



## 拿什么拯救你，中国股市 寻找振兴中国股市方略大讨论（3）

证券时报 sina 新浪财经 联合主办

网络参与：  
www.stcn.com  
www.finance.sina.com.cn

### 微言大义

# 市场与监管双回归股市才有希望

秦岭

这两年的A股市场可谓极度深寒，上证综指2010年跌幅14.31%，2011年跌幅21.68%，连续两年领跌全球资本市场，无论是机构投资者还是散户都“很受伤”。大家都很困惑：谁是A股市场表现持续低迷的罪魁祸首？

是资金基本面不行吗？显然不是。2008年世界金融危机以来，全球经济复苏缓慢，传统发达国家和美国的国内生产总值（GDP）增速在3%以下徘徊，而中国经济一枝独秀，连续多年GDP增速保持在10%以上。尤其是2011年以来，欧债危机的影响越演越烈，中国经济已成为挽救世界经济的中流砥柱。

是资金面过紧吗？也不是。与2009年底相比，2011年美国的狭义货币供应量（M1）和广义货币供应量（M2）分别增加了约20%和10%，而中国增长了40%左右，远远超过美国。同时伴随着人民币不断升值，热钱不断流入，2011年11月末的外汇占款比2009年底增加超过6万亿元。2011年底中国金融机构人民币的各项存款余额和储蓄存款余额分别高达79.5万亿和33万亿元，远超过16.4万亿元的A股流通市值规模，实际和潜在的资金供给并不少。

是新股发行过多过快吗？2001~2011年，A股累计融资3.96万亿元（其中2010年、2011年分别为9860亿元、7011亿元），IPO1322家（其中2010年、2011年分别为347家、277家）。而同一时期美股累计融资1.76万亿美元（其中2010年、2011年分别为1831亿美元、1685亿美元），IPO2189家（其中2010年、2011年分别为197家、201家），融资金额、上市数量都远过A股。由

此看来新股发行也不完全是A股表现低迷的主要原因。相反，作为资本市场的重要组成部分，A股市场的核心任务就是扩大直接融资、充分发挥市场在资源配置中的基础性作用。目前中国的资本化率还不到60%，而美欧日等发达国家和印度、巴西、俄罗斯等新兴市场国家普遍都在100%以上。中国的直接融资比例还不到30%，而美国在80%以上。因此，努力提高中国经济资本化率和直接融资比例水平是中国证券市场的职责所在。

问题的根源在哪里？那就是：市场的扭曲和监管的缺失。证券市场是市场经济的产物。而我国证券市场则是一个体制性的“怪胎”：二级市场是市场化交易；一级市场（发行市场）却实行行政审批制。作为股市的源头，发行体制的扭曲可谓荼毒无穷。非市场化的发行机制和二级市场市场化的运行机制相悖，给A股市场带来了诸多弊端：

**一、监管缺失。**监管的职责应当是维护证券市场秩序，打击伪劣，保护守法合规经营，保护投资者权益，确保证券市场公开、公正、公平的原则得到落实。做一个通俗的比喻：证监会就是证券市场的警察，是证券市场的执法者，警察的职责是打击犯罪、保护好人，维护法制的尊严。而上市公司、中介机构、交易所、证券机构及其从业人员、投资者都是被监管对象。然而，在证监会主导新股发行审核的机制下，监管者变成了既是裁判员又是运动员，证券市场的主体——上市公司当然无法受到有效的监管。

**二、权力寻租。**在行政审批、监管都缺失的发行机制下，上市圈钱的违法违规成本太低，企业的成功、个人的价值都体现在一纸上市批文上。

而一旦获得批文成功上市，风投、PE的收益就能通过二级市场以完全合法的形式实现。这种权力和市场的完美结合为冒险家们提供了巨大的寻租空间，各种寻租行为大行其道，不仅为王益和王小石们提供了腐败的温床，也为冒险家们提供了实现“个人价值”一夜暴富的“合法”途径。而真正好的企业为了获得上市发行，也要把精力放在长时间的排队、公关之中，大大降低了市场效率。在权力寻租的竞争中，烂公司寻租的能力和紧迫性要远远大于好公司，优胜劣汰的市场机制在这里失去效用。在这种体制下，权力寻租已成为当今最大的腐败温床，巨大的财富效应，使IPO成为冒险家洗钱、寻租、一夜暴富的不二选择。

**三、首发市盈率居高不下。**监管者和地方政府想出政绩，保荐人、会计师、律师等中介机构想高收费，发行人更想多圈钱，围绕发行上市形成了一条关系紧密的利益链，齐心协力抬高发行价。连二级市场上相当一批有背景、有实力的投资者都被这种“鲍鱼之肆”所吸引，转战PE和一级市场。在上市公司各种违法违规的暗箱操作配合下，大肆炒作新股，更加剧了新股发行市盈率居高不下的程度。

**四、二级市场估值体系混乱。**新股发行市盈率过高必然导致二级市场以讲故事的炒作为主，业绩稳定的蓝筹股、绩优股无人问津，估值长期处于底部，甚至成为所谓的“僵尸股”，一批擅长讲故事、编造题材的概念股估值居高不下，成为市场明星。在这种极端扭曲的估值结构下，财富效应完全向IPO聚集，向题材股、伪劣公司、ST公司聚集。难以形成稳定的估值体系，真正的价值投资者屡遭重创，最终不得不黯然离场，“劣币驱逐良币”的恶性机制在市场得到推崇。

**五、退市机制难以建立。**截至

2011年底，A股上市公司总数、总市值和流通市值分别比十年前增长了大约1倍、3倍和8倍，而数据显示，2009年度，纽约交易所新上市公司94家，退市公司212家；东京交易所新上市公司23家，退市公司78家；德国交易所新上市公司6家，退市公司61家；伦敦交易所新上市公司73家，退市公司385家。而我国股市建立20年来真正退市的公司不过数十家。从这个对比可以看出成熟证券市场的精髓：优胜劣汰！可喜的是证监会最近推出了退市制度征求意见稿，让人们看到了净化证券市场的曙光。

在监管缺失、伪劣横行、恶性圈钱、严重失血、劣币驱逐良币的市场环境下，财富效应完全向IPO寻租市场聚集，而二级市场财富效应丧失殆尽，价值投资成为梦想，市场怎能不跌呢？

A股市场长期低迷的根源就在于证券市场体制的扭曲和监管的缺失。体制改革是纲，其余都是目，纲不举目不张，发行体制不改，其他修修补补的所谓改革、创新都不能解决根本问题。因此我们呼吁：监管回归，市场回归。对此笔者提出三个建议——加强监管、放开发行、严审上市。

**一是加强监管。**证监会的职责是维护证券市场健康、稳定、高效的市场化运行。把监管的思维由“选好人”转变为“抓坏人”，证监会只有交出“选好人”的权利，才能真正履行“抓坏人”的职责。

**二是放开发行。**就是采取市场化发行方式，把IPO由证监会审核制转向交易所注册制。让企业自主选择要不要通过公开发行募集资金。当一家公司是否能够发得出，发行之后是否能够顺利上市，是否能够经得起监管检查等诸多因素都不确定时，他就要承受可能被抓的法律风险和发行失败的风险。在

市场化发行有诸多不确定风险的机制下有多少投资者敢于冒险去盲目投资？还有多少投资者敢去恶炒新股？有几家公司想在证券市场通过造假骗钱的公司敢去冒险、能够发得出？只有真正好的公司才敢去发行，才能发得出。

**三是严审上市。**在市场化发行机制下，上市的审核就凸显其重要性。应该建立规范严格的上市审核机制，将发行和上市环节真正分开，适当拉长发行和上市之间的时间跨度（如六个月）。发行是一回事，上市是另一回事。公司发行完成之后能否进入上市程序，交易所要严格履行审核的职责如果上市公司违反发行时承诺或被发现有造假等违法行为将不得上市并承担相应的法律责任。

优胜劣汰是市场经济的恒定法则，也是市场经济健康发展的基本特征。当一个市场失去这个特征时，说明这个市场的运行机制遭到了破坏，发生了扭曲。而证券监管机构的职责就是要维护证券市场健康稳定高效的运行机制，保持证券市场优胜劣汰的生机活力。具体说就是要通过严格的监管，确保证券市场的市场化运行机制不受任何违法违规行为干扰和驱使，把那些违规、违法、经营不善而不符合上市条件的企业清出市场，让证券市场成为检验企业经营能力、管理能力、竞争能力、遵纪守法能力的试金石。让证券市场成为广大投资者放心的投资场所。只有切实履行对上市公司的监管职责，切实保证上市公司信息披露的真实性、准确性、完整性和及时性，证券监管才能真正保护投资者尤其是中小投资者的利益。

中国A股市场曾经经历过一次体制性变革，那就是股权分置的改革，造就了中国股市的辉煌。相信发行体制回归市场化的改革一定会成就中国股市更加灿烂、更加持久的辉煌！

（作者系中国人保资产管理股份有限公司副总裁）

**步进昌盛：**几十年前的大跃进和大炼钢铁，应该是前车之鉴吧。为什么证券市场大量发行股票的同时，不考虑广大投资者的投资收益？现在证券市场主要问题是停止一段时间发行新股，和海洋休渔期间一样，给证券市场一个休养生息的机会，而不是打压炒作绩差股和ST股票，并且制定新的不合理规则。好好反思吧。

**金岩石：**不能让股市投资人来解决地方政府的财政危机，解决地方政府的财政困难要从税收制度入手，当前能做的就是放开豪宅市场的限制。股市楼市链接千家万户，政策应该是：楼市管穷不管富，股市管富不管穷。楼市：放开豪宅市场，高价土地应有40%补贴低收入住宅；股市：限制融资规模，保护投资人的基本权益！

**我俯瞰人生：**中国股市健康发展，必须从制度上整体变革。全面梳理一切股市相关制度，彻底改变偏袒融资者利益、无视中小投资者权益的机制构建。20多年错误的指导思想，早已使中国股市从制度上、机制上根深蒂固地变成了“保护融资者”、“无视投资者的市场”。不首先解决这个本质问题，就不可能有一个健康的股票市场。

**叶檀：**停发新股，什么都不会改变。停发新股，推出创业板，成为造富机器，这对普通投资者真的好吗？普通投资者不是被捕捞的鱼，而是有头脑的投资者让他们自己决定入不入市，买什么股票。

**孙佐伶：**没这么麻烦，就需要两个字，诚信！诚信！诚信！管理层诚信，说话算数，乱说、乱改要不得；券商诚信，中石油48元怎么出来的？上市公司诚信，落实到一句话，一个数字。不诚信者一定要付出代价！

**Heartcool：**拯救中国股市需要的是钱，而钱在投资者手里，政府能拿出来的只能是政策和诚意，如果政府有诚意，就应该拿出公平合理的政策来，如果只是那投资者当猴耍，可以1次、2次、3次...甚至n次，但是上当的人会越来越来！

**股道陈仓：**新股上市价格应当由企业制定，一年内如果上市后价格低于发行价百分之二十，或三十，企业就得回购注销！上市时的十大股东与所有原始股一年内不得低于发行价卖出股票！股票低于净资产大股东必须回购注销！所以企业发行股票价格企业说了算！

**狐眼狼：**1.对包装上市严打重罚，倒究发审委及相关得利方责任，法办一批；2.IPO全流通发行，不对大小非设限，看谁高价接盘；3.取消股利红利税，降低相关交易费用，还利于民；4.不要让A股市场发展成中国足球——充放假恶丑。

**道正居士：**上市圈钱可以，累计分红不超过圈的钱不准再融资，要退市可以，不加息还清圈得钱不行；董事长总裁的薪水可以高，但不能超过全社会平均收入的4倍。员工的工资收入也可以高，但不能超过全社会平均的2倍。凡包装上市者的遇有揭发，必须提供排除嫌疑的确凿证据，否则判无期徒刑。

**董登新：**茅老先生对中国股市的独到见解值得敬佩！茅于軾老先生可能不炒股，甚至也不研究股市，但他对中国股市的看法一针见血、击中要害。他说，中国股市的主要问题之一就是投资者结构。他指出：“投资者想赚快钱，一涨就卖，A股成了一个混乱、赌博的市场。”实质上，茅先生的观点正是命中了A股市场的要害。

# 用金融对内开放打破股市僵局

宏皓

近三年来，中国股市一直低迷不振，大盘指数一直处于压制状态，即使有所反弹，也很快重归跌势。降准也好，降息也好，扩大QFII也好，松绑基金也好，信贷有可能增加至1万亿也好……这么多利好堆集就是不管用，股市还是很难上涨，这是为什么？如何运用金融创新和股市改革打破股市僵局呢？

中国股市低迷的深层原因：一是股市定位错误，把股市定成融资圈钱市，正是圈钱市的定位扭曲了中国股市，造就了中国股市的造假产业链，形成庄股文化，导致了股市的恶性循环，当一批批庄家们被市场无情地淘汰后，机构找不到新的盈利模式，中国股市只有低迷不振。二是经济问题在股市集中反映，股市低迷很重要的原因是上市公司质量不高，上市公司质量不高的主要原是垄断造成的，在一切资源垄断的背景下，国有企业的垄断利润被层层瓜分，能到上市公司的微乎其微。民营企业为了生存，所有的资源和精力都用来向掌握

垄断资源或项目的部门进行公关行贿，再加上各主管部门对民营企业的故意刁难然后再索贿，民企根本无法形成核心竞争力；当这种各行业潜规则横行中国时，国企民企上市公司的质量自然不会高，股市就失去了上涨的基础。

目前中国股市的问题实际上是经济发展30年积累的矛盾和21年股市积累的矛盾的集中体现，当前中国证券市场的改革一定要站在历史的高度，为20年后中国能建设一个强大的资本市场定规则，这就需要大视野、大智慧、大思路、大胸怀。要彻底解决股市问题，必须把股市问题和经济问题一起解决，中国股市才能获得新生。如何解决呢？笔者在这里从金融对内开放的角度谈谈自己的看法。

中国证券市场之所以成为圈钱市和赌场市，一个主要原因是金融垄断、金融行业近亲繁殖。现行法律制度、金融制度改革和社会公平都应该对内向人民开放，让市场公平竞争，只有通过公平竞争才能培养出真正有竞争力的金融机构。

**1.基金行业降低准入门槛。**降低基金准入门槛，让更多的资本和投资专家进入这个基金行业，

给这个行业带来很多活力。基金发行审核的减少也会让更多的专业人才进入这个市场，给投资者有更多的选择，对于市场由散户化向机构化的转变也会起到一个积极的作用，同时基金本身的操作也会更加灵活。这样对于市场来讲，投资者的这种选择也会更多，可以买的基金会增加，可以以专户理财的方式对内向人民开放，让更多的金融专业人才经营专户理财；基金行业应该采取注册制，降低进入门槛，让真正的投资专家进入到基金管理行业来，通过公平竞争淘汰大量没有能力管理资产的基金公司，只有优胜劣汰的机制才能让基金行业成长。

**2.股市僵局倒逼金融对内开放。**解决融资难的方法很多，不是把所有的融资都推到证券市场来。解决融资难需要打破金融行业的垄断，让金融行业对内向人民开放，让更多的民间资本成立多种多样的金融机构；建立多种渠道的投资融资平台，让民间资本通融地流动，融资难的问题就迎刃而解；更需要用金融创新来推动产业升级，而不是大家都到证券市场来圈钱。

中国经济的转型与改革已到到了一个历史转折点，迫切要求市场化改革导向的战略转变。走向公平可持续的市场经济，关键在于转变政府主导型增长方式，改变国有资本配置格局，改变收入分配格局，推进以公共服务为中心的政府转型与政府改革。在经济体制上如果

能进行自上而下、脱胎换骨、大刀阔斧、有的放矢地改革，中国经济实现飞跃和再度辉煌并不难。金融改革应该对内向中国人民开放，只有调动中国人民的创造性和积极性，中国才能打造成全球创新中心，当中国成为全球创新中心后，就能吸引全球的资金和技术、人才为中国所用，就会加快中国经济转型升级的步伐，中国经济才能持续辉煌。中国要在市场和政府之间寻找一种均衡，这样一种均衡既要有利于发挥金融市场的活力，又有利于维护经济和社会的稳定。这需要我们对全局有着清晰的把握，更需要有金融改革和创新的勇气与魄力。

全球经济衰退的大环境，也逼着中国的金融行业对内向人民开放。中国整个金融行业落后发达国家至少20年，中国应该通过金融改革，运用金融创新的工具来推动中国经济升级，让金融行业的发展为实体经济服务，让金融行业和实体经济形成良性循环，用金融改革打破僵局，突破中国经济发展瓶颈；这样中国经济就能再持续辉煌20年。

21年来，中国证券市场投资者为上市公司提了10万亿以上的资金，但得到的回报却是血本无归，这个市场不仅成了“圈钱市”而且成了“强盗市”。要矫正上市本身的投机圈钱的掠夺行为，只有重新定位，对内开放把机会让给人民，一切改革都要站在人民群众的立场上考虑，只有如此才能用金融资源支撑民族产业的发展，促进中国经济质量的飞跃。

中国必须要建立一个强大的资本市场，建立一个强大的资本市场并不是有

数量众多的上市公司，而是有可持续成长的各行业的大品牌上市公司，这就需要制度上鼓励企业家打造各行业的大品牌上市公司。首先是改善中国的经营环境，给企业家以安全感，能从立法上保护好中国的企业家，让企业家们去打百年老店，给民营企业一个公平的竞争环境，去掉太多的政府管制，少点权力寻租，一切经济要素都交给市场，只有这样才能培养出真正的企业家，上市公司在真正优秀的企业家的带领下打造成世界级的行业大品牌，这才是资本市场强大的根本出路。其次，地方政府应该进行区域经济建设和金融改革，聘请专家参与金融改革的顶层设计，形成配置高效、运行规范的融资机制和资金支持体系；地方政府可以通过产业基金引导全国以及全世界的某一个行业的优秀企业部分到这个城市来，形成某个行业的产业集群，在一个城市把某个行业做成世界一流的产业；这个城市就代表了世界某个行业的最高水准，那么这个城市的可持续发展能力和核心竞争力就再也没有别的地方可以代替了。当这些具备核心竞争力的上市公司进入到证券市场，中国股市就会迎来长期持续的大牛市。如此一来，中国建立一个强大的资本市场就水到渠成，中国的经济持续辉煌就会功到自然成，中国的投资者才能在股市真正赚到大钱。这就需要权力机关能站在国家和人民的利益上放弃手中的权力寻租，我们国家的制度和法律也不给任何部门权力寻租的条件，这才是中华民族大国崛起的历史发展趋势，这才是中国建设强大资本市场的康庄大道。

**作者简介：**宏皓，原名章强。中央财经大学证券期货研究所研究员、中国金融智库首席金融学家、中经产业基金理事兼秘书长。

