

Opinion

■上观观察家

别让不合理的再融资毁了股改成果

如果仅仅把再融资当作圈钱手段,不断提出大规模的不合理的融资要求,不但对上市公司本身的发展会产生极为不利的影响,而且必将严重损害投资者尤其是中小投资者的利益,导致投资者的投资意愿逐步减弱,打击广大投资者的信心,进而影响整个资本市场的稳定发展。

◎张鑫

我国资本市场始于2005年5月的股权分置改革目前已取得了阶段性的成果,表现为绝大多数上市公司顺利地实施了股改方案,建成了股东的利益共同体;股票市场也在经过2001年6月到2005年上半年长达四年的熊市后,得到了快速的发展,正呈现出生机勃勃的景象,曾遭受惨重损失的广大股民的信心也得以恢复。但是,应该看到,股权分置改革是一项极其重大而又复杂的系统工程,还存在变数,最近接连传出的上市公司巨额再融资如果处理不好,就有可能毁掉股改改革已经取得的成果。

不可否认,股票市场最初就是为了便于企业筹集资金而发展起来的,融资是股票市场最重要的功能。通过融资活动配置社会闲散资金,把它们引导到那些最有经济效率的企业中去,能够最大限度地推动经济发展。而再融资是上市公司在证券市场上通过配股、增发和发行可转换债券等方式

筹集资本的行为,以满足公司进一步发展对资金提出的要求。以前,我国上市公司再融资的惟一方式是配股,2000年、2001年又分别增加了增发、发行可转换债券融资方式。在再融资条件下,现行规定是,公司IPO一年后就可以提出再融资的要求,增发和发行可转换债券在净资产收益率和融资规模要求上相对于配股的规定都要宽松一些。这就是为什么近年来增发受到上市公司追捧的重要原因。

对上市公司来说,在政策许可的范围内尽可能地融到更多的资金是一种理性决策。如果投资的必要性和融资的可能性结合起来,就会带来较好的投资效果,有利于推动上市公司的发展,给予投资者更多的回报。但在实际中,许多上市公司不是根据融资需求来确定融资规模,而是把筹集到尽可能多的资金作为选择再融资方式的重要目标,结果往往使融资金额超过实际需求,从而带来“狮子大开口”、融资投向具有盲目性和不确定性、募集资金使用效率低等一系列问题。由于缺乏投资项目不能

按计划完成募集资金的投入,许多上市公司只得将富余的资金用于委托理财、打新股等非生产业务,甚至靠购买债券、存入银行来获取利息。

我国资本市场中存在的这些仅仅把再融资当作圈钱手段,不断提出大规模不合理融资的问题如果长期得不到解决,不但对上市公司本身的发展会产生极为不利的影响,而且必将严重损害投资者尤其是中小投资者的利益,导致投资者的投资意愿逐步减弱,打击广大投资者的信心,进而影响整个资本市场的稳定发展。

在国外比较成熟的资本市场中,由于对公司治理尤其是信息披露要求比较高,上市公司承担的监管责任和法律风险大,能有效防止上市公司肆意圈钱的行为,所以上市公司再融资非常便捷和灵活。有些国家规定,只要符合法规,公司初次上市后一年内可多次配股和增发。但我国资本市场还是一个发展中的市场,面临的主要问题是保持稳定与发展,树立投资者的信心。特别是在我国资本市场实施股权分置改革后的几年

中,由于“大小非”大规模的解禁,必然会对股票市场产生巨大的冲击,所以我国资本市场还十分脆弱。近来传出中国平安、浦发银行再融资带来的股市暴跌就是证明。如果任由事态发展,很可能会诱发更多上市公司更大规模的融资行为,那时,我国资本市场将不堪承受,股权分置改革的成果也很可能因此而被毁掉。

从理论上讲,股份公司的财产组织形式、治理结构和运作机制是社会化生产方式和现代市场经济发展的产物,是适应生产社会化和资本社会化的组织形式。它保证了和推动了现代市场经济的有效运行和社会资本关系的实现,因此,股份公司是现代企业的最好实现形式。企业制度由独资企业演进到公司尤其是股份公司,无疑是一件里程碑式的事情,它是实现资本集中的强有力杠杆,对创造巨大的社会财富起到了重要的作用,但也带来了许多问题,使一部分人获得了拿别人财产去冒险从而损害了投资者利益的可能,也为大资本控制、支配甚至剥夺分散的中小资本提供了有效的手段。正所谓“天使的一半是魔鬼”。股权分置改革要解决的是制约我国资本市场发展最重要的制度障碍,但不可能解决所有问题。对于当前中国的资本市场来说,

股权分置改革不是万能的,还需要多方面倍加呵护,尤其要防范少数上市公司利用股权分置改革谋求自身的利益,损害中小投资者利益,牺牲整个资本市场发展的行为。

目前,为了缓解“大小非”解禁对我国股市的压力,缓解供求矛盾,巩固和发展股权分置改革的成果,维护好我们的牛市局面,需要各方面共同努力加强对上市公司再融资的管理。对于政府来说,要切实规范上市公司再融资行为。比如加大IPO后再融资的时间,规定IPO后的合理年限;规定再融资方案必须由流通股股东参加投票并有超过三分之二以上的支持率;对弄虚作假、随意更改募集资金投向或者渎职的上市公司,要进行责任追究,并给了停止若干年再融资的处罚等,以避免上市公司盲目尤其是肆意增发圈钱的行为。

对于融资主体的上市公司来说,绝对不要把股市当成自己的提款机,盲目圈钱。如果确实有再融资的合理要求,也要根据资本市场发展的实际情况,充分考虑市场的承受能力,制定恰当的融资计划;同时要适时披露相关信息,加强与投资者的沟通,以实现公司融资和股市发展双赢的局面。

(作者系上海同济大学经济与管理学院副教授)

停征利息税正当其时

◎王福重

最近,有媒体刊发了题为《征收利息税有利于调节收入差距》的报道,报道引用有关部门的话说,已经征收了近十年的利息税起到了调节收入差距的作用,而且现行的按比例征收、不设起征点的方法也比较合理。对此本人不能苟同。我以为,利息税现在到了该停止征收的时候了。

利息税到目前为止,实际上并没有真正起到调节收入差距的作用。首先,利息税开征的初衷,就不是调节居民收入差距。利息税1999年11月开征,那时中国经济还没有从亚洲金融危机中走出来,征收利息税,是想把过多的储蓄分流出来一部分,让人们到市场上去消费,以增加国内需求,缓解由于外部需求下降造成的总需求不足的态势。

遗憾的是,这个初衷没有达到。当时,由于各项改革同时展开,住房、医疗和教育收费制度开始走向市场化,个人负担的上述支出陡然增加,而收入的增长速度却相对缓慢。中国居民的储蓄大多为预防性储蓄,储蓄的目的是为了应对未来的不确定支出。在社会保障制度不完善条件下,进行上述改革,即使不征利息税,人们也要增加储蓄,才能应付不断增加的未来支出;如果再征收利息税,就必须更多地减少消费,继续增加储蓄。所以,征收利息税,不但没有增加消费,反而减少了居民的当期消费,增加了储蓄。

其次,利息税也不会真正缩小收入差距。利息税并不是一个独立的税种,只是个人所得税的一个税目。个人所得税一般实行累进的税率结构,收入越高,平均税率就越高,所以有缩小收入差距的作用。但现行利息税并不是按照累进税率,而是按比例税率征收的,不管利息多少,纳税的比例是不变的,过去是20%,现在是5%。虽然如新闻中所说“从绝对额上说,仍然是高收入者缴的税多”,利息税改变的也仅仅是居民收入差距的绝对量,却不会改变更不会缩小人们收入的相对差距,而相对差距往往更能唤起人们对于公平的感觉。在这意义上,利息税没有真正起到缩小收入差距的作用。

根据边际收益递减的道理,富人的一块钱的效用要低于穷人,所以,富人与穷人虽然都损失了5%的收入,但是穷人损失要大些,因为这可能影响他未来或未来的基本生活。因此,利息税,尤其是按比例征收利息税,起不到公平的作用。反而可能会在一定程度上加剧不公平。

征收利息税的主要目的应该不是取得财政收入,而是公平分配。利息税确实具有征收简便,征税费用低的特点,但这是因为商业银行做了大量基础性的工作,代扣代缴税款,税务机关不征征税费用,就可以刀枪入库。但是,商业银行承担了费用,而且可能不低。

当然,如果按照累进办法征收,调节收入差距的效果可能会好很多,新闻中说,现在不具备条件实行累进税制,因为银行没有联网。无法汇总个人全部的利息来源。其实,在存款实名制下,这个问题应该不难解决。有关部门在技术上完全能做到这一点。

新闻还提到起征点很难确定。其实,这与个人所得税的起征点的确定并没有实质上的差异,让各个地方自己确定就可以了。对于只有几分钱的利息所得,总可以不征税吧。

对于新闻中说的,70%的存款属于30%的人所有的说法,也多少令人费解。如果是财富的分布状况,还算正常。尽管富人更有钱,但是他们却不一定把很多的钱都存在银行里,而是采取多种渠道分流,比如投资实业、购买房产等,储蓄的主体应该是那些中低收入者,他们每个人的存款虽然不多,但是总数却是巨大的。同时,他们才是利息税的纳税主体。所得税的纳税原则,是纳税能力高的多纳税,纳税能力低的少纳税。按比例征收也没有体现这个原则,违反公平。

现在CPI不断攀升,储蓄的实际利率已经是负数。按照所得税的征收精神,不但不应该征税,还应该对亏损进行弥补。因此,在目前负利率的时候,对存款利息课税的依据已经不存在。

因此,吁请有关部门,慎重考虑,适时停止征收利息税。

(作者系北京航空航天大学金融研究中心常务副主任)

QFII违规不能逃脱追究

◎姜松

2月20日,南宁糖业披露的一则公告显示:南宁糖业的境外机构投资者东马丁里投资管理公司(MCIM)、马丁居里公司(MCI)于2007年8月分别买入公司股票7168469万股及9754179万股,分别占南宁糖业已发行股份总数的27.3%及37.1%。由于马丁居里有限公司(MCL)是MCIM和MCI的母公司(均为100%控股),MCL被视为持有南宁糖业5.90%的股权。MCIM、MCI于2008年1月4日至1月25日所卖出南宁糖业股份累计已达14535656万股,占上市公司股份总额的5.07%,并因此获利近亿元。

这一短线炒作获利行为,涉嫌违反我国相关法规:首先,它违反了中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》及相关规定,在“控制该上市公司已发行的股份达到或者超过百分之五”的情况下,未向中国证监会、证券交易所提交书面报告,也未通知该上市公司予以公告。

同时,MCIM和MCI也涉嫌违反我国《证券法》的“六个月”的时间限制。根据该法规定:“持有上市公司股份百分之五以上的股东,将其持有的该公司的股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出后六个月内又买入,由此所得收益归该公司所有,公司董事会应当收回其所得收益。”但由于目前MCIM和MCI已经减持了大部分股份(其短线炒作计划不可谓不缜密),无法对其这部分资产进行冻结。有法律专家表示,南宁糖业一旦诉诸法律程序,很有可能出现“打赢了官司执行难”的困局。

但是,作为QFII严重违规第一案,必须予以严厉追究,而不能因为执行难就放弃法律程序。因为这将树立一个坏的典型,从而导致“破窗效应”。所谓“破窗效应”,乃是基于这样一种假设:如果有人打坏了一个建筑物的窗户玻璃,而这扇窗户又得不到及时的维修,别人就可能受到某些暗示性的纵容去打烂更多的窗户玻璃。久而久之,犯罪就会滋生发展。

事实上,MCIM和MCI本身就有前科。早在2007年8月份,MCL这两家子公司就建仓南宁糖业,间接持股比例达到64.4%,超过了持股5%以上需要公告的上限,而其信息披露延迟了两个月。虽然MCL的辩解不足以自证清白,但是,有关部门并未继续追究,这反而给MCL获取暴利,顺利完成短线炒作创造了条件,因为QFII建仓完成了市场的跟风效应,这部分投资者由此承担了更大的市场风险。这实际上意味着,由于对违规行为未能及时处理,而给广大投资者带来了误导。

对违规者宽容必然导致更多的违规者,“破窗效应”在资本市场的发展更值得警惕。法律面前人人平等,QFII也不能例外。我国《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》第二十条明确规定:“合格投资者的境内股票投资,应当遵守中国证监会规定的持股比例限制和国家其他有关规定。”监管层必须通过将这一法律理念贯彻到执法当中去,追究违规者的不法收益,让违规者付出代价——从资本市场健康发展的角度来看,做到这一点,无论付出多大的成本都应在所不惜。执行难并不是不能克服,因而,不能作为宽容违规者的理由。

QFII违规在某种程度上树立了一个坏的典型,而我们需要以此为契机,树立一个严格执法的典型,从而对市场监管昭示一种鲜明而坚定的态度。

成本压力促使劳动密集型企业重新洗牌

◎魏铭

今年以来,原材料上涨、油价居高不下、物价上涨、工薪上涨、租金上涨等导致的成本持续攀升,加上人民币升值超过预期,使得珠三角地区劳动密集型产品出口企业面临前所未有的挑战。许多企业在接单报价时左右为难,既担心报价过高价格竞争优势殆尽,又担心报价跟不上成本涨幅而导致亏损。2007年,广东近千家鞋企倒闭,这种势头至今尚无趋缓迹象。

成本压力正在加剧一些区域中小企业重新洗牌。从长远来看,从小世界发达国家企业的发展史来看,这种阵痛未必都是坏事。在我国,出口企业无序竞争、出口秩序混乱的状况由来已久。其一,资源密集型产品本身就

容易形成恶性竞争。我国出口产品技术含量不高,基本上集中在低附加值的劳动密集型和资源密集型产品方面,这些产品在国内市场中往往体现出明显的过剩特征,严重依赖国外市场消化,因此,很容易形成过度竞争。

其二,我国许多企业生产的低附加值的劳动密集型和资源密集型产品,往往缺少品牌营销,各种产品之间的档次差别、质量差别不能拉开,常以消耗能源、损失环境和压低甚至以拖欠劳动者工资为代价,加之企业之间的可替代性强,造成我



漫画 刘道伟

国企业对市场价格的掌控能力非常弱,只能通过争相压低价格在竞争中取代对手,使得压价成为一种残酷的企业生存博弈之道。

其三,缺少行业协会这种重要的协调机制。行业协会是企业之间的桥梁和纽带,它有利于加强行业自律,规范行业秩序,避免无序竞争和盲目发展。发达国家的行业协会,对行业内利益的协调和维护能力非常强。而在我国,行业协会由于缺少足够的权威、认同度和协调能力,无法在抑制恶性竞争方面发挥有效作用。

激烈而残酷的竞争造成我国中小企业的短命。统计显示,由于许多中小企业只追求眼前利润,而缺乏可持续发展的长远规划与信心,中国中小企业的生命周期已从平均

7.3年减少到3年左右,并有加速递减的趋势。但是,大批的中小企业倒下,大批的企业又随之起来,这使得我国中小企业错过了一次又一次从根本上重新洗牌的机会。

市场的变革往往发生在环境最恶劣的情况下——缺少品牌意识和长远规划的企业陆续被市场淘汰出局,而新的中小企业面对难以消化的成本望而却步,无法继续制造恶性竞争,而那些精于营销,善于把握市场机会,有品牌意识的企业趁机进行扩张,填补被淘汰企业留下的市场。

事实上,我国中小企业目前正在面临这种局面。首先,资源价格、原材料价格的上涨趋势将长期保持。资源的日渐紧缺是全球性的难题,人们对未来资源匮乏的预期与现实的供不应求因素,不断推高资

■专栏

物价、政策、人气三角关系与投资主旋律

稳健的财政政策和从紧的货币政策是沪深股市最大的“客观存在”,它的变化将直接导致投资者对市场预期的变化。目前,通过稳定的股市政策消除投资者对未来行情不确定的恐惧,将过多流动性泛滥的资金引入股市,为大小非减持和新股上市提供充沛的资金保障,并尽可能地避免市场震荡,是一个可以考虑的选项。

◎李国旺

笔者曾经论证,“投资者心态与行为在2008年的变化将主要围绕物价与政策双重作用波动,抓住物价与政策变化,就抓住了投资的主旋律”,今天想再展开谈谈,着重分析物价、政策和人气三角关系如何决定沪深股市的演变,我们又该怎样通过这个三角关系确定2008年的投资策略。

先说物价。笔者的预测是今年的曲线将是前高后低。鉴于农业生产周期及其对粮食生产的“平价”政策,农民乐于当“民工”而非农民。而当农民不再乐意低价生产粮食而粮食生产成本由于石油价格不断上涨而上升时,粮食成为问题就是必然的经济后果。国际石油价格上升与美元贬值相联系,而美国共和党政府在今年11月大选之前不会改变美元弱势政策,因

此,国际油价高位运行在时间上必然要持续到今年秋天。

虽然中国物价控制面临不利的“外部复杂”的环境,但国家政策仍然能有所作为并能实现价格稳定:比方说继续鼓励生猪生产、继续加大农业投入、平抑出口增长等等。通过免役补助、商业保险、生产基金补助等形式鼓励生猪生产,开发“生猪生产信托计划”甚至考虑开发生猪期货交易品种,将使生猪生产者实现“固定收益”而稳定生产。从生猪生产周期看,预期“五一”后将会比较集中地出栏,这将为夏天开始后猪肉价格的稳定起到积极作用。春节前后的雪灾推升了一季度的CPI,但“瑞雪兆丰年”,夏粮丰收又可以抑制CPI,这又为今年CPI的逐步回落提供最坚实的基础。次贷危机对出口增长有一定的平抑作用,特别是对美国出口因为人民币对美元升值加速而有所影响。但由于人

民币对欧元和日元仍然处于相对弱势,对出口仍有推动作用。而降低出口退税率,提升进口关税及在特定时间对影响物价较大的商品出口调整关税等政策,都会对出口的增长起到平抑作用。

再说从紧的宏观政策,它将依物价变化而变化。根据物价变化前高特别是一季度较高的判断,笔者认为,在负利率下,投资冲动和消费冲动往往极为强烈。2月14日央行公布的今年1月货币信贷数据显示,当月人民币贷款增加8036亿元,同比多增2373亿元,在创下单月历史新高的高点,广义货币供应量增速也以18.94%创下20个月新高。联系到1月份CPI达到7.1%的历史新高,此时根本无法考虑在短期内放松货币政策。

笔者因此估计:“五一”过后,只要物价形势在生猪集中出栏及粮食丰收的条件下渐趋稳定,特别是同比增长幅度下降,货币当局有关继续政策从紧的压力将会减少,在新一届政府“又好又快”的科学决策大政下,货币政策的内含或许会有适当调整。

当货币政策在双重挤压下无法展开拳脚时,本币加速升值便成了西方经济学家们为中国货币政策开的药方。但笔者认为,在人民币比美元利率

更高且存在年升值5%以上预期的历史事实面前,升值只能加剧国内货币市场的失衡即流动性泛滥。因为大量渗透而来的外资可以不再进入地产和股市而投资并直接将资金送到银行系统,商业银行通过货币再创造必然成倍地放大流动性,从而出现与升值吸收流动性相反的结果。

在此情形下,通过稳定的股市政策消除投资者对未来行情不确定的恐惧,将过多流动性泛滥的资金引入股市,为大小非减持和新股上市提供充沛的资金保障,并尽可能地避免由于大小非减持引发的市场震荡,就是一个可以考虑的选项了。如果因为息和中美利差引发的流动性泛滥解决好,必然将冲击物价的资金引入到对经济发展最有利的股市中来。因此,面对股市巨大的减持压力,引导内外资共同流向股市是稳定物价的理性做法。可以预期,近期有关股市的政策,在物价稳定的条件下可能会以稳定为主,注入资金为主。

再看政策调整与市场预期积极变化的关系。当今之世,一元变化,全局即变。中国的CPI与美国共和党的选举策略有关,是因为代表军火商和石油垄断资本的共和党党选逐超额利润使然。为化解国际垄断资本对中国经济的负面

影响,稳健的财政政策和从紧的货币政策的双重作用将随着时间的推移出现力度变化。在沪深股市,稳健的财政政策和从紧的货币政策是最大的“客观存在”,它的变化将直接导致投资者对市场预期的变化。

抑制物价上升的稳健的财政政策在春天有可能继续积极介入,从而为在物价上升中得利的公司获得通货膨胀红利创造条件,这也是相应的农业、食品、化肥、农药、疫苗等企业出现大行情的政策基础。

至于稳健的财政政策具体内容,在近期将表现为医疗体制全面改革上。惠及13亿人民的医疗体制改革是三年来涉及人数最多的改革,它为催生增长10倍的股票提供了政策性基础。建立在国家、地方和个人分担基础上,以政府支出为主的医疗体制改革,其影响力将大大超过人们的预料,特别是对中低价医药生产企业、特种药生产企业及渠道优势企业将会形成行情高潮。加上如果因物价稳定而有降而促使从紧政策内涵在夏天出现变化,能为金融、地产、能源企业的情行发展提供政策性人气基础。由于金融、地产、能源企业能对指影响巨大,钢铁、有色等行业可能随之出现补涨行情。