

差异化资本利得税与注册制改革

王永春

差异化资本利得税政策是指在注册制过渡期和注册制内,对已上市的股票和新发行的股票采取不同资本利得税政策。已上市的股票继续实施免税政策,新发行的股票则征收资本利得税。差异化资本利得税政策有助于避免新股过度炒作对注册制的干扰,保证注册制的顺利过渡。

2018年开年两则同新股相关的新闻引人关注。

受国务院委托,证监会主席刘士余2月23日向全国人大常委会作说明,建议股票发行注册制授权决定期限延长二年至2020年2月29日。对于申请延长原因,刘士余表示,目前,还存在不少与实施注册制改革不完全适应的问题,需要进一步探索完善。经过全国人大常委会审议后,决定将授权期限延长到2020年2月29日。

3月14日,证监会对涉嫌操纵市场案的北八道(厦门)物流有限公司(以下简称“北八道集团”)开出证券史上最高罚单,罚没合计56亿元。根据证监会稽查总队披露,北八道集团2017年筹集几十亿元资金,200多个账号,并大量使用配资集中炒作张家港银行、和胜股份和江阴银行三只新股,累计获利9.45亿元,证监会按没一切五共罚没56.7亿元。

两则新闻反映了股票发行注册制改革的两个焦点问题。一是监管制度改革。IPO监管模式从行政审批过渡到以信息披露为核心。另一个是新股在二级市场的估值或定位机制,缺乏稳定的定位机制,二级市场不仅起不到价值发现功能,新股便完全被短线炒作控制。如果说信息披露为核心的监管制度是维系注册制的有形之手,而合理的新股定位机制则是助力注册制的无形之手。

一、新股定位机制与短线炒作

在近十年的注册制改革的过程中,市场的关注点是监管制度的改革,而把新股上市后定位简单理解为让市场主体决定IPO价格,市场均衡便会自动实现。在现实中,新股定位机制并不能简化为IPO市场化定价,除了发行价外。更重要的是在一二级市场间建立一致性,所谓一致性包含两层含义:首先在一二级市场间形成一致的定价逻辑。无论短期操作还是长期价值投资,新股和二级股票应该具备一致投资逻辑,这样上市以后才能平稳过渡到二级市场。其次在新股的分配上尽可能考虑到二级市场的供求、投资者收益和风险承受能力等,避免新股上市后过多的



短线交易。这体现为发行过程中各种技术安排,如设定战略投资人、询价模式及各种配售回拨机制等等。

中国股市诞生于高度行政管制环境,新股的估值模式长期同二级市场脱节,典型特征就是新股不败神话和无套牢盘炒作模式。这种情况下简单将新股定价权交给市场,新股很容易被过度炒作绑架,反而降低了市场的有效性。历史上两次市场化改革中,投资者坚信新股不败神话,即使破发,最终也会获得超额收益。最后,新股价格和二级市场完全脱节,市场因全面失衡而崩溃,监管部门不得不管制价格和发行节奏,发行市场重新回归行政管理模式。

回归行政管制的IPO市场反而进一步强化新股不败的神话。根据财汇大数据终端统计,A股2016上证指数和深圳指数分别下跌12.31%和19.64%。而新股平均开板收益率却达到创历史纪录的410%。与此相对应,2016年美国IPO市场的整体回报率为25.5%,同期标普500和道琼斯指数分别上涨11.24%和15.24%。一、二级市场间处于同步状态。

二、差异化资本利得税

基于中国证券市场的特性,笔者认为抑制新股的过度炒作是实施注册制的关键因素之一。管理部门一直在关注这个问题,如控制上市当日最大涨幅和涨跌停板制度,但这些技术手段不起决定作用。

抑制新股短线炒作的成功方案需要统筹三个方面,1、大幅提高新股短线交易的边际成本。2、保护现有二级市场利益,避免政策变化导致的市场波动。3、不伤害长期投资,为新股定位提供锚定点。实现以上三点,可在短线炒作和长期投资间形成成本差距,强化长期投资的优势,从而确保新股向市场均衡价格收敛。

证券资本利得税或证券投资收益税是对证券投资收益进行征税,按照《个人所得税法》,应证券投资收益个人所得税率为20%。证券市场初期定位为国有企业改革募集资金,因此财政部决定“暂免”征收,实质上成为长期政策。

所谓差异化资本利得税包含两个维度,首先只对新发行上市的股票征收利得税。原来已上市的股票继续保持免税政策。其次对不同期限投资采取差异化对待,短期交易高税率,中期投资低税率;长期投资零税率。具体实施方案如下:

第一,国家税务部门明示,对新政策公布前已上市的公司免征资本利得税的政策10年内长期保持不变,而且政策调整至少提前1年公布,以消除市场不确定因素。

第二,新政策实施后的新发行上市的公司,其股票上市交易后需缴纳资本利得税。

第三,计税投资期限根据获得流通权的时间计算。流通股股东按股票买入日时间计算;非流通股从获得流通权开始计算,法定锁定期不计入应税投资期限。

第四,依照《个人所得税法》原则,具体税率结构按如下设计:

持有期不足12个月,适用税率20%,且盈利不能被以往损失抵扣,亏损也不能用于抵扣未来盈利;

持有期满12个月不足36个月,适用税率同样为20%,但盈利可被以往损失抵扣,投资损失可抵扣未来盈利;

持有期满36个月不足60个月,适用税率10%;盈利可被以往损失抵扣,投资损失可抵扣未来盈利;

持有期60个月以上,税率为零。

第五,借壳上市等同于IPO,上市公司资产重组被证监会认定为借壳上市的,自重组完成之日起按新上市公司征税。为保护投资人利益,上市公司应在重组方案中专门说明

重组的税收影响并提出解决方案,经流通股表决通过后方可实施重组。借助最高政策,可以通过市场途径解决壳公司过度炒作的问题。

采取以上方案,即保护了现有二级市场投资人,又区分了短期和长期投资人。使长期投资在新股上市定位过程中占据优势,重新确立新股定位机制。

三、差异化证券利得税的溢出效果

当前宏观形势以减税,优化税收结构为核心,目前中国宏观税负偏高。因此要树立增一税同时减一税的原则,保持宏观税费适当下降。资本利得税是累进性的直接税,比较其他直接税,具备信息系统完备,征税成本低的特点。随着差异化资本利得税增长,其影响将会逐步超出证券市场的范围。如果用它取代累退性的间接税,对优化税收结构,提高税收公平,减小贫富差距具有很大作用。

从证券市场层面,征收差异化资本利得税以不增加证券市场税负为前提。因此在征收差异化资本利得税的同时,应该取消证券印花税,在不增加总体税负条件下实现证券市场税负结构优化。印花税无论投资人盈利还是亏损都要纳税。而资本利得税仅对盈利部分征税,对投资人更公平。

从宏观层面看,未来中国资本市场还有巨大空间,资本利得税将随着资本市场发展而不断增长,其溢出效果不断增强。资本利得税作为一种直接税,具备累进性且征税成本低。用它来替代部分间接税,在不提高社会税负总额基础上,可改变中国间接税比重过高的问题,提高社会财富分配公平性。随着资本利得税的增长,可用资本利得税取代部分增值税。可考虑将企业最低企业社保费用纳入增值税抵扣范围,笔者将写文章专门论述。

从负债端去杠杆到资产端去杠杆

王庆

近期召开的中央财经委第一次会议再次对去杠杆作出部署,并首次提出“结构性去杠杆”。由此可以看出,当前去杠杆的重点已经由金融去杠杆转向了实体去杠杆,由金融机构的负债端去杠杆转向了资产端去杠杆。相应的,大类资产配置面临的环境也从宽信用、紧货币转向了紧信用、宽货币。

金融去杠杆初见成效

2015年以来部分金融机构资产负债表高速扩张,脱离了实体经济的融资需求和传统金融监管范围,金融链条过长、金融空转严重,累积了较大的金融风险。因此,金融去杠杆主要针对金融机构的同业杠杆,压缩同业链条。金融去杠杆的重点主要从金融机构的负债入手,主要手段是提高负债成本、设置负债监管等。2017年以来,“一行三会”相继出台了以“三违反、三套利、四不当”检查为代表的一系列监管措施,已经取得了一定的成效。2018年2月,全部商业银行的总资产增速已经由2016年末的16.6%降至7.0%,中小金融机构降幅尤为明显;表征同业资产的金融机构股权及其他投资增速从2016年末的64.4%降至0.5%。可以说,金融去杠杆已经初见成效。随着资管新规、商业银行流动性管理办法新规等的正式出台,金融去杠杆的过程将进一步深化。

结构性去杠杆 剑指实体经济去杠杆

中央财经委第一次会议首次提出“结构性去杠杆”的概念,要求尽快把地方政府和企业部门特别是国有企业的杠杆降下来,努力实现宏观杠杆率的稳定和逐步下降。在中国的政治经济学中,国有部门是信贷扩张的主要驱动力。管控住了地方政府和国企,也就遏制住了银行资产端增速。自去年底以来,财政部出台了一系列严控地方政府债务的措施;各类规范银信合作等影子银行的措施,则旨在堵住地方政府和国企的各类非正规融资渠道。今年以来社融增速的快速回落,实体经济去杠杆已经初见端倪。

从宽信用、紧货币到紧信用、宽货币

2017年去杠杆主要针对金融领域,因此央行稳健中性的货币政策在执行层面总体是偏紧的;实体经济信贷扩张的动力仍然较强,金融机构为了维持资产端的扩张,不断提高负债吸收成本。其结果是,广义流动性增长偏松(社融代表的广义信贷增速较高),但货币市场流动性持续偏紧,利率债等不断受到抛售。在今年实体经济去杠杆的背景下,广义信贷增速快速放缓,贷款利率大幅上升;但信贷供给收缩后,金融机构负债扩张的压力降低了,货币市场利率快速下行,利率债也再度受到投资者的青睐。