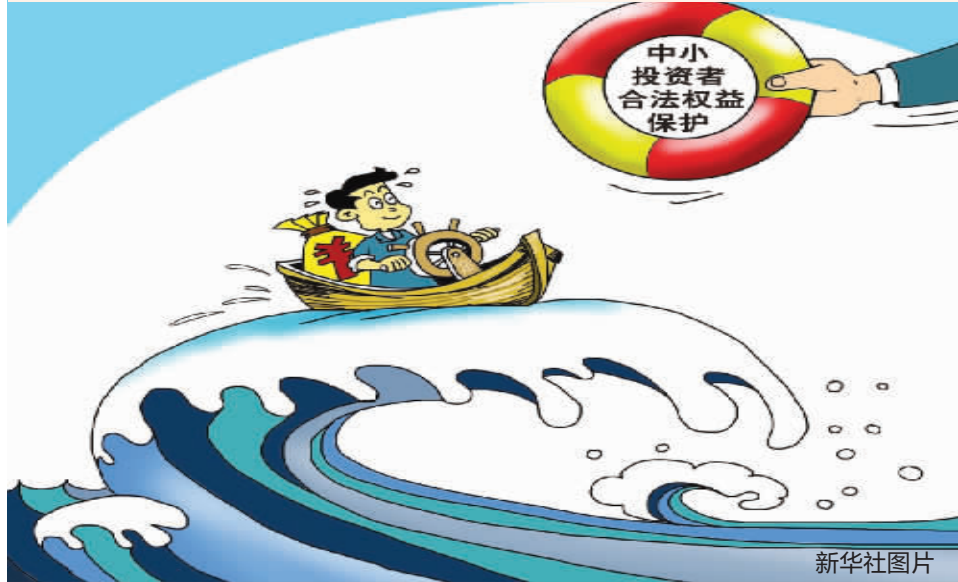


投资者友好型市场体系亟待建设

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。



□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。为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,诉讼立于金字塔塔尖,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、凡诉必理”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型的政策法律体系。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个体系。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,切实发挥好投资指导、投资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、投资基金业协会等开展平等谈判,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案件线索。

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之内,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行,全球低利率环境很可能在几年内结束,这将会大大抬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,并对实体经济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3.56万元,再加上2014年将有约2.9万亿元信托面临滚动到期的压力,资金链面临“大考”,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的退出机制,以便于地方退出部分国有股权,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,特别是实体部门融资需求的挤出。

土地出让畸高背后的利益博弈更惊人

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

尽管2013年土地出让的准确数据将在2014年1月披露,但按照财政部披露的2013年1-7月数据(国有土地使用权出让收入2.1万亿元)并结合下半年为土地出让高峰的历史规律性表现,再参考中国指数研究院发布的数据(2013年1-11月300个城市土地出让收入2.7万亿元,同比增长62.2%),预计2013年土地出让收入突破3万亿元是大概率事件,且将非常有可能超过2011年的3.1万亿元,创造历史新高。

土地出让收入创新高,给我们一个直观的感觉就是地方政府对于土地财政的依赖到了无以复加的地步。按照2013年1-11月地方本级财政收入增长13%的增幅推算,2013年全年地方财政收入(本级)将达到6.9万亿元,土地收入占地方财政收入的比例将在50%左右,土地财政名至实归。事实上,2003-2012年,地方土地出让收入占地方财政收入的比例平均值也达到50%,2010年最高达72%。

但以直观的土地出让数据衡量土地对财政的贡献是有偏误的。土地出让收入并非全额进入地方政府的腰包,而是要扣除两类成本,即征地拆迁补偿成本和保障房、农田和基础教育支出等非城市建设成本。征地拆迁补偿支出占收入的比例在2010-2012年分别达36.2%、46.1%和

60%,刚性上升趋势很明显,而用于保障房、农业农村支出等其他成本支出的比例也在不断上升,2012年两项合计占土地出让总收入的比例达到9%。也就是说,土地出让收入中,非城市建设成本支持占比接近70%,真正进入地方政府腰包的也就30%,大概是8600亿元,占2012年地方本级财政收入的比例为14%。随着《国有土地上房屋征收与补偿条例》的实施,提高补偿额度并按市场化来制定补偿标准是大趋势,征地拆迁补偿成本支出将继续刚性上升。同时,随着棚户区改造加速、国土整备和农村基础设施建设的推进,土地收入用于保障房和农村农业的支出也将增加,这意味着2013年土地出让纯收入占地方本级财政收入的比例只有10%左右,也就3000亿元左右,未来这一规模和比例还将下降。

事实上,2010年之前,土地出让纯收入对地方财政贡献最大,而近年来土地出让对地方财政的最大贡献之一在税收收入。房产税、城镇土地使用税、土地增值税和耕地占用税和契税等5个房地产专有税种总收入,从2002年的663亿元上升到2012年的1.01万亿元,占地方公共财政本级收入的比重从2002年的7.8%提高至2012年的16.6%。另外6类非房地产行业专有但在房地产行业征收的税种(营业税、企业所得税、个人所得税、城市维护建设税、印花税和教育附加税等),总收入收

入从2004年的958.6亿元,上升到2011年的4800亿元,增长4倍,占地方财政本级收入的比重从2004年的11.3%,提高至2011年的14.7%。上述11个税种总收入在2011年接近1.5万亿元,占地方财政收入的比重达到30%,无论是金额还是占比都超过国有土地纯收入,成为真正的财政贡献大户。值得注意的是,上述11个税种基本都属于土地流转类税种,税收收入主要与土地流转规模和金额有关。因此,2013年土地出让收入创历史新高,相应的土地出让相关税收也将创历史新高。

以土地撬动银行贷款,进而拉动固定资产投资和经济增长,做大全社会税基,是土地对财政另一个贡献。地方政府尽管不具有直接借款和发债的法律基础,但近年来主要通过政府全资附属或隐性担保的融资平台来实现融资。2012年,地方融资平台包括贷款、城投债和信托产品合计融资14.3万亿元,其中绝大部分是通过政府注入土地并抵押来实现融资。

因此,“生地+银行贷款/社会资金”的项目开发模式(包括产业园区),是全社会固定资产投资增长和经济增长的发动机。2002年以来,房地产开发投资一直稳定在固定资产投资总额的1/4左右,这种趋势刺激着上游的能源、有色、建材和原材料等行业,以及下游的制造业和消费等行业的投资扩张,也刺激着过去10年

全国税收收入一直稳定在两位数的增长速度。因此,我们不难理解,为何地方政府在不断拓展新增土地出让的同时,积极开展轰轰烈烈的旧城改造运动,就算是赔本的拆迁改造项目也为政府所重视,甚至是一些人口和经济规模不大的城市,也在乐此不疲地改造旧城,短命建筑在各地不断上演,因为土地置换带来了固定资产投资、经济增长和税收贡献。

此外,地方政府对于土地依赖的另一个表现,就是自从1994年分税制改革后,土地出让金的收入和支出行为完全是地方政府自主决定的,基本没有纳入预算内管理,对于逃避中央政府、各级人大等权力部门严格的财政预算监督和事后审计,实现地方政府自主的投资决策思路,实现城市建设和管理职能,甚至是地方政府相关责任人自身的经济利益,是非常好的一个工具。

因此,尽管新增土地枯竭、拆迁补偿成本上升是趋势,并且会冲击地方政府的土地出让纯收益,但完全不会改变土地财政的依赖和现状。进一步讲,对于地方政府来说,集体土地入市尽管促使土地出让纯收益下降,但下降的空间已经非常有限。相比之下,集体土地入市带来的价值重估后的增值性税收、流转税收入是非常可观的,项目开发带来的经济增长也是可观的,对于土地财政来说是正面影响。

热烈庆祝

河北威远生物化工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/>

