



拿什么拯救你，中国股市

寻找振兴中国股市方略大讨论（4）

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

股市新政要从根本制度入手



刘纪鹏

中国资本市场积重难返，股市持续下跌，投资人信心严重丧失，而这样的情况绝非正常。面对困局，我们要彻底反思问题症结所在，而中国股市不振的根源正是“软件”——制度出了问题。制度的好坏是实实在在的，一个好的制度能防止坏人做坏事，但是一个坏的制度却能让好人也做坏事。打蛇要打七寸，抓矛盾要抓关键，我们要抓住制度这个主要矛盾，只要解决了制度层面的问题，中国股市就可以提振。具体来说，应注意以下几点：

正视股市的公平与正义

资本市场与当前中国经济面临相同的困境，就是如何处理公平与效率的关系，要正视公平与正义。中国资本市场发展至今，往往片面地追求效率，不是为上市公司融资圈钱服务，就是每一个投资者赚钱服务，但对于监管者、交易所、中介机构、上市公司来说，没有人重视股东的利益保护。

长期以来，我们没有对股民形成正确的认识和理解，早期的观念认为股民就是赌徒、投机者，是赚了钱就高兴赔了钱就找政府的小人，因而忽视了公平的建立。在这样的指导思想下，当遇到三高超募的时候，仍有人认为与其让股民在二级市场爆炒获利，不如把资金留给企业。然而，资

本市场表面的效率再高，一旦出现了腐败，投资者的利益得不到尊重和保护的，就是不公平的。

但在股市新文化的倡导下，股民不应被视为赌徒，也不是投机者，我们强调储蓄光荣，投资为什么就不能高尚？股民是二级市场上的衣食父母，是他们养活了交易所、中介机构和上市公司。

所以，要建立起公平的观念，制度变革的根本就是要建立公平正义的市场，监管者推行新政要秉持实现公平正义的指导思想。

理顺监管部门与市场关系

资本市场的监管上一直存在着“恣洋”和“恣权”情节，造成了照搬照抄和腐败的发生。监管者没有理清自身和市场的关系，发审委、核准制的实质就是审批，甚至比审批更严格。监管机构替股民选美，通常选了美却不负责，股民丧失了选择的自由，出了问题自己埋单。然而，监管并非审批，认为审批即监管的，就是混淆了计划经济和市场经济的本质要求。监管更多应强调抓坏人，而非替股民选美，因此要从实质审核向程序性审核过渡，处理好证监会，交易所、中介机构和保荐人之间的关系，做到责、权、利统一。

笔者主张要贯彻“监审分离、下放发审、真实供求、作实保荐”的十六字方针，推进发审制度改革。首先，要监审分离，下放发审，把审批权下放到交易所，证监会只监管两个交易所。证监会不直接选美，但可以有否决权。如果保留发审委，发审委就要承担责任。同时，还要真实供求，做实保荐，供求市场化是教育投资者最好的办法，要放开上市规模，比如一次放出五百个企业让投资人自己进行判断、选择，出了问题自担责任；同时，要严抓保荐人和中介机构，要学习香港对于洪良国际的做法，出了问题则罚款，重则吊销执

照，永远罚出场。

对一股独大进行管控

不论是国有还是民营，一股独大在中国上市公司中普遍存在，创业板95%的企业都是一股独大的家族企业，第一大股东上市前平均持股在56%，最高达98%，上市后也平均在45%，最严重的如雷曼光电等仍在70%以上。这些一股独大的家族企业，通过在二级市场高抛低吸，回避窗口期，等待解禁流通后减持套现，票面价格一块和三五十块的上市价格相比，再跌都可以赚到钱，这样的股票大量潜伏在中国资本市场中。

一级市场三高超募、腐败不公开、效率低下，二级市场上隐患潜伏，大小非减持的地雷遍地。因此，我们必须要在上市的人口堵住一股独大的隐患，上市公司的股权结构必须达标，上市后第一大股东持股不能超过33%，二级市场上不论国企还是家族企业，持股比例超过33%的大股东的减持价格要进行预设。要让包括广大股民在内的投资者表决确定第一大

股东转让股票的价格，这也解决了信息披露的问题，上市公司的股东只有通过努力创造良好的业绩才能将股票卖出。

我们的资本市场要走出一条属于自己的路，为股民负责，就应控制第一大股东的持股比例，家族公司必须改变持股结构，向现代公司转型。

公司治理结构与独立董事

上市公司的业绩是表面上的，治理结构才是问题的根源。目前，由于一股独大现象的存在，很多独立董事都是这些大股东控制的董事会推荐的，形成了怪圈——独立董事怎么能制约推荐他的人？因此，只有改变独立董事“花瓶”的现状，才能优化治理结构。

首先，要成立中国的独立董事公会。作为行业协会隶属于上市公司协会，制定独立董事的资格、标准和保护条例，保护独立董事的利益。要聘用独立董事可以从公会的档案里差额选举。这样就可以解决独立董事产生的问题，建立培养专业独立董事的

制度。

其次，独立董事须职业化。独立董事应该“有权，有钱，有闲”，是这个社会最受尊重的人。中国的独立董事不仅要有结业证，还要有资格证，而且要有超强的创造力，与律师、会计师等并立成为中国上市公司治理的中坚力量，提升企业的综合竞争力。

再次，就是独立董事的薪酬制度。要将独董分类，基本薪酬由上市公司出，但要采取行业标准，由独董公会制定，吸取保荐代表人的教训，不能仅有证书就能获得高额的年薪，如果上市公司没有任何问题，还应该有一个浮动薪酬，以防止独董薪酬过高或过低，差距过大。

最后，上市公司独立董事的培训要彻底离开交易所。独立董事在交易所的培训完全是形式主义，交易所单纯出于盈利的目的发证书，却没有实质的内容，这扭曲了独立董事设立的初衷，所以要彻底改造独董制度，完善上市公司的治理结构。

（作者系中国政法大学资本研究中心主任）

A股市场为何越改革越跌

安邦智库

中国A股正陷入一种奇怪的状态。在刚刚过去的7月里，上证指数下跌5.47%，表现全球倒数，亚太垫底，与中国经济仍为全球灯塔的身份绝不相符。统计显示，在这一个月的时间中，A股流通市值蒸发近8400亿，财富迅速流出。

若孤立地看待A股市场，指数的下跌可以有多种解释：经济减速、金融风险频频暴露、市场信心不振、流动性不足等，不一而足。但若横向比较，在相同的时间区间内，香港恒生指数上涨1.9%，英国富时100指数上涨1.57%，美国标普500录得1.26%的涨幅，甚至连危机缠身的意大利也仅仅下跌了2.94%，只是A股跌幅的一半多，我们很难将A股的下跌归咎于宏观经济方面的因素——这更可能是托辞。

于是，下跌的原因变得非常的简单，问题只能出在A股市场内部，源于市场制度的缺陷。A股市场由于历史原因，存在着先天不足。重融资，轻投资，内幕交易与老鼠仓遍地，把投资者当傻子圈钱”。但吊诡的是，2012年以来，证监会推出了一系列旨在改善A股市场制度环境的改革，从目前看来，似乎并未被市场认可，如泥牛入海般，没有掀起半点波澜。从年初至今，与资本市场的推陈出新同步，上证指数不升反跌，下跌了3.66%。

有评论称，股市越改革越跌意味着改革的失败，并将责任归咎于前后两任证监会主席，认为他们并未尽职。但在安邦智库团队看来，这种看法未免有失偏颇。毕竟，改革的得失不能仅以指数的涨跌而论，若如此，证监会直接救市得了，根本不用推动改革。平心而论，资本市场的改革功在当代，利在千秋，若能借改革让资本市场重归本位，从长期来看，A股市场自然能反映宏观经济的起落。但若只盯着短期，在旧力将消，新力未生之际，出现这种越改革越跌的“反常现象”，反而理所当然。

到目前为止，这一轮资本市场的改革主要在革除时弊，针对既往市场中所存在的问题，作出调整与补缺。不论是鼓励分红，还是降低新股发行市盈率，亦或是打击内幕交易，大多如此。这种调整降低了A股市场的投机属性，也因此挤出了此前在市场上兴风作浪的部分投机资金，与此同时，新的价值投资氛围还未形成，在这段空白期，A股市场缺乏热点，跌跌不休。游戏规则转换了，可玩家还没有适应。

比如治理新股发行价过高。数据显示，年初以来，沪深两市新股发行估值水平较去年同期显著下降，前6个月仅为去年同期的60%左右，证监会的改革初见成效。进入3季度后，新股发行市盈率进一步下滑，7月新上市的20只股平均市盈率仅为26.02倍，8月1日至今，继续下降至26.00倍，创2009年恢复新股发行以来新低。在此过程中，发行市盈率的缩水让市场炒新的热情不再，相应的，这部分资金退出市场，也让A股冷清了许多。

A股市场会否从此沉沦，再难吸引资金入驻？

其实也不用这样悲观。回归最根本的命题，股票的本质是一种剩余索取权，与上市公司的利润及分红密切相关。当前，宏观经济减速，企业度日艰难，业绩下降。再加上持续改革，挤出投机资金，股票市场变得不那么吸引人有其原因。倘若能趁这段低潮期，加紧推动资本市场改革，改善投资氛围，让市场回归本位，可以料想，当经济景气好转，企业业绩回暖，分红增加，市场自然会水涨船高。到那时，资本市场改革的红利才会完全释放。

更有可能发生的则是，随着资本市场改革的进一步深化，投资者对A股的信心回升，即使企业业绩还未真正回暖，也会有相当具有价值投资理念的资金，先知先觉地进驻。事实上，在这方面，国外的资金看得比国内更清楚，QFII额度几经扩大依然不够用，就是一例。

最终分析结论：越改革越跌，并非因为改革的失败，更可能是规则转换，但投资者还未适应的结果。我们相信，只要中国资本市场坚持既有的改革方向，让市场回归本位，真正担当起投资与融资之间的桥梁，而非单方面侧重上市公司与少数机构，随着中国经济景气程度的回升，A股也将迎来新的黄金时代。

中美股市比较 我们还缺什么



董登新

美国是世界第一大经济体，中国是世界第二大经济体。从国内生产总值(GDP)来看，按照国际货币基金组织(IMF)的计算口径，2011年美国GDP为15.09万亿美元，中国GDP为7.30万亿美元，大致相当于美国的1/2。

美国是世界第一大股市，中国是世界第二大股市。从国内市场股票总市值来看，2012年5月底，美国国内市场股票总市值为16.68万亿美元(不包括海外市场)，而中国大陆境内市场股票总市值为3.76万亿美元，尚不及美国的1/4。

市场规模差异：市场主导型PK银行主导型

2011年底，美国证券化率(股市总市值/GDP)为110.5%，而中国的证券化率仅为51.5%。两国证券化率指标的的巨大差异，主要原因在于两国金融体系结构不同。美国是(证券)市场主导型的金融体系，而中国则是银行主导型的金融体系。美国的企业融资主要依靠证券市场，而中国的企业融资则主要依赖银行信贷。因此，美国的银行业总资产只有11万亿美元略多，而中国的银行业总资产却已突破110万亿人民币，世界第一。

在(证券)市场主导型金融体系中，直接融资规模庞大，资本市场较为发达。相反，在银行主导型金融体系中，银行业规模十分庞大，而直接融资则相对低能、落后。相比之下，市场主导型金融体系的主要风险在于金融产品的衍生化(证券化)、杠杆化；而银行主导型金融体系的主要缺陷，则是银行放贷压力过大、银行风险过于集中，资本市场比较薄弱。

近5年来，中国有意识大力发展直接融资，以克制并平衡银行规模的无度扩张，股市与债市的不断扩容，

使银行主导型金融体系受到了前所未有的冲击。一方面，中国银行业的规模扩张已走向极致，累积风险不断增大，而资本市场不健全、不完善，尤其是公司债市场规模狭小，场外市场形同虚设，多层次资本市场残缺不全。

市场结构差异：机构市PK散户市

以美国市场为代表的西方成熟股市，其牛熊交替的运行格局一般表现为“慢牛短熊”，而中国股市则相反地表现为“快牛慢熊”。这其中最重要的原因之一，就是市场投资者结构存在重大差别。比方，美国股市就是典型的“机构市”，因为它拥有世界最大的共同基金群体，截至2011年6月30日，美国拥有8000多只共同基金，其净资产高达12.22万亿美元，占美国国内市场股票总市值的73%，这是美国股市最重要的机构投资者群体之一；与此同时，美国还拥有世界上规模最大的私人养老金(即我们常说的企业年金和职业年金)，截至2011年6月30日，美国私人养老金储备高达18万亿美元，超过了美国国内市场股票总市值，这同样也是美国股市的最重要机构投资者群体之一。在此，特别说明：美国社保基金总储备仅为2.6万亿美元，而且社保基金自设立以来一直不允许入市。正因如此，美国的共同基金与私人养老金共同构成了美国资本市场最坚实有力的两大类机构投资者，它们是美国资本市场(包括股市)的中流砥柱和重要支撑。

相比之下，中国股市则是一个典型的“散户市”。据证监会统计，据统计，2011年，在整个A股市场，自然人的交易量占85%以上，而且散户在新股认购中占发行股数的70%左右，在上市首日的交易散户中更是占99.8%的比例。散户市存在的主要原因，正是因为机构投资者力量的薄弱。

作为机构投资者，中国的证券投资基金及养老金储备规模都很小。截至2010年底，中国的证券投资基金虽然也有1000余只，但净资产仅为2.33万亿元人民币，全国社保基金及地方社保基金余额仅为2.4万亿元人民币，二者规模均不及中国股市总市值的1/10。力量如此单薄的机构投资者，很难成为股市的精神支柱，相反，在散户市的大格局中，这些机构投资者最终也沦为了

“散户市”，除了追涨杀跌，就是疯狂短炒，无法成为价值投资与组合投资的表率，相反，它们进一步强化了中国式的“快牛慢熊”。

市场功能导向：高新产业PK千年烧酒

美国股市既是美国经济的晴雨表，也是世界经济的晴雨表。因为美国股市上市公司的行业代表性及先进性，足以代表全世界。拥有一个多世纪历史的美国股市，培育出了世界一流品牌的跨国公司，它们占据了世界高科技的前沿和顶端，其中，包含了世界500强中的近200家企业，这些都是美国股市的代表或精英。

在中国，股市作为经济晴雨表，还有名不符实，因为中国股市尚未形成真正具有一流品牌价值效应的上市公司群体，它们还不足以代表中国经济的实力与发展方向。相比之下，百年花旗及IBM之流的跨国公司，是纽约证交所(NYSE)的方向及象征；世界的微软、英特尔及苹果，则是NASDAQ前进的方向与动力。然而，在中国，只有千年烧酒贵州茅台、五粮液、泸州老窖等白酒板块，才是中国股市的标杆和旗帜。

在中国式的“慢熊”中，唯一不倒的板块是白酒股，它们的股价甚至还创下了历史新高。美国的微软、英特尔、苹果、IBM的成果属于世界人民，而我们的茅台、五粮液则是属于中国专有的国粹，它们占领了有权有势国人的口味和肠胃。千年烧酒代表中国股市的自身实力，而高科技、高端服务业则代表了美国股市的世界实力。股市是经济的晴雨表，中美经济实力的差别，大概就源于此。

除了绝对垄断行业，任何行业暴利都是不可持续的。因为暴利引致最直接的后果，就是产能大扩张，产量大跃进。2012年将是烧酒行业的拐点，今年是白酒酿造业的最后晚餐。

产能过剩与资本过剩，双双困扰中国，这是世纪难题。经济转型、结构调整、产业升级，包括民族企业走出去，都已成为大势所趋。中国股民历来不喜欢大盘股，却偏好炒小、炒新、炒差，这是“快牛”心态的最直接体现。如果有一天，中国投资者开始转向偏好大盘蓝筹股，那么，中国式“快牛慢熊”转向西方式“慢牛短熊”，也就大有希望，市场成熟之说也就指日可待。

（作者系武汉科技大学金融证券研究所所长）

众说纷纭

雨津人家：拯救股市关键不在于出几条救市措施，比如，暂时停发新股、降印花税、降降息、忽悠更多长期资金投入市。这些措施过去多次使用，事实证明是解决不了根本问题的，相反，还套住了更多的入市者。股市长期不振的根本原因，是以上市公司为代表的融资利益共沾集体，长期专注于融资利益最大化，无视诚信回报的基本义务，导致大多数长期投资者无法获得合理回报。

吴智钢：A股市场的弊端在于其诞生以来并没有与时俱进。当初定位于“为国企改革服务，为改革开放服务”的融资平台，至今仍然保留“融资唯一”的不可持续思维。A股市场出生以来，中国经济20多年来已经发生翻天覆地的变化，而A股市场“只讲融资功能，不讲投资功能”的思路从未改变过。这是A股市场“熊冠全球”的根本原因；这也是A股市场始终不能成为中国宏观经济身边的那条狗的根本原因。有些人说新股发行和股市涨跌无关，这无异于说供求关系与价格变化无关。持有这种观点的人，如果不是无知，那就是邀宠。一直有人以“新股发行市场化”说事，如果管理层真的要实行新股发行市场化，那么，请取消审核制，让企业自由上市、自主定价。伪市场化的那一套，始终是利益集团暴富和权利寻租的遮羞布而已。不承认这一点，不改革这一点，A股市场就无法崛起。

边绪宝：假如没有郭树清的新政，为股市摇旗呐喊，松绑券商，股市早就跌破2000点。股市硬起来，一方面，宏观经济

必须好转，这是根本，否则，上市公司盈利从何而来？其次，新股发行实行计划生育，主板、中小板，创业板、地方产权、新三板……资金分流严重，股票严重供过于求。如此看来，股票市场走强，不易。

赵迎仿：中国股市只有投机，不存在价值投资，主要原因是上市公司分红太小气。即使有分红的公司，盘子都够大，看似很高的分红比例，落到二级市场散户头上，不过每股几分钱的红利，还要缴20%的红利税。在这样的情况下，散户只有选择投机，追涨杀跌。谁要咱们散户没有机会以1元的成本购买到原始股呢？目前疲弱的A股市场，最需要的是人气。

肖国元：中国股市只是中国经济的一部分，股市怎么样，完全不是它自己的事。因此，严格说来，只有中国经济好转了，中国股市才有救。只有上市公司奔“百年老店”而去，投资才能有盼头。除却这些，所谓的“拯救”不过是治标伤风感冒。

彭德培：现在的中国市场经济已经发展到一定阶段，“摸着石头过河”的模式是否还适用值得思考。成熟的理论和法律规范应该成为中国市场经济的护卫者，那种粗放的管理模式和法律规范已经成为阻碍中国市场经济发展的拦路石！

刘良文：很多人说股市孱弱的根源在新股的不断增发和上市公司的不断扩容，我觉得还有一点也很重要，就是中国股市始终处于行政权力主导之下，“裁判员”与“运动员”角色混淆，寻租无法避免，更难以保证上市公司质量。重上市、轻管制，重筹资、轻回报的状况没有改观。