

■ 大视野

# 风险警示板可考虑引入利益补偿机制

□盈科律师事务所 李季先

上交所日前就退市制度改革有关问题答记者问,针对此前发布的《风险警示股票交易实施细则(征求意见稿)》拟实施不对称涨跌幅限制(ST股涨幅限制为1%,跌幅限制为5%)所引起的各种“市场反响”,表示会认真梳理各方意见建议后,对风险警示板不对称涨跌幅制度作相应修改、完善。

上交所正视市场的反应,采纳公众意见,并适时通过答记者问的形式消除公众疑虑,值得肯定。需要深入探究的是,为什么监管者眼里保护投资者的实质性改革举措——设立风险警示板,不仅没有引来投资者的理解和欢呼,反而在未正式颁行生效前即被个人异化为监管者随意调整规则的证据,甚至近日ST股集体暴跌的主要责任也被归咎于监管部门规则的改变。

“交易契约是当事人之间的法律”,而风险警示板的设立是规则的产物。就法律层面而言,ST股交易各方的法律关系很清楚,ST股市场涨跌的市场化边界也很清楚,将ST股集体暴跌主要责任归咎于上交所一个尚未生效的“规

则”征求意见稿显然有欠公允,但这并不是说该征求意见稿没有引以

为鉴之处。事实上,ST股票投资者与ST股票提供者双方的具体权利义务关系,依据相关契约很容易确定,如果该份契约确实是在平等自愿的“市场化”基础上签订,那么该契约就应当被坚定地信守并执行。但如果该份契约签订时的市场预期让位于规则调整、签约政经环境改变导致利益失衡、买受人因非归责于自身的政策变化产生巨大亏损,甚至出现“负资产陷阱”等,那么该份契约要么进行相应调整,要么就应该被废止或被另一种第三方补偿安排所取代。譬如在工信部8月6日最新颁布的稀土行业准入新政中,就在落实“规模淘汰机制”的同时,考虑要“补偿”合规被淘汰的稀土企业。

进而言之,设立补偿机制是为了修补不合时宜的规则,减少制度革新的阻力。就ST股票投资契约精神的精髓而言,当买卖双方在通过证券交易系统达成买卖相关股票协议时,其达成的不仅仅是明面上的一个投资协议,还隐性包括着与当下监管者签署的法律政策会保持稳定的社会契约,以及在这个社会契约框架下买卖双方会受

到一体保护的市场预期。所谓的契约精神就是这两个明暗契约纵横、平衡的产物,既要买卖契约双方遵守各自承诺,也要求监管者稳定买卖契约的订立。但这不等于从法理上剥夺了监管者在尊重市场契约精神的前提下依据公共利益需

要改变法律政策顶层设计的权利,只要监管者遵守以下两个条件,一是改变法律政策顶层设计的法益是基于公共利益,二是对在改变法律政策顶层设计过程中因信赖该法律政策顶层设计与签约的受损契约方进行补偿,监管者依然可以根据自己的政策目标重新确定市场规则。上交所为规范市场发布的《风险警示股票交易实施细则(征求意见稿)》之所以尚未正式颁行即遭到个别投资者指摘,一个很重要的原因是没有充分认识到不同的社会个体在利益诉求上的自主性和多元性,进而在政策制定时导致利益天平局部失衡。譬如,风险警示板征求意见稿缺失科学的过渡期限和利益横平安排等。证券交易多元利益格局需要相应的利益补偿机制来加以保障,而不仅仅是口头表示精神尊重,或通过强行法并以非利益衡平的方式“削峰填谷”。

尊重证券契约精神,要关注证券契约背后的交易成本,避免契约在非“市场化”的情况下成为当事人间的财富“绞肉机”。具体到风险警示板而言,尽管个别投资者指责上交所违背契约精神有失偏颇,但征求意见稿相关规定的确改变了ST股投资者投资时的法律政策顶层设计,在没有相关替代补偿配套措施的护卫下,也的确有悖“市场化”范畴,投资者不甘做冤大头的愤懑情绪可以理解。

因此,就A股市场契约精神而言,监管者应尽量利用市场手段避免随意变动既有法律政策。当然在特定情况下,监管者也可以改变或完善相关规则以实现其政策目标。不过,为了保障投资者利益不受无辜损失,《风险警示股



票交易实施细则》将来在正式颁行时,应该建立相应的公共政策利益补偿和配套机制,例如成立投资者补偿基金,设置缓冲时限等,以弥补满足特定条件的ST股投资受害人。

部分市场人士建议,调整“风险”相关规则,譬如进行涨跌幅上的对称调整,是制度革新减少各方阻力的方法之一。但是,调整规则不如引进利益补偿机制。如果要使制度彻底革故鼎新,避免制度革新因各方利益掣肘而落入“四不像”或“不彻底”陷阱,有关部门可以在颁布新政的同时引入利益补偿机制,通过经济补偿无过错投资者等利益填补措施,赢取各方支持新政,进而实现比较彻底的ST制度革新。

□中国政法大学资本研究中心 刘纪鹏 付宇

今年5月1日创业板退市方案正式施行后,6月28日沪深交易所又分别推出了主板与中小板的退市新规。对此,对退市标准的执行必须果断。无论净资产、营业收入,还是风险警示标准,一旦到达警戒线,就应立刻采取措施。此外,完善退市制度要从源头入手,改革发行制度。

抓好上市“入口”退市“出口”

我们要接受退市观念,让退市成为上市公司的“出口”。无论是主板、中小板还是创业板,退市都要成为一个经常性制度,一年退市一两百家公司都是正常的,并且退市门槛要降低,这样进入的企业才不会有恃无恐,才能努力提升上市公司的质量。健全的退市制度让一个上市公司

从进入到退出的保障机制更加完善。规范“僵尸公司”、“垃圾股”的去留标准,改善上市公司“只进不出、多进少出”,改变“劣币驱逐良币”造成的资源浪费,提高监管效率和行业自律监管的积极性,对于资本市场而言具有里程碑意义。

同时,因为买到不好的股票就有可能面临退市,可以激励投资者在买股票去了解更多信息,更加关注价值投资。从这层意义上说,退市有利于提高投资者素质。

此外,进一步完善退市制度要从源头入手,改革发行制度,使上市资源不再稀缺。同时,建立多层次资本市场,满足企业的上市和退市需求,让退市的股票可以在全国性或者符合条件的区域性场外交易市场继续交易。此次上交所设立了退市公司股份转让系统,一定程度上也是减少退市后

的交易成本,为退市股票的交易创造有利条件。

西方国家有很多成熟的市场规范,私人公司可以通过买卖借壳实现曲线上市,绩差公司可以摇身一变卷土重来,因此股价波动很大。在中国的股市上,我们要根据中国的国情,不能盲目与国际接轨,不能容许买卖借壳的存在,该退就退。如果中国的监管部门放松对正门上市的管理,上市资源就会非常充分,供需达到平衡,可以遏制“壳公司”的需求,杜绝产生通过重组“乌鸦变凤凰”的“不死鸟”。好的上市公司如同白纸一样纯洁,只要发展前景乐观,就可以从正门上市;一旦衰退,达到退出的标准,就要退市。

退市制度执行必须果断

与创业板相比,主板退市制度仍显宽容。在净资产指标上,

创业板如果连续两年为负就会被退市,主板这一指标由意见稿中的2年被修改至3年,放宽了要求。在营业收入上,创业板与主板都以1000万元为标准,创业板是小盘股公司,营业收入尚且要1000万元,主板上市公司的规模和市值远大于创业板,有的能达到几十亿甚至上百亿元,1000万的营业收入,通过关联交易、修改财务报表等调节财务指标方式就能达到,以此规避退市并不难。创业板公司在暂停上市后,若想申请恢复上市,其财务标准参照首次公开发行和再融资的计算方法,申请补充材料的期限、净利润和审计意见的要求都很严苛,充分体现出创业板公司不支持“借壳”上市;主板恢复上市的条件虽已被适度提高,但还是以消除暂停上市的事由为主,仍给借壳重组上市留下了操作空间。

在退市过程中,对于退市标准的执行必须要果断。无论净资产、营业收入,还是风险警示标准,一旦到达警戒线,就应立刻采取措

施。新退市制度虽在一定程度上表明了监管者改革的决心,但离预期还有一定差距。例如采取新老划断、退市整理期自2013年开始计算等规定,可能激发很多公司在新规生效前突击“保壳”。实际上,就在新制度出台一周后,ST沪科、ST博元、ST北人就同时发布重组预案,这样的情况预计在未来一段时间内会频频出现。

对于一些必须退市的垃圾股公司,要真正有效贯彻退市制度,执行要刚性化。要将退市标准变成一道闸门,一旦达到标准,闸门就自动落下,将退市公司屏蔽出局,没有任何缓冲和回旋余地。

## 投资者适当性制度是金融市场创新关键

□冯育勤 王国蓓

投资者适当性制度是境外成熟市场普遍采用的一种保护性措施,避免在金融产品创新过程中,将金融产品提供给风险并不匹配的投资群体。完备的金融投资者保护制度是发达金融体系的共同特征,也是构成一国金融体系国际竞争力的重要因素。

中国“新兴+转轨”资本市场的一个突出特征,是存在多层次资本市场快速发展与投资者结构不合理的矛盾,因此建立和完善投资者适当性制度,是现阶段金融

市场制度创新的关键。

引导投资者理性投资

中国资本市场诞生于上世纪90年代,经过短短20余年,已快速发展并初具规模。目前,由主板、中小板、创业板等场内交易市场和以代办转让系统为基础的场外交易市场构成的多层次资本市场雏形已形成。不同企业在发展阶段、规模和行业等方面的差异性,决定了在不同层次资本市场上交易的产品也具有不同的风险特性。因而,多层次资本市场的健康发展,势必要求投资者群体具备与之相匹配的风险识别和承受能力。

然而,中国资本市场在技术方面赶超境外成熟金融市场的同时,以“散户”为主的投资

者结构并没有发生类似的改变,而且相当一部分中小投资者缺乏理性投资理念和投资经验。

在此背景下,有必要在认清

市场投资者行为及结构特征的基础上,建立起一套投资者适当性管理的完整制度和机制,使投资者理性参与与自身风险承受能力相匹配的风险产品投资,切实保护投资者权益,逐步形成不同风险产品对应的多元化投资者群体,提高市场稳定性,充分发挥资本市场投融资能力。

实际上,近几年中国证券市场已经部分试点并实施了投资者适当性管理制度。2008年4月国务院发布了《证券基金监督管理条例》,要求在证券经纪业务和基金销售的开户环节开始进行投资者能力测评和风险测评,为客户“推荐适当的产品或者服务”,这是对投资者适当性管理的初步尝试。

2009年10月推出的创业板,成为中国最早全面实施投资者适当性制度的市场。实行两年多来,适当性制度对投资者结构的调整作用初步显现,创业板投资者群体从资金实力、投资经验、投资决策能力等方面都显示出一定的优势。

2010年4月,股票指数期货业务和融资融券业务推出,这两项业务具有专业性强、杠杆高、风险大的特点,客观上要求参与者具备较高的专业水平、较强的经济实力 and 风险承受能力,不适合一般投资者广泛参与。为了保护投资者,特别是中小投资者的合法权益,提示投资者审慎参与股指期货和融资融券交易,投资者适当性制度开始实施于股指期货和融资融券市场。

当前初步建立的投资者适当性制度具有两个特点,一是形成了由证监会制定原则性规章、由相关交易所制定具体实施和操作办法、由自律性行业协会制定执行规范”的有中国特色的制度体系;二是明确了“投资者的经济实力、产品认知水平和风险承受能力”三个方面的投资者适当性要求。

四方面完善投资者适当性制度

虽然中国已在投资者适当性制度方面开展了有益尝试,但与成熟金融市场相比,仍然起步较晚,在相关立法、制度建设和应用推广方面还很不完善。境外成熟资本市场发展投资者适当性制度的经验表明,必须通过法律、法规等方式做出有关投资者适当性的强制性规定,为投资者提供解决适当性纠纷的司法救济途径,才能真正起到保护投资者权益的作用。

而中国投资者适当性制度仅以证监会规章的方式呈现,尚未上升到立法高度,更没有制定有效的投诉与处理机制,很难真正起效。而且,目前中国仅仅在创业板市场、股指期货和融资融券业务实施了投资者适当性制度,在证券经纪业务、基金销售业务和银行理财产品发售引入了适当性原则,还未能从整体市场来合理划分风险等级,形成覆盖整个金融体系的完善的投资者适当性制度体系。具体到实施流程方法等细节上,也有很多可改进的空间。基于上述问题,我们建议从以下几个方面进一步建立和完善中国

投资者适当性制度。

首先,明确实施目的。只有各类群体充分认识到投资者适当性的重要性及必要性,才能自觉自愿遵守投资者适当性要求。实行投资者适当性制度的出发点是保护投资者的合法权益,是从保护投资者角度进行的一种风险控制,并非简单地要把哪些投资者挡在外面。现有的投资者适当性要求从经济实力方面限制小额交易者参与较高风险金融产品投资的措施只是治标,引导理性投资才是治本。

其次,明确实施主体及其各自义务。投资者适当性制度涉及的群体有证监会、交易所、行业协会、金融机构、投资者等,需要明确各自所扮演的角色以及肩负的权利义务。设立适当性义务是为了平衡证券市场中交易双方的信息不对称地位,限制金融机构对市场的“影响”,保护投资者利益。因此,金融机构是适当性制度的实施主体,具有确定投资者适当性的义务,包括识别投资者分类、披露风险信息、确保投资者知悉、以及投资者个人信息保密等义务;投资者是适当性制度的实施受众,具有积极配合适当性评估活动的义务;证监会、交易所、行业协会等具有指导监督控制的义务,一方面应该对金融机构是否履行了适当性义务、履行方式是否妥当、履行效果如何等进行调查和管理,另一方面应该为投资者设立一个能够便捷、稳妥处理投资者投诉的争议解决处理机制。

再次,搭建完善的投资者适

当性制度体系。投资者适当性制度的前提是建立多元化的投资者适当性指标,对投资者进行分类管理。合理的适当性指标应至少包括资金指标、投资知识指标、交易经验指标、风险偏好指标、投资目标指标等五个方面,并且针对中国投资者群体特点进行适当细化。投资者适当性制度的核心是有效的投资者适当性评估,即参考成熟金融市场的典型做法,针对不同风险水平的金融市场和金融产品设定不同的投资者适当性标准。投资者适当性制度的保障是建立相关的法律制度,对投资者适当性义务和违规责任进行明确的规定。投资者适当性制度的延伸是结合已开展的创业板投资

者适当性工作,搭建涵盖股票市场、债券市场、期货市场、场外市场等多层次金融市场的完整的投资者适当性制度体系。最后,逐步推进投资者适当性的全面推广。一方面,在已开展投资者适当性管理的领域,进一步细化和完善适当性管理的实施流程、监管细则,开发具有可操作性的适当性管理措施,辅以多样化的投资者教育和引导,使投资者适当性制度真正落实起效。另一方面,总结过去几年创业板、股指期货、融资融券投资者适当性管理的经验教训,复制和借鉴高风险市场投资者适当性管理模式,逐步推进投资者适当性制度在国内其他金融市场的全面铺开。

(冯育勤为毕马威全球中国业务发展中心主席,王国蓓为毕马威中国金融服务合伙人)

■ 记者观察

### 地方巨额投资难迈资金门槛

□本报记者 顾鑫

多地近期推出新的庞大投资计划,地方投资热潮再现。分析人士认为,这些计划的真正落实面临严重的资金掣肘,现在尤其需要警惕地方政府打着“稳增长”的旗号,将政绩留给自己,而将债务留给银行与其他主体。与其仓促列如庞大的投资清单,地方政府不如实实在在地研究地方经济发展的瓶颈和解决对策,把注意力放在创造良好的投资环境和市场环境上,让各类企业自主寻找商机,扩大投资。

首先,从地方政府的财政实力看,进行新一轮大规模投资是心有余而力不足。比如,某地公布的195个重大推介项目的总投资额达8292亿元,这些项目绝大多数力争在“十二五”期间完成,平摊到每年是1658亿元,远超该地去年财政总收入668.11亿元。地方财政支出无疑还包括支付公务员工资、社会保障支出、教育支出等公共服务,有限的收入来源与庞大的投资计划相比显然捉襟见肘。

其次,从地方政府的融资能力看,项目的资金保障也存在问题。由于贷款仍是地方政府投资中支持力度最大的因素,如果没有银行配合,地方政府的投资计划必然会大打折扣。随着各地投资计划的出炉,近日关于对平台贷略有放松的消息不断传出,引发了地方政府投资潮给银行资产质量带来新的不确定性的担忧。不过,从银行和监管机构的角度看,其信贷扩张的行为比2009年更为谨慎。银监会在年中监管工作会议上曾提出,继续扎实推进地方政府融资平台贷款风险管控,继续强化房地产贷款风险防控。

退一步讲,即使信贷投放可能会向投资计划倾斜,2009年的情况也不会重演,毕竟上一轮信贷扩张后遗症至今尚未完全解决,地方融资平台有待偿还的账务数目可观,有些地方的财政赤字状况已经不允许政府进行新一轮大规模贷款。

### 高频交易或成监管“黑洞”

□加拿大皇家银行 陈思进

8月2日纽约证券交易所发生了“惊悚”一幕,当天华尔街做市商“骑士资本集团”(Knight Capital)在短短45分钟内,巨亏了4.4亿美元,几乎“炸毁”了市场。特别巧合的是,就在那一天纽交所推出了一个新的交易系统,在某种程度上,就是要将类似“骑士资本”那样的公司排挤在外。

在过去五年间,以往那些原本在你我普通投资者中进行的传统买卖证券的指令,渐渐地被电脑交易系统所阻断。数百万计的交易指令被转移到像“骑士资本”等交易商,以及“花旗集团”和“瑞银集团”等大财团的电脑交易系统上。

其实,华尔街早在十几年前就开发了电脑程序交易系统(Program Trading System),由电脑系统监控证券价格,再按各种设计的交易模式自动进行证券交易。这种交易系统大大减少了华尔街金融机构的交易成本,实现利润最大化。电脑交易系统不断升级,到今天已经演变为高速高频电脑交易系统。

英国的Chi-X交易系统,就是一种高速高频电脑交易系统,它的交易方式是随时盯住同一证券在市场的买入价和卖出价,只要买入价比卖出价高出哪怕一分钱,就立刻交易,同步买入与卖出,赚取其买卖之间的差价。

以微软股票为例。在某一个时刻,张三想要以每股不高于28.34美元的价格买入,李四同时正好想以不低于28.33美元的价格卖出。Chi-X便会立刻以28.33美元向李四买入,同时以28.34美元向张三卖出,成交后每一股就赚了一分钱。这听上去似乎很微不足道,但试想一下,如果每笔交易平均一千股,至少赚十美元。微软股票平均每天成交大约75000笔,就能赚75万美元。

由欧洲金融界投资几亿英

当然,除了贷款,地方政府还可以通过其它方式来解决部分项目资金问题,包括卖地、发债、信托融资等。近期借助信托进行融资的平台公司越来越多,地方债发行速度也在加快,7月、8月的发行数量和金额增幅都在提速,这些行为很可能是配合地方政府的投资项目。但在土地财政受房地产调控和拆迁成本上升的掣肘,发行地方债融资规模有限,而信托融资成本更高,风险更大的情况下,一些地方政府继续大规模获得融资的能力无疑十分有限。

再次,从企业资金配套的角度看,许多政府投资项目的增值能力往往较差,回报率低,如果没有非正规的寻租空间,政府提出的投资计划往往难以令民间资本产生兴趣。

回到稳增长的本意看,投资确实能够发挥重要作用,但地方政府应认清自身的角色定位,吸取往前的经验教训。虽然硬件投资能够提升城镇化水平,但如果实体经济支持的力度不够,巨额投资带来的必然是资源的巨大浪费。政府要拉动投资,不能靠自身主导一味蛮干,否则经济增长很难持久,而应吸引各路资金的配合,这其中,项目质量的好坏至关重要。因此,地方政府更应把注意力放在创造良好的投资环境和市场环境,找准合适的产业定位并出台相应的产业促进政策,让各类企业发现商机,自主扩大投资,壮大实力。

还需注意的是,在投资项目的审批中,符合新兴产业标准的项目无疑会优先放行,地方政府很可能会在这些领域发力。但是,由于新兴产业涵盖的范围十分广泛,各地的要素禀赋优势并不相同,因此,在产业定位上要认真做好可行性研究,高标准、严要求打造优势产业,真正找到推动经济持久增长的新动力,切忌莫走一哄而上、重复建设的老路,把新兴产业做成低端产业,部分新兴产业发展的教训可谓殷鉴不远。

将伦敦证券交易所的四分之一,整个欧洲证券交易量的12%~15%囊括其中。而目前Chi-X证券交易公司的员工,还不到100人。

这正是当年热闹过一阵子的“当日交易”(Day Trading)的翻版。十多年前,“当日交易”的发明者就倡导这样的交易模式,号称只要看准,即时买卖,保证稳赚不赔。虽然每一笔交易只赚取蝇头小利,但积少成多,聚沙成塔,因此吸引了无数的信众。不过,长期来,当日交易者的赢家还不到3%。原因是人力有局限,肉眼看盘只能盯住几只股票,长时间盯下来头昏眼花,难免出错,一不小心发错买卖指令,就得赔钱。所以当日交易在理论上可行,做几笔也确实能赚,但是做不长久。

电脑交易看似能突破人力的局限,将赚钱进行到底。不过,成也萧何,败也萧何,就在“骑士资本”亏损4.4亿美元的同一天,纽交所推出了自己的电脑驱动交易系统,被称为“零售流动资金程序”,纽交所希望收回部分市场交易量,希望通过更多的交易,在价格上与交易商、经纪商和做市商竞争,以抢夺先机。“惊悚”一幕发生之后,“骑士资本”宣称导致其巨额亏损的原因,正是电脑交易系统问题,与纽交所交易系统变更加入的新软件有关。

之前由于交易系统出现状况引发市场异常剧烈动荡已发生多次。从程序交易的成熟度来看,高速高频电脑交易系统将对全球金融市场产生巨大影响。一旦这类电脑交易系统迅速普及,一般的散户就别玩儿了。就是交易速度相对较慢的金融机构,其胜算的几率也越来越低。

由于高速高频电脑交易系统每时每刻产生巨大交易量,并且具有超快的速度,形成了一个难以监管的黑洞(Dark hole),给金融监管带来新挑战。