

# 放行亏损公司上市更要做好投资者保护

熊锦秋

目前证监会研究在创业板建立单独层次，支持尚未盈利的互联网与高新技术企业在新三板挂牌一年后到创业板上市。笔者认为，降低上市门槛的同时，应高度重视投资者利益保护。

2014年5月14日公布实施《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》，企业在创业板IPO上市，在盈利方面可选择满足两套标准，要么最近两年连续盈利、最近两年扣除非净利润累计不少于一千万元，要么最近一年盈利、最近一年营业收入不少于五千万元，无论哪套标准，都要求企业最近一年盈利，另外企业不存在未弥补亏损。在创业板建立“单独层次”，自然也要遵循创业板规定，也就是说，亏损企业想通过IPO方式进入创业板，

门都没有。亏损企业或可通过先在新三板挂牌一年再进入创业板，借助转板来可规避盈利要求。

即使为亏损企业上市打开口子，也不能完全将门槛取消，为此需要明确企业转板上市的条件。成熟市场转板机制值得参考。纽交所和纳斯达克对企业上市，都设有多套上市标准，其中的很多套标准，均不涉及对盈利的要求，比如纳斯达克最高级的“全球精选市场”有4套上市标准，均不涉及对盈利的要求，主要围绕收入、股东权益、市值、总资产、股价(不低于4美元)等主要指标；如果OTCBB挂牌公司符合4套上市标准中的一套，就可直接转板到全球精选市场。河南众品2007年底就从OTCBB转板到纳斯达克全球精选市场。

笔者认为，借鉴成熟市场转板机

制，在为互联网等行业公司上市而建立的创业板“单独层次”时，也可以围绕收入、股东权益、市值、总资产等指标制定多套上市标准；另外还要设定一些基本条件，比如最近三个月在新三板股价均不低于4元、公司治理符合规范等等。当然，转板上市毕竟是个后门，除了这个“单独层次”，创业板其它层次还不宜接纳企业转板上市，否则就容易引起制度不公和监管套利。

允许亏损企业上市，有些大股东或私募股本(PE)就可能为了获取暴利而推动亏损企业上市，因此，为保护投资者利益，需要大股东、PE的减持进行约束制度。笔者认为，对于转板上市的公司，应借鉴IPO上市规定，要求大股东承诺自上市之日起3年内不减持、PE等应承诺自上市之日起1年内不减持。另外，转板公司不应附带有公开发行行为，否则需要满足盈利标准。当然，转板时公司更不应附带存量发行，否则亏损企业还没有上市，股票就流转到其他投资者手里。

另外，要明确创业板“单独层次”的退市制度。目前《创业板股票上市规则》规定上市公司连续三年亏损即暂停上市，连续四年亏损则终止上市。创业板的“单独层次”是否也适用这些退市政策？笔者认为，严格的退市制度是防止大股东出于不良动机而上市的最有效制度，这个“单独层次”也不宜搞特殊化，也应遵守创业板的退市规则。当然，已经连续三年亏损的企业不宜上市，否则一上市就得暂停上市，至多允许连续亏损两年的企业上市，这样公司上市后最起码有两年时间证明自己的盈利能力；即使连亏4年而终止上市，由于新三板与创业

板建立畅通管道，又何必担心其退市的负面效应？随着新一轮退市制度改革的推进，未来创业板也不排除有新的更严格退市制度出台，笔者认为，创业板的这个“单独层次”将来也应该严格执行。

允许亏损企业上市，还要有完善的做空机制相配合。目前A股的融券机制基本没有怎么发展。成熟市场之所以敢于让亏损企业上市，就是因为有完善的做空机制，由此市场才具备真正的价格发现功能，有了这个功能，大股东就不容易套取股市泡沫，加上1美元股价这一退市标准，真正差的企业很容易退市。做空机制是依靠市场自身力量实现自我完善的有效机制，是股市的清道夫，但目前各方对做空机制似乎存在偏见，A股市场有“恶意做空”名词，却没“恶意做多”之说，似乎股票上涨就是好事、下跌就是坏事，殊不知，正是股价泡沫把散户害得最惨，没有无端泡沫，股民也不会高位被套，因此应该高度重视做空机制的发育完善，加强对空方合法利益保护，要防止一些人滥用“损害商业信誉、商品声誉罪”阻吓做空者。

让亏损企业上市，可能还需完善创业板投资者适当性制度。目前创业板虽然规定了投资者适当性制度，但投资者只要自愿承担市场风险，创业板基本是人人可进。未来创业板设立“单独层次”，其中的风险较大，或许应该对“单独层次”提高投资者准入门槛，只允许能够基本识别风险的投资者进入。

## 严格限制官员在上市企业任职

肖玉航

中央组织部有关负责人日前表示，按照《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》要求已共清理党政领导干部在企业兼职40700多人次。其中，省部级干部在企业兼职的共被清理229人次。笔者认为，这次人事上的清理，是有利于资本市场长期健康发展的。

2005年股权分置改革以来，官员在上市公司或关联企业中任独立董事、副董事长、董事长、总经理、副总经理、监事会主席等现象层出不穷，有些政府高级官员也在上市公司兼职。例如，2011年“7·23动车”特大事故发生时就有人统计过，共计有24家上市公司在分食着巨大的地铁市场蛋糕，据当时上市公司公开资料不完全统计显示，在涉足地铁产业链的24家上市公司高管中，有41名曾在铁道部或其他政府部门任职，而这些人的年薪当时大多集中在20万~100万元之间。同样，近年来官员在银行、保险、证券、基金、房地产等领域任职、兼职的现象也非常明显，官员兼职对企业公平竞争以及资本市场的信息透明问题产生了挑战，代表利益集团发声、进行利益保护、代为争取利益政策等问题不时使市场产生质疑。

《关于进一步规范党政领导干部在企业兼职（任职）问题的意见》下发后，中组部采取了严格的工作制度与清理制度。根据《意见》，党政领导干部在企业兼职并非一概不允许，党政领导干部退（离）休三年后可以兼任企业独立董事、独立监事或外部董事，退（离）休三年内可以到本人原任职务管辖的地区和业务范围以外的企业兼任企业独立董事、独立监事或外部董事，但均不得取酬，兼职不得超过1个，年

龄不得超过70周岁。虽然政策上并没有对任职兼职全部禁止，但现行规定仍足以能促进企业公平竞争，减少权力干预市场，有利于我国市场经济特别是利益格局错综复杂的资本市场走向透明化、竞争公平化。

成熟市场经济国家对官员任职上市公司均有严格法律规定。美国1989年通过的《政府道德改革法》规定，无论官职大小，公职人员离职或退休后均不得代表其他个人、企业或机构与他本人在政府任职期间职务范畴有关的事宜出现在相应政府部门、机构或法庭上。职务范畴可具体到某项合同或某项授权，一般来说针对一名公职人员离职前最后一年的职务范畴。此类限制期限为两年，但如果此人亲自负责某项具体事务且担负重大职责，限制期限可达终身。日本政府1997年出台规定，禁止政府部门局级以上干部退休或辞职后到企业任职，以消除政府官员以权谋私、发生经济犯罪的温床，日本《国家公务员法》也明文规定，禁止政府官员退休或辞职后2年内到相关机构和民间企业任职，以防止政府高官泄露在职期间获得的机密信息。

处于市场经济前沿的上市公司，实际上是一个利益较为集中的领域。如何用制度之力规范官员们“沉淀的影响力”，使之成为造福社会的正能量，而不是破坏公平竞争的负能量，需要的是划定界线、严格执行。阳光是最好的防腐剂，法律是行动的准绳。规范官员或退休官员出任企业高管，应该公开透明，法律为先。当“隐形权力”显性化，退休官员的去向受到社会有效监督，经得起检验，质疑和猜测自然也就没了市场，这才有利于中国资本市场的长期健康发展。

（作者系瞭望智库特约研究员）

制造出新的不公平。

正是基于“南纺股份造假案”所暴露出来的退市制度的弊端，所以，最近证监会一再表示要对退市制度进行改革。证监会确定了退市制度改革的四大目标：一是丰富退市制度的内涵；二是针对欺诈上市的重大违法行为，明确证券法的操作性安排；三是保持退市制度的严肃性，增强市场有效性；四是改善退市制度的内外部环境，维护市场稳定性。

证监会对退市制度改革的大方向显然是正确的。但具体怎么改？每一个关心退市制度改革的人都可以提出不同的意见。笔者的建议是取消现行退市制度关于连续三年亏损退市的规定。此举不仅有利于医治中国股市的诸多“保壳”怪状，而且也是一种顺应中国股市发展的与时俱进的做法。

连续三年亏损退市的规定初衷是好的，它旨在优胜劣汰，提高上市公司的质量。同时也可以此抑制市场对垃圾股的炒作，减少中国股市的投机炒作之风。然而，提高上市公司质量与

抑制投资炒作，这并非是退市制度的职责所在。因为要提高上市公司质量，首先就需要提高IPO公司质量。如果IPO环节不能保护IPO公司的质量，却希望通过退市来提高上市公司质量，这显然是本末倒置了。而且抑制投机炒作，关键是要打击价格操纵与内幕交易行为，如果不存在价格操纵与内幕交易行为，那么这种市场炒作是应该允许其存在的，而不应该通过退市来抑制，而且也根本就抑制不了。

更重要的是，连续三年亏损退市的条款很容易被上市公司所破解，并滋生出诸多的“保壳”游戏。比如，上市公司亏损两年盈利一年，以此来逃避退市，如此一来，尽管上市公司逃避退市了，但公司还是原来的绩差公司，并没有达到提高上市公司质量的目的。而为了达到这种保壳的目的，上市公司乃至地方政府或者大股东可以说是不择手段。比如，给补贴、通过关联交易进行利益输送，情节恶劣的是造假。南纺股份就是通过造假来达到保壳的典型。在现行退市条款下，不造假的公司或者说如实反映公司业绩的

公司，反倒要退市了。可以说，连续三年亏损的退市条款并没有实现初衷，反而滋生出股市诸多问题。

不仅如此，连续三年亏损的退市条款明显不适应股市发展的需要。面对一些亏损的中概股在国外上市（如京东商城近期在美上市），国内股市也在酝酿允许亏损公司创业板上市。5月19日，证监会肖钢主席明确提出要“研究在创业板建立单独层次，支持尚未盈利的互联网和高新技术企业在新三板挂牌一年后到创业板上市”。5月30日证监会新闻发言人张晓军再次重复了上述观点。而在证监会降低IPO门槛，允许互联网、高新技术企业与成长型企业在经营亏损的情况下仍然可以上市的情况下，取消连续三年亏损的退市条款是很有必要的。既然经营亏损企业可以上市，又有什么理由让经营亏损的企业退市呢？

实际上，作为一家企业来说，只要能正常运转，是不应该以连续三年亏损为理由将其退市的。特别是对于一些周期性行业，企业度过了行业的低迷期之后，或许很快就可以迎来柳暗花明的局面。

## 城商行“不务正业”倾向当纠正

莫开伟 王文珠

据媒体报道，根据城商行2013年年报，目前国内数十家非上市城商行不顾监管层三令五申，同业、投资类资产业务狂飙突进，一些城商行同业、投资类资产业务规模甚至已超过同期贷款余额，成为最主要业务，有些甚至已超过同期贷款两倍以上。可以说，城商行经营已出现严重“主辅颠倒”倾向，滑向了“不务正业”的泥潭。

客观地看，城商行这种“不务正业”经营行为，给城商行带来了短暂利益，比如突破了监管限制，实现了资本扩充困难情况下资产规模扩张和利润增长，同时也增强了城商行中间业务创新性。但从长远看，当前城商行普遍存在经营区域局限、扩张资本难、披露覆盖不足、不良资产占比高等现实问题，若“不务正业”倾向得不到及时纠正，必然会带来系列不良经营后果：一方面，城商行因高额利润回报，对同业存、拆放款业务、银行承兑汇票、买入返售资产等乐此不疲，长此以往，会使整个城商行脱变为经营“投机分子”，完全丧失对实体经济信贷支持兴趣，成为飘流在金融大海里的“浮萍”，无法扎根经营之根。另一方面，同业存、拆放和投资业务绕开了监管当局限制，风险控制全靠城商行自身，这对目前城商行风控能力是一种极为严峻的挑战。而不少城商行风控水平和能力与国有大型商业银行相比存在明显不足。不断放大“表外融资”杠杆，隐藏着极大的资产风险。

城商行明明知道这种“不务正业”潜藏着较大风险隐患，可为何在监管部门禁令之下，仍无法管住自己手脚？一是因为当前城商行自身经营定位没有找准，“游荡”在城市经济大潮中，无法与国有大型商业银行和其他股份制商业银行在经营竞争中“分庭抗礼”，对城市中小微企业又心存担忧和畏惧，不敢对他们进行信贷扶持，因而打起了经营“擦边球”，通过投资和同业存、拆放等形式寻找资金出路。二是央行贷款规模以及监管当局存贷比考核要求严格，一些城商行获得贷款额度

较少，对正常借款投放形成了较大制约，造成了不少银行出现有资金不能放贷款现象，为寻找资金出口，无奈而通过资管计划、应收账款、存放同业等方式，突破贷款规模限制。三是城商行普遍面临资本充足率压力，而目前补充资本又较为困难，投资和同业存、拆放业务等表外业务既可以节约资本，更可规避监管，尤其对一些融资大客户来说，不存在触及单一客户贷款集中度上限，可省去很多应付监管部门的工作。

对城商行这种“不务正业”经营倾向，笔者认为监管部门应采取切实措施帮助其纠偏。一方面，政府金融办、央行、银监局等部门与所在地城商行激活对话交流平台和工作协调机制，把城商行经营偏向问题摆在桌面上，同时，帮助其找准自身定位，培植自身信贷客户群。从当前看，应避免与国有商业银行和大型股份制商业银行盲目抢地盘、争业务、占项目，把城市中小微企业定位为长久信贷服务对象，走出差异化之路。另一方面，应根据城商行所处经济地区，制定差异化监管策略。对东部经济发达、中小微企业多、资金需求量大的地区城商行在存贷款规模、单一客户贷款集中度等方面适当放宽，增强其信贷资金运用的灵活性和主动性；对中西部经济欠发达、中小微企业数量小、资金需求不旺盛地区，在督促其防控风险的条件下，允许其适当扩大同业存、拆放和投资业务规模。此外，继续推进城商行改革，释放改革利好政策，增强城商行竞争力。当前城商行单一城市结构制在应对客户流、资金流等方面具有较大局限性；而且单个法人核算体制，在新产品研发、中间业务产品创新等方面难堪巨额资金成本，严重制约了业务创新。更令人纠结的是这种区域经营管理模式，容易让城商行信贷资金投放集中到某几个产业或优质客户上，形成贷款集中度超标和信贷风险过度集中。因而可考虑，在相同区域内、在自愿基础上，允许机构和资产重组，以应对利率市场化、银行破产制度实施等带来的现实挑战。

（作者单位：湖南怀化银监分局）

## 人民大学官员蔡荣生借自主招生受贿超千万



利用招生收巨款，处长受贿超千万。  
人民大学藏败类，中国高校聚民怨。  
歪风席卷象牙塔，病毒热恋寻租权。  
教育候诊是表象，病根在于政改难。

微观/漫画  
孙勇/诗

## 打通融资通道 要翻越“三座大山”

谭浩俊

日前召开的国务院常务会议提出，要深化金融改革，疏通金融服务实体经济的血脉。要解决实体企业融资难、融资成本高，笔者认为，至少应当翻越“三座大山”。

第一座大山，就是银行唯利是图。虽然唯利是图是市场经济下每个企业都具有的特征，但银行不同于一般企业，特别是国有银行，除了利润还需要有社会责任。中国的银行并不完全是依靠市场获得生存和发展机会的。从银行实际操作看，绝大多数银行凭借垄断的特殊地位，只顾自身利益，以至于在信贷资金的投放方面，失去了社会责任感，该支持的不支持，不该支持的却为了一时的利益需要盲目支持。这样虽然自身的短期效益是好了，经济的发展却留下很多隐患了。如果银行的经营理念不转弯，要想解决好融资难、融资成本高的问题，难度相当大。

第二座大山是市场秩序混乱。凡是市场秩序好的时期，企业的融资环境就好，反之则差。纵观眼前的融资市场，秩序总体上是混乱的。地下金融市场和正规融资市场秩序都十分混乱。各种非法集资、非法融资、非法放贷等现

象十分严重，但只要不出现严重的跑路事件有关方面就视而不见。从正规金融来看，在各种所谓的信托、理财、委托贷款等新型金融手段的影响下，贷款已不是一种正常的金融行为，而是一种纯粹的钱生钱、利滚利游戏。上世纪八九十年代，银行的利率也有过超过20%的现象，但企业没有反映融资成本高，原因就在于大家的经营行为比较规范，都是将账放到明处算。不像现在，银行的账都是暗中算，企业吃的是暗亏。没有良好的市场秩序，金融环境还怎么可能好呢？没有良好的金融环境，企业也自然成了刀板上的肉了。

第三座大山是结构严重失衡。因为前两方面原因，直接导致了信贷结构严重失衡、社会融资结构严重失衡、货币严重失衡的局面。政府反复强调要盘活存量，用好增量资金。原因就在于资金结构失衡的问题太严重了，对经济发展的负面影响也太大了。中国广义货币过多，说到底就是资金的分布结构存在严重问题所致。如平台公司、开发企业、产能过剩行业占用大量资金等，如果剔除这些因素，中国货币总量可能会下降近半。改善资金结构必须尽快解决，否则可能引发的矛盾和问题是会越来越严重。

## 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。

## 不妨取消连续三年亏损退市条款

皮海洲

最近，“南纺股份造假案”将退市制度推向了风口浪尖。根据证监会认定，南纺股份在2006年至2010年的5年间虚增利润总额超过3.44亿元，从而掩盖了该公司从2006年到2011年连续6年亏损的事实。虽然该公司最终被处以“警告+50万元罚款”，但却逃脱了退市的制裁。

“南纺股份造假案”暴露出当前退市制度存在的弊端。如果南纺股份不造假，则连续6年亏损的南纺股份退市毫无悬念。但该公司通过造假，掩盖了2006年至2010年这5年间的业绩亏损，结果该公司反倒不需要退市了，因为按照现行《证券法》和《股票上市规则》，根本无法对其实施暂停上市或者直接退市。如此一来，造假反而帮南纺股份逃过一劫。

形成对比的是，\*ST长油却因为没有像南纺股份那样连续造假，反倒面临着退市的厄运。如此一来，目前的退市制度不仅鼓励造假，更在股市中