

# Opinion

■上视观察家

## 再融资提前泄密是杭萧钢构教训的重演

再融资信息提前泄露,不仅危害市场,对广大投资者也构成了极大的不公。因此,需要对相关重大信息泄露进行调查,对于那些借用提前获知的信息进行内幕交易者,应该依法追究其法律责任;对于那些未能履行好保密义务,导致法律规定的重要信息泄露的相关责任人,也应该依据相关法律、法规严惩不贷,以避免类似信息泄露事件的重演,维护交易的公平与公正。

◎吕青

再融资问题引发的股市剧烈波动,带来了诸多负面影响,认真反思这一现象,更容易帮助我们汲取教训,避免类似事件的重演。

2月20日,浦发银行再融资400亿元的传闻弥漫于市场,引发股市大跌,而随后,这一传闻得到浦发银行的证实,只不过“具体方案目前尚未确定”。在浦发银行董事会召开之前,增发消息何以传遍市场?是谁走漏了消息?而此后的报道显示,有些机构在浦发银行增发公告,得到消息的基金经理就提前减持,以应对增发预期。

在中国平安再融资消息给市场人气造成重创的情况下,浦发银行再融资的公告必然导致股市的进一步下跌,因此,增发消息的泄露使得一些机构提前就开始减持股票,在这些先知先觉的机构减持的同时,相关筹码落到了不明就里的散户投资者手

中,而提前减持者既实现了落袋为安,规避了风险,又能在底部接单,打一个价差和时间差,但却由此放大了其他投资者的风险。因此,重要信息的泄露不仅危害市场,对广大投资者也构成了极大的不公。

我国《证券法》《公司法》《上市公司信息披露管理办法》等法律法规,对信息披露有着系统的规定,既有法可依,也有规可查。

中国证监会于去年8月15日下发的《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》明确要求:“对于正在筹划中的可能影响公司股价的重大事项,上市公司及其董事、监事、高级管理人员,交易对手方及其关联方和其董事、监事、高级管理人员(或主要负责人),聘请的中介机构及经办人员,参与制订、论证、审批等相关环节的有关机构和人员,以及提供咨询服务、由于业务往来知悉或可能知悉该事项的相关机构和人员等,在上市公司股价敏感重大信息依法披露前,任何内幕信息知情人不

得公开或者泄露该信息,不得利用该信息进行内幕交易。”

如果上市公司预计筹划中的重大事件难以保密或相关事件已经泄露的,应及时向证券交易所主动申请停牌,直至真实、准确、完整地披露信息”。值得一提的是,中国证监会通知中所提到的相关规定,都源自《证券法》《上市公司信息披露管理办法》等法律,是对现行法律规定的重申和强调。

对照之下不难发现,再融资消息的提前泄露至少在两个方面可能存在违规嫌疑:第一,未能履行好保密义务,导致了重大信息的泄露,为一些人利用该消息进行内幕交易创造了条件——基金获知消息提前撤离逃避风险、赚取差价倘若属实,就可能涉嫌内幕交易。第二,在再融资消息泄露之后,有关上市公司未及时向证券交易所主动申请停牌,可能后果就不会往恶性发展。”

大而实质”的信息都是毫无疑问的。南开大学经济法研究室主任万国华教授表示:“我认为暂且不论浦发再融资的动机或对市场影响如何,但其再融资的信息未经合法的程序而正式在公开渠道披露前就被泄露,有关人员或行为从公司和证券法上讲有相当的违法违规之嫌疑。”

类似的信息泄密现象并非独此一例,由此带来的惨痛教训也非独此一例。

在著名的杭萧钢构案中,杭萧钢构负责人早在2007年2月12日该公司召开的年度表彰大会上,就泄露了相关重要信息:“2007年对杭萧钢构来说是一个新的起点,如国外的重大项目正式启动,2008年股份公司争取达到120亿,集团目标为150亿。”正是从这一天起,杭萧钢构的股价坐上了“直升机”。这种做法已经违反重大信息保密及公平信息披露原则。并且,在后果造成后,杭萧钢构也未及时采取补救措施。事后,杭萧钢构负责人在配合有关部门调查时说:“如果这时立即对杭萧钢构股票采取紧急停牌,可能后果就不会往恶性发展。”

虽然类似的这种信息泄密可能是无意中导致的,但如此现象的重复上演也不能不引起我们的警惕和重视。事实上,单就近期而言,除了浦发银行,中国平安再融资的消息也可能提前就已经泄露。某媒体披露

的数据显示:105家机构在暴跌前夜已经逃遁中国平安。去年12月28日,超过330家机构持有中国平安约62.8%股权,而到今年1月18日,持股机构已缩减至225家,持股比例首次低于50%,仅有46.3%。而在这一过程中,散户手中的筹码却在逐步上升。更有媒体在报道中直接提出质疑:“似乎有些机构在中国平安发布再融资消息前半个月就得到了讯息”。

杭萧钢构案中的内幕交易问题之所以严重,与上市公司的泄密行为有着直接的关系,参与内幕交易者最终被判刑并处以巨额罚款,这一惨痛教训一度引发上市公司的反思。但是,反思得还远远不够,浦发银行、中国平安再融资消息的提前泄密或疑似提前泄密,与杭萧钢构案中重大合同的提前泄露有许多相似之处。它说明上市公司未能尽职尽责,履行重大信息披露义务的现象仍未淡出人们的视野。

因此,需要对相关重大信息泄露进行调查,对于那些借用提前获知的信息进行内幕交易者,应该依法追究其法律责任;对于那些未能履行好保密义务,导致法律规定的重要信息泄露的相关责任人,也应该依据相关法律、法规严惩不贷,以避免类似信息泄露事件的重演,维护交易的公平与公正,保护广大投资者的利益,确保资本市场的健康发展。

## 上市公司要看重自己的“经济商誉”

◎诸葛立早

在我的印象中,“经济商誉”这个概念,是巴菲特的独特发明。因为在我们这儿,比较流行的说法是企业的知名度或者企业的信誉。那么,企业的知名度或企业的信誉,能否和企业的“经济商誉”同日而语?非也。

按照巴菲特的说法,只有具有持续竞争优势的企业才是超级明星企业。而这些超级明星企业的持续竞争优势,体现在其财务报表上的最明显特征是:拥有历史悠久的、影响力巨大的无形资产,对有形资产需求相对较少,能够产生远远超过产业平均水平的投资回报率。这种超额盈利的资本化价值就是“经济商誉”。

“能够产生远远超过产业平均水平的投资回报率”,有没有具体的指标可以衡量?有。巴菲特的秘诀是看两个指标:一是股东权益回报率,二是账面价值增长率。

巴菲特说的“有较高股东权益回报率”的超级明星企业,在我们这儿有没有?我想,肯定有,但不多。倘若放低一点标准,寻找一些给股东发放红利超过从证券市场筹资的上市公司,并把它们列入“投资视野”,倒是能够找到的。手头就有现成的例子。比如,上市后每股派现累计最多的上市公司佛山照明。这家公司在给股东回报方面,坚持以现金分红为主,累计派现在两万多家公司上市公司中独树一帜。再比如,申能股份。目前该公司每一年度都实施分红派息,分红总额累计已达到5445亿元,超过了历年通过证券市场近32亿元的融资总量。这两家公司给股东的分红超过了公司从证券市场的“筹资”,至少说明,公司已经“取得较高的营业权益资本收益率”。

从证券市场筹资,不忘给投资者以回报,这是天经地义。在国际成熟市场中,上市公司一般将其盈利的很大一部分用于支付股利,其中现金分红是公司最主要的股利分配方式。在20世纪70年代美国上市公司的现金股利占公司净收入的比率约为30%—40%,到20世纪80年代,这一比率提高到40%—50%。同时在1971—1993年间,美国增加股利的上市公司数目也远远多于减少股利的上市公司数目。美国过去50年中,所有公司的收益大约有50%用于发放给股东。分红派现作为最主要的股利支付方式被广泛采用,股票回购则处于次要地位。但在我们这儿,这个“天经地义”,不知从什么时候开始,变成了“傻瓜”的代名词。有一家上市公司的老总(现已退休)在上市后的晚宴上,祝酒词竟然是“为拿钱不要还,干杯!”典型的“不圆白不圆”,已经不需要用文字来刻画了。

这种状况,在近几年有所改观。原因或许是与管理层的政策有密切关联。2004年中国证监会发布了《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,要求上市公司最近三年未进行现金利润分配的,不得向社会公众增发新股、发行可转换公司债券或向原有股东配售股份。自此,上市公司“铁公鸡”的面貌才得到根本改变。时下,一些上市公司采取“分小图大”的策略,管理层如何“以变应变”,看来也要“与时俱进”了。

当然,关键在自觉。俗话说,“树要皮,人要脸”,企业(法人)假若连“经济商誉”这张“脸”都不要了,那一条控股“不圆白不圆”的“理”,都是“白说”的了。

## 农村市场的启动越来越具有战略意义

◎曲震宇

2月27日,据多家媒体报道,印度政府近日通过新财年的经济预算,其中最大的一笔预算,就是同意勾销农民77亿美元债务,其中包括呆账坏账和一些可疑贷款,以促进农民生活条件的改善。

另一方面,外资银行也突然对我国广大农村产生了浓厚的兴趣。花旗银行出资100万美元打包给10多家小额信贷机构,让他们在农村放款;汇丰银行在中国湖北随州开设了首家外资农村银行,今年它还将在我国农村地区开设6至10家分支机构,两至三年内要到达30家左右。

这两则似不相干的新闻,其实隐含着两个非常重要的信息:无论是印度还是中国,农村市场的启动都越来越具有战略意义,两国先后出台的多项普惠农民的相关政策,正是对这一战略意义的确认。

众所周知,美国次债危机正在蔓延,许多国家如临大敌,积极应对,由于目前次债危机的扩散还存在着相当大的不确定性,对其风险的规避与预防已迫在眉睫。由于中国对出口,特别是对美国出口的依赖程度较高,美国次债危机将降低美国国内消费需求,进而导致我国对美出口的下降,倘若国内消费乏力,就容易出现供给过剩和产能过剩问题。

美国个人消费开支原本占国内生产总值的三分之二,对经济增长的



漫画 刘道伟

影响可谓举足轻重。美国商务部1月15日公布的数据显示,美国零售业陷入了2002年以来最疲软的时期。这意味着,美国需求降低可能对中国、印度等发展中国家的出口带来影响,进而,造成这些国家出现不同程度的产能过剩。

在这种情况下,启动农村消费市场对中国等发展中国家具有重要的战略意义。近年来,由于印度经济高速增长,GDP已经突破1万亿美元,减免70多亿美元的债务不会对印度经济发展造成大的影响,却能够对增加农民的消费信心产生积极作用。另外,印度的信贷消费发展迅速。以汽车消费信贷为例,印度的汽车消费信贷已占汽车总消费的60%,接近发达国家水平(如美国汽车消费信贷占

比80%),而我目前仅占5%左右。印度消费信贷的发展使得印度近年来始终未受到内需不振的困扰。

因此,农村消费市场的启动对我国的重要性更甚。一旦这个庞大市场的消费启动起来,一些在城市供给过剩的产品就能得到释放,这将加速产品与资金的流动,提高整个社会生产、消费的效率。

从2004年到2008年,我国连续出台了5个指导农业和农村工作的中央一号文件,它们共同形成了新时期加强“三农”工作的基本思路和政策体系,促进了农业和农村的发展。要进一步激活农村消费市场,需要增加农民收入,推动农村产业结构调整,而要做到这一点,首先需要大量的资金投入,需要信贷的支持,尤

其是在次债危机蔓延、贸易摩擦加剧的大背景下,对农村金融的支持已经是必然的战略选择。

因此,无论是花旗银行还是汇丰银行,它们积极抢占我国农村金融市场,具有相当的先见之明。目前,农村的发展和消费市场的启动,亟需信贷资金支持,这是实现农村资源有效配置的重要保障。

需要强调的是,外资银行在我国广大农村地区开展的主要是小额农贷业务。小额信贷突破了农民贷款需要担保抵押的制度性障碍,且手续简单,风险分散,更容易在短期内占领市场,赢得农民的信赖。而农民本身的淳朴特点和讲信用的传统,又决定了小额信贷的低风险性——诺贝尔奖获得者、有“穷人银行家”之称的尤努斯,以自己20多年的实践证明了一点。

除此之外,农村市场的启动对于缓解通胀压力也具有重大意义。我们知道,农村与城市的通胀压力是不相同的,比如,在城市过剩的一些产品可能正是农村所需要但供应不足的产品,而另外一些在农村过剩的产品在城市又可能紧缺。关键在于农村与城市两个市场之间的衔接存在脱节,这也是造成我国CPI居高不下的重要因素之一。倘若农村消费市场启动,这两个市场之间的互补作用将能够发挥出来,商品的快速、高效的流动,就能够有效缓解通胀压力,有望促使CPI指数走低。

■专栏

## 主权基金博弈的新生存法则

以欧盟为代表的西方发达国家对发展中国家主权基金的戒惧,不仅让我们重新审视未来在发达国家投资的前景,更要重新思考未来主权基金的发展模式。充分利用有限的主权基金资源为本国经济建设服务,引导海外资金投资国内经济发展,解决发展中国家经济进程中资金匮乏的燃眉之急,不失为当下的重要思路之一。

◎陆志明

孰是孰非,有关主权基金的争议已从单纯的讨论向政府间制定行为规则过渡。欧盟委员会主席巴罗佐2月25日表示,虽然欧盟目前不会对主权基金立法,但是欧盟委员会将于2月27日提出建议,对主权基金制定一套自律守则,以便在全球维护一个开放透明的投资环境。

近年来在风云变幻的国际投资舞台崭露头角的国家主权投资基金在解决了西方一系列经济金融危机的同时,由于其出身均系亚洲新兴市场国家或主要产油国,故而欧美等西方发达国家在热切欢迎其注资解决次贷危机的同时,也对其可能进一步控制发达国家内部主要经济力量产生了戒惧。

如果追溯起现代主权基金的前身,

那么上世纪中期广为流传的石油美元堪称是其最初的雏形。当时的石油美元主要源自石油、天然气等资源型国家出口盈利的对外投资。石油美元对于缓解当时发达国家经济发展时期的资金紧缺起到至关重要的作用,而同样对于资源型发展中国家来说也实现了自身资金的保值增值。

跨入21世纪后,崛起的亚洲新兴市场国家积累了大量出口贸易盈余,如何合理运作这部分资金成为了亚洲新兴市场国家的重要课题,当代主权基金由此逐步形成,并在世界经济大舞台上为人所熟知。来自渣打银行的一份研究报告显示,目前全球有36个国家和地区设立了主权基金,现有资产规模约为2.5万亿美元。有业内人士预计,到2015年,全球主权基金的规模将扩大至12万亿美元,

几乎占到全球金融资产的10%。

时势造英雄,本来相对于发达国家规模巨大的对冲基金而言,发展中国家主权基金并无任何优势可言,然而在危及全球经济稳定的“次贷危机”袭来之际,西方以私人为主的各类银行、基金和投行等金融机构均出现大幅亏损,整体经济出现较大滑坡。在这种人人自危的情形之下,从外部寻求援助力量以扶植经济稳定成了当下西方国家的唯一选项。

但原本互惠互利、堪称双赢的合作在西方发达国家右派势力的眼中却产生了质的变化。无论是资源型,还是新兴市场国家的主权投资基金,因为均非按照市场原则组建的金融投资机构,更非源自西方发达国家的金融组织体系,所以这样的投资基金当受到抑制,更不能任其侵占西方国家的的主导金融资源:这一观点已成为当下欧美发达国家主要排外势力的主流观点。美国财政部副部长金米特在最近举行的达沃斯世界经济论坛年会上就表示,鉴于主权基金的数量和规模增长如此之快,有必要保持警惕。

欧盟委员会现在要对主权基金制定行为规则也是为了应对这一部分势力的

要求,否则将国家主权基金单独作为市场一分子,以普通的基金法规予以约束即可。事实上,绝大多数国家主权基金虽然基金所有权归国家所有,但是其运作方式大都按照通用的国际惯例执行,与普通的基金并无二致,欧盟所要求的区别对待不存在多少事实基础。

许多经济和政界的开明人士也对此表示反对。美联储前主席格林斯潘就公开表示:我猜想那些(对主权财富基金投资)做出负面回应的绝大部分是出于保护主义,我们一直是推动全球化的主要力量,现在退缩让我感到难过,因为这不符合美国的最佳利益。

目前,在美国乃至世界经济不断恶化的情况下,如果发达国家与发展中国家在主权基金问题上不能撇开分歧成见,坦诚合作,可能会给每况愈下的世界经济造成毁灭性打击。

此次以欧盟为代表的西方发达国家对发展中国家主权基金的态度不仅使我们重新审视未来在发达国家投资的前景,也使我们有机会重新思考未来主权基金的发展模式。

事实上,如何因势利导,活用、善用国家主权基金,如何充分利用有限的主权基金资源为本国经济建设服务,更是基金所属的发展中国家所要清醒考虑的核心问题。石油美元给产油国带来的巨额的经济收益,但是这些投资海外的资

## 独立性登记:信托登记的创新途径

◎蔡概还

信托登记是信托设立时对信托财产进行登记加以识别的一种法律行为。信托登记的作用,一是设立信托的一种具有法律效力,信托财产的权利依法由受托人转移给受托人;二是实现信托财产的独立性,使其与委托人、受托人、受益人的固有财产相区别;三是依法对抗第三人。信托登记具有信托公示的效力,除信托法有特别规定外,其他人不得主张对该信托财产的权利;四是保护第三人的权益,使其与委托人开展商务活动时,能了解该委托人的实际财产状况。

由于信托登记直接影响信托的效力问题,我国信托法第十条规定,“设立信托,对于信托财产,有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的,应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的,应当补办登记手续;不补办的,该信托不产生效力”。但在实践过程中,该条规定缺乏可操作性。要寻求有效解决途径,必须正确理解我国法律环境下的信托登记制度。

境外的信托登记,是建立在信托财产所有权转移基础上的。如英国信托法认为,一旦信托财产转移给受托人,则应当推定受托人取得了所有权。美国信托法认为,在信托关系存续期间,受托人对信托财产享有所有权,并且该权利不受受托人权利保留和有关投资限制的影响。这就意味着,财产所有者设立信托,就要将财产所有权转移给受托人,这中间存在一种所有权变更的法律关系,理所当然要办理所有权变更登记手续。因此,信托登记并不是法律新设的一种登记行为,而是民法上关于所有权变更登记在信托设立上的一种具体运用。

民法中关于所有权变更需要进行登记的财产范围,也是信托财产需要登记的范围。我国信托法这样规定:有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的,应当依法办理信托登记。需要注意的是,行政法规的规定,土地使用权、房屋所有权、民用航空器、船舶、车辆、商标权、专利权等发生所有权变更,必须办理相应的登记手续。也就是说,以这些特定财产设立信托,必须办理信托登记。需要注意的是,信托登记的标的并不包括资金和动产。相应地,这些特定财产所有权变更的登记部门,也是信托登记的主管机关。

但我国的信托法,除明确信托财产具有独立性外,并未直接明确设立信托需要转移所有权,信托登记的主管机关、登记内容由此变得不明确,使我国的信托登记制度陷入了一种尴尬境地,实践中难以操作。近年我国在不断探讨解决信托登记的问题,主要理论基础是建立在信托财产所有权发生转移的基础上:即信托设立后,受托人获得信托财产的所有权,但受托人的这种所有权又是不完全的,属于名义所有权,法律所有权属于信托归属人。当信托财产归受托人名义所有后,办理所有权变更时,需要在该财产变更证明中注明为“信托财产”,以区别于受托人的固有财产。这种解决途径无疑与国际接轨,切实可行,缺点是登记机关比较多,协调沟通起来有一定难度。

笔者认为,在我国现有法律框架体系下,可以换一种思维方式寻求信托登记的解决途径,即信托登记不是所有权变更登记,而是证明该信托财产具有独立性的登记。按我国信托法的规定,信托财产独立性体现在:一是信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别;二是信托财产与受托人的固有财产相区别;三是信托财产与受托人管理运用、处分信托财产所产生的债权,不得与其固有财产产生的债务相抵销。受托人管理运用、处分不同委托人的信托财产所产生的债权债务,不得相互抵销。

如果以此去理解信托登记,既符合我国信托法的现行规定,也为大陆法系国家不承认信托“双重所有权”前提下移植信托制度提供了一种新的创新途径。在此前提下,既可由特定财产或财产权利的现有登记部门开展信托登记,也可以成立专门的信托登记中心办理信托登记事宜。其中,后一种途径简便可行,经国家认可后,其登记效力即可对抗第三人,实现信托登记的制度设计目的。

(作者系信托法起草组成员)

金却并没有改变海湾地区国家的总体经济落后地位。数十年来,主要产油国依然依靠单一的石油经济,国家的工业化进程仍然遥遥无期。

这对于后来的国家主权基金足以引以为戒,不论何种主权基金,其根本的所有者均为国家政府,因而其服务的对象也应属整个国家经济社会的进步。有鉴于此,通过主权基金的形式,引导海外资金投资国内经济发展,解决发展中国家经济进程中资金匮乏的燃眉之急,不失为当下的重要思路之一。

我国更应如此,最近为抑制经济过热,政府制定了更为严格控制信贷的政策,以防止信贷过快膨胀导致的盲目投资,致使许多尚待快速发展的行业和小企业受到了很大的制约。此外,国有企业的现代化改造也亟需大量资金的投入。国家主权基金在这些方面可以通过相关投资基金的形式介入,并通过市场化的运作模式在实现利润最大化的同时,推动本国经济的发展。

当然,这并不意味着国家主权基金由此放弃海外投资,相反,国家主权基金更应投入到与本国经济社会发展密切相关的行业和部门。如世界主要的能源矿产巨头、金融投资领域的关键机构等等,通过投资实现本身资金的保值增值,赢得本国经济发展的有利环境。

(作者系金融学博士,独立撰稿人)