

胡汝银一论资本市场

痛下决心推进基本制度变革 夯实资本市场健康发展基础

十八届三中全会召开后,资本市场如何全面深化改革,成为有识之士共同关注的重大课题。上海证券交易所首席经济学家胡汝银先生就是建言献策者之一。

近日,胡汝银先生接受证券时报记者专访,对进一步完善中国资本市场提出了自己多方面的见解。

证券时报将本次专访内容整理为三个部分(夯实中国资本市场价值投资和长期投资的稳固基础、中国资本市场组织架构与市场治理、中国资本市场的国际化破题),分三期推出,敬请垂注。

证券时报记者 朱凯

上海证券交易所首席经济学家胡汝银认为,目前我国股票市场普遍存在的“炒新、炒小、炒差、炒短、炒概念”即“五炒”现象,导致资本市场丧失了价值发现、正确定价、优胜劣汰和合理配置资源等最基本的功能,与价值投资、长期投资原则明显背道而驰。而要根治这些弊端,根本之道不是加强对股票市场的行政控制,也不是强化投资者教育,而是进一步全面推进以市场化为基础的基本制度改革,真正实现股票供给自由化和股市供求的自动平衡。

胡汝银指出,目前我国资本市场健康、持续发展的基础很不稳固,存在着三个方面的突出问题:

一是股票市场微观层面的IPO管制,造成证券供给相对不足,供求失衡,新股价格维持高位,系统性风险水平居高不下;

二是美国次贷危机之后我国宏观经济政策应对失当,货币供应过滥,致使部分行业投资过度,产能明显过剩,实际投资回报率偏低,甚至出现严重亏损和负的现金流;

三是中观层面产业组织机制不完善,在地方政府“扶助”下,大中型国有企业、民营企业的财务预算约束过度软化,重复投资、重复建设严重,资源配置不合理。

只有实现股票市场供给机制合理化、宏观经济政策合理化以及实体经济产业组织合理化,才能有效地化解这些问题,价值投资和长期投资才会成为人们的“最爱”。

莫把停发新股当“救市利器”

我国资本市场历史上有过多次政府救市行为,其中一大政策措施就是停止新股发行。

胡汝银分析,这一措施背后实际上是政府和监管机构被证券市场投资者非理性的短视诉求绑架,导致股市行政调控政策带有明显的民粹化色彩。

深入研究发现,美国的次贷危机

和欧债危机的背后,都有一个相同的原因,即国家相关政策推行者过度迁就民众的短视诉求,以明显不可持续的方式向还不起房屋贷款者提供了房贷,通过扩大财政赤字向民众提供了高福利。这种缺乏领导力的民粹化、政治化的政策措施,是促成危机发生的真正根源之一。

在我国,每次停发新股之后,股价水平越涨越高,股市投资者对价值投资和长期投资的偏离就越远。市场很大程度成为一种由资金和交易驱动的市场,指数上涨也成为市场成功和监管机构“成功”的主要标志。

胡汝银认为,我国目前的股票市场存在供求的严重不平衡、估值水平过高等弊端,这会刺激公司内部人的短期行为及股票减持冲动。因为有这些扭曲存在,上市公司都有很强的圈钱欲望,会有很强的动力去造假。

某些公司造假,比如说50倍市盈率,净利润做成1块钱,便有50块钱的收益。就像马克思在《资本论》里引述的,如果有400%以上的暴利,就愿意冒着被杀头的风险!”胡汝银举例道。

美国沃顿商学院价值投资理论领域最知名的学者西格尔教授说过,概念炒作往往严重透支了公司的未来,是与价值投资背道而驰的。投资者作为一个整体,一定会亏得很惨!

盲目炒作的另一个体现,是媒体的作用得不到正确发挥。胡汝银指出,在成熟的资本市场,媒体是必须保持某种平衡的。而国内部分专家或利益群体,大都热衷于在媒体上唱多,唱空则鲜有耳闻。

我国市场上的这些弊端,为某些人提供了获取暴利的捷径。一些资金大户利用普通投资者的盲从心理,制造非理性泡沫,通过把泡沫吹大从中获益,然后高位兑现。

胡汝银强调,这必然造成与掏空公司相类似的“掏空市场”出现。这些

支配市场的交易者有一个共同特点,就是非常隐蔽,几乎不使用以自己的真实姓名开立的账户。对此胡汝银建议,要像国外那样为每位公民设立一个唯一的社会账号。他向记者介绍,比

如像美国,通常有个人的社会保障号码,每个人的财产状况、税收和福利情况等全都放在这个唯一的号码之下。资金无法转移操作,就可以杜绝各种各样有关的违法行为。想要接受贿赂、洗钱、逃税或者利用其他人的账户去炒股票,都是不可能的。

胡汝银说,我国缺乏这种基于个人身份编码的有效管理机制,这种局面亟待改变。

他认为,新股发不发,应当由发行人自己决定。当市场价格下滑到发行人无法接受的时候,新股发行自然就停了。而这种价格下跌,很多本身就是因估值太高造成的。这种情况下仍有人要发行新股,就说明市场的供求关系仍然不平衡。

胡汝银说,这次IPO询价过程中出现的一些乱象是短期的。因为市场不平衡,还有一些惯性,久而久之就会与国外的行为模式接轨。而在过渡期间采取一些行政手段也许是必要的,但最根本的还是要通过完善市场机制,让政府行政控制逐步退出市场去解决。如果不彻底解除IPO市场供给的行政管制,就无法根本解决新股泡沫问题。

只有在新的制度环境下让市场经历若干次大起大落,盲目炒新者在这一过程中亏了大量真金白银,才不会去盲目炒新,才会去自我学习、自我教育和自我提升,进而改弦更张进行价值投资。

胡汝银说,价值投资的真谛,是买入市场估值偏低的优质股票,而不是抑制股票供给去维持明显偏高的股价水平。

新股发行的自由化和制度化,虽然会给相关投资者带来短期阵痛,会引发他们的激烈批评,但这种价值回归兴利除弊的中长期效果将是巨大的,将推动我国股票市场实现脱胎换骨式的转型和进步。

胡汝银认为,在股票市场供给自由化的同时,监管机构的职能应主要聚焦于监管执法,加强法治秩序建设,对股票发行的监管转向以信息披露为本的监管,确保信息披露的可靠性和真实性,有效惩处和遏制各种滥用市场机会的不当行为,确保建立一种守正、诚信、高效、透明和专业化的资本市场。

正视宏观政策“放水”错误

胡汝银强调,就像我们讲合格投资者制度一样,当前中国的宏观政策,也应该是把合适的宏观政策提供给市场。而货币供应过度和财政支出过度,会导致宏观需求膨胀,进而产生一系列的问题。

全球次贷危机之后,中国采取了4万亿美元的财政追加支出和9.7万亿的追加银行信贷,这样一个刺激总需求的危机机政策措施,在过去十多年全球的大经济体里也是史无前例的。

胡汝银举例说,最近央行有一位局长干部公开表示,我国过去几年消费者物价指数(CPI)不高,央行真正发行的货币就只是流通中现金(M₀)的部分,其他均不是央行发行的,央行并没有超发货币,相关政策也是适当的。

胡汝银指出,我们现在的通胀,已不是传统形态的通胀了。我国过去的货币超发包括M₀和信贷政策两大块,央行的政策调节范围既包括M₀,也包括广义货币(M₂),还包括利率政策等,这都是

央行应该控制的。如果经济体里的M₂供应过度,出现信贷和投资膨胀。经过一段时间后投资项目上马投产,很快就变成产能过剩,进而导致商品价格下降。这时PPI、CPI等物价指数下降得越多,意味着宏观货币供应就越是过度。

去年“钱荒”和当前社会资金利率水平高企的真实原因,在于此前不当的货币政策。有些商品和服务的价格会因供应过度而下跌,这种供应过度,又是之前货币供应过度导致的。这会导致企业的财务业绩下降,盈利周期急剧缩短变形,呆坏账比例上升以及现金流严重不足。而资金短缺的“钱荒”,又进一步对银行贷款和新的货币投入产生更大需求。这种不断推高的社会利率水平,在实体经济和金融体系中形成了恶性循环。

企业缺乏现金流,就需要更多的资金来维持运营。国企以及地方的超大型民企如无锡尚德等,最后由政府接盘了。其结果是现金流下来了,CPI和PPI下来了,但利率却在升高。整个社会为此追加的货币投放和贷款也在增加。

胡汝银举例说,美国货币超发量化宽松(QE)后,市场利率是走低的。但我国的情况却相反。中国微观层面上很多企业没有去杠杆,它们的财务预算约束软化,可以得到政府的扶持以及银行的追加贷款。接着,其对于信贷及其他外部债务融资的需求不断扩张,杠杆率因此不断上升。

美国次贷危机之后是在去杠杆,而我们在加杠杆,是政府主动在推。加杠杆的结果是经济效率越来越差,资本的投资回报率越来越低,企业的发展变得不可持续。其背后的原因之一就是央行实施的错误货币政策。尽管M₂上升不一定是央行直接超发货币M₀的结果,但一定是央行错误的扩张性货币政策带来的。胡汝银认为中国央行难辞其咎,应该进行彻底反思。

这个时候还站出来为失误的货币政策辩护,并不妥当。”胡汝银说,若没有恰当的宏观政策,上市公司的业绩将大幅波动和急速下滑,在股市上要通过价值投资去降低投资风险和获得足够高的投资收益,势必难比登天。

胡汝银直言不讳地说,央行领导在特定的场合演讲时,借助所谓次贷危机后中国宏观反危机措施“出拳快要耍狠”的说法,为货币超发作辩护,是明显失当的。他认为,央行首先应是一个严谨的专业机构,而非不懂行的一般行政机构。

究竟要不要采取扩张性的货币政策?从理论和实践的角度看,有些宏观刺激是不必要的。经济的周期性调整,是使社会经济维持健康的自我矫正行为。当经济系统中有泡沫和无效资源配置时,通过经济的减速挤出泡沫,以恢复到健康状态,是十分必要的。

如果要采取扩张性的货币政策,究竟扩张多少才行?这应有一个最佳数量,可以进行专业的压力测试和测算。货币数量学派也一直强调最优货币量的概念。

次贷危机之后,中国采取各种措施去刺激社会总需求,相当于延缓了我国经济应有的调整,加剧了经济失衡。胡汝银指出,货币供应过度和产能严重过剩,削弱了大量传统产业的股本收益率(ROE)和资产回报率(ROA)。有分析表明,全国的ROA平均值不超过5%,但现在大量非标信托产品的利率都是8%以上,这样的倒挂怎么可能持续?



上海证券交易所首席经济学家胡汝银。

朱凯/摄

企业财务预算需要硬化约束

胡汝银表示,在中观产业组织层面以及政府和企业的微观层面,首先一定要让企业真正成为财务独立的主体,实现其财务预算的硬化。不能让政府成为不计成本的投资主体,不能让政府借助各种税收优惠、贷款优惠、地价优惠等去扶持相关企业,造成它们的投资成本与投资收益严重扭曲,产生严重的资源错误配置,并导致很多新兴战略产业迅速变成全面过剩行业。

此外,这还导致了腐败问题的扩散。因为只需搞定政府官员,就可以得到各种优惠,企业的注意力就无需专注于市场。这间接导致了我国的国际贸易条件不断恶化,国内企业和地方政府恶性竞争,出口数量不断增大,出口价格不断下跌,出口补贴和实际亏损越来越多。我们陷入了这样一个怪圈,在全球低价销售的同时却高价采购原材料和零部件,这种财务操作是很失败的。

我国没有形成一个合理的产业组织,企业结构不合理,产业集中度过低。除了石油行业之外,我国几乎所有产业的集中度都偏低,无法高效利用资源。还有很多僵尸企业,在地方政府的扶持之下,劣而不汰。

胡汝银说,这还涉及企业并购的问题。为什么美国很多企业要并购呢?因为通过并购,可以减少不同企业的管理及

广告费用支出,降低成本提高效率,同时又维持了原有企业的生存发展。但中国不是这样,大量企业都处于半死不活状态,产业组织难以进化发展。各个地方政府为了所谓的支持本地企业发展,为了让企业在当地缴纳税收,拒绝和阻碍并购的产生。从根源上讲,这也是价值投资和长期投资不能深入人心的原因。

胡汝银建议,除了要加大分红力度,强化上市公司以分红来回报股东这样一种理念外,也要通过系列改革来提高实体经济的资源配置效率,通过股票市场改革去推动上市公司做优、做强和做大。

他举例说,美国在经济发展过程中,颁布《国际贸易法》保证了美国企业在国内的公平竞争;还颁布了《海外反洗钱法》,要求企业在境外也必须公正博弈和公平竞争。这一点对中国而言非常重要,没有这样一种公平的竞争环境,国内企业就不可能有效配置和使用资源,不可能有持续的国际竞争力,也不会成为投资者长期投资、长期持有的证券组合。

胡汝银呼吁,要发展一个全球一流的公司部门和证券市场,我国亟待需要进行系统改革。对整个社会的经济、政治以及政府体系进行深入广泛改革。

(声明:本文仅代表受访者个人观点,与上海证券交易所无关。)

人物档案

胡汝银,上海证券交易所首席经济学家,曾任华东理工大学经济发展研究所教授、所长。

胡汝银1995年获国务院特殊津贴,是中共中央直接联系专家、上海市政府特聘决策咨询专家、中国金融学会学术委员会委员。在1988年和1992年,胡汝银两度获得“孙冶方经济学著作奖”。

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

重要提示:1.根据2011年4月30日公告的《冀中能源股份有限公司公开发行公司债券募集说明书》,2011年公司发行的公司债券(债券代码:112028,简称“11冀能债”)的债券持有人有权在债券存续期间第3个计息年度付息日将其持有的债券全部或部分按面值回售给发行人。

2.根据《冀中能源股份有限公司公开发行公司债券募集说明书》中,本次公司债券的发行人即本公司有权在本次公司债券存续期间第3个计息年度付息日前上调本次公司债券后续期限的票面利率。本次债券在存续期前3年票面利率为4.90%,在债券存续期前3年固定不变;在本次公司债券存续期的第3年末,发行人选择上调票面利率130个基点至6.20%,并在债券存续期后2年固定不变。

3.投资者参与回售等同于以人民币100元(不含利息)卖出持有的“11冀能债”。截至本公告发出前一交易日,“11冀能债”的收盘价为99.87元,低于回售价格。但在发行人上调票面利率后,投资者参与回售可能会带来损失,请投资者注意风险。

4.投资者回售选择权,可选择不回售、部分回售或全部回售。

5.回售申报日:2014年3月24日。现将发行人关于调整“11冀能债”票面利率和投资者回售实施办法相关事宜公告如下:一、“11冀能债”基本情况及利率调整事项1.债券名称:冀中能源股份有限公司2011年公司债券2.债券简称:11冀能债3.债券代码:1120284.发行总额:人民币40亿元5.债券形式:实名制记账式公司债券6.债券期限:5年期,债券持有人有权在债券存续期间第3个计息年度付息日将其持有的债券全部或部分按面值回售给发行人7.票面利率:4.90%,债券发行人有权决定是否在本期债券存续期的第3年末上调本期债券后2年的票面利率8.起息日:债券存续期间每年的5月4日为该计息年度起息日9.付息日:本期债券存续期间,自2012年起每年的5月4日(如遇法定节假日或休息日,则顺延至其后的第一个工作日)为上一计息年度的付息日10.付息方式:本期公司债券按年付息,到期一次还本,利息每年支付一次,最后一期利息随本金一起支付11.信用评级:发行人主体信用等级为AA+,本期公司债券信用等级为AAA12.上市时间和地点:本期债券于2011年6月3日在深圳证券交易所上市交易。

股票代码:000937

债券代码:112028

股票简称:冀中能源

债券简称:11冀能债

公告编号:2014临-006

冀中能源股份有限公司

关于“11冀能债”票面利率调整及投资者回售实施办法的第一次提示性公告

13.登记、托管、委托债券派息、兑付机构:中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司(以下简称“中国证券登记结算公司”)14.本次利率调整,在“11冀能债”存续期的第3年末,发行人选择上调票面利率130个基点至6.20%,并在债券存续期后2年(2014年5月4日至2016年5月3日)固定不变。

二、“11冀能债”投资者回售选择权及回售实施办法1.投资者回售选择权:投资者可选择不回售、部分回售或全部回售。

2.风险提示:投资者选择回售等同于投资者以100元(不含利息)的价格卖出“11冀能债”,投资者参与回售可能会带来损失,请投资者注意风险。

3.回售申报日:2014年3月24日4.回售价格:人民币100元(不含利息),以10张(面值1,000元)为一个回售单位,回售金额必须是1,000元的整数倍且不少于1,000元。

5.回售登记办法:投资者可选择将持有的债券全部或部分回售给发行人,在回售登记日通过深圳证券交易所交易系统进行回售申报,当日可以撤单,当日收市后回售申报一经确认,不能撤销。相应的债券将被冻结记息,直至本次回售实施完毕后相应债券被注销。

6.不能回售的投资者须于回售登记日进行登记,逾期未办理回售登记手续即视为投资者不回售,同意继续持有“11冀能债”。

二、回售部分债券付息安排1.回售资金到账日:2014年5月5日2.回售部分债券享有2013年5月4日至2014年5月3日期间利息,利率为4.90%。付息每手债券面值1,000元的“11冀能债”派发利息为49元(含税),扣税后个人、证券投资基金债券持有人取得的实际每手派发利息为39.20元,扣税后非居民企业(包含QFII、RQFII)取得的实际每手派发利息为44.10元3.付息方式:发行人按照中国证券登记结算深圳分公司的登记结果对“11冀能债”回售部分支付本金及利息,该回售资金通过中国结算深圳分公司清算系统进入投资者开户的证券

公司的登记公司备付金账户中,再由该证券公司在回售资金到账日划付至投资者在该证券公司的资金账户中。

四、回售登记日的交易1.投资者在回售登记日将继续交易。

五、关于本次回售所付利息缴纳所得税的说明根据《中华人民共和国企业所得税法》及其他相关法规,规定,本期债券个人(包括证券投资基金、债券持有人)应缴纳10%企业所得税,由本公司负责代扣代缴。

2.非居民企业缴纳公司债券利息所得税的说明根据《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例、《非居民企业所得税源泉扣缴管理暂行办法》(国税发〔2009〕3号)等规定,本期债券非居民企业(包括QFII、RQFII)债券持有者取得的本期债券利息应缴纳10%企业所得税,由本公司负责代扣代缴。

非居民企业债券持有者如需获取完税证明,请于2014年5月31日前(含当日)填写附件列示的表格传真至联系地址,并将原件签章后寄送至本公司证券部。

3.其他债券持有者缴纳公司债券利息所得税的说明其他债券持有者的债券利息所得税自行缴纳。

六、“11冀能债”回售的相关机构1.发行人:冀中能源股份有限公司法定代表人:王社平

联系地址:河北省邢台市中西西大街191号联系人:陈立军、洪波电话:0319-2698828、2698312传真:0319-2698666邮政编码:054000

2.主承销商:国泰君安证券股份有限公司法定代表人:万建华办公地址:北京市金融大街28号国泰中心2号楼9层联系人:邢汉钦、陈瑞、王捷、韩宇联系电话:010-59312899传真:010-593129083.托管人:中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司地址:深圳市深南中路1093号中信大厦22楼联系人:魏兴文联系电话:0755-25938081传真:0755-25987133邮政编码:518031特此公告。

冀中能源股份有限公司董事会 二〇一四年三月二十日			
附件	中文	英文	
债券持有人信息			
在中华人民共和国(地区)名称			
在中国境内名称(如有)			
在其属国(地区)地址			
国(地区)别			
应缴债券利息所得税情况			
证券账户号码			
付息债权登记日持债数(张)			
应纳所得税金额(人民币:元)			
联系人信息			
姓名			
电话			
传真			
联系地址			
签署:			
日期:			