

# 创造条件让非专业股民有钱可赚

刘传葵

证券市场投资者结构可以从很多角度进行划分，比如从年龄划分成青年、中年、老年，从性别划分成男性、女性，从属性上可以划分成机构、个人，资金大小还可以划分成大额、中小额投资者，从资金的归属上可以划分成自有资金投资者、代理资金投资者（如证券投资基金）等等。笔者在这里，从是否专注及具备证券市场投资的专业性角度，认为证券市场的投资者可以划分成专业投资者和非专业投资者。

在投资者结构上，人们强调要让机构投资者更多些，乃至专业化投资者更多些，尽力减少散户个人投资者，以为机构投资者多了就市场理性、健康，就上了台阶，但是我认为，证券市场应该借鉴生态学上的生物多样性、丰富性原则，而不是主观上过去去强调丰富什么、消灭什么，投资者结构也有一个度的问题，过去我国证券市场起步时以散户为主，加大机构投资者比例是可以理

解的，但也绝对不是驱赶个人投资者出市场。又比如，我们非常强调投资者教育，希望投资者加强股市的风险意识和丰富投资者的证券市场知识，这些也是必须的。但是，投资者教育是一个永远也完成不了的工作，因为证券市场永远在吸取新的投资者入市，他们永远在当初是需要知识和实践的培养的。因此，也可以说非专业的投资者将永远充斥我们的市场，虽然实现他们向专业的投资者的角色和能力的转换是这个市场的任务也是他们自觉、主观意愿的追求，但是，这是一个永远也完成不了的任务！

什么是专业的投资者？大体上以机构投资者为主。主要是：证券投资基金、保险资金、养老金、私募基金等。什么是非专业的投资者？大体上是个人资金为主的投资者。但是，专业投资者和非专业投资者的划分，与机构投资者和个人投资者的划分还是有区别的。机构投资者中不排除也有非专业的投资者，比如一些入市的企业资金；而个人投资者中也有一些专业的投资者，

比如一些并未代理客户资金进行投资的水平高超、收益不错的个人散户，他们专业化水平有的并不比一些机构投资者差。说一个投资者是专业的还是不专业的，主要是从他对证券市场的了解、投资技巧技能的掌握、对风险控制的水平等去区分的，而这个区分，其实代表了这两类投资者是永远存在于我们的证券市场的，就算是不专业的投资者他们的资金交给了专业投资者身份的证券投资基金、私募基金打理，看起来似乎证券市场的投资者都也许专业了，但是，由于证券投资基金只是行使代理投资，他们背后真正的所有人还是不专业的投资者，他们对市场的认识和对基金经理的要求可能还是不专业的，进而可能严重影响这些专业投资者的投资行为，比如一些基金在为应付一些持有人赎回的时候（假定这种赎回是表现出投资的不专业）进行的迫不得已的卖出，间接导致了基金这种所谓的专业投资者可能进行的不专业投资行为。

专业投资者和不专业的投资者将永远存在于我们市场（尽管可以进行一定的转化努力，但这种转化是前赴后继的），所以，我们要建设一个能让专业投资者和非专业投资者各得其所的证券市场！

怎么让专业投资和非专业投资者各得其所？这里面有共性的市场建设，比如：市场的投资品种的进入的统一标准的执行，上市公司信息披露和处罚的严格执行，整个证券市场的诚信建设，对投资者的投资行为的合规标准执行，投资者“股资人格”的平等，等等。

让专业的投资得其所相对比较容易，因为他们有专业的支持，但整个证券市场环境、法律环境、政策环境仍然是他们关心的，要让这些专业的投资者安心、静心于这个市场的长期投资是出

台政策、建设市场所必须考虑的。

让非专业的投资者得其所，则是我们市场建设的重点，这个解决好了，专业投资者的投资环境就更解决好了。怎么让非专业的投资者得其所？从大方向上，证券市场要具备在各种投资市场（如保险市场、储蓄市场、民间借贷乃至艺术品投资）中的竞争优势，你就必须给这些非专业的投资者以盈利预期，赚钱是这些资金的第一要务。怎么造就这些资金的盈利预期，牛市毕竟不可能永远是永远的，波段对专业化投资者也未必能实现次次盈利的“择时”能力的。近期证监会强调、推出的上市公司分红政策和要求的落实就是一个重要举措，要让非专业的投资者作为“傻瓜”在这个市场上按傻瓜的做法也有赚钱的可能，这个市场才有希望。比如，照相机如果只是单反，那么它只能是小众的市场，证券市场也一样，你没有全民的参与，这个市场是不具备丰富生态的，是没有活力的。我们无需去指责一些投资者不专业，而更要检讨是否给这些不专业的投资者一个公平、有盈利预期的环境，就如同照相机市场如果只是指责大众不会使用专业的单反相机，那么照相机市场绝对发展不大。

我们可以加大机构对非专业投资者的吸引力和资金吸纳能力，但是，他们仍然代替不了非专业投资者的存在。一个非专业投资者都能够生存的证券市场，将给专业的投资者更好的生存环境，这也是我们构建专业投资者和非专业投资者各得其所的证券市场的另一个收获！

（作者系日信证券研究所所长）

## 焦点评论



ICLONG/图  
孙勇/诗

新法实施两月期，个税减征逾百亿。让利固然可称道，惠民应当更给力。国家财政进账猛，工薪收入增速低。扩大内需靠实干，减税到位是好棋。

## 降低企业“五险”缴费比例

吴睿钧

日前，人力资源和社会保障部公布《社会保险费中申报缴纳管理规定（草案）》，并向社会公开征求意见。今后，养老、医疗、失业、工伤和生育等五项社会保险有望统一征收，以保障参保者的利益不受损，社保基金也将应收尽收。

尽管强制企业缴纳“五险”，能保障职工的切身权益，足额征收社会保险费，但由于这“五险”，大都由企业负担“大头”，个人承担“小头”，这意味着，倘若这项公共政策付诸实施，无论对企业，还是对个人无疑将增加一笔不菲的经济负担。

据清华大学白重恩教授的研究，养老保险、医疗保险、工伤保险、生育保险、失业保险，大约占了个人工资收入的40%，有的地区甚至达到50%，这一比例超过了世界上绝大多数国家。也就是说，劳动者报酬中有很大一部分都缴到社保那儿去了，“五险一金”中除住房公积金买房的时候可以花，其他部分都变成了无法支配的收入。

社保缴费名列全球前列，从一方面印证了我国民生投入的严重不足。尽管近十多年来，国家财政收入与国内生产总值（GDP）“比翼双飞”，前者比后者增长更迅猛，按照前10个月的数据推算，全年财政收入超过10万亿元，似乎已成为板上钉钉的事，但一边是国库丰饶，GDP高速前进，一边却是企业职工的社保缴费比例不降反升。职工缴费比例由工资总额的3%逐步增加到

8%，企业则普遍增加至工资总额的20%以上。这说明，在民生投入上，政府承担的比重偏低，企业和个人承担比重偏高。

基于此，笔者觉得，在强制企业缴纳“五险”的同时，须减轻企业 and 个人的负担。对于企业而言，现在最重要的是继续实施减税政策。日前，国务院出台了支持小型和微型企业发展的减税政策，但力度还要加大，让小企业尽快被减税阳光普照，这不仅能减轻这个弱势群体 的纳税负担。除此之外，还要彻底清除各种收费，提高政府办事效率，减少政府对微观经济活动的干预，从根源上减轻企业不必要的负担。

此外，减负工作还有必要规定缴费封顶线。不妨硬性规定40%为社保缴费最高比例。接下来，还要结合国情逐步降低比例，以基本处于同一发展水平的巴西、印度和俄罗斯“金砖三国”为参照，把我国社会缴费占工资比例定为20%，每年确定个减负比例，利用5年时间，让全国所有企业达到这个既定目标。

当然，减轻企业负担后，政府要利用雄厚的公共财政，来弥补社保资金缺口。国有企业向政府分红是国际上一种普遍做法，可以引入。今年1-9月，中国国有企业累计实现利润1.7万亿元，同比增长19.4%，国有企业的利润总额规模大、增速快，已经具备了向政府分红的的能力。这样做，既可以有效解决社保资金的缺口，又可以控制企业投资规模，有利于资本收益与劳动收入的合理分配。

# 从曼昆被罢课看主流经济学内在矛盾

陆志明

“占领华尔街”运动拓展到全美，作为前沿思想的主要阵地——大学校园势必难以置身事外。哈佛教授曼昆的经典经济学基础教程——“经济学十讲”遭遇学生罢课，罢课学生的组织者瑞秋·桑德洛表示：这个社会变得如此糟糕，充满不公，哈佛毕业生也在其中同流合污，但哈佛的学生不会再这样做了，我们要去做些真正的好事，而不是只为了个人获得几百万美元！

虽然目前关于这一校园运动的争论仍在持续，但是至少可以看到传统美国学术自由的支柱——“打破权威，怀疑一切”精神仍在薪火相传。不管未来前进的方向如何，但有新的探索总比沉溺于故纸堆要强得多。毕竟只有在自由探索精神的支撑之下，学术研究和社会进步才有新的发展空间，旧有的理论体系也才可能得到进一步的完善。

首先，传统经济理论的自洽性既使其理论框架显得完美，同时也大幅限制了其实际应用价值。如亚当·斯密的古典自由市场理论自洽于自由竞争与效率提升的良性循环，但事实上，真实世界远非理论自洽那么简单自如。

自由竞争可能过渡到寡头垄断，即便有反垄断措施的存在，但政企结合，甚至堂而皇之的国家战略也可能影响到反垄断的实际效率，并进一步压制自由市场体系的发展。

就占领华尔街运动本身来看，其反对的实质是经政结合的寡头垄断机制对自由市场的摧残。华尔街虽然发源于自由金融市场体系，但正是由于“赢者通吃”的无干预自由市场机制，导致华尔街巨头们的急速膨胀。而伴随着规模的扩大，自由竞争机制对它们的约束能力也在逐步减退。最为显著的特征就是“太大而不能倒”（Too big to fail），一旦占据市场主导地位的金融机构倒闭，将引发全面的系统性风险。

在太大而不能倒之前就推动反垄断机制，将其分拆重组，重建自由市场竞争机制或许是个好办法。但这仍限于经济方面的考虑，一旦与国家层面的发展战略结合，事情又会发生翻天覆地的变化。简而言之，金融力量可以说已经成为美国全球战略的“两大法宝”（另一为遍布全球的军事力量）。因而美国金融力量只能强不能弱，必须在全球规模化竞争中占据绝对优势，因此国内的反垄断诉求势必难以成功。

也正是因为金融资源与国家战略的结合、华尔街与华盛顿的联姻，美国反垄断力量再也无法施展当年将标准石油一分为五的威力。华尔街金融力量的膨胀势必导致传统自由市场竞争理论的失效，不仅市场效率降低，华尔街也难免向过度投机靠拢，危机的酝酿爆发不过是个时间问题，这也是为何近数十年来金融危机爆发频率和烈度有所提升的根本原因。

其次，现代微观经济学理论的假定过于严苛，以致与现实生活想去甚远，实际操作层面的意义甚至远不如更为务实的现代管理学。这一点从曼昆教授的言论中不难窥出：富人永远是需要减税的，因为富人边际产出更高，减税能为社会创造更多财富和就业机会。这一理论在曼昆教授的理论上是能实现其自洽性的，但是现实远非如此简单。

一是富人先天禀赋未必优秀，很可能是机缘偶凑获得成功机会；二是富人在成功之前可能非常努力，边际产出的确很高，但是一旦富有之后，人类的偷懒本性很可能逐渐占据主流，财富继续增长带来的边际效用递减可能降低其继续努力的意愿，减税未必提高或保持其边际产出。事实上，像乔布斯、盖茨这

样的天生事业狂百年难遇，大多数人是稍富即安，所以减税增加富人边际产出一谈可谓相当“浮云”；三是富人愈富，则社会贫富差距势必不断扩大，富人出于自利考虑，为自己垄断更多资源，抑制穷人平等发展的机会也是在所难免。这样对于整个人类社会来说同样会形成巨大的效率损失。

从上述分析中不难看出，即便是曼昆这样曾被学生誉为“或许是全世界最聪明的人”，在运用经济学理论分析现实中也面临着巨大的困境。这一困境源于它囿于理论的自洽性，忽略现实社会的复杂性，从而得出似是而非的结论，并误导社会思潮的方向。

就目前国际政治经济的发展趋势来看，短期内金融力量仍将是国家发展战略的重要抓手，金融业太大而不能倒已经成为一个重大的世界性难题，并且似乎尚未找到合理的解决方式，即便是美国政府也对华尔街巨头们滥发高薪无能为力。目前所能做的只有维系社会基本平等，缩小贫富差距逐步降低对金融体系的依赖度，维护自由市场的良性竞争秩序，将金融业回归到服务实体经济发展的本源。

（作者系交通银行金研中心研究员）

■元来如此 | Xiao Guoyuan's Column |

## 公司别假装分红 投资者也别假装投资



肖国元

在A股市场，分红历来是一个焦点问题。人们关注的主要有两点：一是上市公司分红意识不强，对投资者回报不多；二是低分红引发市场投机，加剧市场波动。因此，一遇到合适的氛围，分红话题就会油然而起。

### 尴尬的现实

毋庸置疑，A股公司的分红是吝啬的，它们对投资者用心不够。这是市场的普遍印象，也有可资证明的数据。

首先，分红公司数占比低证明了上述判断。2000年之前，分红公司数占比一直低于30%。也就是说，将近70%的公司没有实施过分红。2001年以来，虽然分红公司占比由原来的30%左右逐渐提高，到2010年达到60%以上，近年来基本稳定在50%左右，但还有不少公司对此态度冷漠。令人欣慰的是，从2008年以来的3年数据看，实施现金分红的上市公司家数分别为856家、1006家和1321家，占上市公司的比例分别为52%、55%、61%，出现了一些积极的转变。

其次，从派息水平看，虽然2001年以来，A股整体股息率逐渐增加，但平均水平还是相当低，并且不稳定。2006年和2007年上市公司平均股息收益率突破了1%，2008年、2009年和2010年则下降到0.93%、0.46%和0.55%。虽然2010年沪深300指数成份股的平均股息率达到了1.06%的峰值，但全部上市公司平均股息率仅为0.55%。而2000年前，股息率一般低于0.55%。从历年分红回报看，2001年至2010年的10年间，流通股股东获得的股息率平均为0.907%，总体大幅低于境外市场2%的水平。另外，A股市场股息率超过2%的公司只占4.6%，以蓝筹股为主的沪深300的股息率超过2%的公司也只有14%，显著低于美国的21%（发达国家市场平均为38%），也低于发展中国家平均42%的水平。

总之，从股息回报来看，A股公司对投资者的付出是明显偏低的，大有提高改善的空间。

### 有关分红的理论

强调分红责任、规范分红程序、增强上市公司的回报意识，是证券市场规范化建设的重要内容，也是促进市场健康发展的重要环节。不过，如果不恰当地附加其他东西，则不仅无助于市场建设，相反会引发其他新问题。

比较明显的是，有一种观点认为，A股市场之所以波动大，投机性强，原因在于A股分红率低。照这样的解释，分红可以稳定持股心态，减少交易频率，进而降低市场波动性。如果认为西方成熟股市的低波动性以及低交易频率与分红率较高相关，那么，这种看法无疑是正确的。但是，理论上，这样的关系并不确切。也就是说，分红与市场交易之间并不存在有意义的线性关系，更没有理由确认增加分红就能减少市场波动的客观规律的存在。

在分析它们之间的关系时，我们首先遇到的问题是，投资者认购IPO新股、或者更普遍地，在二级

市场买卖股票出于什么目的。按照一般的说法，绝大多数人是为了短期获利，即博取价差。如果这个说法反映了事情的本质，即肯定绝大多数人买卖股票就是为了博取价差，那么会出现什么结果呢？第一，IPO的发行价会越来越高，以至高到没人敢要；第二，市场波动幅度大，频率高，以至交易无法把握，从而导致最终无人敢介入。这两种行为的结果都是市场走向死胡同。因此，虽然投资者频繁进出市场，不停倒手，交易无日无之，但博取短期收益不是投资的目的，通过倒手赚钱不是获利的主要途径。

既然买卖股票不是为了通过博取价差获取短期利益，那么投资股票的目的究竟是什么？答案是长期回报。但是，接下来，什么是长期回报以及长期有多长等问题又会困扰投资者。从买入股票开始一直持有到公司破产倒闭，从寿命周期理论来看，肯定符合长期概念的要求。但，公司破产，股票会变得一文不值。这显然谈不上长期利益。因此，长期利益肯定不光是个时间问题。

其次，高分红，高保障，而且年复一年，这样就保障了投资者的利益了吗？高分红说明公司盈利丰厚，年年高分红还说明公司成长性良好。如果这样，不分红不是更好吗？因为公司可以采取利滚利的做法，来年会给投资者提供多得多的回报。相反，如果公司没分红可分，那一定是有问题。这样的公司不值得长期持有。

总结上面所说，我们可以得出这样的结论：公司有没有盈利是一回事，分不分红是另一回事。长期而言，股票的市价真实地反映了公司的价值，长期持有公司的股票是获取高回报最可靠的方式。分红是回报之一，不过是一种保守的、被动的回报。如果公司频繁采取这样的方式回报投资者，至少说明它不能再高效地利用资金了，没有了扩张的计划与雄心。这样的公司一定会效率下降，前景堪忧。

### 分红与市场交易的关系

众所周知，在市场交易行为方面，A股市场与西方成熟市场有着明显的区别，表现之一就是A股波动幅度大，交易频率高。有些人将这些特征归结为市场的投机性，并认为投机性强的根本原因是公司分红太少。这种观点看起来有道理，实际上有失偏颇。不要比较A股市场与西方市场，因为这其中有许多不可比较的因素。即使在同样的A股市场，我们也看不到高分红对持股稳定性以及减少市场波动有什么明显的作用。我的论据有三：第一，分红多的年份，大盘的波动幅度并不低于分红少的年份，最明显的是2006年与2007年；第二，分红多的公司的股票换手率并不比分红少的公司低，其股价的稳定性也不比分红少的公司强；第三，行情好，交投活跃，说明经济形势下好。经济形势好，公司才可能有较多的利润用于分红。因此，分红与股票交易之间没有明显的因果关系。相反，倒是它们都取决于经济环境与交易环境。因此，强调分红能稳定市场、减少市场投机，有点牵强附会。

如果分红能讨好投资者，那么公司一定会分红，就像一般商品的商家会迎合消费者那样。但是，如果上市公司无需讨好投资者而照样酒醉饭饱，那么，一定是别的更关键的地方出了问题。这样的话，强调分红，甚至强制分红都解决不了问题。弄不好会出现阳奉阴违、走过场的结局。

总之，分红也罢，不分也罢，公司别假装分红；投机也罢，投资也罢，投资者别假装投资；繁荣也罢，低迷也罢，市场别假装香火旺盛。

### 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电子邮箱至ppl18@126.com。