

编辑 孙丽朝 美编 张森 责校 朱楠 电话:84285566-3258 bbtzbs@163.com

# 肖钢的十道坎儿

北京商报记者 况玉清 潘敏/文 张森/制图

在中国的金融市场里,除了央行行长之外,另一个最受市场关注的职位恐怕莫过于中国证监会主席。在郭树清履新山东之后,中国证监会迎来了其历史上第七位主席——中国银行原董事长肖钢。上任之初,肖钢就明确承诺保持政策的连续性,然而在分析人士看来,既要保持政策的连续性,继承和发扬郭树清未竟之改革,又要做出自己独有的成就,这对于肖钢来说似乎并非易事。这位新任的主席,未来的改革路上将会遇到怎样的棘手难题?

6124.04

2007年10月



从2007年的6124点到昨日的2317点,随着五年熊市的消磨,在今天的A股市场上信心比黄金更珍贵。图为2007年3月至昨日上证综指走势图。

1664.92

2008年10月

## 1 遇上新问题 如何面对

不可否认,肖钢绝对是中国金融市场的老兵,然而证券市场尤其是证券市场的监管问题对肖钢来说仍然陌生,老兵如何化解遇到的新问题将是一个巨大的挑战。

公开资料显示,肖钢的金融生涯始于1981年,这一年他开始了央行的工作。1989年,肖钢开始担任中国人民银行政策研究室副主任、主任,1994年到1995年期间,肖钢调任中国外汇交易中心总经理。1996年到2003年之间,肖钢重回央行担任央行行长助理,一度坐到央行副行长的位置。2003年,肖钢到中国银行担任董事长。

肖钢与包括周小川、尚福林和郭树清等前几届证监会主席的经历有着惊人的一致:在担任证监会主席前,都在银行系统担任高管,但都无证券行业经历。

从肖钢担任证监会主席后各方的反应来看,市场对这位新主席最大的希望就是保持政策的连续性,而肖钢本人也承诺要在他的证监会主席任内保持政策的连续性。分析人士认为,肖钢今后的压力在于:一如自己承诺所言,要保持政策的连续性;同时也要做出自己的独有成就,而二者之间有时往往相互冲突,如何权衡又是一个新问题。

## 2 IPO堰塞湖 如何疏导

800多只IPO排队在证监会发审委的大门之外,如何化解这一高危堰塞湖,对于任何一位证监会主席都是一个不小的考验。

长期以来,新股发审节奏过快、过度融资,导致市场严重“缺血”,这一直是IPO最受市场诟病的一环。“IPO不审不行?”这是郭树清抛向资本市场的深层发问,由此引发的思考也引爆了发审体制的改革。

暂停IPO,是郭树清赢得投资者信任和支持的又一重要砝码。也正是因为暂停了IPO,才使得市场出现了相对稳定的局面,从去年11月开始出现了一波不错的行情。

肖钢称将保持政策的连续性,那么首先面临的考验是如何重启IPO。由于当前正处于IPO实质暂停阶段,及IPO在审企业财务报告专项检查的关键时刻,市场特别关注如何重启IPO。只要把住IPO审核关,让圈钱者难以得逞,投资者没必要对证监会换届过于敏感。真正可怕的是,改革与治市没能压住IPO圈钱之风。

有媒体报道称,证监会换届消息公布后,部分在审企业对于IPO重启的预期产生了变化,对是否要撤材料持观望态度。这表明有些在审企业心存侥幸,期待新主席早日开闸IPO,希望审核时能够“放一马”。

很显然,这种苗头是投资者最为担心的。如果IPO重启继续充斥着圈钱、造假行为,如果不顾二级市场疲弱而再现IPO高峰,投资者信心的提振难以指望。即便监管层全力推动引入各类长期资金,A股市场回暖也只是南柯一梦。对投资者来说,期待证监会警惕并压住IPO圈钱冲动的抬头,这一点比IPO选择在何时重启更为重要。

## 3 市场信心 如何重振

自从经历了2009年的牛市之后,A股市场在此后长达三年的时间里一蹶不振,直到去年12月上证综指跌破2000点创下了近四年来的新低之后,市场信心已经跌至谷底。尽管去年底到今年以来,A股指数有小幅回升,但显然市场信心并未修复。如何挽回投资者对中国资本市场的信心,让A股市场走出单边下跌的阴影,是肖钢面临的另一个棘手难题。

不过,在重振市场信心方面,有分析人士提醒肖钢,应该吸取郭树清时代的教训,救市应该更重视长期根本效果,而不能仅仅局限于短期的信心修复。

据悉,早在郭树清接手证监会之后,救市便一直是郭树清工作的重中之重,正是出于这个目的,郭树清大力引进外国资金进入A股市场,不仅推进了社保基金和住房公积金的入市准备工作,同时也降低了QFII入市的门槛,但郭树清的这些救市措施也引来了业界的一些批评,有批评人士认为,单纯依赖引进外国资金的做法去救市,并不是长久之道,即便成功,也只是短期的资金市,并不能真正修复市场的长期信心。更何况最终的事实证明,郭树清执掌证监会的17个月里,A股在绝大部分时间仍然呈现的是单边下跌的走势,17个月里上证综指的区间跌幅达到了7.7%。

上述分析人士认为,更为有效的救市措施应该从加强市场的制度建设出发,加快市场秩序的维持和上市公司信披等各项综合措施的全面推进,保证市场的公开、公平与公正,因为只有市场秩序让投资者放心了,资金才会真正进场。

## 4 “三公”建设 如何加强

要建立“公平、公正、公开”的资本市场一直是监管层呼吁的口号,新一届政府对于“三公”建设的强调使得这一命题更加迫切。“公平、公正、公开”的“三公”原则,是证券市场赖以生存的基础,但在A股市场中,利益分配机制严重失衡,“三公”原则遭随意践踏的现象却如同家常便饭,在这些现象的背后,是投资者特别是广大中小投资者的切身利益得不到有效的保护。

目前的资本市场中,投资者还是忍受着与“三公”相逆的现象,比如一级市场的疯狂扩容、上市后高管疯狂离职套现。而疯狂扩容的同时,从一级市场拿到钱的上市公司大股东或高管,很多不是想着真正把这笔钱投好投好,真正做大做强企业,而是等着解禁之后随时准备套现,一夜之间实现人生财务自由,或者另谋锦绣前程。

用问题多来形容当前的A股市场丝毫不为过,也正因为如此,郭树清履新中国证监会之后,在短短的一个月时间里,迅速地连续烧起了几把“大火”,其矛头无一指向股市的要害与软肋。其烧起的几把“大火”,实际上也是在向市场的不公平“开火”。肖钢上任后如何处理“三公”建设的难题将成为整个市场关注的焦点。

一个投资者利益没有“被保护”的市场,注定不会变成一个健康的市场,更甭谈什么健康发展与长治久安了。一个“三公”原则遭到践踏的市场,同样注定投资者会对其丧失

信心。打造健康股市,提振市场信心,应从维护市场的“三公”原则做起。

## 5 IPO改革 如何深化

郭树清新政的核心是IPO发行体制改革,而IPO发行体制改革的核心则是定价制度的改革。肖钢在上任之初就曾明确承诺,将“保持政策的连续性”,这也让市场普遍预期肖钢仍将在IPO改革上有一些新动作,然而肖钢到底会如何改,这也是市场关注的焦点。

关于IPO的定价问题,在尚福林时代,IPO的发行数量中只有25%的份额为机构认购,75%的份额为普通投资者认购,然而机构却拥有100%的IPO定价权,相反,作为IPO认购份额“多数派”的普通投资者却在定价中毫无发言权,此举备受市场诟病。郭树清接任证监会主席之后,对IPO定价环节做出了较大幅度的修正,将IPO发行数量中机构和普通投资者的认购份额调整至50%对50%,而且还有条件地尝试引入普通投资者询价制度,这在一定程度上加大了机构的配售比例,有利于新股发行价格的下降。

然而在市场人士看来,郭树清改革的力度仍然不够,因为在香港等国际资本市场,机构投资者是IPO发行的最大认购者,它们的认购量往往能够占到IPO发行总量的90%,新股中只有很少一部分面向普通投资者发售。因此,A股市场有必要向香港等国际资本市场看齐,继续加大IPO发行的机构发售占比,这不仅有利于新股发行价格的继续下降,而且还能有效防止新股发行过程中的利益输送行为,对于推进IPO的市场化改革具有重要的积极意义。

## 6 退市大棒 如何挥下

尽管郭树清在任期间连续推出了系列退市制度,退市机制的雏形已基本建立,但实质性退市在实施中仍然有难度。

随着中国证券市场的日益国际化,一个飞速发展的证券市场,如果没有与之相匹配的合理完善的退市制度,将无法承受国际化带来的冲击和挑战,从而制约证券市场的长期健康发展。因此,完善我国证券市场退市制度就显得非常重要和迫切。而我国上市公司退市制度的研究,不仅是退市相关法律法规方面的问题,还涉及到整个证券市场体系方面的问题。而在我国建立起完善的上市公司退市制度,必须与整个证券市场体系紧密结合起来。

证券市场退市制度的改革涉及到各方面的利益。比如,要实现上市公司的批量退市,势必会对退市公司所在地区经济造成负面影响,一旦数量众多,这些地区必然会对退市制度不满。有分析认为,应严厉打击现在市场中充斥着垃圾公司重组的投机氛围,应让所有省份的ST公司按照一定比例进行淘汰退市。按照目前的退市制度来看,实现上市公司批量化退市太难,如果没有严厉的退市制度,证券市场可能会重现绿大地事件。

在目前的情况下,如何让欺诈上市、发布虚假信息的公司尽快退出市场,这种机制要尽快建立。一方面,需要对我国上市公司现行的退市制度进行完善,明确相关的法律法规条

款,直接将一些情况恶劣的上市公司清理出市场;另一方面,需要加强对我国上市公司的督促,想方设法提高公司质量。对劣质上市公司施加的处罚偏低,难以触动公司管理层的神经。如果退市制度在实施过程中效果比较差,容易造成劣质公司在股票市场的健康发展,以至于给投资者带来比以往更大的投资风险。

## 7 金融创新 如何推进

金融机构的创新推进是郭树清在任期间重点推动的又一内容。在短的时间内,券商、基金等金融机构联合掀起了一场创新金融风暴。频密的创新政策让金融机构开始认识到“这次是在玩真的”。肖钢上任后如何将此项任务继续推行无疑是其面临的又一个难题。

在本届政府重点提出城镇化的概念时,作为推进城镇化重要支撑和配套服务的关键内容,金融如何改革创新?如何提升金融服务并力避潜在风险增加?这些都成为业内关注的焦点。

在此前召开的全国“两会”上,不少代表委员对于如何构建多层次金融体系,进一步支持城镇化建设,提出了很多好的建议。全国工商联建议,加快发展民间金融机构,切实缓解融资难题,鼓励商业银行推出专项基金,支持民营企业参与城镇建设相关项目;积极开发适合小微企业需求的多种金融产品,拓宽抵押品范围,放松贷款条件;加大对小型金融机构的财税扶持力度;鼓励民间资本大力发展村镇银行、小额贷款公司、融资租赁公司等民营金融机构。

要满足新型城镇化过程中的金融需求,需要构建多层次的配套金融体系。业内人士表示,未来要按照新型城镇化建设的要求,努力打造开放、多元、协调和创新的城镇化金融服务体系。既要加快建立银行、保险、证券等多个金融机构参与的综合金融工具体系,特别是要加快直接融资的发展,弥补金融资源不足,同时又要加快金融创新,创造性地破解城镇化融资中的制度瓶颈,规避城镇化过程中的金融抑制问题。

所有的上述内容,作为新任证监会主席的肖钢如何应对都将成为关注的焦点。

## 8 中国股市 如何定位

A股市场一直有“圈钱市”的恶名,上市公司常常肆无忌惮地“圈钱”,却吝啬分红。如果一个股票市场长期给投资者的分红远低于印花税、红利税、券商佣金等费用的总和,那么投资者就会很自然地通过投机来博取短差,长期投资、价值投资就是一句空话。

郭树清上任后第一把火便烧向上市公司分红,其后对上市公司分红也出台了系列规范,2011年11月,证监会通过有关负责人出面讲话的方式,要求所有上市公司完善分红政策,并且从首次公开发行股票开始,在公司《招股说明书》中细化回报规则、分红政策和分红计划。今年初,上交所更是发布《上市公司现金分红指引》,明确向上市公司提出现金分红比例不低于30%的指导意义,规定分红比例低于30%的上市公司必须做出相关说明。

尽管上市公司分红的问题没有得到彻

底解决,但在投资者心目中分红的概念得到有效加强,对上市公司本身也起到一定的震慑作用。投资者可能会发现,2012年选择分红的公司特别多,这是证监会分红新政带来的显著效果。分析人士表示,如果监管层继续坚持下去,A股市场的铁公鸡一定会越来越少。

肖钢上任后如何将市场的定位问题向深层挖掘,投资者也是拭目以待。

## 9 债券市场 如何建设

所谓直接融资,是间接融资的对称,亦称“直接金融”,是指没有金融中介机构介入的资金融通方式。直接融资的主要工具包括股票、债券等等,而银行信贷为间接融资。

然而,推进直接融资市场的建设,对于任何一位证监会主席而言可能都要面临着各种各样的压力,肖钢自然也不例外。直融工具虽然大幅拓展了企业的融资渠道,降低了融资成本,但却损害了以银行为代表的既得利益方的利益,容易因此受到来自各方的压力。因为直接融资工具所侵蚀的正是银行的传统信贷客户,社会融资总额中直接融资占比越高,企业对银行信贷的依赖就越小。

不过令人欣慰的是,除了股票以外,另一直接融资利器债券正在越来越受到来自政府高层的支持。郭树清在其17个月任期内的一个重要贡献就在于推出了中小企业私募债,降低了企业发债门槛,令越来越多的中小企业享受到了这一直接融资工具带来的便利。郭树清曾表示要大力发展债券市场,解决目前债券与股票市场不成比例的问题。

更为重要的是,国务院总理李克强在刚刚结束的全国“两会”总理新闻发布会上也明确表达了对债券市场的高度重视。而且据市场人士普遍预测,未来中国城镇化之路需要发展规模更为庞大的债券市场,募集资金为城镇化建设服务,而债券的监管权限属于中国证监会,因此,未来的肖钢在债券市场建设方面将大有作为。

## 10 新三板问题 如何处理

新三板和国际板的问题,一直都是资本市场高度关注的敏感话题,这对于肖钢来说是机会也是挑战。

目前新三板建设一直推进缓慢,而且在制度上也存在较大不足,如信息披露的监管与处理机制、新三板与A股市场的对接机制等方面尚有诸多需要完善的地方。此外,关于新三板的另一个现实问题是交易市场较为分散,目前很大程度上并未形成真正意义上的全国统一交易市场,北京、上海、武汉等原先确定的新三板几个主要试点都仍然处在各自为政的状态,缺乏真正有效的统一协调机制。

国际板的问题早在尚福林时代就已经提上议事日程,不过随后由于A股市场长期持续不振,国际板推出因此面临着巨大的市场压力。直到目前,A股市场仍未走出长期下跌的阴影,因此国际板的推出早已渐行渐远。在分析人士看来,国际板的推出,是中国资本市场国际化的重要一步,但同时也要考虑A股市场的承受能力,如何权衡其中的利弊也将考验新任证监会主席的智慧与魄力。

