

## “十二五”碳排放下降目标完成

国新办在昨日召开的发布会上正式公布了中国应对气候变化政策与行动 2015 年度报告。报告显示,截至 8 月底,中国 7 个碳排放交易试点累计交易地方配额约 4024 万吨,成交额约 12 亿元;累计拍卖配额约 1664 万吨,成交额约 8 亿元,中国应对气候变化取得了良好的进展。

中国气候变化事务特别代表解振华在回答记者提问时表示,碳排放交易试点进展得非常顺利,已经全部上线交易了,而且碳价也比较稳定。我们搞碳排放权交易试点并不注重现在碳的价格是多少,关键是我们要通过这个试点探索一个建立碳市场的机制。另外,现在在积极考虑立法,要制定一个碳排放权交易管理条例。把这些准备动作都做完之后,建立全国统一碳市场的条件就比较成熟了”。

解振华还指出,今年是十二五规划的最后一年,截止到 2014 年,全国单位国内生产总值二氧化碳排放同比下降了 6.1%,比 2010 年累计下降了 15.8%。“十二五”规划要求下降 17%,现在看这个目标已经完成了。(张司南)

## 上海证监局举办防范非法证券期货活动

昨日,上海证监局举行了“诚信为本,禁止欺诈,防范非法证券期货活动宣传教育进社区”的活动推进会。证券时报记者获悉,这一活动是根据公安部和中国证监会的统一部署,上海证监局联合上海市公安局经侦总队今年 8 月启动的,10 月,中国证监会又启动了资本市场诚信建设宣传活动。

上海证监局局长严伯进指出,上海是全国资本市场主体最密集、交易最活跃的地区之一,广大投资者对证券市场的坚定信心与积极参与,关系到我国资本市场的健康发展,也直接影响到社会的和谐稳定。严伯进要求各方共同做好投资者保护和诚信宣传教育工作,优化市场诚信环境,共同为上海资本市场健康稳定发展提供有力支撑,为市场发展保驾护航。

上海证监局副局长朱健表示,下一步,上海证监局将联合市公安局经侦总队、市金融办等单位,牵头辖区协会,充分动员证券期货经营机构的力量,在上海市各社区集中开展张贴宣传海报、发放宣传手册、开设专题讲座、提供现场咨询等工作。(朱凯)

## 日本央行维持超宽松货币政策

昨日,日本央行决定维持每年购债 80 万亿日元(约合 6471 亿美元)的超宽松货币政策不变,同时维持对本国经济正温和复苏的基本评估。

日本央行表示,宽松政策正在产生预期效果,预计日本经济将继续温和复苏。通胀水平有望明年恢复增长,届时持续低位徘徊的全球原油价格对日本物价的影响将逐步减弱。此外,日本央行行长黑田东彦表示,美联储加息反映的是美国经济强劲复苏,但加息速度将是缓慢的,巴黎恐怖袭击事件对全球经济影响有限。

不过,日本内阁府日前公布的第三季度实际国内生产总值(GDP)数据显示,日本经济环比下滑 0.2%,按年率计算萎缩 0.8%,这是日本经济今年以来连续两个季度环比萎缩,更是自 2008 年以来第五次陷入技术性衰退。花旗认为,日本央行将在到明年 1 月的数次货币政策会议中挑一次宣布扩大宽松规模。(吴家明)

## 雅虎被施压勿抛阿里股份

据海外媒体报道,雅虎股东、对冲基金公司 Starboard Value 对雅虎施加新的压力,要求该公司中止出售阿里巴巴股份的计划,并出售业绩不佳的互联网业务。

Starboard Value 要求雅虎放弃分拆市值超过 200 亿美元阿里巴巴股份的计划,原因是此交易目前存在太大的风险,这也标志着 Starboard Value 的立场出现了 180 度大转弯。此前,正是因为这家公司的胁迫,才迫使雅虎决定分拆阿里巴巴的股份。Starboard Value 指出,由于未提前获得美国国税局批准,雅虎继续进行分拆交易将会让公司股东面临缴纳数十亿美元税款的风险。

在敦促雅虎放弃分拆阿里巴巴股份的同时,Starboard Value 还提出了先前提出的另一个构想:让雅虎保留阿里巴巴和雅虎日本股份,并抛售雅虎其他的互联网资产。Starboard Value 表示,虽然此类交易同样需要缴税,但税款要比抛售阿里巴巴股份所缴纳的税款少得多。(吴家明)

# 金融监管改革之路该怎么走

证券时报记者 程丹

“十三五”规划建议稿说明指出,改革并完善适应现代金融市场发展的金融监管框架,要加快建立符合现代金融特点、统筹协调监管、有力有效的现代金融监管框架。这引发了包括监管、市场、学界的大讨论,金融监管改革之路到底应该怎么走?综合监管要如何转型创新?大家莫衷一是,目前为止,并没有标准答案。

## 分业监管已不适应现状

在利率、汇率市场化、资本项目开放、人民币国际化等各项金融改革持续推进的大背景下,在资本市场和金融市场已经紧密联系在一起的大环境下,分业监管似乎已不能适应越来越复杂的大金融。

中金公司分析师毛军华表示,随着金融创新及互联网金融的发展,不同类型的金融机构能够提供相同或相似的金融产品及服务,按机构类型分业监管容易产生监管标准不统一与监管真空,导致监管套利,形成系统性风险隐患;同时,不同监管者之间沟通和信息交换的不充分,会显著削弱监管部门对整个金融市场的监测能力,无法及时发现影响金融稳定的因素,也会极大降低危机时期的沟通效率。

分业监管明显增加了整个金融体系运行成本,金融机构往往需

要用不同格式向不同监管者报送数据,难以形成信息共享。”毛军华指出,近年来“影子银行”体系和大资管快速发展就是一个典型例证。在合意贷款规模的体制下,商业银行通过银信合作的方式绕过了监管机构对贷款规模的限制。在银监会亡羊补牢对银信合作进行限制后,商业银行又先后与券商的资产管理计划、基金公司子公司进行合作来进行监管套利,带来了券商资管、基金公司子公司的跨越式发展。随着业务融合不断加深,不同类型金融机构之间的相互风险敞口逐步加大,金融机构的资产与金融市场的关联度逐步提升,使得金融风险传递更加迅速和普遍。在分业监管体制下,单一监管机构在风险识别和风险防范方面必然显得力不从心。

国务院发展研究中心宏观经济研究部巡视员、研究员魏加宁指出,现行监管体系存在最大的结构性风险就是,一边力推混业经营,一边坚持分业监管不变,这种监管体制和经营体制的错位非常可怕。

从 2013 年的“钱荒”,到今年 6、7 月份的股市异动,最近两年来,我国金融体系风险事件爆发频率增多。全国人大财经委副主任委员吴晓灵在财经年会上表示,现行“一行三会”的协调监管机制存在着不适应我国金融业发展的矛盾,亟需对现行金融监管体制进行进一步的改革和完善,以有效防范系统性风险

和应对金融跨界融合趋势。

## 分久必合成主流观点

近日发布的十三五规划建议对金融监管指出了方向,称将加强金融宏观审慎管理建设,加强统筹协调,改革并完善金融监管框架,以达到金融风险监管全覆盖。

其实,监管层对于金融监管改革的探索一直在推进。早在 2000 年,央行、证监会和保监会确定三方监管联席会议方式。银监会成立时,银监会、保监会与证监会又就金融监管方面确立了分工合作框架与协调机制。2013 年 8 月,国务院以文件形式确定建立由央行牵头的金融监管协调部际联席会议制度,同时确定联席会议重点围绕金融监管开展工作。

不过,这一安排仍难以弥补分业监管体系,特别是互联网金融兴起以后,跨平台、跨行业、跨部门的互联网金融形态让部际联席会议制度的效能有所减弱。

魏加宁认为,如果实行混业经营,最好是混业监管。全国人大常委会委员、财经委副主任吴晓灵也表示,监管层不能实行统一监管,不利于对市场风险监测,易导致处置风险时难以拿出有效正确措施,分业监管会造成监管混乱,应在转变观念的基础上实现功能监管。

吴晓灵表示,首先要统一对金融产品的认识,现在监管的混乱在

# 吴晓灵谈股市异常波动:需加强制度建设

在总结股市波动经验教训的基础上加快推进《证券法》修订

证券时报记者 程丹

昨日,全国人大常委会委员、财经委副主任吴晓灵在参加财经年会上表示,此次股市异动反映了市场对转型改革的过高预期与短期经济表现未达预期的矛盾,同时也反映了资本市场基本制度和监管制度的缺陷,未来需要加强制度建设,防范和化解金融风险,在总结本次股市波动经验教训的基础上,加快推进《证券法》的修订。

具体来看,第一,杠杆交易的过度、无序以及监管不完善,放大了资金式的缺陷。从 2 倍到 3 倍的伞形信托到单一信托,到 5 倍到 10 倍的民间配资。证券公司过度追逐利润,放松系统接入的审核和

证券实名制的要求,放任证券账户分仓管理软件的滥用,对各类集合投资计划、伞形信托、P2P 等市场行为监管主体和规则不统一,场外配资和过度加杠杆不能实行有效的监管。证监会由于不能对场内场外的融资行为实行统一监管,因而难以有效知道这个阶段股市发展当中的状况,当处置风险的时候,也难以拿出更加有效和准确的调控手段。

第二,多空机制不均衡,失去了市场自我平衡的能力,造成单边上扬局面,急涨之下必有暴跌。中国交易制度的设计鼓励做多,抑制做空,融资容易融券难,融资规模占融资融券余额的比例不足 1%。这样的单边机制,造成了市场容易涨,而急

涨之后必然会有急跌。股指期货没有很好地发挥风险管理的功能,投资者难以有效对冲现货市场未来的价格波动风险。在股票市场上,股票的波动是常情,如果有多空制约机制,就会减少剧烈的上和剧烈的下,会减少波动的幅度。

第三,股市缺乏有效的熔断机制。目前的涨跌停板制度在一定程度上影响了市场出清,在对冲工具有限的情况下,造成大面积停牌,导致流动性丧失。

第四,新股发行制度的缺陷,造成打新资金乐此不疲,而全额冻结资金的新股发行制度对股市交易产生短期冲击。

第五,中国投资者结构不合理,散户化倾向严重,追涨杀跌。在股市

于对很多金融产品本质认识不同,以股市的波动为例,按照证券的定义,市场上的理财产品属于证券范畴,是典型的资金信托,应该由证监会监管,但是长期以来,对理财产品是银证保三会一起监管。”其次,要克服当前“一行三会”的地盘意识,真正实现功能监管。最后,要确立央行在金融业中的主导地位,中央银行最后贷款人的功能决定了必须以央行为主体构建宏观审慎管理框架;为有效化解金融危机要统一宏观审慎与微观审慎的监管,并加强对金融基础设施的监管和组织实施金融业综合监管。

但也有专家给混业监管投了反对票。北京大学经济学院教授宋敏表示,不是简单地混业经营就需要混业监管,即使在分业监管的框架下,只要“一行三会”各司其职,充分发挥各自监管功能,在信息共享的基础上协调问题也可以适应当前金融发展现状,还是需要坚持监管体系的专业性和独立性。

## 怎么合是难点

对于主流声音的混业监管,需要先回答两个问题,第一,是否需要修改法律使得金融混业监管有上位法可依?第二,银监会、证监会、保监会是否需要与央行整合?

当前《证券法》和《商业银行法》中对于监管机构有明确规定。其中,《证券法》指出,证券业和银行业、信

托业、保险业实行分业经营、分业管理,证券公司与银行、信托、保险业务机构分别设立。国务院证券监督管理机构依法对全国证券市场实行集中统一监督管理。

这也就意味着混业监管率先得修改包括《证券法》和《商业银行法》在内的诸多法律法规条款。

而对于如何整合,学界也说法不一。中国社会科学院前副院长李扬认为,金融监管框架在设计时要考虑,货币部门和金融部门要分开,有必要对银行货币、信用部门的监管统一起来,同时,也要保持证券和保险监管的相对独立性。

全国人大常委会委员、财经委副主任委员尹中卿则表示,应由总理或主管金融的副总理担任由“一行三会”组成的金融监管协调部级联席会主席,将成员单位扩大到发改委和财政部。成熟后,将“一行三会”合并设立中国金融监督管理委员会。

他山之石或许可以借鉴,以美国为例,鉴于美国金融监管体系比较复杂,改变现行监管框架存在困难,

在金融危机后美国采取了务实和折中的方案,在不改变现有监管架构的前提下成立金融稳定监督委员会,负责识别防范系统性风险和加强监管协调。

对此,清华大学法学院教授高西庆表示明确反对,如果把一行三会合起来,以中国目前的公共治理系统,出的问题比能够解决的问题要多很多。”

# 美证监会查“泡沫” 明星股 Square 上市遇冷

证券时报记者 吴家明

美国证监会刚刚着手调查科技初创企业估值问题,移动支付公司 Square 就“中枪”。Square 确定的首次公开募股(IPO)价格最终为 9 美元,公司估值仅 26.6 亿美元,较前一轮融资时的估值还低数十亿美元。

## 棘轮条款成普遍现象

9 美元意味着 Square 选择了远低于 IPO 定价区间的价格上市,还远低于去年摩根大通、私募基金 Rizvi Traverse 等投资 Square 时支付的每股 15.46 美元。此前,Square 披露的 IPO 定价区间为 11 美元至 13 美元,估值约 42 亿美元,而这已经比最近一轮非公开融资投资者给予的估值低数十亿美元。如今,按 9 美元发行价计算的市值仅为 26.6 亿美元,较 Square 最后一轮融资时 60 亿美元的估值缩水 56%。

据悉,Square 的最后一轮融资设定了棘轮条款(Equity Ratchet),这也就意味着如果发行价未达到特定数值,投资者能够获得额外的股

票补偿。由于在参与 Square 最后一轮融资时,投资者寻求获得 20% 的投资回报,意味着 Square 的发行价至少应达到 18.56 美元。因为最终发行价仅为 9 美元,所以 Square 需要向投资人补偿 1030 万股股票。

除 Square 之外,云端文件分享和管理服务公司 Box 和旅游搜索引擎 Kayak 在最后一轮融资中也设立了棘轮条款。有分析人士表示,当估值超过 10 亿美元的科技初创公司在进行融资时,都倾向于向投资者提供某种形式的棘轮条款。未来几年中,如果科技初创公司的发行价满足不了最后一轮投资者的要求,那么兑现棘轮条款将会成为普遍出现的问题。风险投资公司 Charles River Ventures 合伙人格尔夫表示,棘轮条款能够保护最后一轮参与融资的投资者,但是科技初创企业的员工和早期投资人却会因额外的股份而让持股被稀释。

## 明星光环惹祸?

Square 创立于 2009 年,由推特首席执行官多西创办,其目标是帮

助移动设备用户接受信用卡支付。数据显示,今年前 9 个月 Square 的净亏损达到 1.32 亿美元,较去年同期的 1.17 亿美元有所扩大。

作为华尔街和硅谷的宠儿,41 岁的多西已经将两家公司推上资本市场,无疑是商场上的人生赢家,但正因为如此,Square 上市却引发了资本市场的担忧。有分析人士担心,由于双重 CEO 的身份,投资者和分析师很担心他是否有能力同时运营两家公司。在购买新科技股的规则上,投资者已经变得极其挑剔,尤其是对那些尚未实现盈利的公司以及“双重 CEO”这种特殊情况。

Square 同样也是新兴金融技术公司的代表,如果此类公司的首次公开招股继续踉踉跄跄,估值无法超过风投公司在它们最后一轮融资时的估值,那么投资者势必在未来科技初创企业进行 IPO 时变得更加吝啬。

## 确实存在泡沫?

Square 是今年最受期待的科技股 IPO 之一,对于整个美国科技行

业来说,Square 下调发行价是令人失望的决定,可能意味着科技股 IPO 市场步入长期的下行阶段。有美股投资者表示,Square 的估值随着上市临近逐步趋于理性。与此同时,公司创始人多西的“明星”光环也在逐渐隐去,这些都对 Square 的上市构成不利因素。

无独有偶,美国约会软件 Tinder 母公司 Match 集团昨晚也在纳斯达克上市,公司股票发行价为 12 美元,此前定下的发行价区间为 12 至 14 美元,股票实际发行价为区间

下限。

总体来看,创立 6 年的 Square 完全符合一家科技初创企业的特征:高速增长时还未实现盈利,与许多“独角兽”企业的情况类似。现在,投资者往往用“独角兽”来形容估值 10 亿美元以上的科技初创企业。以投资硅谷早期科技类项目为主的风投机构 Eastlink 资本创始合伙人 Steven Xi 对证券时报记者表示,硅谷的一些项目估值确实很高,如果现在在进行公开上市,30%到 50%的项目会被打折。

### 节目预告

甘肃卫视《投资论道》呈现全新投资盛宴——携手《证券时报》、深圳证券信息有限公司、《新财富》杂志社、联合全国百余家券商上千家营业部;携手明星投顾、寻找市场热点、挖掘投资技巧。敬请关注!

■今日出访营业部(部分名单):

长城证券北京中关村大街证券营业部	中信建投证券北京万庄路营业部
中航证券北京安立路营业部	申万宏源证券北京紫竹院路营业部

■今日出访嘉宾:

南开证券首席策略分析师 李世彬

■主持人: 郭丹 ■播出时间: 甘肃卫视《投资论道》晚间 22:20