

Opinion

Observer

上证观察家

如果把开通创业板和重启IPO当作两回事,甚至在讨论是先重启IPO还是先开通创业板,那是两个利空,但如果将两者合一,那就是一个利好。所以,解决的办法就是把这两者统一起来,明确重启IPO和开通创业板是一回事。当然,开通创业板必须考虑与新股发行制度的创新相结合,考虑与三板市场的有效衔接,由此探索一种多层次资本市场体系之间的有机联系。

开启创业板,实现三结合

继股权分置改革后,人们把中国资本市场制度创新的目光又聚焦在创业板上。然而在目前股权分置改革尚未完成,大盘并未走出颓势的背景下,究竟该如何看待创业板的小风险和不开创创业板的大风险,怎样在推进创业板过程中把握好政策的艺术,至关重要。

从国家经济的战略高度看,众所周知,中小企业提供了三分之二的就业机会,不盘活中小企业,就业难题的解决就无从谈起。创业板的开通,无论从政策上还是资金上,都能够起到扶植中小企业发展的作用,通过盘活中小企业化解就业难。

再说扩大内需,实际上,启动内需关键是政府搭台,然后由银行和民间的资金来唱戏,只有动员民营资金才能进一步提高项目效率。而现在民间资金如此充裕,它追求安全性,退出性,投资的冲动很强。而启动民间资金的关键就是要建立民间投资的退出渠道,这就需要大力发展资本市场。

尽管国家政策一再鼓励银行贷款支持中小企业发展,但中小企业的融资问题,最终还是要靠创业投资,风险投资来解决。而创业板的开通为中小企业股权提供了流通的可能性,为创业投资,风险投资提供了退出途径,而使民间资金与中小企业的发展相结合,其示范带动作用巨大。

但是,当前资本市场并未完全走出颓势,即推出创业板,重启IPO,会不会给市场带来冲击,引发投资者恐慌,导致目前比黄金还重要的市场信心进一步缺失呢?

从资金方面来说,由于创业板上市企业盘子小,IPO前的股本只要2000万,相对规模较小,不会对市场造成太大的冲击,但50家创业板企业上市,对创业投资,风险投资与中小企业结盟的示范带动作用远远超过上交所一个上百亿的融资项目。

从创业板上市企业的风险来看,深交所要开通的创业板已经不是海外传统意义上的创业板,是名副其实的创业板(GEM, Growth Enterprise Market)。两者最大区别,是我国的创业板有盈利标准,同时营业额达到5000万且要保持30%的成长率。这实际是根据中国国情改良的创业板,是已经过创业期的创业板。这样改良的目的,就是因为中国目前不适合发展无门槛或者绝对低门槛的创业板,创业板创业的风险,不能由股民来承担。

开通创业板,尽管可能会导致人们认为这是市场扩容的信号,对当前扩大内需,提振股市存在一定的投资者信心缺失的风险。但是,这个风险,我们完全可以通过对创业板特点宣传的到位和政策措施的得当来化解。

首先,从我国资本市场的持续发展来看,现在需要创业板的新题材的注入来激活创业投资和风险投资,带来新的增量资金,这应该不是利空。

其次,建立创业板,大力发展多层次的资本市场体系,我国已经探讨了十年,资本市场不可能永远这样停滞下去。打不开创业板这个当前束缚多层次资本市场发展的瓶颈,后边的场外报价系统都被堵塞。因此,从我国资本市场整体发展看,不开通创业板的风险更大。通过挂牌50家中小企业盘活我国以创业投资、证券投资为主要形式的民间资金对更多中小企业的再融资,往股市中引入新的增量资金,甚至有可能给我们困难中的股市注入一剂强心针。

当前无论从监管者还是从投资人,普遍把开通创业板和重启IPO当作两回事,双重压力,甚至在讨论是先重启IPO还是先开通创业板。我认为,如果把两者分开,是两个利空,把两者合一,就是一个利好。所以,解决的办法就是把这两者统一起来,即明确重启IPO和开通创业板是一回事,上半年IPO就紧紧围绕着深交所创业板的开通来进行,而上交所大盘股IPO的

重启,只有当投资人的信心逐步恢复起来的时候才能去考虑,给投资者一颗定心丸。

而在创业板所实现二者的统一,是完全可能的。当然,创业板的开通要贯彻从少到多,IPO的重启要贯彻从小到大的指导思想,根据市场的发展情况逐步摸索,留有余地,让投资人真正感觉,开通一个,利空就化解一个。

目前新股发行制度最不合理的方面就是发行市盈率过高,为二级市场的过度泡沫埋下了祸根。从市盈率来看,在2006年5月18日新老划断之后,再发行的股票是全流通的,这时IPO市盈率应低于股权分置时,但是自那时之后发行的300多只股票,平均市盈率却达到了30多倍,最高的中国远洋达到99倍,而在海外市场全流通的背景下IPO市盈率,平均只有十倍左右。

因此,创业板的开通还必须考虑与新股发行制度的创新相结合,既要避免创业板IPO时就种下暴跌暴跌的隐患,也要为新股发行时减少“大小限”探索新路。应做到以下两点:

第一,紧紧抓住核心症结,强化对投资者的全流通教育,要让大家明白,不能再用股权分置时的高市盈率去申购新股了。只有在监管者、中介机构和投资人都有了全面的全流通观念,并使之家喻户晓时,我国股市新股发行制度的痼疾才有根治治。

第二,在深交所开通创业板和重启IPO时,还可探讨在新股发行中采用向投资人增量募

集和发起人存量股份配售相结合的创新发行模式。即在创业板上市企业IPO时,考虑将IPO总量的一定比例让大股东发起人的存量股份搭配出售。例如,IPO总量的90%增量募集,10%大股东存量转让配售,这样做,可减少大小限的积累,而更重要的是,这能让投资人看到并真实的感受到,上市公司一开始IPO,大股东就开始全流通套现了。这就真真切切地给中购者提示了全流通的风险。

创业板的开通,还应考虑与能够覆盖全国的场外交易报价系统即三板市场的有效衔接。具体说,就是要探索一个全国范围内的多层次资本市场体系之间的有机联系。包括:一,理清创业板和中小板的关系,最终应通过创业板向中小板逐步转板,实现两者统一;二,在创业板和三板的关系上,应逐步建立在深交所统一技术支撑和结算的基础上,由三板挂牌企业向创业板升级转板的机制。应考虑对三板市场挂牌企业择优录取。

此外,必须大力发展区域性的三板市场,例如天津股权交易所作为场外交易市场一个重要的场所和雏形,已获得了国家政策的支持,在今后的规范发展中,应纳入中国证监会的统一监管体系,并找到创业板、中小板与中关村场外交易系统、天津股权交易所之间的对接转板关系。

这样,中国资本市场多层次体系的发展方向,便能清晰地展现在大家面前。

(作者系中国政法大学教授、博导)

避免典型性通缩 关键看私人部门

在经典教科书中,通缩一般被定义为:总体物价水平的持续下降。学者们特别提到,通缩应该是,物价环比涨幅连续6个月为负。显然,就这个定义看,我国经济是出现了通缩苗头,但未成事实。这是我们不应陷入悲观的理由。

与此同时,我们也不能因为一些积极因素而过早乐观。有两个方面需要注意。其一,一个被广泛提到的事实是信贷的大规模上升,并认为这基本排除了我国进入通缩的可能性。但就通缩和货币供应量关系来说,虽然从长期来看,通缩通常总是货币供应量下降的结果;但在特定时期,这并不是通缩唯一甚至也不是最重要的原因。就像通胀有需求拉动型、成本推进型或结构型通胀之分,导致通缩的原因也是多样的。在货币供应量保持不变的情况下,总供给曲线的右移也会导致物价走低,当前很多人提到的国际商品价格的下跌就是这类因素之一。更有甚者,在通缩期,货币供应量尤其是口径较窄的货币供应量还可明显增长。这是货币政策逆周期操作的结果。

其二,我国经济仍保持较高的正增长率,而恶性通缩通常伴随着经济衰退,因而当前的物价走低不会是恶性的。美国明尼苏达储备银行的经济学家2004年在《美国经济评论》上发表的论文论证说,从一个更广泛的历史上说,通缩和衰退的联系不存在。他们搜集了17个国家100年的原始数据,发现只有大萧

条少数时期出现了“衰退和通缩”相连的关键证据,而其他90%的通缩事件并未导致衰退的跟随。

不过,就通缩与货币供应以及衰退的关系来说,还需要注意两点事实。首先,我国经济的历史数据也显示,在1998年至2003年公认的通缩期,经济增长一直保持在7%以上的高位,而M2增速也都在12%以上。也就是说,正的货币供应增长率和经济增长率并不意味着通缩就不会发生,也不意味着这时的通缩没有痛苦。

其次,正如日本学者朝朝明最近所指出的,当前的危机与30年代“大萧条”和日本“失去的十年”十分相似。这意味着,如果上述美国学者的结论仍是正确的,通缩与衰退并非有10%的较小概率事件正在上演。具体而言,这几次严重衰退都是所谓资产负债表衰退,当全国性的资产价格泡沫破灭后,大量的私人部门(企业和家庭)资产负债表都会随之处于资不抵债的状况,从而大规模地遏制经济活动,由此造成的持续衰退,就是资产负债表衰退。

这些事实对我们的启示在于,一方面,我们不能因为适度宽松的货币政策和积极的财政政策带来了某些指标的改善而降低了对通缩的警惕性。在1998年之后的紧缩期,我们也实行了同样的政策组合。另一方面,在物价下降周期甚至通缩期中,应该力求避免出现经济衰退这一恶性通缩的伴随特征。

CPI变负意味着什么

根据菲利普斯曲线的经验性估计,价格水平和失业之间存在着的权衡关系,即当价格水平比较高时,失业率比较低,而价格水平比较低时,失业率较高。

这也基本符合中国的国情。我们前几年就业情况良好,CPI也比较适度;现在,CPI变负,失业率急速上升,比如人保部在周二的记者招待会上表示,现在已有1100万农民工没有重新找到工作,而企业也出现了岗位流失,大学生就业困难空前。

CPI变负,PPI也继续下行,尽管东西便宜了,却绝非任何利好。因为CPI下降,并不是因为成本降低的结果,而是因为经济中的总需求,尤其是民间需求微弱。总需求是经济繁荣与萧条的根本决定因素,通货紧缩是比通货膨胀更严重的通缩问题,解决难度甚大。因此这时的失业属于周期性的失业,具有比较刚性的特征,失业率明显下降,必须等待总需求的逆转,宏观经济走出低谷。

长,说明货币政策进一步宽松的余地,包括利率下降的空间并不小。

中国的金融系统,主要为国有企业服务的制度性歧视,不是短时间内能扭转的,这要靠金融制度创新,民间贷款的合法化,允许它们制度外生存,是一个比较好的切入点。

不能把全部问题都归结为金融危机的冲击。有些结构性矛盾,过去一直被增长掩盖了,金融危机使之有机会浮出了水面。其中,最重要的是分配问题。

中国财政收入占GDP的比重,看似不大,但如果按照可比口径,将所有政府管理的收入都计入的话,那就比较高了。而居民所得在全国民收入中所占份额,因此就较低。过去,中国经济的两支主要拉动力量,一是政府投资,二是民营的出口部门。现在,后者的力量已经不可同日而语。这个空档,需要填补,所以,人们现在提出各种拉动居民消费需求的办法,如恢复五一黄金周。

但是,所有这些都并非刺激居民消费的根本性办法,因为决定居民消费的核心因素,只有一个:收入。如果放假能拉动需求,事情就简单了,来几个黄金周就行了。

那么,经济增速下降时,如何增加居民收入呢?办法只能是调整收入分配的机制,在整个国民收入中,增加居民收入的比重。比如

减税,包括提高个人所得税的起征点,降低企业的所得税税负,进一步提高出口退税率,清理各种不合理收费,特别是围绕房地产等领域的收费等。另外,购房退个人所得税的制度,应该好好研究,这个国际惯例。减税是实实在在的增收措施,一定会有提高消费的效果。

还有社会保障制度,在经济增速比较快的时候,社会保障问题不明显,而经济下滑的时候,问题就来了。社会保障财政的欠账,早晚得补。补这个窟窿不用增加税收,只要调整支出结构就够了,财政应该优先安排社会保障支出,然后才是行政管理费等。

以户籍制度为代表的制度性歧视做法,也妨碍了消费的提升并造成了更多的失业。现在对大学生就业的户籍限制已基本取消,这是值得高兴的。但是,口子开得还是过小,对高者、农民工、外来者的户籍限制仍未取消。失业率统计,至今只包括城镇人员,农村的失业问题,纳入视野的也只是进城农民工,其实,所有的农村富余劳动力,都是典型意义上的失业者。如果能够把这个庞大群体的失业问题解决,对拉动内需,进而保证中国经济的长期增长,善莫大焉,这关系中国今后几十年的经济繁荣。

(作者系北京航空航天大学金融研究中心常务副主任)



布什新财路遭遇危机拦截
克林顿、布莱尔等人都在卸任后靠四处演讲大赚了一笔。布什曾对他的朋友们表示,希望通过密集的演讲活动来让腰包更丰满些,但全球金融危机迫使布什压缩巡回演说的次数。布什正在撰写回忆录,但并没有太多出版商争相预订出版。

理顺政府间财政关系关键一步

◎崔宇

尽管今年的《政府工作报告》把扭转经济增速下滑趋势作为宏观调控最重要的目标,但着力改善民生的决心也前所未有。而且,总额4万亿的两年投资计划也作了结构性调整,向民生倾斜。据财政部部长谢旭人透露,今年中央财政用于教育、医疗、社会保障和保障性住房等民生方面的支出为7285亿元,按可比口径增长29.4%。由于去年财政收入仅增长17.5%,而且估计今年财政收入增长并不乐观,因此今年民生领域接近30%的支出增长规模已是非非常可观。

自从1994年分税制改革以来,中央财政收入的比重从改革前的20%多攀升至50%左右,2008年为54%,而中央财政支出比重则基本维持在30%左右,但2004年以后比重有些下滑,2008年下降到了21.4%。从表面上看,分税制后中央财政收入支出多,地方财政收入支出少,也就是学者们说的“事权与财权不对称”,这也让许多地方政府在公共品领域支出甚微有了似乎充足的理由。

但从另一方面看,既然地方政府支出规模占了财政总支出的70%至80%,也说明分税制后通过中央政府的转移支付和税收返还,地方政府可供支配的财力并没有下降而且近几年还在上升,地方政府没钱提供公共产品的理由并不那么充分,只是把钱花在别处罢了。可以说,事权和财权在结构上是扭曲的,这种结构性扭曲表现在地方政府该得的预算内收入没有拿到,因此有了“跑钱进”和扩大预算外收入的激励,这也导致了该支出的没有支出,因为转移支付和预算外支出的监管有漏洞。

从这个意义上讲,为了弥补民生领域的欠缺,必须要在明确划分事权的财政理顺政府间的财政关系。一种思路是中央财政承担大头,地方财政补充,这是由于公共品大都具有正外部

性,地方政府缺乏供给激励,不想自己栽树别人乘凉。事实上,欧洲许多发达国家对于基础教育、医疗和社保,中央一级财政支出比重都在70%左右。当然,这需要完善民生的决心也前所未有。而且,总额4万亿的两年投资计划也作了结构性调整,向民生倾斜。据财政部部长谢旭人透露,今年中央财政用于教育、医疗、社会保障和保障性住房等民生方面的支出为7285亿元,按可比口径增长29.4%。由于去年财政收入仅增长17.5%,而且估计今年财政收入增长并不乐观,因此今年民生领域接近30%的支出增长规模已是非非常可观。

另一种思路是由于地方政府最了解本辖区内资源优势和公众需求,让地方政府大部分承担公共品的供给,可以减少信息不对称和资金在多层政府中传递的漏损,其实这也是分税制的题中应有之义。这对于中国来说,为了化解目前户籍管制和人口流动性增加的矛盾,也需要中央财政出钱建立一个全国性低层次的教育、医疗和社会保障体系,至少要把那些长期漂流在外的几乎“三不管”的农民工纳入。

从理论上讲,后一种思路无疑是最佳选择,当然这需要进行一步完善现有的分税制,增加地方政府的财权。首先,在增值税已经改为消费型的背景下,地方政府的财源已经受到很大影响,重新界定中央和地方的税种和共享税的分配比例,比如消费税可否改为地方税,企业和个人所得税可否让地方享受更大分成,这样地方也有了为纳税人提供更多公共品服务的激励;其次,要把土地收入等预算外收入纳入预算内的轨道,还地方政府可支配财力以本来面目;最后,推行“地方分税制”改革,把省级以下政府的财政安排也纳入其中。

正如收入分配改革要注重初次分配一样,二次分配必然要带来效率的损失,中央和地方的财政关系也是如此,过多通过中央政府的转移支付来弥补地方政府的财源不足既会导致分配不公也会让资金层层漏损,最终事倍功半,因此,理顺政府间的财政关系和完善政绩考核体制,让低层地方政府就地“取之于民,用之于民”,是比中央财政加大支出力度更有效的解决民生问题之道。(作者系财经评论员)

监管漏洞频现或阻美经济复苏步伐

◎陆志明

金融危机时期仍不断出现捉而逃者火中取栗,这或许刚好凸现了美国政府的监管无力。近期相关媒体披露:早已深陷财务困境,并被美国银行收购的美林证券旗下位于伦敦分公司的一名交易员斯滕福斯最近数月进行一连串疯狂交易,连累该公司亏损至少超过4亿美元。该事件的披露,不能不令市场人士和投资者对美林的前景与世界金融危机的终结更感忧虑。

事实上,根据美林证券母公司美国银行的估算数据,考虑到这个交易员操作的相关金融衍生品,损失的数字可能不止4亿美元,甚至可能超过5.9亿美元。此外,由于目前所核对该范围有限,随着对该交易员调查的进一步深入,亏损可能会有进一步的新发现。

以史为鉴,上世纪90年代,英国巴林银行交易员尼克森从事日元衍生品交易巨亏14亿美元,直接导致了百年老店巴林银行的倒闭;2007年,法国兴业银行交易员克维尔重蹈利森覆辙,秘密从事股指期货交易,直接导致法国兴业银行巨亏49亿欧元。而在美林银行第四季度的艰难时刻,爆出交易员违规操作、内部风险监控失控的消息,无疑让公众对美国政府与大型金融机构的信心大挫,更为美国经济的复苏蒙上了浓厚的阴霾。

如果说利森、克维尔与斯滕福斯是其东家的“坏小子”,那么巴林银行、兴业银行与美林证券堪称是各国政府监管下的“毒瘤”。在当前次贷金融危机不断加深的时刻,政府动用社会公众资金对濒临破产的大型金融机构注资,并分离其不良资产,然而众多大型金融机构不但未能稍改其追逐利润的本性,相反,其风险偏好政府在支持背景下还有所增长,在欧盟经济陷入困境,急需外部援助时期通过北欧元衍生品交易牟取暴利。

从政府监管的角度来看,这也实际上反映了奥巴马政府在大中型金融机构国有化背景之下,对

其实监管能力的缺失。除了美林证券违规交易之外,近期曝光的欧美24家主要大型金融机构卷入AIG500亿援助资金事件,也充分地表明美国政府在金融机构监管透明化方面的停滞不前。如果政府监管不能做到有效的公开透明,那么在注资与监管过程中难免存在因私舞弊之嫌,这当然会直接导致政府公信力下降。

上周,美国国会在听证中要求美联储副主席唐纳德披露与AIG交易的金融机构名单,但唐纳德以涉及商业秘密为由拒绝。对此美国国会表示了极度不满,参议院议员Christopher Dodd称:“我们现在所处的环境就是:我们对所有的问题都一无所知。此事件透明性的缺乏程度令人震惊。”而在《华尔街日报》披露了24家获利的金融机构之后,美国国会和社会公众是否易联想到,这些主要金融机构是否从政府注资中获取了多番“好处”。

如果是相关政府援助行动处于完全透明公开化的状态,像高盛、美林等金融机构可用一份负资产从政府短期信贷支持、直接注资、AIG等金融机构赔付等多次政府救助行动中获益的事情,发生的概率极低。但是,如果相关援助机构借口商业秘密与监管保密原则,那么发生类似内部交易、内部风险监控失控的消息,无疑让公众对美国政府与大型金融机构的信心大挫,更为美国经济的复苏蒙上了浓厚的阴霾。

斯滕福斯违规操作与24家获益银行的及早曝光,让社会公众意识到政府援助大型金融机构并非如想象的那般稳健,同时这也是敦促政府加强实质性监管措施,防止大型金融机构在国有化之后依然依仗政府扩张金融风险倾向的重要时刻。

如果奥巴马政府能够加强对已经国有化金融机构的风险控制与稳健经营,那么其对次贷危机的实际治理能力相信会有质的提升。期待在上任不久就凭更大规模的经济刺激计划来重现复苏是不现实的,与其在公开媒体面前反复地闪烁言辞,失去自身对经济判断准确性的公信力,不如将更多的时间和精力投入到对金融危机的治理之中。

(作者系复旦大学金融学博士)