

■ 高端视野



□中国人民大学商法研究所所长 刘俊海

IPO核准制改革的核心是将核准制改为注册制,并将监管者发行监管部门的工作职责,由目前的实质审查转变为审慎的形式审查,进而全面构建以充分信息披露为基础、以审慎形式审查为核心、以严格法律责任追究为后盾的公开发行注册制。同理,并购重组核准制也应改革为审慎的注册制。

鉴于股票公开发行并上市的行为涉及公众投资者利益,与非上市公司尤其是有限责任公司股东的设立登记行为有所区别。笔者认为,将注册行为理解为“形式审查”的要求是不够的。换言之,IPO注册制既不是不审查,也不是实质审查,更不是毫无约束的形式审查,而是审慎的形式审查。

升级信息披露制度

透明度是证券市场监管的基础性工程。以美国为代表的证券市场监管的核心是以信息披露为基础的监管,将制度与监管措施都牢固建立在信息披露基础之上。我国证券市场监管也应以信息披露监管为核心,以提高上市公司及资本市场的透明度为目标,以强化上市公司的信息披露义务为重点。

信息是证券市场的血液,国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》将股票发行制度改革的工作中心明确为信息披露,绝非偶然。笔者认为,为使上市公司透明度原则得到贯彻,确保信息公开制度的可操作性,有必要充实与细化信息披露的要求。上市公司的信息公开应当同时符合真实性、准确性、完整性、充分性、及时性、公平性、合法性、易得性、易解性等多项标准;违者,应当依法承担相应

的法律责任。建议借鉴以色列的经验,积极推行上市公司的实时披露制度,责令上市公司在披露事项发生之时即应通过公司的官方网站与监管者指定的信息披露媒体同时披露相关信息。为提升信息披露质量,建议在法律法规中授权公众投资者在对上市公司的披露信息合理存疑时,依法前往上市公司查询相关的会计账簿。公众投资者在对会计账簿存疑时,还有权就会计账簿中的某一科目,要求上市公司为其查阅原始凭证(包括发票与合同等)提供便利。

取消强制保荐制度

2005年《证券法》引入强制保荐制度的主要目的在于,扭转投资者与上市公司申请人之间的信息不对称局面。按照此种制度设计,保荐人与公众投资者之间存在信托关系。其中,保荐人是受托人,IPO申请人是委托人,公众投资者是受益人。也可以把保荐机构理解为公众投资者的代理人,公众投资者是本人,被代理人。无论作为受托人,还是作为代理人,保荐机构都应对公众投资者诚实守信,勤勉尽责。

为鼓励公司自治,建议取消《证券法》中的强制保荐制度,彻底终结专业化的保荐机构与拟上市公司“强强”联合,导致公众投资者更弱、失信融资方强者更弱的现象。这既有利于强化投资者的风险意识,也有助于淡化监管者对保荐制度的信用背书色彩。

当然,上市公司申请人仍可自愿选择保荐机构和保荐人。但修改中的《证券法》应当明确以下三项内容。首先,保荐机构与保荐代表人是公众投资者的受托人,保荐机构与保荐代表人应当对公众投资者,而非拟上市公司履行诚信义务和信托义务。

●为鼓励公司自治,建议取消《证券法》中的强制保荐制度,彻底终结专业化的保荐机构与拟上市公司“强强”联合,导致公众投资者更弱、失信融资方强者更弱的现象。

●在我国资本市场尚未引进惩罚性赔偿的情况下,财产担保的金额应当不低于拟上市公司申请的融资额。在资金超募时,监管者有权责令上市公司申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人继续就超募额度向其所有潜在受害投资者补充提供担保。

注册制改革应建立有效财产担保制度

其次,确立保荐机构对被保荐上市公司的欺诈发行的连带保证责任。为督促保荐机构防范自身的法律风险,推行保荐机构爱惜自身的商业信誉、倒逼保荐机构认真遴选IPO申请人、全面提升保荐行业的公信力,确立保荐机构和保荐代表人就上市公司申请人失信行为对受害投资者的连带保证责任。当然,保荐机构对受害投资者承担责任之后,有权向失信的被保荐人追偿;保荐代表人有道德风险的,保荐机构还可以向其有过错的保荐代表人追偿。

其三,借鉴旅行社质保金制度,建立健全符合资本市场保荐行业道德风险与执业风险的质保金制度。所有保荐机构都要基于其保荐业务的规模及其过往保荐业务中的信用记录,向监管者指定的法定存管机构(如中国证券投资基金业协会)缴纳法定金额的质保金。质保金不足以赔偿投资者损失的,投资者还可以继续追究保荐机构的连带保证责任。

建立有效财产担保制度

IPO申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人,不仅是公司上市的主要受益人,也是欺诈上市的始作俑者、主要策划者与实施者。为了提高IPO申请人的失信成本,降低其失信收益,降低公众投资者的维权成本,提高公众投资者的维权收益,有效震慑失信者,教育广大企业和企业家见贤思齐,化解广大中小投资者在遭受损害时的索赔难题,建议增设上市公司申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人在申请IPO时预先就其失信行为,给潜在投资者造成的财产损失提供有效的财产担保。

担保类型看,担保手段包括但不限于担保法与物权法规定的保证、抵押、质押等形式。但无

论当事人选择何种担保手段,都应满足真实、合法、有效、充分的基本要求。笔者认为,在我国资本市场尚未引进惩罚性赔偿的情况下,财产担保的金额应当不低于拟上市公司申请的融资额。在资金超募时,监管者有权责令上市公司申请人的法定代表人、控制股东和实际控制人继续就超募额度向其所有潜在受害投资者补充提供担保。

应引入惩罚性赔偿制度,完善民事责任追究机制。为充分发挥惩罚性赔偿制度的惩罚、补偿与教育功能,建议将2013年《消费者权益保护法》第55条规定的三倍惩罚性赔偿制度与《食品安全法》第96条规定的十倍赔偿制度推向资本市场,并进一步提高惩罚性赔偿的额度,建立上不封顶、下要保底的十倍惩罚性赔偿制度,最低赔偿额为投资者所在地居民的上年度月均收入。

值得注意的是,惩罚性赔偿请求权并不排除受害投资者的精神损害赔偿请求权。基于以人为本的主流价值观,某些受害者的精神损害赔偿金额有可能超越财产赔偿金额。把精神损害赔偿制度从消费品市场引向资本市场是我国资本市场走向投资者友好型阶段的一个重要标志。

同时,笔者建议充实监管者的监管资源,适时废止发审委制度。强化发审委和并购重组委的改革方向有两点:一是大胆废除发审委和并购重组委制度,进一步强化监管者内部发行监管机构的工作职责,同步增加发行监管机构的人员编制;二是保留发审委和并购重组委委员的诚信义务与问责机制。建议进一步健全委员会工作日志制度,提高发审委会议的透明度。

遏制房地产市场风险向银行体系蔓延

□中央财经大学经济学院 汪麟 冯春安

随着全国房地产增长出现疲态,各家银行开始逐步收紧对房地产企业的贷款。然而,已有的大量房地产贷款仍然使得银行面临着巨大的债务违约风险。3月宁波大型房企兴润置业资金链断裂,成为国内首个房地产债务违约的案例。这次开发商违约事件给银行敲响了警钟,银行正在面临来自于开发商越来越严重的信用风险,且这一风险主要表现为贷款资产的违约风险。

对于房地产开发企业来说,主要融资方式是通过房产抵押而向银行获得贷款,取得贷款的多少即取决于抵押物的价值。且由于房地产资产还被广泛用于其他类型贷款的抵押物,银行其他类别的贷款所面临的信用风险也会上升,这大大增加了风险的复杂性。由于抵押物所带来的资产负债效应,房价波动将对银行产生广泛的影响。

若房地产价格处于上升阶段,作为抵押物的资产价值随之上升,从而借款人的借款能力也相应提高,且房价上涨导致对房地产投资收益预期更为乐观,因此开发商会开始新的项目,这将会进一步提高借款人的负债率,使得银行的房地产贷款风险暴露水平增加。而当房价由涨转跌时,借款人抵押的房地产价值也会下跌,导致借款人的贷款能力减弱,并面临资金收紧。当抵押资产价值下跌幅度过大时,借款人甚至可以放弃抵押物而选择违约,使得银行的资产质量严重恶化。

此外,对于用于商业目的的房地产开发贷款和建筑企业贷款来说,房地产价格下跌所带来的违约风险更高,由于这些贷款主要偿还来源是房屋销售收入和房地产完工后的租金。若房价大幅下跌,开发商和建筑商的财务状况恶化,无法借入新的资金,进而难以保证项目的完工。在建的房地产若不能顺利完工,则意味着抵押物的价值近似于零,则商用房贷押贷款的违约率也接近1。

从历史经验来看,房地产贷款违约的增加是许多银行危机发生的原因,如1997年的亚洲金融危机。从我国的情况来看,近几年我国银行房地产贷款在其各项贷款中的占比大多保持在20%左右水平,最高月份甚至达到46%,且这个比例总的趋势是上升的,这表明我国银行的贷款投向对于房地产业的依赖度较高。而随着经济放缓、信贷需求的回落,银行业不可避免地对不良贷款率上升的状况。房地产行业的景气度及房价的下跌会导致房地产商不能及时偿还银行贷款,使得与房地产相关的不贷款率上升。

根据笔者对房地产贷款压力测试的实证研究结果,当房地产价格分别出现随中、高和极端程度的下跌时,银行的不贷款率也随之持续上升。当房价下降30%时,银行体系的不贷款率将达到11.48%,而根据国际上对银行业危机的界定标准,可以认为此时银行业极有可能出现系统性风险的爆发。在假设的压力情景下,银行可以依靠准备金覆盖温和和中度冲击的风险,而在严重冲击下准备金无法覆盖损失,不良贷款会通过资本和利润的侵蚀而对银行的稳定状况产生不利影响,甚至可能以资金链断裂的形式导致银行系统崩溃。

因此,若我国银行面临的房地产债务违约风险

得不到有效控制,而任其蔓延,则整个金融市场会因此承受更大的压力。而且随着债务违约事件的频发,会大量侵蚀银行的资本和利润,从而对银行的稳定状况产生不利影响,甚至可能以资金链断裂的形式导致银行系统的崩溃和实体经济运行的扭曲。

对于银行自身来说,为遏制房地产市场风险的蔓延,相关监管部门应采取提升银行防控房地产金融风险的能力。首先,各银行应严格控制房地产的贷款投向,加强贷款审查。应恪守保守、安全、真实等原则来执行房地产贷款标准,不仅要严格限制其新增房地产贷款,还应严格规定房地产贷款的比例和房地产抵押贷款融资的比率,在评估抵押物的抵押价值、确定融资比例或贷款比例等方面进行严格审查和控制,以避免信贷过度扩张和呆账、坏账损失。

其次,要加强对银行不良资产的管理,优化资产质量。不仅要密切关注房地产重点企业的经营情况,强化对银行房地产贷款资金使用情况的后续监管,密切关注贷款的潜在风险,从而可能出现不良和逾期贷款的业务应事前制定好防控措施。同时还要不断加强加强对现有不良贷款的清理和减退工作,加大对逾

期贷款的管理力度,以有效遏制不良贷款余额的增态势,降低不良生成率,从而确保信贷资产的质量,提高银行资本充足率,加强银行应对市场不确定性风险的能力。

此外,监管当局应建立完善动态的房地产贷款压力测试机制,加强对突发的风险事件的预警判断及应对能力。应积极借鉴国外先进的压力测试技术,并加以创新和改造使之能与我国国情相适应。通过将压力测试作为度量与预警房地产市场风险的常态化工具,有利于监管部门认识银行的整体风险,并根据测试结果制定相应的政策和调控措施,从而有针对性地提高银行风险拨备或资本金以增强抵御系统性风险的能力。

为了减少房地产市场及房价波动给银行带来的风险,仅仅增强银行的风险管理能力是不够的,还应从源头上控制住风险,这就需要房地产市场进行调控,维持房地产市场的健康发展。首先,对于房地产市场出现的问题,有关部门应制定相应的政策来对房地产市场进行调控。由于我国房地产市场存在严重分化,在制定政策时,应

区别对待。应建立符合各个城市特点的调控体系,根据各地的实际情况,分层次、分阶段地有序实施房地产调控政策,逐步促进大中小城市房地产市场的协调发展,而不是一刀切的制定抑制房地产市场的调控政策。

其次,建立我国房地产行业的多元化融资模式对于解决房地产市场过度依赖银行带来的房地产市场及银行体系的风险至关重要。应积极开辟房地产行业的融资渠道,利用资本市场上金融工具的创新,使房地产企业从以银行为主的间接融资转向以信托、基金为主的直接融资,使房地产企业慢慢由粗放式开发向精细化开发转变,优化企业资本结构,提高核心竞争力。这样不仅解决房地产行业融资问题,还可以分散房地产给银行带来的风险。

最后,构建房地产市场的风险预警制度,加强和完善宏观监测体系。对房地产市场运行状况进行监测预警,根据房价收入比及房屋空置率等关键指标判断房价、供求和房地产投资等指标是否处于正常区间,这对于准确把握市场运行趋势、科学制定宏观决策至关重要。

房地产销售疲软绝不单单是周期性下滑

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

其不利的。而销售回款占资金来源的比重,也已经从2013年的45%下降到今年1-4月份的40%。据笔者调研,在5月12日央行对房贷窗口指导后,除个别大银行加快房贷发放节奏外,各主要银行的房贷政策并未明显变化,销售回款下降的趋势短期内难以改善。

更需要关注的是,在前两轮调整中,需求只是暂时被抑制住,但本轮调整很大的特点就是供应相对有效需求的过剩问题。近年来,住房建设量连续几年超过城镇新增需求的增量,近3年2011-2013年城镇每年新增家庭在700万户以内,但每年住房竣工套数基本在750万套左右。根据“六普”的数据,城镇常住人口人均住房套数目前为0.9-1.1套/户,而2008年这一数据仅为0.74套/户。另外,未来每年城镇新增常住人口从过去十年平均2000万下降到1000万,有效需求的增量不会再保持旺盛的态势,当前的库存消化压力也难以在短期内缓解。

因此,目前销售疲软绝不单单是周期性下滑,既有趋势性的因素叠加,也有有效需求被高估的影响。从人均住房套数、人均住房面积(2013年为32.9平方米)等衡量供求关系的因素看,绝对的住房短缺已经过去,住房建设高潮已经过去;从有效需求来讲,过去10年中,尽管城镇每年新增2000万人,但其中有多少是有效需求需要掂量,常住人口中的非户籍务工人员、纳入城镇化边界的有房户要扣除一部分。另外,至于能否将城镇常住人口中的无房户转化为有效需求,取决于户籍制度、收入分配、土地制度等改革进度,短期内转化为有效需求的增量有限。因此,就中短期看,住房供应相对过剩的观点成立,相对于银行抛弃房贷,这对于开发商销售回款的冲击更大。

另外,2013年开发商122万亿的到位资金中,近40%的部分为高成本的自筹资金,包含民间借贷、信托、债券、基金等,综合融资成本在10%以上。从今年整体情况看,目前对于各类影子银行的打压仍未显著放松,二三季度信托偿付的高峰期即将到来。自筹资金不仅面临偿债压力,而且再融资和滚动融资的窗口已经关闭。

如果销售回款和自筹资金继续承压,这意味着占银行资金来源83%的部分未来将持续下滑,房企资金链问题将紧绷,出现倒逼破产的案例会增多。在前两轮楼市调整周期中,由于开发商对未来前景对未市场看好,再加上后续货币政策宽松的支持,前期激进的房企资金链断裂大多以收购兼并的方式出现和结束,破产多以隐性方式出现,影响范围和幅度也比较小。目前,由于开发商对未来前景悲观,而货币政策仅限于“微刺激”,债务刚性兑付也开始打破,未来中小房企、激进的大房企资金链断裂,将更多以显性的破产清算来结束。

考虑到银行存量贷款中有40%-50%的部分是房产或地产生抵押贷款,房企显性破产将会严重冲击到抵押物价值预期,银行信贷整体质量,未来改善房企资金链将是楼市面临的主要任务,特别是如何改善销售回款下滑颓势。从目前来看,银行存款压力在中短期内趋势性改善,融资成本下降有望传导至信贷市场,再加上房贷主体——国有商业银行对于房贷的支持力度会在未来边际改善,销售在中期也有望改善。中短期内,需要政府或国有商业银行对于首套住房贷款一如既往的优惠和支持;长期内,需要将城镇常住人口中的无房且无效的住房需求(主要是非户籍外来人群)转化为有效的住房需求,这就需要在户籍、收入和土地等制度上的改革。

棚改需抓住

开发性金融“牛鼻子”

□中国国际经济交流中心高级经济师 张影强

新一届政府成立以来,一直把棚户区改造作为稳增长、惠民生和抑房价的重要抓手。棚户区改造需要大量的资金支持,2014年我国计划改造470万户,预计完成投资额超过1万亿。

目前来看,由于棚户区改造周期长、利润率低,商业银行对棚户区改造融资积极性不高,棚户区改造的主力资金还是政策性银行。截至2013年,国开行提供的政策性金融贷款占棚户区贷款余额的60%以上。笔者认为,棚户区改造还需要抓住开发性金融这一“牛鼻子”。

国家开发银行是我国开发性金融的开拓者和实践者。未来国开行还需要大量资金支持棚户区改造,但面临主要的问题是资金来源不足。从国外开发性金融发展经验看,美国开发性金融机构的资金除来源于自有资金、政府拨款外,主要是来自金融市场融资。法国开发性金融机构在国家的支持下,以法定存款、管制储蓄、养老金等法定储蓄资金作为主要资金来源。德国开发性金融机构主要是从资本市场发债融资。日本开发性金融机构主要依靠财政投融资计划获得资金来源,很小一部分来源于海外市场。俄罗斯主要是通过国家主权信用融资。韩国开发性金融机构的资金主要来源公众存款、向政府和中央银行借贷和外国资金。新加坡星展银行的资金来源也主要依靠吸收存款,负债不是主要资金来源。

为突破我国开发性金融资金来源资本瓶颈,应从以下几方面扩充国家开发银行的资本金补充来源。

一是向老股东定向增发新股,扩大全国社保基金份额。2012年底全国社会基金权益总额为10,753.57亿元,投资收益率为7.01%,这一比例远远低于国开行2012年股东权益收益率13.37%。全国社保基金占总股本的2.19%,虽是国开行第三大股东,但从全国社保基金总规模和收益看,全国社保基金应继续增加对国开行的注资规模,扩大股份比例。

二是吸纳地方社保基金参股,重点向中西部地区倾斜。目前,各地方社保基金超过3.3万亿,需要找到一个低风险、收益较高的投资渠道。国开行发行的债券属于国家信用债券,是准国债且收益回报率较高。

三是引进大型国有资本运营公司作为战略投资者。目前我国央企拥有巨额资金,未来国企改革主要是实施分类管理,国有企业要逐渐退出竞争性领域,而专注于自然垄断、军工领域和公益事业。国有资产管理模式也将由管资产向管资本模式转变,成立专门的国有资本运营公司,未来可以吸引国有投资公司补充国开行资本金。

四是积极吸纳邮政储蓄资金。邮储银行拥有遍布全国近38000家分支机构。截至2012年2月末,邮储银行支持“三农”及小微企业的贷款累计投放超过8800亿元,惠及农户、小微企业580多万家。未来我国开发性金融应大力吸收邮政储蓄,支持棚户区改造和保障房建设。

资本市场可借鉴

“区间调节”经验

□凯乐科技副总经理 李本林

市场预期在资本市场发展中具有关键性作用。从一定意义上来说,资本市场的发展状况是由市场预期及其变化的状况所决定的。新“国九条”明确提出,健全稳定市场预期机制。笔者针对目前在建立预期机制方面的不足,提出如下几点健全稳定市场预期机制的基本构想。

健全科学市场预期的指标体系,确定合理的指标值和区间。也许有人认为,我国资本市场的改革是市场化导向,不应制定这些指标,笔者认为这是一种误解。我国经济体制改革的方向是让市场发挥决定性作用,但仍应重视制定国民经济和社会发展的年度和五年预期目标,发达市场经济国家也是如此。在这个预期的目标中,既有政策目标,也有量化指标预期,根据经济社会中的不同属性确定区间性、鼓励性、限制性等多方面的预期性或指令性量化指标。因此,在科学分析、综合平衡的基础上对资本市场在规模、速度、结构、效益等主要方面的市场预期目标,如总市值、总流通市值、平均市盈率、平均净资产、主要综合指数的区间等等进行指标量化是必要的。同时,我国资本市场经历20多年的发展,积累了丰富的经验教训和数据,因此也应是可行的。

健全及时的披露、宣传体系,使广大投资者能及时知晓、全面了解我国资本市场的预期目标。这种知晓和了解十分重要,将转变成实现预期目标的强大推动力,当市场从一个方向明显的偏离预期目标时,投资者就会自觉和不自觉地从另一个方向作用于市场,从而促使市场接近或实现预期目标。

健全有效的调控执行体系。该体系包括两方面的主要内容:一是对市场预期目标本身进行动态调整,当指标体系和指标值确定后,还应根据情况的变化适时进行评估、调整、完善。二是在市场运行明显偏离预期目标,而市场机制又不能有效发挥作用的情况下,应及时采取有效措施,促进市场预期目标的实现。新“国九条”提出,健全跨部门监督协作机制。相信这会使得调控的措施更加多样、有效。在这方面应借鉴我国宏观调控方面进行“区间调节”的经验,资本市场也应做好类似调控。