

■ 国学记

# 有实质审查 就难有真正信息充分公开

——金融发展新思考之七



◎周业安

中国人民大学经济学院教授、博士生导师

长期以来,为了维护金融市场的  
发展,人们总是期望有个强有力的监  
管部门,来监管上市公司、投资银行  
以及机构投资者。监管制度设计的依  
据在于,金融市场中充满了信息不对  
称,监管机构就是要化解这种不对  
称,以保证交易的公平性和有效性。

金融产品交易所面临的信息难题  
与其特征有关。由于金融产品是针  
对未来的收益承诺,而未来是不确定  
的,并且充满风险,不同的参与人对  
产品价值的判断差异是交易的基础,  
也是价格波动的来源。给定信息充分  
和对称,价格波动仅仅取决于参与人  
风险偏好、财富约束以及一些外生的  
偶发事件等。通过市场交易,异质的  
参与人都能够实现效用最大化,即得  
其所。信息充分和对称条件下的市  
场交易能够达到公平性,即使有赢有  
亏,参与人都能接受。

但是,如果市场上出现了信息不  
对称,交易公平性就可能遭受破坏。

事实上,上市公司、投行和机构  
投资者的确实会在信息优势这一块合  
谋,共同操纵市场获利,这就是所谓  
内幕交易及其他欺诈行为。1911年,  
鉴于公司和投行等对市场的操纵,严  
重伤害了普通投资者的权益,并且给  
市场的健康发展带来致命的障碍,美  
国堪萨斯州首先制定了被称为“蓝天  
法”的证券法规,开启了证券市场的  
法治之门。其后美国出现的大危机更  
是加速了联邦层面证券监管制度的

在我国,证券法已  
经确立了充分公开制  
度这一核心,但政府有  
关部门似乎热衷于实  
质审查,而这种热衷产  
生了诸多危害,最明显  
的是限制了公司证券  
发行和机构产品创新  
的自由度,同时也给投  
资者造成责任上的错  
觉——市场上不应该存  
在质量差的公司,证监  
会应该对投资者的损  
失负责等等。实际  
上,投资者没有学会自  
担责任,与政府有关部  
门对市场的过度干预  
有关,或者说和市场上  
的自由度不够有关。

的高昂代价,而后者来自市场的活跃  
性的要求。假定如有效市场假说所  
言,价格能够充分反映交易所需的全  
部信息,那么参与人就失去了支付信  
息成本的激励,也就不会去寻求信  
息,市场套利不存在,市场也就失去  
了获利可能。斯蒂格利茨和格罗斯曼  
曾经证明,支付信息成本寻求信息的  
参与人有利可图,也就是套利可行,



蒋玉磊 制图

限,任何一位专家恐怕都很难判定一  
个公司的前途究竟如何。未来无法准  
确判断这一特征,决定了实质审查制  
度是一项不可行的制度。监管当局能  
做到的,是合规性审查,或者说,是挑  
选符合各种法律规定的公司。当然,  
合规性审查必须和充分公开制度相  
结合,才能真正起作用。

在我国,证券法已经确立了充分  
公开制度这一核心,但政府有关部门  
似乎热衷于实质审查,而对实质审查  
的热衷产生了诸多危害,最明显的就是  
限制了公司证券发行和机构产品创  
新的自由度,剥夺公司的决策权,  
同时也给投资者造成责任上的错  
觉——市场上不应该存在质量差的  
公司,证监会应该对投资者的损失负  
责等等。实际上,投资者没有学会自  
担责任,与政府有关部门对市场的过度  
干预有关,或者说和市场上的自由度  
不够有关。如果作为盈利来源的投资  
项目也需要审批,上市公司就无法根  
据市场变化适时调整决策,犯决策  
错误的机会大大增加。同样,如果公  
司上市需要实质审查,市场机制需要  
依靠政府这只看得见的手,那么就不  
可避免地扭曲投资者的预期和行为。  
看得见的手太多,出手太重太没規  
律,是A股市场最大的风险来源。所  
以,监管当局要坚持充分公开制度,  
放弃对市场机制本身的过多干预,并  
且避免扮演实质审查人的身份,赋予  
企业项目自主权,反而会增强市场的  
活力和安全性。

■ 兼听则明

## 财政政策到底能为资本市场做些什么



◎孙立坚

复旦大学经济学院副院长 金融学教授

近来财政部一系列措施,比  
如,部分取消出口退税、扫除减免  
利息税制度障碍、发行1.55万亿元  
特别国债等,都引起了社会各界高  
度关注,还有诸多争议。笔者认为,  
上述政策着眼点不应该是为了直  
接吸收流动性过剩,更主要的是通  
过它来改变中国经济的增长模式,  
从根本上解决经济失衡所产生的  
流动性过剩的“结构问题”。财政政  
策在缓解流动性规模上不仅效果  
有限,而且成本也较大,但在改变  
产业结构和国家的内需生成机制  
上则有不可替代的重要作用。

不少人认为,取消出口退税就是  
人民币变相升值。我不完全同意  
这样的看法。渐进式汇改战略会使  
人民币升值带来企业短期外债融资  
上升的可能性,这显然不利于我国  
金融体系整体的稳定,一刀切的汇  
率升值方式会产生消费者的内外替  
代现象,从而进一步降低我国企业  
整体的盈利能力,而取消出口退税  
却没有这些负面作用。出口退税的  
影响只局限于出口企业,且只波及  
到在国际市场上没有定价能力的企  
业,它抑制了企业部门的寻租行为,  
有利于消除恶性价格竞争,有利于  
产业结构升级,改变国际收支的失  
衡结构,最终,有利于资本市场按照  
价值投资的理念来选择财富保值的  
方法。

在非常短的时期内,减免利息  
税对人们心理的影响举足轻重。但  
在短期和中期内,并不会因为仅仅  
金融资产收益的变化就会造成股市  
资金的大规模向银行系统的回流,  
因为理性的消费者不光看单个资产  
的收益和风险,还要看自己持有的  
组合(比如,存款和股票等)的总收益  
和总风险会发生怎样的变化。

现代金融投资理论告诉我们,  
减免利息税就相当于提高组合中  
的安全资产收益,调整后的新组  
合,其风险不但不减少,反而会增  
加,当然收益也会随之增加,因为

这样的组合,比起其他的组合方式  
(比如资金大部分转移到银行,或资  
金更多的投入股市等组合),当平均  
收益一定时,它的组合风险是最小的。  
当组合风险一样时,新组合的  
平均收益是最高的。而市场中投资  
者组合的差异根本不是风险资产  
(股票)组合上的差异,而是在于抗  
风险能力低的投资者会把更多的  
一些资金投入银行,而抗风险能力  
高的投资者不会发生任何的变化。

6月29日人大常委会通过的  
发行1.55万亿特别国债的决定,虽  
然是通过购买外汇储备来降低央  
行的汇率风险(这从某种意义上讲,  
确实打开了外汇储备在海外运作的  
市场,同时又能够马上吸收国内  
过剩的流动性),但是这一积极  
举措,市场的反应却正好相反。笔  
者认为,其中确实存在很多值得商  
榷的地方。

首先,通过国债发行吸收国内  
流动性,然后将它用作海外投资,在  
目前中国的投资回报率预期要高于  
海外投资的收益率的情况下,这种  
做法是否可持续?我们用高成本带  
出去的资金,外国机构再将它回流  
到中国市场的可能性不是没有。黑  
石集团欲入股蓝星公司股份的最新  
动向不得不引起高度重视。显然,动  
用财政部的长期国债工具来吸收短  
期的流动性,不要说经济上不划算,  
而且实际效果也可能微乎其微。

其次,本次国债发行“技术”难  
关不少。如果向银行间市场发行,  
现有国债市场不仅会大受冲击,而且,  
国债在银行资产中比重过大,会影响  
银行资产负债结构的匹配和绩效表现,  
从而约束中国银行业国际竞争力的  
提高;如果向央行发行,再由央行转化  
债券的期限来吸收市场的流动性,  
不仅提高了央行置换成本和资产负债  
之间不匹配的金融风险,而且,央行货币  
政策独立性将大打折扣。此外,还有发行  
节奏,发行国债的依赖行为等问题,都会对债

市、银行间市场和股市,甚至对财政  
政策的效率和有效性都带来消极影  
响。

再次,即使不考虑资金回流,  
只是分析我方外汇投资公司的成  
本效益,稳健投资战略实施也非  
常艰难。弄得不好,外汇投资公司  
为了保证利润,不得不去选择高风  
险的组合投机来对冲高昂的资金  
成本。最终财政部的特别国债发行的  
代价无法回收,通过这种模式所  
建立起来的央行外汇储备保值的  
战略也无法有效地实施。

从上面的分析来看,在流动性  
过剩的宏观经济状况下,财政政策  
为资本市场的健康发展应该做什  
么,能够做什么?亟待学界、业界以  
及政府部门共同思考和探讨。以我  
对财政政策之“度”的不成熟的看  
法,中国流动性过剩是一个结构性  
问题,财政政策应在改变结构上发  
挥它不可替代的作用。我国目前实  
际上还是靠吸引外商直接投资和  
出口导向模式来解决社会巨大的  
就业压力,而金融体系和产业结构  
还处于发展不成熟阶段的时候,汇  
率的相对稳定性是支撑这种对外依  
存经济增长模式的关键要因,所以,  
当需要货币政策来缓解结构性  
流动性过剩冲击的时候,就需要财  
政政策来刺激产业结构和内需生  
成机制的尽快调整,从根本上解决  
结构性流动性过剩对资本市场的  
危害。财政政策可以配合货币紧缩  
政策和金融监管政策来缓解流动  
性过剩的冲击,但不能作为主要手  
段来冲销暂时的流动性过剩现  
象。中国国内需的生成机制和企业竞  
争力的提高需要财政政策给予实质  
性的有效支持,需要尽快有效地在  
教育、医疗、就业等多方面建立起  
有效完善的社会保障体系,从而提  
高全民抵御和承受在经济全球  
化时代中金融风险的能力,还需要充  
分有效地利用国家资源,帮助企业  
自主创新,努力分担企业家技术创新  
新的金融风险,通过机制的不  
断完善和透明化,提高国家在收入  
再分配过程中的权威形象,以此降  
低财政政策的运营成本,加强其在  
各个领域各个时间点上的政策有  
效性。

■ 德鲁克在中国

## 华为基本法的生命力



◎黄建东

北京光华管理研修中心

“华为基本法”要修改与重装,引  
来了各种推测:有人感慨“华为是一本让  
人想读但又读不透的书”,有人伤感于“狼  
性文化的双刃性”,也有人称其为“自然  
嬗变”。其实,“基本法”最后一条明确规定  
每10年“进行一次修订”。如果以平  
静的心态看待这次修改,就不会做出种  
种不切实际的猜测了。

华为的一个基层管理者曾说:队伍  
壮大了,总需要一面旗帜。在华为,这面  
旗帜就是华为基本法。它曾在业界大为  
流行,广为许多企业和分析人士关注,甚  
至成为企业效仿的对象。

华为“基本法”从1995年萌芽,到  
1996年正式定位为“管理大纲”,到1998  
年3月审议通过,历时数年。这期间华为  
也经历了巨变,从1995年的销售额14  
亿元、员工800多人,到1996年26亿元,  
再到1997年销售41亿元、员工5600人,  
到1998年时,华为已经是一家年销售额  
89亿元、员工8000人的公司了。

在这样的背景下,华为对企业的行  
为作了比较深入的思考,长达16400字  
的“华为基本法”,包括了华为核心价  
值观和一般管理政策。尽管中国许多企  
业都有自己的“基本法”,尽管可能被冠之  
“XX宪法”、“XX大纲”、“XX精神”。但  
是没有哪家企业的管理大纲受到华为  
基本法这样的关注。说实话,“华为基本法”  
总结了中国民营企业第一次面向未来的  
全面思考。

根据德鲁克的研究,一个事业理论  
包括三个假设:第一,对企业所处环境的  
假设;社会及其结构、市场、顾客、技术  
等。第二,关于企业使命的假设。第三,关  
于实现企业使命所需的核心能力的假  
设。华为基本法规定每10年修订一次,  
与德鲁克的说法毫无二致,这恰恰说明  
了基本法的生命力所在。

关于外部环境的假设决定了一个  
企业将因什么得到回报。关于使命的假  
设规定了企业把什么结果看作是有意义  
的,换言之,这些假设指明了这个企业认  
为企业对整个经济和社会应作出何种  
贡献。最后,关于核心能力的假设则明确  
了企业必须努力的方向,以维护领先的地

位。

当然,这些听上去会让人误以为很  
简单。实际上,要达到一项清晰的、前后  
一致的、有效的事业理论要花多年时间,  
要经过艰巨努力、思考和实验。然而,要  
取得成功,任何企业都必须确立其事业  
理论。

最近二三十年来,中国引进了大量的  
现代企业管理的理论和工具。各种成  
功秘诀更是成为人们趋之若鹜的对象:  
什么营销大师诀窍,成功经理人必备秘  
诀,管理者的XX种技巧,XX的经营管  
理技巧,管理赢家技巧XX则等等,等  
等,不一而足。其实,这些所谓成功秘  
诀都是在特定历史条件下,结合自己的  
感悟而得出的,只不过是“形”、“术”,  
而不是智慧之本源,智慧之“道”。  
时时过境迁,别人所谓的成功秘诀你无法  
复制。一个企业只有有了自己的纲领,有  
了自己特定的目的和目标,才能在商战  
的海洋中免遭“灭顶之灾”。否则,企业领  
导者再强调“成功秘诀”,再强调“执行  
力”,或者其他诸如“没有任何借口”、“细  
节决定成败”这样的口号,也难免迷失方  
向。殊不知,这些口号,甚至包含“全面质  
量管理”、“经济价值分析论”、“标杆法”  
等有效理论,都只是有力的工具,其作用  
主要是以不同的方式来做已经在做的事  
情。而对今天的中国企业来说,“做什么”  
已越来越成为管理面临的主要挑战。

某公司昨天还是超级明星,一转眼  
却变得停滞不前,挫折重重,麻烦丛生,  
而且常常陷入似乎是不可控制的危机  
中,这样的故事人们已经听得多了。在几  
乎所有这些危机中,根本原因并不是事  
情做得太差,甚至也不是做了错误的事  
情,在大部分情况下,做的事情是正确  
的——却没有成果。

为什么出现这种明显的悖论?因  
为企业赖以生存和经营的假设已经不再  
适应现实。这些假设形成企业的行为,决定  
它们要做什么和不做什么,明确规定它们  
认为有意义的结果是什么。10年过去了,  
企业环境发生了巨大变化。市场变了,  
客户变了,技术变了,竞争对手变了,  
如果华为还是墨守成规,继续按照10年  
前的假设去做,麻烦将不可避免地到来。

■ 大西洋外

## 今天,欧元区 让世人刮目相看



◎张祖谦

上海欧洲学会副秘书长

提起欧元区经济,多年来人们总有挥  
之不去的悲观看法:因为高福利制度拖累和传  
统工业结构调整滞后,曾经创造战后经济恢  
复奇迹的欧元区经济长期萎靡不振,还不时  
跌入衰退泥潭。但是,今天世人应该对欧元区  
经济刮目相看了。

据英国《经济学家》周刊最近的预测,今  
年欧元区GDP增长率将达到多年未见的  
2.4%,高于被人们习惯性地看好的美国  
(2.1%)。长期拖欧元区经济后腿的德国,今  
年经济增长率将达到2.4%。而去年秋天,德国  
五大经济所公布的预测还认为今年最多只能  
增长1.4%。对于因担心经济过热而在1967  
年立法规定经济增长率不能高于4%且早已  
进入所谓“后工业化时代”的德国来说,这一  
个百分点的差别是极为引人注目的。事实上,  
今年首季德国按年度计算的经济增长率已达  
到了3.6%,几乎接近了法律规定的增长上限。

与此同时,德国经济某些久治不愈的痼  
疾也出现了有所缓解的迹象。例如,严重的失  
业,在施罗德政府执政后期,德国的失业率和  
失业人数曾分别达到11%和500万人以上,  
今年4月降到了9.2%,失业人数为近5年的  
最低水平。德国联邦劳动局局长费朗克·于尔  
根6月初预测,失业人数在今年的10月和  
11月可能降到350万人以下,从而创造近12  
年来的最佳记录。

令人难以相信的是,德国制造业居然罕  
见地出现了订单猛增,工厂应接不暇,工业生  
产凸现“瓶颈”的情形。据慕尼黑的伊福经济  
研究所统计,目前德国机械制造业的开工率  
已达93%,为近15年来的最高纪录,几乎实  
现了满负荷运转。德国工业银行的首席经济  
学家库尔特·德默尔认为,德国工业目前所面  
临的情况类似于“德国重新统一时期”;当时  
东部各联邦州经济重建造成对资本货物的需  
求猛增。专家们因此估计,德国制造业随之而  
来的必然是多年未见的投资热潮。

由于经济形势好转,柏林政府税收迅速  
增加,今年3月比去年同期增加了约16.4%。  
德国《商报》将其称之为“举世瞩目的成就”。  
德国财政部预计,如果经济景气能够维持,  
德国将在2011年实现财政收支平衡。

作为欧元区最大的经济体,德国经济的复  
苏对欧元区经济的持续增长关系重大,而欧元  
区其他大国也都有不俗表现。截至今年5月,  
法国、意大利和西班牙三国经济与去年同期相  
比的年经济增长率分别为2.1%、2.3%和4.1%。

更出乎经济学家们预料的是,欧元区经  
济是在冲破诸多不利因素的困扰下发力上扬的。  
世人皆知,欧元区与美国经济联系密切,  
美国经济状况良好,欧元对美元汇率较低,以  
及银行实行低息政策,是欧元区经济由低迷  
走向增长的必要条件。但是,目前的情况恰恰  
相反:美国经济增长速度明显放慢;欧元坚挺,  
对美元汇率一路走高,在近两年持续对美  
元升值的基础上,今年2月以来又上升了  
5%;欧洲中央银行多次加息,预计不久将把  
欧元利率提升到3.75%或4%。在这样的背景  
下,欧元区经济还能逆势上扬,不能不令人啧  
啧称奇。

推动欧元区经济复苏和增长的主要动  
力,专家们认为是区域内外投资和居民消费需  
求的不断扩大。此外,出口,特别是对亚洲、中  
东欧和俄罗斯的出口增长也是重要原因。去  
年下半年和今年上半年对上述地区的出口增  
长率同期相比分别增长20%和19%。不过,在  
德国企业从出口贸易中大捞了一把的时候,  
德国工人却为此作出了巨大牺牲。多年来,德  
国工人工资增长率一直低于通胀膨胀率,这  
就是德国出口商品在欧洲中央银行加息和欧  
元汇率上升的情况下仍能保持较强竞争力的  
重要原因。当然,德国企业故意压低工人工资  
的做法已经激起工人的不满,今年4、5月期间,  
德国最大的工会组织—冶金工人联合会曾号召  
举行象征性罢工,要求提高工资6.5%。有专家推  
断,在目前经济形势较好的情况下,柏林政府应  
该敦促企业提高工人工资,这不仅有利于缓和  
和正在趋于尖锐的社会矛盾,也有利于扩大社会  
需求,从而对经济增长产生良性互动效应。

当然,欧元区经济能否保持持续增长的  
势头,最重要的还是取决于国家经济和社会  
福利改革的效果。在这方面,德国还刚刚起  
步,法国则八字还没有一撇。由于德国今后一  
段时间有5个州要举行州议会选举,默克尔  
总理为了避免她所领导的基民盟选举失利,  
估计不会出台会引起争议的改革方案。同时,  
上台伊始的右翼政治家萨科齐要在社会党影  
响很大的法国推行类似于英美经济模式的改  
革也将举步维艰。但是,改革的滞后又势必对  
欧元区经济持续发展不利。这是欧元区各国  
政府所面临的两难选择。

此外,西班牙经济最近出现了“增长疲  
弱症”,经济增长速度开始放慢,房地产业出现  
了泡沫。人们开始担心这个在过去5年内为  
欧元区创造了四分之一就业机会的国家可能  
变成危险的薄弱环节。