

中国需要股市新政



刘纪鹏

一、中国股市持续下跌不正常

近日,腾讯网针对中国股市低迷进行了以十万人为主体的民意测验,结果出乎人们的意料:在接受测验的人群中,认为中国当前股市下跌不正常的占80%;认为中国股市下跌主要是制度和政策因素所致占75%。对此笔者丝毫不感意外。

资本市场是一个国家政治、经济、社会状况最集中的表现,世界第一经济强国的转移总是伴随着世界第一资本市场的转移,成熟发达的资本市场是世界最强国家的主要标志。无论是400年前的荷兰、200年前的英国,还是100年以来的美国都是这一结论的有力证据。

同样,一个国家危机的到来也首先反映在资本市场上。维护资本市场的稳定与健康,是政府的重要职责,成熟国家资本市场不崩盘,就不会出现致命危机。从次贷危机到金融危机的演变尽管险象环生,但是美欧的资本市场依然稳定。尤其是美国,不仅资本市场供给水平仍在两次危机发生前的点位附近徘徊,而且依然保有对黄金、石油等大宗商品的定价话语权。所以,美国人面对两次危机却自信不失,其资本市场并没有出现类似1929—1933年的严重危机。

反观受2008年和2011年这两场世界性危机太大影响的中国,资本市场却陷入了持续的低迷。事实上,美国的次贷危机对我国没有重大影响,我国的出口即便在危机时期也依然保持持续增长。国内宏观经济形势也相当不错,成长性仍维持在9%以上,是世界上增长力最强劲的国家。然而中国的股市却是一塌糊涂,与即将破产的国家希腊长期为伍,可谓“熊霸全球”。低迷的股市让人们丧失信心,以至于在中国良好的经济形势背后却隐藏着巨大的危机,并逐渐有从经济领域向社会蔓延之势。背后的原因究竟是什么?引人深思。

二、中国股市“熊霸全球”监管政策失误是主因

国际环境、宏观经济形势、上市公司质量和相关政策是影响股市的四个主要因素。要找出中国股市“熊霸全球”的病因,就必须从这四个因素入手,详加分析。

第一,从国际环境看,两次危机对中国而言不是灾难而是机遇。很多人把中国股市下跌归结于国际环境的不景气,但事实并非如此。

首先,自2008年以来的两场危机对中国并无太大影响。从金融系

统看,发达国家如美国、加拿大、日本等,其银行、货币与资本市场体系都环环相连。但中国不在其中,我国的银行、货币和资本市场体系均具有较强的独立性,国际金融形势动荡对中国金融体系造成的影响十分有限。因此,次贷危机和主权债务危机并未对中国经济造成实质性影响,那些认为中美应共渡难关的看法,是对战略机遇判断的失误。中国跟美国本就不在同一条船上,更谈不上同舟共济。我们对美国、对国际经济只能是异船相帮。

不仅如此,从历史上看,无论是英国取代荷兰,还是美国取代英国,无不伴随着一个国家的衰退和另一个新兴国家的兴起,这是不争的事实。美欧的衰落,正是中国崛起千载难逢的良机。同时,中国在这两场危机中被赞为世界经济的引擎,甚至被比喻成沙漠中的绿洲、黑暗中的明灯。人往高处走,资本要逐利,其他国家的资金和人员流向中国非常正常,并不可怕。我国不同于日本,拥有大量的项目可供开发,如果能引入其他国家的直接投资来完成这些工作,不仅能助推危难中的国际经济,也能避免我国主要依靠商业银行信贷资金引发的系统性风险,实为一箭双雕之举。

因此,这两场国际危机对中国而言绝非灾难而是机遇,将股市不振归因于美国次贷危机和欧洲财政主权债务危机,不过是掩盖我们工作失误的说辞而已。

第二,从国内宏观经济形势上看,中国经济持续向好的势头并没有随着两场国际危机的发生而改变。

正是在这两场危机中,中国的GDP突破40万亿,位居世界第二。GDP增速也始终保持在9%以上,是主要发达国家的5倍之多。中国的财政收入持续以每年30%的速度递增;截止到2011年11月底,我国已实现财政收入9.73万亿,超过2010年全年的8.3万亿,2011年全年收入达到10.37万亿。当主要发达国家的赤字率全部超过警戒线之时,中国的赤字只有8000亿,占GDP的0.5%。2011年中国的赤字预算为9000亿,可10月底的财政盈余居然达到1.33万亿;而此时,美国两党却在为未来十年赤字1.2万亿美元闹得不可开交。欧美政府债务占GDP的比例已普遍接近或超过100%,远超60%的警戒线。而我国中央政府的6.7万亿债务和地方政府10.7万亿债务相加,债务率也不过44%。

从银行的角度看,当今中国的存款余额仍高达28万亿之多,居民储蓄32万亿,银行的总资产已达104万亿,银行的坏账率不足1%。用IMF国际货币基金组织总裁拉加德的话说,当今中国具备目前世界上其他国家最缺的两样东西:钱多和成长性。中国有足够的财力支撑未来的经济增长,宏观经济形势依然向好。

第三,从上市公司的质量看,中国上市公司财务数据2008年以来持续向好,营业收入和净利润水平不断提高。(见下表)

从表中不难看出,尽管2011年各上市公司利润增长有所放缓,但依然呈现向上的态势,具有相当的投资价值。而且,目前中国上证指数整体市盈率不足15倍,四大大

有商业银行股票的市盈率甚至久徘徊于7倍左右。对目前经济蓬勃向好的中国来说,这样的市盈率远远谈不上高,这样的上市公司所支撑的股市,即使不“牛气冲天”,也绝不应该“熊霸全球”。股市的持续低迷,实在难以怪罪到上市公司质量的头上。

第四,监管政策的制度性缺陷才是造成股市持续低迷的深层次原因。既然以上三个因素都无法解释股市的不振,政策的影响自然就是股市持续下跌的唯一合理解释。事实上,货币政策的不稳定性和监管政策的制度性缺陷都会对股市造成极大影响,但人们普遍能看得到货币政策不稳定对股市的扰动,却往往忽视了监管政策的制度性缺陷才是导致股市持续低迷的深层次原因。不对股市监管进行制度性反思,中国股市就永无抬头之日。

三、股市监管政策与制度性缺陷因素分析

要对股市监管进行制度性反思,就必须对现有监管政策和制度的缺陷与问题进行分析。从目前来看,我国股市监管政策的制度性缺陷主要表现在以下几个方面:

(一)监管部门指导思想存在两个误区

从指导思想上看,长期以来,我国监管部门有两个倾向,一是“土”的倾向,二是“洋”的倾向。

“土”的倾向是监管部门部分同志过于留恋行政审批大权。作为监管部门主要精力没有放在抓“坏人”的监管上,而是热衷于替投资人“选美”的审批上,忙着种审批的田,却荒了监管的地。发行审批部门和发审委只要权力,保荐人和承销商只要利益,出了问题谁都不承担责任,而是推给股民“风险自担”。正是由于监管部门重审批、轻监管,因此自然出了问题,说话办事就不硬气,也正是由于监管部门监管不分,千军万马过独木桥,其结果只能是腐败和低效。

而“洋”的倾向则是无视中国国情,盲目照搬照抄西方。以创业板发行制度为例:在规模没有放开、供求关系不真实的情况下,监管部门就盲目照搬个股的市场化询价,加上抄学海外“保荐加直投”的模式,结果出现了严重的超募“三高”现象,用近2000亿资金造就了200多个“高价宝宝”,腐败、低效、不公充斥其间。这样的发行制度误导了决策者对中国股市持续低迷的制度性内因不能有清晰认识,也把创业者引上了“重财富,轻创业”的歧途。既伤害了市场,也伤害了大量后续上市的企业,给中国资本市场造成了制度性伤害。

(二)监管部门工作作风存在问题

长期以来,监管部门以教育者自居,却忽视了对自身的教育。他们从未把股民和投资人当成这个市场的衣食父母,而是以高高在上的姿态,将股民当成被管制的对象甚至是投机分子。无论中国股市出现怎样的问题,都统统推到股民和市场的头上。当资本市场遭遇困境时,他们也从未与股民、专家以及各方市场人士进行座谈,虚心听取各方意见,哪怕对创业板“三高”超募这样既不公平也无效率的环

度,也是熟视无睹,不是推到股民身上,就是推到基金等机构头上,不肯自我反思。这种工作作风,正是中国股市监管制度存在的另一个重大问题。

(三)“股改后遗症”将长期困扰中国股市

当前中国2400多家上市公司,总股本共3.65万亿,扣除6900亿的H股,还有2.96万亿股。其中973家为国有第一大股东的上市公司,其持有的股本占2.96万亿中总股本的65%,总量近2万亿股,目前这些股份都已解禁。即便按照国资委三年净流出率不超过5%的约束条件,每年依然至少可以进行一次买卖操作。2万亿股的5%为1000亿股,按平均市场价格10元测算,牵涉到的资金量就是1万亿元,这与我国自股市成立以来,融资额最高的2008年度的融资相近,一旦这些国企上市公司开始利用减持进行资本运作,对市场的影响不言而喻。

特别值得关注的是,地方债务还款期将至令很多地方政府遭遇财政困难,而房地产政策的调控力度却一直有增无减,“土地财政”难以维系。于是,抛售国有股便成为地方财政渡过难关的手段,也将成为继税收和土地之后的“第三财政”,各地政府和国资委开始了国有股减持风潮,这一现象必须引起我们的高度重视。如果这种减持得不到有效控制,必将对市场产生极大的负面作用。

而这一问题是由五年前“单一送股”和“锁一爬二”的股改模式造成的,我们称之为“股改后遗症”。因此,未来的3—5年内,市场减持压力将会非常大。

(四)对家族企业一股独大不加约束

在家族上市公司中,一股独大的情况非常普遍。帮助民营企业上市融资本是资本市场的功能之一,我们当然不反对,但放任家族企业一股独大不加任何限制,使大股东成为不合理发行制度中一夜暴富的最大受益者,只会阻碍中国股市的健康发展。以创业板为例:截至2011年11月15日的275家上市公司,有265家都是夫妻、兄弟、父子共同持股的家族企业,占创业板上市公司的95%。这些企业上市前第一大股东平均持股比例为54%,上市后为41%。家族企业的一股独大大股东的减持与国有股完全不同,其减持者和受益主体完全一致,具有强烈的减持动机。而2012年10月,创业板第一大股东将解禁,同时这些家族公司的一股独大,对董事会的治理结构不利,他们利用所有权和经营权合一的模式,掌握内部信息操控董事会,进行高抛低吸完成资本运作,将对我国股市埋下长期的隐患。而监管部门对这些问题却熟视无睹。

(五)缺乏对股民利益实实在在的保护

股民是中国资本市场的衣食父母,是市场存在的根基。尤其其中小股东,面对强势的大股东无力抗争,只能在一次次的市场波动中承受压力和风险,还总是被视为投机分子和赌徒。我们的政策不但保护股民的利益,反而将他们当成了人人争抢的“唐僧肉”,强加给他们过多的社会使命:国企脱困要靠他们,融资要靠他们,打造地方融资中心、开通国际板还要靠他们。如

果股民对中国的股市彻底失去信心,那中国的资本市场也必将面对无路可走的困境。对中小股东保护不力,把股民当成“唐僧肉”人人争食,是中国资本市场亟待解决的问题之一。

(六)双向圈钱、两头减持,股市变成圈钱市场

1990年至今,国内A股累计融资4.3万亿元。上市公司通过IPO和再融资获得资金,大股东也通过减持频频套现,再加上国有和家族两个一股独大上市公司大股东两头减持,便出现了“双向圈钱,两头减持”的现象,使得股市沦为圈钱市场,严重阻碍了中国资本市场的长期发展。

四、中国需要推出股市新政

要从根本上解决中国股市的现有问题,就必须从政策和制度建设入手进行变革。当前形势下,我们应该在提出宽松的财政政策、稳健的货币政策的同时,大胆地提出积极的资本政策,大力发展直接融资。

在市场经济体制下,来自银行的间接融资和来自资本市场的直接融资共同支撑经济发展,央行也已使用社会融资总量取代信贷投放量作为观测资金投放量的指标。国家需要货币政策调控间接融资,也就同样需要资本政策调控直接融资。大力发展直接融资既能够吸纳剩余流动性并将其注入生产领域,也能够有效地回避商业银行业务风险;既能够有效地推动我国经济增长方式转变,也是规避中国金融系统性风险的必经之路。因此,我们必须让资本政策登上全国经济工作会议、金融工作会议的大雅之堂。只有去年四季度的几个重要会议能在明确

提出实行宽松的财政政策、稳健的货币政策的同时,也推出积极的资本政策,并且对资本政策进行内函的阐述和定量分析,资本政策才能发挥其应有的作用,才能真正实现财政、货币、资本三大政策的有机结合。

在此,笔者提出中国股市新政十条,抛砖引玉以便与大家探讨:

第一,要明确转变经济方式增长关键在于融资方式的转变,根据中国当前钱多项目也多的国情,将货币政策钱多之“水”引入资本市场项目多的“面盆”里,“水面结合”,通过推出积极的资本(股市)政策,扩大直接融资,调整经济结构,做大经济总量。

第二,在“一行三会”之上成立国务院金融委,加强“一行三会”之间的协调性,大力支持积极资本政策的推出和执行。

第三,开展监管者教育,转变监管者工作作风,培养服务意识,建立虚心听取各方意见、及时与投资人沟通的长效机制。

第四,监管者要打破“审批情结”,将IPO上市企业的实质审核(审批)向程序化审核和形式性审核转变。将主要的精力放在监管市场

各类主体、交易所和中介机构上,沿着监管分离的方向推进证券监管体制改革。

第五,要改变现阶段发审委有权、保荐人有钱、投资人有险的不合理的发行制度。取消发审委,逐步向交易所、保荐人、承销商三位一体、责权利一致的发行体制转换,尤其要对保荐人实行分级管理,落实保荐人责任,发现问题即给予严惩。

第六,从国情出发,严格控制第一大股东持股比例,从源头上控制上市公司尤其是家族式公司一股独大现象的出现。采用新老划断的方法,对于新上市的公司尤其是创业板和中小板,要求其发行前第一大

大股东持股(包括关联方持股)比例不得超过35%,上市后不得超过30%。作为刚性约束条件,对于已经上市的公司,同样要以30%作为标准,但可以根据市场情况,在较长时间内逐步调整到位。

第七,对目前持股超过30%的第一大股东非流通股解禁和其在二级市场上的资本运作,应进行较严格的限制性规定(这是由一股独大的特殊背景决定),具体有二,其一,要求其预设可流通的底价并报交易所和证监会统筹,锁定减持价格,维护市场稳定,国资委和汇金公司要针对国有控股上市公司的流通股解禁制定具体规则,预设锁定减持价格。其二,第一大股东的减持,必须提前披露,保障股民知情权和用脚投票的权力。

第八,发展多层次资本市场要循序渐进,充分考虑市场的承受和接纳能力,处理好国际板、新三板的关系。指数不能达到4000点,则不要考虑国际板的推出,不到3000点不推新三板。

第九,要探讨交易所改革,打破垄断。根据我国企业众多的特点,争取尽快在重庆或天津开通第三家交易所,实现交易所之间来自市场竞争带来的繁荣。无论是第三交易所还是新三板均应考虑由监管系统和地方政府共同出资的公司制模式,而不应由监管部门一家内部“死循环”。

第十,推行以股东为主体的股权文化和以股权为代表的股市新文化,一方面正视股民对中国资本市场的巨大贡献,另一方面对他们的权益给予充分地保护。在此基础上,引导股民树立正确的投资观。

综合上述分析,我们可以看出,当前中国的宏观和微观经济面都保持较好的水平。因此,只要政策对头,投资者的信心就能建立,中国的股市就能与中国经济同步,中国股市的晴雨表和资源配置功能就能正常发挥。当今世界,已经给了中国经济崛起一个良好的外部环境,这如同世界大多数有识之士所说,只要有一个国家不受国际危机影响,保持良好的发展态势,那就该是中国。而只要有一个国家的股市能够拨开雨雾见太阳,那就应该是中国的股市。

(作者系中国政法大学资本研究中心主任)

年份	净利润(亿元)	净利润同比增长	每股收益(元)
2009	1.08	25%	0.41
2010	1.64	37%	0.50
2011 三季报	1.48	19%	0.42

(净利润同比增长是以上一期上市公司基数为基础进行的统计,而不是直接将本期金额除以上期金额减去1所得)

四川石化公司越解释“露馅”越多

——二十六评发展实体经济

胡笛

最近,中石化四川公司深陷“高利贷门”漩涡,面对舆论铺天盖地和民众广泛质疑,四川公司澄清言论时显得底气不足,在回答舆论时又显得手忙脚乱。一会儿被说成是高利贷纠纷,一会儿是投资房地产,左说右说都没有理,越说越糊涂。

在事情的爆发初期,我们不便对整个事情进行定性,到底是有如民营房地产企业所说的“放高利贷”还是四川中石化所说的“投资”,我们不可妄作结论。

但是仅仅从目前情况来看,我们还是可以看出一点端倪。四川中石化是资金的供给方,而民企房地产公司是资金需求者,不管是借款还是投资,至少某种程度上可以说明,中石化四川公司资金宽裕,否则怎么会有

如此多的余钱进行“高息放贷”或者“投资非主业的房地产”呢?

据四川中石化出具的证据,在项目建设过程中,由于金鑫公司巨额亏损,截至2008年底,开发建设时间长达10余年的“烂尾楼”摆在那里。四川公司的钱便是用来拯救这烂尾楼的。

一方面民企资金窘迫,一方面央企财大气粗,冰火两重天的景象折射出目前我国金融资源分配的严重不均。这种现象,本身就易勾起老百姓的心火。

虽然表面上信贷政策一直在向民企占主体的小微企业倾斜,但是没有从根本上改变民企融资难的问题,相反融资成本还有上升的趋势。这是因为,小型民企融资一般需要担保公司的参与,担保公司抽取4%左右的佣金,使得一般小型民企的融资成本超过融资额的10%,远远大于央企的

融资成本,更不用说依赖民间资本的民企,融资成本动辄就为融资额的30%以上。另外,央企还可以通过股市、债市或者信托进行融资,而这些对于大多数小型民企来说,是绝无可能的。

即便事情如四川中石化所说属于“投资”范畴,这对于垄断型央企来说也是非常容易引起争议的。党中央、国务院三令五申,要求央企回归主业,做大做强主业,而部分央企企业依然遮遮掩掩,不愿退出楼市,根本原因还是部分企业过度追求眼前利益。“逐利”使得央企对自身定位产生偏差,央企不仅担负着掌握国家经济命脉,企业保值增值的经济责任,而且必须承担起维护经济环境,稳定经济秩序的社会责任。

沸沸扬扬的四川中石化“高利贷门”到底如何收场已不再重要,而这

起事件给国家和社会提出的问题却必须要解决。如何解决中央企业退出楼市的问题,如何管理和监督好中央企业的资金流向问题。

至于央企如何退出楼市已喊了两年多,没有什么新话要说。如何管理和监督好中央企业的资金流向是一个大问题,需要唠叨几句。律师提供的一份文件显示,6家当地房地产公司拿到中石化的贷款,年利率高达36%,称四川中石化挪用成品油销售款和银行贷款约20亿元,用于下属公司银行账户向四川10多家房地产企业发放高利贷。这个事实是否准确,自有人去调查核实。如果真有这么严重,那就难以姑息了。国务院国资委近日下发通知,要求对央企代管的年金、公积金以及工会管理的资金等特殊资金(资产)进行全面清查。联想到“高利贷门”造成的不良社会影

响,这种对常规制度的三令五申,自然不抱什么幻想。

近期,国务院国资委陆续公布了《加强中央企业有关业务管理防治“小金库”若干规定》和《关于加强中央企业特殊资金(资产)管理的通知》。连续的资金管理规定反映了国务院国资委对中央企业资金安全的关注。然而对于舆论和民众关心的资金流向,明文规定不多,也不够具体,这给了很多“不听话”的中央企业打政策“擦边球”的机会。另外,如何规范中央企业的投资领域,究竟是“法无规定不可为”,还是“法无禁止即自由”?不回答这个问题,央企投资的界限就无法划清,央企退出虚拟经济,回归主业将会变成一句空话。

无论“高利贷门”尚有多少内情,这些内情是否与事件本身的定性有直接关联,仅凭央企卷入其中,就足

以引发社会高度关注。石油化工是干什么的,是做石油、做化工的。因为你做石油化工,国家才给你那么多优惠,包括资源和资金的优惠,国家希望你能把石油化工做起来,老百姓也希望你把石油化工做起来。可是你不务正业,把钱投到房地产去。别人不能,就是你能,你能把“烂尾楼”救活。遇到老实的也要,遇到难缠的,你不就“破相”了?

中石化四川公司回答投资房地产还声称“合法”,使人有种投资房地产没有错的感觉,这就使人担忧了。既然从潜意识里,从投资房地产到放高利贷似乎都是可以的,反正是赚钱,企业不赚钱干什么?四川公司越描越黑,越说越露馅了。到了这时候,最好的办法,是闭嘴,承认有问题,进行整改罢了。再解释下去,你心里的馅都露出来,就更没办法收拾了。