

尽快完善市场制度 治理股市大起大落

当前股市的下跌,初期相当部分反映了市场对价值的理性回归。但股市的持续下跌,其原因需认真分析。股票市场的制度不完善,完全由市场决定股票价格,并不能保证价格的合理性,甚至可能会产生极其不合理的大起大落,不利于股票市场健康稳定发展,也不利于我国直接融资市场的长远发展。

为此,有必要尽快完善我国资本市场的各项制度,克服其中存在的缺陷,减少各种助涨助跌的机制,包括尽快出台关于大小非解禁股票和高管股票上市流通的补充规定,切实保护中小投资者利益等。



陈道富:
国务院发展研究中心金融研究所综合研究室副主任

◎陈道富

2007年10月以来,股市持续下跌,从最高6124点,最低跌至3212点,下跌47%。与股市价格大幅下跌相伴的,是成交量的萎缩,大量投资者,尤其是散户“被套”。在此期间,投资者信心受到较大的损害,流入股市的增量资金持续下降,周新增A股开户数从最高的近160万户下降到70万户左右,银行的储蓄存款则一改增速下降,甚至负增长的局面,出现较大幅度的增长。

一、股市持续下跌的主要原因

股市持续下跌初期,与2007年股市快速上涨有关。股市前期的过快上涨,过度透支了经济的增长潜力及企业的盈利前景。虽然从长期来看,中国经济的长期稳定增长,能支撑股市长期向好,但短时间内过快上涨,却使股市积聚了一定的泡沫成分。当前股市的下跌,初期相当部分反映了市场对价值的理性回归。但股市的持续下跌,其原因需认真分析。

1、经济不确定性加大是股市下跌的根本原因。2007年10月份以来,美国次级债危机不断恶化,甚至逐步影响到美国的实体经济。2008年中国公布的经济数据也不尽理想,2月份贸易顺差大幅下降,仅为84亿美元。虽然原因较复杂,还不能完全说明问题,但却使人们重新审视“脱钩论”。

与此同时,企业盈利增速大幅下降,即使剔除两类特殊行业企业的亏损仍是如此。这使得去年以企业盈利高速增长为基础的估值体系受到极大的挑战,大量证券公司纷纷调低股票的估值水平。2月份的固定资产投资、工业增加值增速也有所减缓,尤

其是珠江三角洲地区出现了部分企业迁移、倒闭现象,严重损害了投资者对中国经济稳定增长的信心。更为重要的是,2月份CPI高达8.7%,虽然政府工作报告中已提出9条措施,但如何解读今年从紧的货币政策,该政策能否有效遏制通货膨胀压力。在国际环境恶化、国内经济增长减缓,去年紧缩政策滞后效应尚未完全显现的情况下,4.8%的通胀目标也使投资者担心过度紧缩,担心实体经济增长率出现大幅下滑。

总之,今年经济不确定性大大增强,投资者对政府现有应对措施信心不足,导致股票投资要求的风险补偿大大提高,加上企业利润下滑,严重影响了投资者对基本面的判断,引起了股票市场整体估值水平的下移。此外,长时间以来,投资者以奥运会为界点设计投资策略,也影响了投资者的行为。

2、短期供求因素是引起股市下跌的直接诱因,但核心是市场存在制度缺陷和助涨助跌机制。供求因素是引起市场下跌的直接诱因。

从股票供给上看,大小非解禁、巨额融资以及基金分红要求等是重要因素。2008、2009、2010年将分别有1181.27亿股、663.47亿股和1213.21亿股非流通股解禁。从2006年至2007年4月1日,共有412家公司公告了减持行为。其中,减持大股东持股占公司总股本30%以上的有83家,10%~30%之间的有217家,在5%~10%之间的有215家。解禁后减持的主要是“外非”,“外非”减持行为并不严重。这与国资委对股权转让有一定关系以及国有企业的利益动机有关。在被减持对象中,亏损股、市盈率60倍以上的高估值个股是“大小非”抛售重点。解禁公司中亏损的共108家,公告减持的共有43家,占39.8%,ST公司共85家,公告减持的36家,占42.3%。从市场资金供给来看,一段时间,证监会控制基金发行在一定程度上限制了市场资金的供给。后期,大量储蓄资金不再流向股市,影响了市场的资金供给。

虽然短期的供求因素,直接导致当前股市下跌,但其反映的问题并不局限于供求关系,更有深刻的制度和机制背景。从政策设计的角度看,不能简单调节供求,重要的是分析供求背后的制度、机制原因,寻找其中存在的不合理因素并加以纠正。

从制度缺陷看,当前主要表现为“大小非”解禁后股票流通的制度设计。首先,在当前股市下跌的情况下,解禁的“大小非”上市流通已成了

股市波动的放大器,加剧股市的下跌,甚至成了非理性下跌的主要原因之一。虽然“大小非”解禁流通,是这些股东在当时付出对价后取得的权利,股价下跌一定程度上反映了中小投资者需要付出的成本。但是,一方面,股票市场在股权分置改革时不反映这些成本,表明股票市场的信息消化能力较弱,市场制度并不能引导机构投资者真正实施价值投资。另一方面,多数股票解禁后套现阶段对股价的负面影响不大,甚至表现强于大盘,而减持完毕公告后,反而表现不佳。这说明减持制度设计本身也存在一定的缺陷,解禁股存在操纵股价套现的可能,中小投资者因信息不对称受到一定损害。

其次,当前解禁“大小非”的流通方式,不利于完善上市公司的治理结构,也不利于控制内幕交易,甚至加剧了内幕交易的可能性。市场上甚至出现部分上市公司的高管通过辞职取得变现权利。一方面,发起人、公司高管等人士是公司内幕信息的掌握者,如果没有设计好这些机构、人员持有股票的变现方式,很容易形成内幕交易,不利于证券市场的发展。另一方面,公司的价值与发起人、高管的稳定和能力息息相关。如果主要股东和高管经常变动,将严重影响上市公司的持续经营能力,不利于上市公司内在价值的创造。

总之,大小非减持,一方面说明股市可能仍存在一定程度的高估,具有信息优势的股东急于变现;另一方面,也说明该制度设计存在一定的不合理性,内部信息优势者能利用其信息优势获利。

巨额融资表面上是短期供求因素,但实质上涉及深刻的制度因素。为什么在国际上最昂贵的融资方式,在中国反而成为最廉价的融资方

式?2008年的平安融资事件,更是出现消息提前泄露,在前期募集资金尚未使用完毕,在不公布募集资金投向的情况下进行巨额融资。如果仅仅只是为了商业秘密,那么就不应该成为公众公司,这是上市公司应承担的代价之一。否则,只会进一步降低上市融资的成本,更容易形成恶性圈钱的行为。

从股票市场的运行机制看,我国股票市场不但存在着一般资本市场的一些助涨助跌机制,如私募基金的止损操作,也有一些程序性操作,上市公司之间的相互持股形成的投资收益,还存在着因制度、机制设计不合理而特有的助涨助跌机制。如在没有卖空机制下的开放式基金具有放大波动的负面作用,封闭式基金的强制分红要求等。

二、当前政府仍不应该“救市”,但有必要尽快完善资本市场制度和机制

从目前来看,政府仍不应该采取直接的手段“救市”。主要理由:

一是当前股市的下跌,相当程度上是宏观经济和微观主体基本面发生变化后的反映,具有一定的合理性。虽然市场存在一定程度的超调因素,但还不构成政府救市的理由。况且,在“大小非”解禁股规则没有完善前,政府救市推动股市上扬,只会进一步加剧解禁股的减持。

二是政府救市容易形成道德风险,使政府承担了不必要且无法承担的风险。只要政府对股价本身做出判断,主要由市场机制确定股价,那么股市的涨跌,就不会引起政府与投资者的对立,形成社会问题。

三是当前我国仍严格切断股市与银行之间的直接联系,股市的波动并不直接影响银行的质量,冲击金融体系造成金融危机。在股市大幅下跌的情况下,由于股市没有引入正规的杠杆,甚至没有影响社会的流动性过剩格局。

四是从股市与实体经济的联系来看,并不能夸大当前股市的融资功能。虽然2007年股票市场非金融企业融资额大幅提高。从2006年的2246亿元上升到2007年的6532亿元,占非金融企业外部融资额的比重也从2006年的5.6%上升到2007年的13.1%,但是股票市场融资仍是非

金融企业外部融资的一种补充方式。而且从2008年来看,虽然股票市场大幅下跌,股票市场的融资功能并没有受到多大的影响,一级市场仍然火爆。更重要的是,在社会流动性过剩的格局下,资金总会通过各种渠道流到企业。截至2008年3月20日,股票市场融资额549.84亿元,去年同期631.6亿元,但企业债融资265亿元,去年同期40亿元,短期融资券融资1086亿元,去年同期393亿元。

但是,中国的股票市场并不是一个完善的市场,大量制度仍不完善,甚至存在缺陷和助涨助跌的特性,还存在大量内幕交易和市场操纵行为,完全由市场决定股票价格,并不能保证价格的合理性,甚至可能会产生极其不合理的大起大落,不利于股票市场的长期健康稳定发展,也不利于我国直接融资市场的长远发展。为此,有必要尽快完善我国资本市场的各项制度,克服其中存在的缺陷,减少各种助涨助跌的机制。

同时,我们还应看到,即使在国

外相对完善的股票市场,当市场产生过大幅度的波动时,政府也会采取各种措施加以调节,防止市场的非理性恐慌破坏市场基础,如涨跌幅限制、暂停交易等,都是在市场大幅波动时政府设计出来的应对措施。

事实上,股市中很多的机制,在股价一定波动幅度内是稳定机制,当股价波动超过一定范围后,就成为助涨助跌的机制了。

因此,当我国股市波动幅度超过一定程度后,使得市场中的稳定机制开始转化为助涨助跌机制时,政府的监管部门应出合适当措施稳定股价,如适当控制市场扩容速度,增加资金供给,甚至启动暂停交易等措施。当股市进一步下跌,超过各类机构的承受能力且可能危及我国股市存在基础时,政府应毫不犹豫的采取各项措施挽救市场,包括向市场注入流动性,动用中小投资者保护基金等措施,避免股票市场的夭折和产生系统性金融危机。

总之,一方面,当前我们不能过分夸大股市波动的不利影响,轻易救市,但另一方面,应尽快完善股票市场的各项制度和机制,为股票市场的合理运行创造条件。如果股市出现过快下跌或危及股市基础时,特别是当开放式基金出现严重的“恐慌性”赎回风险时,政府应主动救市。

今日看板——中国股市十问

应治理大机构借趋势投资掳财惑市

◎亚夫

近日,有分析文章呼吁,股市切忌非理性恐慌。在中国经济一季度仍保持10%以上增长的情况下,在经济基本面虽然面临一些不确定因素,但总体仍保持平稳较快增长的情况下,这样的呼吁有一定基本面支持。

问题是,谁在制造非理性恐慌,用什么方法制造了非理性恐慌,而非理性恐慌的结果又对谁有利,对谁不利?如果找到那些麻烦制造者,并对他们的行为加以规范,也许对这个市场的平稳运行会有帮助。

那么,谁是非理性恐慌的制造者呢?其实不难找,只要看看现在谁在抛售就可以了。显然,在市场暴跌到如此地步的时候,还有能力、有筹码进行大批抛售的,除了机构,很少有社会公众投资人愿意在这个位置上“割肉”了。

接下来的问题是,机构比如一些公募基金为什么现在还要这么做。一个可悲的理由是,趋势所致,也就是说机构投资者包括一些公募基金也在依照“趋势投资”的丛林法则,在市场上进行助涨杀跌的博弈游戏。

机构投资者,尤其是这两年大力培养的公募基金,本来应该是价值投资的典范,是市场的稳定器,是坚持长期价值投资并予市场有正确引导和信心的中坚力量。而事实又怎样呢?

首先看去年5·30前后,正是一些大机构利用募集而来的雄厚资金,并以价值投资的名义,大力推介蓝筹股,把股指推升到6000点以上。与此同时,还配合一些超大型蓝筹股而市盈率上市,把市场带到了高风险区域。而自去年10月起,在赚了翻倍甚至几倍的利润之后,也正是这些大机构,开始逐步向社会公众投资人派发筹码,并利用国内外一些其早已存在的经济不确定性,大做文章,翻手做空,把市场打到非理性恐慌地步。

本来应该以价值投资来引导市场的机构投资者,背弃其理念,成为“趋势投资”的中坚力量,成为市场大鳄。这么做图的是什么?实际效果又是什么?

大家看得明白,当所谓趋势上涨时他们是助涨,趋势下跌时他们是助跌。其结果是,助涨时极力拉抬,赚社会公众投资人的现金;助跌时极力打压,赚社会公众投资人的筹码。这便是股市恶庄的丛林法则。

不幸的是,这两年着力力培养的机构投资者,不仅没有以价值投资来抗衡恶庄的作为,反而沾染了一些恶庄的习气。何以见得?不用看别的记录,只要看看去年机构的盈利数据,就清楚了。如果不按丛林法则来操作,怎么能获得暴利?而任何暴利的获得,都与不执行行为有关,这是铁的规律。

沪深股市自创设以来,由于制度结构不合理,市场扭曲,一直是趋势投资主宰着市场,是大投机家的乐园,一直摆脱不了投机市的阴影。本来,发展以公募基金为主体的机构投资者,是要以价值投资来制衡趋势投资,以机构投资者来制衡少数大户资金的过度投机,以平抑股市的非理性暴涨暴跌。

但这一年多来的市场走势,特别是相当一部分机构的表现,是让社会公众投资人难以理解的。尤其是现在,在市场气氛日趋恐慌的情况下,在非理性行为有蔓延趋势的情况下,一些机构的做法特别是那些以趋势投资来忽悠市场的持续杀跌行为,是很值得怀疑的。

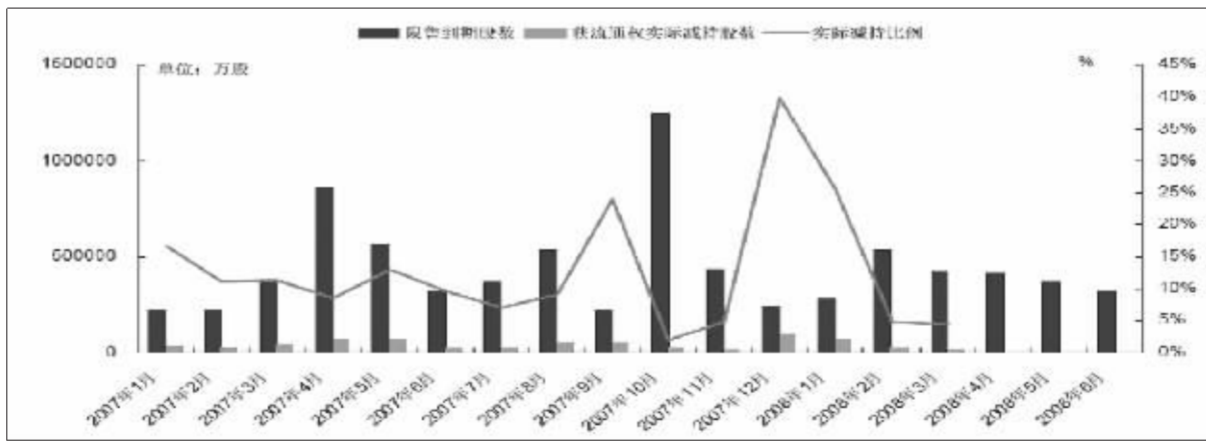
现在,趋势投资者再度发威。其图谋很清楚,就是凭借其手中的资金与筹码,往下极力打压,在尽可能低的位置,从已经或濒临亏损的社会公众投资人手中,掳掠尽可能多的筹码,以图下一轮暴涨时,再获取暴利。所谓跌势赚筹码,正是一些恶庄的主要作业方式。

在这样的時候,如果那些仍然以价值投资为立身之本的机构投资者,比如一些公募基金还无所作为,或者反过来与市场恶庄同谋,共同打压市场,那么不仅违背了当初培养价值投资者的初衷,而且也将给市场制造更大麻烦,形成杀伤力更强的冲击。这是很值得预警的问题。

所谓,君子爱财,取之有道。作为以价值投资为宗旨的机构投资者,而不是投机十足的趋势投资者,在目前市况下,如果不从大局出发,用自己的行动制止趋势投机者对市场、对社会的过度掠夺,那么这个市场就很难走上价值投资的正途。

而从股市治理的角度看,现在只有对那些利用趋势投资的幌子对市场进行恶意打压和操弄的行为,依法、依规加以治理,才能稳定投资者预期,使市场回归理性运行的状态。

限售到期股数与减持比例图



平抑市场非理性波动四大对策

一、尽快出台关于大小非解禁股票和高管股票上市流通的补充规定,切实保护中小投资者利益

当前我国关于大小非解禁股票上市流通的规定,主要是由《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》中的第五条规定。该规定对解禁股票流通权利做了较好的界定,这也是“大小非”们付出对价后取得的权利,应严格保护。但对于如何实现分步流通,却显得过于宽泛,存在漏洞。在该规定下,一是上市公司原非流通股股东,可以在全流通改革后第二年的任何时候,抛售总股本5%的股票。在第三年中任何时候,抛售总股本10%的股票。三年后的任何时候,大股东还可以抛出剩余全部股票。二是根据规定,试点上市公司的非流通股股东,通过证券交易所挂牌交易出售的股份数量,达到该公司股份总数百分之二的,应当自该事实发生之日起两个工作日内做出公告,公告期间无需停止出售股份”,大股东可以在两天之内,在市场还不

知所之前抛售股票。

而从美国这个资本市场最发达、最崇尚自由的国家,对“关联人”持有股票的流通问题却做出了相当严格的限制。如《44号条例》,明确界定“限制性证券”,并要求持有10%以上股票的大股东,公司的高级管理层,董事等关联方以及从关联方中获得股票的人,在卖出股票时遵守严格的慢走和披露程序。在该条例下,一是大股东每个季度不能抛出超过总股本1%的股票,和四周内平均周交易量(如果该股票在某一交易所或纳斯达克交易)的较大者,柜台交易的股票,包括在OTC公告板和粉单市场交易的,只能按1%的数额出售。而不是一年内任意一天就可抛出5%。二是准备出售总金额\$10,000或500股以上的,在下单的时候就要填写通知,而不是两天之内发公告,在公告期间还无需停止出售股份。

可见,一方面,我们应严格按照《公司法》和股权分置改革的承诺,维护取得流通股股东的股票流通权利,另一方面,我们还应设计好这些股票流通的具体模式,严格保护中小投资者的利益,防止这些股票流通造成事

实的不公平,造成市场大起大落。

具体而言,一是应明确界定“限制性证券”,严格区分锁定期和可流通限制证券的变现要求。“限制性证券”不因持有者身份的变动而改变对其流通变现的特殊要求。明确公司的高管等人持有的股票,并不因为高管等人员的职务解除,就不再将该部分证券视为限制性证券。当然,其锁定期可发生相应的变化。二是提高限制性证券流通转让的透明度和程序性要求。一定期限内,流通转让规模达到一定规模以上的,需事先向监管部门报备,且需充分对外披露后才可以进行转让。同时,可规定在公告期内不得进行所持股票的转让。三是降低减持的上限比例。可借鉴美国的做法,锁定期之后,每三个月可以出售的股份数额不能超过同类已发行股份的1%,或四周内平均周交易量的较大者。四是在具体操作过程中,为了防止一些机构和个人集中变现,该补充规定不应大面积征求意见。

二、择机降低印花税率或改为单边征税

近期股市下跌与印花本身并

没有太大关系,印花税的修改与否,并不会实质改变股市的基本面和资金面。当前的印花政策,更像是表明政府态度的工具,而不是直接改变市场基本面的工具。从目前的市场情况看,政府还不需借助这个工具来“救市”。但是,不论是从国际上各国的实践来看,普遍采取单边征税且税率较低,还是推动我国股市长期健康发展来看,这么高的印花税,大量的从股市中抽取利润,并不利于培育股市的价值投资理念。

有鉴于此,在当前敏感时期,可暂不调整印花税,避免给市场造成政府救市的判断。但当股市出现非理性下跌,基金出现恐慌性赎回时,政府应毫不犹豫地推出印花政策。此外,当市场情绪恢复平稳,救市言论有所平息,宏观经济的冲击得到合理解读时,股市表现为一定程度回调,并在此位置上有所盘整时,政府从维护股市长期发展的角度,应坚决推出印花政策。

三、股指期货的推出仍需谨慎

在股市低迷,尤其是达到较为合

理的估值水平后,有相当多人建议尽快推出股指期货,认为这时候推出对市场的震动较小,且有利于价值发现和抑制投机。但是,对于股指期货的功能应辩证看待。当股市波动幅度较小,大家意见分歧较大的时候,股指期货具有较好的稳定市场,防止出现单边市的功能。但当市场波动较大,超过一定幅度,尤其是出现较为一致预期的时候,股指期货反而会加速市场的下跌或上涨。在我国股市基本制度还不完善,投资者的行为还不规范,系统性风险占比较大时,更容易出现这种情况。

四、积极推动股票市场融资制度的改革

一是推动国资委加强对国有企业融资行为的规范,严格对国有企业资本收益率的考核,减少国有企业无效融资行为。二是严格融资资金的使用要求,细化再融资的条件。三是进一步推动股票发行、再融资的市场化进程,新股发行的申购方式也应积极改革,资金冻结期间产生的利息收入,应归投资者所有。(陈道富)