

■财经时评

中国股市处于从做大到做强转变关键期

股市做大还不够,单纯做大的股市,泡沫会不断堆积而难以有效稀释和抑制,难以实现可持续稳健发展。股市做大后需要进一步做强,做强的股市才能持续长久发挥强劲的投融资能力等。当前中国股市正处于从做大到做强转变的关键阶段。

◎张翼

近两年来,我国资本市场发展取得显著成就,在国内经济金融发展中的战略性和主导地位日益突出,并成为全球瞩目的新兴市场。有关统计数据显示,截至8月28日收盘,沪深两地市场以及在中国香港上市的内地企业计算的中国股市总市值为4.72万亿美元,超过日本总市值的4.7万亿美元。在今年多个交易日,内地股市的成交额甚至超过亚洲其他市场的交易额总和。今年5月,沪深两地A股的平均日成交额达到416亿美元,这一数目已相当于日本、韩国、中国台湾、中国香港和新加坡股市的交易额总和,中国股市规模不断做大,而股市的兴旺发展,一方面是我国经济又好又快发展的反映;另一方面也凝结着各部门和广大投资者的共同努力,资本市场改革深化以及投资者的对市场坚定的信心,有效促进了市场持续活跃发展,当前的股市发展成就实在来之不易。但股市做大还不够,

单纯做大的股市,泡沫会不断堆积而难以有效稀释和抑制,难以实现可持续稳健发展。股市做大后需要进一步做强,做强的股市才能持续长久发挥强劲的投融资能力,才能长久有效发挥金融资源配置功能,才能有效控制和不断化解市场风险,才能使股市在经济金融运行中持久发挥主导作用,并促进我国国际竞争力不断提升。

目前我国股市规模的扩大为做强创造了良好条件,并促进股市开始向做强方面转变,这将有利于股市真正进入中长期繁荣发展轨道,主要体现在五个方面:投融资功能不断增强;市场运行机制不断完善;上市公司质量不断改善,股市发展基础不断坚实;做空机制即将建立,有利增强市场平抑泡沫的能力;多层次的资本市场建设将加快推进,不仅进一步增强满足各类企业多元化的融资需求,也为投资者组合投资创造更多机会。

在当前资本市场处于从做大到

做强转变的关键阶段,除了要继续做好加强市场制度建设、提高监管有效性、促进上市公司质量的提高,优化市场结构、重视和加强投资者教育、不断提升市场服务能力和水平等方面工作外,围绕持续增强资本市场投融资能力和风险管理能力,这两个关系到市场做强的关键内容,管理部门和市场机构主体还要继续加强五个方面工作:

一要继续深化对我国股市规律性和特点的认识,为有效决策提供良好依据。在我国股市处于关键发展时期,会出现许多新情况、新特点和新问题,尤其需要加强我国股市的理论和实践研究,真正把握我国股市的内在规律和特点,借鉴国际经验的的同时,要切实考虑我国的股市运行的实际环境,为有效监管和管理市场提供科学依据。

二要加强金融调控和监管的协调机制建设,进一步提高金融调控和监管的有效性。有效稳健的市场,需要有效的金融调控,无论是直接和间

接对股市的重大调控政策,要进一步增强前瞻性、科学性和可预期性。在我国分业经营和分业监管体制下,伴随金融机构跨市场创新业务的不断拓展,风险跨市场传递的增加,需要良好的监管协调机制,切实提高监管服务能力和风险管理能力,为市场创新和安全生产创造良好环境。

三要切实重视和加强投资文化建设,培育与市场发展相适应的投资者队伍,努力提升投资者队伍的整体金融素质。要加强诚信文化建设,为增强市场投资信心打造稳健的基石。要营造风险教育文化,增强投资者对资本市场的认识和风险承受能力。要形成良好的投诉处理文化,不断完善投资者投诉处理机制,营造高效的投资者纠纷处理环境,有效维护投资者合法权益。要建立认识市场风险,发挥媒体的舆论监督和正确引导作用,形成良好的金融媒体文化。要树立法制和风险防范文化,投资者要增强法律观念,正确认识市场风险,自觉增强“买者自负”意识,这是市场经济发展法制化的基本要求。对于处于转型期的中国股市,广大中小投资者既要坚定信心,也要不断增强风险意识,保持理性投资心态,注重中长期价值投资理念,分享资本市场中长期繁荣

发展的利益。

四要加强市场风险前瞻性研究,建立有效的突发和重大风险应急处置机制。随着开放的扩大和创新加快,国内外市场关联性和风险的跨市场传递都会增加,管理部门和市场投资服务主体,需要进一步增强风险处置机制的研究和建设。一方面要结合以往出现的国内外重大金融风险和危机,进行压力测试,防止偶然事件对市场剧烈影响的风险;一方面要对未来影响市场的重大政策和环境变化,进行相应的前瞻性研究,当前要重视研究股指期货、人民币升值趋势发生逆转、市场流动性出现逆转、持续加息等对股市的影响等。从调控政策、投资策略上研究制定相应预案。

五要加强我国资本市场的整合问题研究,努力提升我国资本市场的投融资能力和国际竞争力,积极稳妥扩大市场对外开放。按照上海国际金融中心建设战略,要适时加快沪深两地证券市场的整合,突出两地市场功能差异化互补性定位,加快提升上海证券市场的国际竞争力。同时,要积极稳妥扩大OFII规模,适时开放境外企业来内地上市的政策,增强内地市场对国际的投融资吸引力。(作者系上海银监局副研究员、博士)

■看法

高昂成本阻碍个人创业

◎魏也

国家工商管理总局发布的一组数字表明:1999年全国有个体工商户3160万户,到2006年6月底下降为2505.7万户,个体工商户减少约650万户,平均每年减少87万户。这与2006年《民营经济蓝皮书》公布的相关数据相呼应:过去5年,中国个体工商户注册户数由2571万户下降至2464万户,减少了107万户,年均降幅为0.8%。

《学习的革命》的作者、著名未来学家德罗克说过:“在21世纪,你最大的雇主将是你自己,个人创业将成为一种趋势。”从事个体经济是大多数创业者的首选之路。在我国,个体私营经济解决了70%以上的新增城镇就业,70%以上的城镇再就业和80%以上的进城务工人员就业。乡镇个体工商户不仅缓解了当地就业压力,而且对发展农村经济、改善老百姓生活起到了重要推动作用。在越来越多的人选择创业的今天,个体户日渐减少的现象显然值得关注。

什么导致了个体户的减少?截至目前,有许多不同说法。9月18日上午,国家工商管理总局局长周伯华在答记者问时指出:“现在个体工商户的减少,其中最大的一个因素,是个体工商户走上了合作经营、合股经营、公司经营的道路,加大了经济发展总量的规模,我国个体私营经济这一块每年都是以两位数以上的增长,整体个体私营经济的总量是大发展的。”

而《民营经济蓝皮书》则认为,个体户减少的主要原因是创业成本过高:1/3的认为,“费大于税”,创业艰难。这一说法被中央党校研究室副主任周天勇的研究所证实。周天勇曾问过一开小饭馆的老板,需要向政府缴纳多少税费。小老板拿出的单子显示,除了税务部门 and 工商部门收的税费外,政府的其他19个部门收费69项,还没算上有关部门花样翻新的检查和罚款。周天勇笑言,负担如此沉重,如果这些老板们不偷逃税费,几乎99%都得关门倒闭(见《人民日报》2006年8月21日报道)。

此前,曾有人大代表批评工商管理费很多被用做各级工商行政管理机关的“小金库”,有些工商行政管理机关甚至“为收费而养人,又为养人而收费”,导致了“最弱势的市场主体养活了政府的综合监管执法部门”这一离奇现象。其实,就连一些正在“合法”收取的费用也屡遭质疑,最典型的就是个体工商户管理费。收取该项费用的相关依据要么未得到法律的授权,要么已经被明令废止,但仍在“合法”收取。去年,全国人大常委会委员周洪宇在十届全国人大四次会议上提交“关于修改或废止有关征收个体工商户管理费的法规、文件,取消个体工商户管理费的建议”,引起强烈社会反响。

实际上,我国公民个人从创业之初就面临着高昂的时间成本和经济成本。2005年美国哈佛大学、耶鲁大学和世界银行的4位教授对85个国家和地区的创业环境作了系统调查,结果表明,从注册一家公司到开业平均所必需的审批步骤数,加拿大只需2天,而我国内地则需要闯过7道关,历时111天。注册审批费用在美国、英国、加拿大不到其人均年薪的1%,而在我国内地,各种审批费用占据了其人均年薪的11%。

个人创业是一个社会充满活力和激情的表现。据罗珀·史塔奇国际有限公司的调查,在美国,宁愿自己办公司的年轻人是愿在大公司里当最高行政主管者的两倍,比愿在政府或政府机关担任要职者多4倍。公民积极创业对就业岗位提供、对经济发展的强劲推动力,造就了一个经济繁荣的美国。为了鼓励公民创业,美国出台了一系列法律,如1958年制定的《小企业投资公司法》、1980年出台的《小企业投资促进法》等等,对个体创业提供了大量优惠和扶持政策。

相比之下,不难发现我们应该努力的方向,那就是认真调查和反省,到底有哪些高昂的成本阻碍了人们的创业之路,并尽快去解决这一问题,而不应该仅仅停留在争论或推卸责任层面。当务之急是,最大限度地降低人们创业的成本,使创业者在一个相对宽松和宽容的环境中发挥潜力、展示才华,使一些优秀的个体企业最终脱颖而出。尤其是就业形势依然严峻的今天,降低创业成本所激发出来的个体投资热情,具有非常积极的现实意义。

建立节能激励机制促进节能良性循环

◎洪茂钦

节能是我国的基本国策,与国外能源利用效率相比,我国的节能空间十分巨大。

一、比单位产值能耗。据有关机构研究,2000年按现行汇率计算的每百万美元国内生产总值能耗,我国为1274吨标准煤,比世界平均水平高2.4倍,比美国、欧盟、日本、印度分别高2.5倍、4.9倍、8.7倍和0.43倍。

二、比单位产品能耗。2000年,我国电力、钢铁、有色、石化、建材、化工、轻工、纺织8个行业主要产品单位能耗平均比国际先进水平高40%。

三、比主要耗能设备能源效率。2000年,我国燃煤工业锅炉平均运行效率65%左右,比国际先进水平低15至20个百分点;中小电动机平均效率87%,风机、水泵平均设计效率75%,均比国际先进水平低5个百分点,系统运行效率低近20个百分点。

四、比单位建筑面积能耗。目前我国单位建筑面积采暖能耗相当于气候条件相近发达国家的2倍-3倍。据专家分析,我国公共建筑和居住建筑全面执行节能50%的标准是现实可行的;与发达国家相比,即使在达到了节能50%的目标以后仍有约50%的节能潜力。

五、比能源效率。我国能源利用效率只有33%,比国际先进水平低10个百分点左右。如火电机组平均效率33.8%,比国际先进水平低6至7个百分点。能源利用中间环节(加工、转换和贮运)损失量大,浪费严重。

根据有关单位研究,按单位产品能耗和终端用能设备能耗与国际先进水平比较,目前我国的节能潜力约为3亿吨标准煤。

而与能源浪费严重形成强烈反差,我国是能源资源严重短缺的国家,石油、天然气人均剩余可采储量仅世界平均水平的7.7%和7.1%,储量比较丰富的煤炭也只有世界平均水平的58.6%;因为能源的过度消耗和环境破坏,已经给我们的生存敲响了警钟。

国际上成功的经验证明,在一个竞争的市场经济环境中,要使节能成为全社会的自觉行为,一定要解决机制问题。要使参与的各方从节能中获得较高的收益,变被动行为,为主动、自觉行为。为此,笔者认为,我们可以按单位产品能耗、设备能源效率、节能技术产品等标准划分,设立能源消费的基准能效价格,高于基准能效的客户多交费,低于基准能效的客户给予奖励,取之于浪费能源,全部用于节能,同时财政再拿出部分资金,起到引导、宣传四两拨千斤作用,形成全社会良好的市场化节能氛围,促进节能事业的良性循环发展。以火力发电行业为例,设立每度电的基准煤耗,低于基准煤耗的每度电给予分档递增征收能源费,这样发电厂煤耗越高,发电量越多,征收的能源费就越多,反之亦然使发电厂受到的奖励就越多,这样就能促使发电企业自觉节能,自觉提高发电效率,并从中获取较大收益。

举证责任倒置是打击内幕交易的利器

◎周迪

为打击操纵市场及内幕交易行为,中国证监会下发了《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》,其中规定,上市公司在向中国证监会提起行政许可申请时,应充分举证相关内幕信息知情人及直系亲属等不存在内幕交易行为。触发履行举证责任的条件是剔除大盘因素和同行业板块因素影响,上市公司股价在股价敏感重大信息公开前20个交易日内累计涨跌幅超过20%。根据这一监管要求,之前向中国证监会提起行政许可的绝大多数上市公司都需要履行举证不存在内幕交易行为的义务。

举证责任倒置是打击内幕交易的利器,中国证监会正式实行这一制度,代表着我国市场监管机制的一大进步。

所谓举证责任倒置,是指基于法律规定,将通常情形下本应由提出主张的一方当事人(一般是原告)就某种事由不负担举证责任,而由他方当事人(一般是被告)就某种事实存在或不存承担举证责任,如果该方当事人不能就此举证证明,则推定原告的事实主张成立的一种举证责任分配制度。在一般证据规则中,“谁主张谁举证”是举证责任分配的一般原则,而举证责任的倒置则是这一原则的例外。

■上证观察家

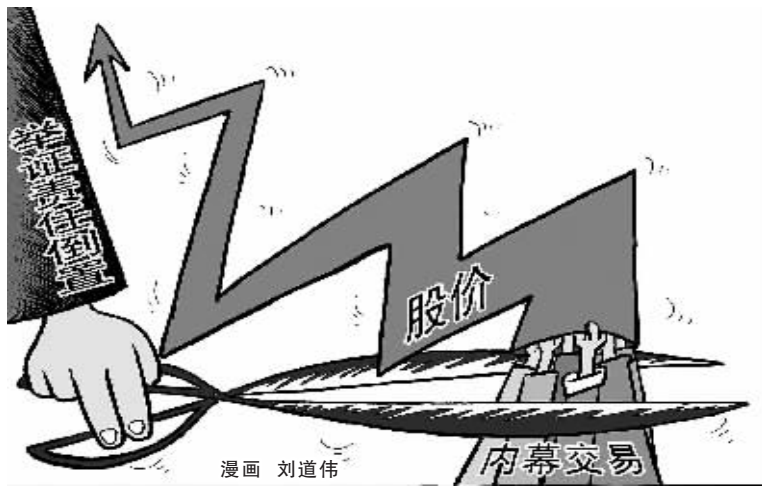
经济内外失衡下流动性过剩是导致通胀根源

经济内外失衡、货币供应量变动形成了我国的流动性过剩,通过改变市场供求关系,导致了当前我国通胀压力的产生。治理通胀,仅靠加息是难以抑制的,还需要协调经济内外失衡,解决流动性过剩问题,更需要我们改变和引导社会公众的通胀预期。

◎王敏

今年以来我国经济呈现两大显著特征: GDP持续高速增长和消费品物价持续上升。这两项指标均已超出年初政府设定的既定目标。由此,引出了两大热门话题:经济是否过热?通胀是否会出现?笔者认为,只有准确研判这两个问题,才能把握进一步宏观调控会出台哪些措施及是否会加大调控力度。对此,以下几个问题值得思考。

第一,货币供应量变动对市场供求关系的影响和改变,是影响通胀成因的重要因素之一。从大体上来看,市场供求关系和货币供应量是决定物价波动的两大主要影响因素。在货币供应量可控的条件下,传统通胀大多是由供求关系紧张引发的。例如,计划经济条件下



漫画 刘道伟

在西方发达国家,在证券监管中普遍引入了举证责任倒置制度。这是由证券交易的特殊性所决定的。证券市场中的内幕交易往往比较隐蔽,受害者一般为中小投资者,他们在信息获得渠道、资金实力和操作技巧等方面处于明显的劣势,而内部交易的参与者则可以在第一时间直接获取相关信息,并借助这些信息进行操作,从中牟取暴利。由于内幕交易涉及面广、手段隐蔽,属于技术含量较高的违规乃至违法犯罪行为,很难发现相关线索,调查取证难度非常大。即使司法部门要查实相关交易行为是否涉嫌内幕交易也难度重重,普通投资者只能望而却步。

也正因为这一点,一些人总是

千方百计地试图通过内幕交易获取暴利。北大法学院院长吴志攀教授坦言:我国证券违法案件,大约80%的案件与内幕交易有关,大约80%的违法交易金额与内幕交易案件有关。内幕交易不仅损害广大投资者的利益,也扰乱正常的市场秩序,容易给证券市场带来致命伤害,必须予以严厉打击。

为了解决这一问题,美国等西方国家放弃了传统的“谁主张、谁举证”的做法,而引入举证责任倒置,通过因果关系推定的方式,加强对投资者合法权益的保护。1988年,美国相关法律规定,原告只须证明以下事实,其余则由被告自证:被告在进行交易时知道相关公司的内幕信息,原

告的交易行为与被告的交易行为同时发生,原告的交易行为是与被告反方向的交易行为,原告在此交易行为中受到了损失。除非被告能够自证清白,否则,根据因果关系推定其有罪。

不久前,一对香港夫妇涉嫌获得收购道琼斯公司的重大非公开信息后非法购入了道琼斯股票,并因此获利800多万美元,美国证交会在此短短4天内就对这对夫妇采取检控行动。在美国证交会提出起诉之后,联邦法官下令冻结了这对夫妇在美林公司香港办事处开立的交易账户,并责令被告或其律师向美国出庭。美国证交会还顺藤摸瓜,追查到了有可能涉嫌向该夫妇之父提供内幕信息的道琼斯董事头上。这正是举证责任倒置制度发挥作用的结果。

我国司法系统早已引入举证责任倒置制度。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见》第74条、《最高人民法院关于〈民事诉讼法〉证据的若干规定》第4条,均列举了适用举证责任倒置的情形,但没有涵盖证券交易方面的内容。此次证监会在打击内幕交易过程中,引入举证责任倒置,可以说是有益的一次补充。

举证责任倒置引入证券监管,能够更好地打击内幕交易,保护投资者利益,维护证券市场的健康发展,这一制度必将推动我国证券监管迈上一个新的台阶。

在催生全球性的金融资产泡沫和通货膨胀。

正因为货币供应量变动已影响和改变了市场供求关系,是导致目前物价变化及通胀压力的重要影响因素。

不过,我国通胀的形成还有自身特性。由于我国社会保障体系建设相对滞后,对未来的不确定性导致了居民储蓄居高不下和内需增长乏力,投资和出口增长成为拉动经济增长的主要推力,我国经济的内外失衡显著。结果是,一方面,容易形成产能过剩,经济也容易出现过热,资源和环境压力已影响到了经济的可持续发展;另一方面,贸易顺差和外汇储备的持续扩大,导致了国内流动性过剩,不仅催生了股市和房地产市场泡沫,也埋下了通胀隐患。笔者认为,生猪和粮价上涨仅仅是引发当前通胀压力的导火索,但我们更应该更多地从货币供应量和经济结构失衡两方面观察问题。由此,治理通货膨胀压力,除了要解决生猪和粮食生产等产销环节的供求关系问题外,还应着力解决当前的流动性过剩问题。

第二,要分析和把握物价变动的趋势。笔者认为,要准确研判当前通胀问题,需要从公众的心理预期角度去分

析,而不是仅仅从统计数据上去解读。当初美国次级债危机来看,由于美联储对危机问题的严重性,才导致危机的扩散。因此,监管当局对宏观经济形势发展的准确判断很重要。

货币政策的出台一定要早于市场,要具有前瞻性,同时还要重视和引导市场预期。这是因为,通胀预期在价格传导过程中发挥了关键性作用,当消费者普遍预期未来物价水平会继续攀高时,生产商不仅有动力涨价,而且可以更容易地实现涨价。另一方面,消费者会要求增加工资以补偿实际购买力下降所带来的损失,从而提高企业劳动力的工资成本,反过来会推动物价的轮番上涨。在实际利率为负的情况下,居民更加迫切希望通过有效的渠道实现资产的保值增值,在当前环境下,这将进一步推动股市和房市价格持续上扬,导致资产泡沫化。

因此,政府要做到调控有力,就需要从市场和公众的角度考虑问题,引导公众的心理预期向着有利于政府调控的方向发展。

第三,解决通胀压力问题需要集体的智慧和公众的支持。从根本上讲,导致当前通胀的根源在于经济失衡所形

成的流动性过剩。治理通胀涉及面广,问题复杂,试图单靠提高利率方式来解决通胀问题或许并不是一个最好办法,也不是解决问题的根本途径。

在国内储蓄率居高不下、贸易顺差持续增长和国际游资充斥的条件下,不断提高利率和存款准备金率,非但不能有效解决国内流动性过剩问题,还可能进一步刺激热钱流入,并影响到银行体系的正常经营。

我们必须认识到,加息本身不能根本解决结构性的流动性过剩问题,也不能抑制通胀率上涨势头,使用单一的货币政策和财政政策都难以很好地解决通胀问题。

从短期来看,要重点解决整个社会体系中的流动性过剩问题,不能仅仅着眼于银行体系内部。从中长期来看,需要改善金融体系的融资效率,拓宽居民投资渠道,改变社会收入分配结构,缩小贫富差距,提高社会保障水平,刺激内需扩张,实现经济增长方式由投资、出口需求带动向消费需求带动转换,恢复经济的内外平衡,这样才能从根本上解决问题。这不仅需要政府的集体智慧,也需要公众的热心支持。

(作者为中国银监会研究员)