

■上证观察家

“务正业”应作为上市公司坚守的底线

如果上市公司热衷于高风险的炒股而疏于主业,不仅有违资本市场发展的初衷,有违投资者的意愿,也有违民众对振兴民族企业的期待。是到了促使上市公司“务正业”的时候了。

◎姜淑霞

粤传媒从去年2007年11月16日在中小板上市至今,还不足半年,其公司披露的2008年一季度业绩预告就已告亏损。这种情况在中小板中极为少见。这一亏损的祸根早在2006年就已经埋下了,公司2006年、2007年两年的业绩高达67%的部分来自于公司对于开放式基金的投资。对这种“不务正业”的做法,部分股民表示了失望的情绪。

上市公司“不务正业”的情况由来已久,在股市回暖时表现得尤为突出。在去年的季度报表中,许多上市公司的业绩不是靠主营业务,而是靠打新、靠炒股来支撑的,主营业务收益被压缩到一个非常小的比例。就连一些公认的好公司,也按捺不住,把炒股当成主营业务。投资者不禁要问,如果上市公司热衷于高风险的炒股而疏于主业,不把资金投入新产品开发和开拓市场方面,这种不务正业之举,是否有悖广大投资者的意愿?

企业是因为其正业而不是因为它擅长炒股才上市的,不然的话,上市的

应该是基金公司而不是它们。建立资本市场的初衷,是为企业提供更加便利的融资渠道,使其得到发展必不可少的资金支持。同时,也为民族企业的发展、成长提供一个良好的机遇,全面提升中国企业在国际上的竞争力,并通过资本市场培育出中国的微软、苹果等知名企业——这些公司无一不是通过主业的发展迅速成长起来的。如果上市公司不务正业,而热衷于做自己不擅长的股票炒作,那么,这类公司就没有在资本市场存在的必要,它们应该退市,或者改换主营业务,成为一个基金公司。

现在,由于股票期权激励机制的广泛运用,使得上市公司的高管人员比过去更关注股票价格的波动,由此,越来越多的上市公司急功近利、急于求成,试图通过炒股带来的巨大收益推高自身股价,增加高管人员所持股票期权的价值。这种近乎赌博的心态,使得上市公司在炒股中满仓进、满仓出,完全无视风险的存在。于是,在去年的股市上涨中,投资收益成了某些上市公司业绩增长的助推器,甚至仅靠炒股就能“扭亏为盈”,而在今年,

炒股则成为不少公司的梦魇。

上市公司炒股的荒谬之处在于,如果上市公司炒股盈利,高管们可以成倍地提高自己的奖金标准,给自己丰厚的奖励;如果炒股失败,投资亏损则由投资者承担,在目前的机制下,其高薪并不受多少影响。因此,面对这种只有收益没有风险的买卖,上市公司高管热衷于炒股,导致一些上市公司的资产从实物资产向虚拟资产转化,从而大大加剧了公司的经营风险,而所有的风险都由投资者承担。

上市公司如此不务正业对股市本身也具有非常大的危害,最直接的危害就是助长股市泡沫。当股市处于上升轨道中的时候,许多积极参与炒股、打新的上市公司获利丰厚,这种处于虚拟状态的收益会强化投资者对上市公司收益的增长预期,推动股价以更快的速度上涨,有的股价甚至在短时间内就翻倍,形成虚假繁荣,并不断累积泡沫。而大量公司互相交叉持股的现象,又会造成“一人得道,鸡犬升天”的格局,一家上市公司股价大涨带动很多家公司盈利,从而形成股市泡

沫。这种泡沫是难以长久的。一旦股市下跌,相关上市公司的投资收益会迅速缩水,加大投资者对未来风险可能增大的担忧,从而,导致股市的暴跌。这也正是为什么,中国股市在步入下跌轨道后,下跌速度越到后期反而越快的根本原因。

上市公司不务正业,从某种程度上来说,与我们这个市场中股民的投资偏好有很大关系。由于资本市场的投机氛围浓厚,许多投资者入市的时候制定的目标就不是获取红利而是赚取买卖差价,这种投资偏好促使上市公司主动迎合,通过编故事、制造题材推动股价的上涨,在实行股权激励以后,上市公司这样做的动力更为强劲。

因此,在去年的大牛市中,就连一些口碑非常好的知名上市公司,也禁不住诱惑,冲进资本市场炒股。如南方某上市公司,是全国电光源行业中规模最大、质量最好、创汇最高、效益最佳的外向型企业,一直经营稳健,资金充裕,上市至今,分红总额已远超其融资额,被誉为“现金奶牛”。但是,今年4月15日,这家一向受人尊敬的公司发布公告称:受证券市场波动的影响,其一季度短期股票投资收益及公允价值变动收益出现亏损,初步测算合计约为-10184万元,预计一季度净利润亏损约7500万元。

为何一个最具成长性的企业,会沦落至此?这是一个值得深思的问题。经过这轮深度大跌,那些在炒股中陷得比较深的上市公司,切身感受到了一个刻骨铭心的教训。

值得一提的是,在许多上市公司不务正业的时候,有的上市公司则快刀斩乱麻,主动放弃自己不擅长的投资,而把精力放到正业中去。如去年9月4日,九芝堂宣布将手中的房地产公司股权全部转让,九芝堂从此笔转让中获得投资收益1000万元,收回投资成本1亿元。公司将1亿元补充流动资金,用于生产经营。事后的发展证明,这一做法是非常明智的,九芝堂因此不仅避免了损失,而且,为做主营业务提供了更多的资金支持。在这波深度调整中,其股价相对而言调整幅度是很小的,这也说明,九芝堂一心做好主营业务的态度,赢得了投资者的肯定。

上市公司不务正业,不仅有违资本市场发展的初衷,有违投资者的意愿,也有违民众对振兴民族企业的期待。我建议,对那些完全不务正业的上市公司,应该“劝退”,因为它们徒有上市公司的躯壳,而没有做好主营业务之实,有的已经彻底转变成基金之类的机构投资者,既然如此,何不让其退市,安心作为机构投资者而存在?是到了促使上市公司“务正业”的时候了。

应理性对待印花税率下调

◎冯光明

久违的普涨行情再次出现。4月24日,受印花税下调至千分之一等利好刺激,沪深股指高开高走,“4·24”井喷行情创出A股市场有涨跌幅限制以来的单日涨幅之最,成交量创出2007年6月中旬以来的最大记录,两市超过800只非ST股涨停,也是本轮牛市来极为罕见的情况。

4月23日晚上,印花税率降低的消息传出后,一些股民就在网上留言说:“要抓紧抢筹,无论什么股票,只要抢到就赚钱。”4月24日的行情,或许就是这种疯狂抢筹运动的结果。

就连此前被市场预测“可能出现无量跌停,基金损失将超过60亿元”的宏达股份,亦有许多投资者冲进去抢筹。成交量达233万手,对照此前市场“无量跌停”的推论来看,此成交量算得上是海量了。遗憾的是,这依然未能改变宏达股份跌停的命运。作为一个教训,但愿让更多的投资者清醒。

一调控就暴跌,一收市就暴涨,A股总是在这种怪圈中挣扎,而广大股民的投资偏好,在某种程度上也是暴涨暴跌的推动者。印花税率下调只是交易成本的降低,而这种降低对每个投资者都是公平的,从这个角度来看,这种利好因素的影响不应被过分夸大,一旦将它作为抢筹的依据,不再看上市公司的业绩和发展前景,就可能误入歧途。

任何成功的投资者都有自己的独特的分析工具。比如,巴菲特坚持价值投资为导向,数十年如一日,积聚了令世人羡慕的巨大财富,他对上市公司的选择是,企业必须具备下列特征:一是业务简单明了;二是竞争优势明显;三是企业资产负债、现金流持续稳定;四是企业经营有方,管理团队诚实能干。

那么,我们的投资者依靠的又是什么分析工具呢?这是一个很快就将面临的问题。印花税率下调的利好消息正在释放,一旦释放完毕,A股市场的板块分化、个股分化现象将直观地体现出来。如果投资者带着抢筹的思维,不仅难以获利,还可能因对风险的忽略而遭致亏损,甚至被市场淘汰出局。

后印花税时代的股市绝非一帆风顺,大小非解禁问题虽然经过制度的修正得到了缓解,但这种压力仍然是悬在A股市场的一把达摩克利斯剑。再融资的规范问题、新股发行的改革问题等等,都有待逐步解决和修正,而通胀压力问题、次债危机的影响等等,都需要进一步关注。

在印花税率下调消息释放过后,投资者应该更加冷静。应该认识到,印花税作为重要的一种调控工具,在它用完之后,有关部门一定会更加尊重市场自身的运行规律,更注重市场自身调节功能的发挥。政策因素对股市的影响将逐渐被市场自身的调节功能替代,这是一种必然的趋势。如果忽略这一点,有可能被市场淘汰。

因此,后印花税时代,投资者应该尽快找到自己的分析工具,培养早已经成为成熟资本市场主流的价值投资理念。实际上,最终在资本市场脱颖而出者,无不在以价值投资理念指导自己的投资选择。后印花税时代,应该是理性思维和价值判断成为中国资本市场的主流。果如此,则是中国资本市场之幸,中国股民之幸。

基金为何“成全”QFII抄底?

◎王力

4月23日晚,财政部、国家税务总局决定,从2008年4月24日起,调整证券(股票)交易印花税率,由现行千分之三调整为千分之一。受印花税下调刺激,4月24日,A股走出了一波极为壮观的走势,沪指暴涨304点,涨幅9.29%,创七年来涨幅最高纪录,也是历史上第二大涨幅。

此次股市上涨,再次将在印花税率利好出台前狂买百亿的QFII推到风头浪尖。中证登公司公布的3月份数据报告显示,QFII不断向其托管账户追加资金。到3月底为止,渣打银行、汇丰银行、花旗银行和中银QFII的账户结算净额分别为32.12亿元、35.26亿元、28.49亿元和25.92亿元,均高于2月份。指南针数据显示,近段时间,QFII一直在大举建仓,A股的这次上涨,QFII又结结实实地抄了一个大底。

尽管QFII再次成功抄底,但有关阴谋论的说法已远不如第一次时那么强烈。因为QFII抄底,在某种程度上是国内基金等机构投资者误判所致。58家基金公司346只基金披露的2008年第一季度报告,基金的平均仓位下降了一季度下降了4.75%。其中,股票型开放式基金的平均仓位降幅为3.68个百分点,混合型开放式基金的仓位降幅为3.53个百分点,封闭式基金的平均仓位降幅更是高



达17.39个百分点!在4月14日的“黑色星期一”,基金成为做空的主力,相关数据显示,当日基金抛出45亿元股票,最大的一家抛出15亿元,而做多方则是保险资金和QFII。甚至,在证监会深夜出台救市措施的次日,沪市机构席位大举买出的情况也丝毫没有改变,整个沪市资金流出金额最大的交易席位亦是基金席位,该席位单边卖出7.8亿元。

显然,QFII得以抄底,在某种程度上乃是基金成全的结果。这源于双方判断的分歧:QFII敢抄底,主要是从两个方面作出的判断:

首先是政策面。最典型的如汇丰银行4月初在其研究报告中的大胆预测,为改善A股投资气氛,

政府不仅会救市,而且会在北京奥运会前夕公布一连串救市措施,其中可能包括降低印花税率、收紧二级市场发行条例及推出对冲工具等。汇丰银行言之凿凿地给出了救市的时间段,成为A股救市论爆发以来,首个明确表态的QFII。摩根大通也在其研究报告中指出:“中国政府的政策正走向正确方向。”

作为身在中国,对国情最为熟悉的基金,不仅未能提前对政府出台稳定市场的政策作出准确判断,甚至在证监会深夜出台救市措施的第二天,仍然疯狂做空,全然没有考虑到稳定市场政策的继续出台。因此,有券商的投资负责人不禁感慨:“相比之下,一些国内机构在3000点杀跌简直是昏头了。”

其次是估值。如果说政策面是指导股市投资的宏观方向,而估值则是指导投资者进行微观选择的重要依据。当A股跌至3000点左右时,4月22日,摩根大通首席中国经济学家方雄认为,“中国的股票如果从它盈利增长的角度来看,在历史上从来没有这么便宜过。”从估值的角度来看,A股动态市盈率今年已经是21倍,明年是17倍,盈利增长今年是30%多,明年是20%多,所以从盈利增长来看,市盈率已经是相当合理了。方雄认为,在目前资产估值很便宜的情形下,减持并不恰当。

但是,面对同样的市场,面对同样的情形,我们的基金分析师则被悲观的思维左右,疯狂的抛售行为表明,基金远没有认识到A股的价值已经“最便宜”。过重的悲观预期摧毁了基金领导者的信心,也摧毁了他们应有的理性与智慧。因此,一错再错,是基金的集体误判成全了QFII。一些基金表示,在A股估值达到更合理阶段再挽回。然而,船大难掉头,当基金因为疯狂杀跌把廉价的筹码交给QFII等机构,一旦股市逆转,哪里还有基金建仓的机会?而基金争相建仓的结果,必然推动大盘的大涨,从而,成为已经完成建仓布局的QFII的“轿夫”。问题是,谁为基金踏空给基民带来的损失负责?

不要再埋怨或羡慕QFII抄底了,我们的基金应该好好反省一下了。

■专栏

高度警惕经济下滑的风险

外部环境激变带来出口下滑的风险,内部紧缩存在的超调风险相互交叉、相互作用,将使2008年的中国经济面临巨大的不确定性,面对这种不确定性,重要的是未雨绸缪,认真研究风险预案,以至于当风险真正来临时我们能够从容应对,避免经济出现大起大落。

◎陈启清

新近公布的《国务院2008年工作要点》提出“双防”要求,即2008年既要防止经济由偏快转为过热,抑制通货膨胀,又要防止经济下滑,避免大的起落。”这其中,防止经济由偏快转为过热,抑制通货膨胀”是老提法,而真正需要引起关注的则是“防止经济下滑,避免大的起落”。这说明政府已经把防止经济下滑列入研究和决策议程中。

2001年以来,中国经济走出了持续多年的低位徘徊,开始进入新一轮的高增长周期,经济增长率不断攀升,去年甚至出现了过热的现象,政府不得不采取更为严厉的宏观调控政策。但是,进入2008年,美国次贷危机愈演愈烈使得中国经济发展环境发生了一些深刻的变化,这些变化可能会影响到中国经济的健康发展,必须加以重视。

外部环境激变带来出口下滑的风险。中国最近几年的快速发展在一定程度上也得益于世界经济的快速发展和全球化的不断推进,但现在,这个外部条件有可能消失。

第一,美国次贷危机有可能引致全球经济增长放缓,给中国带来出口下降的风险。次贷危机不仅给美国的金融系统造成了巨大的破坏,而且正在把美国经济拖入衰退之中。2007年第四季度,美国经济增长率已经下滑到0.6%,现在很多经济学家都预计今年一季度美国可能会出现负增长。由于美国经济步入衰退,中国对美国出口开始下滑。2008年2月,中国对美国出口154.8亿美元,同比回落5.3%,对美月度出口自2007年4月以来首次出现负增长。

更令人担忧的是美国次贷危机引发的经济衰退可能把世界经济拉入下

降通道,一旦世界上主要经济体都出现增长率下滑,那么中国实施的出口多元化战略将失去效用,中国的出口将不可避免受到冲击。现在这种风险似乎越来越大,欧盟、日本都出现了经济增长放缓的势头。国际货币基金组织在今年连续两次下调世界经济增长率。世界经济如果放缓,那么中国的出口很可能出现大幅下降,经济下滑的风险就将大大增加。

第二,国际大宗商品价格持续走高,可能引起全球性通胀。近几年,在需求攀升、流动性过剩、供给收缩等因素的推动下,国际大宗商品市场进入新一轮的上涨过程。2007年以来,美国次贷危机爆发导致美元快速贬值,更把石油、黄金为代表的商品价格推上了历史高位。大宗商品价格的上涨给全球带来了严重的通货膨胀压力,通货膨胀似乎正在席卷全球。通货膨胀的持续上升有可能使各国把政策重心转向控制通货膨胀,这也限制了各国政府采取扩张性政策来刺激经济,有可能使得受次贷危机影响的世界经济雪上加霜。同时,为了应对次贷危机,美国连续降低利率,发达国家中央银行纷纷向金融市场注入流动性,这可能使全球重新回到

流动性过剩的时代。

全球性通胀通过影响世界经济间接影响中国经济增长,而大宗商品价格的持续上涨则会直接打击中国经济。一方面,大宗商品价格上涨使中国产生输入型通货膨胀,影响经济健康发展。另一方面,由于中国需要大量进口能源和原材料,价格上涨也将使得中国企业承受越来越多的压力,将有可能导致大量企业破产,拉低中国经济。如果大宗商品价格未来持续上涨,那么这两种影响也会越来越大。

从内部因素来看,多种因素的反复交叉也使得我国存在下滑风险。

第一,宏观调控政策的时滞效应可能使政策产生超调风险。2003年以来,由于宏观经济高速增长,我们采取了宏观调控,到2007年,宏观调控政策愈加严厉,货币政策走向从紧,2007年采取的紧缩性货币政策的力度和频率都是前所未有的。2007年中国人民银行10次上调存款准备金率,从9%上调到14.5%,提高存贷款基准利率6次,一年期贷款利率从年初的6.12%提高到7.4%,加息1.28个百分点。由于政策的时滞效应,这些政策很多将在2008年上半年前后产生效力,而此时又刚好遇到了外部环境恶化,内外紧缩可能使经济存在过度调控的风险,而这将影响下一轮的经济增长。

第二,固定资产投资尤其民间投资

当务之急仍是完善制度

◎熊锦秋

延缓大小非解禁上市流通过程,短期内可改善股市供求,但部分资金肯定要分流到大宗交易市场,长期来看对股市总供求无实质影响。而降低印花税率,同样主要体现在短期效果。要从根本上恢复市场信心,还应继续从制度层面深刻反思,查漏补缺,弥补不足。

一是树立股市命脉系于健康制度的观念。股市是直接融资主要渠道,十七大报告之所以提出“优化资本市场结构,多渠道提高直接融资的比重”,目的是要通过建立约束有力的健康制度,使得直接融资的资源配置效率比间接融资有质的提高。缺少健康制度,简单通过资产证券化生产线来提高直接融资比重,必然偏离报告真实主张。而且,从银行贷款的间接融资方式也并非就是低效率代名词,间接融资同样取得高效率,问题的关键还在于制度是否健全。

二是完善股市优胜劣汰机制。优胜劣汰是提高资源配置效率的有效手段。现在,如果一家公司股票被终止上市,只要有优秀公司伸手重组,仍可由三板回归主板,股价涨幅则令人匪夷所思。允许垃圾公司重组维护了部分投资者利益,但却让市场形成劣币机制,损害的是整个市场的利益。《破产法》已经出台,如果首先让某个上市公司走上破产清算之路,有了示范效应投资者也会形成心理预期,对垃圾公司自会敬而远之,价格泡沫自然消除。只要能严控大股东侵犯上市公司利益行为,投资者对公司自身原因导致的彻底下课应有相当承受能力。

三是建立中小投资者利益保护制度。要设立投资者保护协会或组织,在群体性诉讼案件中引入投资者集团诉讼制度,最大限度维护与诉讼代表有相同利益关系人的权利。另外,股权分置改革期间曾出台《加强社会公众股股东权益保护的规范》,随着大小非解禁,社会公众股概念已经冲淡消失,其中起重要作用的“公司重大事项经社会公众股股东表决制度”等内容已失去操作意义,因此迫切需要对其进行修改并赋予新内容,以适应新情况,解决新问题。

四是建立为投资者减负制度。目前股息红利的所得税率为20%,虽然对个人投资者股息红利暂时减按50%计入应纳税所得额,但股息红利是企业缴纳所得税之后分配给股东的利润,再征收红利属重复征税嫌疑。而且股息红利和银行利息同属财产性收入,银行利息所得税早已降为5%,那么应限定股息红利所得税率任何时候不得高于同期银行利息所得税率。

五是进一步完善信息披露制度。上市公司虚假披露,或者对股价敏感信息部分披露、滞后披露,使得有的信息披露成为主力操纵市场和内幕交易者赖以牟利的工具,对此《证券法》规定由上市公司承担赔偿责任,公司董监高、高管等人员承担连带赔偿责任。让上市公司赔偿等让投资者自己赔一部分,由于公司高管一般受大股东控制,应结合东方电子虚假陈述民事赔偿案的判例,将上面规定修改为:由负有直接责任的公司大股东承担赔偿责任,同时加大对公司董监高、高管等人员的处罚力度。

六是建立股市应急机制。股市持续暴涨或是持续暴跌,都会对经济社会产生巨大不良影响,如果不审时度势,及时推出有关措施,就可能使局势恶化蔓延。应急机制关键是要建立快速反应机制,比如去年股市供不应求时,如果能够及时推出创业板,既可调节市场供需抑制泡沫膨胀,又可开拓公司融资新渠道。相反,现在市场总体还属低迷,反弹也刚开始,近期新股发行却加速,而且还可能如预期推出创业板,正可谓此一时、彼一时,这只会使主板市场雪上加霜,从而延误问题解决。

此外新股发行制度,对公司大股东、内部控制人的制衡制度,对基金管理人、承销商、等等,都亟待进一步完善。股市持续暴涨并不一定表明市场制度就完美无缺,股市持续暴跌则说明市场必然存有制度性缺陷。目前将指数止跌只算是治标,而完善制度才是治本和拯救股市命脉之关键所在。只有将制度加以完善,股市财富源泉才能得到流淌,股市上涨的根基才会更加扎实和牢靠。

存在下滑的风险。从近两年的统计数据来看,固定资产投资的高增长主要是靠非国有的民间投资推动起来的,2007年国有及国有控股完成的固定资产投资仅增长16.7%,远低于25.8%的固定资产投资增长。相对国有投资而言,民间投资波动性更大,对经济形势和政策更为敏感,也更为脆弱。经济环境的变化使得民间投资可能出现快速下滑:一,成本上升,企业利润下降可能使得民间投资下滑。二,紧缩政策将严重打击中小企业,投资能力大幅下降。三,未来预期不明确将使谨慎型的民间投资大量收缩。四,房地产市场的不景气可能使得房地产投资出现下滑。

2008年新开工项目的负增长佐证了这种风险。2008年1月—2月,新开工项目14477个,计划总投资3967亿元,同比下降2.6%,而这还是在去年基数很小的基础上下降的。

以上这些风险因素的交叉、相互作用将使2008年的中国经济面临巨大的不确定性,面对这种不确定性,警惕总比不警惕好,有意识总比无意识好,我们应当为政府的高瞻远瞩鼓掌欢呼。当然,认识只是第一步,更重要的是未雨绸缪,认真研究风险预案,以至于当风险真正来临时我们能够从容应对,避免经济出现大起大落。

(作者系经济学博士,任职中央党校经济学部)