



## 拿什么拯救你，中国股市 寻找振兴中国股市方略大讨论(12)

证券时报 新浪财经 联合主办

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

# 中国股市应走自我救赎之道

沈凌

最近一段时间，中国股市极端低迷，证券时报与新浪财经联合发起了“拯救股市”的大讨论。9月7日股市大涨，有人觉得股市已经自我救赎，至少是开始了自我救赎。其实不然。

中国的市场化改革，一直在国家力量和市场力量之间博弈。总体来讲，是一个国家力量不断退却，市场力量不断壮大的过程。当然，我们也能看到在历史的某个时点，或者某些行业，会出现国进民退的现象。资本市场也是如此。中国的股市最初是为了给国有企业融资而开设的，这个初衷无可厚非。很多人对比欧美发达国家的资本市场，批评我们的市场重融资而轻回报。其实这是不客观的。很多人都注意到了一个奇怪的现象：就是在过去二十几年的中国股市里，有不少的几个坚持现金分红的上市公司，但它们的估值并不高。这说明了什么？无非是告诉我们：早期参与股市的投资者，并不看重上市公司的分红回报。既然投资者都不在乎融资者的分红，那么为什么融资者要把大量的利润拿来分红呢？这是一个很现实的问题。资本市场上并没有道德的血液，大

家都是逐利的。

那么我们能像很多市场批评人士那样认为：中国的投资者特别的成熟吗？这也是似是而非的观点。表面上看，中国的股民不看重分红回报，喜欢博取短期价差。而这种短期价差实际上整体而言是一个零和游戏。如果扣除手续费，和中国市场的制度性缺陷，总体收益还是负数。这也是为什么有经济学家讲中国股市是一个赌场，甚至是连赌场都不如的原因所在。但是经济学告诉我们：每一个投资者都是理性的。没有一个人会为了输钱而进入资本市场。那么应该如何看待中国的投资者呢？这其实是和我们的渐进性改革分不开的。

我们的资本市场是逐步建立起来的，一开始市场容量很小，是一个试验场。既然容量那么小，对于融资者来讲，只需要吸引社会上最喜欢风险的那一小撮投资者就可以了。我们这个社会中的每一个投资者都有不同的风险偏好：有的人特别喜欢冒险，或许有1%的希望都会愿意去试一试；而另外有一些人特别不喜欢风险，他们宁愿获取固定回报。对于初期的中国股市来讲，其参与者都是愿意通过短期交易而获

利的风险爱好者。他们其实就像参与赌场一样地参与到初创的中国股市中来。因此，理性的股市融资者也会投其所好，尽量让股价波动频繁，而不在意每年的分红回报有多少。

既然在初期的中国股市上，融资者是那么有利可图，他们可以不需提供回报就获得大量资本，那么上市的权利也就变得炙手可热。很多人建议减少股票的供给量或者暂停新股上市，这都是违背市场原则的。因为现在的新股并不是发不出去，很多新股上市都能高价开盘，为什么要暂停上市呢？就像有一个商品供不应求，却有人要求该商品停止销售一样，这显然滑稽可笑。

当然，新股的大量上市，会逐步给二级市场带来压力。融资者的能力渐渐下降。这就倒逼融资者注重投资者回报，从而吸引更多不同风险偏好者设计了不同的产品。比如现在浙江的民间借贷市场上，10万以上的定期存款，就可以获得远高于银行利息的“贴息”，100万以上的存款，其固定无风险回报早已高达6%-7%。即使我们的蓝筹股分红50%，那么10倍市盈率的分红回报也只有5%，怎么可能吸引广大的风险偏好型投资者呢？

如果这个股票市场是中国唯一的一个资本市场，我们本来可以预期这样的一个渐进的发展过

程。但是中国的市场化改革还有一个趋势，就是民营力量在市场化过程中逐步壮大。这个趋势在金融市场上的表现，就是民间借贷市场的逐步扩大。最近一段时间，随着经济形势的恶化，各种被高利贷逼迫而破产的企业新闻充斥于耳。好像民营企业都是不理性的经济人，明知道高利贷是毒药还要往下喝。而事实是：过去几十年中国民营企业的超常规发展，都是依赖了这样的民间借贷市场而发展起来的。尽管政府很少给予民间借贷以阳光下的帮助，但是市场的力量还是在这个阴暗角落得到了真实的体现。绝大部分时间内，所谓的“高利贷”给予了民营经济以相当正面的支持和帮助。否则很难理解为什么那么多的民间资金愿意参与其中。民间借贷的中介人其实是真正的金融家，他们针对不同风险偏好者设计了不同的产品。比如现在浙江的民间借贷市场上，10万以上的定期存款，就可以获得远高于银行利息的“贴息”，100万以上的存款，其固定无风险回报早已高达6%-7%。即使我们的蓝筹股分红50%，那么10倍市盈率的分红回报也只有5%，怎么可能吸引广大的风险偏好型投资者呢？

所以，针对最近一段时间的股市下降，很多人都在股市的制

度建设上讨论问题，忘记了跳出股市本身，在更大范围的资本市场上来看一看，如今的股市究竟在各种资本市场的竞争中有什么样的优势？国家垄断的股票市场，和民间借贷市场的竞争中，能够有什么样的优势？推倒重来也好，重新装修也好，都不是你一家说了算的，最终还是要看竞争中决定谁笑到最后。我们与在这里讨论应该如何拯救股市，不如预期一下，我们的股市会如何演变？

从上面的分析我们可以看到，市场化的进程是一个最终决定性的因素。我们的经济增长，结构演化，都是在这个总的框架下的具体表现。资本市场究竟是如何的一个结构，取决于政府在制度建设上能不能优于民间力量。打压民间借贷，维护垄断地位是方案一；发展民间借贷，让其阳光化，从而促进竞争是方案二；一边打压，一边强化制度建设，让股票市场有足够的吸引力，是方案三。股市的每一波大牛市都是新投资者参与的结果。所以，每一次拿出来多少制度创新和完善程度，是我们判断新一轮牛市成立与否的依据。如果仅仅是放松一下银根，即使股指短期内上涨了，还是会跌回原形。股市无人能救，也无须救赎，自助者人助之。

(作者系华东理工大学商学院教师)

## 以IPO审核空窗期为契机 推动新股发行改革深入

李季先

就如中国内地证券史上前七个IPO审核“空窗期”一样，至今仍在持续的史上第八个IPO审核“空窗期”同样在考验着监管者的智慧。据报道，8月份A股IPO企业惊现零会上。

统计显示，整个8月与IPO审核制度改革直接相关的文件近乎全部缺位，监管部门除持续表达尊重市场化原则不会暂停IPO外，在具体的制度建构方面，譬如此前热传的IPO申报受理即披露、发审委票决“阳光化”、IPO公众监督制度化等政策方面，要么延后，要么继续处于讨论阶段，无一正式文件出台。

IPO制度改革与IPO审核同样处于“断档空窗期”，这与投资者强烈要求IPO制度立即进行改革的呼声形成了极大落差。

与所有事物必须回归其本来、常态一样，对于IPO审核来说，审核回归常态亦是其应有之义，有其法律上的正当性。考虑到当下的市况及IPO企业的整体特殊性，在这里，笔者不想争辩IPO审核“空窗期”结束、IPO回归正常的是与非，也不想拿既有的市场经验将其简单比对应后作为“狼来了”的证据，即使在目前A股脆弱急需各方积极呵护的市况下。

毕竟，在目前市况下IPO审核正常化可能算不上好事，可至少也不是什么“洪水猛兽”。如果择机得当，化不利为有利，在审核回归正常之际，善用IPO重启前的“空窗期”制度革新时间窗口，珍惜来之不易的“弱

市”IPO制度重塑和改革深入机会，甚至会因此将此次IPO“空窗期”变成市场转机的“美事一桩”也说不定。

以当下投资者最关心的发审改革为例，既然发行审核方向已经由实质审核转向形式审核、由盈利能力及业绩成长性的实质审核转向信息披露的真实完整性审核，那么对发审委员“选美式”和“奖励式”的所谓“高富帅”发审委员遴选，相对于其先天临时性的组织缺陷所带来的制度寻租后果，是否还有现实意义及制度正当性？再如，如果继续保留目前发审委的组织体系，那么要维护市场公正和投资者的利益，IPO审核流程及票决结果的完全阳光化、法制化就必须立即提上改革议程。

事实上，在现有法律体制下，由于IPO发行审核后拟上市企业一旦成功上市即具有不可逆性，即使事后发现了其违法欺诈上市的明确证据，因为没有强有力的配套执行措施，也难以形成有效的追责约束机制和对投资者救济的有效机制。这决定了在目前IPO审核“空窗期”具有特殊的制度革新意义——在IPO“空窗期”结束前，尽量借机制度革新，通过制定一些关键性的制度，譬如对IPO票决情况及理由公开化、落实IPO发审的重大“失察”事后责任追究制度、尽快取消虚假陈述司法责任追究的处罚前置程序等，以便警钟长鸣、“防患于未然”，将IPO风险尤其是对投资者的侵害降至最低；而不是仅仅将IPO“空窗期”看做是一个IPO市场化或对IPO行政指导的临时性应对措施，被动对待。

(作者系盈科律师事务所高级合伙人)

# 治疗中国股市不能寄望于T+0

王家国

从今年两会期间有委员提出恢复中国股市的T+0制度以来，人们关于这项交易制度的关注与讨论越来越多。事实上，T+0并不是治疗中国股市的良策，因为一个简单的事实不可争辩，即在投资中造成股民损失的，不是因为没机会卖出股票，而是因为天天持有它甚至天天满仓，直到亏得绝望时才卖掉。

T+0制度充其量只是一个改变交易间隔时长的制度，亦即交易频率问题，它其实是一个工具性的次要问题，而非根源性问题，故不足以救市或治市。而中国股市中实质性的主要问题是源头上不干净和制度上不健全。

具体说来，源头问题大体可以从三个方面理解：一是权力部门，即IPO环节出了问题，权力寻租现象导致部分劣质企业上市，同时，为企业输血的功能定位注定了股市主体间的平等与交易行为的恶性投机；二是参与发行的既得利益机构，他们利用职权之便与公司合谋，在定价机制与公司包装上做手脚来损害股民；三是公司本身过度包装以及缺乏社会责任，只图圈钱不思回报。许多公司，在IPO前打扮得像仙女一样，什么“亚洲最赚钱公司”，什么“美国FDA认证”，什么“高铁安全监控系统产品龙头”，什么“乙肝疫苗龙头”，不一而足，但结果呢？再随便打开一个从2011年以来上市后的股票，有哪只股票是上市以后被二级市场普遍看好而一路上涨的呢？凤毛麟角！如果中国A股充满类似微软、可口可乐那样的优秀公司，你再看看股民们还

是否在乎股票交易是T+0还是T+100。

这种源头上的不干净，其本质是权力与法治之间的关系问题，说到底是一个制度的设计与实现问题。权力的不透明运行，带来很多负面效应，最重要的有两个，即搅浑水源与破坏法治。搅浑水源是指由于权力的不合法使用，造成上市公司的品质整体下降，圈钱之风盛行而不思回馈社会，融资功能实现而回馈社会的功能缺失。这些现象，进一步造成了中国股市缺少投资价值，人们愤而转向投机，由此造成更多的投资乱象。破坏法治是指以权代法，以政策压法，破坏法律的权威性行政过程中的腐败。

除了官方的权力约束之外，更重要的一块是要对上市公司的权力进行约束。如果上市公司整体质量高、社会责任感强、投资回馈功能强大，则出现一点官权腐败也不会太影响一个证券市场的整体交易质量。但现在的A股核心问题在于，上市公司的权力过大，且目前的《证券法》对此基本没有约束或有约束却太弱。

上市公司的权力，具体表现在上市环节、公司运营与信息披露环节、向投资者回报环节上。整体说来这就是个卖方市场，上市公司以绝对优势地位把公司的股票卖给投资者，可以肆意地包装、多次隐匿重大信息或故意多次修改所披露信息、公布虚假信息甚至与庄共谋、铁公鸡公司只圈钱不回报，偶尔有回报也是每10股送2毛钱还含税。对于这些问题的，新一届管理层已经着手改革，但仅限于倡导或鼓励是不够的，因为资本的本性就是逐

利而不是办社会福利事业。唯一正确有效的办法就是制度建设，改变目前《证券法》的重资本发展、轻社会民生的色彩，强化资本的社会造福与回馈功能，通过制度变革来实现公平公正。比如，目前对于包装上市的公司或虚假信息、财务造假等的处理办法是罚款甚至谴责，这种处罚力度或制度结构是远远不够的。要对严重包装、造假或恶意信披行为作“死刑”式处理，比如对于包装上市的公司上市后的任何时候一旦事发，则以证券欺诈罪追究刑事责任，同时宣布公司倒闭且上市行为不成立，从而可以追究公司发起人的无限责任，恢复投资者财产原状即对所有投资者作原价赔偿和利息补偿。再比如，对于常年不分红或分红极低的公司给予警告，连续三次警告后给予ST并遵照现行ST制度执行后事退市制度。如此立法，则不达标企业就不敢轻易谋求上市，更不敢包装上市，上市后也不会对投资者不思回报，这样也就恢复了股市的投资功能，同时也培育了回馈功能，在上述两大功能辅助下，实现资本市场的良性融资功能。若果真如此制度化，则IPO自然可以不要审核，证监会回归到监管的职责上来，郭主席的那个“不审不行”的命题就可以得到肯定答案。

其实，T+1制度面世至今也有十几个年头了。当年中国刚开设股票交易市场时，也是按照T+0交易的，没有T+1这一交易制度，某年的某一天，管理层鉴于股市波动幅度太大给股民造成伤害太深，当时炒作投机成风导致股民亏损惨重，家破人亡、跳楼自杀的大有人在的实际情况，才推出了T+1交易制度改革。并且我们不要忘记，当时还附加了另一项改革，即增加了涨跌幅度的限制(普通股每天涨

跌幅不超过10%)。回顾往昔不难发现，其实这项改革的初衷恰恰是为了抑制投机，而如今我们却再度要求恢复它，请问该提议的用意又何在？

坦率地讲，恢复T+0就会进一步增强股民的投机心理与机会，就会带来更大的伤害，这种后果是惨烈的。其实，这种增强投机机会与氛围的制度要越少越好，毕竟绝大多数股民是不成熟的，或者说不理性的，在投资知识与风险防范能力上是十分欠缺的。他们只抱着个赚钱的美好愿望而来，结果发现这里根本不是随便可以赚钱的地方，发现股市不是福利院，而是资本弱肉强食的战场。我们甚至可以打个比方，T+0与T+1的关系，就像两个枪手在决斗，表面上比的是谁拔枪快，但遗憾的是，你拔枪虽快但枪法很差，而对方慢一秒出枪却能百发百中、一招毙命。在漫长的对决中，谁更占优势？

其实，退一步讲，T+0制度在中国资本市场中也不是没有，比如在权证、黄金交易与期货、股指期货中就有，而且天天有人应用它。那么试问，你如此推崇T+0，总感觉T+1制度是阻碍你发财的唯一障碍，那么请问：你在权证、黄金、股指期货交易中暴赚过吗？遗憾的是，依我们此前的数据统计显示，T+0制度下的权证交易依然是绝大多数人赔钱的游戏，而且很多人赔得血本无归。所以，既然上述那么多的T+0交易项目中你也不能赚到钱，又凭什么相信自己在A股中恢复T+0后就可以赚钱？其实，人们只要细心地去做个实地调研，就不会提出这种低级、华而不实的问题了，但很多投资者却偏偏不爱做这种基础性的工作。我们的调研发现，做黄金交易与股指期货的投资者，亏

损面要比做股票的投资者要严重得多，有的甚至近亿家产在半年内灰飞烟灭，倾家荡产。而统计显示，做股票的人当中，这种极端例子即巨亏的情形还不多，若深套后充其量就是死守装傻，不会爆仓，等几年总有涨回来的希望。所以，中国股市今天之所以有这么棘手的问题，其根源并不在于交易的时间规则，而在于源头上不干净，在于圈钱市的本性与不分红，最终在于实体经济制度性不平等。

有人甚至歪曲事实说，机构可以T+0而散户只能T+1，并以此为依据来证明交易制度存在不公。我们必须强调，这种说法是错误的，是主观臆造的，根本不切合事实。

从事实上讲，A股市场中的所有交易主体都遵循同一个交易制度，即T+1，不存在谁有特权或谁能以T+0交易的现象。不过，机构投资者由于资金量大、分步操作等特征，使得他们确实可以在同一天内进行多次交易，但客观地讲，这不是T+0，而是“倒库操作法”。所谓倒库操作法，即N日可以买入10万股某股票，等N+1日股价低于N日买进价时，可以再次买进10万股并于当天反弹时逢高卖出10万股。这一过程，表面上看起来是在第二个交易日内实现了T+0，但其实并非如此，第二个交易所卖出的10万股，根本不是即日新买进的那10万股，而是上一交易日所买进的、放在库存中的10万股，通俗点说就是，把仓库里的库存拿出来倒腾一下而已，故为“倒库交易法”。这种方法，任何人都可以利用，没有资金或其它方面的要求，只要交易者愿意。那么，如此平等适用的交易规则，又存在什么不平等呢？

(作者系法学博士、财经评论人)

## 总量规划、增量优化 与存量分化并举

郑建刚

中国股市真正的问题只有三个：一是资本市场的发展缺乏战略定位和长远规划，侧重于为融资服务和过度的滥发滥贷；二是海量的大小非形成的高危的堰塞湖，随时可能冲垮整个资本市场。

面对危机严重的中国股市，该出手时一定要出手！除了降印花税、降交易费、调整红利税、放宽QFII额度、引导保险和养老金等长期资金入市、鼓励大股东回购、制定职工持股计划等措施外，还应该从三个方面痛下功夫。

第一，控制总量。即制定资本市场发展的战略规划，保护资本资源。社会的资本资源是重要的，是宝贵的，是有限的，必须要进行保护性开采。要对企业上市融资的目的有一个全面深刻的认识。不是所有的企业上市融资都是为了发展，也不是所有的企业都需要通过上市融资才能发展。对于那些以提升财富为主要目的的企业，对于那些不能给投资者合理回报的企业，要坚决将其拒于资本市场的大门之外。要对企业上市融资的使用情况进行严密的跟踪监管，坚决打击以掠夺资本资源作为提升个人或机构财富的恶劣行为。泰国总理英拉说，我们不能像中国那样，以牺

牲底层人民的利益来发展资本市场。难道我们自己对此就完全没有清醒的认识吗？我国自然资源掠夺式开采的后果至今历历在目，教训不值得借鉴吗？

第二，优化增量。即对发行体制进行彻底的改革应成为当务之急。如果质量不能保证，新股首发募资(IPO)未必能暂停。事实上，新股发行节奏已明显放缓，除了某券商的一个保荐代表人意外遇难之外，并无其他大事件发生。发行制度改革，关键点就是破除圈钱机制。为此，必须清醒地认识到，券商从直投到保荐，再到承销，再到发行的“一条龙”式服务，正是“三高”发行的真正推手。而监管与审批合谋、券商与审批共谋也是造就圈钱机制的重要体制因素。改革的任务就是要理顺各市场主体之间的责权利关系，在保荐、审批、承销、发售、监管各个环节建立起必要的防火墙。

第三，分化存量。即根据市场原则科学解决大小非问题。认真追溯企业IPO的历史，就会明白，很多大小非就是为暴利和套现而来的。对于巨量的大小非，必须根据公平正义的市场原则加以解决。大小非和流通股股东的利益是高度相关的，其减持必须要征得流通股东的同意。实行存量发行，或继续沿用股改时的措施，是完全能够解决这一问题的。

(作者系新浪网友)