

程序化交易下保护中小投资者尤显重要

陈东海

随着金融工程技术的广泛普及,金融市场上的自动化程序交易(主要是高频交易)已经成为了全球流行的交易方式。不但发达金融市场的众多投资机构、有编程能力或者可以购买交易软件的普通人在使用程序化交易,现在中国的程序化交易也日益普及。这一发展趋势带来的风险也成为一个新的问题,在程序化交易日益流行之下如何保护中小投资者的权益,是一个不可回避的课题。

过去,美国等发达市场经常发生令人震惊的高频交易事故,但感觉这些新闻离我们的生活还很远。但8月16日所谓的光大“乌龙指”事件,则让每个投资者体验到了真真正正的巨大金融风险。那些以为股市出现重大突发性利好,从而追涨的中小投资者可能相对损失不小,尤其是从事杠杆交易的投资者,看到指数暴涨而买入看涨的投资者,可能遭遇了不小亏损。对于被光大

“乌龙指”误导而追涨的投资者的损失,市场上也有不同的声音。一种观点认为这种“乌龙指”并非内幕交易,所有交易都是真实交易,是有效的。这一点也为上海证券交易所后来的公告所证实。但另一种观点认为,光大是否真是“乌龙指”失误是一个问题。有人指出光大证券声称在发现“乌龙指”后,立即对股票头寸进行了对冲,全天用于对冲而新增的股指期货空头合约总计为7130张,在股市上损失了3亿元,在股指期货上赚了1亿元,而那些中小投资者,就没有机会或者没有能力在股指期货上对冲,无端地遭受了损失。

笔者无意判断这场“乌龙指”的真实情节如何及其是非,但是觉得这种“乌龙指”事件,如果没有系统化的防范措施,在程序化交易日益盛行的情况下,未来再次发生是非常可能的。那么,在交易中处于信息不对称,交易技术和手段不对称的中小投资者,将面临更为严峻的弱势局面。所以,亡羊补牢,确保

中小投资者免受高频交易带来的巨大风险是非常必要的。

鉴于这次相关各方在事件中的表现,有必要借鉴发达金融市场上应对高频交易风险的成功经验,考虑建立中国证券市场的“熔断机制”。2010年5月6日,美股一名交易员在卖出股票时误将1600万美元打成160亿美元,导致道琼斯指数出现近千点的“闪电暴跌”。当天美股收盘后,纳斯达克运营部门宣布,在当天下午2时40分至3时之间执行、股价涨幅较2时40分之前最后一笔交易的报价超过60%的交易指令全部取消。为避免类似事故重演,美国证交会于2010年6月更新“熔断机制”。根据该机制,价格不低于1美元的股票或交易所交易基金(ETF)如果在5分钟内跌幅达到或超过30%,将被暂停交易;价格低于1美元的证券如果在5分钟内跌幅达到或超过50%,将被暂停交易。

虽然中国股市有10%的涨跌停板制度,但是10%幅度瞬间的无妄波动,还是会给投资者造成很大的损失,同时由于股指期货市场的杠杆效应,股票市场10%的波动足以造成衍生品市场巨大的动荡,不少投资者可能血本无归。所以,中国的证券市场有必要建立类似的“熔断机制”,像这次突然出现没有任何消息的众多权重股的暴涨,需要股市暂停交易一段时间,查明原因。而对于那些因机器和网络故障或人为失误引发市场重大动荡,导致投资者损失的不,不妨效法美国交易所,宣布涉事时段交易无效,以还原非误导的真实意

志的交易。

除了从系统角度建立“熔断机制”以保护中小投资者以外,也要从利益链条上斩断“乌龙指”发生的道德风险。首先是建立惩罚制度,确保“乌龙指”事件的肇事者及其机构不得从“乌龙指”及其相关事件中获利,同时妥善地对投资者利益进行补偿。2010年4月高盛发生权证“乌龙”事件,导致结算价格与理论价值相差百倍,权证价格急速飙升,高盛后来回购权证,回购价为这4只权证的净购买价格总值的110%,同时,每位参与回购的权证持有人将获得5000元的一次性补偿费。按照这一方案,投资者的成本基本都能得以回收。所以,未来如果发生类似“乌龙指”事件,如果交易不被宣布无效的话,有必要让肇事者以其他投资者的购买成本价收购证券。

除了上述保护中小投资者的制度以外,还必须建立严格的彻查制度和惩罚制度、赔偿制度,以督促投资机构慎用高频交易模式,并严格建立内部风险控制制度。如果这些制度完善,就不会出现情节无法查证或者无处可寻依据等问题。今后随着程序化交易成为中国证券、期货和衍生金融市场的主要交易方式,高频交易带来的风险的威胁也愈发严重。所以,以此次“乌龙指”事件为镜,修正完善保护中小投资者的制度是非常必要的。

(作者单位:东航国际金融公司)

大非减持不必找漂亮借口

皮海洲

最近,华谊兄弟针对其公司董事长王忠军减持股票一事,“神回复”引来很多网友的围观。

华谊兄弟股价从去年12月初的12.15元一路上涨到目前的最高价45.10元,涨幅高达270%。在股价一路上涨的过程中,大小非纷纷减持,包括马云、王忠磊这些持股量较大的大非也相继加入到减持的行列。虽然董事长王忠军4月在博鳌对媒体表示,他们兄弟二人短期内不会减持公司股票,但面对股价的诱惑,王忠军最终还是于8月16日、20日分两次共计减持1100万股,套现逾4亿元。公司方面的解释是,王忠军本次减持主要为孩子工作、个人理财、投资新项目等原因所致。

减持是“为孩子工作”,这理由实在是够神奇。难怪王忠军被网友戏称是“中国好爸爸”,其实这已经不是华谊兄弟的第一次“神回复”了。实际上,早在2010年马云第一次减持华谊兄弟股票的时候,给出的解释是“为了改善生活”。

其实,华谊兄弟完全没有必要以这种“神回复”来掩饰大非们套现的动机。在目前的市场环境下,大非套现已经是很平常的事情,只要大非的套现没有违反规定,没什么可遮遮掩掩的。因为逐利是资本的属性,大非们能够在合规合法的情况下拿到十几倍、几十倍的利润,当然要选择套现。更何况华谊兄弟的股价今年大幅上涨了270%,大非们的套现可以理直气壮。

当然,华谊兄弟作为这种“神回复”也是有其顾虑。一是担心市场认为大非减持是不看好公司未来发展前景的表现;二是担心直言股价偏高不利于市场投机炒作,会招来市场投机力量的不满;三是公司也希望股价越高越好,既有利于树立公司良好的市场形象,也有利于公司下一步的再融资,同时也有利于大非们下一步的继续套现。

但这种顾虑在一定程度上是一种多余,甚至有损于公司的形象。毕竟随着大非减持增多,如今很多投资者已经能够正视大非减持现象,不会简单地把大非减持视为不看好公司发展。因为就是看好公司未来,但价炒高的情况下,大非套现是很正常的,这实际上也是抑制市场投机炒作的表现。而且作为企业的股价高低,不应寄托在市场投机炒作的力量上,而应寄托在公司良好发展的基础上。

并且华谊兄弟的这种“神回复”是不利于树立公司良好形象的。它首先容易让投资者产生不信任感。比如王忠军减持被解释为“为孩子工作”,投资者要问的是,王忠军要为孩子找一份怎样的工作需要如此亿元大礼呢?至于之前马云的减持被说成是“为了改善生活”,更让人偷笑。其次这种理由听上去像是和投资者开的黑色幽默。因此,华谊兄弟的这种说法只会进一步疏远与投资者的关系,让投资者越发不相信华谊兄弟公司。

所以在减持的问题上,华谊兄弟不妨解释得直接一些,没必要给大非减持找什么漂亮的借口。“神回复”这种应对投资者的做法并不聪明。

土地涨价收益归公的理由何在

杨孟著

“地不可永卖”

“地不可永卖,因为地是我的,你们在我面前是客族,是寄居的。”这是圣经里的一句话。在圣经中,土地是上帝的,所以土地产权归上帝所有。这里的上帝,其引申含义就是国家或政府。土地产权归上帝所有,也即归国家所有。

超越圣经中的言辞,土地产权问题其实有着深厚的理论与实践基础。所谓土地产权,是指围绕土地的终极所有权所派生出来的“一束权力”,包括土地所有权、使用权、租赁权、抵押权、继承权等等。其中,对于人们所拥有的土地使用的让渡行为,通常被我们错误地理解为土地产权的交易,并认为只有私有产权才能交易,因为私有产权是交易的前提和基础。所以,为了顺利实现土地产权交易,土地产权一定要私有化。其实,这是认识上的一种误区。

事实上,除了皇帝(或上帝)外,人类历史上从未出现过完全意义上的土地产权私有制度。按照人们通常对土地产权的理解,土地私有的例子确实不

少,但那都不是彻底意义上的土地私有。不少学者都认为美国的土地制度就是私有制,这其实也是一种假象,真正的土地私有制即排他性的土地产权全部归私人所有的制度是不存在的,土地只有使用权时间长短有别的“卖”,没有“永卖”。所谓的土地私有,其实是私有化程度相对较高而已。

房屋增值,还是土地增值

就本质属性而言,所谓土地不过是具有标识意义的具象化了的地埋空间位置而已,它本身并不具居住属性。能够带来居住属性的是人们在土地之上建造的各种房屋建筑物,也即土地附着物。房屋等附着物的建造需要一定的材料、人工等成本支出,这与普通商品的生产并无两样。区别仅在于,后者的增值属于该商品的自身的增值。而前者则不同,房屋等附着物本身并不会增值,而所谓的增值只是一种估值幻觉,真正增值的其实是该土地的地埋空间位置(城镇化集聚效应,公共基础设施投资等)给人们(该土地之上房屋等附着物的居住者)带来的或预期将会带来的效用或便利性。这一特性决定了,房屋增值的本质是土地增值。

美联储退出QE预期引发亚太股市大跌



美国酝酿收管根,亚太股市多惊魂。山姆大叔信心足,新兴市场阴霾深。产业创新最健骨,货币刺激终伤身。进退自如凭实力,中国如今真郁闷。

赵乃育/漫画
孙勇/诗

焦点评论

大力整治证券市场资产评估乱象

熊锦秋

目前,上市公司在资产收购中,收购价格频频出现天价,隐现利益输送黑幕,这其中,资产评估机构的离谱估价,需要引起高度重视。

有些上市公司收购资产的收购价格较其账面价值高出好几倍甚至几十倍,肥水不流外人田,这些收购,多是与大股东、董监高等有关的关联交易,即使不是关联交易,也是背后隐藏着各种利益纠葛。为规范关联交易定价,交易所所有相关规定,比如上交所《上市公司关联交易实施指引》要求,上市公司关联交易应当明确关联交易的定价政策,定价应当公允,并明确了具体定价原则,包括“交易事项实行政府定价的,可以直接适用该价格;关联事项无可比的独立第三方市场价格的,交易定价可以参考关联方与独立于关联方的第三方发生非关联交易价格确定”等。

但在现实中,正如有的资产评估师透露,“委托方是我们客户,人家要我们做多少,我们只能做多少,唯一能做的就是筛除风险太大的项目”,评估机构没办法,只得施展专业特长收集相关数据,通过数据调整、包装以达到委托方要求的评估值。

根据《上交所股票上市规则》,上市公司与关联人发生的交易金额在3000万元以上,且占上市公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的关联交易,应提交股东大会审议,即使关联交易应当回避表决。按说上市公司如拟进行利益输送迹象明显的关联交易,应该难以通过股东大会审议,但是,由于在非关联股东中,也有一些股东(比如基金等机构投资者)通过现场调研等方式与大股东、董监高形成一些瓜葛,这些人的投票不免受大股东和董监高的影响。而且,对于上市公司收购矿产等涉矿事宜,即使关联交易溢价价奇高,资产质量奇低,许多散户也不会在乎,反正他们是借此题材炒作。有时整个市场也不在乎上

给“税收法定”一个明确时间表

晏扬

全国人大代表赵冬苓在今年全国人代会上提出《关于终止授权国务院制定税收暂行规定的议案》,建议全国人大收回税收立法权,引发各界广泛关注。

实际上,不仅此次全国人大预算工委明确将收回税收立法权,加快税收立法进程,而且财政部早在2011年就曾提出,将“按照成熟一个出台一个的原则,逐步将税收条例上升为法律”。可问题是,楼梯已经响了好几遍,但就是不见人下来,至于什么时候下来也仍未可知。

“成熟一个出台一个”,这很好,但正如赵冬苓代表所说:“你不能老说条件不成熟。”而在在我看来,所谓“条件不成熟”基本上是一个伪命题。一方面,如果某个税收条例不合理、有缺陷,那就亟须将之上升为法律,并在此过程中加以修改和完善,这事容不得拖延;另一方面,如果某个税收条例本身是合理的完善的,那就可以直接将之上升为法律,这事不存在什么难度。也就是说,无论哪种情况,都不存在条件成熟不成熟问题,需要的只是诚意和决心,以及立法付出更多辛劳。

无论如何,仅凭一个条例或暂行条例就向民众征税,已然不合时宜。无论是全国人大收回税收立法权,还是将税收条例上升为法律,都需要明确的时间表,给公众一个可以预期的交代。由于税收关乎民众的切身利益,所以必须通过“税收法定”的方式,把税收权力关进“法律的笼子”。

就路线图而言,我认为其实并不复杂,“税收法定”的路径无

(作者系民建湖南省委参政议政委员、中南大学PPLG研究中心研究员)