

拉长锁定期 创新新股发行机制

张广惠

中国股市为中国改革开放和经济发展做出了无可替代的重大贡献。企业通过上市,建立和完善了有效的法人治理结构;大量增加资本金,使企业真正进入市场化运营。股市的健康发展关系到经济的持续健康发展。

由于我国股市发展时间不长,鉴于监管政策的成熟度、上市公司的成熟度及市场参与者的成熟度等原因,IPO(新股发行)时断时续,20余年股市发展史中就有8次停发,2012年9月至今还在停发中,造成800余家企业排长队等待发行,形成规模庞大的“IPO堰塞湖”。此外,新股上市盲目炒新屡禁不止,股票市场换手率奇高,投机心理浓重,导致出现中国经济总量10年增长5倍,而中国股市却10年徘徊的怪象。这些问题是发展中的问题,但长期下去顽疾必成大病,将会严重损害中国股市的健康发展,进而影响中国经济的健康发展。

IPO暂停背后的深层次原因

偏重股市高融资。一旦股指下跌到一定程度,市场就认为是IPO发行过量,呼吁停发IPO。2012年5-9月IPO发行了77只股票,其中76只市

盈率在13倍以上,最高达51.13倍。

我国投资者结构散户多,机构户少。股票走势羊群效应明显,市场好时不理智,市场差时也不理智。我国监管层高度重视中小投资者利益,往往形成倒逼机制,造成有形的手对市场干预过多。

我国上市企业偏重基础产业。如银行、石油、电力、煤炭、矿山、房地产等行业大型企业多,而高科技企业小且少。上市企业持续增长的动力不足。企业缺乏持续增长的高业绩支撑高价发行的股票持续上涨,相反股价下行拖累大盘下滑,典型如中石油等企业高价上市低价运行。

股市全流通政策下,原始股东特别是民营股东套现愿望大于持续经营。这在市场非理性上升时表现得尤为明显。

抓住问题的牛鼻子——拉长锁定期

资本市场是规则导向非常强的市场,如何全面系统地解决以上问题还得从规则入手,抓住规则,主要矛盾就能迎刃而解。笔者认为有条件限制原始股东套现,拉长IPO发行和再融资锁定期(限售期)是解决以上问题的牛鼻子。在发行规则上用好限售期就能使IPO问题及股市其它问题得到

根本解决。主要思路如下:

延长限售期。大股东作为上市公司的主要责任人,限售期可由3年延长到5年,同时大股东最低持股量要有明确的信息公示(不是一成不变,但在一定时期内不能变,如一定3年内不变),如果大股东发生变动,要接受证监会或交易所严格审慎的审查和监督。说到底股票市场尽管是全流通的,但大股东必须对市场承诺,有多少股是为保持经营的稳定性而不流通的。其他原始股东,也不能1年以后就全部一次性退出,要有限制分1-5年退出。成功申购新股的投资者在公司挂牌后1年内新股不能流通,若要变现只能通过大额交易进行。

新股发行和再融资,无论市场如何变化都不应该停下来。证监会审查只能审查企业能否发行,而发与不发,什么时候发应该由企业定。发行规则应明确,IPO审查通过批文下发1年内,由企业选择发行窗口。如果企业1年内不发行则自动作废。股市低迷期发行的股票市盈率肯定低,低市盈率发行的股票给二级市场上涨留下了空间,有利于股市持续上涨,是自然修复股市生态的必然过程,人为停发应在中国股市消失。

资金是有时间成本的。如银行存款3年期存款利率就比1年期高,1年期存款就比活期高。投资风险和锁定时间长短具有直接关系,锁定时间越长,投资风险越大。建议新股发行规则明确锁定

1-5年,每年释放20%进入市场。市场是聪明的,当锁定期拉长时,市场对资金的风险判断就变得非常谨慎,对企业的审视也会更加严格,理智的投资者就会多起来。

一举数得 解决股市诸多问题

彻底解决当前“IPO堰塞湖”问题。股市作为市场化极强的市场,无论是股指低迷还是高涨,融资需求都伴随市场存在。任何时期发行股票都是股市自然生态的体现。发行新股锁定1-5年,每年释放20%流通股,理论上800只股票1年内可全部进入市场,1年后流通的股份仅相当于160只股票进入市场,对现有市场容量几无影响,对市场冲击相当有限。特别是当下股市低迷,在一级市场开闸1年后才有流通股进入二级市场,对于二级市场来说相当于IPO再停发1年。当IPO锁定期拉长常态化后,也就不会再出现“IPO堰塞湖”了。

彻底解决炒新股问题。发行股票企业挂牌1年内无流通股,IPO发行后让股民先关注企业1年,理智地分析观察1年以后股份开始流通上市。由于拉长锁定期,到时以上市公司业绩说话,从根本上杜绝了盲目炒新现象。

锁定期长期预期风险变大,市场化招

标价格必然下降,有利于长线投资。社保基金、公募基金、私募基金等长期投资者将会逐步增多,散户投资者逐步转向买基金来投资,我国股市换手率奇高状况,也会逐步下降,我国股市财富效应也将显现出来。

有利于股市走好。IPO和再融资锁定期长市盈率必然低,为二级市场上涨预留了空间,有利于长期牛市的出现。

真金不怕火炼,拉长锁定期,让时间来充分验证IPO企业的真实价值。有利于抑制上市公司(管理层)短期牟利行为,增强中介机构和相关责任人的责任感,防止万福生科等造假事件发生,平滑市场波动,切实保护投资者利益。

相应配套政策

强制上市公司高比例现金分红。对于长期锁定的投资者来说,现金回报是最可靠的物质基础,当然送转股等也是吸引长期投资的重要手段。

新股申购应公开透明,规则统一,不分网上网下,机构户、个人户全部公开网上申购。由于锁定期1-5年,每年解禁20%,申购账户应要求有最低金额,主承销商可推荐价格区间,由市场申购者决定申购价格。在发行数量确定的前提下,价格高的申购者中标,而高价区间内中标者以最低价成交。例如某企业发行2亿股,价格区间预定为每股7-10元,

市场实际申购每股8元申购1亿股;每股9元申购1亿股,每股7元申购8亿股。那么实际中标数量2亿股,中标价格区间为8-9元,成交价格统一为8元;如果发生同一价格以上申购股数超出发行总数,可等比例减少购买股数或引入绿鞋机制,预先约定可超发股数。为了预防申报数量达不到期望发行股数,事先约定达到70%或50%为成功发行,达不到则发行失败,发行失败允许企业调低价格重新发行。

申购的新股可大额交易。锁定期内,除大股东和原始股东外,发行后申购的新股可以进行大额交易,但买入者要在解禁后才能进入二级市场交易。

创新是中华民族之灵魂,股市最大的创新是规则的创新。中国股市问题多且顽,如果一个问题、一个解决方案可能会顾此失彼,压下葫芦起了瓢,解决一个问题会牵出另一个问题。人为控制如停发股票来调节市场也只是暂时缓冲,但却带来“堰塞湖”等后遗症。要全面有效从根本上解决问题,就要深化改革创新股票发行机制,调整发行规则,抓住拉长锁定期这个牛鼻子,牵一发而动全身,有效解决中国股市的顽疾,从而使中国股市走上持续健康与我国经济同步发展的轨道。

(作者系山西省国信投资(集团)公司总经理、山西证券股份有限公司董事长)

把楼市税费纳入宏观调控

冯海宁

房地产税收是地方政府最强劲的收入来源,值得关注的是,房企缴纳税增长曲线与房企净利润增长曲线保持正相关,但净利润总额一直低于缴税额,有报道称,房企每赚1元钱,政府就要同时收取1.02元的税收。

统计数据显示,2007年至2012年,139家A股上市房企净利润为6139.77亿元,低于6287.27亿元的缴税额。这组数据再次证明,掘金楼市的不仅是开发商、商业银行、投资投机者,地方政府才是最大的“掘金者”。这里所说的“掘金”,其实是与民争利,把民间财富转变成企业利润和政府税收。

10年9次调控,房价屡调屡高,根源之一就在于,本该是“裁判员”的地方政府,由于利益的驱使变成了“运动员”。如此一来,即使出台再多的楼市“国X条”,在地方上也难以落地。

目前,针对开发商征收的税费有营业税、城建税、教育附加费、土地增值税、印花税、契税等。此外,在新房交易中个人还要缴纳印花税、契税、登记费等;在二手房交易中,个人要缴纳营业税、契税、个人所得税等。也就是说,地方政府不但从开发商那里收取很多

税费,而且还从房屋买卖人身上收取不少税费。地方政府对房地产“一菜四吃”让地方政府成为楼市的最大赢家。

楼市宏观调控要想达到应有的目的,不仅要调控开发商和购房者,更要调控地方政府。但在以往的“国X条”中,尽管要求地方政府公布房价控制目标,失职者要约谈和问责,但这些措施并没有落到实处,比如,房价屡调屡高,却不见地方官员被问责。

要想让房价稳定或回归合理水平,首先是地方政府不能与民争利;其次是地方政府必须回归“裁判员”角色;第三,地方政府必须真正承担起落实宏观调控政策的责任。当然,还需要完善法律法规,强化住房保障、抑制投资投机等,尤其是需要通过财税改革让地方政府的财权与事权相匹配。

种种事实说明,如果楼市调控不调控地方政府,很难成功。必须把来自楼市的财政收入纳入到宏观调控的“组合拳”中,比如,根据各地实际情况为土地出让收入和房地产税费收入设置几条红线,越线者问责;再比如,把清理不合理税费作为一项考核指标等。换言之,要降房价必先降税费。

虽然来自楼市的各种税费收入,可以用来充实公共财政,但地方政府过分依赖于房地产,就会忽视新的经济增长点,就缺少创新的动力。

王老吉红罐之争庭审火爆



各界关注王老吉,商家相煎何太急! 曾经携手铸品牌,如今反目争利益。红罐演绎厚黑学,商标引发打劫棋。对簿公堂解迷局,孰是孰非凭法理。

赵乃育漫画 孙勇诗

打击证券违规 期待双向制度设计

李季先

万福生科财务造假案了犹未了,5月4日、5月6日,勤上光电和隆基股份也因涉嫌信息披露违规或涉嫌违反证券法而被中国证监会立案稽查。旧案未结又添新案,从财务造假、财务粉饰到信息披露违规,层出不穷的各类证券违规案似乎真的让人觉得市场黑不见底、打不胜打。

这里有证券违法领域繁杂、手法迭出让监管者防不胜防的主观原因,也有法律法规不完善、执法力量不足、处罚存在一定程度打折的客观原因,但更为重要的原因是当下证券监管制度逻辑单一,或过分偏向以监管力量审核备案为主的监管逻辑,导致本应政府监管与事后社会管控双向监管的制度逻辑出现“严进宽出”、“重关系轻法例”和“重事前公关、轻事后守成”的单一性特征。

据我们统计,在关于违法集中的几个证券业务门类中,“IPO”、上市公司定期信息披露、重大资产重组、定向增发和股权激励占了绝大多数,而这几个证券业务门类有一个较为明显的共性,即业务监管权高度集中在有关部门手里或向有关部门倾斜,且相对不透明,公众监督没有制度保障,这其中以IPO和上市公司重大资产重组违法行为尤为严重。譬如IPO信息披露制度的信息披露几经改革,尽管已有改观,可至今仍未能做到收材料即信息披露以便于社会公众监督,至于发审委的票决情况就更加讳莫如深。

因为不透明且权利义务失衡难以追究,这种权力集中下的单向制度设计决定了唯上不唯下、“一锤子买卖”行为逻辑泛滥,这也解释了欺诈上市及虚假信息披露为何在A股市场屡禁不止——掌握第一手信息的社会公众不掌握加工后的申报信息且无制衡手段,而握有申报信息又有制衡权的监管者又因各种条件限制无法实时实地掌握申报者的第一手资料。于是乎,一方面是,监管部门频频敲打,新法新规颁布如雨后春笋;而另一方面,则是证券违法屡打屡犯、手法迭出。

客观说,证券违法打之不尽,不能说监管部门不尽力,甚至不能说出台的打击措施不严厉,有些措施还是非常给力的。比如就保荐监管而言,针对最近保荐不勤勉、未尽责的保荐事故频发状况,监管部门出台了保荐机构一旦被立案稽查,证监会发行部门即停止受理相关材料报送的规则,近期平安证券、南京证券、民生证券、光大证券被限制IPO申报,据悉就载在这条规定上。类似规定在该行业不能说不严厉,但鉴于立案稽查本身即是一项自上而下的需要透明化的事业,在心存侥幸的观念下,如果没有社会公众的自下而上监督制度,很难避免个别保荐机构和保荐代表人不为一时利益铤而走险。在这方面,万福生科欺诈上市“窝案”就是一个很好的注脚。

有什么样的制度逻辑,就会有什么样的制度设计;制度状况不佳往往是制度逻辑不合理造成的。美国大法官霍姆斯曾有一句非常经典的话,“财产是法律的产物”,作为表征财产的股票等证券,同样是法律的产物。有什么样的法律逻辑,就会有什么样的财产逻辑,如果法律逻辑偏向融资者,那么财产就会向融资者倾斜,反之则向投资者倾斜,这个逻辑对打击证券违规同样适用。换言之,单向的核准制度逻辑会给证券欺诈、虚假陈述提供土壤,并容易滋生腐败,只有双向的、集合监管者和社会公众智慧的监管制度逻辑才是打击证券违法屡禁不止、层出不穷的不二法门。

当下,证券违法出现了宽领域、多层次和高技术的特点,甚至还出现了万福生科各机构竟失信背德这样的严重违法“窝案”。在这种情况下,单靠监管部门的事前审核、事中管控和事后追责这样的单向监管逻辑是远远不够的,更无助于改善证券违法“屡打屡犯”的执法困境。只有真正综合公众和专业力量的智慧,赋予其制度监督权,变证券监管上的单向逻辑为双向制度逻辑,且执法必严,才能真正将法律的确切性等特点发挥出来,还市场和投资者一个真正清明的法律环境。

(作者系盈科律师事务所全球高级合伙人)

做大就业蛋糕根本在于发展经济

周子勋

国务院总理李克强5月15日主持召开国务院常务会议,研究做好今年高校毕业生就业工作,决定进一步提高重点高校招收农村学生比例。会议指出,今年高校应届毕业生达699万人,就业压力明显增大。将从六大方面推进今年的就业工作:落实现有政策;拓宽就业渠道;鼓励自主创业;完善就业服务;开展就业帮扶;促进就业公平。

今年年初我国确定的就业目标是:城镇新增就业900万以上,下岗失业人员再就业500万,困难群体就业100万,城镇登记失业率控制在4.6%以内。要实现这一目标应当不会有太大问题,但绝不能对就业掉以轻心,因为目前就业正面临着极其复杂的形势。

按常理,经济良好,就业就旺盛;经济下行,就业就困难。当前中国经济复苏十分虚弱,一季度国内生产总值(GDP)同比增长只有7.7%,不仅低于

市场普遍预期的8.0%,也低于去年四季度的7.9%。而4月份的部分数据仍然不妙。

经济增速放缓,就业形势引人担忧。今年一季度就业数据显示,全国实现城镇新增就业342万人,高于2011、2012年同期水平,城镇登记失业率稳定在4.1%,与去年底持平。但最新的市场迹象显示,中国的失业问题开始露出恶化的苗头。最新的例子是,5月15日,汇丰控股CEO欧智华公布第二个3年策略计划,将继续裁员减少成本,去年全球员工为26.1万人,首季业绩公布时降至26.04万人,未来3年将进一步降至24至25万人,即再裁1至2万人,事实上,最近几年,汇丰控股并不是唯一的不断“瘦身”的外资银行。夏普公司近日也宣布,在未来3年内计划裁员5000人,其中大部分为日本以外如中国和马来西亚的工厂员工。当裁员开始蔓延至相对稳定的外资白领时,这可能是中国失业问题恶化的迹象。

需要引起警惕的是,中国的就业

危机有两大问题与国外失业危机不同:一是就业问题中最难解决的新增就业,二是新增就业中最难解决的大学生就业问题。据报道,去年毕业的大学生到目前还没有被就业市场完全消化,而今年的大学毕业生将再增699万人,这对新增就业市场来说将是极大的压力。

客观而言,当前就业压力只是个结果,是表象,其根本原因出在市场机制方面。据有关数据统计显示,国企吸纳的就业人数仅占全国总就业人数的8.2%,而中国的民营经济却解决了全国75%,甚至80%以上人员的就业问题,中小企业占主体地位的民营企业是我国吸纳劳动力最重要的渠道。但是,我国目前的创业环境并不好,尤其是中小企业发展的环境不好。现在,无论是舆论、法律还是信贷政策都不足以支持民营企业创业和扩大生产规模,而随之而来的就是员工数量的萎缩。另外,税负过重、劳动力成本普遍上升等问题都导致了民营企业的发展困难,难以吸纳更多的就业。

就每年数以百万的大学毕业生来说,在政府权力过大,市场资源配置不均

的情况下,他们更愿意去考公务员或者去大型企业,不愿意去中小民营企业,这也造成了相当一部分“选择性”失业。

在人社部数据中,城镇登记失业率里的登记失业人员,是指那些在就业服务机构进行求职登记的人员。而没有登记的失业人员数据虽然不容易查明,但却是确实存在的。换句话说,即使按照今年控制城镇登记失业率在4.6%以内的目标,仍然有相当一部分没有登记的失业人员在社会里流动。此外,按人社部数据,目前还有一亿多农村剩余劳动力需要转移。而这些农村劳动力能进入政府部门和国有企业体系的显然少之又少,绝大多数还需要民营企业来吸纳,但在当前环境下,民营企业又能吸纳多少呢?

因此,要解决就业问题,还得从根本上出发。当前要注意整体平衡,固本培元,政策上以“扶弱”为主,即保增长、保产业(尤其是保制造业)、保市场开放、保就业。没有一定增长不足以支撑就业,解决就业问题,根本要靠发展,把经济发展蛋糕做大,才能把就业蛋糕做大。

联系我们

本版文章如无特别说明,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pp118@126.com。