

应尽快实行上市公司强制分红制度

影响当前中国股市健康发展的制度性因素之一是强制分红制度的缺失,由此带来了两大弊端:一是上市公司缺乏信托责任,经营者的意识当中没有“东家”,股东利益尤其是小股东利益得不到保障;二是助长了投机行为,这不利于股市的长期稳定健康发展。因此,我们呼吁监管层尽快出台强制分红政策,通过稳定的分红收益和预期,使投资者可以通过长期投资充分分享经济增长带来的好处,从而有利于推动资本市场健康稳定发展。

◎常清 李婧

资本市场发展的根本在于它是一个投资市场,投资者的投资不仅仅要求市场是一个信息均衡的市场,还必须做到投资要有回报,即投资要做到投资必须每年分红。一个投资没有回报,投资者最基本的合法权益得不到切实保护的话,这个市场一定会出问题。

据统计,2007年沪深两市有607家上市公司未实施分红方案。在这些公司当中,连续5年以上未分红的公司高达312家,占未分红公司总数的一半,成了A股市场名副其实的“铁

公鸡”。多年来,我国每年持续分红公司仅占上市公司总数的十分之一左右。如今,上市公司只圈钱和不分红在中国是一个普遍现象。圈钱—投机—再圈钱—再投机形成的恶性循环,已成为A股市场的怪圈,也严重影响了中国股市的健康发展。

笔者认为,制度缺陷,尤其是强制分红制度的缺失是造成问题的主要原因,也因此带来种种弊端:首先,上市公司缺乏信托责任,经营者的意识当中没有“东家”,股东利益尤其是小股东利益得不到保障。股民作为投资者,是上市公司的股东,根据市场经济的基本原理,股东应该有股东的基本权利,其中最根本的权利之一就是投资要有回报,要每年取得分红。

作为上市公司来讲,其经营的主要目的之一是为股东保值增值,每年都必须给股东以回报是天经地义的事情。监管当局保护股民利益,让每一个股东都有投资分红的的基本权利,应当是股市的基本规则。

然而,许多上市公司只顾圈钱,根本不考虑股东利益,这是我国证券市场发展的一个大隐患。投资者承担的投资风险与所获投资收益不相匹配,股东投资得不到相应回报。制度的缺陷、法律的不完善,使上市公司吃“免费的午餐”成了天经地义的事。上市公司圈钱,是有其历史渊源的。在证券市场初期,有一种错误的理论,即资本市场是为国有大中型企业解困的,国有资产必须保值增值,股民的资产可以随意侵害,因此企业的行为是圈钱,股市不是一个投资市场。

股权分置改革的重大举措目的是要建立一个真正的证券市场,使投资者的利益得到保护,但是,由于过去理论的误导很多规则的调整不是一蹴而就的,在分红这个问题上,没有强制规则,所以股市仍未如股民所愿成为一个真正的投资市场。国有企业资产在不分红策略中的确实现了保值增值,但股民利益却受到严重侵害。在这种不公平的游戏规则下,上市公司业绩和股东收益之间的密切关系被人为割裂,投资者利益得不到保护,上市公司不負責任的圈钱行为则在一定程度上没有得到有效的制止。

其次,助长了投机行为,不利于股市的长期稳定健康发展。上市公司没有分红的压力,也不注重广大股民的利益,投资者没有了分红的预期,只能更投机地博取价差以获得资本利得,而不是通过长期投资,来分享经济增长带来的好处。在股东无法获得长期投资应有回报的预期下,谁还敢进行长期投资?

在成熟证券市场,投资者每年分红所得大多数时间都高于银行存款利息,股票投资被看成是投资者的一种稳定投资方式,投资者进入股市的主要目的是为了分红,其次才是想通过股票价格的上涨来分享经济增长的成果。由于红利收入是投资者日常投资收入的组成部分,投资者对上市公司是否分红十分敏感,红利分配也成为吸引投资者选择股票的有力杠杆,使得长期投资受到鼓励,有助于避免股票市场的大起大落。而在我国,由于上市公司分红少或不分红已成风气,投资者习惯于“追涨杀跌”,造成了股

价的剧烈波动,并加剧了股市动荡。近年来股票行情的持续下跌是对这一问题必然反映。

上市公司对股东进行分红回报,是义不容辞的责任,也是股市生生不息的推动力。一个没有建立起投资者回报机制,只知道向投资者“圈钱”的市场,注定是一个缺乏生命力的、没有发展前途的市场。《证券法》第一条就明确了制定证券法的宗旨是“为了规范证券发行与交易行为,保护投资者的合法权益,维护社会经济秩序和社会公共利益,促进社会主义市场经济的发展”。投资者最重要的权益是投资要获得回报,获得收益,这是投资者权益的核心。

因此,我们呼吁监管层尽快出台强制分红政策,对不分红企业进行严厉制裁,最大限度地保护投资者利益,使投资者可以通过长期投资充分分享经济增长带来的好处,从而有利于投资—回报—再投资的良性循环的市场机制的建立。有了稳定的分红收益和预期,股民买卖股票的频率、股市的异常波动就会减少,这也将从根本上有利于资本市场健康稳定地发展。

(常清:中国农业大学期货与金融衍生品研究中心教授、博导;李婧:中国农业大 学经济管理学院博士)

名家观察

股权分置改革不能抛开股市稳定和发展

◎潘正彦

股权分置改革从2005年开始,经历了2006年和2007年“蜜月期”后,所谓的流通股与非流通股东的矛盾问题——“大小非问题”又摆在了人们面前。在市场变化震荡和利益冲突后,认真、冷静和辩证地思考一下股权分置改革的制度变迁性质(特别是强制性制度变迁性质),或许可以给我们带来一些新的认识与反思。

股权分置改革是一次强制性制度变迁,制度变迁可以分为两类:诱致性制度变迁与强制性制度变迁。“诱致性制度变迁指的是一群(个人)在响应由制度不均衡引致的获利机会时所进行的自发性变迁;强制性制度变迁指的是由政府法令引起的变迁”。强制性制度变迁有两个要点:强制性和利益平衡性。

在笔者看来,股权分置改革是一次典型的强制性制度变迁。首先,股权分置改革是一次在政府相关法律法规指导下的“统一”的制度变革,其次,虽然股权分置改革有先后,对价有多有少,但实质是一致的:即非流通股股东向流通股股东支付对价并获得流通权,是典型的通过交易达到新的利益平衡。

在认识股权分置改革是一次强制性制度变迁的同时,我们更加要认识的是,强制性制度变迁将对市场、市场主体带来的根本性变化。

股权分置改革后,全体股东的利益本性更加“一致”,不再有流通股与非流通股之间的本质不同。在资本市场中,所有投资者在利益面前的差异是极小的,不管是掌握公司经营大权的大股东、还是具有专业水平和判断能力的专业投资者、以及跟着感觉走的大众投资者,在利益面前“人人平等”。

最直接的、最大的利益就是在资本市场的机会与市场利益。股权分置改革使得大股东、内部人的利益外化,尤其是演变成市场利益就很自然了。如果说,过去机构投资者被允许进入中国股市以后,机构投资者对市场稳定功过各半。那么,在股权分置改革后,它们的功过就更加难以述说了。因为,机构投资者与公司大股东、内部人的利益联系更密切,2006和2007年的市场表现就是很好的说明。而且,对上市公司及大股东的外部制衡机制似乎需要大众投资者来承担。

但是,股权分置改革也不可能在短期内改变大众投资者的特性。虽然大众投资者正在逐渐成熟,但仍未成为稳定市场的基石。因为,大众投资者仍很成熟,容易受到市场力量的左右,且还不成熟以形成一支足以影响市场走向的力量。

显然,股权分置改革使得“资本市场利益”成为全体公司“投资者”追逐的目标的时候,市场需要寻找新的平衡。

股权分置改革后,发展中国家股市周期性波动性特征更加明显。原世界银行高级专家A·W·阿格迈尔通过总结几十个发展中国家证券市场发展历史后认为,发展中国家和地区的股市发展可以分为五个阶段:停滞阶段、操纵阶段、投机阶段、崩溃和巩固阶段及成熟阶段。

影响这种周期性特征的主要因素有两个:一是股票的需求关系。随着股票供应与(真实性)需求的不断走向平衡,股价和股市会趋向稳定。反之,就会出现激烈的市场波动和巨大的市场风险;二是投资者主体能力的变化。投资者的成熟程度、市场的波动、市场的风险是相互影响的。不成熟的投资者必然伴随着市场的剧烈波动及巨大的市场风险。

观察目前中国股市发展阶段发现,首先,股权分置改革后,中国股市的供应与(真实性)需求已发生重大、甚至根本性的变化,但股市走向新的平衡需要时间,需要变化,但这也显然不是市场的成熟程度、市场的波动、市场的风险是相互影响的。不成熟的投资者必然伴随着市场的剧烈波动及巨大的市场风险。

其次,股权分置改革后,大股东和内部人利益更趋市场化,如他们可透过操控信息披露等问题从市场上直接获利。这表明,股权分置改革后,市场震荡是“真实和真正的”。

或许,这些问题都是“自然的”市场反映,但对市场本身和大众投资者又极具“杀伤力”。也许,这是市场不成熟所付出的代价,但这显然不完全是市场的“事”,更不是大众投资者的事。因为,任何制度变迁的出发点和目的都是为了市场的稳定和发展,市场的发展中最应该受到保护的始终是大众投资者。

(作者系上海社会科学院金融研究中心副主任、研究员)

今日看板

机构主力应自觉担当“维稳”表率

◎亚夫

中国股市真是很特别。现在,“维稳”成了各方关注的焦点。

在一个利益主体多元化的市场上,为什么要“维稳”?怎么“维稳”?谁来“维稳”?这是很现实的问题。从目前的市况看,股市稳定与否,不仅关乎市场本身,也对整个国民经济的平稳运行有直接影响。在这种情况下,包括上市公司在内的机构主力,应当切实承担起对市场的责任,自觉担当“维稳”的表率。只有这样,才能促进资本市场健康发展,并为经济社会做出正面示范。

提出如上看法,与下面这则新闻有关。据报道,上半年,保险资金在债市与股市之间实施了资金“大挪移”。截至上半年末,保险资金对债市的投资比例,已从去年底的43%大幅上升至53.6%,增仓债券达2800多亿元。而股票(股权)投资比例,则由去年末的17.65%下降至上半年末的10.7%。初步测算,上半年约有1800亿元保险资金抽离A股市场。而如此作为,使上半年保险公司实现资金营收6487亿元,收益率为2.41%。

这则新闻是什么意思?是说明保险公司有能研、会运用资金?还是什么?在短短6个月时间内,用2800亿元增仓债券,又从A股市场抽离1800亿元,股市资金抽离率近40%,最后收益率也只有2.41%,这是会避险、会赚钱的证明吗?这里,不想对此发表评论。

只是要说,当大量资金从一个市场抽离,再有投资价值的投资市场,投资品种,也会在短期内折损。而保险资金投入股市,到底是想将短线捞一把就走,成为加大股市波动的投机力量,还是寻求长期收益、成为稳定市场的投资力量?这,不是一个多余的问题。

细心的分析人士,如果对照保险资金在去年二季度以来的增仓情况,以及今年上半年以来的减仓情况,做一番对比分析,就会发现一个不得不让人疑惑的问题,这是机构投资者吗?是机构投资者该做的事吗?如果再进一步,对部分基金以及券商的增仓时点和减仓时点,也做一番对比分析,同样也会产生上述疑虑,这是我们正在大力培养的机构投资者该做的事吗?是促进市场平稳运行的举动吗?

在中国经济虽然面临一些新的不确定因素,但经济基本面依然保持良好状态的情况下,资本市场走成现在这个样子,机构主力负有不可推卸的责任。而沪深股市如此大幅度地下挫,成为全球最不堪回首的地方,损害的不仅是市场本身,也包括对整个中国经济的看衰,对未来预期的看坏。这和上半年中国经济的实际情况,和上市公司的盈利情况相吻合吗?和中国经济的中长期发展趋势相吻合吗?

市场现在如此疲弱,主要是市场自身的问题,是市场各利益主体对市场本身以及相应的社会责任还没有担当的问题,是市场的种种弊端与缺陷还没有得到有效治理的问题,在这种情况下,为什么要“维稳”?首先不是为了别人,而是为了参与这个市场的各利益主体,“维稳”是大家共同的责任。

而怎么来“维稳”?谁来“维稳”?也很清楚,作为长期以来得益最多、定价权和话语权又最多的机构投资者,包括上市公司在内,首先要对自己参与市场的行为负责。比如,上市公司的融资行为、大小非的减持行为,如果会造成对市场的扰动,就应该收敛。而包括保险资金在内的主力资金,也应该对自己的投资运作,是否真正符合长期价值投资的主旨,要有担当。

从目前情况看,机构主力如果还以短线甚至超短线投机的方式继续杀跌,并期待下一轮暴涨,在大起大落中捞油水,那是不可取的。只有坚持从长期价值投资出发,担当起“维护市场平稳运行”的主力角色,才有可能修复已经有所受损的社会形象。

特别报告

下半年货币信贷将显平稳运行走势

◎交通银行发展研究部

今年上半年,我国货币和信贷增速均有所回落,从紧货币政策取得较为显著的效果,但也要关注货币信贷运行过程中出现的一些新情况、新问题。受经济走势和调控政策的影响,今年下半年货币信贷将呈平稳运行的态势。

一、上半年货币信贷增长基本受控,但出现了新的结构性特征

今年1—6月广义货币供应M2和人民币贷款余额的平均同比增速分别为17.5%和15.2%,分别比07年11月中央经济工作会议确定“从紧货币政策”之前降低0.9和1.9个百分点。1—6月新增人民币贷款24525亿元,比去年同期少增982亿元,占全年调控计划的67.4%,基本可控。

上半年货币信贷运行出现以下三个新的结构性特征:

一是受企业存款定期化的影响,M2和M1“倒剪刀差”逆转。今年5、6月份,M2同比增速连续两月超过M1,致使持续了18个月的M2和M1同比增幅“倒剪刀差”逆转(见图)。这主要是因为,在资本市场波动、定活期存款利率扩大以及企业扩大再生产意愿降低的情况下,企业定期存款增长较快,活期存款增速下降。

二是信贷投放呈现“锯齿”形走势,居民户贷款增速低迷,企业贷款扩张较快。信贷总量按季调控和商业银行“早放贷、早收益”的行为模式,共同导致了今年以来信贷增长的“锯齿”形特征。受房地产市场观望气氛浓厚、提前还贷增加和银行力保大企业客户借款需求的共同影响,居民户贷款少增较多,企业贷款扩张较快。

三是外汇贷款快速增长,但月新增绝对额递减。今年以来,在人民币升值加速、人民币贷款控制加强、外汇贷款利率相对较低的共同影响下,1—6月共新增外汇贷款553亿元,同比多增388亿元。特别是1季度,同比多增达440亿美元。由于监管部门加强控制、外汇存贷比上升,2季度外汇贷款增速有所放缓。

二、货币信贷运行中需重点关注三个问题

今年上半年,虽然人民币贷款增长基本受控,但也应当关注以下三个问题,以进一步提高信贷调控的效果:

首先,上半年社会总体融资规模增幅不低。虽然上半年直接融资规模同比有所下降(今年1季度国内非金融机构直接融资比重比2007年末下降0.2个百分点),但综合考虑本外币贷款合计增长仍然偏快(上半年本外币贷款合计平

今年下半年人民币贷款余额同比增速将继续回落,新增贷款仍将延续上半年“前高后低”的“锯齿”形走势。预计全年新增人民币贷款38000亿元人民币左右,全年贷款增幅14.5%左右,比上年末降低约1.6个百分点。但可能略超过调控目标。

均增速为16.4%,与2007年的平均增速基本持平)、银行信贷替代类产品创新增多(上半年信托理财类产品发行达数千亿元)、体制外融资蓬勃发展等因素,全社会融资规模的增幅可能显著高于人民币贷款增速。

其次,不同类型金融机构的贷款增势有所不同。较之国有、股份制银行,政策性、外资银行贷款增加较快,一季度国有、股份制银行合计新增贷款同比少增1538亿元,而政策性、外资银行合计新增贷款同比多增909亿元。

第三,中小企业、服务业融资愈加困难。一季度批发和零售业、居民服务和其他服务业新增贷款分别同比少增520.56亿元,部分中小企业、服务业的正常贷款需求无法得到满足。信贷紧缩加上人民币升值、劳动力和原材料成本上升、外部需求疲软等因素,珠三角等地区甚至出现了中小企业“倒闭潮”。

三、预计今年全年货币信贷增速平稳回落

1、贷款增幅回落,但可能略超过调控目标。综合考虑各种因素,我们认为今年下半年人民币贷款余额同比增速将继续回落,新增贷款仍将延续上半年“前高后低”的“锯齿”形走势。预计全年新增人民币贷款38000亿元人民币左右,全年贷款增幅14.5%左右,比上年末降低约1.6个百分点,但可能略高于监管部门年初设定的新增贷款3.6万亿元左右,增幅约13.8%的调控目标。

以下三方面因素将主导贷款增速的回落:

第一,下半年信贷总量控制的总体态势基本不变。虽然官方近期关于下半年货币政策的表述已经不再提“从紧”二字,但同时也表示将“保持政策的稳定性和连续性”,因此下半年货币政策从紧的总体基调不会有实质性的变化,加上上半年新增贷款已占全年计划的三分之二,因此即使下半年信贷投放可能略突破计划额度,也不会大幅增加。

第二,之前数次调高准备金率对贷款的“滞后”影响将在下半年逐步显现。根据我们的实证研究,从准备金率调整到其对贷款增长产生抑制作用存在1.5—2年左右的滞后期。2007年以来15次提高准备金率的“滞后”影响将在今年下半年逐渐发挥作用。其突出表现

就是金融机构的超额准备金率不断下降,从而不断增强对银行放贷能力的制约力。

第三,企业信贷需求在下半年将有所放缓。受PPI持续走高、劳动力成本和资金成本上升等因素的影响,今年1—5月规模以上工业企业利润同比增幅比去年同期大幅下降回落了21个百分点。企业盈利增长趋缓加上今年以来企业投资品价格不断上升,6月份企业投资品价格同比增长10%、实际贷款利率持续走高,6月份金融机构6个月至1年人民币贷款加权平均利率高达8.72%。在货币政策从紧基调基本不变的情况下,预计下半年货币信贷增速走低,从而限制了货币扩张能力。

当然,货币供应面临的两个扩张因素也应引起关注:一是信托贷款、民间借贷等虽然不会反映在商业银行贷款总量增加上,但会增加商业银的存款并相应增加货币供应;

二是出于对未来经济增长放缓的担忧,下半年可能会加大财政政策对结构调整、保障民生、地震灾后重建的支持力度,而财政存款转化为一般存款会带动货币供应扩张。

3、存款定期化、贷款“公司化”继续。下半年资本市场即使有所起色,短期内也难以再现前两年的繁荣,存款将继续从资本市场回流银行。加上通胀压力居高不下,银行定期存款将继续较快增长的势头。预计年末金融机构人民币定期存款余额占比较将从2008年6月末的46%上升到48%左右。

由于下半年信贷总量控制将继续,金融机构本身不多的信贷额度仍将首先保证重点企业的客户的贷款需求。加之房地产市场依旧低迷,居民户贷款将继续低速增长。预计全年增速为14%左右,比2007年末和2008年6月末分别下降16和7个百分点。

考虑到货币信贷运行的上述态势,对我国下半年货币政策提出以下建议:第一,由于国内通胀压力依然较大,流动性依然偏多,投资信贷仍存在一定的反弹可能,货币政策从紧的总体基调不应轻易改变;第二,是由于中小银行在流动性方面正遇到吸收存款能力较弱、贷款增度较快、资金拆借成本高企的三重困难,因此法定存款准备金率的升幅应趋缓。可以考虑通过定向调拨、差别存款准备金率等手段有针对性地回收流动性。三是货币政策应更加注重解决因为信贷总量调控所带来的结构性矛盾,适当增加信贷投放额度,更好地满足灾后重建、“三农”、消费、小企业等方面的合理信贷需求。四是在我国经济下行风险加大、CPI逐步回落、美联储没有升息的情况下,人民币贷款余额和M2同比增速有着较为一致的走势,二者相关系数在75%以上。贷款增速放缓导致