

切实提高上市公司价值创造能力

市场走出困境的根本还是要切实提高上市公司质量。从以往偏重资金驱动的需求管理模式转向重视有效供给的供给管理模式,增加优质上市公司的供给,淘汰劣质低效的上市公司,改善市场结构,实质性地提高上市公司的质量和价值创造能力,夯实证券市场的基础,降低市场的系统性风险。

○唐震斌

上证综指自6124点以来已大幅下挫,很多股票跌得惨不忍睹。笔者认为,市场走出困境的根本还是要切实提高上市公司质量,改善市场供给,恢复投资者信心。

上市公司是证券市场中最重要主体之一,在整个市场中处于核心地位,规范市场行为、改善市场效率、降低市场风险、提高市场运行质量、实现市场信息对称、保护投资者利益等,无不与上市公司息息相关。

由于我国证券市场面临接轨压力,系统性风险高,很多稳健型资金入市意愿不强。但造成我国证券市场缺乏吸引力和资源配置功能低下的主要症结在于质量(尤其是上市公司质量不高),而不是缺乏资金。要打破目前中国证券市场的僵局,必须从改善市场供给入手。供给学派认为供给能够自动创造需求。相应地,在证券市场上高质量的证券供给能自动地创造出投资者的需求。因此,我国政府应采用供给学派的政策,从以往偏重资金驱动的需求管理模式转向重视有效供给的供给管理模式,增加优质上市公司的供给,淘汰劣质低效

的上市公司,改善市场结构,实质性地提高上市公司的质量和价值创造能力,夯实证券市场的基础,降低市场的系统性风险。

提高证券供给的质量是一项世界性难题,对我国证券市场而言更为艰难。千里之行,始于足下。既然认清了这个问题,我们就要认真解决,把提高上市公司质量作为完善和健全证券市场功能的核心工作。我们要由以往粗放型的数量扩张,转为质量提升和效率改进,努力培育一大批诚实守信、运作规范、业绩优良、治理机制健全的上市公司,提高上市公司的整体素质,使投资者有更多选择,促进社会经济资源的有效利用。

1、提高上市公司财产和经营的独立性。改善我国上市公司质量,首先应确立我国上市公司法人人格制度,明确上市公司法人财产制度中相关主体的权利和义务,增强上市公司法人财产的独立性,完善委托-代理关系,真正做到上市公司与控股股东人员、资产、财务、机构、业务五分开,各自独立核算、独立承担责任和风险。

我国司法制度也应推动公司法

人制度的完善,引入“法人人格否认”理念,明确上市公司董事、高管人员及其实际控制人的民事责任和追偿制度。在司法实践中,应明确监管部门对实际控制人的调查和问责权。如果上市公司实际控制人的幕后操纵行为损害了公众投资人利益,监管部门应当要求实际控制人进行适当的信息披露,接受“阳光监督”,切实解决控股股东有限责任和无限权力问题。

2、加强对上市公司的监管。中国证券市场不规范的根源,主要是在上市公司方面,为了治标治本,首先应规范上市公司行为,把对上市公司的监管作为重中之重,想方设法斩断伸向上市公司的一切黑手,对投资者

则应以保护为主。对上市公司的监管,既包括企业改制、发行、上市过程中的监管,也包括发行上市后的监管,在资产重组、收购兼并、关联交易、内幕交易、信息披露等各个方面实施有效监管,做到事前严密监督与事后严厉处罚相结合,彻底纠正上市公司的不规范运作行为。应通过全国联网系统实时监控上市公司,建立上市公司风险预警和处置机制,以便及时发现重大隐患,采取有效措施予以解决和控制。在目前上市公司基本

不可能马上大幅改善的情况下,证券监管部门应提高配股、增发等再融资的门槛,完善再融资政策,使社会资金流向效益高的公司,促进上市公司由筹资型向资源配置效率型转变。此外,要积极创造条件,将上市公司的大股东纳入直接监管范围,防止其侵害上市公司及中小股东的利益。

3、把好“进口”,疏通“出口”。证券市场应该有一个公正公平、符合市场经济规律的发行制度,把真正具有发展潜力的优秀企业推上市场。管理理念应淡化“为国企服务”的观念,消除所有制歧视,健全有利于各类优质企业平等利用证券市场的发行机制,真正贯彻“让优质企业上市,做大做强”的原则,充分发挥证券市场的优化资源配置功能。今后,我国要以实施证券发行保荐制度为契机,改进和完善发行上市程序,实行全新的市场准入标准和核准制度,把好上市公司的“进口”关,正本清源,为我国证券市场注入“源头活水”,不再让各种“假冒伪劣”公司混入市场。

另一方面,要不断完善上市公司退市机制,疏通“出口”,及时清理整顿上市公司,扶优汰劣,保证质量的淘汰和流动,使上市公司的质量保持动态优化。

4、改进上市公司治理结构,完善激励约束机制。我国上市公司治理结构存在重大缺陷,亟需规范。完善公司治理结构的核心是建立内部制衡机制,规范控股股东行为,平等对待所有股东,切实保护中小投资者的合法权益,做到内有动力,外有压力,不断增强竞争力。实践表明,市场约束机制是推动公司改进治理结构的强

大动力。今后有关部门要注重市场建设的基础性工作,从改善内部治理和强化外部约束两方面同步入手,促使上市公司不断完善公司治理结构,规范上市公司行为,全面提高上市公司质量,提升证券市场的投资价值。

激励和约束机制是公司治理结构的重要内容。其中股权激励是最具效力的激励机制,也是解决股东与经营层利益对立、实现二者利益一致化的杠杆,有利于转变上市公司经营层的行为模式,克服机会主义动机和败德行为,是上市公司发展的动力源泉。另一方面,要完善上市公司的业绩考核指标,树立完整的成本观念,将股权激励成本纳入考核范围,硬化股权激励成本约束,建立以EVA(经济增加值)为核心的考核指标体系。上市公司的管理目标是实现股东及利益相关者的利益最大化,真正转换经营机制,提高管理决策水平,充分高效地利用募集资金,给投资者以更高的回报。

我国证券市场运行的实践表明,上市公司并不缺资金,缺的是用好资金的约束机制。在我国股权激励约束的情况下,债权融资更能约束上市公司的经营行为,减少道德风险。因此,要督促上市公司建立多元化的融资方式,按照现代资本结构理论关于企业融资顺序的选择,优先采取债权融资而非股权融资,充分发挥债权融资的财务杠杆约束作用及其在完善公司治理方面的积极作用,促使上市公司珍惜募集资金,将资金投向效益高的项目,优化社会资源配置。(作者为宏源证券研究中心高级研究员、经济学博士)

在国际化背景下解读经济预期和股市投资价值

目前启动市场信心的关键,首先是要在国际化背景下正确解读今年中国经济的趋势,客观分析不利因素的影响;其次是货币政策应充分考虑资本市场对调节流动性的积极作用;第三是继续加强对资本市场的监管和制度建设,尤其要加强对市场融资需求的调控。

○张望

国际著名投资者罗杰斯6月28日在南京说,中国经济暂时遇到了一些困难,但这改变不了中国经济大的走势,中国仍是令世界瞩目的活跃经济体,他坚定看好中国经济发展。对投资者而言,这是个好国家,也是个好时代。”罗杰斯说,中国是世界上最活跃的经济体,所以大家都很关注。”罗杰斯认为,现在中国经济发展的确定性,中国经济需要一些调整,但时间不会很长。对于近期的中国股市,罗杰斯说,中国股票市场已经具有很强的投资价值,从中长期中国经济发展趋势讲,应该坚定看好中国的股市。

虽然罗杰斯只是一家之言,但作为一个国际著名的投资者,罗杰斯的观点对中国投资者具有积极的启示意义:判断当前中国经济预期和股市投资需要站在国际化背景下进行。这样有利于投资者能正确客观的看待当前的市场和经济中的一些不利因素,消除不正确的悲观情绪。否则,如果市场存在非理性的悲观情绪,即便股票估值已经调整到合理的区间,也是难以启动投资者积极性。

目前启动市场信心的关键,首先是要在国际化背景下正确解读今年中国经济的趋势,客观分析不利因素的影响,这是投资者正确认识当前中国市场投资价值的关键;其次是货币政策应充分考虑资本市场对调节流动性的积极作用,政策调控思路应考虑适度分流储蓄资金进入股市,货币政策调控要结合新的形势和特点,对抑制通胀压力要创新思路,审慎运用利率政策;第三是要继续加强对资本市场的监管和制度建设,尤其要加强对市场融资需求的调控。

国际化背景下,正确判断经济预期和投资机会应把握以下四方面:

一、中国经济增长虽可能面临回落,但依然是全球最具经济活力的发展中国家

在国内外错综复杂的局面中,受经济周期等多种因素影响,今年以来中国经济增速有所降温。中国经济增长不断加速已经八年了。然而,今年以来,中国投资、出口的实际增幅都同比有所放缓,消费比较平稳,经济增长的“三驾马车”总体上放缓了奔跑的速度。

拉动中国经济增长的头号动力——投资,今年前五月同比增长25.6%。从数字上看,这一增幅仅比去年同期回落了0.3个百分点,但考虑到同期8%以上的投资品价格上涨,投资的实际增幅回落是比较明显的。今年前五月中国出口22.9%的增速,比去年同期回落了4.9个百分点,贸易顺差更是同比下降了8.6%。消费今年以来虽然以20%以上的速度增长,但考虑到同期超过8%的居民消费价格上涨,消费实际增长速度与往年相比总体平稳,略有上升。宏观经济各项数据的回落,汇集起来是中国经济增速的回落。从一季度数据看,中国经济同比增长10.6%,增速比去年同期回落1.1个百分点。从统计局编制的对经济未来走势进行预测的最新宏观经济先行指数来看,已连续数月下降。

中国经济确实是从持续升温开始转向有所降温,但处于正常区间,还保持在一个比较高的速度上。这与国际比较十分明显。

今年初,世界银行发表《2008年全球经济展望》报告预测,世界经济今年将放慢,增长率为3.3%,低于预计的去年3.6%的增长率,同时不排除次贷危机将美国经济拖入衰退的可能性。报告指出,一些主要工业国家经济增长缓慢,但由于绝大多数发展中国家经济发展基本面比较健康,特别是以中国为代表的新兴经济体仍将保持高速增长,可有效地缓解全球经济增长放慢的问题。

世行预计2008年美国经济增长将只有1.9%。世界整体经济发展将会因美国次贷危机而受到严重制约。欧元区经济今年的增长将下降个百分点,为2.1%,明年将达2.4%。今明两年日本经济增长率分别为1.8%和2.1%。报告说,发展中国家在世界经济中发挥了稳定器的作用,今年将增长7.1%,远高于发达国家平均2.2%的经济增长水平。新兴经济体的快速发展拉动世界经济持续增长。

根据德意志银行对全球经济的预

测,欧洲:难以减缓的美国经济脱钩,美国经济减速可能会使欧元区经济增速减少约半个百分点,而欧元升值和油价居高不下也会抑制欧洲经济增长。鉴于这种情况,我们预计,欧元区的经济增速将由2007年的2.7%降至2008年的1.6%,2009年的增速将与2008年大体持平。而新兴市场仍将保持出色表现,新兴市场的经济增长将继续领先于世界其他经济体,其金融市场很可能也会强于其他市场。当然,由于全球金融市场持续振荡,美国经济大幅减速,新兴市场的经济增速也将减缓,而且金融市场的回报率水平会低于2007年。在此意义上,新兴市场并未与世界其他经济体“脱钩”。然而,近年来,由于经济基本面(尤其是主权信贷质量)大为改善,中期经济前景良好,因此新兴市场对外部冲击的抵御能力明显增强了。预计,2008-2009年,新兴经济体的经济增速将在6%-6.5%之间。亚洲(除日本外)仍将是具有活力的地区,2008年的经济增速将为7.5%左右,其中中国和印度的增长率分别为10.5%和8.5%。其他新兴经济体之中,拉美的增速将为4%,而东欧、中东和非洲将在5.5%-6%之间。

二、要加强对全年经济的预期分析,避免对上半年阶段性经济发展不利因素简单判断

年初,为防止经济由偏快转向过热,防治通货膨胀,货币政策明确提出了从紧的货币政策,加之上半年出现了预期之外的雪灾和四川地震,外部看,国际金融市场动荡,次贷危机尚未消除,对国内金融市场存在间接影响,原油价格飙升,原料和粮食等价格不断上涨,美元持续贬值,达到1970年代以来的最低点。鉴于这些不利因素,上半年国内经济和上市公司业绩肯定会受到一定影响,增长速度和业绩会较去年同期有所回落。但灾后的一个月,国务院判断认为形势还比预料的要好,这很大程度上说明,支撑股市的我国经济情况及上市公司情况,可能并没有很多人担心的那么严重。实际上,在投资者极度悲观的情况下,市场可能比预料的要好得多。一是灾后重建已经积极展开,可以预见,灾害对全国经济的影响不仅会降到最低点,并带动与灾后重建相关产业的发展。据人大经研所近期研究显示,震灾发生后,应对灾害和灾后重建所需的投资将超过5000亿元,第一年重建工程的固定资产投资规模应在2000亿元左右,从而使全国投资增速提高1.3个百分点;二是中国具有全球最大的内需市场,且潜力巨大,中国经济运行前几年持续的

三、要结合国内外环境来看待当前的国内通胀压力,客观判断当前通胀压力的影响

从目前国际形势看,的确存在全球性通货膨胀。主要是原料、原油和粮食的价格上涨。无论在穷国还是富国,都面临通货膨胀的压力。

其实,当前除日本以外的主要发达国家人和人,对国内金融市场面临物价上涨的压力。发达国家中,美国目前通货膨胀率为4.4%,高出美联储1%至2%的预期目标一倍以上;欧元区通货膨胀率为3.3%,创欧元问世以来的新高。发展中国家中,印尼、新加坡、印度、沙特、南非、巴西的通货膨胀率分别为6.6%、7.4%、5.9%、1.2%、9.3%、4.5%、阿根廷、委内瑞拉均超过10%。转型国家中,俄罗斯的通货膨胀率为12.8%。某种意义上讲,这是第一次全球化背景下的世界性通货膨胀。而越南的通胀达到了25%。在全球性通货膨胀环境下,任何一个开放国家单靠自身的政策是无法消除通货膨胀的。需要全球主要发达国家和发展中国家政策合作,共同努力。

高速增长将以巨大的惯性继续快速前进。从总体上看,中国经济的基本面是好的。无论投资还是消费,扩大内需的空间还很大。即便外贸出口有所减缓,但“三驾马车”对中国经济增长的格局短期内不会出现大的改变。1至5月的各项主要经济指标说明,经济运行仍然表现出平稳快速增长的良好态势。我国经济不单是今年而且在今后一个时期继续保持平稳快速发展是完全可能的。三是宏观调控日趋成熟,随着形势的变化,控制通胀压力和维持经济稳定发展的政策可能会出现微调。在全球性通货膨胀的大背景下,下半年确保经济稳定发展将成为宏观调控政策的重要取向。此外,今年的奥运因素,可能成为促进经济发展的重要推进器。既然宏观面上形势比预想的要好,那么上市公司基本面上业绩大幅下滑的局面恐怕也不会出现。所以,投资者要从全年的视野来预期中国经济的走势。今年我国GDP增速仍有望保持在10%以上,虽然同比有所回落,但这也使我国宏观经济增速调整进入了一个“绿灯区”,投资者也没有必要因为稍微减速,就非常敏感地觉得出了什么大事。

四、要正确认识目前下跌的风险和投资机会,保持良好的投资心态

彭博资讯社最新数据显示,按照已公布业绩计算,沪深300指数市盈率已公布业绩中最低达到21.82倍,略低于美国五盘中最低500指数的21.84倍。这也是自2006年3月以来,沪深300指数的市盈率首次低于美股。有外资机构认为,当前A股估值已经便宜,可能出现买入机会。中长期看,股市是经济的反映,中国经济高于全球的发展速度,证明上市公司总体业绩依然保持快速的发展,具有投资价值。技术面上,在大盘8个月时间内跌去了56%之后,再期望大盘跌向2000点甚至回到1000点以下是不现实的。毕竟,从2002年的2245点跌到2005年的998点的大熊市中,大盘也只不过跌去了55%。政策面上,监管部门正努力力合理平衡市场供求关系,加强与相关部门的政策协调配合,可以看出,在如何解决大小非、解决各部门协调等问题上,政策之手”已经在行动。

但是,在大盘出现大调整背景下,投资者陷入过分悲观的境地。目前,甚至有人在在大盘从高点跌去了近60%后,继续向下看2000点、1800点甚至1000点,这完全是非理性的。其实,当去年股指处于高位时泡沫在不断增加,风险意识强烈的投资者开始逐渐减仓或空仓。而在目前A股市场平均市盈率接近国际水平时,投资机会正逐步显现,部分理性的投资者已开始悄然建仓。

中国股市由于缺乏做空对冲风险的机制,所以依然具有大起大落的特点。投资者把握风险和操作机会的关键,是要改变牛市思维的操作策略,通过换股、波段操作、减仓、持币观望等措施主动规避风险。并关注具有业绩支持、技术调整充分、市盈率位于合理区间的股票,挖掘其投资机会。(作者单位:上海银监局副局长、博士)

■今日看板

股市现在需要回答八大问题

○亚夫

沪深股市从最高点下泻至今,8个多月跌去近60%,市值损失14.9万亿元,为上年GDP的60%,创了历史纪录,并成为2008年上半年全球投资市场最不堪回首的地方。如此表现,与中国经济的实际情况与增长潜力相吻合吗?

现在,各种声音尤其是一些缓颊的说法四起。由此想到此前央行《5月份金融市场运行情况》报告中有这么一段话,不仅让人诧异,而且也在无意中反映了中国股市的尴尬。这种尴尬不仅存在已久,与社会各方对股市的偏见有关,而且正是由于这些偏见,已在很大程度上造成了股市的扭曲与异常波动。

这是怎样的一段话呢?该报告认为,“2008年前5个月,金融市场总体运行平稳。”在回顾了债券等几个市场的运行情况后,该报告称“年初以来,受国内外多种因素影响,股票市场总体呈现震荡下跌走势。以沪市为例,上证指数年初为5272.81点,5月末收于3433.35点,下跌1839.46点,跌幅达34.89%。”

一个在金融市场上占比很高、资金规模巨大、影响领域众多、直接介入人口达数千万的市场,5个月里大跌了34.89%,居然还可以得出“金融市场总体运行平稳”的结论。这说明什么?说明股市在金融运行的评估中,是没有分量的。

但现实情况并非如此。股市对经济、金融的影响远比报告认为的要复杂许多。而上述结论的得出正与人们长期以来对股市的看法有关。为此,有必要就中国股市各参与主体及其相互关系的内在逻辑秩序,提出8个需要回答的问题。

第一,中国股市在整个金融市场乃至国民经济中到底处于什么位置?截至目前,中国的资本化率已达88%,关系国民经济命脉的各行业特大型骨干企业已纷纷登陆证券市场。在这种情况下,股市对经济、金融运行的影响还能忽视吗?

第二,市场监管的重点在哪里?保持市场健康平稳运行,应该是监管工作任何时候都不能忽视的重心。而市场平稳的关键是保持供求平衡。比如,大小非问题其实就是个供求失衡问题,股改之初就应有预案,从制度安排上化解矛盾,而不是把矛盾拖到后面来解决。

第三,中国股市的第一性是什么?是社会公众的投资场所,还是企业廉价融资的场所?这是所有关于股市的问题中最核心的问题。股市长期以来被看作是企业融资解困的地方,丢掉了它的本性。这是现在所有问题的根源。股市本来是社会公众的投资场所。社会公众的金融资源是有价值的,是要讲合理回报的。

第四,上市公司是怎样的企业?其社会责任在哪里?不同于其他类型的有限责任公司,上市公司是公众公司。由于它享用了广泛的社会公众金融资源,因此对社会公众股东的回报,应该比其它企业更广泛、更明确、更讲市场经济的公平原则。除了对股东权益的维护,对公司形象和股票价格的维护外,它的社会责任意识也应该更强。这才是公众公司的本份。

第五,机构投资者是怎样一群人?在市场中扮演什么角色?机构投资者有不同类型,但就其主体公募基金而言,应该是价值发现者、价值投资者,是从专业角度对上市公司进行制衡的力量,是社会公众可信的专业理财机构。坚持长期价值投资是其行为准则。然而,现实中几个机构投资者是这样做的呢?

第六,社会公众投资者是什么人?投资者保护的关键在哪里?社会公众投资者不仅是证券市场的基础,是经济民主的基础,也是现代公民社会的基础。当坚持长期投资的投资者得不到有效保护时,当波段投机成为市场主流、长期持有反而亏损累累时,这个市场的投资者保护机制不是出了问题就要考虑了。

第七,中介服务机构是什么机构?应该提供怎样的服务?券商等中介服务机构为谁服务?这是个问题。是为所有投资者提供公允的服务,还是利用其研究及资讯优势,在不同时点上进行资讯及操作诱导,使少部分人得利,大多数人受损,这牵涉到职业规范和职业道德问题。比如,对中石油等公司的上市包装,几乎成了大多数投资人的痛。

第八,信息传媒机构的专业职责与社会责任在哪里?在相当程度上,股市是一个信息市场。信息的传播主要靠传媒。传媒的公信力既来自于专业素养,也来自于它的社会价值和职业操守与道德。尤其对经济信息的传播,需要客观、公正、全面、及时、对称。任何误导都和不对称传播有关,更不用说片面、虚假和煽情的言论了。历史地看,市场异常波动通常和媒体不当炒作有很大关系。

股市涉及面广,工作千头万绪,如果不抓住关键,纲举目张,那将会对国民经济的全局产生不利影响,会诱导社会经济向预期暗淡的负面循环方向发展。这是虚拟经济最坏的地方,也是最需警惕的地方。在当前情况下,理清思路、抓住关键、采取果断措施,稳定市场,十分重要。