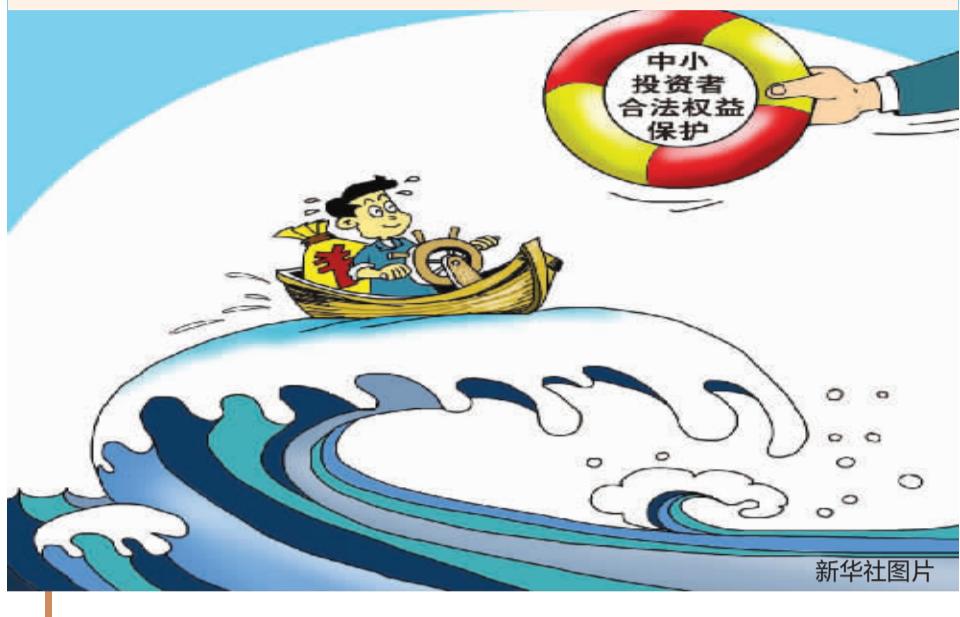


# 投资者友好型市场体系亟待建设

要加强中小投资者保护工作，必须弘扬公平公正的股权文化，建立健全投资者友好型的市场准入体系、公司治理体系、行政监管体系、司法救济体系、政策法律体系、社会监督体系和投资者维权教育体系。



新华社图片

□中国人民大学商法研究所所长 刘俊海

资本市场暂时处于低迷的症结并非资金匮乏，而是投资信心与财富效应的匮乏。这些匮乏都可归结为中小投资者权益保护的制度短板。由于投资者权益保护不足，致使我国资本市场长期以来存在“重融资、轻回报”，“重效率、轻公平”，“重发展、轻规范”，“重创新、轻诚信”的烙印。因此，保护投资者就是保护资本市场。国务院办公厅2013年12月27日下发的《关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》（以下简称《意见》），抓住了资本市场改革与发展的牛鼻子，是统领我国资本市场改革与发展工作的指南针。

笔者认为，要加强中小投资者保护工

作，必须弘扬公平公正的股权文化，建立健全投资者友好型的市场准入体系、公司治理体系、行政监管体系、司法救济体系、政策法律体系、社会监督体系和投资者维权教育体系。

要建立健全适当性管理为核心的投资者友好型市场准入体系。市场准入是投资者进入资本市场的第一步。从源头上保护风险承受和识别能力较弱的投资者远离高风险产品，《意见》借鉴了国际通例，首次提出要健全投资者适当性制度，制定完善中小投资者分类标准，科学划分风险等级，进一步完善规章制度和市场服务规则。证券期货经营机构和中介机构要不折不扣地执行适当性管理制度，确保以适当的方式、把适当的产品卖给适当的投资者。

**要健全投资者友好型的公司治理体系。**上市公司及其管理层要牢固树立敬畏股权的股东主权意识，要全面尊重广大股东尤其是中小股东的分红权、知情权、决策参与权、监督权等各项权利。为强化股东分红权，上市公司要严格按照《意见》的要求，完善公司治理，提高盈利能力，优化投资回报机制，增强持续回报能力，要求上市公司主动积极回报投资者，建立多元化投资回报体系。

**抓紧完善投资者友好型的行政监管体系。**《意见》强调，要加大监管和打击力度，完善监管政策，要求证券监管部门把维护中小投资者合法权益贯穿监管工作始终，落实到各个环节，坚决查处损害中小投资者合法权益的违法行为。监管者要带头尊重、敬畏和保护投资者权益。当前，我国资本市场还存在不理性、甚至失灵的现象。当契约自由、市场博弈机制失灵或被强者滥用时，监管者就不应迁就畸形的契约自由与市场博弈，而应挺身而出，康复契约正义，完善公平交易与自由竞争机制，维护中小投资者合法权益。当市场主体慎独自律、市场理性自治时，政府就应减少干预；当市场主体丧失理性、市场失灵时，政府干预必须到位，以康复市场功能。

**打造投资者友好型的纠纷解决体系。**没有救济，就没有权利。在民事、行政与刑事三大法律责任之中，民事责任立于基础性地位，纠纷解决体系是一个由友好协商、民间调解、行政调解、仲裁与诉讼组成的金字塔体系，诉讼在于金字塔塔尖，友好协商立于塔基。法院应对投资者权益争讼案件，应当采取开门立案、见诉必理”的积极态度，切实做到快立案、快审理、快判决和快执行，重点解决立案难、执行难的问题。裁判者要切实提升投资者维权收益、降低维权成本，提升侵权者失信成本、降低失信收益，从而彻底化解投资者“为了追回一只鸡，必须杀掉一头牛”的维权难题。

**抓紧完善证券法为龙头的投资者友好的政策法律体系。**上市公司国有大股东或者实际控制人应当依法行使权利，支持市场

经营主体履行法定义务。财政、税收、证券监管部门应当完善交易和分红等相关税费制度，优化投资环境”。中小投资者保护作为法律的灵魂，应当贯穿于公司法与证券法的整体体系。为加大投资者保护力度，建议《证券法》修订时专章规定投资者权益保护，并在条件成熟时制定《投资者权益保护法》。与资本市场有关的基本法律，如物权法、信托法、证券投资基金法、合同法、侵权责任法、民事诉讼法、行政诉讼法、仲裁法与税法，也要体现投资者友好型的价值取向。

**建立投资者友好型的社会监督体系。**

《意见》要求完善组织体系，探索建立中小投资者自律组织和公益性维权组织，向中小投资者提供救济援助，丰富和解、调解、仲裁、诉讼等维权内容和方式。充分发挥证券期货专业律师的作用，鼓励和支持律师为中小投资者提供公益性法律援助”。建议建立投资者协会制度，由中国证监会负责指导组建中国投资者协会。投资者协会要充分借鉴消费者协会的成功工作经验，切实发挥好投诉指导、投诉纠纷调解的投资者维权职责。投资者协会可代表公众投资者提起公益诉讼。投资者协会还可与上市公司协会、证券业协会、投资基金管理人协会等开展对等谈判，共同协商制定资本市场的执业规范、伦理规范和纠纷解决机制，彻底消除“霸王合同”的根源。要满腔热忱地鼓励新闻媒体和自媒体根据自负其责、理性文明的原则对侵害投资者权益的行为开展监督。要允许和鼓励投资者通过做空机制和揭露失信行为获得合法利润，并为公众投资者权益保护工作提供具有价值的线索。

**建立投资者友好型的投资者教育体系。**投资者教育的主旨在于帮助广大投资者成为成熟理性的投资者，投资者要自觉树立科学投资、理性投资、依法投资、文明投资、审慎投资、价值投资与诚信投资的新观念。投资者既要大胆行使与维护权利，也要珍惜与严肃对待权利。要强化投资者的法律风险防范思维，自觉识别和抵制欺诈等失信行为。

## 未来几年地方政府将面临资金链大考

□中国国际经济交流中心 张茉楠

2013年6月全国政府性债务达20.7万亿元，考虑或有债务后，全国各级政府债务约30.28万亿元，其中地方政府债务余额17.9万亿元，政府性负债率为36.4%，远低于国际上通行负债警戒线的60%。尽管风险在可控范围内，但资金链大考所产生的溢出风险仍不可小觑。

地方债务风险不在于规模，而在于价格和利率风险所导致的金融脆弱性。根本而言，地方债务的流动性风险，体现在地方资产负债表的期限错配和资产收益低下。资产方往往是期限较长的固定资产投资，现金流不足；而负债方则是各种类型和期限的债务。随着持续宏观调控的推进，特别是平台贷款“降旧控新”的管理，新增债务可能期限缩短而资金成本偏高，因此地方债务看似是债务问题，实际上对整个社会的溢出风险非常大。

从资金结构来看，54%的地方政府贷款期限在5年以上，2011年到2015年期间，大量地方债将进入还本付息期。2010年底地方政府性债务余额中，2011、2012年到期偿还的占24.49%和17.17%，2013年至2015年到期偿还的分别占11.37%、9.28%和7.48%，2016年以后到期偿还的占30.21%。

从债务分布来看，政府负有偿还责任的债务在2011年和2012年到期较多，这直接导致地方政府这两年还本付息压力较大。根据模型预测，2014年以后，地方政府出现资金缺口（地方可支配收入—地方支出—还本付息）。即使考虑到借新还旧，即部分资金缺口可由银行新增信贷进行弥补，2015年后将会出现绝对资金缺口（地方可支配收入+新增债务融资—地方支出—还本付息）。

从债务负担来看，2013年、2014年地方政府债务负担最沉重，随着平台融资集中到期，未来两年到期债务规模增长更快，而财政收入增幅则难以大幅提升，届时地方政府以及融资平台将面临更大还本付息的压力，特别是面临着利率上升的大趋势，这种风险将更加突出。

以美联储量化宽松退出为标志，全球利率中枢在未来几年将逐步抬升。根据美国国会预算办公室（CBO）预计，美国十年期国债收益率可能在未来五年中高于5%的水平。由于全球利率是以美国利率为基准的体系，随着未来几年美国真实利率趋势性上升，全球低利率环境很可能在几年内结束，这将会有大比例提高中国利率的整体水平。

对国内而言，随着利率市场化加速推进，将使利率上升压力进一步凸显。从国际经验看，利率市场化初期，无论是发达国家还是发展中国家，利率普遍上升。世界银行统计数据显示，以名义利率衡量的20个国家中，15个国家名义利率上升，5个国家名义利率下降；以实际利率衡量的18个国家中，17个国家实际利率上升，仅1个国家实际利率下降。下一步惊险一跃是存款利率上限放开，利率市场化以后存款利率将逐步和理财产品接轨。目前三个月理财产品预期收益率是4.6%，但是三个月的定期存款利率约是2.8%，利率还面临较大上升压力，这使得高利率下的债务偿付压力越来越大，并对实体融资产生较大的挤出效应。

据统计，2013年全国地方债务到期还款3万亿元，同比增长超过60%，约占当年地方财政收入的50%。随着平台融资集中到期，未来两年到期债务规模增长更快，而财政收入增幅难以大幅提升，届时地方政府以及融资平台将面临更大的还本付息的压力，此外，根据测算，2014—2016年地方政府利息负担预计在1.5万亿元左右。2014年地方政府债务偿还规模为3.56亿元，再加上2014年将有约29.9亿元信托面临滚动到期的压力，资金链面临“失考”，不排除出现局部信用违约风险。

因此，当前化解地方债务溢出风险变得尤为重要。除了保持货币流动性总体稳健之外，建议从以下几个方面缓解融资紧张问题：一是成立地方“坏账银行”。成立地方“坏账银行”主要负责地方债和不良资产处置，其购入不良资产应采取债务重组的方式进行处置，可以对外转让；二是建立基础设施产权市场。建立基础设施产权交易市场，完善地方政府投资项目退出机制，以便于地方退出部分国有资产，盘活地方政府融资平台资产，通过资产证券化等金融运作手段为新项目筹集资金；三是设立公共收益特别账户。可以考虑将部分城投债转为市政收益债，将公用事业类的城投债定位为市政收益债，并在地方政府预算中设立特别账户，进而从根本上降低政府融资对社会融资，特别是实体经济融资需求的挤出。

## 热烈庆祝 河北威远生物化工股份有限公司上市二十周年！

1994.1.3—2014.1.3

股票简称：威远生化 股票代码：600803 网址：<http://www.veyong.com/>

