

微博操纵市场行为监管三原则

谢杰

据媒体报道,巨人网络董事长兼首席执行官史玉柱通过微博批评中国人寿:别虎视眈眈想控股中国唯一民营重要银行民生银行;失去民营机制的民生银行,将失去核心竞争力,告别高速增长。该微博公布后,民生银行股价在后两个交易日大涨,史玉柱旗下公司所持该股份浮盈2.36亿元。该微博言论引起“传播虚假信息影响股价”的质疑。

微博使得信息传播更为快捷与广泛。资本市场中,利用信息传播操纵市场的行为主要表现为抢帽子交易操纵与蛊惑交易操纵两种形式。在微博时代,资本市场中的机构或个人纷纷注册微博,在与众多“粉丝”分享投资、财经信息的同时,不乏利用微博散布具有利益冲突的信息或者虚假信息从而操纵市场的情况。监管问题无法回避。

首先,微博时代的信息型市场操纵法律监管应当以保护公民言论自由的宪法权利为前提。

微博时代必须高度重视信息网络言

论自由的法律关怀。但资本市场对信息披露的法律规范要求以及限制操纵市场的信息传播不应当因为网络言论自由而被完全虚置。由于微博信息传输系统能够以非常低廉的成本、迅捷的速度、指数级叠加的方式进行信息流转,一旦虚假信息与利益冲突信息在市场中广泛流传,信息型市场操纵行为对资本市场的破坏将难以估量。市场信息自由流动与信息披露法律监管之间的平衡关系极易被打破从而形成权利与权力的冲突。然而,应当明确的是,以信息披露为核心的资本市场法律监管体系,赋予执法机关对微博信息是否涉嫌市场操纵的审查权,本质上并没有超越资本市场与政治国家之间的权力配置均衡临界线,在司法监督、社会监督、执法权内部监督机制的保障下,针对微博信息披露是否合法的金融监管制度能够规避监管权撼动言论自由的风险。

关键是资本市场必须推动立法部门、监管层制定“网络友善型”监管规范体系,即以保障公民有权在微博世界享言论自由权为导向,必要时进行信息披

露合法性审查,维护资本市场现实世界已经设定的信息披露法律规范。

其次,微博与传统媒体只存在信息传播形式上的区别而不存在言论法律属性上的差别,微博言论是否涉及信息型市场操纵,仍应当在现有的金融监管规范框架下进行考察。

《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》对证券市场信息披露进行了规定,禁止国家工作人员、传播媒介从业人员和有关人员编造、传播虚假信息,扰乱证券市场;禁止证券交易所、证券公司、证券登记结算机构、证券服务机构及其从业人员,证券业协会、证券监督管理机构及其工作人员,在证券交易活动中作出虚假记载或者信息误导;各种传播媒介传播证券市场信息必须真实、客观,禁止误导。违规披露信息将承担相应的民事、行政、刑事法律责任。对于利用各类媒体发表言论影响证券价格并从事相关交易牟利的行为,显然构成市场操纵行为,证券法律法规并没有出现规范缺陷与监管盲点的问题。

通过微博传播信息与其他媒体发布信息没有质的区别,作为新媒体的微博不应当游离于信息披露法律监管之外。

再次,微博时代信息型市场操纵行为的法律监管,有必要区别于我国资本市场传统的、以行政监管为主导的模式,而应以市场投资者自主监管为导向、以信息能力分配法律义务为基础的信息披露法律规范体系。

对于资本市场中的疑似违规行为,无论是资深市场人士,还是一般投资者,其惯性思维通常是建议或者呼吁监管部门进行调查。然而,资本市场行政监管资源与效率都是有限的,在微博时代信息加速爆炸的背景下,以行政监管为主导进行信息披露监管显然是不切实际的。应对微博时代信息型市场操纵的挑战,必须充分发挥市场监管外部性、独立性、效率性的特点,以证券集团诉讼、信息披露者举证责任倒置等民事诉讼制度作为市场化监管的主要机制。应当看到,我国证券诉讼中已经涌现了部分有影响的代表人诉讼案例,但由于律师征集委托困难、证券集体诉讼机制尚未全面确立、惩罚性赔偿范围有限等,实质上影响了广大投资者集合力量起诉在资本、信息等资源上具有显著优势的被告的诉讼效果。因此,有必要以完善证券集体诉讼为核心,优化信息型市场操纵行为的市场监管机制,通过程序便捷、诉讼成本与风险合理、维权效率较高的资本市场诉讼运行程序,实现微博时代背景下信息披露的有效监管与保护投资者利益的充分保护。

(作者系上海市宝山区人民检察院检察官、华东政法大学博士生)

中国应该避免欧洲分散发债覆辙

王天戈

如果把欧元区和中国类比,我们会发现,尽管二者有显著的不同,但也有极大的相似。相似之处在于,都实行统一的货币政策,而财政相对独立。各成员政府都面临着发展本地经济和提升民生质量的重任。这提出了一个有意思的命题:两者之间如何互相借鉴互启启发?

在没有统一中央财政的情况下,欧元区若想实现经济发展,保住欧元,最好的办法应该是发行欧洲联合主权债券(E-bonds)。这不仅有利于欧元区外围国家获得必要的发展资金,更重要的是能够形成一个新的全球性欧洲国债市场,有利于留住现有资本并吸引新资本流向欧洲,这将对欧元一样,具有战略意义。有了充足的资本,欧元区就可以借鉴中国的经验,对老化的基础设施进行改造和翻新,为经济发展提供支撑。

欧洲主权债务危机的重要原因,是区内货币统一而财政相对独立。在这种制度设置下,欧元区内各国为发展本国经济,主要使用财政政策。由于各国经济发展程度不一,允许分散发债,难免会有部分国家过度举债。债务不断累积,最终爆发债务危机。因此,解决问题重要的趋势是从现在分散发债的体制逐步转向某种更加集中的发债与管理。

中国应坚持由中央财政集中发债的方向,避免走上分散发债的欧元区覆辙。虽然中国目前无债务危机的近忧,但却需要有防范债务风险的远虑。中国各级政府现在大都在不同程度地欠债。根据相关数据,目前我国地方债务的总规模大约为10.7万亿元,有些统计的金额要更高。

部分地方政府的债务负担十分沉重,甚至有负债率超过100%的。预计未来2-3年,地方政府将进入偿债的高峰期,届时地方财政收入中约30%可能要用于偿还债务本息,偿债压力很大。近期一些地方政府融资平台公司发行债券难度加大,融资成本也出现上升的迹象,应引起高度警惕。

地方政府债务和主权政府债务本质上相同,都具有很高的风险。地方政府借债也没有抵押。没有抵押就不会失去什么,因而在使用借来的资金上就很粗心。很多地方政府借款,由于缺少自我约束和

外部的监督机制,对成本与风险的因素考虑较少,有的资金投向都没有落实,有的项目准备不充分,还有因担心银根紧缩而超前融资,结果导致大量资金闲置浪费,部分投资项目效率和产出较低。

一旦地方政府违约,无法对其进行破产重组,只会导致信用危机扩散与蔓延。而由于领导任期制度,期望继任者勒紧裤腰带为前任还债也很不现实。不负责任的借款,必然有不负责任的贷款行为。银行等金融机构往往纵容政府债务,可能成为经济系统性风险的重要来源。欧元区如此,中国的地方政府债务也是如此。2010年底,我国地方政府债务余额中,银行贷款约为8.5万亿元,占比达到79%。截至2010年底,我国银行人民币贷款余额为49.7万亿元,地方政府的贷款就占了将近18%。银行体系是现代经济的核心,如果因地方政府债务违约而导致银行体系出了问题,将给经济发展带来巨大影响。

防范地方政府债务风险,首要的办法是严格控制地方政府的债务规模,应该设定地方政府债务上限并严格执行“问责制”;应切断银行等金融机构向地方融资平台的贷款渠道,金融机构的监管部门应该肩负起重要职责。长期来看,推动我国财税体制改革是缓解地方政府债务的根本出路。

作为短期内化解地方政府债务风险的应急办法,可以考虑推进地方国有资产变现,增强偿债能力。对确有偿债能力的,可以考虑由中央财政代为发债,着力探讨国债与地方债之间的兑换机制设计。而对于现在广泛讨论的开展市政债的办法,则应该慎之又慎。

当然,也要看到,地方政府举债在一定程度上缓解了地方政府发展的资金瓶颈,对发展地方经济起到了重要作用。但在规范的必要举债的同时,地方政府应把更多精力放在为实体经济提供服务和良好的发展环境上,逐步转变地方建设型财政角色,向公共财政和服务型政府转型;应该着力打破垄断,推动地方国有企业改革,为民营企业发展提供充足的空间;应该充分发挥市场机制的作用,引导并培育新的产业,最起码不能再做类似对街头资本进行粗暴围堵的事。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

偷奸耍滑的“私募1期”现象当休矣

陈楚

公募基金界发生的不良现象,正在私募基金上演。在公募基金里,一家基金公司全力做好某只明星产品,同时关闭申购,靠业绩提升该基金公司名气,以此带动其他新基金产品的销售已成为常规做法。而在私募基金界,如今也如法炮制地引进这一套路。

好买基金统计了22家有5只以上产品成立满一年的私募基金公司。在这22家私募基金公司中,有15家公司首只产品近一年的收益超过公司平均收益,占比近2/3,有6家公司首只产品近一年收益低于公司平均收益,唯有星石投资一家公司这两项数据基本持平。

这种“私募1期”领涨的怪现象,固然与不同产品有不同的投资风格有关,比如第一期产品风格稳健一些,而后来的产品投资上激进一些。但最根本的原因,其实是一些私募基金想借“私募1期”业绩领先树立好的品牌形象,以此带动其他产品的销售。

“私募1期”业绩好对客户来说当然是福音,问题是和公募基金的明星产品一样,这些“私募1期”往往已经关闭了申购。对于私募基金来说,规模与业绩很难“两全其美”。业绩好了,申购资金源源不断,规模陡然增大,或者私募基金利用这一“天赐良机”狂发产品,不幸的是,习惯了操作小资金的很多私募,很容易掉进“规模上去了业绩掉下来”这一怪圈。这从历年的私募基

金冠军接下来的一年“限然众人矣”就很容易看出来。正因为深谙此理,一些私募干脆向客户关闭申购第一只产品,利用规模小、投资灵活的优势做好业绩,吸引媒体和客户的关注,在暴得大名中通过发售新产品扩大规模。

这种巧妙和隐蔽的营销手段对客户来说并非都是福音。“私募1期”业绩好,老客户当然皆大欢喜,只不过随着“私募1期”去申购新产品的客户就有可能当冤大头了。这种厚此薄彼的做法,一旦被新客户察觉,难免不用脚投票,此举不仅有损个别私募基金的形象,更有损于私募基金的整体行业形象。

为做好“私募1期”,他们往往集中核心资源,比如为了保证核心重仓股不跌,让后发产品帮忙抬轿;或者对看好的股票让“私募1期”先行买入,其他产品跟进,最后“私募1期”又先行出货,落袋为安。这种行为在某种程度上涉嫌操纵市场,客户承担额外风险。

近几年来,随着越来越多的公募基金进入私募行业,私募基金的“公募化”倾向越来越明显。在投资上,一些习惯了听消息、炒题材和概念的私募基金慢慢走向价值投资,讲究资产配置,注重风险控制,这些公募基金界的优秀因子注入私募基金,对于私募行业的发展贡献良多。但在营销上,一些私募基金也向公募基金业界已存在的恶习看齐,“私募1期”现象即是一例。这种偷奸耍滑之术只会让私募基金蒙羞。对“私募1期”现象,确实该反思了。



半年亏损超千亿,基金颜面堪扫地。行情不好应承认,投资失误难回避。管理费用仍增长,产品账面无盈利。亏损埋单要共担,机制完善盼破题。

ICLONG/漫画 孙勇/诗

■ 口舌之勇 | Sun Yong's Column |

国家队、政策底及其他



孙勇

中国股市的一个奇特之处在于:每到行情极度低迷时,形形色色的“股神”们就冒出来指点迷津,与此同时,五花八门的“维稳”呼声甚嚣尘上。在此过程中,一些颇具中国特色的股市词汇便诞生且流行开来,诸如“国家队”、“政策底”之类,就是其中的热门代表。这里的“国家队”和“政策底”,是股评人士炮制的概念,其最初的发明人已难以考证,只能算是集体智慧的结晶;两者的内涵并没有严格的学术界定,不过也早已经约定俗成了。据笔者阅读各类股评文章的经验归纳,所谓“国家队”,通常是指汇金公司、社保基金之类的国有金融机构,在某些情况下,

也会算上一些大型央企;所谓“政策底”,是指政府高层决策者所认可的A股最低点,它不是一个恒定的绝对值,而是一个因时而异的相对值。

在很多人看来,在变幻莫测、波谲云诡的资本江湖中,“国家队”是先知先觉的投资高手,其一举一动具有风向标和避雷针的意义。两个经典的证据就是,2007年10月前后,在上证综指登顶6000点时,社保基金成功登顶;2008年10月前后,在上证综指跌破1700点时,汇金公司出手护盘,社保公司联手抄底,此役让两者赚得盘满钵满。于是,紧盯社保基金和汇金公司的股票仓位变化和减仓、调仓操作,便成了众多投资者的必修课。

相对于“国家队”的明确所指,“政策底”的认定比较机动且暧昧。在历史上,它有时是3000点,有时是1700点;而眼下,它忽而是2800点,忽而是2500点。将2008年4月份的3000点和2008年10月份的1700点认定为“政策底”,是公认的事实,因为彼时在这两个点位上,决策者出于金融危机下的“维稳”考虑,分别出台了下调证券交易印花税、汇金增持三大行等重磅利好政策。然而,在目前,

所谓的“2800点政策底”说或“2500点政策底”说,更多的是各路股评人士的一厢情愿,既不能被证实,也不能被证伪。

仔细推敲起来,“国家队”和“政策底”之类的词汇或概念之所以大行其道,根本原因在于中国股市不够成熟。在中国,老百姓买一只基金产品都要找熟人介绍,但凡认识在金融机构、上市公司或财经媒体工作的人,见面就问对方是否有炒股的“内幕消息”,与此同时,真正能够静下心来学习金融、财务知识,研究国家宏观经济政策与上市公司基本面的入少之又少。这种深入民众骨髓的“捷径发财”的投资文化心理,既提供了“股神”们呼风唤雨的舞台,也催生了“国家队”和“政策底”之类概念诞生的土壤。

一直以来,有识之士都在呼吁建立公开、公平、公正的资本市场。但毋庸讳言的是,中国股市虽然度过了弱冠之年,距离“三公”市场却还有很长的路要走。一方面,监管制度的建设有待完善,另一方面,从上市公司、保荐中介到机构投资者,每一个市场主体都存在不少瑕疵,身上有某种病灶,这就导致“融资狮子大开头,回报好比铁公鸡”、

“娃娃股变成富翁,广大股民亏损累累”、“上市前飞速成长,上市后业绩变脸”、“券商研报抬轿,公司高管出货”、“老鼠仓中饱私囊,基金深度套牢”等股市乱象层出不穷,在这种情况下,要求广大股民保持正常的投资心态,确实也勉为其难。对于极度弱势的普通股民而言,“国家队”和“政策底”成为他们在股市逆境中的最后指望。所以,“国家队”和“政策底”云云,固然是股评人士哗众取宠的噱头,却也见证了亿万普通股民“虽亏本,心不死”的悲情。

如果说,在中国股市的历史上曾经出现过“国家队”和“政策底”,那也是发展初期留下的“乳臭”,或者是在极端情形(比如金融危机)下被迫救市的遗物,两者都不能成为“国家队”和“政策底”持续存在的理由。市场化是中国股市发展的最终取向,“买者自负”是炒股的核心原则。作为中国股市的参与者,我们要做的,是努力建设一个“三公”市场,并将自己历练成合格的“投资者”。对于“国家队”、“政策底”的概念以及“股神”幻像,要么主动将其扫进垃圾堆,如此方能迎来股市新文化的诞生。

“暴利税”用在哪应该透明

吴睿鹤

中石化昨日披露上半年财务状况,因油价提高上缴石油特别收益金即“暴利税”同比增加了88亿元,消费税增长84亿元。上半年中石油的特别收益金比上年同期增加人民币252.25亿元,资源税比上年同期增加人民币50.12亿元。

石油双雄“暴利税”的飙升,不但可以让国家财政收入获得迅猛增长,而且也有利于遏制垄断行业的暴利。可是,对于大多数普通老百姓而言,由于不懂深奥财税理论,更愿意关注“暴利税”的使用细节。

国家对石油企业征收“暴利税”,从2006年算起,已有五个年头。眼下的问题是,我们只看到了两大石油巨头,一手向国家上交“暴利税”,一手向中央政府索要红包。中石化2006年、2007年、2008年分别获得50亿、123亿、503亿元财政补贴,中石油2008年获得157亿元财政补贴,两家共计高达833亿元。很明显,有很大一部分“暴利税”,通过财政返还的方式,又重新回到垄断双雄的手中。

至于“暴利税”的用途,按国务院有关规定,一部分返还给垄断石油巨头,用作成品油市场化定价尚未全部到位的成本,另

一部分则用于受到油价上涨影响的弱势群体与公益性行业。由于这项公共政策,宏观性强,操作性差,尤其对“暴利税”如何支出,谁来决定,由谁审批,并没有详细规定。

遗憾的是,从近几年信息披露的情况来看,“暴利税”是否专款专用,并用于补贴弱势群体与公益性行业上,公众始终无法看到相关信息。在国外,对于特殊行业征收“暴利税”,不仅要公开详细用途,具体到每一个项目,细化到每一笔金额,而且通过报纸和网络等平台,让公众可轻松查询到。譬如,英国在1997年对那些通过股票上市出售的公用事业公司一次性征收“暴利税”共计52亿英镑,职能部门通过网络和报刊,详细公布了补贴社会福利开支项目,甚至细化到每笔英镑的详细流向。显然,作为一名普通纳税人,当然有权知晓石油“暴利税”,用在什么地方?都补贴了谁?这些问号,需要用公开和透明来拉直。

政府税款流向的公开透明,是防范腐败的杀手锏,“暴利税”也不例外。除了公开之外,管理应该改进,应该规定石油“暴利税”用于社会公共领域的法定比例,比如把80%用于社保、教育、医疗等公共福利领域。