

信托持股信息披露应当加强

熊锦秋

天目药业9月26日公告,平安大华汇通财富管理公司旗下的创盈4号特定客户资管计划9月24日通过大宗交易系统增持了608.90万股公司股份(占总股本的5%),由此触及举牌线,上述股份是从天目药业第一大股东天津长江处定向购入,但创盈4号背后的真实投资者并没有披露,让外界颇感神秘;27日天目药业补充披露了创盈4号各级投资者身份,但仍然没有解开人们的疑惑。公募基金子公司代特定客户理财,信息披露义务人是基金子公司,客户的持股挂在基金子公司名下并不披露。创盈4号资管计划分为优先级A类份额和普通级B类份额,两类份额初始配比原则上不超过2:1,截止披露日,该计划投资者数量为2人,A类1人、B类1人。根据27日公告,持有A类份额的委托人为平安磐海资本,持有B类份额的委托

人为鼎毓星。按合同,A类委托人将股票投票权让渡给普通级委托人(B类),信息披露义务人参考普通级委托人的意见,独立作出决策,代表计划行使对上市公司的股东权利。不仅是公募基金子公司的特定客户资产管理业务,公募基金子公司面向大众发行的证券投资基金、信托公司的信托计划、证券公司集合理财等都是代客理财,其本质也都是信托,目前对信托投资持股的信息披露,主要是《上市公司信息披露管理办法》第四十九条规定,“通过接受委托或者信托等方式持有上市公司5%以上股份的股东或者实际控制人,应当及时将委托情况告知上市公司,配合上市公司履行信息披露义务”,或许鼎毓星触及上述条款才履行补充披露义务,但《信托法》规定,“受托人对委托人、受益人以及处理信托事务的情况和资料负有依法保密的义务”,即使天目药业补充披露,然而鼎毓星的具体身份依然不

详,创盈4号与杨宗昌及天目药业其他关键股东有何关联性也不得而知。信托保密制度使得神秘人隐藏在信托计划和理财计划之后,信息不公开、不透明就缺乏监督和约束,神秘人虽与上市公司大股东或实际控制人没有关系,但同样可能属于上市公司关联人。如果他们进行内幕交易,又有谁知?另外,信托保密制度使得对于接受委托或者信托等方式持有5%以下的股东,没有强制披露委托人的义务,这些股东通过信托持股信息均是挂在公募基金、集合理财计划、信托计划、资管计划等名下,无需披露最终实际持有人(委托人),其持股数量也没有量化到实际持有人。由此一些上市公司的前十大股东或者前十大流通股股东持股信息披露,不少是信托公司、公募基金公司等信托受托人的名字,这样的信息披露对散户几乎毫无价值,散户仍然是睁眼瞎。如果说公募证券投资基金面向社会公众发行,投资者众多,投资金额小,且其中没有大比例的投资者,难以影响基金行使上市公司股东权利,或许没有必要抽丝剥茧将持股人追踪到最终实际投资者。但是,公募基金代特定客户理财、信托公司的信托计划等,某只产品仅有几个甚至只有一个投资者,而产品投资额度却较为巨大,且产品投资股票后,信托受托人在行使上市公司股东权利时,需要按照投资者(委托人)的意思来进行,因此笔者认为,对于通过信托等方式持股5%以上的,需要详细披露信托委托人的各方面信息,包括与其他股东的

关联性。对于持股5%以下的信托投资,甚至是面向公众发行的证券投资基金,也要将其投资持股彻底量化到最终实际投资者,并将其纳入前十大大股东或前十大流通股股东的持股信息披露制度,各股东直接持股以及包括信托方式在内的各种间接持股相加,对排名在前的十大股东信息予以披露即可。当然,要将结构化理财产品的持股数量彻底量化到最终实际投资者,需要引进一致行动人的概念。比如,本案例中B类投资者或许只占资管计划的三分之一投资,但投票权却全归它,该如何量化其投票权?笔者认为,应该只有三分之一持股量化到B类投资者名下,其它三分之二记在A类投资者名下,A授权B行使投票权,A类投资者与B类投资者是一致行动人关系,通过一致行动人关系再对他们进行制度约束。总之,强制性信息披露制度是证券市场的基础性制度,其实质就是对一些市场主体的“自由”进行限制,所有进入证券市场的主体,都要遵循这个大规矩,包括所有信托当事方,不能以“保密义务”这个行业小规矩作为规避证券市场大规矩的挡箭牌。只有维持信息披露制度的“公平、公开、公正”,市场的“公平、公正、公开”才能有保证;而要确保信息披露“公平、公正、公开”,就应让隐身于信托幕后的神秘投资者露出真容。

警惕房贷松绑再次鼓动投机

刘英团

房贷松绑令是回归市场化之举,但这次松绑是在房地产投资热潮刚刚退出,市场初显理性苗头之时,所以还是超乎人们预料,它让人依稀看到了2009年的政策影子。2009年,房市刚步入疲软阶段政府就采取了大力度的救市政策,“四万亿”虽然避免了经济危机,但给市场留下了无伤伤痕。本次政策虽然没有“四万亿”计划那么大的力度,但依赖房地产促进经济增长的理念仍然是明显的。此次“救市”,不禁令人担心资金是否会重入房地产这个虚拟产业,再度打击本来就很缺血的中小企业。政府出台松绑令的本意,可能是为了提供一个宽松的房地产市场,拆除农民进城障碍,加快推动城镇化进程,并以此促进经济增长。但现实总是与理想有差距的,此次“新政”主要内容是:对于贷款购买首套普通自住住房的家庭,贷款最低首付比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍,还清贷款之后的第二套房执行首套房政策。从这些信息看,拥有一套住房与没有住房的家庭贷款条件是一样的,那么从银行角度,它肯定会选择已经拥有一套住房的家庭给予贷款,原因是拥有一套住房说明经济能力较好,还款能力肯定比首次置业更有保障。根据相关法规,仅有一套住房的住房如果断供,银行要收回房产会受到一定限制,而贷给第二套房就不同,就算银行因贷款人无法还款而强制没收房产,因为借款人已经拥有一套生活必需品住房以及户口迁移有着落等原因,银行债权更容易得到保护。而对拥有二套

以上的家庭肯定更受银行青睐,二套以上并已结清相应购房贷款本身就说明其经济实力雄厚,其偿付能力、信用状况已经远远满足银行信贷前期调查的范畴,而且首付比例和贷款利率水平由银行具体确定,这种能自由定价的目标更是银行求之难得的。两相比较,银行更愿意用基准利率去贷给二套以上家庭,也不愿意用几乎倒贴的0.7倍利率贷给首置家庭。我国房地产市场之所以弊端百出,与至今还没有建设真正有效的调控机制有关。房地产没有持有成本,给炒作带来方便,此时发布松绑令,有鼓励人们进一步囤积之嫌。我国人口众多,本来就土地资源紧缺,如果被一小部分人以奇货可居,那么大部分刚需民众只能倒霉。房地产市场应回归居住功能,银行支持房地产的政策应以防止炒房囤房为据。我国的人民勤劳节俭,但城里的高房价却把很多人的梦想变成空想,人民的收入远远低于房价增长速度。如果政府真心把房地产当做民生工程,那么就应定个普遍规则,维护房地产市场秩序与公正,使房产回归居住功能本位。美国允许房价下跌,银行破产,短短几年时间资产负债表就得以修复,去杠杆也基本完成。日本当年为了走科技强国之路有意使房地产泡沫破灭,避免其资源短缺不能持续发展。而我们也不能因为地方政府的财政危机和硬要到达经济增长目标就失去定力。倘若对待房地产市场市场的理念还像原来那样,势必会使投资、投机性购房卷土重来。调整产业结构会遥遥无期,刚需盼拥有住房者也定会绵绵无期。

国内景区门票暴利遭质疑,跨境旅游快速增长

国内游 门票1元 境外游 门票100元 门票200元 门票300元

国内景区炒门票,服务混乱游客恼。导购宰客禁难绝,频发投诉与举报。经济发展多选择,跨境旅游领风骚。抓紧落实旅游法,境内消费莫跑掉。

紫蝶/漫画 孙勇/诗

发行机制改革重点在界定权力边界

苏亮瑜

最近《证券法》修订因涉及撤销发审委、实行注册制等问题而备受各界关注。尽管具体操作方案尚处于讨论之中,但最终若能真能在操作上做到名至实归,则必将成为厘清市场与政府职能边界,加快证券市场改革进程的里程碑。就资本市场而言,构建基于自利博弈的市场化发行和退出机制,有效维护市场程序正义、公平自由的交易秩序,建立完善的信息披露等制度,是促进市场健康发展的基石。股市发审机制始于1993年,其设立目的是希望借助专家的专业性判断,对企业IPO等进行入口把关,提高上市公司质量。客观而言,其创设理念是善意的,对处于起步阶段的股市也发挥了积极的护航作用。但随着股市逐步由初期步入成长期,发审机制已完成其历史使命,尤其是随着股市的茁壮成长,人们愈发现,股市健康发展更需要培育市场的自律、自治。目前决策层推进的简政放权改革,就是要通过重新明确政府与市场的边界,激发市场内生活力,挖掘整个经济金融体系的发展潜力。

发审机制带有深厚的历史烙印:一方面发审机制是计划经济时代管控思维在资本市场的体现,另一方面,股市在成立之初带有为国企纾困的现实需求,而设立发审委把关发行,可避免不符合监管层要求的企业进入资本市场。从这个角度来看,发审委本身带有计划经济的色彩。同时,发审委的存在也是股市强调融资功能,市场化资源配置机制被淡化的一个证明。由于发审委行使的是准公共权力,这实际上也演化成为公权力对公司IPO以及其他有价证券发行的信用背书,而正是因为公权力的变相背书,引发了股市定价机制的功能性紊乱,导致了政策市的特点。虽然在股市准入门槛方面设定了一系列客观标准,但发审委在入市资格方面仍然有自由裁量空间。另一方面,相当部分待IPO公司对经营状况和业绩进行各种形式包装美化,甚至不惜报表造假。这最终使得大量质地较差的公司蒙混过关入市,而有增长潜质的公司却因逆向淘汰而被拒之门外。许多上市公司表面上符合了发审委的标准,却并非市场投资者所期待的,而市场投资者希望投资的上市公司和交易标的,在市场上则难

觅踪影。尤其令人感叹的是,业务植根于本土、呈现出蓬勃之势的新经济代表企业,包括腾讯、阿里、百度等大公司,没有一家选择或实现了国内上市,这多少也与现有发行机制有一定关系。事实上,究竟什么企业有资格上市融资,市场完全有能力通过投融资主体间的自利合作博弈加以筛选,并保障股市植被的多样化,交易品种和交易方式的多元化。尽管发审委委员都身经百战,经验丰富,但信息不对称是客观存在的,而真正决定市场价格和企业价值的信息,则分散在市场投资个体之中,任何人和组织都不能以行政方式,决定投资者在市场上的选择菜单。当然,要护卫中国资本市场健康发展,单纯取消发审委而采取注册制,抑或予以聆讯委员会代替发审委等未必可取,以聆讯委员会替代发审委为例,很容易被人理解为换汤不换药,或者有些画蛇添足——上市前的询价机制等实际就是实战性的建议参考行为,如果企业在发行询价期间未能获得投资者认同,那么该企业很难进入市场。真正有效的机制设计是,在取消发审委和采取注册制的同时,推进简政放

权改革,一方面梳理解决权力对市场的越位、错位和不到位等问题,把监管重点放在维护市场程序正义、公平自由交易等方面,继续加强信息披露机制建设,降低信息交易、获取成本,做到法无授权不可为。另一方面应加快制度和机制设计,培育市场的自律自治能力,如尽快推出集体诉讼制度、辩方举证制度、和解制度等,切实有效地保护投资者利益。只有内幕交易者感受到其始终面临投资者对其集体诉讼的压力,尤其是需要自证清白的辩方举证压力,才能大幅提高法律威慑力以及市场的自律自治能力,有效抑制各类内幕交易,欺诈侵权等行为。总之,市场翘首以盼的《证券法》修订,不应是简单地取消发审机制,而是要厘清公权力的边界,做到法无授权不可为,迎接注册制这一新的入市机制,而且应适度推出集体诉讼、辩方举证及和解制度等新制度体系,强化市场自律自治能力,使资本市场在公权力约束与市场自律机制的协同配合下不断完善。(作者为越秀金融控股集团副总经理、金融研究所所长)

■ 算法经济 | Li Bin's Column |

开设交易所的权力也可以向民间开放



李斌

对各类交易所的“清理整顿”已经搞了三年。作为这项运动的“成果汇报”,媒体上正在报道几十家交易所被停业整顿的消息。然而,这是一政策行动存在商榷之处,我们的确该好好反思一下针对交易所的政策了。

“交易所”原本是西方私人经济体系中发展起来的一门生意,这就好比出差在外的人需要找地方过夜,于是就有人开设旅馆,来做这个买卖。因之,在西方国家中,尽管存在一定的监管规则,但交易所终究是一种私人企业,是可以自由开办的。其数量不受限制,彼此之间自由竞争。可是,这种私人企业的业态,一经传入我国,却摇身一变,成为了官方的独家买卖,成为需要经过严格审批才能从事的高人一等的行业,同时也成为了政府部门“掌握国民经济命脉”的工具。

通过运用法律与行政手段,交易所的开设与运营被严格地管制起来。“交易所”这三个字向来就是敏感词。一听说哪里“擅自”开设了交易所,说不得了,马上厉声呵斥,派兵清剿。对于民间自发形成的各类交易所,官方政策的基本态度就是歧视和敌视,意欲除之而后快。为了迎合官方的政策,媒体则对民间交易所采取“揪小辫子”的方法,大肆进行丑化和抹黑。只要随便搜索一下新闻报道,“黑手”、“死灰复燃”等贬损性的词语随处可见。

在原则上,交易所必须被视为一种普通的生意,而不能不加区别地统统当作“特殊行业”来进行限制。各个地区的各类企业与个人都有权利与自由来开设交易所性质的企业。对“交易所”三个字的使用也不必加以限制。应当放手让各种交易所自由开办,充分发挥其服务于国民经济的积极作用。政府监管的主要职责之一应当定位在打击商业欺诈方面。无用的条条框框过多、而同时却对商业欺诈打击不力正是老百姓们最为诟病的。民办交易所也许是比较容易发生商业欺诈的地方,因此可以作为执法部门监管的重点对象之一。笔者甚至支持用尖端的侦查手段和侦查力量来打击商业欺诈,而不是像以往那样总是把此类经济案件的办理排在次要位置。但是,打击欺诈就是打击欺诈,罪犯是谁就抓谁,而不是一发生欺诈,马上来一个借题发挥,趁机把交易所给关闭了。欺诈变成了关闭交易所的“依据”。这就是“醉翁之意不在酒”了。这就好比对互联网的管理,连许多稀奇古怪的案件目前都已经立案侦查了,而对关系老百姓切身利益的网络商业欺诈(例如雇佣人员在网站上对商品进行虚假的评论)却不

闻不问。这样的政策思路是急需需要改变的。证券、保险、黄金、外汇、贷款等金融性质交易所的开设,似乎有必要严格进行限制,这可能是普遍支持的看法。然而,这个观点是值得质疑的,至少它是不全面的。在改革开放之初,鉴于民营经济尚未发育以及相关知识的缺乏,由政府出面安排设立金融产品交易所,似乎是不不可避免的。但是,这种“不可避免性”不等于要让这些官办交易所处于垄断地位。这在逻辑上是讲不通的。官办交易所可以发挥一种示范的作用;同时,应当(在诸如资本金限制等若干监管规则下)允许民间也开办同类性质的交易所,以便展开相互竞争。这种竞争可以促进官方与民间交易所同时改善他们的服务水平。官方交易所要想发展壮大,要么拿出本事,要么拿出资金,可以去兼并其他交易所。单纯地禁止民间开设交易所对官方交易所的健康发展是没有任何好处的。而到了今天,官方与民间的金融知识都已经很丰富了,假如允许民间开办金融类的交易所,究竟哪个本领涨,哪个服务好,恐怕也就很难说了。

严格限制交易所的另一个考虑,是所谓的“金融风险”。这个问题也是需要再思考的。实际上,大部分的所谓“风险”主要来自于欺诈和违规操作;只要能够对交易所切实展开依法治理,使之诚实守信守法经营,这类风险自然也就不存在了。以往的思路是,“因为我觉得管理你太麻烦,所以我就不许你经营”。这样的逻辑,是一种懒政。全国交易所的总数虽然较多,分摊到各地其实也没有多少,监管任务并不复杂。至于会造成全局性影响的风险,只有那些业务横跨全国的大型交易所才会引起,而这种交易所的数目(即使在自由开办交易所的前提下)总是很少的,又怎么会难以监管呢?有些人总是热衷于所谓“全国一盘棋”、“集中力量办大事”的逻辑。他们不让别人搞交易所,全国只允许办那么几个交易所,这几个交易所自然也就显得“大”了。有人已经在吹嘘,沪港通之后,世界第二大证券交易所的交椅也就由中国人坐上了。可是,人家交易所的地位是通过激烈的市场竞争而得来的,中国的交易所是通过不让别人竞争而得到的,这两者之间具有可比性吗?一面哀叹民营经济“不成熟”,一面不让民间的交易所自然地生长,却又定下“培育多层次资本市场体系”的宏图,这实在让人难以理解。笔者想要提醒一下,随着注册制的实行,现有证券交易所的权力将要扩大,围绕证券交易所的矛盾将要加剧。假如对“交易所的民营化和自由化”问题还不提上议事日程的话,自然将会发生相应的社会后果。由于目前交易所制度主要模仿西方,这种行事风格可能已经妨碍了中国建设世界上最为先进的交易所。假如放开交易所的审批,什么才是最为先进、最为有效的创新,也许只有在那种情况下才会看得出来。

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。