

# 铭记股灾创痛 捍卫三公原则

孙勇

2015年对于中国股市而言，是极不寻常的一年。在这一年里，注册制稳步推进，市场化改革取得新进展；沪港通落地，A股对外开放程度提升。在国企改革提速、经济转型发力、大众创业万众创新有望开花结果等预期的共同作用下，疲弱多时的A股延续自2014年下半年以来的升势，高歌猛进，上证指数一度站上5100点的高位，创业板指数也一度突破了4000点。然而，自2015年6月中旬始，在多种不利因素的影响下，上证指数与创业板指数急遽走低，20多万亿市值快速蒸发，亿万投资者遭受财富缩水之痛。

回望这一次股市巨震，有很多经验教训值得汲取和铭记，有很多深层次的问题需要探讨与求解。

从去年下半年启动，于今年上半年告一段落的A股快牛行情，与杠杆资金大举入市有关。从防范金融风险，促进股市长治久安的角度看，缩

短过长的入市资金杠杆是必要的，但不必讳言，在这次去杠杆的过程中，诸多因素导致资金撤退过快从而助跌股市，可谓好心办了坏事。从法理上看，既然允许融资融券，也就承认了杠杆资金入市的合法性，杠杆的长度多少才合适？由市场说了算，还是交给监管部门去判断？这是急需解答的重大命题。

这次股市巨震，暴露了金融创新的风险。除了融资融券外，花样繁多、层出不穷的信托产品和银行理财产品，为天量的灰色资金蜂拥入市提供了掩护。券商在过度逐利的动力驱使下，为场外资金提供灰色通道。凡此种种，为资金的大进大出、短期频繁换手，从而股市因之大起大落埋下了隐患。对于金融创新诚然不可因噎废食，但如何在金融创新和创新监管之间求得良性的平衡，考验着制度设计者和市场参与各方的智慧。

在投资者信心溃散、大盘流动性告急之时，证监会以央行为担保，斥巨资入市维稳，这是有形之手在特殊

情形下的必要作为。但事后看来，此次维稳举措，在将帅任命、操盘模式以及选股理由诸方面，均存在程序正义与权力监督上的瑕疵，从而留下了不少待解的疑团。证监会最初是基于融资融券的发展需要而设立，在此次股市维稳战役中，它实际上发挥了类似于平准基金的作用，因临危受命而拥有的此项功能，未来是否作为长效机制的特殊构成部分，由证监会永久承担？

恶意做空，是此次股市巨震带来的热点话题之一。据目前公开报道的信息看，有多家知名券商、私募大佬、境外机构乃至监管层官员卷入其中。在此次股市大跌中，尽管的确有人通过做空大赚，但何为恶意做空？业界对此仍颇多争议，莫衷一是。为打击恶意做空的势力，公安部首次入驻证监会，这种做法是否合法合理，也值得认真讨论。

经过多方的共同努力，A股已经走过了最困难的时候，投资者信心逐渐恢复，大盘走势企稳向好。这种局面来之不易，需要加倍珍惜。

痛定思痛，必须承认，中国资本市场虽已过弱冠之年，其体质仍像一个贪吃求多的幼童，虚肥而不强健，要真正超越“新兴+转轨”的阶段，还需要很长的路要走。当此之际，重提公开、公平、公正三原则，一

讲再讲，不厌其烦，敦促其落实，是一个意义重大的基础性工作。

强化信息披露，尊重市场选择，规范行政干预，杜绝暗箱操作，防止利益输送，落实依法治市……这一切，共同构成了捍卫三公原则的基本内容。有了它们，股市支持实体经济健康发展，股市为创新型经济加油，股市为居民带来财产性收入美好的愿景等，才不会成为虚言。在一个违背三公原则的股市中投资，本质就是参与一场根据潜规则运作的刀口舔血的游戏，胜者心中不安，败者愤愤不平，买者自负的风险投资理念无法真正深入人心。于是，我们看到了巨亏的投资者伤心绝望，看到了狂赚的私募大鳄一朝落马，看到了风华正茂的券商明星突然陨落，看到了浑水摸鱼的官员被纪委双规。希望从今以后，这样的悲剧越来越少，直至不再上演。

亏得心服，赚得心安——在2015年即将结束，2016年即将来临之际，期待这样的股市离我们越来越近。在回首股市巨震的每一个时刻，这个八个字所构成的衡量健康股市的基本尺度，显得如此珍贵。

**2015  
年终系列评论之（一）**

## 对货基风险不可掉以轻心

蒋光祥

备受业内关注的货币市场基金管理办法终于发布，12月18日，中国证监会与中国人民银行联合发布《货币市场基金监督管理办法》，自2016年2月1日起施行。管理办法进一步完善了货币市场基金投资范围、期限及比例等监管要求，强化对货币市场基金投资组合的风险控制，并对货币市场基金的流动性管理做出了系统性的制度安排。办法还鼓励货币市场基金在风险可控前提下进一步创新发展，积极拓展货币市场基金投资范围，支持货币市场基金份额上市交易或转让，拓展货币市场基金支付功能。

根据中国证券投资基金业协会的最新数据，截至11月末，货币市场基金的规模为3.48万亿元，接近占据全部公募基金的半壁江山，作为第一大类基金，受众面巨大，潜在影响力足以引发系统性风险。出台办法未雨绸缪，防患未然，提高行业流动性风险的自我管控能力，可谓再正确不过。

成千上万的货币市场基金普通持有人，对此可能不明就里，认为货币市场基金就是极低风险产品，不大可能出问题。但是对货币市场基金背后的基金管理人来说，这个办法的出台可谓及时、有效，意义也是异常重要。作为主要投资于短期债券、银行存款等货币市场工具的证券投资基金，货币市场基金本质上属于现金管理工具。因而即使目前货币基金当前的收益率大部分已跌破4%，甚至破3%，但是因为收益率高于一年定期、且流动性不输于活期存款，依然被高度重视，属于强调流动性的资产配置首选。虽是最好的低风险产品，但是在货币基金的投资行为当中，此前仍有不少具体指标，如投资标的到期比例、负偏离度

等，都待监管层给予明确。

另外，正如办法中所说，2013年下半年以来，由于互联网平台的介入与推广，我国货币市场规模得以快速增长，为广大投资者特别是中小投资者提供了新型投资理财渠道。以余额宝为代表，货币市场基金与互联网业务融合发展过程中出现的大批宝宝军团，使得如何处理好货币市场基金创新发展与防范风险之间的关系问题凸显。此次《办法》给出了一系列明确的量化指标来规范基金的投资行为，具备了相当的可执行度与可操作性。这些指标的具体量化让基金管理人再无多少出错的空间，从源头上把控住了货币基金的风险。当然，也给基金经理的资产配置提出了更高的要求，也可能进一步对收益率产生负面影响。货币基金经理的含金量和专业度，也许自此开始体现。不过，针对货币市场基金与互联网结合发展的新业态，办法鼓励货币市场基金在风险可控前提下，扩大投资范围、上市交易或转让、拓展支付功能等，这也许可以视为对于收益率下降的一种补偿，不过后者已经不是个别基金经理可以操控的能力范围，而是基金公司、整个公募基金行业、第三方支付、互联网平台等整个社会层面所需共同努力的前景。

办法的出台，究其根本，正是基于当前货币市场基金发展高峰而来的。通俗来说，就是在宝宝军团大行其道的今天，货币市场基金收益率可以再低，但是坚决不能出风险。一旦出风险，就是大风险，很可能就会引发系统性风险。并且可以预见，管理层对于货币市场基金的严格监管，只会强化，不会放松。

（作者系公募基金从业人员）

## P2P平台A股上市还请稍安勿躁

皮海洲

最近，国内P2P平台宜人贷在纽交所上市的消息备受业内的关注。虽然宜人贷在纽交所上市后的表现并不出色，上市当天即跌破10美元/股的发行价，但由于宜人贷是国内P2P领域海外上市的第一股，所以一些业内人士对此还是充满了喜悦。

有业内人士表示，宜人贷在美国的顺利上市为P2P行业上市提供了“上市模板”，将刺激国内P2P平台加速上市的进程。甚至有业内人士鼓噪起P2P平台A股上市的进程，表示在国内资本市场鼓励国内创新型服务企业上市的背景下，其准入门槛必然会进行相应的调整。不排除明年或后年，监管部门为了鼓励互联网金融企业上市，相应地降低相关企业上市的准入门槛。

上市，确实是P2P平台梦寐以求的事情。因为通过上市融资，不仅可以解

决或部分解决P2P平台所需要的发展资金，增加P2P平台的实力，而且还可以增加P2P平台防范风险的能力。而A股市场由于股票发行价格的高企，自然更是P2P平台发股上市的首选。尤其是在A股注册制推出之后，新股发行上市的门槛又将降低，这更加有利于P2P平台的上市，这就难怪某些业内人士对P2P平台在A股上市想入非非。

为此，笔者有意为P2P平台国内上市这种想法泼一盆冷水。P2P平台上市当然可以，但请像宜人贷一样到海外去上市。P2P平台要选择A股上市，目前还不是时候，还请耐心等待，稍安勿躁。

P2P平台现阶段之所以不适合在国

内上市，究其原因，很大程度上与目前P2P平台发展的不规范有关。目前国内的P2P平台基本上处于一种野蛮生长状态。目前P2P行业既无行业发展规范，更加缺少有效的监管措施，实际上就连P2P行业的监管办法目前都还没

有出台。像今年11月下旬发生在山东日照的P2P网贷平台鑫利源跑路事件，当地银监局和金融办均称“不负责监管”。甚至表示，“对P2P这一块，不太了解”，“之前也没有接触过P2P监管”。

由于没有行业规范，没有行业监管的缘故，所以P2P平台的跑路事件接连不断地发生。根据互联网金融数据中心“零壹数据”的统计显示，截至11月25日，我国P2P借贷平台数量已经累计达到3445家。其中，自2015年1月份以来，新增1322家。但据不完全统计，2015年前11个月，共新增了963家问题平台。而到了12月初，又有在业内影响巨大的“e租宝”坍塌。在该行业如此混乱的情况下，P2P是不宜登陆A股市场的。

或许有人会说，既然宜人贷可以在美国上市，为什么P2P平台就不能在A股上市？这是因为在美国股市有着严厉的市场监管措施，有严密的投资者保护措施，如果有关上市公司损害了投资者

的利益，就会受到严厉的惩处，上市公司偷鸡不成反蚀米。而A股市场则不同，因为A股市场的监管较之于美国股市来说要宽松得多，甚至就连造假上市，也缺少严厉的惩处措施。到目前为止，《证券法》还只是一部“豆腐法”，新的《证券法》的修正案出台还需时日。投资者保护也存在很大的欠缺。因此，在这种情况下，如果允许P2P平台上市，在很大程度上就是将P2P平台的风险转嫁给广大的投资者，是对投资者利益的赤裸裸的损害。

基于目前P2P平台的发展现状，以及A股市场的发展现状，目前P2P平台A股上市的条件远没有成熟。在宜人贷成功登陆纽交所的背景下，国内P2P平台更应该把上市的目标锁定在美国市场。这不仅有利于相关公司的规范发展，也有利于国内P2P行业的发展走向规范化，进而为P2P平台将来登陆A股市场创造条件。

■ 鹏眼 Huang Xiaopeng's Column  
**金融炼金术与监管防范**  
——“宝万大战”引发的思考（下）



黄小鹏

阿基米德说：给我一根杠杆，我可以用它来撬动地球！但在现实世界里，使用杠杆最多的恐怕是金融市场，这种以小博大的技术如果运用得好，堪称金融炼金术，撬动的财富之巨超乎想象。

杠杆收购、敌意收购如同两兄弟，常常一起出没。在美国喧嚣的上世纪八十年代，敌意收购正是借助金融杠杆而把金融市场搞得天翻地覆。一般来说，一起敌意收购，发起人自有资金通常低于20%，杠杆比率则可达到1:5到1:20，在最为极端的雷诺兹烟草公司收购案中，收购者借助发行垃圾债券，仅出资1500万美元就完成了250亿美元的“蛇吞象”式收购，如此巨额的收购自有资金仅占0.6%，真让人瞠目结舌。

高杠杆意味着一旦收购成功，发起人可以获得惊人回报，所以，把杠杆收购称之为金融炼金术一点不为过。雷诺兹收购案的最终结果，除一连串的股权折腾导致公司在行业中竞争地位出现下降之外，相关方各有得失。一方面，美国政府损失20亿-25亿美元，雷诺兹公司原债券持有人在收购消息公布后蒙受20%的价格损失。与此同时，收购方获得高达20亿美元的利润，回报超过100倍，为收购提供资金的垃圾债券投资者年回报高达40%，两者皆可谓暴利。但物极必反，大量借助杠杆的敌意收购以失败告终，加之收购过程中夹杂着大量犯罪，最终垃圾债券市场崩盘，敌意收购的大潮也因此慢慢退去。有人统计过，如果以整个八十年代十年为期限，垃圾债券的累计回报率大大低于优质债券，也低于股票，高风险并未获得预想中的高回报。

除了收购失败可能导致那些为收购提供资金的人蒙受损失外，杠杆收购在公众利益层面最大的风险，就是为了收购者为偿还负债而采取短期或掠夺行为，使得收购最终未能为目标公司创造价值，甚至还损毁其价值。因为使用高杠杆，资金成本高，归还债务的压力大，一些收购者在压力之下可能采取侵害目标公司利益的方式来还债，因为按照正常的方法，通过改善公司经营来刺激股价，再将手中股票高位脱手以偿还负债，这个周期可能太长。最简便的方法，当然是收购完成后把目标公司的现金直接搬过来偿还收购债务。

垃圾债券参与杠杆收购的基本程序是，先确定收购目标，然后建立一家壳公司，以此为融资主体发行垃圾债券，迅速筹集资金，待收购完成后出售目标公司的部分或全部资产，再用其收益回购发行在外的垃圾债券。这种做法，可谓羊毛出在羊身上，用中国人熟悉的话来说，颇有点空手套白狼的味道。

此次“宝万大战”，除宝能与万科管理层之间的炮火硝烟吸引无数眼球外，最引人注目的就是大量使用杠杆，此案涉及的杠杆资金总量和杠杆复杂程度在中国资本市场上不敢说是绝后的，但至少是空前的。根据公开信息，宝能此次动用的杠杆资金种类繁多，投资连接保险、股权质押贷款、结构化资管产品、收益互换、二级市场股票抵押融资等齐上阵，构成了金融庞大的资金来源。虽然在某些单项融资上杠杆率仅两倍，但由于杠杆套杠杆，总体杠杆比率到底是多

少，外界难以准确测算，但相信信不会很低。外界之所以对宝能有“豪赌”的感觉，大胆使用杠杆是重要原因。

诚然，监管部门对于市场主体在现行制度框架下的合法博弈不应过多插手，但这并不意味着不应该关注杠杆问题，不应有一点前瞻性。一是要关注这些杠杆在运用上是否合法合规，二是要关注这些杠杆可能造成的影响。目前保监会和深圳证券交易所都根据法律的要求作出了反应，保监会关注的是保险公司的资产和负债之间可能存在期限错配问题以及流动性风险，深交所关注的是举牌背后的资金来源以及信息披露问题。可以说，他们在各自范围内都关注到了一些风险点，但这种关注是不全面的，可能存在漏洞。有些在现行法规下属于盲区的问题，未引起人们足够的关注，例如，收购方对资金提供者的风险提示是否充分，不同资金的提供者是否处于公平地位，未来的风险承担如何分配等等。

与这些具体的风向点相比，其实，最应该引起关注的还是此一收购案潜在的系统性风险，这又包括两方面：一是整个收购案涉及资金数百亿，一旦失败有可能对金融市场造成一定的冲击，出现股市大幅波动等情况；二是如果宝能利用高杠杆成功收购万科，将会引来众多效仿者。堪称炼金术的高杠杆金融操作会对整个金融体系产生何种影响，监管还有哪些盲区？这些问题都应引起思考。因为即便宝能此役未能成功，其示范效应已经产生，中国股权并购大时代的来临无法阻挡，未来一定还有人不断尝试利用杠杆来“蛇吞象”。

有的人认为，如何运用杠杆，运用多少杠杆，是市场主体自己的事，因为风险也是由它们自己承担，监管部门不应也不必加以干涉。在我看来，这种想法类似合成谬误。刚刚过去的股灾或许能给我们一些启示。投资者在股票二级市场运用多大的杠杆似乎是个人的事、是证券公司的事，银行的股权质押比例多高似乎也是银行与借款人之间的事，只要相关主体愿意承受相应风险即可。但是，对个体合理的，对总体未必合理。如果对单个主体杠杆不设限，则总体杠杆会急剧上升，一旦系统性风险升高到达不可控的程度，最终会逼近政府牺牲公众利益去拯救赌徒。所以，金融杠杆常常与道德风险相关联。

再从现实世界看，银行、保险、证券等所有类别金融机构都有资本金的限制，个人贷款、住房按揭贷款也有首付的要求、建设项目也有资本金要求，这些都是杠杆限制。但由于杠杆收购总体来说还是新鲜事物，其系统性影响尚未成为现实，所以其杠杆比率事实是没有监管的。越是没有监管，越容易产生暴利，越是会吸引各路人马来冒险，一旦杠杆收购成为风潮，其系统性风险就会成为现实。虽然以个案推断未来，未免给人杞人忧天的感觉，但有关方面心里不能没有这根弦。

从宝万之争看，宝能的杠杆运用涉及多个领域，这对监管协调提出了挑战。今年股灾之所以发生，主要原因之一就是监管协调失误。由于不同部门对跨部门的风险无意识或不关心，部门之间事实上存在监管冲突，最终导致问题失控。大型杠杆收购同时涉及保险、银行、私人借贷市场、股市等多个领域，监管如果还是各自为战，就难以从总体上评估其影响，以至埋下潜在风险。

所以，笔者认为，在杠杆收购问题上，有关部门保持一点前瞻性思维和整体性思维不是多余的。凡事预则立，不预则废，对金融炼金术的监管防范大致也是如此。