

■眼观四处

## 散户能决定行情趋势吗?

——“新行为金融”考察之一

当前沪深A股市场已显著散户化,个人投资者直接持有的流通市值比例达65%;在2001年上一轮股市最高点时,散户持有89%的流通市值,仍然暗示居民还有能力继续买入股票。央行披露的居民家庭金融资产构成显示,在2000年,证券类资产与居民存款的比例是1:3,而目前是1:4.5。如果证券类资产达到居民存款的三分之一,意味着居民证券资产将从目前的3.8万亿逐步提高到5.7万亿美元。

根据当前的投资者结构与实力对比,我们通过分析可以得出如下结论:

其一,短线操作将促使A股成交量成倍上升,券商经纪业务将爆发性增长,今年首季同比已上升500%以上。重点券商概念的股票投资将是首选。沪深市场的“全民炒股”实在是世界少见的现象。我曾经主持上海证券交易所委托课题《中国证券投资者行为研究》,结论是,中国人太过于相信短线操作能赚钱,太自信能战胜市场,相信自己的能力比别人强,加上工业化的时间比较短,社会制度设计和投资者中还没有形成“信托”概念,即自己做好本职业工作,把不熟悉的业务交与专业机构。这与美国家庭买房并持有各种基金的投资行为差别很大。

■一叶知秋

## 中国公司治理指数缺少什么

南开大学公司治理研究中心几周前在人民大会堂发布了2006年中国上市公司治理指数,笔者有幸参加发布会。应该说,在国内为数不多的公司治理指数研究成果中,南开大学是做最好的。这个研究的意义不仅在于它的学术价值,更在于它的实际价值,这样的研究成果是利国利民的,因为这种指数评级对于规范公司治理,保护广大投资者利益是具有很大促进作用。

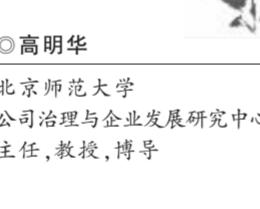
在西方国家,公司治理评价在多年之前就开始了,像标准普尔、里昂证券、加州公职人员退休基金会(CalPERS)等机构的公司治理评价,都做得很不错,也很有特色。相对来说,我们的公司治理评价研究尽管取得了一些成绩,但存在的问题还很突出。我以为这主要表现在三个方面:

首先,从指标设计看,南开大学公司治理研究中心是从“控股股东行为”、“董事会”、“监事会”、“经理层”、“信息披露”和“利益相关者”六个方面评价,里昂证券是从“管理纪律”、“透明度”、“独立性”、“问责性”、“责任”、“公平性”和“社会责任的认知”七个方面评价,标准普尔则是从“所有权与投资者关系”、“财务透明度与信息披露”、“董事会结构与运作过程”、“财务相关利益”四个方面评价。可以看到,我们的评价在反映公司治理形式方面比较多,而西方国家的评价反映更多的是公司治理的质量。当然,南开公司治理指数中的不少二、三级指标确实能够揭示出一些公司治理问题,如它指出的公司治理发展趋势,基本反映了中国公司治理的质量,但还是存在着一些不足。例如“股票期权”,中国很多企业将它作为长期激励的形式采用和推广,然而,实施股票期权依赖于规范的资本市场,而我们的资本市场还很不规范的情况下,实施股票期权便存在很多违规操作的成分,而这一点,在我们现有的公司治理指数

为什么不少上市公司治理结构“形备而实不至”,看着漂亮,质量却很低,在资本市场发展还很不规范的时候,实施股票期权会有哪些违规操作的成分,公司成长过程中究竟表现了怎样的社会责任等等,都应该在公司治理评价得到确切反映。如果有优秀公司排行,公布最差公司排序总有阻力,就是对投资者的不负责任

中是反映不出来的。再如,市场经济国家越来越重视公司的社会责任问题,企业已经把它视为竞争力的一个重要标志,而我们的公司治理评价对此基本上没有反映。再如“信息披露”,在南开的公司治理指数中,该类指数是最高的,有62.76分,而其他指数都在60分以下,都不及格。这与实际的感觉似乎不太吻合。中国人寿在美国上市不久即遭集体诉讼,今年3月,中石油在加拿大又遭集体诉讼,这两家公司在沪深股市是典型的“蓝筹股”,为什么在国外会遭遇集体诉讼呢?信息披露不实是重要原因。中国很多上市公司的治理结构是“形备而实不至”,看上去很漂亮,但质量却很低,这种情况应该在公司治理评价中有切实的反映。

其次,从上市公司治理指数排序看,我们看到的只是优秀上市公司的排序,如“公司治理综合指数100佳”、“董事会治理100佳”、“信息披露状况100佳”、“经理层治理100佳”等,却没有相应的最差公司排序。据介绍,南开做了最差排序,但有关政府机构不让公布,担心这些企业破产。我认为,果真如此的话,这是政府机构对投资者的不负责任,难道它只担心这些企业破产,就不顾及广大投资者蒙受损失?美国加州公职人员退休基金会(CalPERS),每年



◎李国旺

银河基金管理公司市场总监

最后,从评价层次上看,现在所做的只是公司层面的,至今还没有人做国家宏观层面上的公司治理评价。而里昂证券、标准普尔、美国哈佛大学的拉波塔(La Porta,R.)等,都是从国家和公司两个层面上评价公司治理的。国家层面上的公司治理评价,可以揭示国家公司治理制度的健全和规范性程度。

殷切希望我们的公司治理评价能够在上述三方面做些开创性努力。



买卖股票,而基金经理被迫将花费很大精力选择的股票卖了以应对赎回潮。投资者散户化的结果倒逼机构短线操作,导致机构行为散户化,从而与散户共同加剧市场波动。

其二,从众行为将使国家政策及各类股市评论对散户投资行为的影响将与日俱增,自信前提下入市的投资者必然会因为自身不以业绩和增长为前提的短线操作行为而吃苦头。有新入市者认为权证价格便宜,就买进,由于操作反向,结果血本无归。前些一些ST甚至“ST股票的疯狂行情,就是短线炒作的典型案例。ST甚至“ST股票多数是长期亏损甚至面临摘牌危险的,但在散户行情下,凡是便宜的股票,都会被看好,行情也会不以“业绩”的意志为转移而不断被炒高,这真是世界证券史上的奇特现象,也急坏了监管机构。

说A股整体存在泡沫,在业绩上升的条件下我还会因此可;说因市场散户化而来的非理性狂炒ST甚至“ST股票是过度泡沫下的疯狂行为,我倒是赞成的。掌握舆论和话语权的媒体、政府甚至规范的机构都不会认同这种完全脱离价值投资的行为,有的经济学家甚至断言这样下去将误国误民。

其三,处置效应可能大大拉长行情回调的时间,其长度将会超过想象。所谓处置效应,即投资者对盈利和亏损的股票的不同处置行为,通常情况下是将盈利的股票尽快兑现,将亏损的股票捂着。结果,业绩优良本来可以上升幅度更大的股票因为众多投资者的抛售而压抑了升幅,而一些业绩差的股票却因为散户投资者的集体紧捂而延缓了下跌过程。最后,当投资者实在无法承受这些只跌不涨的股票,终于下决心抛出时,这些股票很可能神奇地在反弹上升,将投资者气得吐血。

围绕4000点的行情演化,我曾大胆地说“4000点也会是未来半年内可能的铁底,但是要跨过4000点,投资者必须经过更长时间的磨练,最好的情况是在3800—4100范围内有持续44个交易日的反复强劲,使‘过热论’‘泡沫论’和‘癫狂论’的能量消耗殆尽”。这个预测是考察了政府、企业和投资者三角关系的演

变,剖析中国证券投资者心理和行为特点的结果。当然,即使没有政府的调控政策,即使没有评论界的舆论声势,投资者集体无意识行为也必然会引起行情的自我修正,由于指教拜物教引发的对指数关口的心理恐惧,必然会导致投资者集体的处置效应行为。因为当每天有20至30万新开户者入市的时候,各种错综复杂行为会交织在一起,短线操作、从众行为和处置效应在共同作用于市场。

当散户幻想着主导股市“定价权”时,定价权无意识中转移到真正的价值投资者手上。

蒋玉磊 制图

可;说因市场散户化而来的非理性狂炒ST甚至“ST股票是过度泡沫下的疯狂行为,我倒是赞成的。掌握舆论和话语权的媒体、政府甚至规范的机构都不会认同这种完全脱离价值投资的行为,有的经济学家甚至断言这样下去将误国误民。

其三,处置效应可能大大拉长行情回调的时间,其长度将会超过想象。所谓处置效应,即投资者对盈利和亏损的股票的不同处置行为,通常情况下是将盈利的股票尽快兑现,将亏损的股票捂着。结果,业绩优良本来可以上升幅度更大的股票因为众多投资者的抛售而压抑了升幅,而一些业绩差的股票却因为散户投资者的集体紧捂而延缓了下跌过程。最后,当投资者实在无法承受这些只跌不涨的股票,终于下决心抛出时,这些股票很可能神奇地在反弹上升,将投资者气得吐血。

围绕4000点的行情演化,我曾大胆地说“4000点也会是未来半年内可能的铁底,但是要跨过4000点,投资者必须经过更长时间的磨练,最好的情况是在3800—4100范围内有持续44个交易日的反复强劲,使‘过热论’‘泡沫论’和‘癫狂论’的能量消耗殆尽”。这个预测是考察了政府、企业和投资者三角关系的演

变,剖析中国证券投资者心理和行为特点的结果。当然,即使没有政府的调控政策,即使没有评论界的舆论声势,投资者集体无意识行为也必然会引起行情的自我修正,由于指教拜物教引发的对指数关口的心理恐惧,必然会导致投资者集体的处置效应行为。因为当每天有20至30万新开户者入市的时候,各种错综复杂行为会交织在一起,短线操作、从众行为和处置效应在共同作用于市场。

当散户幻想着主导股市“定价权”时,定价权无意识中转移到真正的价值投资者手上。



◎袁东

中央财经大学教授

荣时,由收购兼并引起的“垄断竞争”就越明显(比如今年以来的全球并购交易),以至全球当前大部分产品与行业基本为少数几家跨国企业所垄断。

常识告诉我们,在垄断而非充分竞争的市场上,正是因为经济人追求最大私利的这一理性特征,才导致信息的传递绝不可能对称、完整与完全。在信息扭曲、杂乱与滞后的状况下,作为分散的众多个体怎么可能正确合理地预期未来呢?

所以,我们观察到的真实世界

情况是,各种突发性事件发生的频率越来越高,任何一次突发事件,都会扰乱人们的预期,人们面对的不确定性越来越多也越来越大,难怪那位做过高盛证券公司掌门人、克林顿政府财政部长,现在还担任着全球最大金融巨头花旗集团执行总裁的鲁宾先生,干脆以《在不确定的世界》为自己回忆录的书名,可想而知,在这种越来越远离现实的假设前提下所建构起的理论体系里,越是将个体作为“无限理性”的经济人,其研究就越会陷入“为理论而理论”的封闭性循环圈中,其观点与建议对现实的指导性也就愈益下降,甚至南辕北辙。因此,上个世纪下半叶,出现了专门以“经济学的反常现象”——传统经济学逻辑理论与客观现实的巨大差异——为研究对象的“工具理性”树成最高原则,一切识别、测度与措施选择均在这一原则指导下进行。

韦伯之后,经过美国哈佛大学的帕森斯,到当代西方思想界影响最大的法兰克福学派代表人物哈贝马斯,在一片“启蒙的反思”与“现代性批判”的思潮中,将启蒙作为未完成的理念而奋力向前推进。为此,哈贝马斯在坚持应该继续深化“工具理性”原则的同时,更是主张扩大的理性的“向度”与“层面”,从而将理性主义推向极致。

最后,从评价层次上看,现在所做的只是公司层面的,至今还没有人做国家宏观层面上的公司治理评价。而里昂证券、标准普尔、美国哈佛大学的拉波塔(La Porta,R.)等,都是从国家和公司两个层面上评价公司治理的。国家层面上的公司治理评价,可以揭示国家公司治理制度的健全和规范性程度。

“大萧条”的出现及迄今为止的经济社会现实都表明,市场经济离充分竞争越来越远,垄断与垄断竞争倒是企业制度与市场运行的常态。特别是,当经济走向“过热”倾向的高度繁

那么,这一围绕“理性”之争的西方经济学与哲学论辩思潮,在中国有何意义?

回答这一问题,应该首先要明确以下两点:一是,针对中世纪的“非理性”而展开的理性主义是工业革命与西方现代化的思想文化渊源,二是,当今属于“富人俱乐部”的OECD国家占据了全球财富的绝大部分,因而西方世界是站在我们根本不同的高度发达阶段上谈论“理性反思”话题的。显然,对他们发展很有道理的“反思”就未必会适用于我国。

由此,对于现阶段中国而言,无论是经济政治,还是社会与文化的建设发展,应当吸取西方“思想启蒙”与“理性反思”都折射出的本土传统资源的作用,切不可使将来中国的复兴失去了自身的文明之根。

## 纳税人理应有更多知情权

——政府行为的民间观察之二

中国政法大学蔡定剑教授今年两会期间写过一篇文章,提到他到新加坡国会调研时,提出想看看国会预算,不想新加坡国会图书馆馆长很慷慨地送给他这个外国人两本当年的国会预算,让他带回国好好研究。国会预算就是政府预算啊,如果一个外国人可以拿去研究,那么其本国国民肯定是有求必应了。这让我很感慨。中国人何时能在自己的国家获得这种待遇呢?对于自己辛勤劳动上缴的税收,政府是如何开销的,升斗小民应该有起码的知情权吧。

我在本栏的上篇文章谈到,政府利用国民税收行政时的两种类型,由于政府的公共支出缺乏实质性的约束,更多的税收用来扩大收费行政的人员、设备,而纯粹服务的行政则相对萎缩。这种现状,让人感觉到离税收“取之于民,用之于民”的目标有相当距离。取之于民的税收有时候并没有服务老百姓,反而可能成为进一步榨取百姓的工具。当老百姓没有切身感受到税收在为己服务时,缴税就不能不说高压下的被动行为。如果公民抱有如此纳税心态,很难指望这个国家的公民有自愿的纳税意识。

纳税是公民与国家最基本的关系。如果一个公民没有自觉的纳税意识,很难说,他对这个国家的感情是不是真实的。一个国家的国防、安全、稳定、对穷人的补贴,都需要有强大的物质基础即雄厚的财政。如果许多公民缺乏自觉的纳税意识,不愿意纳税,这个国家的财政状况难以乐观。虽然短期可以通过一些强制手段如加大征税力度增加税收,但长期会因征税成本太高而减少税收。最有效的方式还是培养公民自觉的纳税意识,这不仅是增加税收的需要,更是培养一个现代国家公民的需要。

今年个税申报人数远远低于预期,反映的是公民纳税意识的淡薄。不过,笔者以为,责任不能完全推给百姓,政府自身也有不可推卸的责任。个税申报凸显出来的问题,不仅需要百姓反思,更要政府部门反思。这不是一个单独的、简单的事情,它反映的是整个税收体系中问题。政府部门应该从税收政策的制定、征缴、使用等方面去反思,在这些环节中,纳税人到底有多少知情权?

从百姓的角度来看,最基础的税种是收入税和消费税。现在规定的个人收入税的起征点是1600元。这一征税点的制定存在很多问题,它没有考虑到中国地区经济发展不平衡的现实。对于一些物价水平比较高的省市来说,这个起征点,实际上是对不该征税的人征税。个税征收一般是从工资中直接扣除,早几年个人根本不知道自己缴了多少税,纳税人可以说没有知情权,从去年开始,部分省市税务机关开始在年初寄送个人完税证明,尊重纳税人的权利。消费税是对国家规定的某些消费品征税。在我国,这些消费品包括烟酒、金银首饰、化妆品、护肤品、小汽车等11类产品。从保护环境、限制奢侈消费角度来说,对这些产品征税很有必要。但是,为体现对纳税人的尊重,应该在消费时把征收的消费税单独罗列出来。现在我们购买这些商品所支付的是加了税的价格,但我们却从不知道到底上缴了多少消费税,这实际上是对消费者知情权的蔑视。

从个税和消费税的征缴方式来看,公民缴纳多的时候是被动上缴,而不是主动上交。而从个人感受上考虑,只有主动上交的方式才可以培养公民自觉的纳税意识,被动征缴,久而久之,会使得大多数人对自己的纳税权利麻木,觉得上缴税收只是义务而已。在税务机构方面,为体现尊重纳税人的知情权,在向纳税人(这里指普通百姓而不是法人)征收任何一笔税时,应该同时开出相应的纳税凭据。

以中国的国情而论,最让人生病的是,公民每年上缴的税收,政府是怎么花销的,百姓看不到明细账目,更不用说向相关机构索要研究或查阅了。回到蔡定剑教授的文章,他说:“我在人大会议上服务了十多年,从来没有看到我们自己国家的预算。每次代表大会上,虽然都有听取审议国家预算的议程,但代表们很难看得到具体的预算。代表们会上审议的是预算报告,不是具体预算。”

1787年通过的美国宪法第1条第八款规定:一切公款收支的报告和账目,应经常公布。法国《共和国元年宪法》规定:部长或经管人签署并证明的各部支出细账,应在每次立法会议开始时印刷公布之。各种赋税和一切公共收入的收支状况,亦应以同样方法公布之。美国宪法行政法规定:公众使用预算资料的复印权,应在可能的情况下,根据任何人的请求提供,复制和提供复印件的费用由请求人承担。1978年修订发布的《日本财政法》第46条规定:内阁在预算成立后,必须立即把预算、前年度岁入岁出决算及公债、借款和国有资产的现有额及其他有关财政的一般事项以印刷品、讲演和其他适当的方式向国会及国民报告;除上述规定外,内阁至少要在每季度向国会及国民报告预算使用情况、国库情况及其他财政情况。

抄这些资料挺没意思,不过,它能呈现历史。其含义只有一个,在现代公民社会,政府应该如何改进征税服务?我以为起点是给纳税人更多知情权。

培养公民纳税意识,请先从政府自身做起。