

# Opinion

■上观观察家

## 投资者教育核心：从风险向理财转变

投资者向券商缴纳佣金的目的在换取券商提供的服务，而对投资者的理财培训属于券商应提供的服务内容之一，券商的不作为在某种程度上使得投资者佣金的付出未得到相对应的服务。这对投资者而言是不公平的。因此，建议出台强制性规定，迫使券商必须对投资者进行相应的投资理财知识培训。

◎冯玉国

提到投资者教育，很多人习惯上将其等同于风险教育。这其实是一种误解。中国证监会去年发布的《中国证券业协会会员投资者教育工作指引（试行）》指出：“投资者教育工作，是指协会各类会员单位针对投资于证券市场的社会公众开展的普及证券知识、宣传政策法规、揭示市场风险、引导依法维权等各项活动。”很显然，揭示市场风险只是投资者教育的一项内容，向社会公众普及证券知识（涵盖理财知识）才是最重要的。

其实，任何投资者都明白，股市是一个既可能带来丰厚收益又有很大风险的市场。那么，为什么当股指在低位运行时市场一片低迷，而在股指高位运行时，市场存在内在调整冲动的情况下追涨者又蜂拥入场呢？与其说这是对市场风险的漠视，倒不如说这些追涨者投资理财知识的匮乏更为确切。

如果说这样表述还比较抽象的

话，那么，通过中美两国股民的对比或许能更清晰地印证这一结论。

其一，炒股与持股的区别。中国人喜欢把投资股票叫炒股，之所以如此称谓，是因为投资者基本上以低买高卖赚取差价为主，持股时间一般比较短暂。这种投资习惯在给中国券商业带来极为丰厚利润的同时，也加剧了市场波动的风险。而美国人持股时间一般比较长。统计数据表明，普通美国人买一只股票的平均持股时间为两至三年，基金一般为三至四年。由于持股成为主流，使市场显得比较稳定。

其二，运动与常态的区别。在国内，每当股市火热，开户者便络绎不绝，几乎成为“全民运动”，甚至出现了办公室炒股热。而在美国，股市开户人数8000多万，开户人数占总人口的近27%，却很少有人将它作为生活中一项很重要的追求，更鲜有人在办公室炒股。

其三，对待牛市的姿态。在国内，每当牛市到来，人心浮动，人们的心情

与股市的K线走势保持高度一致，随着

股市的涨跌或喜或悲，使得许多企业为如何让员工集中精力工作而头痛不已。当股市上涨最快的时候，甚至有人辞掉工作专职在家炒股。而当美国股市处于牛市当中时，很多美国人甚至懒得去阅读报刊上的股市专栏，他们似乎更愿意把精力投入到工作、事业当中去。笔者曾就此询问一位美国朋友，他的回答很简单：牛市中股市收益稳定，不必付出太多精力。

中美两国股民的投资心态，很大程度上其实源于双方理财知识的不同，而非对风险的认识有什么明显区别。

何谓投资理财？它是指牺牲或放弃现在可用于消费的价值以获取未来更大价值的一种经济活动。投资理财与炒股有很大区别，前者对投资者有更高的专业知识要求。比如，家庭投资理财的第一步，就要进行家庭资产的评估，以让投资者更清楚地了解家庭资产的总额、月家庭收支额度等重要信息，掌握家庭财务状况，以分析理财投资的能

力和投资的方向。而炒股作为一种投机活动，则根本不需要这一个步骤。在我国股市火热的时候，有人甚至将自己的房屋抵押了去炒股。如果这些人懂得投资理财知识，他们首先就应该对家庭资产状况和股市风险进行评估。很显然，投资理财知识教育本身是涵盖风险教育的。

投资者素质的提升不仅对我国资本市场的稳定、健康、可持续发展意义重大，对我国整个国民素质的提升也非常有益。但是，我国在投资者教育的落实过程中，却忽略了证券知识、投资理财知识普及，而把落脚点放在了风险教育层面。这种教育方式显然没有完全遵守证监会的要求，因为只有当投资者掌握了足够的投资理财知识时，他们才能真正学会正视和规避风险，否则，投资者教育就可能流于形式。

从更深的角度来看，投资者教育未能很好地推行，与我国投资者教育的主体有关。根据证监会要求“会员单位及其分支机构（含分公司、证券营业部等）”是投资者教育的主体，但是，这些负责教育的主体只愿意提示风险而不愿意对投资者进行理财知识的培训，原因何在？

从目前已经公布业绩的券商报告上看，2007年全年，我国券商交易量同比增幅平均值在四倍左右，券商经纪业

务收入占营业收入的比重仍在60%以上，是券商最主要的收入来源。据估算，2007年券商佣金收入高达1676.25亿元，平均每个交易日接近7亿元佣金（按一年250个交易日计算）。如果投资者获取了足够的投资理财知识，他们懂得了价值投资的重要性，也像美国人那样长久持股，势必会大大减少这些券商的收入。因此，许多机构在向股民传授“技艺”时，最常见的一句话是“高抛低吸”，有的券商恨不得让我我国股市也引进美国的“Day trading”制度（即在一天内买入卖出股票以赚取差价），以使股民更频繁地炒作。

投资者向券商缴纳佣金的目的在换取券商提供的服务，而对投资者的理财培训属于券商应提供的服务内容之一，券商的不作为在某种程度上使得投资者佣金的付出未得到相对应的服务——“带头大哥”等人凭借并不丰富的投资经验使许多人上当受骗也与此有关。这对投资者而言是不公平的。就目前中国的情况而言，只有券商更有条件在投资理财知识的普及方面大有作为。因此，建议出台强制性规定，迫使券商必须对投资者进行相应的投资理财知识培训，这不仅能够提高投资者的整体素质，也能减小由于疯狂炒作而导致的市场风险。同时，也有利于促进我国券商的转型。

## “忘掉西方”的建议或值得考虑

◎姜淑霞

上周，中国股市经历了一场快速调整行情。引发这场全球性股市调整的导火索是花旗银行巨亏带来的悲观市场预期，A股也因此受到拖累。但就在这个关键时刻，著名国际投资大师罗杰斯说话了：“21世纪是中国的世纪，我劝大家不要去计较西方会怎么样，忘掉西方吧！”他认为，美国次贷危机对中国的影响不会太大。

对于罗杰斯“忘掉西方”的观点，笔者颇为赞同。

中国股市相对于西方资本市场具有一定的独立性。2001年6月—2005年5月，中国股市持续下跌了四年，而美国股市则持续上涨了四年。2007年，美国股市则下跌了一年，而中国A股却上涨了一倍。不可否认，中国资本市场将越来越开放，QFII与QDII正在把中国市场与国外联系起来，但是，这种联系仍然是有限的。QFII额度即使从100亿美元提高到300亿美元，对于总市值超过32万亿元的中国股市而言所占比例并不大。也就是说，尽管中国股市可能受到美国股市的影响，而这种影响应该是有限的，并且往往有一个传导过程。

从另一个角度来看，人们对美国经济衰退的担忧有可能把一部分资金引向中国等新兴市场，对这些国家资本市场的发展形成资金支持，从而使次贷危机等因素给中国股市带来相反的影响——至少这种可能性是存在的。

从基本面的情况来看，中国与西方国家资本市场的差异可能更为分明。中国没有发生类似美国的次贷危机，经济整体健康，并且，连续20多年保持高速发展态势，加之股权分置改革等因素给中国股市带来的脱胎换骨的变化，形成了推动中国资本市场快速发展的强大力量。而且，中国这些坚实的利好动能并未充分释放出来。美国道琼斯指数从1995年2月到2007年6月1日创下13692点的历史新高，12年间的涨幅是1906年到1995年近90年间涨幅的两倍多，而中国股市在过去多年中并未伴随着经济的快速发展而上涨。从这个角度来看，中国股市相对20多年来的经济快速发展而言存在着“欠账”。

我们不能忽略西方经济变化对中国资本市场带来的影响，但也不能过分夸大这种影响。事实上，新兴国家在国际经济中的重要性正在上升。最新研究表明：2008年新兴国家与开发中国家占全球GDP比重将提高至29%，超越美国25%的比重，显示新兴市场高度的经济增长将提供全球经济支撑。而且，美国的经济也可能没有人们预期的那么悲观。瑞银就预计，2008年美国及全球市场将实现软着陆，增长趋缓，但仍呈正增长。

常言说，旁观者清。罗杰斯一直在反复向美国媒体和美国的投资者强调：“我看好中国股市，我看好中国股市！”是该离开美国的时候了，到中国去投资吧！”作为一个重量级的著名投资大师，罗杰斯如此明确的呼吁如果不是出于充足的底气是难以想象的。不然，他难道不担心自己已被美国人指责为“黑嘴”？

因此，我们虽然不能完全“忘掉西方”，但至少投资者对西方的影响应该作出正确的评估，防止过分夸大这一影响而误判市场走势。

## 建议把工资外收入纳入《工资条例》范畴

◎王杰

1月19日，劳动和社会保障部工资司司长邱小平在接受记者采访时表示，《工资条例》正在起草中。目前，劳动和社会保障部作为牵头单位，与包括全国总工会、中国企联等社团组织在内的十多个国家部委，联合组建起草立法小组，前期的立法调研已经完成，目前正在为草案的成形紧锣密鼓。

《工资条例》意在建立职工工资正常增长机制，缩小收入分配差距。中国人民大学劳动人事学院教授文跃然预计，中国的总体工资水平在未来12年里将有较大的增长空间。根据他的测算，到2020年，我们的工资总额可能提高3—4倍。《工资条例》的重要性不言而喻。但是，我认为，《工资条例》能否真正发挥作用，关键在于这部法律能否涵盖工资之外的收入。这是因为，在我国的一些行业或部门，工资以外收入往往是构成职工收入的主要部分。以公务员收入为例，1993年推行的工资制度改革，建立了地方附加津贴制度，这成为公务员收入的一个重要组成部分。相关数据显示，地方政策性补贴和各单位工资外收入所占高达67%，而国家规定的工资仅占收入的三分之一。

这种情况在垄断企业同样非常明显。据劳动和社会保障部副部长步正发披露，目前，电力、电信、金



漫画 刘道伟

融、保险、水电气供应、烟草等行业职工的平均工资是其他行业职工平均工资的2到3倍，如果再加上工资外收入和职工福利待遇上的差异，实际收入差距可能在5到10倍之间。显然，“工资外收入和职工福利待遇上的差异”比工资本身，在职工收入差异中所起的作用还要大得多。

因此，《工资条例》在缩小收入分配差距中能否起到作用，关键在于它能否对工资外收入进行制约。事实上，西方国家普遍通过立法缩小职工收入差距。比如，美国为了抑制公务员工资的过快增长，制定了《联邦工资比较法》，严格禁止不合

理收入，所谓不合理收入既包括工资收入也包括工资外收入。类似这样的法律还有德国的《联邦工资法》、日本的《一般职工工资法》等等。

人们普遍希望通过《工资条例》来解决一些企业多年不涨工资的问题，以建立起职工工资正常增长机制。但必须认识到，职工工资收入能否提高首先需要企业效益提高作为前提，否则，工资增长问题就无从谈起。如果垄断企业职工工资以外的收入不受制约，那么，这些企业就有可能凭借垄断地位提价（如水、电、天然气等）为多发奖金和提高福利待遇打基础，而这将导致相关企业

生产成本的上升，压缩这些企业的收益。由于垄断溢价并非基于市场效率而来，垄断行业所获得的高工资，往往是建立在整个社会福利下降基础上的，这不仅意味着垄断企业对非垄断企业效益的蚕食，同时也意味着《工资条例》所具有的强制力将在一定程度上被化解。

此前，劳动保障部劳动工资司司长邱小平在记者采访时表示，解决垄断行业收入差距问题，一方面通过采取措施，促进非垄断行业的企业职工工资收入逐步提高。另一方面，对垄断行业的高收入采取措施，加以有效调控。解决少数垄断行业工资收入水平过高的问题。过去，有关部门对工资水平达到两倍于社会平均工资以上的国有企业，采取从审批工效挂钩方案的政策。但总是上有政策下有对策。在这种情况下，被寄予厚望的《工资条例》自身就要特别完善。

从国际范围来看，公务员和垄断企业的工资收入一般在总薪酬收入中的比重都占80%以上，这使得西方国家规范工资的法律能够发挥足够的影响力，我们也应该在出台《工资条例》之前，对工资构成进行改革，使得公务员和垄断企业的工资收入低于福利等工资外收入的状况得以改变，否则，《工资条例》对这些群体的工资增长将难以形成制约力量，相应地，《工资条例》在调节职工工资差距中的作用也将大打折扣。

■ 观察家专栏

## 让优质基因去经营优质资产



经过了股改之后，大股东和小股东的利益统一起来了，但如果大股东的经营能力不好，小股东却没有办法，只能和大股东继续呆在一起。无法让优质的基因经营优质的资产，这是一个症结，到了必须突破的时候了，否则，资本市场配置资源的功能就会渐渐丧失，只剩下融资和投机的功能了。

沸沸扬扬的“东新恋”随着东航股东大会的表决而暂时中止了。此前，东航航空管理层表示他们支持新加坡航空公司加入东方航空的董事会并参与管理，并称除此之外，没有其他选择。中国国航持有一批东航流通股，大概是行使了否决权，不过即便国航方面同意，东方航空A股的其他股东也足够将这份议案否決了。

这事本身没有什么特别的地方，我也历来反对用民族主义观点去做商业决策。新加坡航空公司也好，东方航空也好，中国国航也罢，三家航空公司的飞机我都搭乘过，感觉服务水平差不多，空姐长得也差不多——这也许是因为我总是呆在经济舱的缘故。

我倒是对东航的印象好一些。记得

有一次我搭乘东方航空的飞机去外地出差，一大早提前2小时到机场，本以为可以确保中午到达目的地，没想到东航临时提出要换飞机，然后又修飞机。直到中午才起飞，耽误了下午的行程，使得我那次本来打算一天来回的旅行变得没有什么意义了。不过，我和大多数旅客不同，很多人骂骂咧咧地上了飞机，对着空姐抱怨个不停，我却是很大地表扬了东方航空：你们的技术实力令我钦佩，上次我去修我的桑塔纳，花了2小时，而你们修波音飞机也只要2小时，这是很了不起的技术成就。

东方航空经营情况不太好，也许有许多客观原因，但是管理层不应该只强调查客观原因，我作为一个坚定的马克思主义者不能接受“内因主要是通过外因

起作用”的谬论。因此，我认为你的困境只能在内部找原因，也只有改变内部管理才有走出困境的可能。

说着说着，我又想到，国航做事似也不地道。东航过去经营得不太好，如果资本市场认为东航是一个“优质资产+次质基因”的公司，那么国航就应该正儿八经地去并购。国航要是对自己的经营能力有信心，完全可以对东航发起全面要约收购，部分现金先封存于登记结算公司，不足部分用增发国航新股的办法和东航换股，要约公布之后，国航和东航同时停牌，各自召开股东大会去表决。如果东航同意，就现金加换股合并，让资本市场上的投资人去决定是否国航具有优质基因去经营更多的资产、更大的舰队。资本市场本来的功能就是让优秀的经营者去管理优质的资产。如果国航只是阻挠新航入股东航的话，也不该让普通股民失去从潜在交易中获利的机会。

可惜的是，审议这样干脆利落的并购协议的股东大会，在我国现有的体制框架下是开不起来的，因为国资委不会表态。在新航入股东航，中航否决的全部过程中，我发现似乎国资委也好，民航局也好，态度都很暧昧，至少是模糊。

我想到了“华南虎”事件，权威的政府部门始终不出来明确表态。果真政府管理部门就如同对待这次东航事件一样脱吗？不是国资委平时管理那么严格，关键事件不方便表态呢？国航和东航的最终大股东是同一个机构：国资委。而国资委的态度将对国航资本市场未来是否能够顺利地实现股权并购起到关键的作用。

说实在的，我作为一个金融工作者对新航入股东航的交易，感觉一般。在中国资本市场，类似的情形早已司空见惯：外资总被认为具有优秀管理基因，因而总是以低价入股中国的上市公司。当我们羡慕美国银行业具有成熟而先进的管理经营的时候，却传来了花旗银行因次级债而亏损近百亿美元的消息。难道我们就此能够相信新航就一定能够帮助东航扭转困境吗？

我们在美国的资本市场上总能看到波澜壮阔的竞价收购，一轮一轮的加价，使得最后出价往往高于收盘价格百分之三十。为什么这样的好事在中国很少看到呢？难道具有优质基因的公不肯出价更高去获得一项资产吗？关键还是公司的控制权问题。东方航空的母公司，东航集团不愿（可能现有规则也不许）出让

## 中小板公司高管套现是个什么信号？

◎郭凤霞

据《21世纪经济报道》，自去年12月份至今，30多家中小板上市公司高管及亲属大量减持自家公司股票，共计变现近6亿元。笔者通过深交所网站的中小板“诚信档案”了解到，在102家“小非”解禁的中小板上市公司中，占到三分之一的公司高管及亲属大量减持自家股票，这种带有群体性特征的减持现象，显然已引起了人们的关注，甚至引发某种不安。

但是，如果我们再认真观察一下，从12月份至今的大盘行情，恰恰是中小盘股节节走高，压着指数炒个股的一个阶段。此前一周，就已经有人惊呼，深圳中小板已高达90倍市盈率，不少个股已涨到超出人们想像的历史高位。因而30多家中小板上市公司高管及其亲属选择在这一轮上涨行情中开始集体减持行动，无疑带有非常明显的套利动机。应该看到，这些减持纯属个人行为，是个人对公司价值、市场前景和“牛市能延续多久”这样一个重大问题的综合判断。

随着股权分置改革进入尾声，大小非解禁高潮的到来，大量非流通股涌向市场将是广大投资者不可回避的一个事实。但是，我们却可以改变自己、改变自己的投资策略和投资方向。上市公司高管及其亲属集体抛售套现，至少意味了这样一个信号，短期内他们公司的股价已经见顶了！随着股价的不断攀升，市场风险和股市泡沫也在不断累积，作为投资者必须坚守以谨慎为原则的投资底线。

首先，要记住“买者自负”的教诲。从亿安科技第一只百元高价股的陨落，到银广夏、蓝田股份等蓝筹股惊天大谎的破灭；从三九医药大股东一支笔掏空25亿，到郑百文、粤金曼、琼花等、新疆德隆的退出江湖，这其中几乎每一只股票都经过一轮又一轮的爆炒，许多高位买入、深度套牢、直至投资收益全部归零的投资者至今还大有人在。曾经有一个西方学者这样描述道：任何超过资本实际价值的增长都仅仅是想像中的事情；不管普通算术如何延伸，1+1永远都不会等于3个半，结果，任何虚拟价值都将是某些人或另一些人的损失，对此，唯一的阻止办法是及早出售，让魔鬼抓住最后一个人。这话虽然有些言过其实，但却是告诫我们，千万不要在股价处于历史高位时还勇往直前，一定要记住惨痛的历史教训。

其次，要防止中招“虚假信息”的传播。中国人民大学金融与证券研究所所长吴晓求在一年多前就指出，虚假信息披露问题，我有一个深刻感觉，将会比在股权分置时代更加严重。因为在股权分置时代，无论是控股股东还是实际控制人披露虚假信息，最大的动机都是使他们的企业达到融资标准。可是在全流通时代，尤其是在企业高管实行奖励以后，为了追求市值的最大化，虚假信息披露的动力比在股权分置时代更为强烈。这就意味着，我们一定要保持清醒，要比平常更多一根弦，切勿盲目冲动，不计后果地追逐涨跌。特别要警惕某些公司利用虚假信息来合谋损害公众利益，或者设法哄抬价格。至于那些一边公布利好消息，一边大量减持自家股票的公司更是要千万小心了。

另外，要时时以中国的古训“不贪为宝”提醒自己，富貴切莫强求。随着全流通的脚步越来越近，资本市场正在焕发新机，日益繁荣，投资者在这百年一遇的盛世中取得丰厚回报的机会也大大增强。关键是，投资者要懂得如何及时“止盈”，避免贪婪造成的被动和损失；要懂得保护自己如何在“百福丛生”的信息光环下不受到诱惑，不在高位时检查，不做“让魔鬼抓住的最后一人”，这才是最重要的。在这场资本的博弈中，中小投资者总是弱势的一方，较量的不仅是智慧、勇气，还有那种“不贪为宝”的定力。

从这个意义上讲，部分中小板上市公司高管及亲属高位套现，给我们提供的是一个积极的信号，让我们有时间对自己的投资策略及时进行反思。

欢迎惠赐稿件

本版欢迎紧扣热点、观点独到、文风独特的财经时评。优秀稿件，稿费从优。来稿请寄：plb@ssnews.com.cn，请勿一稿两投。

控制权，现有的管理层就是想引进一些管理技术和商业模式也很难做到。他们等于是购买新航的管理经营和运营知识，因此，他们需要向新航支付代价，这就是让新航低价入股。这样一来，这个代价就不是由东方航空公司支付的，而是由东航的股东代为支付的。但是，这样的人股协议还不如直截了当地向新航支付一笔顾问费更好。如果东航肯出让控制权，现有的管理层同意放弃自己的地位，恐怕在美国市场上出现的并购溢价就可以由普通投资人享受了。

以东新恋现有的协议，仍然是东航集团实际控制着东航股份公司的资产，这些资产的经营者并没有改变。只是现有的经营者打算请一个顾问和帮手，但是顾问费由股民承担。经过了股改之后，把大股东和小股东的利益统一起来了，在这种情况下，大股东的经营能力好，小股民当然开心了，就像购买国航股票的小股民一样。如果大股东的经营能力不好，小股东却没有办法，只能和大股东继续呆在一起。我们现在还无法让优质的基因经营优质的资产，这是一个问题，到了必须突破的时候了，否则，资本市场配置资源的功能就会渐渐丧失，只剩下融资和投机的功能了。