

信用体系建设还是由政府来做的好

我们要建立的全国统一的信用体系,应当是一个内容上实现全覆盖的国民体系,空间上规则一致的统一体系,以及全社会共同利用的共享体系。但这样一个信用体系,唯有政府才能做到……

◎ 邓聿文

在上市公司再融资传闻流行于市场的情况下,日前宁夏11家上市公司签署《诚信公约》,规定上市公司董事长要作为信息披露的第一责任人,上市公司要强化专门机构负责信息披露工作,此举在全国尚属首例。

加强上市公司信息披露监管、严查股价操纵及内幕交易等违法违规行为,是证券监管部门近年来工作的重点。证监会去年颁布了《上市公司信息披露管理办法》,最高检和公安部也正在考虑推出对包括上市公司违规披露、不披露重要信息案件在内的经济犯罪案件追诉标准补充规定。尽管如此,证券市场违规披露信息,或者信息披露虚假或有严重误导性陈述的现象还是比较普遍。去年就有64家上市公司因此而受到中国证监会和沪深交易所的74次处罚,在这方面比较突出的有杭萧钢构案,三嫌

疑人利用泄露内幕信息一个月左右就非法获利4000多万元。

自平安推出再融资计划导致股市大跌以后,最近,股市上又充斥着不少公司的再融资消息。一些人或机构利用弱市中投资者对再融资的恐惧心理,肆意散布或提前泄露再融资的信息,致使股市闻增发而色变,投资者尤其是中小散户损失惨重。真假再融资传闻,考验着证券市场的参与者——上市公司、中介机构、股民甚至监管部门对履行信息披露义务的法律责任和诚信道德。此时宁夏11家上市公司用签署公约的形式,郑重声明绝不将相关信息泄露给亲属、朋友、同事或其他人,绝不利用职权、亲属、同事及朋友关系等打听和非法获取相关信息,显示上市公司对诚实守信的自觉坚持,值得称道。

在现代市场经济条件下,信用资本的积累是物力资本和人力资本发挥作用的基本前提。一个企业,如果没有信用资本,坑蒙拐骗,就没有很

行愿意给它贷款,企业的股票、债券和商品也就没有人买,合作者和客户没有了,所有物力资本和人力资本就变得毫无意义。所以,对企业而言,即使其他各方面条件都好,但如果它在财务报表、商品、服务上做假,在信息披露上欺骗投资者,丢掉了信用资本,那么,它必然会陷入困境,并最终从这个市场中消失。尤其是对那些要通过资本市场募集资金发展壮大企业的企业来说,对投资者的诚信,不仅是取得投资者信赖的基石,也是走向资本市场的通行证。

不过,要在社会形成一个诚实守信的环境,仅有企业的努力是不够的,尽管企业信用是整个社会信用体系的重要组成部分。当今中国,虽然市场经济实行了多年,但像弄虚作假、坑蒙拐骗、假冒伪劣、违约毁约、偷税漏税、逃废债务等失信行为普遍存在,并已成为中国市场经济建设和企业经济活动中的一大公害。这种信用缺损的状况,不是企业尽

责就能搞好的。

简单地说,一个社会的信用可分为政府信用和商业信用即民事信用两部分。政府信用很大程度上与政府自身的行为有关,民事信用则因涉及人群广、事务多,因此能否拥有一个比较完备配套的基础设施至为关键。作为全社会的一种公共资源,如果没有一个全社会的资源共享机制和统一的技术标准,就会使信用体系出现条块分割,形成信息市场的壁垒,造成信息资源的浪费。特别是在当前人员流动比较频繁的情况下,更是如此。

所以,一个全国统一的信用信息应该有一定的规范。比如,在国外,每个人都拥有自己的社会保障体系号码,根据这个号码,每个人都有权查询自己的信用记录,如果发现有不实记录,对提供不实记录的单位或个人,有权要求赔偿。但在我们这儿,不是没进行信用记录,而是我们的信用记录分散在不同的行业、部门和地区,像银行、证券、保险、海关、学校、企业、医院、航空等,都有自己的信用记录,但彼此却是分割和封闭的,没有有效整合起来。唯一的一个全国统一的身份证号码,搞了20多年,还存在着大量的作假,另外,也只与社会治安

联系起来,跟公共服务系统不关联。这种状况,是无法去获取企业的真实信息的。

所以,我们要建立的全国统一的信用体系,应当是一个内容上实现全覆盖的国民体系,空间上规则一致的统一体系,以及全社会共同利用的共享体系。但这样一个信用体系,唯有政府才能做到。因为政府是公共权力的代理者,政府所掌握的资源以及政府本身的公信力,使得政府在事关信用体系基础的信用记录、征信组织和监督制度建设方面,处于独一无二的地位。例如,只有政府才有权在企业融资、市场准入或退出等制度安排中,制定对不守信用的企业给予严厉惩罚的规则。其他任何市场组织,都没有这方面的权力。况且,像银行等商业机构进行的信用建设,是一种商业机密,负有对客户保密的义务,是不能随意对外公开的。

总之,在信用信息混乱的当前,企业或商业机构建立自己的信用记录是必要的,但是,要建立起一个覆盖全社会的互联互通的信用体系,则非政府莫属。政府不能把这一责任推给企业或委托给其他市场机构去做,那是不合适的。在打击证券市场虚假信息发布方面,同样要这样要求。

绿色证券令值得欢迎

◎ 王福重

最近,国家环保总局否决了10家准备首发上市的公司的上市申请。2月25日,环保总局发布了《关于加强上市公司环保监管工作的指导意见》,要求对13类重污染行业的企业申请首发上市或者再融资进行环保核查。这就是绿色证券令。

环境污染,是经济学所讲的外部性行为。由于产权不总是界定得很清楚,一个企业在生产过程中,即使造成了环境污染和破坏,对社会和他人造成了损害,也不必对其进行补偿。这时,就发生了外部性。

当外部性发生的时候,一个企业的全部生产成本,即社会成本,不但包括企业自己的私人成本,还包括私人强加给社会的损害,即外部成本。企业只承担了私人成本,而把外部成本转嫁给了社会或者他人。因为,虽然污染者不必承担责任,但是社会需要付出代价才能消除污染的损害。

企业的最佳产量,是使其边际私人成本等于边际收益。但是对于整个社会来说,这个企业的最佳产量,即使使边际社会成本等于边际收益。因为边际私人成本曲线要低于边际社会成本曲线,所以企业的最佳产量大于社会的最佳产量,对企业来说实现了利益的最大化,整个社会却有净损害。

但是,在没有外力干预的情况下,追求自己利益最大化的企业,不会主动将外部成本考虑在内,因此,外部性是市场失灵的主要标志之一。当外部性发生时,就必须依靠政府这只看得见的手的力量。国家环保总局的绿色证券令,就是一种强制的力量,迫使企业把外部成本内部化,降低产量,减少污染,以符合社会利益的要求。在这个意义上,环保总局是在代表全社会履行其责任,维护全社会的利益。

现在公司上市没有指标的限制,但是上市仍然很难,能够上市的企业只是极少数。所以,上市本身就是稀缺的资源。上市公司实际上占用了社会的稀缺资源,因此,应该承担相应的社会义务。而控制污染,保护环境就是其中最最重要的一个方面。现在整个社会的环保意识正在深入,一般企业和个人尚且都要遵守环保法规,比如要少用塑料袋等,作为全体企业旗舰的上市公司更有义务做出表率。

上市公司与非上市公司的区别之一,是上市公司必须就重大事项,对外公开披露有关信息,接受社会和股东的监督。绿色证券令实施后,上市公司就应该在披露其他经营信息的同时,披露自己的环保信息,包括是否达到环保要求,是否受到了环保处罚等。这样,对于环保意识不强,环保投入缺乏,对社会造成环保损害的公司来说,就形成一种硬约束。

对上市公司来说,有了上市融资的手段,取得了大量资金,购买环保设备,进行环保生产,根本不是什么难事。就长期来说,只有符合环保要求的企业才有竞争力和可持续发展的能力,环保投入并不是单纯的支出,而是会产生未来收益流的投入。

上市公司当然要对自己的股东负责,要有丰厚的利润回报,但是它们也必须尽到社会的责任和义务,而绿色生产,保护环境,就是最实在的对社会负责的表现。一个给社会带来污染的企业,没有资格谈什么社会责任。

环保总局的绿色证券令,还有示范效应。它发出了一个强烈的信号:只有符合环保要求的公司才有上市资格。绿色证券令对努力争取上市资格的公司是一个提醒,一种示范。这种示范还可以扩散开来,形成一种社会氛围。

证券市场具有融资的功能,融资功能是重要的,因为在市场经济的条件下,资金具有先导作用,可以培育总需求。但是证券市场并非一个单纯的融资场所,说到底,是实现全社会资源的合理配置。绿色证券令,可以引导社会把稀缺的资金配置到符合社会长远发展的企业中去,实现经济效益与环境效益的统一。

环保与短期的利益势必会有冲突,所以,我不是没有担心,环保总局的绿色证券令能否像金牌令箭一样管用,并且一视同仁呢?潘岳副局长就表示环保政策涉及多方面利益,实施起来非常困难。但是,他也表示,环保总局有坚定的信心。那就让我们拭目以待。

我们希望所有的上市公司,都是绿色环保的公司。只有上市公司都“绿”了,中国的证券市场才会更红,更健康地发展。(作者系北京航空航天大学金融研究中心常务副主任)

“融资门”何以走不出怪圈

◎ 倪小林

在证监会2月25日对公司再融资问题表态以后,上周数家公司接二连三出面澄清自己与此次再融资事件的关系,表示本公司近期没有再融资计划。如此颠来倒去,使此次再融资风波演变得越来越有些怪异。

更令人奇怪的是,国家税务总局稽查中国平安的消息2月27日公布之后,当日市场虽对这一消息的正面意义给予肯定,甚至推翻了公司融资计划将要推迟。可是,2月29日,中国平安高层却迅速表态,公司不会改变融资的计划。看来,市场和监管层的呼唤也未能改其再融资的“痴情”。

既然如此,我们就必须关注再融资问题如何走不出怪圈了。根据见诸报端的消息,今年一月份有26家公司提出了再融资预案,总计金额2233亿元。去年同期,已经实施再融资的只有13家,融资额为98亿元。相比较而言,今年上市公司再融资规模与节奏明显加快。

如果我们综合考量当时企业再融资潮的背景,就不难发现一个有趣的现象:2007年上半年,经济界最为关心的问题,不是害怕企业融资,而是千方百计对付过剩的流动性,当时人们把股指冲高的过失也加在流动性过剩上。当紧缩政策导致去年底银根抽紧的时候,鼓励企业进入资本市场,参与直接融资的呼声很高,新股发行扩容也在建议之中。就是说综合各方的见解,企业扩大融资规模、新股发行加快都是情理之中的事情。

那么,短短半年的时间,情况为何发生如此大变化?原因有几个方面:一是国际金融市场风云突变,美国次级债风波使得全球金融市场惶惶不安,各国政府的宏观策略都由激进变为以防守为主。二是国际市场的波动,风险中也蕴含机会,那些有发展潜力的企业此时需要扩张,银行资金难贷,只好到股市融资。三是此时的市场非昔比,市场流动性已经改变,股市2007年7月份以来交易量一再萎缩。也就是说,这次再融资风波演变为圈钱,没有天时地利,更不可能有人和支持。不过,笔者以为这些因素还只是再融资陷入目前怪圈的市场外在因素。

再融资反映出的股市最核心的一些问题,迄今还没有得到完全改观,公司治理问题依然很紧迫。再融资问题之所以被市场如此强烈地关注,完全是公司行为直接挑战了如何维护和靠什么维护市场各方利益这个大问题的,尤其是中小投资者的利益。证监会的表态可以看作维护市场公平的措施,也可以看作是保护投资者利益的纠偏行为。

有一个问题值得重视,当企业再融资消息在各媒体公布的时候,是不难言说投资者很难鉴别,一般只有事后调查才能水落石出。这也是一般股民们最为难堪和尴尬的处境。市场对于谣言的抵抗只有一个办法,就是健全市场运行机制,尤其要加大公司违法违规成本,否则保护中小投资者利益很难到位。

“阳光法案”的意义不仅限于反腐

◎ 傅新

十届全国人大代表王全杰最近向人大提出了十五件建议,其中包括一个关于“官员财产申报制度应该改为财产公示制度”的建议。与此同时,国家统计局原局长李成瑞等老干部,日前给全国人大、全国政协等国家机关和中央领导提交建议,呼吁尽快制定《县处级以上公职人员财产申报公布法》。

财产申报制度是有关财产申报、登记和公布的制度。该制度最早起源于230多年前的瑞典,随后一直延续下来,被世界许多国家借鉴,成为极具约束力的反腐机制,被称为“阳光法案”、“终端反腐法案”等。财产申报制度通常要求具有一定职位的领导干部在任职之初、任职期间的某些固定时期以及离任后的一定期限内,申报属于自己以及与其共同生活亲属的财产,接受民众的监督,这有利于预防腐败和反腐败。

但是,财产申报制度的意义并不仅限于此。它有利于提升整个社会或国家财产的透明度,促使整个社会监管、管理机制效率的提升,有利于节省制度监管成本和经济运行成本,有利于整个社会道德观和价值观的重塑,对于社会的积极意义难以估量。

倘若这种泛泛而谈不足以说明问题,那么,我们不妨举出一个很具体的例子。物业税在我国一波三折,但最终不得不再推迟,根源就在于我国缺乏自上而下的系统的财产申报制度,无法形成明晰



的产权体系,而物业税恰恰是以明晰的产权为基础的。由于财产的隐匿现象严重,物业税不仅难以做到公平,征收成本也可能非常高。倘若财产是透明的,那么,相关房产信息的归纳与共享机制的建立就变得非常容易,物业税的征收就变得非常方便,其对财产的调节作用,对高房价的平抑作用,对贫富差距的削减作用就容易发挥出来。

物业税只是一个小小的例子,事实上,只要财产做到公开与透明,整个社会的经济运行成本将大大降低。

除此,对官员公信力的提升也具有非常重要的作用。由于腐败官员动辄数以千万计的财产不能说清来源,人们对官员廉洁程度难以

抱有信任,这无形中形成了一种隔膜,这种对官员的群体不信任对那些公正廉洁的官员构成了某种程度的不公,而这种不公又非常容易产生逆向激励机制。即当廉洁的官员不仅无法得到公众的认可反而遭到怀疑时,他就可能放弃对廉洁的追求而趋向于腐败的一方,以此寻求一种心理上的平衡。当然,在这种逆向激励机制作用下,那些腐败的官员会更加腐败,使公众对官员更加不信任,从而形成恶性循环。倘若没有财产申报制度,公众对官员群体的信任度将大大提升。

我国早在上个世纪80年代,就开始讨论官员财产申报制度。1994年,全国人大常委会就已将《财产申报法》列入立法规划,

但由于种种原因而搁浅。1995年,中共中央办公厅、国务院办公厅联合颁布了《关于党政机关县(处)级以上领导干部收入申报的规定》,首次要求党政领导干部申报收入接受监督的制度。2000年12月,中纪委决定,要在省部级现职领导干部中首先实行家庭财产报告制度。2001年,中纪委和中组部联合发布了《关于省部级现职领导干部报告家庭财产的规定(试行)》。

但是,我国财产申报制度未能发挥应有的效果。其根源则在于,世界上一切实行财产申报制度的国家,其财产申报制度都是以宪法或法律为基础构建起来的,申报主体完整、范围非常广,对于不实申报的处罚非常严厉。而我国截至目前的财产申报规定,都是以政策的形式发布的,刚性不足,申报主体不够完整,可操作性不强。

目前,我国实行官员财产申报制度的时机也已逐渐趋于成熟。首先,存款实名制、股市实名制等早已实行。其次,年收入超过12万元的纳税人进行纳税申报的制度已经基本确立。这意味着在收入申报方面,大众已经走在了官员前面。而在西方国家,财产申报大都是自上而下展开的,即先有官员财产申报制度后有民众财产的登记和申报制度。因此,我国建立起自己的“阳光法案”,进行官员财产申报制度,从操作层面来看,已经基本成熟。

两会观察

■ 专栏

多角度多方位看待和理解再融资

上市公司再融资当然“绝不应该是恶意‘圈钱’行为”,但再融资本身是资本市场的重要功能、市场实现资源优化配置的重要方式之一。而以中国的现实看,提高直接融资比重的任务还非常艰巨。条件成熟时,我们还要发展住房抵押证券、项目支持证券等市场等。若是一味反对上市公司再融资,就会与宏观经济的发展战略规划背道而驰。

◎ 周 到

看任何问题,都得多角度多方位。直接约束上市公司再融资的部门规章主要是《上市公司证券发行管理办法》和《公司债券发行试点办法》。《上市公司证券发行管理办法》第十二条有“拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的百分之三十”的规定;《上市公司证券发行管理办法》第十四条和《公司债券发行试点办法》第七条均有“本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十”的规定。不过,针对向特定对象公开募集股份,《上市公司证券发行管理办法》提出:“积极发展股票、债券等资本市场,……提高直接融资比重。”胡锦涛总书记在十七大报告中

也要求:“优化资本市场结构,多渠道提高直接融资比重。”包括H股和I股发行在内,我国上市公司2007年通过权益类证券的发行,直接融资额为8432.73亿元。直接融资仅占同年金融机构本外币各项贷款余额3.04%。因此,央行、中国银监会、证监会、保监会在《金融业发展和改革“十一五”规划》中承认,“资本市场……发展相对滞后,直接融资比重低”。从2008年金融机构本外币各项贷款余额的增长势头看,提高直接融资比重的任务更为艰巨。我们要出台《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》等规章,通过创业板开发和场外交易市场构建,通过大力发展企业(公司)债券市场,努力完成扩大直接融资比重的任务。条件成熟时,我们还要发展住房抵押证券、项目支持证

券等市场,发展市政项目收益债券市场,发展产业投资基金市场。如果一味反对上市公司再融资,就会与宏观经济的发展战略规划背道而驰。

其次,进一步提高上市公司再融资在直接融资中的比重,是直接融资结构完善的内在要求。2007年,121家上市公司A股首发融资4469.96亿元,比2006年的1642.56亿元增长172.13%。A股首发融资居全球第一。A股、H股、S股首发融资规模,约占全部融资的六成。2007年1至11月,纽约证券交易所首次公开招股公司的集资金额为520.62亿美元,占全部1169.06亿美元集资金额的44.53%。两者差异是明显的。实际上,如今许多国家证券市场的首发规模均不如再融资,这甚至包括澳大利亚、印度等新兴市场。不然的话,中国A股首发要摘取全球第一的桂冠,未必如此轻而易举。况且,2007年A股首发规模居世界第一,还有一定偶然性,这就是多家大型H股公司的回归。由于规模最大的那些H股公司基本完成回归,而创业板公司规模十分有限,今年蓝筹首发规模就未必超过去年了。因此,以笔者之见,对提高直接融资比重,我们需要未雨绸缪了。

在现阶段,公司债券发行试点仅限于上市公司。这意味着今年上市公司的股份集资和公司债券集资,对于提高直

接融资比重,将发挥举足轻重的作用。因此,针对中国平安的A股再融资,中国证监会“将按照法律法规的规定,依法审核,督促公司强化信息披露”。总之,提高上市公司再融资的比重,是市场发展到一个阶段的结果。

再说,上市公司再融资本身也是一种市场行为。我们假设,某上市公司符合再融资条件,并且再融资成本低于向金融机构贷款的成本。在这种情况下,这家上市公司有再融资计划,是天经地义的。据中央电视台《经济信息联播》报道,中国证监会副主席姚刚说:“如果市场状态不好的话,市场约束机制就会起作用。比如说今年第一个月份,市场情况不好,香港市场大量的融资活动就推迟了。这就很正常,市场约束机制就会起作用。因此,有发行人自己来确定。”中国证监会新闻发言人也表示:“目前,我国上市公司再融资制度的市场化程度比较高,投资者可以充分发挥市场约束作用,对上市公司的再融资行为做出取舍。”因此,投资者既可以在股东大会审议上市公司再融资预案时投票赞成或反对票,也可以在二级市场减持股票,还可以放弃认购上市公司发行的证券。这样多管齐下,上市公司再融资方案的推出,必然会更加慎重一些。

无论如何,市场的问题最终需要以市场的手段来解决。