

■ 财经时评

以市场导向改革夯实中长期增长基础

□ 世界银行首席经济学家 林毅夫

近几周来,关于中国下调经济目标增速的新闻占据了媒体的主要版面。不管经济减速是持久现象还是暂时调整,中国都必须付出极大努力夯实中期和长期经济表现强劲的基础。中国同时面临着几个严重挑战:不平等性加剧,严重且不断恶化的环境破坏,顽固的外部失衡,还有社会的老龄化。

幸运的是,中国的“十二五”规划(2011—2015)已认识到深化市场导向改革的必要性,着眼于改变中国的发展模式,注重增长的质量、结构性改革和社会融合,以克服源于收入不平等的城乡差距。针对这一宏伟的长期目标,世界银行最新报告《中国2030:建设现代、和谐、富有创造性的高收入社会》给出了2030年前中国发展成熟、良好的市场经济所需要的改革建议。

■ 资本观察

放宽大宗交易价格涨跌幅限制可抑制短炒

□ 君亮

上海证券交易所于3月13日发布《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见的函》,具体的优化措施主要包括:延长大宗交易时间,降低大宗交易门槛,放宽涨跌幅限制范围,增加大宗交易申报类型等四方面。在四项优化机制中,放宽涨跌幅限制范围,由于引入锁定期概念,最值得关注。它有利于反映投资者真实意愿表达,满足投资者需求,抑制短炒,引领价值投资,同时也维护了二级市场的稳定和广大投资者的利益。

目前的大宗交易机制中,要求大宗交易成交价格处于前收盘价格的涨跌幅限制范围内,即对于大多数股票而言,大宗交易的成交价格处于前收盘价格的90%—110%之间。同时,当日大宗交易后,受让方次日即可将相应股票卖出。在上交所的优化机制中,初步考虑将涨跌幅限制范围设为两种情形,并且由于范围的放宽,引入锁定期概念,对不同折溢价的大宗交易,设置不同时间长短的锁定期。涨跌幅限制范围为前收盘价格的70%—130%的,锁定期至少为6个月;涨跌幅限制范围为前收盘价格的50%—150%的,锁定期至少为1年。锁定期内,受让投资者购入的股份不得转让。涨跌幅限制范围的放宽,附以锁定期,具有重要的创新意义。

首先,涨跌幅限制范围的放宽,具有潜在的客观需求。根据wind资讯数据统计,2009年至今,大宗交易共有11454笔,其中1181笔大宗交易是溢价交易的,占比达10.3%;10056笔大宗交易是折价交易的,占比达87.8%。关注折溢价幅度较大的交易比例发现,以涨停价或接近涨停价(按9%以上统计,ST类股票按4.5%以上统计)交易的共计75笔,占溢价交易笔数的6.4%;以跌停价或接近跌停价(按9%以上统计,ST类股票按4.5%以上统计)交易的共计4637笔,占比达46.1%。由此可见,对于折价成交的大宗交易,有将近近五成的交易是按照跌停价或近乎跌停价成交的;对于溢价成交的大宗交易,也有一定比例的交易是以涨停价或接近涨停价成交。因此,涨跌幅限制范围的放宽,具有较大的潜在市场需求。

其次,涨跌幅限制范围的放宽,有助于充分体现大宗交易双方愿意成交的真实价格水平。具体的折溢价程度,与标的股票交易双方的议价能力、双方的市场观点,以及交易时的市场状况等多种因素相关。出受让方急于减持且难于找到有意向的受让方时,交易价格将倾向于较深的折价水平。这时如果以跌停幅度为上限,则有碍于交易双方以真实意愿的价格水平成交。当受让方对出让方具有收购意向时,交易价格以涨停幅度为上限也显得过于局限。大宗交易是对集中竞

法律和监管基础设施同步深化,以确保金融稳定。

在劳动力市场,中国应该加速户籍改革,确保到2030年时工人可以根据市场信号自由迁徙。中国决策者还必须引入增加劳动力参与率的政策,反思工资政策,并将社会保障扩展为全国通用。必须保护农民的土地、劳动和金融市场的自由化。

中国需要提供更多的无形公共品和服务,如规则、标准、政策等。这些政策和制度性进步能增强生产率,促进竞争,有利专业化,增加资源配置的效率,保护环境并减少风险和不确定性。

在企业家竞争,关键在于增加所有部门的竞争,降低私人公司进出壁垒并增强国有企业的竞争力。在金融部门,银行体系必须商业化,从而逐渐实现利率由市场力量决定。同时,资本市场也必须与

造成巨大未来环境成本的快速增长之路。鼓励低污染、能源和资源效率高的产业的投资有助于实现绿色发展,刺激相关上游和下游制造和服务业的投资,建设拥有国际竞争优势的全球朝阳产业。

《中国2030》还建议通过修正就业、融资和高质量公共服务等方面的城乡差距,扩大机会,改善社会保障,抑制中国相对较高的社会和经济不平等现象。实现这一目标要求持续地给予服务不完善的农村地区农民和农民工更多关注,同时改革社会政策以确保可靠的社会安全网。

此外,需要开启新的收入来源,确保地方政府有充足资金以满足日益高涨的支出责任,同时改善中国财政状况。此类改革有助于确保各级政府都获得预算资源和合适的支出责任。

中国应该成为全球经济的积极利益相关者。中国应该继续增强

价交易的重要补充形式,应当鼓励交易双方在交易中体现最真实的价格水平,放宽涨跌幅限制范围,是制度进步的体现。

第三,涨跌幅限制范围的放宽,需要配合锁定期机制。上交所提出的锁定期机制,可以避免在公告大宗交易信息后市场出现剧烈波动。对于大幅折价成交的大宗交易,如果不设置锁定期,普通投资者对大宗交易受让方在未来短期出售标的股票获利将具有较强的预期,并且这种预期很可能在影响标的股价的二级市场价格,抑制短线炒作的股票,避免影响集中竞价交易,在封堵利益输送漏洞、保障普通投资者利益、维持市场秩序的同时,使标的证券价格更能体现上市公司的真实价值,有利于引导投资者做出理性投资和价值投资。

可以期待,在放宽大宗交易价格涨跌幅限制范围后,市场仍将稳步运行,在带来更多投资者参与的同时,大宗交易将进入更加繁荣的时代。

按照所报买价自高向低的顺序中标,直至满足预定发行额为止,其中中标价格是以所有投标者的最低中标价格为准,全体中标者的中标价格是一致的。而美国式招标则是指,中标价格为投标方各自报出的价格,具有多重中标价格,报价越高者损失越大。因此,直接询价加上美国式招标将对投标询价机构产生很大的约束,更有助于反映机构的真实需求,从而平抑发行市盈率。

扩大网下配售比例并延长配售股份限售期也有助于充分引导机构进行理性定价。由于当前新股定价权掌握在网下配售的机构手中,因此,笔者认为,可以从以下几个方面改善新股定价机制。

首先,采取美国式招标询价制可以对投标者的行为产生更强的约束。此外,招标方式上,A股目前采取的是荷兰式招标方式,即投标人

其全球贸易、投资和金融联系(这也是过去三十年的成功秘诀),进而从进一步专业化、增加投资机会、更高的资本回报以及互惠思想和知识流动中获得好处。

中国还应继续坚定不移地重启陷入中止的多边贸易谈判多哈回合,支持投资流动的全球化。中国的金融部门要想融入全球,必须通过渐进、可控的步骤实现资本账户开放。其中,人民币实现国际化,并成为全球储备货币是最关键的一步。

《中国2030》中的政策建议为中国决策者提供了一个框架。这一框架有助于实现中国可持续和谐增长的目标。全球经济正在步入一个危险的阶段,中国政府需要应对新风险、新冲击和新脆弱性。但在此过程中,中国应该坚持其短期政策反应必须有利于长期改革重点这一原则。(来自Project Syndicate)

造成投资者进一步追涨杀跌,剧烈波动的市场将不利于投资者利益的保护。此外,放宽大宗交易的折溢价范围,可能诱发利益输送现象。公众无法得到大宗交易公告之外与之相关的任务交易信息,交易双方可能存在潜在利益输送,这将有碍于交易的公平性。为大幅折溢价成交的大宗交易设置锁定期,限制受让方在半年、一年的时期内转让标的证券,有利于稳定标的证券的二级市场价格,抑制短线炒作的股票,避免影响集中竞价交易,在封堵利益输送漏洞、保障普通投资者利益、维持市场秩序的同时,使标的证券价格更能体现上市公司的真实价值,有利于引导投资者做出理性投资和价值投资。

可以期待,在放宽大宗交易价格涨跌幅限制范围后,市场仍将稳步运行,在带来更多投资者参与的同时,大宗交易将进入更加繁荣的时代。

成非常大的定价偏差,而当前上市公司中创业板和中小板的公司较多,此类公司往往历史较短,可用来预测未来盈利的历史数据非常有限,对未来现金流的估计带有较强的主观性,采用现金流贴现法较难把握。较合理的做法是采用相对估值法,对比上市时该公司所处行业二级市场的平均估值或者是业务可比公司的估值来进行定价。

新股只有在上市前合理定价,上市后才能具备中长期的投资价值,这样才可以吸引到长线资金参与其中,同时也能避免其二级市场价格的大起大落。如果一味追求融资方利益的最大化进而高价发行新股,那么最后将形成的格局是二级市场股价长期低迷,新股投资价值被透支后沦为短线博弈的筹码。久而久之,发行市场也将成为无源之水,最终也将损害到融资方的利益。

在整体定价方法上,对新股投资价值的判定尽量采用相对价值法,少采用现金流贴现等绝对估值法。因为现金流贴现定价方法类似一个“天文望远镜”,对未来现金流的预测和贴现率的微小变动可以造

■ 学人随笔

完善公司治理 防范“钓鱼式分红”

□ 中国社科院金融研究所 尹中立

完善上市公司分红制度这个议题由来已久。2001年以来,中国证监会为此出台了一系列制度。总结和分析这些政策措施在实践中存在的问题,对于进一步完善上市公司分红制度无疑有指导意义。

从正常的法律关系来看,上市公司是否分红,以及分红多少,应该由公司的董事会或股东大会决定,小股东可以通过股东大会或董事会来表达自己对股利分配的诉求。简言之,正常情况下,分红应该属于公司内部的事务,与监管无关。

2001年以来,中国证监会出台了一系列政策文件规范上市公司的分红行为,但我国对上市公司分红行为的要求比“强制分红制度”要低。在强制分红制度下,上市公司分红是行使法律义务,不分红或分红比例达不到规定的比例要求,则属于违法行为。而中国证监会对上市公司分红的制度安排并没有上升到法律层面上,主要做法是将上市公司的分红行为与再融资行为挂钩,对不分红或分红比例达不到规定比例的上市公司取消其再融资的要求。有些学者把这种做法称之为“半强制分红制度”是比较恰当的。

从国际视野看,实行强制分红制度的最主要理由是社会公众股东的权益得不到很好的保障,通俗地说,就是对上市公司的实际控制人不放心,分红的目的就是防止上市公司的内部人侵占小股东的财产。对于中国的上市公司来说,公司治理方面存在的问题有些是发展中国家共有的,有些可能是“具有中国特色的”,归纳起来大致有以下几个问题。

第一,通过关联交易转移上市公司的财产。在A股市场,很多上市公司不对投资者分红,大股东与上市公司或者上市公司与子公司通过关联交易进行非法利益输送,从而将上市公司利润转移,这种现象相当普遍。在无法根治关联交易的前提下,为防止“掏空”上市公司的行为发生,实行强制分红或许是一个好的选择。

第二,政府对上市公司不当干预。在当前的经济体制下,无论是国有控股的上市公司还是民营控股的上市公司,都或多或少受到地方政府行为的支配,上市公司在一定程度上承担了公共财政的职能,上市公司实际上成为政府的“融资平台”。

第三,上市公司不重视现金分红的责任不全由大股东或上市公司承担,它与投资者行为偏好也有很大关系。多年来,我国股票市场形成了一种炒作股价的行为模式:主力庄家与上市公司达成私下协议后,开始低价位收集股票筹码,等筹码收集完毕,由上市公司公布一系列利好,这些利好包括业绩增长、签订大的销售或工程合同、高比例的送红股或公积金转增股本,尤其是“高比例的送红股或公积金转增股本”对股价有较大的刺激作用。这些利好公布后引起股价上涨,庄家完成筹码的派发。

上市公司实行大比例送股的做法在财务上没有什么实质意义,但该行为在我国股票市场有暗示的作用,上市公司推出高比例

送股,意味着有庄家介入了该股票,既然有主力庄家潜伏了该股票,散户投资者就可以跟风赚钱。于是,股价会上涨。相对于现金分红而言,投资者更喜欢送红股。既然投资者普遍对现金分红不感兴趣,上市公司当然也不会热衷于现金分红。

随着机构投资者增加,希望长线投资的机构比例将逐渐增加,这些机构将主要通过预测上市公司未来分红的现金流来给公司股票定价,必然对上市公司现金分红的要求越来越高。这些投资者对股价的短期波动兴趣不大,更多地关注股价的长期趋势。可见,实行强制分红或半强制分红制度也是纠正投资者行为的重要举措,同时也是顺应长线投资者入市要求的产物。

强制分红或半强制分红的目的是为了纠正上市公司普遍重视融资而轻视给予投资者回报的现状。但我们将上市公司的再融资与现金分红的行为挂钩的做法其实存在着悖论。既然上市公司每年都分红,说明该公司不缺资金,就不应该让这些公司到资本市场去再融资。对于真正有好项目但缺少资金的公司而言,无法到资本市场去融资,如果为了再融资而把本来就短缺的资金分配给股东,则很可能会丧失重要的投资机会,等再融资的钱入账后,投资机会可能已经消失了。

上述融资与分红的悖论已经广泛存在于商业银行和保险类上市公司中。由于最近几年业务快速扩张,商业银行和保险类公司需要资本金的快速补充渠道,而根据当前的规定,要完成再融资就必须分红。资本金本来就紧张,还要给股东分红,这就是商业银行和保险公司面对半强制分红制度出现的尴尬。2012年初,汇金公司主动提出可以降低四大商业银行分红的比例要求。可见,这种悖论已经引起了有关方面的关注。

在分红行为与融资行为挂钩之后,更多的上市公司采取了“钓鱼”的策略:以较少的利润分红为诱饵,获取大额融资的实惠,这就造成分红被“异化”甚至“逆向选择”,那些有心计的公司会事先准备好一笔现金分红,为的是融资时“狠融一大笔”。

因此,笔者认为,半强制分红制度在我国有一定的合理性,但在实施该制度的过程中,需要更合理的手段和措施,将分红与再融资行为挂钩的做法有些矛盾,需要进一步完善。

投资者对上市公司分红的重视,其背后是对公司治理结构不合理的担忧。监管者应该创造条件让投资者有足够的手段和方便的途径对上市公司进行监督和约束,在分红表決上可以试行“类别股东表决机制”,让小股东充分行使分红的权利。

在强调现金分红的同时,要采取的措施遏制送红股和公积金转增股本的不良行为,引导投资者行为向健康方向发展。从法律上说,分红行为属于公司的内部事务,监管者无需介入过多。但我们不能对市场的痼疾熟视无睹,可以通过增加对高比例分红公司高管的内幕交易行为监管来遏制此类行为。从经验看,凡是有高比例分红的公司,一般都存在内幕交易行为,在打击内幕交易行为的同时就可以制止高比例送股的行为。

■ 中银国际证券投资者保护宣传专栏系列一

倡导“理性投资 长期投资”

—— 理性参与新股投资

□ 中银国际证券有限公司 奚伟东

在我国证券市场上,热衷于炒新股的投资者不在少数。那么炒新股是否真的可以得到预期的回报呢?我们从新股定价及上市交易数据分析的角度来进行探讨。

从一级市场上看,多只股票连续上市首日破发,成为2011年埋在“打新股爱好者”心中的阴霾。从新股发行的机制上分析,在海外市场若新股发行失败,证券承销机构需要承担较高的财务成本。承销机构基于与机构投资者博弈结果,为了保证新股成功发行,往往会采取新股抑价政策,即新股定价略低于该股的市场预期价格。因此,一级市场定价和二级市场预期存在概念上的价差空间。这一概念上的价差空间,促使一般投资者会积极认购,确保了新股的顺利发行。但是发行与上市存在时间差,概念上的价差空间能否在上市首日得以短期体现,还要综合当时的市场环境和投资者情绪。因此,在海外市场行情惨淡阶段,上市首日新股跌入发行价的也比比皆是。不过,我们还是看到,海

外市场一、二级市场存在一定的价差关系(尤其是市场情绪悲观期)。

而国内市场投资者往往只注重于海外市场的结果,并未仔细上述现象的成因,普遍存在“知其然而,不知其所以然”,认为新股二级市场价格理所当然应该高于发行价,对新股发行失败的风险意识淡薄。此外,非理性的二级市场新股炒作,导致一、二级市场新股发行价与交易价之间的价差扩大,促使一级市场发行市盈率向二级市场靠拢,呈逐步抬高趋势,高溢价发行就成为了市场必然。而当市场回归理性时候,新股发行就被发成了现。在市场极其惨淡的2011年,首日破发也就不足为奇了。

从二级市场上看,假定投资者在上市首日以新股首日均价买入,参与二级市场的投资。我们分别测算了5日、10日、20日的收益情况,平均收益分别是-2.43%、-3.30%、-3.67%(见下表1)。

表上可以看到,投资者如果在上市首日买入,之后的5日至六个月期间,平均情况下,均未实现正收益;从表上还可以看到,收益率有逐渐降低的趋势,也就是说在新股发售后的6个月内,投资须加倍谨慎。由此可见二级市场上“炒新股”存在较高的风险。

另外一个角度,我们讨论在二级市场投资新股的盈利概率有多大。从表2,可以看见,在2011年全年282只上市新股中,经过5日、10日、20日的投资的赚钱概率的结果大概是在35%—38%之间,连四成的几率都不到,如果持股时间超过3个月,可能连两成的获利概率也将丧失。也就是说,在2011年大

5日收益	10日收益	20日收益	3个月	6个月
-2.43%	-3.30%	-3.67%	-12.00%	-20.30%

部分投资新股二级市场的投资者以亏损出局的。

	5日	10日	20日	3个月	6个月
赚钱的家数	100	102	107	63	38
亏钱的家数	182	180	175	219	244
成功概率	35.46%	36.17%	37.94%	22.34%	13.48%

中银国际证券有限公司 奚伟东

5日收益	10日收益	20日收益	3个月	6个月
-2.43%	-3.30%	-3.67%	-12.00%	-20.30%

通过上述收益率和盈利概率的统计,我们可以知道,投资者在投资股票尤其是新股的时候,不能盲目跟风,更不能疯狂炒作。强烈的波动提供的是短暂的账面价值,却带来了巨大的亏损风险。我们倡导“理性投资、长期投资”,应该有节制、有选择,认真分析公司基本面情况,静静等待投资机会来临,让市场来体现上市公司的价值,通过公司的业绩筛选出值得投资的股票。

—企业形象—