

## 拿什么拯救你，中国股市

### 寻找振兴中国股市方略大讨论（7）

证券时报  新浪财经 联合主办

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

# 平衡投融资者利益是股市发展之本



李大霄

中国股市经过 20 多年的发展，国民经济的主体部分基本完成上市，A 股总市值达到 25 万亿以上，证券化率超过 60%。现在的新问题是股票市场的吸引力明显降低，市场资金大量流向房地产、银行理财产品、黄金白银、农产品、中药及艺术品。如何提高股票市场对投资者的吸引力？股票市场功能应该为融资者还是投资者服务？厘清这些问题很有必要。近期，证券时报和新浪财经联合发起“拿什么拯救你，中国股市”大讨论，借此机会提出我的看法与大家一起交流。

## 平衡融资者与投资者利益才能长远发展

股票市场政策应该偏向投资者还是融资者？偏向融资者的好处是让企业得利，支持其发展，吸引上市资源；不利之处是投资者成为纯粹的奉献者。这是涸泽而渔的方法，长此以往会造成证券市场吸引力降低。而偏向投资者的好处是让投资者得到价廉物美的股票，让投资股票成为稳定的、保值增值的工具，从而吸引越来越多的投资者或投资资金进场；不利之处是股票市场对拟上市公司的吸引力下降。所以保持二者平衡才是根本。

股票二级市场价格偏高对融资者有利而对投资者不利。如果想要价格合理，就应该设计出一个多空都能赚钱的机制以达到平衡。我国股市发展的前

20 年，由于融资方力量较强大而投资方力量弱小，一直只有做多的机制，而且退市机制的不力使平均股价远高于成熟市场，A 股市场整体融资价值很高而投资价值较低。

目前，从一些稳健需求较高的资金如社保、保险及企业年金在逐渐加大投资比例，投资者的力量逐渐从非常弱小到不断增强的趋势来看，投资方的砝码在慢慢增加。

## 大股东供过于求 需积极政策推动买方入场

成熟市场从首次公开募股（IPO）及二级市场定价两方面解决了定价问题。中性的定价政策使得定价合理，市场供求关系自然平衡。而经过长时间的优胜劣汰，培养出浓厚的股权文化，股市对投资者的吸引力较高。我们的市场是一个非市场化起步的产物，立即转为完全市场化发行会造成灾难性后果。逐步实现市场化，渐进式的改革是最优选择。

作为市场主体的大股票已经成为投资的天堂和融资者的鸡肋。从 2010 年股指期货的出台时间判断，不考虑推出难度而只考虑推出意愿的话，起码可以得出一个结论：以 300 指数为代表的股票其市场政策取向已经由前 20 年高价阶段逐渐转为中性定价的初级阶段。从融资融券推进的速度来看，由于标的只是限于上证 50 指数及深证成指的分股，转为中性股价政策取向的目标只

限于指数股。

中石油由 48 元每股到 8 元每股及优质公司农业银行的无情破发都表明，市场力量已初步形成对大股票的价格制约，大股票的发行因市场力量的制约变得吸引力相对不足，成为融资者的鸡肋。以近段时间的低位 2132 点计算，大盘股平均的静态 PE 仅 12 倍左右，动态 PE 不到 10 倍，PB 不到 2 倍。从股息率来看，2011 年沪深 300 指数的 PE 为 10.11，按现金分红占净利润的比例 26% 的低水平计算，股息率为 2.34%。美国标准普尔 500 指数成分股 PE 为 13，股息率为 2.12%，沪深 300 指数股息率已高出标普成分股股息率，显示出以大盘蓝筹为代表的股票具备较强的投资价值，以 1 月 6 日上证综指 2132 点、中证流通 000902.SH）2572 点对应的优质公司呈现出钻石般投资价值。

近期大型股票大股东及高管纷纷增持，特别是汇金公司的第三次出手，是继社保基金、保险基金之后的非常重要的积极股市政策干预信号，政策底部已经出现。我认为，6124 点需要淡泊，1664 点需要勇气，而钻石底需要信念。增强股市吸引力成为非常紧迫的工作。

重塑股市形象、增强股市吸引力成为非常紧迫的工作。可以用加大回购力度、加大社保、保险等长期资金投资及企业年金入市力度、提高股票分红力度、培养股东文化、加大对投资者的税收减免力度等举措来恢复股票市场活力。

在提高回报是长期目标的前提下，什么是短期迅速提高市场吸引力的方法？用降低印花税及降低红利税的方法可以起到立竿见影的效果。进入成本降低可以提高赚钱的可能性。而定投则是一个比较好的降低成本的习惯，类似 401K 的计划是比较好的实施方案，能使投资成本在平均水平之下。401K 计划是用延缓税收之优惠手段使大量的资金非常稳定且源源不断地进入市场，长期资金来源得以保证，而退休资金的性质也从社会稳定的高度促进了让投资赚钱这一思路的强化。香港 RQFII 开始实施，亦是稳定市场的正面利好。

## 小股票价格偏高 是天堂也是陷阱

由于小股票双向交易工具没有推

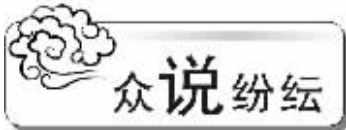
出，退市制度的推出缓慢，加上 A 股全球数量最多（超过 1.3 亿）的交易者，10%-20% 的创业板开户数对应着不足 1% 的初期股票量，实现了在开盘初期以 120 倍 PE 的价格交易，远超 2007 年新高。而大量顺势而为的小企业兴奋地以接近 100 倍 PE 的价格大量出售，刚刚接受完 48 元中石油教育的交易者不明就里地再度接过接力棒，这就是现在及将来的主要问题。虽然前段时间大量的破发已部分纠正过高的定价，但这并非真正的解决之道。从政策取向、发行环节对中小股票进行理性定位显得非常有必要。

## 让投资者买到 价格公道的新股

如何让投资者购买新股赚钱？一个公道合理的发行价及上市价是关键。让发行价及上市价公道的方法很多。第一种是将控制好总量由分散发行变为集中发行，价格过高者自然发不出，达到降低发行价的目的。第二种是先发行，延后数月或者更长时间上市，用加大打新者风险的方法控制发行价。第三种是抑制新股爆炒，进行总量控制（此点非常重要，要不然会出大问题）。把分散上市变为集中上市，这样可以实现控制新股的上市价格。因为数量一多，交易者谁都没有多少兴趣爆炒。

**结束语：**相对房地产、黄金等价格高高在上的其它资产，长时间停留在低位而且规模庞大的优质蓝筹股的投资价值凸显。数量庞大的优质股票全流通渐渐完成，大规模投资行为不造成股市巨幅波动成为可能，这是中国股市从未有过的局面，从担心泡沫的稳健型政策为主转向积极股市政策的基础已经具备。估值底部及强有力的政策底部助推市场底部形成，2572 点附近极有可能成为较长时间的低位。非常重要的大环境是中国经济的高速成长，保证了大量的中国企业有广阔的发展空间，给股票市场外国资金提供了巨大的财富增值空间，只能用善待投资者的方法才能把资金吸引过来。

（作者为中国证券业协会证券分析师委员会及投资顾问委员会委员、英大证券研究所所长）



## 中国股市正本清源两步论

新浪网友

人们常说的“股市是经济的晴雨表”，在中国已成为笑话。这只能反过来验证两点：一是中国股市存在内生缺陷，二是经济增长质量低劣。

因此，拯救股市仍需要先拯救中国经济，尤其是提高中国经济的质量。前 30 年中国经济依靠生产要素简单堆砌的增长实际在 2008 年即已走到尽头，目前实体经济的瓶颈主要已在供给端，国内企业普遍面临技术的硬约束。低技术壁垒的过剩产能充斥着各行各业，真正能打造中国制造竞争力的投资项目非常匮乏。在此背景下，IPO 和再融资众多“劣质”的募投项目异常刺眼。

回到股市本身上来，股市存在的要义为优化资源配置，即通过市场把资金配置到能产生最大效益的项目上，因此融资于股市而言是题中应有之义，本无可厚非。但如果无节制地融资，仅凭粗制劣造的“故事”就能从市场恣意拿钱，则市场就变成设局者的猎场、财富掠夺的盛宴。

证券监管部门不妨对近 5 年融资项目和超募资金做个调研，看看多少融资项目如期启动并实现预期收益，多少又趴在账户中睡觉。因此，中国股市正本清源的第一步就是遏制肆意圈钱。

首先，根据募投项目所需资金决定发行股数，而不是人为设定发行股数，没有募投项目者可以存量发行；其次，IPO 和再融资审核重

点应放在募投项目是否可行，近几年，刚好相反，IPO 审核方面逐步淡化募集资金投资项目的审核，因为募投项目被否现在几乎已不存在，实际上是在鼓励发行人和保荐机构设局圈钱；再者，加大保荐机构的责任。

鉴于保荐机构容易与发行人缔结为利益共同体，需要修改保荐管理办法。持续督导期至募投项目投产后两个完整年度，同时但凡募集资金变更用途达到 1/2 以上者或者项目进度滞后 2 年以上者，保荐代表人撤销资格，保荐机构暂停 6 个月业务资质；募投项目投产后连续 2 年效益低于招股书中预测数的 50%，对保荐机构处以相当于数倍于两年盈利缺口的罚款充实投资者保护基金，严重者暂停 1 年业务资质。如果上市公司前次募集资金出现上述情形，则停止其再融资资格。

与此相适应，建立健全证券民事集体诉讼追偿制度。针对发行人大股东，一旦发现募投项目出现上述情形，二级市场投资者可以发起民事集体诉讼。

股市正本清源的第二步，就是现有制度优化前提下确保其在阳光下切实履行。监管者只需要当好看门人，完善现有制度并坚决贯彻之。不少人建议股市推倒重来，其实大可不必。罗马城非一日之功，推倒之后也不会新来一个完美无瑕的市场。历经二十多年的发展，中国 A 股市场的制度体系已经相对完备。现阶段需要的只是微调，遏制无序融资、肆意圈钱行为即可。于监管层而言，改革不是朝令夕改。制度的作用是给市场参与者明确的预期。

## 我们要修正自己的投资法则

吴飞

股市投资，买入股票的正途，是拿出真金白银和看好的公司合伙做生意，利润来源于公司的业务发展、利润的增长，而不是追涨杀跌，赌博般地吃差价，否则无一例外地会走入魔窟，陷入无数的迷团与诡计之中。正所谓做人要和成功人士为伍，买股票也要买业绩好、价格合理的股票，而要摒弃那些整天上蹿下跳，业绩一塌糊涂的股票，只有走正途才能走的路更远，更稳，而天天想着一夜暴富，走捷径、邪路，则往往落入无底深渊。

回顾世界上著名的投资大家，无一不是依靠着价值投资，长期投资致富，著名的有巴菲特、彼得林奇、国人则有李嘉诚等等，而依靠短线投资发家致富的，无一不像大作手李费佛那样，像一颗流星一般闪亮划过却最终消逝。

因此，对于中国低迷的股市，笔者开出了两个药方：第一个，就是管理制度的不断完善，严厉打击内幕交易，打击虚假交易，打击操纵股价的行为，督促并建设一个完善的环境，促进各上市公司加强管理，诚信经营；第二个，我们要培育、端正、修正自己的投资法则和投资思路，从偏路邪路返回到正途上，坚持价值投资，坚持长期投资，而不是追求短线交易，追涨杀跌，这样我们才能又稳又好地实现资金的安全长期增值，同时也会间接地影响到市场上的投资风气。惟其如此，我们才会实现股市资产的保值增值。

## 监管层要管好进口和出口

官建益

在笔者看来，解决股市问题的关键是监管层要管好上市公司的“进口”与“出口”两个环节。

一、防止企业恶意圈钱。拟 IPO 的公司，应先通过发行可转债融资，通过这种方式运行两到三年，赢得投资者信赖后可以顺利转股上市。这样再也没有摇新股的食利族，也没有爆炒新股的超级投机客，市场上新上来的公司都是获得投资者认可的好公司。如果不愿意发债的中小公司也可去新三板，经过市场两到三年的考察，达到相关条件的优秀公司可以转到主板或创业板上市。通过以上途径，既可以完成融资，也可以提供优质的上市

公司，还可以避免恶意投机的风气，同时市场获得了暂时修养生息的机会，证监会给方方面面都有了交代，可谓管好了“进口”。

二、从严查施退市机制，绝不手软。退市最大的问题是重组问题，在这一点上只需要立出新规即可，应规定凡是想通过第三方重组的上市公司，需要先退市，再重组，重组好后符合上市条件的再上市。这就严重打击了重组猫腻。对符合退市条件的公司应坚决清退，与此同时大股东资产优先赔偿小股东损失，不能一退了之。这样就解决了“出口”问题。

作为市场监管者，证监会不要去管投资者买何种股票，这是投资者的事情；也千万不要去救市，这是市场自身的事情。证监会的责任就是监管。

# 严打失信行为 设立专门证券法庭

熊锦秋

借新浪财经与证券时报联合开展“拿什么拯救你，中国股市”大讨论之机，笔者提出以下几点建议。

**一、加大对企业失信行为的打击力度。**美国《萨班斯法案》第 906 节关于公司高管人员不能保证公司定期财务报告真实性，最高可以处以 20 年有期徒刑的规定，与美国持枪抢劫的最高刑罚相同，也就是说，财务造假等同于持枪抢劫。美国等成熟市场民事诉讼得以进行的一个重要原因就是有强大的刑事责任作后盾，许多董事和高管在刑事责任的威慑下更倾向于通过民事诉讼私了。

我国《刑法》第一百六十一条规定的“违规披露、不披露重要信息罪”最重刑期为三年，第一百六十条规定的“欺诈发行股票、债券罪”量刑最多也只有 5 年，这些刑事处罚威胁太小，理应加重对有关违法行为的刑期处罚。

另外，笔者建议在北京、上海、深圳三地建立三个专门的证券法庭，专门对证券刑事和民事案件进行审判，规定证券案件实行异地审理制度，破除司法地方保护。

**二、落实中介机构责任。**在新股询价发行中，经过“询价与定价”程序确定新股发行价后，规定由参与上市中介业务的承销商、会计师、律师按发行定价自行认购发行总额 20% 左右的股票，

并设置两年左右的限售期，剩余部分再向各类投资者公开发售。如此，中介机构过度包装上市公司等于自己害自己，过度包装现象将可根治，也可打消一些公司造假上市圈钱念头，发行市场将会自动趋冷。

**三、在公募基金改革治理制度之前，暂停偏股型的新基金发行。**公募基金在市场享有市场主体地位，但由于基金治理制度的缺失，基金管理人并没有把公募基金份额真正当成是自己的钱，由此基金投资行为并非正常市场主体所应有行为，使得市场在一定程度变成伪市场。

比如，基金为新股发行捧场造成发行“三高”，众多基金在一些中小盘投机股中扎堆影响股价，社保基金委托公募基金公司运作的投资组合也有类似问题。除非通过制度改革，促使基金管理人利益与基民利益方向一致，成为一个名副其实的真正投资主体，否则越多的基金入市，对市场正常功能的干扰和危害越大，越穿越生现象也将愈演愈烈。

另外，对于目前存量公募基金，由于契约型治理架构基本剥夺了基民参与基金治理权利，应建立单独的基金治理载体比如基金董事会，由基民或其代理人参与，加强对基金管理人的约束与监督，防范基金管理人利益输送等违规行为。

**四、坚决叫停借壳上市做法。**目前

的退市制度应该说已经有了一定刚性，关键是借壳上市的保留，使得上市公司在真正触及这些退市标准前，企业就可通过借壳上市规避退市，那所有的严苛退市标准就有可能成为摆设。只有熄灭劣质公司的重组预期，才能完善我国的退市制度。

借壳上市是内幕交易和市场操纵的温床，要约束其中的违法违规行为难比登天，监管者的监管能力很难跟上，既然缺乏对借壳重组的驾驭能力，目前阶段就理应封死借壳通道。

笔者建议：《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》第二十八条列举了包括借壳重组在内的一些重大资产重组事项需要证监会并购重组委审核，可以规定，一旦上市公司要实行上述重大资产重组，无论公司基本面如何，一律先行退市，要重新上市需走 IPO 通道。当然只要不构成上述重大资产重组，上市公司一般类型的资产重组还是允许的，此类重组不需要自行退市，因为这些重组不会导致公司基本面的重大变化，不容易引起股票爆炒和内幕交易等违法违规行为。这样，就可杜绝上市公司的上市内容随便变化，防止上市公司偷梁换柱破坏市场起码的游戏规则。

**五、完善上市公司分红制度。**首先，取消红利税。其次，在证监会《关于进一步落实上市公司现金分红有关事