

watch | 上证观察家

# 对内幕交易要强化事前预防事中监控

证券市场的内幕交易不仅会破坏股市的市场秩序、制造市场的不公平、损害中小投资者的利益,而且迟早会破坏股市的健康发展,让投资者刚刚恢复的对中国股市的信心又重新丧失。目前对内幕交易的监管基本上侧重事后监管,在新的市场环境下,如何强化事前预防和事中监控,如何有效甄别内幕交易行为,及时对内幕操纵进行控制和禁止,将成为证券监管部门最为重要的任务。

□易宪容

近段时间来,股市中各种消息漫天飞,垃圾股又开始鸡犬升天。在这些现象背后不仅隐藏着利益输送,股价操纵,而且内幕交易似乎又开始卷土重来。这不仅在于监管水平无法跟上已变化了的股市,而且在于市场中各种概念流行、真假消息满天飞的内幕交易大行其道。

可以说,目前股市上的内幕交易,所披露出来的可能仅是冰山一角。因为,随着股市的快速发展,股市出现新形势、新格局,无论是监管制度、理念和方式,还是工具及人手都无法跟上这种发展。而监管的滞后必然为一些无法无天者欺骗造假、利用虚假信息操纵市场、利用内部信息进行内幕交易创造条件。因为,股市繁荣、市场活跃以后,机构或个人更有动力来进行利益输送,更有动力通过内幕交易

来掠夺财富。

股权分置改革完成之后,大股东的股份可逐渐在市场中流通。这种全流通模式自然会改变大股东的行为方式。据悉,今年解禁的大股东股份市值可能高达9000亿元,这相对于目前沪深两市仅有的4万多亿流通总市值的股市来说,大股东对股市怎么也不可小视。有人为,大股东随便踩脚,流通市值这地方就要来场“小型地震”。

在全流动的格局下,大股东与中小股东相比,在两个方面具有明显的天然优势。一是信息先得的优势。因为,对大股东来说,他们不仅优先知道上市公司的内部信息,而且在一定程度上也是这些内部信息的制造者、筛选者及决定者。当大股东改变了与流通股股东利益基础时,大股东的行为就会发生很大的改变。对于一些国有企业来说,这些上市

公司的高层管理人员既有利用消息的发布来打压公司股价,然后高层管理人员低价吃进大量股票,实现国企的最后个人收购的目的。他们也可以制造种种信息来抬高股价,使其股票期权在行权期间高价出售。

大股东还有持股成本上的优势,即使考虑到股改的对价支付,大股东的持股成本相比于流通股股东所持的股票价格都要低,丰厚的获利回报将诱惑大股东行为的变化。也正是在大股东有信息优势、持股成本优势、持股数量的优势情况下,为现在股市环境下大股东绝对的“坐庄”创造了条件。

在目前的情况下,上市公司大股东和管理层的利益与二级市场股价密切相关,利用市场操纵股价的动力突然得到了强化。股权分置改革前,大股东要操纵股价只能与庄家合谋,然后分

成,其行为不仅风险较高而且收益也不是那样可观。但股权分置改革后,大股东本身就是庄家,从伪造上市公司报表、公司资本运作、二级市场操纵,整个流程都可自己操作,甚至可以做到天衣无缝,查无可查。

证券市场的内幕交易不仅会破坏股市的市场秩序、制造市场的不公平、损害中小投资者的利益,而且迟早会破坏股市的健康发展,让投资者刚刚恢复的对中国股市的信心又重新丧失。中国股市内幕交易问题严重,它可以成为市场发展的最大“毒瘤”。

因此,对于目前国内股市的内幕交易,要采取综合治理的方式来严厉打击、处罚、遏制。目前,国内股市的内幕交易为什么会盛行?除了上述所指出的原因外,如市场信息透明度不高、市场制度不完善、投资者保护环境较差、反操纵监

管不严、市场环境发生较大变化等,最为重要的一是事前监督不力,使得股市内幕交易者违法行为为大行其道,根本就不把监管部门放在眼里。二是即使发生了异动或有内幕交易行为的嫌疑,职能部门监督调查的工具、手段及方式不足,使案件调查进展缓慢,收集证据困难,这就使得犯罪者容易寻找逃脱之方式。三是行为处罚过轻,不是对内幕交易行为重罚、狠罚,罚得犯罪者倾家荡产而不敢再次犯罪。比如以往对“德隆系”、中科创业等内幕操纵者的处理,都是以广大中小投资者付出惨重代价为最终结果的。

目前对内幕交易的监管基本上侧重事后监管,而国外学者研究表明,对内幕操纵事后监管在很大程度上是无效的。因此,在新的市场环境下,如何强化事前预防和事中监控,如何有效甄别内幕交易行为,及时对内幕操纵进行控制和禁止,将成为证券监管部门最为重要的任务。

(作者系中国社会科学院金融研究所研究员)

## 百万重奖不如百万重罚

□魏也

5月13日,山西省环保局和山西省财政厅针对重点城市空气质量改善工作,联合制定出一项具体的奖励办法——对考核排名前移城市的一把手给予重奖,被列入国家考核的重点城市中,进出全国大气污染最严重城市排名前5名的,各奖100万元;空气质量指数位次前移10位的则奖励200万元。这样的奖励额度在环境保护工作中尚不多见。

山西省有关部门出台奖励措施的目的,是为了促使相关城市的一把手重视环保工作,改善环境质量,其出发点无疑是好的。然而,重奖城市领导并不具有合理性,容易导致诸多负面影响。

领导干部的工资、奖金都源于纳税人,其一切行政开支也源于纳税人,他们本身就应该为公众提供优质公共服务和公共福利的职责,而采取措施确保环境不被污染和及时对已被污染的环境进行治理是其中一项重要内容,也就是说,采取奖励措施使空气质量达标是领导干部份内之事,是本来就应该做好的。不然的话,公众通过让渡自己部分权利(比如纳税)换取政府提供公共产品的希望就无法实现,就容易伤及公众的纳税热情。

显然,由于城市一把手对环境重视不够,导致环境恶化,本身就应对其进行重罚,只有进行严厉问责,才能对其他官员产生威慑力,促使他们认真履行职务,全心全意为纳税人服务。在这种情况下,倘若以奖励为“诱饵”,来激励官员努力改善环境状况,极容易造成不良后果。最直接的一个后果是,容易促使官员产生更大的惰性和更多的不作为心理,因为对于不作为所造成的不良后果,上级不仅不加以问责,还会出台新的重奖措施来激励,此时有关领导再认真履行职务,就能获取额外的收入,达到促使个人利益最大化的目的。这无疑是一种非常可怕的后果。

更重要的是,对官员的重奖来源于纳税人,这就意味着,公众通过让渡自己部分权利换取政府提供公共产品的希望难以实现,这不得不为官员的不作为额外埋单,增加新的负担,这对纳税人无疑是很大的不公,如何让他们接受这一结果?而且,山西省的做法只重奖城市的一把手,而治理污染要靠许多人的努力,仅仅奖励一把手,那些付出辛勤劳动的人是否会感到不公,进而影响到他们的工作积极性?

这一奖励措施还有一大缺陷,重奖的对象仅限于名列全国大气污染最严重城市之列的地方领导,那些环境治理好的地方领导反而失去了获取重奖的机会,这种不公有可能促使那些污染严重的城市加剧污染趋势,以进全国污染最严重的城市之列,获取重奖机会。

因此,百万重奖不如百万重罚更具有合理性,通过严厉问责领导干部更能达到治理环境的目的,同时,负作用也更小。

## 股市风险教育缘何被误读

□时寒冰

世上没有只涨不跌的市场,也没有只赚不赔的投资产品,这是一个简单得不能再简单的道理。然而,当中国证监会5月13日发出通知,要求有关方面加强对投资者进行教育,防范市场风险,却被不少市场人士解读为利空。事实上,证监会从来没有中断过对股市风险的提示,而打击内幕交易更是在促使股市健康发展、化解潜在风险。因此,这一消息在某种程度上可能被误读。

许多人并没有弄明白股市真正的风险所在。在一个电视节目中,有一位主持人竟然带着明显嘲弄的语调说:如今连农民工甚至捡破烂的人都蜂拥进入股市,当这些人入市的时候,就说明这个市场真的不正常了,太狂热了,风险已经很大了。

众所周知,此次中国股市的繁荣乃是中国经济长期快速发展的结果,每一位公民都应该有分享这一成果的权利。当投资知识欠缺、信息闭塞的农民工知道走进股市,乃是其投资意识的觉醒。这种觉醒不仅不应被嘲弄,反倒应该令人欣慰,中国股市岂能沦为少数有钱人或既得利益者独享经济成果的场所?

需要强调的是,农民工或捡破烂的入市并不能加剧市场风险——其实,他们的入市不仅不能加剧风险,反而因为给股市输入了新鲜的血液



漫画 刘道伟

而在一定程度上稀释了市场风险——他们入市也并不能作为判定一个市场风险存在与否或风险大小的标准。

在这一点上,罗杰斯为我们提供了一个鲜明的参照。今年一月下旬,罗杰斯在中国发表了著名的泡沫论,他认为中国每天五万个新开股票账户,“实际是市场在泡沫阶段人们采取的行动”,市场已处在“歇斯底里的状态”。开户人数多成为罗杰斯判断中国股市泡沫的一个标准。但是,罗杰斯不愧为投资大师,到2月份,他就果断地开始修正自己的看法:“目前中国股市尚称不上是成形的泡沫”。到了4月底,罗杰斯进一步修正了自己的看法:“如果今年(中国)股市再次翻番,那么我就卖出,如果股市跌50%,那么我就买入。如果表现在两者中间,那我就什么都不做。”罗杰斯所谓的“什么也不做”其实就是持有,这直观地反映出他对中国股

市前景的信心,而如今日均30万的开户数实际上证明了罗杰斯当初修正立场的明智。

显然,股市的风险并不在于入市人数的快速增加,恰恰相反,这是对一个市场充满信心表现,而任何一个资本市场都需要信心的维系。倘若将农民工入市或开户人数的增多作为股市风险的风向标,作出相应的抑制措施,不仅容易对处于弱势地位的投资者带来不公,其措施本身所体现出来的对市场未来前景不确定性的担忧,也可能加剧市场大幅波动的风险。

事实上,中国股市的真正风险在于业绩依然比较差的上市公司与优秀的上市公司鱼目混珠、市场相关信息的不对称状态依然存在,利用资金和信息操纵股市的情况时时浮现,相关法律法规对中小投资者的保护措施不够完善等等,这导致投资者尤其

中小投资者难以作出准确的投资判断,造成了个别垃圾股与绩优股比翼双飞,甚至比绩优股涨势更为凶猛的不正常局面,加剧了市场风险。而这些风险对于中小投资者而言,除非不进入股市,他们很难真的有力去规避。

因此,规避股市风险需要政府在提升上市公司质量、促使劣质公司退市、提高信息透明度、严厉打击和惩处不法操纵、完善保护中小投资者利益的法律等方面加以努力,而不宜通过抑制中小投资者入市的方式来规避风险,这既无益于股市风险的化解,也容易剥夺民众分享经济发展成果的机会,而使股市沦为少数既得利益者切分财富蛋糕的盛宴。

回到本文的主题,风险教育更应该成为一种常态,且更应该由相关部门来承担,而这一点正是此次证监会发布风险教育通知的要义所在。今年元月,中国证监会主席尚福林曾说,一位老年投资者在购买基金之后,竟又返回柜台,询问此基金的年利息是多少。从中不难看出,相关公司为了自身业务量的提升,完全回避了相关风险,而这无疑是导致市场根本原因。

证监会发布通知,要求这些公司及媒体等有关方面承担起风险提示的责任,乃是基于对我国股市健康发展的考量,这一风险教育将继续被证监会作为一种常态化强化下去,而不应被解读为一个短暂的利空消息。

## 严查内幕交易有助建立公开公正透明市场体系

□周俊生

中国证监会日前发出《关于进一步加强投资者教育,强化市场监管有关工作的通知》。引人注目的是,在这个通知中,证监会在部署加强投资者教育的同时,在及时惩处市场违法违规行为方面也作出了具体的部署。通知特别指出,要继续强化对内幕交易和操纵股价等违法行为的打击力度,尤其是要严查上市公司高管人员、证券从业人员利用内幕信息牟取不当利益的行为,证监会的这一部署有很强的现实针对性,相信随着这一措施的落实,最近一段时间大行其道的内幕交易行为将遭遇严厉打击,在股票市场的过度投机风潮得到有效遏制的时候,广大中小投资者的利益也将得到切实的保障。

在今春全国两会闭幕后的记者招待会上,温家宝总理曾明确肯定指出:“我们的目标是建立一个成熟的资本市场。这就需要:第一,提高上市公司的质量;第二,建立一个公开、公正、透明的市场体系;第三,加强资本市场的监管,特别是完善法制。最后,要加强股市信息的及时披露,使股民增强防范风险的意识。”证监会这个通知的贯彻实施,将有助于“建立一个公开、公正、透明的市场体系”,并推动中国股市在健康、理性的轨道上早日成为“成熟的资本市场”。

公开、公正、透明的市场体系,是资本市场赖以健康发展的生命线,也是中国股市多年来致力目标,回顾中国股市的发展历史,不断出现的违法违规事件一直是阻碍市场健康发展的一个重要因素。在股市暴涨的诱惑下,不断有机构和个入置若罔闻的证券法规于不顾,铤而走险,造假、做庄,给市场造成了很大的危害。当然,这些机构和个入都受到了法律的严惩,有的甚至被从市场中清除出去了,但他们给市场造成的破坏却不是那么容易解决的,特别是一些在财务报表中造假的公司,给投资者带来的财产损失和精神创伤,至今让人难忘。

从去年以来,完成了股权分置改革的中国股市终于摆脱了困扰中国股市多年的熊市漩涡,出现了前所未有的大牛市,并一直延续至今。总体上看,中国股市的这一轮牛市行情是有理有据可寻的,是健康的。但我们也应

看到,随着股指的升高,各种非理性的行为开始在市场上出现,特别是在《证券法》中受到严厉禁止的内幕交易开始变得越来越多公开化,一些真假莫辨的内幕信息不仅在人群中口口相传,而且登上了某些报纸的版面,登上了某些电视台的荧屏,特别是一些从事证券投资咨询的机构,更是以传播内幕信息来显示自己的所谓“本事”。这种满天飞舞的内幕信息,其实只要看一看它们的传播路径就不难明白,它们往往与内幕交易者的操作配合得“天衣无缝”,内幕交易的从事者所利用的优势就是他们对内幕信息的掌控,引诱投资者进入其布置的圈子为其“抬轿子”、“举红旗”,这对市场安全运行的危害性显然是不言而喻的。

内幕交易的盛行,从表面上看,会起到推高股指的作用,如果说中国股市存在着泡沫,这便是最大的泡沫。因此,一些人担心,证监会部署严查内幕交易,会引起股市行情的下跌,因而证监会的这个通知一出,在市场上便出现了一股看空的气氛。一些中小股民虽然对内幕交易很有意见,但他们对内幕信息也是多方打听,乐此不疲。但我们应该明白一个道理,作为普通投资者,即使有机会借着内幕交易的“船”得到一些获利,也带有很大的偶然性。内幕交易给市场上的普通投资者造成了极大的不公,也使市场系统风险陡然加大。如果任凭这种现象长期存在下去,那么,我们的资本市场就将失去其本真意义,沦为一个人尔虞我诈的赌场,普通投资者参与其间,从其普遍性来说,只能沦为内幕交易者的玩物。因此,证监会将严查内幕交易作为投资者教育的一个重要组成部分,有其深刻的意义,这样做,正是为了从根本上保护投资者利益,保护股市健康发展。

公开、公正、透明的市场体系,既是政府的立市目标,其实也是广大投资者的期盼,不公开、不公正、不透明的内幕交易与这个目标格格不入。我们期待着监管部门的不懈努力,内幕交易这个长期影响中国股市健康发展的问题能够得到有效的遏制,使股票市场的风险有所降低,使广大投资者能够放心入市,真正享受到中国经济增长所带来的财富。

## 银行业利差高:也是一种风险

□诸葛立早

提起金融风险,时下,人们往往首先想到股市。确实,从近两年前沪深股市触底反弹以来,沪深股指在不到两年的时间里已经上涨近4倍,市场在这样短时期内的大幅上升,放在世界证券史的大平台上,也是罕见的行情。据业内人士称,其中孕育着难以避免的获利回吐和释放的压力。尽管我们完全可以相信,只要证券市场的参与者、监管者都能珍惜今天来之不易的市场局面,目标远大,立足全盛,中国证券市场的长期繁荣和兴旺发展,在造福经济与社会的同时,造福于我们的广大投资者,是一定可以期许的。但提示风险,教育投资者谨慎入市,不但必要而且非常及时。这是大实话。

不过,最近看到一份材料,使我对金融风险问题又有了新的看法。那份材料说,与世界成熟银行相比,目前,中国银行业的利润来源仍然是传统的存贷款业务和与之相伴的惊人存贷款利差。对于中国国内银行业务模式单一的这块“软肋”,波士顿咨询公司高级副总裁安德森说,这可能与中国国情有关,“因为中国资本市场发展不成熟,企业融资中有90%来自银行,来自股市的比例很少,而在美国,只有30%的企业是靠银行贷款”。而另一个“中国特色”——吃利差使得中国银行业丧失了其向更高业务拓展的动力。报告显示,在中国,一笔交易银行可以轻松赚到至少300个基点(1个基点等于万分之一)的利差,而在成熟的市场上,这直接导致了我国银行业自主创新能力的缺乏。这是更大的风险。

今年年初,温家宝总理说:“创新是现代金融业发展的动力”。言简意赅,意味无穷。对“利差高”的风险,我们切莫等闲视之。

■雅玲随笔

## “只涨老总不涨员工”易导致逆向激励

□李会霞

日前,上海市劳动和社会保障局下发了《关于加强企业内部工资分配工作的指导意见》,《意见》中提出,一线职工未增加工资的,经营者工资也不能增加,以改变部分企业工资“只涨老总不涨员工”的情况。

企业职工和老总应该是同舟共济的关系,两者应该有“有福同享有难同当”,倘若形成这种状态,无论对于企业职工还是老总本人都将形成强大的激励作用,通过共同把企业经营好来实现个体利益的最大化。但是,这种理想化状态在现实中并不多见,人们看到更多的是企业职工收入和老总收入的巨大差距。

2004年4月,国务院发展研

究中心企业研究所发布的《转型中国企业人力资源管理》显示,在接受调查的1883家各类中国企业当中,总经理与员工平均收入相差3-15倍的企业有1061家,占61.2%;相差15-20倍企业151家,占8.7%;相差20-25倍的企业有92家,占5.3%;相差25-50倍的企业有128家,占7.4%;相差50倍以上的企业111家,占6.4%。

这种情况在上市公司中表现得更为明显。报告显示,上市企业总经理收入明显高于非上市企业,总经理收入高于员工50倍以上的企业占38.1%,而非上市企业仅为14.3%。而且,这种差距还在拉大。截至今年4月27日,在已披露2006年年报的1254家上市公司中,高管年度薪酬共计达26.17亿元,高管

个人平均年薪为16.28万元;比2005年高管个人年薪平均值13.8万元增长了17.97%。

企业老总收入以快速上涨饱受质疑。因为我们的许多企业的老总,并不是通过经理市场人才竞争赢得目前职位的,在经营业绩没有大幅增长,效益没有大幅提升的情况下,享受巨额收入缺乏合理性依据。而且,容易产生逆向激励作用。其一,有些企业老总在改善企业经营状况、提升经营业绩的情况下,就容易取得巨额收入,容易使其拼搏的动力受到削弱。其二,作为企业发展的最重要的力量,广大员工的敬业精神和工作态度是企业能否快速发展的至关重要的因素,当职工在付出劳动后无法取得相对应的收入增长,而老

总的收入却直线上升,容易对职工的工作热情造成削弱。

实际上,企业老总的收入与职工的差距大并不是问题的真正核心。在合资企业当中,老总与职工的差距远多于我国还大。关键是,在合资、港澳台资企业中,无论是老总的收入还是员工的收入,大都是建立在相对应的业绩提升基础之上的,两者共同分享企业发展成果,而不是只让少数企业高管独享企业发展成果。

从这个意义上来说,上海市此次出台的规定是非常必要的,但同时也应通过制度设计,逐渐提升我们的人力资源管理水平,催生真正意义上的经理人和高级管理人才,使我们的企业在市场化的激励机制下焕发出更强劲的动力。