



发挥资本市场有效性 提高上市公司质量

中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋 中国银河证券研究院策略分析师 崔鑫

提高信息披露有效性

上市公司高管、大股东作为受托人,有义务通过信息披露,忠实地向全体股东和包括债权人在内的其他利益相关者报告其履职情况。信息披露不能简单地理解为发布会计报表,其包含了上市公司及时准确地全面地提供有效信息、内外外部审计机构稽核、评级机构和券商解读这三个环节。我国资本市场在这三个环节都存在一些亟待解决的问题。

首先,提供信息的针对性、及时性、准确性和全面性等都有待提高。目前的信息披露偏重于上市公司的资产状况和经营成果,对于受托人公平履职的信息披露较少。例如,大股东是否占用了上市公司资金,上市公司货币资金数据是否真实全面,并购重组收购资产的价值是否公允等。此外,会计准则日趋复杂,一些上市公司“创造性地”利用会计准则,人为调节会计利润。针对这些复杂会计处理的信息披露也比较缺乏,其中比较突出的问题是商誉等资产减值的会计处理问题。

其次,稽核信息的可靠性不高。对信息披露进行稽核有两道关口:内控和外部审计。上市公司的内控系统既包括董事会中的审计委员会、公司内部的审计部门,也包括一系列针对公司财务、资金等的控制性措施。一些上市公司的内部控制流于形式,外部审计是会计师事务所基于内控制度,就会计数据进行检验。从近期监管机构查处的财务造假案中可以看到,个别会计师事务所审计质量薄弱,甚至成为大股东财务造假的助力者,职业操守值得怀疑。

第三,信息的可理解性不强。普通投资者要理解和读懂复杂的财务数据、术语是有困难的,所以评级机构和券商分析师对信息的有效解读就显得至关重要,甚至媒体也在这个过程中扮演重要角色。但是,部分评级机构的评级业务不够独立,评级变动“知后觉”。券商分析师作为解读上市公司信息的主力军,由于受到“利益冲突”与专业能力不足的干扰,长期以来难以自始至终保持客

近期,证监会印发《推动提高上市公司质量行动计划》(以下简称《行动计划》),部署了七个方面46项具体任务。笔者认为,《行动计划》所列的任务归结起来,就是从信息披露、法治化、市场化改革三个方面发力,倒逼大股东等受托人公平履职、勤勉尽责,从而恢复和巩固广大投资者和其他市场参与者对上市公司、资本市场的信任和信心,推动资本市场长期健康发展。

具体而言,提高信息披露有效性,就是要解决“干得怎么样”的问题,把受托人的履职情况充分“暴露在阳光下”,接受市场和投资者的检验;建立激励相容的法律、法规和规则,就是要解决“干不好怎么办”的问题,提高受托人的违法成本,遏制其侵占公司利益的行为;构建市场化的资本市场进出机制,就是要解决“能不能继续干”的问题,不断引入优质公司,出清劣质公司,以优胜劣汰营造提高上市公司质量的良性竞争氛围。

观中性的职业操守,有时会刻意避免发布负面研报。实际上,负面研报不是给资本市场抹黑,而是帮助资本市场激浊扬清,对于提高上市公司质量具有至关重要的作用。

对于上述问题,《行动计划》都做出了回应。下一步,监管机构有必要进一步扩充信息披露内容,强化专项披露;加强对上市公司内控质量和会计师事务所审计质量的监督检查。此外,还应当加大参与虚假披露的内控人员和外部审计人员的个人追责力度,提高券商分析师执业水平,创造条件鼓励分析师在深入分析研究、有理有据的基础上发布客观公正的研报。

建立激励相容的法律法规

委托代理关系下,大股东的控制权与其股权是不成比例的,这导致大股东有机侵占公司利益,给上市公司造成的风险和损失却是由全体股东和债权人承担。

当前大股东的侵占行为主要有三种。一是直接占用上市公司资金,甚至造成上市公司资金链断裂,生产经营难以为继。二是隐性的利益输送。尽管以关联交易进行的利益输送经过监管机构多年治理,已经得到了明显遏制,但通过“三高”并购重组,则成为目前一种新型的、更为隐蔽的利益输送方式,因为被收购对象往往并不是现行法律意义上的关联方。三是通过高比例股权质押“变相减持”。股权质押在很大程度上弱化了大股东作为“股东”所应当承担的风险,进一步恶化了大股东控制权与股权的分离。

只有针对各种侵占方式精准修订制定法律、法规和规则,才能提高大股东的侵占成本,抑制侵占动机。《行动计划》针对违规占用担保这一最常见的侵占问题,明确提出了“督促归还、民事诉讼、刑事移送”三个制度对策。其中,“民事诉讼、刑事移送”是力度最大、最有效果的。这将极大改变以往以行政处罚为主,且行政处罚力度薄弱的弊端,依靠司法力量有效震慑大股东侵占行为,最大限度维护中小股东利益。

对于“三高”并购等隐性利益输送,则需要进一步创新制度和规则,例如可以考虑强制要求在高溢价收购中,限制上市公司现金支付比例,延长股份支付锁定期,要求被收购方提供业绩承诺,以“期权型股份支付方式”确保业绩承诺得到高效履行。

对于高比例股权质押,应当从大股东和券商、银行两方面同时发力。对于高比例质押的大股东,可以考虑限制其行使控制权,引导大股东合理设定质押比例。对于提供质押服务的券商、银行,一方面应当引导其以“公允价值”为基准判定抵押品价值;另一方面,监管机构应当将高比例股权质押业务量计入“证券公司风险控制指标”和商业银行的全类监管指标中。

构建市场化进出机制

上市公司之间的市场竞争也是倒逼上市公司提高质量的一个重要途径。长期以来,我国资本市场上市门槛较高、退市制度有待完善,亟待形成上市公司优胜劣汰的新生态。

《行动计划》提出,充分发挥科创板的试验田作用,推动创业板改革并试点注册制;创新退市方式,完善符合中国国情的资本市场多元化退出渠道和出清方式。可以预计,未来上市、退市都将逐步常态化、市场化,打破上市公司的“铁饭碗”,提高上市公司的危机感。值得注意的是,以兼并为目的的并购重组也是一种重要的优胜劣汰机制,而且是效率最高、间接伤害最小的机制。《行动计划》也对放宽并购重组门槛做了部署。

提高上市公司质量的先决条件是资本市场有效性的提高,因为只有资本市场化能够发挥奖优罚劣、优胜劣汰的作用,才能倒逼上市公司高管、大股东公平履职、勤勉尽责,才能真正提高上市公司质量。监管机构的《行动计划》抓住了提高资本市场有效性这个发力点,全面部署了一系列任务。随着这些监管动作逐步落地、落实,我国资本市场一定能够迎来持续健康的发展。

用好区块链技术 降低金融监管成本

中国财政科学研究院博士后研究员 吉嘉

强化监管、提高防范化解金融风险能力是监管部门的工作重点。在金融领域应用以区块链为代表的分布式记账技术,对提升监管效率和政策质量具有重要意义。在资产代币化(资产代币化指发行区块链代币以电子数据方式代表可交易资产权益的过程,类似传统资产证券化过程)市场中,监管框架可对分布式账簿施行自动化合规监控,优化传递、验证和分析数据的过程。以市场共同经济动机所产生的信任机制为基础,区块链数据可被用于改进金融部门的合规机制。未来区块链技术有潜力降低监管成本,提升风险监控的效率,促进金融高质量发展。

合规成本与质量的权衡

传统合规机制可谓繁文缛节,金融机构需要收集整理多层面的颗粒化数据,经过风控、合规、管理层等内部环节审核后,再报送市场监管方。在经济金融化的趋势下,金融市场逐渐发展壮大,公共风险不断提升,金融部门在宏观经济中的影响力与日俱增。加强金融风险事件的应急处理能力,意味着金融数据要随时保持在可报送的状态。合规要求已然超越了静态遵守法律法规的范畴,需要在监管视野中纳入持续性、动态性及前瞻性。合规不力可能严重影响金融机构的声誉和竞争力,打击投资者信心,给市场发展带来难以估量的损害。

信任是金融市场的基础,合规机制的建设时刻具有重要的现实意义。然而,传统合规机制需占用大量的市场资源,导致监管目标在高质量数据可获得性与合规成本合理可控之间产生矛盾。在传统监管过程中,对合规成本进行限制难免导致监管数据缺口,而2008年金融危机经验表明,大型复杂金融机构在特殊时期的数据缺口会带来严重后果。在区块链技术的基础上,监管系统可以通过读取市场交易行为内生的分布式账簿,对合规情况和相关风险进行自动跟踪监控,减轻金融机构的合规负担。

嵌入式金融监管提升合规效率

分布式记账技术可应用在金融市场中,建立去中心化的资产支持代币交易体系,取代传统的中心化登记和审核程序。通过司法体制保障电子代币与标的资产之间的关联,各类证券资产交易场所和场外市场都可利用代币交易体系契合供需交易,让市场自主管理交易和价格发现的过程。分布式记账技术的主要功能是基于由市场共同运营管理的交易平台,实现资金流动和证券所有权转移的自动化,降低市场管理成本和结算风险。

去中心化市场通过参与者的共同经济动机去验证区块链中的信息,确保分布式账簿的数据质量。在缺少中央对手方的情况下,由市场的经济共识所建立的信任机制是完成交易的基础条件。基于此,国际清算银行近期提出嵌入式监管概念,建议监管部门简化审核程序,专注于研究共同经济动机,通过政策引导市场行为,维持信任机制。分布式账簿自动收录实时信息,可被监管机构或其他利益相关方直接提取使用。不过,出于隐私安全的考虑,账簿应该被加密管理,合规要求可限定不同机构对数据范围和层级的读取权限。

美联储和英格兰银行的研究认为,银行间债券市场可作为先行试点推行资产代币化,将代币交易的范围局限于少量授权金融机构。银行业监管可对分布式账簿中有关资产负债金额及相应风险等信息进行实时监控,进而验证巴塞尔协议的合规情况。分布式记账技术和代币交易体系对风险控制的帮助不仅局限于传统的财会报表历史余额分析,还可以跟踪实时数据进行自动模拟运算。

英国金融行业为监管局的报告指出,利用分布式记账技术进行监管,不代表金融机构董事会或高管层所承担的合规责任将得以减轻。因为任何技术都可能出现漏洞,管理层必须在执行层面掌握相关的审慎管理要求,保证企业有能力及时应对技术故障另外,即使一家机构在分布式记账市场中交易,其部分业务可能还活跃在传统交易市场中,相关业务范围的界定与合规责任仍需由管理层承担。

三方面进行市场优化

监管部门的目标是通过市场基础设施建设,发展具有高质量、低成本、包容性等优势的金融服务,并强化金融系统稳定性。以此目标为指引,未来监管部门可从三个方面进行市场优化,推动金融业高质量发展。

一是运用分布式记账技术降低合规机制的固定成本,使规模较小的金融机构与大型系统性重要机构公平竞争。金融危机以来,各国都在为防范系统风险制定审慎监管政策。国际成熟市场的证据表明,过高的固定合规成本正逐渐弱化金融行业的竞争环境。监管机构应该在市场结构的发展中担任积极主导的角色,为去中心化交易平台的设计提供方向性指导,通过合规过程自动化、建立相关管理标准等举措降低固定合规成本。

二是监管部门应提高审核效率,优化分布式记账市场中官方许可和官方信息的获取方式。金融产品的发行与交易通常需要有相关部门的登记和许可,金融合约时常挂钩政策利率等公共部门数据信息。由于去中心化市场中的分布式账簿已被市场参与者的共同经济动机所验证,监管部门可简化审核程序,使官方信息的登记与传递方式融入自动化运营的去中心化市场中,降低金融企业的边际运营成本,进一步推动普惠金融发展。

三是监管框架应涵盖新技术的行业准则和行政执法机制,以应对去中心化市场中可能产生的争端问题。免除中央对手方的合约交易体系无法从根本上摆脱不确定性,所以智能合约的参照信息仍可能出现虚假错误。社会经济活动可能出现极端复杂情况,基于分布式记账技术的交易市场未必能够妥善自我管理。去中心化的自动交易体系有简化交易流程、提升市场运营效率的潜在价值,但是监管体系仍需引导市场的共同经济动机,承担维持金融系统稳定性和化解公共风险的责任,为金融业的长期稳定发展提供可靠的后盾。

房地产市场销售为何触底回升

广东省住房政策研究中心首席研究员 李宇嘉

近日,国家统计局发布1-10月份房地产数据。值得关注的变化是,今年前10个月,商品房销售面积同比增长0.1%,今年首次实现正增长,单月同比连续4个月正增长。这或许意味着,今年全国商品房销售面积和销售金额有望超越2018年,出乎业内对今年楼市销售将下滑的普遍预期。另外,10月份的数据也显示,房地产全链条表现出改善迹象。除了中游的销售外,上游的拿地 and 开工、下游的竣工,也都趋于向好走势。

今年以来,楼市调控延续从严基调。根据中原地产研究中心统计,前10个月相关方面共发布482次调控政策。而且,今年楼市调控开始向长效机制转变:一是融资端控制资金流向房地产,房地产融资渠道收紧,监管层同时还启动信贷(包括信托)规模和比例“双控”。另外,LPR新机制的推出,彰显了监管层要建立资金流回实体这一长效机制的决心。

二是高层提出“不以地产作为短期刺激经济的手段”后,各地直接或间接松绑调控政策、托底楼市的“小动作”被叫停,覆盖热点区域的调控政策(比如限购、限售等)基本保持稳定。今年以来,市场预期较悲观,开发商普遍降价促销,而调控加码“融资端”以后,开发商资金来源增速呈下降态势,从上半年的7.5%左右降至7%,其中国内贷款和自筹资金下降明显。那么,在当前的市场预期、政策环境、资金环境下,缘何房地产还能明显改善呢?

笔者认为,首先,去年基数低是今年10月

全链条改善的重要原因。比如,去年10月新开工面积只有1.6亿平方米,较去年下半年其余月份(都在2亿平方米以上)的差距较大;去年10月1.38亿平方米的销售面积,也是年内低点,低于下半年1.57亿平方米的月均规模。其次,调控趋严、预期转弱、资金面紧缩等原因,倒逼开发商“降价跑量”,促成短期地产链条快速循环,导致上中下游数据转好。比如,今年8月份开始,开发商大规模促销,销售均价(销售金额/销售面积)连续4个月下降。笔者在调研中还发现,开发商普遍祭出全员营销、转中介营销等手段。

房地产政策氛围改变以后,开发商“快周转”的诉求更强烈,这对于促进销售有很大的改善。另外,基于行业内外部环境判断,当下开发商普遍认为,全国新房销售的空间趋于触顶(在17亿平方米左右)。由此,当外源融资渠道紧缩后,内源融资(开发贷+销售回款)备受重视。于是,在需求尚稳定的情况下,开发商纷纷“抢跑”销售节点,提高存货周转率,工程节点考核趋严,新开工向“饱和备货”靠拢,以抢夺宝贵的增量空间。所以,新开工、销售就表现出良好走势,补库存也让土地市场开始触底反弹。

此外,从融资成本、政策倾向看,行业发展越来越有利于大房企,大房企拿地相对稳定。土地出让配建要求、竣工交付要求、客户产品诉求、维权意识等方面,政策监管越来越严格,市场要求也越来越苛刻,融资对于抵押物的品质要求也越来越高,这些都有利于大房企运营。因此,行业集中度明显提升,龙头开发商销售、拿地等方面的竞争越



来越激烈。

今年各地(包括三四线城市)在售库存普遍不高。特别是近期地方政府普遍面临财政收支压力,土地市场上挂出很多优质、低价地块,四季度拿地窗口开始出现。基于“补库存”、提高销售排名的需要,加上2020年融资计划铺排,也需要提前落实一定规模的土地储备。于是,近期大中型开发商开始增加拿地,从而助推土地市场趋于好转,这就为行业全链条快速循环创造了条件。

竣工改善是目前房地产市场另一个大的看点。截至目前,竣工面积连续22个月负增长,今年1-10月份降速为-5.5%,较上半年两位数以上的降幅(最高达20%以上的降幅)明显收窄。一方面,根据施工证规定的竣工期限(两年左右),2016-2018年连续两位数增长的

快速开工后,从今年下半年开始,竣工将明显增加。另一方面,目前无论是政策监管加强,还是业主维权意识增强,延期竣工现象明显减少,未来新房交付将大面积增长。

今年,调控政策和商品房市场走势与去年类似。年底和年初稳定增长的举措,都触发了“阳春”行情;年中强化调控,导致下半年政策收紧,市场表现为“前高后低”;年底强调“一城一策”,加上开发商促销力度加大,11-12月开启“翘尾”行情。因此,展望年底两个月,商品房市场有望维持去年末的“年末翘尾”。但是,由于高基数,年末单月销售增速会下降。展望2020年,在经济下行压力下,调控政策将更强调“稳地价、稳房价、稳预期”,“一城一策”会更加灵活实施,融资环境也将张弛有度,房地产市场会更加分化,但总体平稳。