识强,深圳公共管理水平较高,企业和居民的满意度高。

第七,政策优势和竞争优势。深圳前海具有一系列政策优势。整个深圳在国际上也具有较强的竞争力。深圳已成功将其政策优势转变为竞争优势。

第八,市场开放度优势。深圳对外开放水平高,出口值在国内大中城市中长期排名第一。

第九,创新优势。深圳企业创新能力强,深圳一年的专利相当于英国、法国、瑞典和荷兰之和。

第十,产业链优势。在高端制造业方面,深圳已经形成完整的产业链,其中包括生产性服务业。

当然,深圳也有其发展方面的“短板”。深圳未来面临最大的问题是世界一线城市共同存在的大城市病,即人口密度会越来越大,城市公共服务供求矛盾会日益突出,城市发展潜在可利用空间制约会日益突出,土地成本高、房价高、城市更新成本高,城市二元特征明显,存在接近区域发展“均衡陷阱”(发展固化)的风险等,这些都是深圳的“短板”,也是深圳与大湾区内东莞、珠海、中山、江门等城市相比,所存在的劣势。

从整个大湾区看,包括东莞在内的第三类城市的优势在于,土地成本较低、房价在可控范围之内,城市更新成本相对较低,具有后发优势和模仿优势,人口密度相对较低,未来增长潜力大等等。比如,佛山是第三类城市中经济规模最大的,其面积为3798平方公里,接近深圳面积的一倍,未来发展潜力大。

深圳发挥引擎作用和“纽扣”作用,应当充分发挥其优势,避开其“短板”。深圳在拓展其土地空间方面,已经采取了一些有效措施,如设立深汕合作区,未来此类拓展土地空间的模式还可延续。

(作者系经济学博士后、管理学博士后)

货币剪刀差扩大 宽信用加速回归

胡月晓

宽信用酝酿加速中

2018年1月末,广义货币(M2)余额186.59万亿元,同比增长8.4%;狭义货币(M1)余额54.56万亿元,同比增长0.4%,货币层次结构间的剪刀差进一步扩大。

M2与M1增长间差距扩大,意味着非信贷融资增长超越了信贷增长,银行表外融资规模在持续增加,2018年下半年以来的“宽信贷”,正在朝“宽信用”转变。

从社会融资构成看,主要由委托贷款、信托贷款、未贴现承兑汇票组成的表外融资增长,自2018年6月越过最低点(当月减少6915亿)后,正处于持续的回升当中,2019年迅速转正为3432亿元。表内融资比重的回升,也意味着金融市场风险的显性化得到发展,全社会风险防控的有效性得以提高。

货币结构的这种变化表明,虽然金融活性在提高,但货币活性依然低迷;虽然金融支持实体经济的力度已扩大,但货币活性提高依然欠缺经济活力改善这一经济条件,表明经济整体上仍然处在周期底部,经济活力还有待提高。

金融支持实体力度加大

监管规范带来的影子银行收缩,被认为是之前流动性紧张的重要原因。但这种资金紧张压力的持续,也压缩了资金空转,提高了资金的使用效率。监管规范主要是为了治理金融的“脱实向虚”,摆脱中国的货币短期化现象。

监管规范化后,虽然监管对金融市场流动性的冲击已过去,但影子银行领域融资只能延续低位增长。2018年后,中国社会融资结构的一个明显变化是,表内融资呈现回升态势——中国货币当局长期以来要求金融机构经营“回表”的努力开始见效。

2018年4Q以来,伴随金融改善带来的资金“脱虚向实”发展,中国货币政策的效应重趋积极,持续数年的货币中性时代,已经悄然结束。在货币效应回复积极的情况下,信贷、货币增长带来的流动性放松,将带来经济活力的直接提升。

中国流动性环境正处在“宽信贷”向“宽信用”转变过程中,过去信用的过度收缩,只是对先前金融过度创新和风险积聚过快的阶段反映。监管新规冲击过后,中国金融市场的各部分都已从先期的调整适应中复苏,走上规范后的新发展道路,“宽信用”正在有序形成,金融支持实体经济的力度正在逐步加大。虽然从货币结构看的货币活性仍然低迷,但金融活性已然恢复。从社会融资结构的角度看,宽信用的发展,除了带来银行表外融资的恢复增长外,社会融资结构中,信贷占比也逐渐下降。从2018年下半年起,新增社会融资中,银行信贷占比就处于逐渐下降通道中,2018年7月-2019年1月,银行新增信贷在社会融资增量中的占比,由99.2%加速下降到了76.9%。

市场利率延续平稳 期待降息带动下行

“去杠杆”与降融资成本并不矛盾,中国过去过度杠杆化主要是资金没有风险定价,并非利率过低。监管强化带来的金融去杠杆,减少了金融体系对短期流动性的财务周转性需求,使得货币市场的需求下降,从而降低了货币市场利率,短期流动性的紧张程度下降。在货币市场最重要领域——银行间市场上,1月份同业拆借加权平均利率为2.15%,分别比上月和上年同期低0.42个和0.63个百分点;质押式回购加权平均利率为2.16%,分别比上月和上年同期低0.52个和0.72个百分点。

在利率市场化条件下,融资利率受经济运行和货币环境共同决定,体现风险溢价的实际借贷利率具有“魏克塞尔”性质,体现当期商业环境的自然利率。真实市场利率主要受当前经济状况、货币环境、市场预期等综合影响。即民间利率不仅受货币状况影响,更重要的是还体现了当前经济环境下的运行风险和前景预期,是实体经济领域的风险利率。

从我们跟踪观察的温州民间借贷利率和广州小贷市场的利率走势看,市场利率走势正从波动中下行局面走向平稳。中国货币存量过多、增量不足的局面,决定了中国实体领域的借贷市场利率,主要取决于经济运行环境带来的信用风险变化。在经济持续底部徘徊、且预期偏软情况下,市场利率要能有效下行,还需要有货币当局的强烈倾向性政策信号来发动。

(作者系华东师范大学中国金融研究院研究员)

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。