

watch|上证观察家

# 加快构建与经济相匹配的多层次资本市场

□刘煜辉

中国经济日趋复杂,不仅参与主体多样、利益集团各异,而且产业结构、区域关系也变得越来精妙,相应地对市场环境和制度环境的要求也变得越来越来高。比如,金融和资本市场与实体经济之间应该有一种怎样的合理关系,就是一个问题。这个问题虽然早已被大家注意到了,但没有比现在更加迫切地需要拿出具体办法来解决的了。

前不久,证监会主席尚福林称,我国资本市场股权分置改革基本完成,目前正在发生转折性变化,正在进入一个新的发展阶段。证监会将推进多层次市场体系建设,将把发展公司债券市场等在内的六大举措作为下一步重点工作。这番言论意味着监管当局对构建一个健全有效的资本市场体系有了战略性的考虑。

其实,关于“多层次资本市场”,过去我们谈了好些年,但最后却陷入了两个误区。一是以“多品种”的讨论来替代“多层次”的讨论,时而谈股票时而谈债券,结果什么也没谈清楚;二是以“板块”概念来取代“多

区域性、多层次的市场是构成全国性市场的基础。在市场经济中,多层次资本市场的功能定位非常明确,一是要为包括中小企业、高技术企业、民营企业在内的各类企业提供权益资本的融通渠道,二是要为包括个人和机构在内的财务投资者更多地提供获取投资回报的股权手段。从中国资本市场长远发展计,现在改革的重心要逐步转移到打破金融垄断,放松金融管制,培育那些能够提供基础服务、能够满足普遍性需求的金融机构及市场。

层次”。2004年紧锣密鼓推出的“中小企业板”,入市标准都遵从《公司法》,不可能与其他上市公司有所差异。最多是行政方面做了些许安排,充其量是在排队等候审批的公司中,先批那些技术含量高的或先批股本总额少的上了市罢了。

然而,试想沪深两市,本来就已经是最高层次的股票市场,再怎么孵化出一个“多层次”市场来呢?在市场经济中,多层次资本市场的功能定位非常明确,一是要为包括中小企业、高技术企业、民营企业在内的各类企业提供权益资本的融通渠道;二是要为包括个人和机构在内的财务投资者,更多地提供获取投资回报的股权手段。

在现代化金融的市场经济

国家,金融业无不是以民间资本为主逐步发展起来的,其演化的常态必然是先小后大,先区域后全国,这就很自然地形成了多层次金融,根本无需政府去特意构筑。17世纪初,东印度公司等早期的股份公司设立之后,英国的股票交易开始流行。而最早的有组织的股票交易市场,是1792年始建于纽约证券交易所。可见在这200多年间,场外交易、柜台买卖是股票市场的唯一层次。各地各类证交所经过几十年的竞争与合并,才奠定了今日纽交所的基础。

而今,全球交易量最大的NASDAQ股票市场也是由最初的“粉单”场外交易市场,逐步到柜台交易,而后才到全美电子自动报价系统,故此完整

含义的“纳斯达克”应该包含有四个层次的市场:纳斯达克全美市场体系、纳斯达克小市场体系、OTCBB、粉单市场。整个演进过程是从小到大,并没有图大弃小。由此可见,区域性的场外交易和柜台买卖,作为最低层次的股票市场而存在,发挥着不可替代的功能。一言以蔽之,区域性、多层次市场是构成全国性市场的基础,这就是我们常说的“筛子理论”,看似简单但却蕴涵着市场经济的精髓,渗透了顺其自然的事物成长变化规律。不管什么市场,都必须多层次,由繁华大都市到无数中小卖场,再到街道里弄星星点点数不清的小商埠。巴西足球为何厉害?全国人都踢足球,不

用费劲,优胜劣汰,明星自己就蹿出来了。没有多层次的群众基础,凭几个教练选拔球员,把教练累死,也训练不出马拉多纳来。

中国实行的政府主导的集中型金融制度,在各个金融领域都是政府高度垄断大一统的格局,故此我们的股票市场必然是反其道而行之:一开始就建立了适合大企业的、最高层次的、全国性的沪深两市,适合一般企业的、初级层次的、区域性的股票市场则付之阙如;寡头垄断市场的结果是高成本低效率。老子天下第一,想发多少股票就发多少,想发谁就发谁。市场情况好的时候,全国几千亿资金都挤到两个独木桥上,“供不应求”,

萝卜快了不洗泥,没有投资价值被烂骗子坑人公司趁机泥沙俱下批量涌进股市,交易所也缺乏竞争早涝丰收,大赚得盆满钵流。积弊深重混不下去了,又三天两头喊着要推倒重来,政府还得三天两头救市,越救积弊愈深。

可见,中国资本市场要想走上正轨,现在虽然基本解决了“股权分置”,还远远未能触及市场的根本体制弊端。故此从中国资本市场长远发展计,现在改革的重心要逐步转移到打破金融垄断,放松金融管制,培育那些能够提供基础服务、能够满足普遍性需求的金融机构及市场。如此注定了中国金融发展的轨迹与市场经济常态恰恰相反,是先有大的再补小的,先有全国的再补区域的,先有政府的再补民间的,先有最高层次的再补初级层次的。就好像在有了大学的情况下,再补建中学和小学。“多层次资本市场”——中国迟早得补的一课,晚晚补代价越大。

(作者系中国社会科学院金融研究所中国经济评价中心主任)

## 意见“猝死”终结 阻止调控者的幻想



刘道伟 制图

□贾图

建设部《90平方米以下住宅设计要点》(征求意见稿)可能创下了一个朝令夕改的记录:1月9日,建设部网站公布征求意见稿,不到24小时即紧急宣布废止。废止的理由是该意见稿“不符合国务院办公厅和建设部文件要求”,问题是,一个直接参与房市调控政策的主要部委,何以犯下如此低级的错误?这种朝令夕改无异于自打耳光,遭到公众的强烈质疑也在情理之中。

“套型建筑面积90平方米以下住房面积要占开发总面积的70%”的细则,是中央九部委联合出台的,这项政策在出台之前,经过了认真、全面、细致的论证,是综合考虑了各种因素的结果。以90平方米为例,该数据并非凭空而来,而是综合实际统计数据得出来的,并且与之后发布的数据也相一致。2006年7月3日,建设部公布“2005年城镇房屋统计公报”显示,2005年,我国城镇居民人均住宅建筑面积升至26.11平方米,户均住宅建筑面积升至83.2平方米,仍在90平方米范围以内。

这充分说明,90平方米的住房面积是大多数人的需求,是真正的市场主流,把这一主流需求以“70%”的具体指标进行量化,就可以满足绝大多数人的需求。余下的30%指标留给对大户型有需求的富裕阶层,也是综合考虑各种因素的结果。一个常被引用的数据是,中国大约80%的财富集中在20%的人手中,30%的指标足够满足这类人群对高档住房的需求。

然而,一旦“套型建筑面积90平方米以下住房面积要占开发总面积的70%”的细则得到落实,小户型住房成为房地产市场的主流,我国房地产市场存在的一个非常严重的问题,即住房供应结构性失衡的问题,就将迎刃而解,而且,小户型由于总价降低,符合大多数人的实际需求,房价的下跌乃是必然的。也正因此,既得利益集团对

这一高度量化的硬性指标非常担忧,他们千方百计通过各种途径影响决策层,试图打开一个缺口。

在九部委细则刚出台不久,去年6月13日,建设部一位司长就指出,根据一般的测算,套型建筑面积和建筑面积大约相差10到15平方米。这就是说,90平方米的套型建筑面积约等于100到105平方米的建筑面积。尽管建设部随后进行了澄清,但至少说明既得利益集团对90平方米底线进行蚕食的行动已经展开。1月9日,建设部网站公布的《90平方米以下住宅设计要点》(征求意见稿)再次将小户型面积标准放宽,最高可达90平方米的1.19倍,约107平方米。

作为一个直接参与房市调控的部委,且是重要部委,建设部应该深知硬性指标动摇后的严重后果——这很有可能使整个房市调控布局被打乱。然而,建设部在90平方米立场上屡屡暴露出来的不坚定态度,令公众甚为疑惑。值得注意的是,在不到24小时,此意见即宣告猝死,而且废止的理由竟然是该意见稿“不符合国务院办公厅和建设部文件要求”,一个堂堂国家部委,即使再勇于纠错,其纠错速度如此之快,态度如此坦诚也显得超乎寻常。这说明,有关部门对90平方米立场的动摇,已经引起上层的关注,从一个侧面透露出,中央对房市调控的决心没有丝毫动摇,而且,将会采取更为严厉的措施,规范房市各方的行为,以使调控政策真正取得明显效果。

朝令夕改、自打耳光的做法,令建设部的公信力蒙羞。但是,这个教训并非只有建设部应该汲取,其他有关参与调控的主体,都应该放下部门利益的羁绊,摆脱相关既得利益集团的干扰,坚持中央调控政策不动摇。同时,那些对影响调控政策抱有幻想的开发商们,也应该正视现实,放下对大户型住房的盲目追捧,在获取暴利的同时也去承担一些社会责任,而不应该成为房市中的唯利是图者遭到公众的指责。

## 创新就是改变以往成功的想法

□张军

去年年末,我在复旦大学经济学院举办的“中国经济国际竞争力”的论坛上说,只要我们扎实工作,把我们对中国经济的理论研究按照目前的势头推进下去,5年后中国经济理论研究的中心会南移上海。但这需要我们在理论上更有更多创造性的工作。一讲到创新和理论,大家就会把它解读成非常复杂的事情。因为复杂,真正去搞懂它的人也自然就减少了。那些关于创新的言论和论坛,往往流于形式而让人感觉到空洞无物。

有一天读报,我读到著名画家吴冠中先生在北京接受香港中文大学的名誉博士证书时说,中国的年轻画家一直是模仿多于创造。模仿的优势今天不仅存在于艺术界,在经济学界也是如此。模仿是重要的本领,也是我们不能过于贬低的现象。但是,模仿多了就变成了模式,形成惯性,阻碍创新文化的形成。模仿最大的问题是限制了我们发现理论的能力。

中国不缺模仿的人才和能力,但是我们缺少理论。为什么我们的理论不发?在科学的很多领域,过去50年为什么没有大陆的中国人

提出的理论?主要的问题就在于我们不会去改变过去的想法。我们喜欢追求成功,这是中国人的一大特点。一个人一旦成功了,出名了,那么他的成功的想法和做法就会被追捧不放,走到哪都有效应。为什么中国人那么热衷追求奖励?追求大师?那么看重过去的人?因为名人代表成功,大家都希望学习名人成功的秘诀。都希望沿着名人的足迹也成为名人。

这个社会这么看重名人和大师,这么追求着大师的出现,这个社会怎能有理论?就本质而言,理论就是创新活动的结果。你没有理论,就证明你没有创新活动。所以,我们要创新,走创新的道路,就是要有理论,不光在自然科学,而且在经济学和其他社会科学领域,我们缺的就是理论。我们有人手,吃苦耐劳,能做事,能做好事,但我们更缺少的是对理论感兴趣的人。

理论是什么?其实,理论不过是更巧妙、更聪明地解决问题和解释问题的想法。解决问题的想法有很多,更有过去被证明为权威的想法,但依然不能穷尽新的和更巧妙的想法出现。因此,理论工作是没有终点的工作。而要发现理论,你需要放弃

一些现有的理论,需要改变思考问题的传统方式,哪怕这个方式是有效的。

就经济学家而言,我现在绝大多数的习惯思维和解决问题的方法是我们读书期间(包括博士阶段)基本造就的。的确,这个训练对于成为一个经济学家而言是重要的能力。但要真正成为有影响的经济学家,你需要跨越这个边界。换一种方式思考问题,寻找崭新的解释复杂问题的理论,挑战大家接受了的理论。这的确不容易做到,但却需要我们去。

就像一个画家在美术学院的训练是从素描开始的,但是太好的素描基本功既能是一个成为画家的条件,又往往可能阻碍他日后成为一个真正有社会影响的画家。在这个方面,著名画家吴冠中先生可谓是一个很好的例证。这也是他老人家提醒年轻画家的地方。你必须走自己的路来创作,你需要自己的方式。这就是创新。而要发现自己的方式,你就需要不断去改变已有的想法,特别是别人已经成功的想法。这就是创新性的思维。

举个例子吧。去年11月我在韩国高丽大学参加会议,三星电子的副总裁给我们讲了一个真实的故事:有

一次,他在汉城国家音乐厅,世界著名的指挥大师上台指挥交响乐的演出。可是,坐在前排的他发现,背对听众的指挥家的一只袜子套住了他的一只裤管。非常的尴尬局面。没有人在现场能解决这个问题。其实,因为我们总是在穿了裤子之后再穿袜子,我们可能都出现过这个问题。穿了裤子之后再穿袜子这个理论存在很长时间了,我们都受了这个理论的影响。人们也许想出很多办法来解决这个问题,但都很难避免这个尴尬的发生。要知道,避免这个尴尬发生的最好方法是先穿袜子,最后再穿裤子,改变长期以来我们的习惯做法。

这个故事正是提醒我们,创新常常是彻底改变过去习惯了的思维和做法。这个道理对数学、物理、艺术以及经济学来说都一样地适用。改变这样的思维方式并不容易,因为我们太习惯于先穿裤子后穿袜子了。但如果我们的孩子能从小时候、从小事情就不断被我们鼓励其想法的改变,我们还是有希望在理论、进而而在科技上走向创新主导的经济社会的。

(作者系复旦大学中国经济研究中心主任,经济学院教授、博导)

## 垄断松动价格联盟必然解体

□陈陋有

据昨天的《重庆晨报》报道,海南航空在重庆3条出港航线上抛出限量1折机票,结果被其他几家航空公司上告民航西南管理局,并且,相关航空公司还告诉其机票代理机构不能出售海南航机票,对海南进行制裁。

在民航界,共飞航线有一个松散的价格联盟,各家航空公司一般都执行一样的折扣,不能有例外。然而,在垄断土壤逐渐松动之下,任何试图阻止竞争、操纵价格的行为都难以得逞。

事实上,即便从世界范围内来看,票价走低趋势也是非常明显的,而且,票价低未必不能盈利。以美国为例,最近几年,美国航空业连年亏损,而美国廉价航空公司却脱颖

而出。以美国西南航空、Jet-Blue等为首的民营航空公司低成本运营模式取得了令人刮目相看的业绩,给萧条的航空市场带来了活力。其中,西南航空公司的市值已高达109亿美元,比联合航空、达美航空、美国大陆航空、美国航空的总和还要多。

而在国内,机票价格的市场化依然受到两方面的阻碍。一是行政权力。民航总局2004年4月20日出台的机票“限折令”规定,国内航线机票价格下浮不得超过45%。二是航空企业之间结成价格联盟,维持高票价的局面。由此导致了多重危害:其一,由于价格坚冰迟迟不能打破,消费者不得不接受高票价,利益受损。其二,受票价制约,各航空公司无法通过激烈竞争找到发展和突围之路,无

法提高自己的竞争力,导致整个民航领域死水一潭。

随着市场经济的发展,靠垄断获取暴利的时代正在终结。1月10日,铁道部宣布从今年起春运火车票价格不再上浮,即是垄断企业放弃不合理得利,向民意和市场化趋势作出的让步。其实,各个航空公司现在也不得不正视日益临近的竞争。海航1折机票在短时期内销售或预订一空,说明市场对廉价机票的需求是很大的。面对这一市场需求而不去迎合才是失策之举。事实上,在海航推出1折机票后,其他航空公司开始与海航一样不限量出售2折机票。

市场化是与竞争紧密相连的,长期困扰我国消费者的价格联盟,其存在的基础已经不复存在。而且,这种所谓的

价格联盟本身就有违法之嫌。《中华人民共和国价格法》第14条明确规定:经营者不得“相互串通,操纵市场价格,损害其他经营者或者消费者的合法权益”,这意味着,价格联盟还面临来自法律方面的狙击。

目前,不仅企业需要正视现实,放弃因垄断获取的利润,政府权力部门也应正视现实,放弃行政对市场行为的制约。政府应该从市场参与者的角色中退出,转为公共服务型政府,而不是去左右市场,左右市场主体的经济行为。现在,各大航空公司的机票打折都早已突破民航总局“限折令”的规定,面对现实,管理者如果不主动放弃对市场的干预,可能给市场规则造成损害,并可能伤及政府公信力。

voice|上证名记者

## 高管买卖本公司股票 小心“触雷”

□周俊生

昨天出版的本报刊发报道《上市公司高管成“炒股高手”》,报道了一个重要的信息,多家上市公司的高管通过二级市场买卖本公司股票,他们普遍“低进高出”,大多数人的操作相当成功。从记者列举出的一些高管的买卖纪录来看,他们持有股票的时间与这个股票在市场上走出牛市行情的时间几乎是“亦步亦趋”,“投资收益”令普通投资者好生羡慕。

自去年1月开始生效的《公司法》第142条规定,公司高管“在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%”,这是不是意味着他们有权在二级市场上买卖本公司流通股,只要不超过“25%”的界限就可以了呢?对此,我们有必要看一看《证券法》的规定。与这部《公司法》同时生效的《证券法》第76条规定,“证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人,在内幕信息公开前,不得买卖该公司的证券”。那么,什么是“内幕信息”呢?《证券法》第75条列出了8项内容,涵盖了上市公司运作的基本方面。作为上市公司的高管,基本上就是所谓“内幕信息”的决策者,甚至可以说就是“内幕中人”。这就难怪他们买卖本公司股票总是着人先鞭,他们也理所当然地成了“炒股高手”了。

那么,是不是说这些高管买卖本公司股票,一定是利用了他们可能掌握的本公司信息,因此就是“内幕交易”呢?事情当然没有这么简单。随着股权激励等手段的推出,上市公司高管通过二级市场持有本公司股票已经是一个比较普遍的现象,但这样做必须遵守《公司法》和《证券法》的有关规定,否则很容易一不小心就触犯了有关的法律规定。

这方面的前车之鉴其实是屡见不鲜的。在中国股市10多年的发展历史上,利用掌握内幕信息的便利条件买卖本公司股票的上市公司高管大有人在,但股票市场的一个好处是一切信息都在阳光下,只要加强监管,上市公司高管买卖本公司股票的行为是不利用了其先人一步掌握的内幕信息,是很容易检验出来的。对这种违法行为,监管部门一直是严肃对待的,只要我们的记忆没有出问题,就应该记得已经有多位高管在这方面栽了跟斗。

最近一年来,股票二级市场走势良好,特别是近期股指创出新高后,老百姓参与股市投资的热情高涨。上市公司高管作为享有公民权的人,自然有参与市场、分享牛市成果的权利。但是,上市公司高管又是具有特殊身份的人,因此在从事这样的行为时,必须严格地依法办事。否则,股票市场的秩序就会出现混乱,市场就会陷入严重的“不公平”。

最近,上海证交所已宣布,为加强上市公司高管持有本公司股票变动的信息披露监管工作,交易所将在其网站上公布高管买卖本公司股票的信息。上海证交所作出的这个决定,决不是多此一举,它既是为了维护市场的公平、公正、公开和诚信,也是对所有上市公司高管的爱护。因此,我们有必要提醒一句:上市公司高管买卖本公司股票,必须绷紧法律这根弦,小心“触雷”,否则就会得不偿失。

## 大型公共建筑 应让民众参与决策

□林江桦

据报道,经过上海市相关领导专家共同讨论,建造世界第一摩天轮“上海之星”的规划被认为不可行,目前,该地块已被重新规划建造百米以上的商办商务楼。媒体在披露这一消息时,透露了一个细节:“上海之星”一直被上海市民指责为“面子工程”,上海市委代理书记韩正决定叫停,不少市民纷纷鼓掌叫好。这说明,政府对“上海之星”的建造计划是与民意相背离的,倘若民众的意见当初能够直接在决策中体现出来,相关错误或许可以提前避免。

不仅上海,全国不少地方在建设大型公共建筑时,也存在着民意被架空由领导人直接拍板的弊端,导致一些大型公共建筑建了拆、拆了建,劳民伤财,造成了极大浪费。鉴于这种情况的严重性,建设部等五部委联合发布了《关于加强大型公共建筑工程建设管理的若干意见》,规定大型公共建筑工程的数量、规模和标准要与“国情”和“地方的财力”相适应。

这些意见相对比较原则,根据以往的经验,这种原则性规定所能产生的制约力量是有限的。需要借鉴西方国家的决策程序,把民意融入到决策程序中,以使决策更具科学性。