

高抛低吸，赚钱不难？

——沪深股市20年投资路径回眸之六

肖国元

通过前面的分析，我们看到了A股脆弱的一面。由于没有从本质上对上市之前的准上市公司进行彻底的股份制企业化改造，加上监管部门对国有企业的偏袒，结果就是上市公司缺乏持续的成长性，以致股市投资回报率非常低，可以说，中国股市徒有其表。而以计划经济思路为基础的对市场的管理调控的一个副产品就是政府部门对市场不恰当干预。这两者的交融造就了A股投资者行为选择的偏颇。这种偏颇最明显地表现在两个方面：一是投资者对政府的政策态度特别敏感；二是对上市公司传闻兴趣特浓。这样的价值取向表现在投资偏好上，就形成了投资者 偏爱垃圾股、要挟管理层”的低级取向的市场风气。

近20年来，低价股垃圾股持续受宠的事实最明确地展现了市场的内在逻辑。稍加分析，我们就可以理出一条清晰的线索。一个不可否认的事实是，除却极少数公司，A股市场中绝大多数公司都没有因为上市而脱胎换骨，进而朝气蓬勃。陈陈相因的直接结果就是公司经营不善，“一年优、二年平、三年之后难见人”成了普遍现象，二级市场股价也跟着沦落。接着下来就是资产置换、资产注入等重组活动，试图力挽狂澜，给投资者一个美好的预期。资产重组使“乌鸡变凤凰”的可能性让投资者对短平快的暴富梦充满期待。然而，没有跳出原有框架的重组不可能使上市公司脱离制度性的羁绊而出现质的变化，更改公司名号、搬迁办公地址、重组资产结构等诸多努力不会使公司浪子回头，走上良性发展轨道。这已经被成千上百次实践所证实。投资者对此感同身受，本应提高警惕。但是，强大的惯性挟带着事情本身所具有的不确定性仍然让他们欲罢不能。

而这种不确定性所具有的巨大能量就来源于偏袒的市场政策。在我们的观念里，破产是不能接受的，终止上市更是不敢设想的。因为这不仅涉及国有资产、企业员工就业等善后问题，而且要考虑对当地社会稳定的影响。于是，对待经营不善的公司，我们的态度只能是忍让、迁就，先特别处理（ST），再不济还可以*ST。拖延的结果无疑等于向投资者宣示了主宰市场的潜规则——我们不必为不良投资付出代价，也不必为经营不善承担责任。投资者清楚，这样一来，无论如何都不会弄到血本无归的地步，

运气好的话，还可以与横财有一次亲密接触。这种负反馈机制在试错过程中形成了的循环模式。这无疑就是怂恿市场投机，让投资者对垃圾股的炒作兴趣盎然，意犹未尽。

对于A股市场存在的这些问题，管理层也做出过努力试图改变。一方面，对上市企业严格把关，精挑细选；另一方面，鼓励上市公司现金分红，回报投资者。目的非常清楚，就是借此提高公司的质量，提高市场的吸引力。同时，针对恶炒垃圾股的现象，我们实施了严格重组审批、严格信息披露、严惩内幕交易等一系列新政。但是，炒作低价股垃圾股的风气并没有出现根本性的改变。其实，我们都清楚，这些修枝剪叶的政策只能扬汤止沸，不能釜底抽薪，只能短暂压抑市场炒作，不能植入平和稳健的投资理念，因为这样的政策无法造就令人敬仰的优秀企业。在一个缺乏优秀企业，缺乏激励企业成长机制的市场，投机炒作是获取投资收益的唯一手段。

回顾历史，在上市初期，从财务指标角度来看，几乎所有的公司都是优秀企业，即使不是全国知名企业，至少也顶着“地区龙头”、“行业龙头”等桂冠，都因“产值大户”、“利税大户”、“技术创新企业”等名震四方而进入上市行列。这些当初很耀眼的企业很快就陨落了，像流星一样。对于证券市场而言，企业的基础性作用是毋庸置疑的，没有好的企业，市场秩序、交易活动就失去了依靠。但由于人们对其作用机理的认识缺乏理论上的系统性与严谨性，尤其是对从计划经济转型而来的新兴经济体而言，这方面的臃肿与粗糙是显而易见的，由此诞生了一大批貌似股份制的上市公司。这类公司由于缺乏明晰的产权边界，在利益机制构造过程中沿袭了原有计划经济体制的旧习，并且无法排除行政力量的约束，最终都难以依靠竞争力量健康成长。对于这样的企业，上市后的指引、管理与惩戒都不能触动其懒惰

错装的手与门槛效应

汤亚平

据媒体报道，监管层日前取消了开设信用账户资产规模下限的窗口指导，这意味着融资融券告别了 50 万门槛”和 T8 个月监管期”。

说起门槛,人们就会想起法国心理学家查尔迪尼的一次实证。他曾出席一次慈善机构募捐，一天过去了，但捐款箱里的善款还是寥寥无几。于是,第二天的时候他在募捐箱上面附加了一句话 哪怕一分钱也好”,当天的募捐就多了一倍的钱物，这就是著名的“门槛效应”。这一效应的基本内容就是由低要求开始，逐渐达到更高的要求。

我国资本市场的创新项目大多是初设“高门槛”。融资融券、股指期货、转融通业务的参与门槛都在 50 万元以上，这使得广大散户投资者被拒之门外。当然,从适当性制度考虑,这是保护散户投资者,但另一方面,也从制度上剥夺了散户应有的投资权利。对

此，许多散户投资者一直呼吁金融创新首先要考虑公平正义。

我国自古以来,门槛就是禁止的意思。常言道：关大门槛高”,意思是内外有别,不是谁想进都可以进去的。拿融资融券来说,按 50 万以上的门槛准入,截至今年 2 月底,融资融券的开户数达到 110.4 万户，其中个人账户 110 万户,机构账户 3821 户。3 年融资融券个人账户 110 万户,相对于 1.6 亿股民来说，只是区区小数。理论上，50 万元门槛”剥夺了 1.58 亿小股民的利用融资融券的权利。另一方面,虽然去年全年两市融资融券规模增长 135%， 月均增长 2.5%;但在今年不足 3 个月的时间中，两市融资融券规模已较去年年底增长 73%，每月均呈现两位数增长。这说明该项窗口指导已经出现 曲高和寡”的苗头。

从监管层低调取消的态度看,很显然,已经意识到 要求开设信用账户的投资者资产规模不得低于 50 万

的心。近几年来，随着市场弊端的逐渐暴露，管理层加大了市场规范化建设的步伐，也加大了对违规企业的处罚力度，但没有从源头消除企业不作为的病灶。

稍微值得高兴的是，随着创业板、中小板市场的开张，上市公司的构成发生了一些积极的变化，私营经济、民营经济进入上市行列，使得市场机制的调节范围与促进作用逐步加大，这对摆正 A 股市场的角色是有利的。不过，这些变化还没有给市场留下太多太强烈的印象，投资者对中小板、创业板公司限售股减持的担忧与恐惧很清楚地说明了这一点。需要强调的是，基于为国企上市服务而制定的市场规则还是这个市场的基础，市场的规范也是依此确立的，中小板与创业板公司在面临选择的关口仍然会为了保障自己的利益而选择对自己有利的规则，这种与国企为伍的“逆向选择”游戏还会在

一定程度上存在。我们一直以股市尚处在幼年期为由为市场投机开脱，我们也一直羡慕西方市场上伟大的公司层出不穷，期待有朝一日类似的企业会在中华大地生根发芽，我们也一直期盼 A 股市场会像香港市场那样，高价蓝筹股与廉价仙股分庭抗礼，泾渭分明。但是，如果不从机制设计入手再造我们的企业，优秀公司、伟大企业是不可能诞生的。对于投资者而言，高抛低吸式的炒作模式就会久兴难衰，股市赚钱就不会是件容易的事。我们将永远重复着从终点回到起点的故事。

（本系列完）



■周末随笔 | Weekend Essay |

新老主席交替 A股4大改革难题需正视

郭施亮

随着郭树清的离去,A股的改革之路又开始陷入了新一轮的迷茫。回顾郭树清在任的18个月,既有赞扬又有批评,整体上还是以正面评价为主。

总结郭树清的新政,主要包括强制上市公司现金分红、完善创业板退市制度、打击内幕交易、倡导养老金、住房公积金入市、推进新股发行体制改革、提升新股发行(IPO)审核公开性等。以强制上市公司分红为例,随着政策的逐渐出台,相关的数据也得到了好转。

如今,新旧掌门人交替,A股改革进入了一个敏感时刻。笔者认为,当前A股的改革面临着5大难题。而这一系列的难题又将会对A股的长期发展产生重大的影响。

第一,中国股市长期存在重融资、轻回报现象。据去年的数据统计,近10年A股IPO以及增发融资合计规模达到3.51万亿,而A股市场的现金分红仅2万亿元,融资是现金分红的1.76倍。而根据历史的数据统计,2008年现金分红的上市公司占全部上市公司的比例为52%;2009年现金分红的上市公司占全部上市公司的比例为55%;2010年现金分红的上市公司占全部上市公司的比例为61%。而到了2011年,这一比例增加至66%。去年境内上市公司分红4772亿元,较以往同比增长了22%。从上述的细分数据可以发现,近几年A股的回报率有了明显的上升。笔者认为,当前的A股依然存在着下述的矛盾:其一是A股的股息率与发达资本市场仍然存在着一定的差距。以2011年上市公司的股息率计算,A股上市公司股息率高于一年期定期存款利率的不足5%,而超过7成上市公司的股息率维持在0.5%-1.5%之间。国内A股的股息率水平与发达资本市场的股息率水平存在一定的差距;其二是上市公司现金分红与融资、再融资现象处于严重失衡的状态。正如笔者在前文提到的,近10年融资是现金分红的1.76倍。一边是强制现金分红、强化信息披露。另一边却是放任融资和再融资,使投资者感受不到现金分红带来的收益;其三是再融资现象成为近年影响A股市场的又一关键性因素。以去年为例,在2012年前10个月的时间里,再融资余额达到了IPO金额的2.81倍。又以近期为例,2013年年初至今有46家上市公司发布了再融资预案,预计抽血达到1073亿元。

第二,国内市场缺乏完善的监管机制。不少企业通过业绩造假而成功上市,而上市后又存在着业绩“变脸”的现象。以去年年底的年报业绩预告情况分析,超过17家上市公司出现上市当年业绩即“变脸”的现象。针对这一现象,主要涉及IPO的四大中介辅导机构,分别是证券公司、律师事务所、会计师事务所和IPO咨询机构。而包装造假上市等一系列敏感性的问题也离不开上述的辅导机构。另外,由于存在寻租现象,容易造成上市公司“三高”问题,即高价发行、高市盈率发行和超高募集资金。最后通过利益输送,使承销商、上市公司等形成互利的格局。之前也有企业感慨,自己辛辛苦苦工作,每年仅有2%的利润。而通过包装上市,身价却得以暴增,多么轻松的事情啊!值得注意的是,随着企业业绩造假情况的恶化,不少企业纷纷申请排队IPO。针对这一现象,管理层在今年年初开始实行专项检查行动。将对财务造假、隐瞒实情等机构企业进行严惩,此举也被市场称为IPO史上最严格的审核。

笔者认为,由于多重因素的作用,包装造假上市等一系列问题长期存在市场之中。短期的专项检查难以从根本上打击这种现象,未来还需要加强处罚的力度,同时进行严格的监控,这样才能够达到最终的效果。除此之外,当前的A股市场还存在以下几方面的监管漏洞:其一是对内幕交易的监管不够完善。虽然在《证券法》中也强调对内幕交易的处罚监管,但是由于处罚力度过轻,对内幕交易者起不到有效的打击效果;其二是对市场造谣者没有实质性的处罚措施。在一个相对疲弱行情中,往往一条不起眼的消息就能够打压当天的股市;其三是对造假上市公司的监管力度过于宽松。此前,绿大地造假案件中,法院对绿大地只进行400万元的判罚,相关责任人也只是判罚了5年以下的有期徒刑。当然,随着事件关注度的提升,管理层对绿大地的惩罚力度也开始加大。

第三,股市投资信心长期受到打击,扭曲了价值投资的理念。尽管前一段时间郭树清大力倡导价值投资理念,但是对于一个长期低迷的股市来说,似乎起不到实质性的作用。在美国股市,年均收益率达到7.5%。对于中国这一类新兴的资本市场,年收益率也应该达到7%以上的水平。遗憾的是,从近几年的数据来看,能够维持平盘的状态已经是最理想了。值得一提的是,虽说管理层倡导价值投资,看好蓝筹品种。不过,以前一段时期银行板块的表现来看,民生、兴业等龙头股票短时间内涨幅竟然超过50%!显然,过快的上涨不利于长期的表现,笔者由此看不出有投资的成分。相反,却看到了投机的色彩。

第四,过分注重行政审批干预,市场自我调节功能脆弱。以前一段时期颇受关注的新股发行制度改革为例,争论最大的莫过于注册制取代现行的审核制。自2001年3月28日开始,中国A股市场的新股发行取消了沿用十年的审批制,开始实施核准制。自此核准制一直是国内市场新股发行使用的审核制度。一般而言,核准制主要是指相关负责人在发行股票的时候,不但要充分公开企业的真实状况,而且还要符合有关管理机构所规定的必要内容,最后还需要对发行人的发行条件进行实质性的审核。由于核准制的长期使用,结合国内特有的运作模式,股票发行便充满了浓厚的行政色彩和人为的因素。随着时间的推移,部分利益集团利用了制度的空缺,结合承销商、机构和上市公司等进行利益输送。这样就导致了一种现象,就是新股发行成为机构间的暗箱操作,承销商和上市公司为了谋取更大的利益,通过利益输送或强行干扰等途径影响机构间询价过程,最终造成了“高价发行”、“高发行市盈率”和“超高的募集资金”的新股发行三高现象。虽说行政干预不利于股市的长远发展,但是当前A股实行注册制也需要注意一个问题。因为注册制的推行必定简化了新股发行的审批环节,上市的门槛也会因此大幅降低,大量企业将排队上市,从而大幅扩大新股的发行数量。更有甚者,一些不符合条件又急盼上市的企业可能通过某种途径以达到上市的目的,那样就会造成一种现象,就是大大小小的垃圾企业齐集A股市场。因此,笔者认为,尽管市场化是A股的必然趋势,但是短期内不适合推出这种制度。而这个推出的过程必须让市场做好充分的准备。

上述谈到的4大难题时刻影响着A股市场,而A股的改革之路注定是漫长而艰难,正所谓“不积跬步,无以至千里;不积小流,无以成江海。”