

# “能上则上”和“该退就退”

齐平

## 资本论谈

“股票发行注册制”出现在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》里,虽然有点出乎意料,细思又在情理之中。多年来A股市场的发行制度饱受诟病,市场化改革众望所归,从额度制、审批制再到核准制——一尝试之后,世界上多数成熟市场采用的注册制几乎成了唯一选项。

虽然有关方面一再强调注册制并非登记生效制,仍将加强信息披露监管,但与核准制相比,注册制无疑将带来新股发行数量的激增。也许不少A股市场投资者面临的困惑是:即使如现在由证监会和发审委为上市公司的诚信和质量背书的前提下,公司质量仍难免良莠不齐;如果进一步“放

权于市场、放权于投资者”,岂不更是泥沙俱下?

想知道实行发行注册制的市场什么样,也许通过观察在美上市的中国概念股能知道个一二。一些在国内上市无望的民企,纷纷转投财务标准不那么严苛的海外市场。但岂知迈进股市大门、融来第一桶金,只是“万里长征走完了第一步”,与国内公司一旦上市就高枕无忧不同,在美国上市后,更多的麻烦事儿还在后头:有遭遇做空力量打压的,有被投资者集体诉讼的,还有因信披违规直接被勒令退市的。结果有相当一部分企业混不下去,只好私有化了股票,打道回府。

这些企业遇到的坎儿,正是与注册制的“大进”相制衡的力量。强化后端监管,宽进严管,是与股票发行注册制相匹配的市场监管特点。

比如如交所对上市公司的退市标准作了具体的规定,从股权的分散程度、股权结构、经营业绩、资产规模和股利的分配情况,都有详尽的数量和非数量标准。只要符合退市标准,证交所可以立即启动相应的处理程序,效率很高。

如果说注册制对我们而言还是个新鲜事物,退市制度则是我国证券市场的“标配”,但各方“保壳”的积极性使退市制度落不到实处。2001年以来,A股市场退市的上市公司不足总数2%,这与每年纳斯达克大约8%、纽交所大约6%的退市率形成了鲜明对照。即使在新退市制度推出后的今年年初,沪深两市有多家暂停上市公司集体“回归”。在壳资源稀缺的条件下,越是濒临退市,越有希望上演“不死鸟”神剧,越有可能博取超额收益。这种逆向淘汰,也造成了A股市场炒作小盘股、绩差股的畸形审美。

活水不腐。优胜劣汰、有进有出,是股票市场实现资源配置作用的充分体现。可以肯定,即使在实行最宽松的注册制条件下,上市公司粉饰业绩、包装融资的动力依然存在。如果没有严厉的监管和责罚乃至勒令退市的“紧箍咒”,只靠投资者自行甄别、做空机制等,市场自我净化的过程必定漫长。

正如中国证监会主席肖钢所说:注册制改革是牵一发而动全身的变革。各方都已看到,信息披露、并购重组、退市等一系列市场规则,乃至证券法本身,都需要进行重新调整。但是首要的,还是把现有的退市规则落到实处。

眼下的A股市场,外面仍有760多家公司排队苦候IPO开闸,里面又有十几家\*ST公司2013年前三季度净资产及净利润同为负值,触发了退市的条件。市场何去何从,考验的不仅是投资者。

## 聚焦发行注册制改革

## 观察

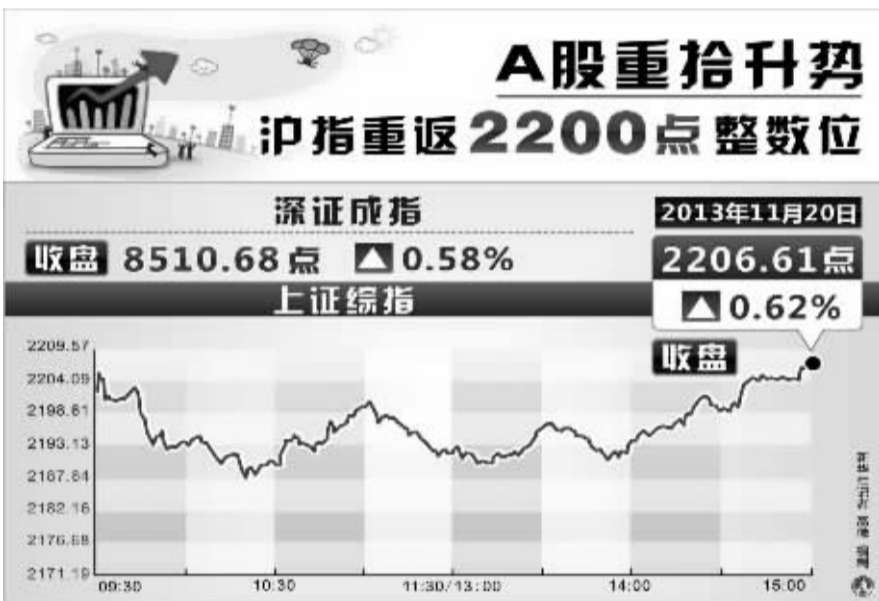
# 通用航空板块连续两日居榜首

本报记者 钱箬菡

短暂整固之后,11月20日A股重拾升势。上证综指重返2200点整数位上方,报2201.47点,与深证成指同步实现约0.6%涨幅。概念股整体走强,Wind资讯87个概念指数中,有78个实现上涨,其中,通用航空概念指数上涨6.38%,连续两日居概念板块涨幅榜首位。威海广泰、航空动力、川大智胜涨停,中航动控、中信海直、山东矿机、洪都航空涨幅均超过9%。

“中国人民解放军总参谋部、中国民用航空局11月18日联合发布《通用航空飞行任务审批与管理规定》,对相关低空题材板块形成利好效应。”西南证券分析师张刚说。

此次《规定》的实质性进展是推动板块上涨的根本原因。分析人士指出,目前我国低空空域改革试点已经扩大至“两大区、七小区”,即沈阳、广州管制区,唐山、青岛、杭州、宁波、昆明、重庆管制分区。部分改革试点地区的通信指挥和低空监视设施已经建设完成,并在沈阳法库、深圳南头、海南东方和珠海航空产业园建立了4个飞行服务站,构建覆盖通用航空低空飞行的服务保障体系。《规定》的发布将使得



低空试点从部分地区向全国范围推开,将以往尚不成体系的、分散的点串联成面,促进通用航空全国发展的提速。

《规定》中还厘清了部门权限,这将有

利于细化政策的出台。从通航产业链上看,最先受益的将是通航运营服务、维护保养以及通航培训,对设备制造业的订单刺激也将在中长期显现。

# 股指期货“减震器”作用凸显

本报记者 姚进

股指期货11月20日早盘高开,全天主要时段均在平盘状态震荡,尾盘多头小幅拉升。截至下午收盘,股指期货主力合约IF1312上涨20.4点,报2430.2点,上涨0.85%。而当日沪深300现货指数上涨0.53%,报收2424.85点。

“自上市以来,股指期货服务服从于现货市场,高度拟合未‘跑偏’。”中国金融期货交易所董事长张慎峰近期在研究报告中

认为,首先表现在,期货始终围绕现货价格波动,没有偏离现货走出独立行情。数据显示,二者高度拟合,价格相关性高达99.89%,收益率相关性也达到94.59%,基差率处于1%以内的交易日占95.62%。

股指期货对于股市的“减震器”作用开始显现。张慎峰表示,以股市长期波动率的数据为证,以股指期货上市3年半往前推同期间对比,2007年至2009年股市波

动率大,分别达到36.66%、48.26%和32.53%,而股指期货上市的2010年回落到25.04%,之后的3年间维持在20%至23%的水平,呈现显著降低之势。

“纵观全球股票市场发展的历史,有股票市场就必然会有股指期货市场,股指期货市场既是股票市场发展的必然产物,又是推动股票市场向较高级阶段进一步成熟完善的内在要求。”张慎峰说。

## 理顺地方融资渠道

# 市政债发行有望“破局”

## 今日关注

在日前公布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中,关于“允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道”的提法引起市场广泛关注。

业界纷纷预测,市政债的发行有望提上日程。不过,鉴于城市政府独立发债涉及预算法的修改,短期内“国家代发地方债+城投债”的模式仍将肩负起地方政府融资的重任。

决定明确指出,“建立透明规范的城市建设投融资机制,允许地方政府通过发债等多种方式拓宽城市建设融资渠道”。

“这样的提法不得不让人关注,因为根据我国现行法律,地方政府既不能发债,也不能有赤字。”一位券商研究员坦言,“如果

要对地方政府债务进行长期管理,需要重新调整中央与地方事权、财权的分配,即从根源上消除地方政府依靠土地城镇化进行增收和负债表外化的冲动。”

“对于地方政府债务,我们认为总体原则是疏而不是堵,其核心在于建立事权和支出责任相适应的制度。”国泰君安债券研究团队分析师徐寒飞指出,“地方债务的形成除了地方政府的内生融资意愿以外,还与地方政府的事权与支出责任不匹配有关,结合‘转变政府职能’的要求考量,未来地方政府融资可能主要倾向于非营利性项目通过市政债形式,营利性项目则需要依靠市场融资来解决。”

中国社科院金融研究所副研究员安国俊告诉记者,“允许地方政府发行债券,是实行分税分级财政体制国家的普遍做法。地方政府可以发行债券为基础设施建设及公共产品筹资,如英国、美国、德国和日本等国家,地方政府债在其财政收入及债券

市场体系中都占有重要地位。目前,发展地方债券市场也已成为新兴工业化、新兴市场转轨国家以及其他一些发展中国家的政策重点。”

事实上,近两年来,地方政府融资有很大一部分来自以信托为代表的“影子银行”。原因在于包括银行在内的渠道融资能力十分有限,维持GDP又必须依靠大规模的基础建设,地方政府迫于资金饥渴只得转向高成本的信托融资。

在业内人士看来,三中全会对地方政府财税体制、投融资机制的改革,意味着以市政债为代表的融资方式将逐步取代“影子银行”,也宣告基础设施建设类信托迎来拐点。

不论是信托公司的基础设施信托,还是券商或基金公司投资于基础设施的类信托资产管理产品,都不适合地方政府,因为成本太高。这类产品收益率大多在9%以上,加上各种发行费用,实际融资成本超过10%。而地方政府的大部分基建项目不

仅投资期限长,即使有回报也很少,根本不足以在一两年内还本付息。

中国信托业协会的数据显示,今年第三季度基建类信托增量已经大幅下滑。不少信托公司也在主动收紧此类信托业务。中建信托董事长杨金龙最近表示,今年公司的地方融资平台信托规模开始下降,存量规模不到100亿元。

现阶段地方政府透明的融资渠道的确十分有限,仅包括城投债和中央代发地方政府债券。

安国俊告诉记者:“虽然市政债发展的必要性十分了然,但要放行市政债,首先应给予城市政府独立发债权,这涉及预算法修改,不能一蹴而就。”

中国社科院金融重点实验室主任刘煜辉亦表示,短期内地方债仍将仍以财政部代发为主,地方政府还难以成为独立发债主体。文/新华社记者 杨溢仁 王鹤 (据新华社上海11月20日专电)

## 证监会规范社交媒体信息发布

本报北京11月20日讯 记者何川 钱箬菡报道:证监会今日表示,社交媒体发布上市公司相关信息应遵守证券法律法规的规定。信息披露义务人在公司网站及其他媒体发布信息的时间不得先于指定媒体,不得以新闻发布会或者答记者问等任何形式替代应当履行的报告、公告义务。证监会及证券交易所依法对社交媒体信息发布行为进行监督。社交媒体发布、传播上市公司未公开信息导致股价异常波动的,证券交易所将依法核查是否涉嫌内幕交易或操纵市场,是否存在通过融资融券交易、股指期货交易等做空工具进行跨市场套利等情形。

针对如何对上市公司不在指定媒体上披露的信息进行监管一事,证监会表示,对于《证券法》等法律法规规定的必须披露的信息,上市公司应在指定媒体披露,也可在其他媒体披露,但披露时间不得早于指定媒体,披露内容不得多于指定媒体,否则将构成信息披露违规行为,证监会将根据情况采取相应的监管措施。

## 人民币对美元中间价创纪录

据新华社上海11月20日专电 (记者王淑娟) 来自中国外汇交易中心的最新数据显示,11月20日人民币对美元汇率中间价报6.1305,较前一交易日继续上涨12个基点,再次刷新汇改以来的新纪录。

美联储主席伯南克即将发表讲话,美国系列重要经济指标也即将公布。隔夜国际汇市美元兑主要货币汇率普跌,人民币对美元汇率中间价继续上涨,并创下汇改以来新高。

## 金银期货价格反弹

据新华社上海11月20日专电 (记者陈爱平) 20日,国内金银期货反弹。

数据显示,上海期货交易黄金期货交易最为活跃的2014年6月份交割合约夜间交易平开,报每克253.95元;开盘后震荡下挫,跌至当日最低点每克253.15元;盘中震荡运行,20日尾盘跳涨至当日最高点每克254.2元;最终报收于每克254元,较前一交易日结算价上涨0.05元,涨幅0.02%。

白银期货亦反弹,主力合约报收于每公斤4227元,较前一交易日结算价上涨29元,涨幅0.69%。白银期货共成交164万手,成交额1035亿元。

## 工行获批在新西兰设子银行

本报 记者谢慧从中国工商银行获悉:11月19日,新西兰储备银行正式批准了中国工商银行在新西兰开设子行并进行经营活动的申请,工行成为第一家获准在新西兰营业的中资银行。

根据新西兰储备银行的批准文件,中国工商银行新西兰子行由即日起正式成为当地注册银行,可在当地监管法规允许范围内,经营范围包括零售业务和批发业务在内的各项银行业务。

## 46家企业登陆上海股交中心

据新华社上海11月20日专电 (记者郑钧天) 19日,46家企业成功登陆上海股权托管交易中心中小企业股权报价系统(Q板)。至此,上海股交中心的Q板挂牌企业总数已达249家,其中3家企业已顺利转板至非上市股份有限公司股份转让系统(E板)。

上海股权托管交易中心总经理张云峰介绍,自今年8月7日Q板上线运营以来,上海股权托管交易中心已成功构建“一市两板”的新格局。

E板方面,上海股交中心E板共促进挂牌公司实现股权融资12.39亿元,获得银行授信额度30亿元,已落地信用贷款、股权质押贷款5.56亿元。目前,E板95家挂牌公司总股本26.8966亿股。

Q板方面,据上海股交中心统计,Q板挂牌企业以信息服务类企业居多,占比高达20%。

## 上海家化遭证监会立案稽查

本报 上海家化11月20日盘后公告称,当天公司收到证监会《调查通知书》,因公司涉嫌未按规定披露信息,证监会决定对公司立案稽查。

上海家化还于同日收到上海证监局《关于对上海家化联合股份有限公司采取责令改正措施的决定》,该决定书认为公司未在相应年度报告中对关联方沪江日化及与其发生的关联交易进行披露,未对与沪江日化发生的采购销售关联交易进行审议并在临时公告中披露,2009年度公司未对与沪江日化发生的累计3000万元资金拆借关联交易进行临时公告披露,违反了相关规定。

上海证监局要求公司应当自收到责令改正书之日起30日内向其提交书面报告。(赵文)

提示:本版投资建议仅供参考,据此入市,风险自担。

本版编辑 曾金华 赵学毅  
电子邮箱 jrbzbsc@126.com