

Sri

股票市场制度缺陷与未来发展方向

编者点题:关于救市与否的误导性争论,把真正应该关注的问题遮盖掉了。其实只要对当前的股票市场从制度上加以审视,就不难发现,问题的根源就在于中国股市存在的制度缺陷。假如上市公司质量是高的,政府监管是有效的,或者说公司的红利分配是可预期的、市场交易费用是较低的,那么上市公司的大小股东就会根据自己的优势去选择理性的行为,而使股票市场走上健康的发展之路。

◎ 华民

自从上个世纪末以来,在世界经济全球化浪潮的推动下,各国经济日益融合,特别是在资本国际流动高度自由化的条件下,全球的金融市场更是出现齐涨齐跌的现象,但是唯有中国是个例外。

比如,当美国因为次级贷问题而导致金融危机时,全球股票市场就会随着美国股票价格的下跌而下跌,而当美国政府出手救市时,全球股票市场又会随着美国股票价格的上涨而上涨,可是美国的这种溢出效应在中国却并未发生,在美国股市出现暴跌的时候,中国的股票市场也跟着暴跌,然而当美国的股市因为政府救市而走好时,中国的股票市场却并未随之走好。

对于这样一种现象我们应当如何来加以解释呢?只要对中国当前的股票市场从制度上加以审视,就不难发现,根源就在于中国的股票市场存在制度缺陷,以致形成了其独特的行为逻辑与价格走势。

中国股票市场的制度缺陷反映在外部特征上可以概括为以下两点:第一,上市公司基本上没有红利政策,回报投资者的收益远低于公司发行股票的资本所得,从而使得上市公

司的融资行为蜕变成一种可耻的圈钱行为;第二,市场的交易费用过高,政府从市场交易中获取的印花税居居然要高于上市公司向股东分配的红利。

在上市公司低成本圈钱和高额征税的双重挤压下,股票市场会走向衰退,其理由可以分析如下:

第一,假如上市公司有非常规范的红利政策,而政府又采取了降低市场交易费用的税收政策,那么市场不同的参与者就会按照各自的逻辑行为而选择一个规范有效市场的出现,其中,中小股东通过耐心持有而获得投资收益(股息分红),大股东则通过对公司管理层的监督、借助于混合均衡的策略来获取其投资回报,而我们因为政府救市而走好时,中国的股票市场却并未随之走好。

大股东为何要做这样的策略选择呢?这是因为中小股东受股权数量和信息知识的制约是无法对公司管理层加以监督的,而大股东却同时具有这两个方面的优势,因而有能力对

公司管理层加以有效的监督,但是大股东的这种监督行为是要支付成本的,对于一个公司业绩越是差的公司来说,这样的监督成本也就越高,为了弥补这种成本支出,大股东紧紧依靠股息分红的收入是不够的,所以它们必须还要通过交易收入来加以补偿。因此,交易可以看成是市场对于大股东有效监督公司管理层的一种回报。

第二,现在我们回到中国的现实中来,中国的现实情况是,公司红利政策不可预期,市场交易成本又因为很高的税费而处在高位。为了使问题变得简单化,我们先来假设其中的一种情况,比如交易成本较低,但是上市公司普遍没有稳定的分红政策,如果市场出现这样的情况,那么所有的市场参与者都会倾向于交易,于是市场就会变成一个换手率极高的投机性市场,并且还会在羊群效应的作用下产生所谓的正反馈现象,即只要有市场影响力的机构投资者看空市场,那么全场都会做空,反之则相反。

第三,当上市公司红利无法预期,而市场交易费用又很高的时候,从而使得市场的所有参与者既无投资收益,又无交易收益可得时,那么离场就会逐渐成为所有市场参与者的共识,这时,市场就会出现单边下跌走势,当

市场信心受到严重的打击时,就有可能导致股票市场的衰退与萧条,这就是市场人士所说的“熊市”。

现在,我们需要进一步来分析的是,究竟是什么原因导致了我国股票市场的制度缺陷呢?

第一,大部分上市公司的控股权是大股东,国家组织大量的国有企业上市,无非是为了达到这样两个战略目标:

其一是债转股,即把大量无法偿还银行债务的国有企业通过重组而进入股票市场来充实国有企业的资本金,这种做法其实就是把国有企业的坏账转嫁给所有的股民了,而股民则是抱着火中取栗的态度来参与股票投机的,因为一个投机性的市场具有很大的波动性,从而会间断性地产生投机性收益。

其二是利用股票市场的低成本(因为不需要分红而导致融资成本的大幅降低)融资来扩大国有企业的资本金,借以达到市场垄断的目的,垄断经营的国有企业或许可以为投资者带来一定的投资收益,但是这种收益是以国有企业在商品市场提高产品与服务的价格为代价的,这意味着投资者的所得很可能就是其作为消费者的所失。

这样,我们就很容易理解管理层为什么会优先安排国有企业上市、上市以后的国有企业为什么又热衷于注资和再融资等行为了。毫无疑问,只有索取而无回报的股票市场当然就缺乏有序和有效性了。

第二,股票市场之有效就在于它是一个较少受到政府干预的市场。与股票市场相比,银行总是会比较多地受到政府的政策直至行政性干预,比如在市场经济最为发达的西

方国家里,政府仍然可以通过利率等政策手段来影响银行的行为与资金的配置结构,此外像日本这样的以主办银行制度为主的国家更是长期实施行政色彩浓重的政府对银行的窗口指导。

但是在中国情况就不同了,政策往往成为市场运行的方向标。在这样的结构下,当政策取向与市场的发展激励相容时,市场就会出现相好的趋势,比如开始于2005年的全流通改革就是管理层的政策与市场参与者的利益激励相容的典型例子,从而导致中国股票市场走出了长达数年的低迷状态。但是,当政策取向与市场不能激励相容时,那么市场就会重新失态。

结论是明确的,中国的股票市场之所以失态,就是因为从基本上看缺乏给投资者好的回报的企业,从管理层面看存在行政干预,而这两个问题归根到底其实只是一个问题,那就是管理层自己已经被卷入到市场中去了。因此,要使中国的股票市场得到健康的发展,仅有股票全流通改革是不够的,因为在制度缺陷的情况下,全流通反而会引发一场抢钱的游戏,全流通反而会引发一场抢钱的游戏,关键在于让市场去识别什么样的企业是可以上市的,同时,也只有当这个市场中没有特殊利害关系时,管理层才能真正有效地承担起对市场的监管责任。假如上市公司质量是高的,政府监管是有效的,或者说公司的红利分配是可预期的、市场交易费用是较低的,那么上市公司的大小股东必定会根据自己的优势去选择理性的行为,而使股票市场走上健康的发展之路。

(作者系复旦大学世界经济研究所所长)

今日看板——中国股市十问

基金业亟待市场化改革

◎ 乐嘉春

随着近期A股市场的大幅波动,国内基金业的日子似乎也不那么好过。不久前,一只QDII基金被迫清盘。随后,又传来了今年第一季度有278只偏股型基金全线亏损。

“基金业绩”的大幅波动,再回想起去年基金业所取得的超凡业绩,让市场感悟到,其实基金也是难以避免A股市场的系统性风险的。在这轮市场波动中,基金是否是一个合格的理性投资者,这一问题也倍受市场关注。

那么,如何才能让国内基金成为A股市场中理性投资者的守护者?并对A股市场发展起到稳定作用呢?在笔者看来,完全可以按照市场化原则来推进基金业改革,这就要求我们既要给国内基金业松绑,同时又要给它们加压。

说到松绑之事,就是要改革或调整目前国内基金业的一些制度规定。例如,从目前相关规定来看,新基金建仓只有三个月期限。当去年资金源源不断流入基金及A股市场缺乏新上市的大盘蓝筹股资源时,新基金只能采取以下两种方式仓促建仓:或继续将资金砸向同一基金管理旗下老基金的集中持股对象——大盘蓝筹股,或围绕着基金公司的股票池中备选股票进行建仓。从这个角度分析,新基金大肆建仓大盘蓝筹股,可能也是不得已之举,但客观上起到了催生“蓝筹泡沫”的负面市场影响。

还有,国内基金业内有个不成文的规定,股票型基金的股票持仓比例不得低于60%。当时市场趋势向好时,这似乎对基金业影响不大,但当市场趋势发生转折时,尤其是遭遇大小非解禁冲击时,它们自然就难以抵挡股指下跌的市场风险。

这说明,目前有关国内基金业的一些规定或不成文规定,是与市场化运作的理性投资理念相违背的,也束缚了它们的手脚,最终也给市场波动造成了很大影响。所以,如何给国内基金业松绑,让基金业能按市场化原则寻求自身的合理发展,这是一个值得思考的问题。

与此同时,我们也要按市场化原则给国内基金业加压,以促使它们的行为更符合市场化规则。

例如,目前最受争议的问题是国内基金业可以根据基金规模收取巨额的管理费问题。从目前来看,投资者在购买基金时都会被要求签订一个契约,在这契约中规定了无论基金盈亏都要收取管理费的强制性条款。

如此这般,就形成了目前的现状:无论基金是否亏损,基金公司照样收取高额管理费用,这部分费用成了基金公司“旱涝保收”的巨额收入。

尽管基金公司收入管理费在一定程度上说是合理的,这既是对基金管理者的一种激励,也是有利于保障投资者利益的。但是,问题是基金管理者使用是他人的巨额资金,在投资过程中是否尽职尽责,如在市场趋势变化时采取顺势操作来保护投资者利益,这个问题非常突出。

从目前来看,与业绩并不挂钩的基金管理费收取方式,显然是违背市场化原则的。所以,目前国内基金公司收取巨额管理费用问题亟待改革或得到解决。一方面,可以确定一定比例的管理费用作为保障基金公司的日常经营开支,但这部分费用占比应当很小。另一方面,还应将大部分管理费用与业绩挂钩,以激励基金管理人的积极性。例如,一旦基金的表现差强人意时,就应当考虑停止收取这部分浮动的管理费用。

当然,基金管理费改革只是目前基金业亟待改革的事项之一。事实上,随着中国股市的市场化发展步伐加快,对类似基金管理费用的其他问题进行市场化改革也势在必行。尽管这种改革确实是在给基金业加压,但肯定改革会增强国内基金业的市场竞争能力,并促进其健康发展。

在笔者看来,要让基金成为A股市场中理性投资者的守护者,就必须将市场化原则真正引入到国内基金业的投资管理中,通过改革来促进国内基金业的市场化发展。否则,国内基金业将依然会反复遭遇成长中的烦恼,并必然会对市场波动产生乘数放大的市场影响。

中小投资者仍是A股市场主体

A股市场的投资者结构、持股结构和交易特征如何,这是大家关心的市场问题。中信证券的研究显示,目前A股市场持股市值结构仍以个人投资者为主,基金业主要持有采掘业、批发零售和房地产等行业股票,投资者持股期限基本上低于3个月,中小个人投资者持股账户比例依然较高,所占市场交易金额比重也偏高。

◎ 张欣亮 杨莹

目前,我国A股市场仍然以个人投资者为主体。截至2007年底,个人投资者在我国A股流通市场上的持股份额总计约51.29%。个人投资者,尤其是中小个人投资者更倾向于持有和交易小盘股和低价股,他们持股的时间通常较短,交易较为频繁。

近年来,我国机构投资者队伍不断发展壮大,在资本市场上的作用业不断增强。目前,我国机构投资者类型主要包括证券投资基金、一般法人、QFII、保险公司、券商自营及券商集合理财、社保基金、信托公司、财务公司等。其中,证券投资基金是目前我国机构投资者中的主体,保险公司、社保基金、企业年金等其他类型机构投资者参与不足。我国私募基金近年来有长足发展,但在运作模式、内部控制、资金托管等方面亟待完善。

从目前来看,我国A股市场的投资者结构、持股结构及交易特征具有以下几大特征:

一是目前A股市场持股市值结构仍以个人投资者为主。在目前A股市场中,个人投资者的持股市值、开户数量、交易金额等仍然占绝对多数。其中,在A股市场投资者的持股市值结构中,个人投资者的持股市值比例仍然占绝对多数。

根据上海证券交易所的统计,2007年1月至3月,沪市个人投资者持股流通市值比例高达60.1%。

根据深圳证券交易所的统计,2007年1月至8月,深市机构投资者持股流通市值比例为35.3%,个人投资者的持股市值比例将近64.7%。

二是基金业主要持有采掘业、批发零售和房地产行业股票。目前,我国机构投资者在采掘业、批发零售和房地产行业持股比例相对较高,尤其体现在基金的持股比例方面;个人投资者在其他行业中的持股比例明显占优。这反映出我国机构投资者对于市场热点的选择存在同质性的判断或行业偏好,但机构投资者同个人投资者在市场热点的认同方面存在差异。

三是投资者持股期限基本上低于3个月。与境外成熟市场相比,目前我国证券市场上的投资者持股期

限普遍较短,交易较为频繁。

根据上海证券交易所统计,2007年前3个月,在各类投资者平均持股期限中,持股低于三个月的账户占总数的85.6%;在机构投资者中,持股期限低于三个月的账户比例高达96.74%。

与沪市相类似,根据深圳证券交易所统计,2006年和2007年前8个月,各类投资者平均持股期限也较

短,平均集中在三个月以内。2006年,持股期限小于三个月的账户占总数的68.7%;2007年前八个月,持股期限小于三个月的账户占总数的77%。其中基金、QFII和社保基金三类机构投资者中,54%的持股期限小于三个月,99.2%均不足一年。

统计数据表明,我国股票市场投资者目前仍然主要以短线投资为主,缺乏真正的长期投资者。同境外成熟

市场相比,目前我国股票市场投资者的平均换手率偏高,其中个人投资者资金周转率是机构投资者的两倍以上,100万元以下的个人投资者资金周转率更高,并在2005年至2007年间呈逐年递增态势。

四是中小个人投资者持股账户比例依然较高,所占市场交易金额比重也偏高。目前,我国证券市场上的个人投资者,尤其是中小个人投资者的账户比例依然偏高。截至2007年底,我国A股市场累计开户数达1.4亿。然而根据深圳证券交易所的统计,在深交所开户的账户中,真正持有股票的账户数量不足累计开户数量的三分之一。2005年、2006年及2007年1月至8月底,深圳证券交易所市场平均持股账户数目分别为

1119万户、1055万户和1237万户,占同期累计开户数量的比例分别为33%、28%和26%。

根据上海证券交易所的统计,2007年1至3月上交所现金及持股市值在100万元以下的个人投资者持股账户数量占该交易所全部账户数量的98.8%。

根据深圳证券交易所的统计,2007年1月至8月间,深交所个人投资者交易金额占该交易所总交易金额的88.53%。其中,现金及持股市值在100万元以下的个人投资者的持股账户数量占该交易所实际持有股票账户数量的99.3%,参与交易的账户数量占总数的99.3%,交易金额占总交易金额的73.6%。

(作者单位:中信证券资本市场部)

