

watch| 上证观察家

取向一致性政策密集出台易强扭市场预期

在印花税政策出台以后,市场运行一直处于强烈震荡之中,投资者人心还没有稳定下来,需要一个休养生息的过程。本着爱护市场、保护投资者利益的出发点,有关部门在制订政策的同时,应精心安排政策出台时机,尽量减少政策出台可能对市场造成的冲击。

◎元明清

中国股市从将近一个月前政府部门调高股票交易印花税以后,出现了剧烈的震荡。最近几天,股指再次跌破 4000 点整数大关。现在,市场观望气氛十分浓厚,投资者显得小心翼翼,一个月前的冲天牛气已经不复存在。

对于中国股市出现的这种变化,我们自然应该辩证地看待。今年以来出现的快牛行情,虽然确实反映了中国股市在宏观经济向好的情况下的基本态势,但市场上存在的过度投机拉动着股指快速上升,已经远远超过了经济发展水平,也是一个不争的事实。尤其是随着股指的急剧升高,财富效应的急剧膨胀使大量缺少股市投资常识和风险承受能力的民众在没有作好充分准备的情况下匆忙入

市,实际上是把整个社会都绑架到了股市这驾战车之上,蕴含着极大的社会风险。因此,冷静地分析目前的市场,我们应该得出一个结论,市场管理部门采取措施对市场进行降温,是有其必要性的,尽管这样做可能会让一些投资者不喜欢,甚至会让一些投资者遭受财富缩水的痛苦,但是作为一国的政府管理部门,站在更高的角度作出适当的调控,是有其必要性的,也是有其合理性的。

但是,现在我们所看到的一个现实是,有关部门在很短的时间里密集出台的一批政策,在市场上产生了极大的影响,使市场运行处于超常的不平稳状态。从调高印花税开始,我们看到公开宣布的对股市产生直接影响的政策已经有:红筹股回归、IPO 加速、公司债发行、QDII 面世、外汇投资公司建立等。从长远

来说,这些政策的出台有利于使中国股市发展得更强大,有利于多层次资本市场的建立,有利于与国际市场的接轨,但是,我们要注意的,所有这些政策,尽管有的还没有实施,但它们都将对市场流动资金起到一定的分流作用。尽管我国宏观经济面上一直受着流动性过剩的困扰,这些政策的推出有利于缓解过剩流动性,但这些过剩的流动性其实有很广泛的分布,股市只是其中的一个方面,这么多的政策密集出台以后,对于解决流动性到底能起到多少作用还有待实践检验,但对于股市造成的冲击却已有目共睹。在短短一个月的时间里,推出这么多的政策,而且在政策取向上表现出明显的一致性,这在中国股市的历史上还是很少见到的。从本质上说,政府出台的每一

正常的情况,各种谣言在市场上四处传播,其中的原因虽然错综复杂,但政策出台的过多过密显然不可忽视。股票市场过快上涨缺少理性,会产生一定的社会危害性,但过快的下跌同样缺少理性,比过快的上涨,其所能产生的社会危害性更严重,更应该引起足够的重视。

中国股市的一大特点是政策市的色彩过于浓厚,这在某种程度上影响了股市的健康发展。但从现实的情况来看,要彻底改变这个状况,还有待时日。因此,我们一方面必须承认政策对市场的作用,另一方面又应该本着爱护市场、保护投资者利益的根本出发点,在制订政策的同时,精心安排政策出台时机,尽量减少政策出台可能造成的对市场的冲击。我国经济改革的历史已经证明,一项得不到群众理解和支持的政策,在其实施过程中会出现很多困难。因此,我们希望政策制订者在推出政策的时候,能够多考虑市场的反应,这样做,不仅有利于市场的平稳运行,从根本上说,也有利于减少这些政策在市场上可能产生的负效应,有利于政策的顺利实施。

住房暴利不除 小产权房难禁

◎魏也

在国土资源部与北京市政府联合举办的第 17 次全国土地日宣传活动中,就近期社会关注的“小产权”、“乡产权”住宅问题,北京市国土资源局局长安家盛表示,北京已经部署开展在全市范围内调查“乡产权”、“小产权”等违规土地开发建设,违规开发建设的要停工停售。

所谓“乡产权”、“小产权”房,是指村委会等在集体土地上开发的住宅,这类住宅无法取得建设部门发的“房屋所有权证”。“小产权房”之所以热销主要在于它非常便宜。目前,在北京城市八区之内已经找不到 1 万元/平方米以下的楼盘,而集中在通州、顺义等地的“小产权房”的房价,每平方米只有 2500 元至 4000 元之间,这种价格对买不起商品房的市民而言所具有的吸引力不言而喻。

“小产权房”存在的问题的确很多,比如,倘若遇到拆迁,“小产权房”房的补偿将成为一大问题。再比如,倘若出现法律纠纷,“小产权房”房的拥有者很难依法维权。当然,“小产权房”也侵害了相关既得利益集团的利益。不久,建设部就专门发出了购房风险提示,强调“乡产权”、“小产权”均不符合法律规定,不受法律保护。此次北京市有关部门部署调查“小产权房”,可视为对“小产权房”的整顿即将展开。

“小产权房”让有关部门非常尴尬。因为它是能够清晰丈量出商品房暴利的一把标尺,同是相差无几的住宅,为何经过开发商的包装后价格就成倍上涨?这是是否合理?事实上,“小产权房”之所以便宜,根源在于这类住宅的土地不缴纳土地出让金,相关税费也没有征收。另一方面,开发“小产权房”的村委会获取的利润远低于开发商。

这实际上印证了《市场报》最近刊登的一位业内人士的说法。他算出的账显示,开发成本只占房屋价格的 20%,开发商能够拿到的利润占房屋价格 40%,还有 40%就是被职能部门拿走了。“小产权房”的售价其实就是商品房售价减去开发商暴利和职能部门所获利润之后的真实价格。

那些购买“小产权房”的人,对这类住宅的风险并非不清楚,关键在于现在的房价太高承受不了,否则,风险大的“小产权房”根本没有市场。倘若房价持续上涨的局面不能改变,“小产权房”就很难真正被打压下去。而且,随着房价的快速上涨,“小产权房”的需求量恐怕会随之增大,让有关部门更加头痛。

既然“小产权房”的兴起是高房价的产物,如果房价虚高的基本面发生实质性改变,廉租房、经济适用房等的供应能够满足需求,人们即使出于规避风险的考虑,也不会轻易再去购买“小产权房”。

同业竞争,达能为何在我国畅通无阻

◎陈军华

法国达能集团与娃哈哈给中国宗庆后的纠纷至今尚未有结局,它又在印度遇到了麻烦。达能拟在印度成立新公司,但是,达能在印度的合作伙伴 Wadia 家族称,新的合资公司会与现有合资企业 Britannia Industries 形成竞争,有可能触犯印度的一项法律;倘若存在同业竞争嫌疑,外国投资者必须先征得政府许可,这一观点得到印度政府的呼应。Britannia Industries 是印度最大的饼干生产商,在孟买证交所上市,达能拥有其 25.5% 股份, Wadia 家族则拥有 24.5% 的股份。由于达能设立新公司的做法与印度法律相抵触,在这种情况下,达能有两个选择:其一,继续维持与现有合作伙伴 Wadia 家族关系,不再成立新公司。其二,继续在印度组建新的合资企业,但需要首先支付一笔巨额费用,以解散目前的这家合资企业,绕开同业竞争的限制。

无论如何选择,达能都不可能做到鱼和熊掌兼得,但是,达能在中国却做到了。公开资料显示,达能目前拥有娃哈哈 51% 股份、蒙牛 49% 的股份、正广和 50% 股份、光明乳业 20.1% 股份、汇源 24% 股份、乐百氏 92% 股份、深业益力 100% 股份。其中不乏同业竞争的企业。因此,6 月



17 日,和君创业咨询集团总裁李肃向外界表示,达能持有七家中国本土知名品牌的大量股权或全部股权,并在相互具有直接竞争关系的各大品牌厂商中占有董事会席位,直接违背了“上市公司同业竞争的商业原则,侵害各家合作股东的根本利益”,他将以光明乳业股东身份起诉达能涉嫌违背证券管理法。

同业竞争是指上市公司所从事的业务与其控股股东、实际控制人及其所控制的企业所从事的业务相同或近似,双方构成或可能构成直

接或间接的竞争关系。竞争是市场经济的灵魂,但是,同业竞争受上市公司与其控股股东之间存在的特殊关系限制,不仅很难展开公平、有效的竞争,还容易出现控股股东利用控制权进行各种内部活动或安排,从而损害上市公司利益,进而侵害其他股东的权益的现象,倘若控股股东通过内部转移定价偷逃税款,还将损害国家的利益。因此,世界各国基本上都在法律上对同业竞争进行严格限制。我国《公司法》亦规定:“董事、经理不

基金应成为熨平市场剧烈波动中坚力量

◎郭晓亭

进入股市的资金大致可以分为投资型资金和投机型资金两种。投资型资金以价值投资为准绳,根据估值模型并考虑相关因素,确定股票的内在价值,对所投资的股票高抛低吸,使股票价格始终围绕股票的内在价值在一个合理的范围内波动;而投机型资金则以博取短期价差为目的,追涨杀跌,从而加剧市场的波动,根据对风险的偏好程度不同,投资型资金应属于低风险厌恶型或者风险中性型的资金,而投机型资金则属于风险偏好型的资金。在换手率方面,投资型资金一般是长期持股,换手率低;而投机型的资金一般是快进快出,换手率高。

证券投资基金作为受人之托,代客理财的资金,体现着基金投资者和基金管理人之间的一种委托代理关系,基金管理人应该严格按照基金契约对基金资产运用方式的规定进行操作。根据目前我国基金契约的规定,目前发行的基金都是稳健投资型的资金,这些基金都应该以基本面为基础进行价值投资,长期持股,来分享上市公司业绩增长带来的收益。

基金换手率用于衡量基金投资组合变化的频率以及基金经理持有

有区别。2006 年基金的交易数据还显示,基金盈利能力与换手率负相关,也就是说换手率越高,则基金的盈利能力就越低。在超额收益前十名开放式基金中,只有两家的换手率高于平均值,其他都处于均值之下。因此,频繁的短线交易不仅没有增加基金的收益,而且因为基金频繁交易所产生的巨额费用,反而加大了基金持有人的成本,损害了基金持有人的利益。

部分基金放弃价值投资的理念,而着力于投机而非投资,造成频繁交易,既有基金内部的原因,也有基金外部生态环境的原因。首先,目前基金的评价考核体系使基金经理面临业绩排名的巨大压力,当基金的业绩落后时就有可能被更换。据统计,中国基金经理的平均任期为 1 年,最长任期为 66 年;而美国基金经理的平均任期为 57 年,最长任期为 485 年。这表明中国基金经理承受的压力过大,投资者和基金公司似乎更注重基金经理的短期业绩而不是长期表现。这样基金经理为了追求短期业绩和靠前的排名,往往采用的是短平快的投机策略,当基金们在股市中到处扫货时,理性投资就必然遭到市场的遗弃,并且各基金的投资风格日渐趋同,投机也愈演愈烈,短线操作的后果就是股票换手率,与散户追涨杀跌的投资特征没

得自营或者为他人经营与其所任职公司同类的营业或者从事损害本公司利益的活动。从事上述营业或者活动的,所得收入应当归公司所有。”但是,股东可以在取得豁免的前提下与其所投资的上市公司存在同业竞争关系。

发改委宏观经济研究院投资研究所所长张汉亚指出:“目前我国还没有对外资企业并购方面的全面的约束性法律,一般只是涉及国家安全的敏感行业。因此对本土企业的保护有限。现在的并购都是允许外商做什么,而没有不允许外商做什么,对于外商并购是否涉及垄断行业更是没有相应约束。而地方政府由于有着 GDP 的压力,因此不会追究外商对本地企业的并购,尤其是对民营企业并购。”

这或许就是外资在中国投资受制较少的原因之一,另外一个原因恐怕就是无法不依、执法不严的顽疾,使得达能的投资行为在印度碰壁,而在中国几乎是畅通无阻。

与外资企业相比,许多民族企业依然显得弱小,在这种情况下,首先就应该保护民族企业和民众利益不被强势的外资侵害,印度法律对外资进行诸多限制的目的也在于此,既然印度能做到,我们同样也应该能做到。

其次,基金投资者的短期投资行为加剧了基金的频繁交易。统计数据表明,2007 年一季度,开放式基金累计申购额为 5006 亿元,同期的赎回额则达到了 4692 亿元。基金投资者的巨额申购和赎回,造成基金资金的大进大出,为了应对赎回,基金经理必须卖出股票,被动地为市场的波动推波助澜,不利于市场的稳定。

第三,由于基金的竞争日趋激烈,特别是银行系基金的推出使基金管理人发行基金的渠道受到一定程度挤压,券商作为基金募集发行的重要渠道之一,其重要性也日益提高,在与基金谈判时的筹码也在加大。在相互利益的驱使下,基金管理人有可能把承诺交易量作为对券商的回报,导致基金频繁交易。基金成交金额越大,向券商支付的佣金成本就越高。

总之,导致目前基金时常偏离价值投资理念的原因是多方面的,应该从不同的角度进行改进,完善相关制度,真正使基金坚守价值投资的理念。只有这样,基金才能成为价值投资的实践者和引导者,才能减少投机和频繁交易,从而也有助于减少市场的异常波动,市场的良好投资价值也会日益显现。

(作者单位:中国社科院金融研究所)

voice | 上证名记者

H股套利 A股市场风险不得不防

◎乐嘉春

最近,香港特首曾荫权表示,支持有关香港和内地交易所相互交易对方上市股票的提议,并证实香港与内地正在相关谈判。另外,内地相关监管部门也已允许开展代客境外理财业务(QDII)。这些信息都显示,A、H股之间的跨市场套利机制正在逐步形成。

我们认为,A、H股之间的跨市场套利对A股市场的深度影响可能有两大路径:一是透过拉高H股股价来推升A股股价,进而推升A股指数;二是维持目前H股的估值水平,而增强了A股的估值水平已超出合理区间,A股蓝筹股及A股指数将面临上涨乏力的市场压力。

从以往的情况来看,一些H股公司在发行A股之前,其H股股价常常被大幅炒高,以此来提高A股的发行价格。由于市场普遍认为,香港股市相比内地股市来讲是一个成熟市场,一旦香港股市提高了对H股的估值水平,就会相应地提高内地股市中H股的A股蓝筹股的估值水平。这无疑为A股蓝筹股股价的大幅上升提供了买卖依据。

当QDII业务已被允许开展时,又增强了H股股价上涨的强烈市场预期。从近期H股股价上涨的趋势中已显露了这一迹象。与此同时,内地监管部门积极鼓励市场参与者(尤其是机构投资者)投资蓝筹股,以及内地基金有做好半年报业绩的习惯,更强化了近期A股蓝筹股的上漲动力。另外,一些国际投行纷纷已调高了目前A股(主要是大盘蓝筹股)的估值水平。

这些因素都会导致A、H股股价之间相互推升的联动效应,也意味着A股蓝筹股估值水平将会大大超越其合理的安全区间,即使A股指数维持目前水平或下跌,也会步入一个让市场产生恐慌情绪的风险区间。

当然,A股市场还会演绎另一种波动形态。从长期来看,A、H股之间的跨市场套利必然会使A、H股之间的估值水平趋于一致,相对于A股的H股折价幅度也必然会得到市场的修正。这种预期会促使部分资金撤离A股市场而转战H股市场,结果是A股市场会形成一股新的主动性杀跌动力,以再度探明市场的底部区间(或言加速形成中期调整走势)。近日的A股市场走势似乎就在完成这一形态。

如果A股市场循着第一个路径发展,一旦国际投行及其他境外机构投资者预期H股的估值水平已处于不合理水平,市场资金就会撤离H股,H股股价下跌的联动效应,势必会封杀A股蓝筹股的上升空间,并使A股指数出现大幅震荡的巨大市场风险。如果A股市场循着第二个路径发展,A股蓝筹股会因估值过高而上涨乏力,但由于基金等机构投资者重仓持有蓝筹股,其下跌幅度有限,而其他类型股票会成为市场疯狂杀跌的主要对象,A股市场也会朝着难以预期的方向变化。

这告诉我们,正在形成的A、H股之间的跨市场套利机制,必然会通过H股股价牵引A股蓝筹股股价大幅变动,进而引发A股市场的大幅震荡。所以,无论蓝筹股是上涨还是下跌,A股市场都将面临巨大的市场风险。从这个角度分析,在目前A股市场中,最大的市场风险可能是由大盘蓝筹股股价的大幅变动可能带来的整个A股市场的巨大投资风险。对此,我们对这个问题应当有清醒的认识。

法律向弱者倾斜才能确保公平

◎姜松

第四次审议的劳动合同法草案备受瞩目,这次审议修改了相关条款,有很多亮点值得一提,比如:“用人单位自用工之日起超过一个月但不满一年未与劳动者订立书面劳动合同的,应当向劳动者每月支付二倍的工资”;“用人单位自用工之日起满一年不与劳动者订立书面劳动合同的,视为用人单位与劳动者已订立无固定期限劳动合同”;“用人单位违反本法规定不与劳动者订立无固定期限劳动合同的,自应当订立无固定期限劳动合同之日起向劳动者每月支付二倍的工资”等等。

这些修改或新增的条款,显然更有利于对弱者的保护。关于劳动合同法究竟应该平等保护劳资双方的利益,还是侧重保护劳动者的权益,一直存在着很大争议。坚持平等保护的观点认为,一部法律应兼顾各方利益,公平、平等地保护各个利益主体的利益,否则就有违公正、公平的正法原则。坚持向保护劳动者权益倾斜的观点则认为,目前,由于就业形势严峻并且这种严峻局面短时期内难以改观,用人单位处于强势地位,而劳动者处于弱势地位,平等保护劳资双方的利益其实对劳动者不利,公平根本无法实现,只有使法律向劳动者倾斜才能确保公平。

笔者倾向于后一种观点,因为强势者和弱者的差异是客观存在的,忽视这一现实刻意强调平等保护只会滋生出不公平。事实上,即使在崇尚平等、自由观念的西方发达国家,他们制定出来的法律也往往是带有明显倾向性的,特别注意保护弱者的利益,其实就是基于现实的一种理性选择。

劳资关系和谐是社会和谐的一个重要基础,只有强化对处于弱势的劳动者的保护,才能避免恃强凌弱的现象发生,劳资和谐才有可能。因此,我国借鉴国外的立法经验,最终把劳动合同法的立法宗旨明确确定为:“为了规范用人单位与劳动者订立和履行劳动合同的行为,保护劳动者的合法权益,促进劳动关系和谐稳定,根据《中华人民共和国劳动法》,制定本法。”

第四次审议劳动合同法时修改的相关条款,充分体现了这一点。现在,许多用人单位仍然拒不与劳动者签订劳动合同,有的恶意延长使用期限,以对劳动者进行压榨。新修改的法律条款充分考虑了这一现实因素,规定如果企业和员工没有签订劳动合同就视为签订无固定期限劳动合同,并且规定了具体的惩戒措施,加大了用人单位的违法用工成本,同时也加大了对劳动者权益的保护力度。

应该认识到,当劳动者与用人单位发生纠纷时,强势的用人单位更容易推卸责任,比如,拒不承认劳动者在本单位工作等等。在这种情况下,应该引入举证责任倒置制度,由用人单位承担举证责任,如果不能证明劳动者所诉内容与事实不符,就应该承担相应的法律责任。如此,才能具有威慑力,使处于强势地位的用人单位不敢轻易侵害劳动者的权益。

劳动合同法理应向弱者倾斜,这实际上是一个不成文的国际惯例,西方发达国家在制定相关法律时基本上都遵循重点保护弱者的原则。我国劳动合同法加大对劳动者的保护,顺应了这一潮流,有利于促进劳资关系的和谐。