

拿什麼拯救A股

下篇

經濟學者倡八措施 重建市場利益格局

A股傾斜融資方 散戶難圓致富夢

圈錢市、鐵公雞……創立於1990年的中國A股，在成為全球市值第二大的資本市場後，仍未能摘下這些血淚標籤。在中國經濟增長的黃金10年之後，大盤股指重回10年前起點，驀然回首，逾億中國股民發現，10年來從上市公司獲得的分紅，尚不足支付交易成本，A股製造了成千上萬個億萬富豪新貴，卻難圓普羅股民卑微的致富夢想。為此，經濟學家提出了包括「IPO市場化」在內的A股市場改革八大政策，以冀重建市場利益格局…… 香港文匯報記者 海巖

■在2001年6月之後上市的1,200多家公司，到2011年12月，股價低於上市首日收盤價的有794家。



■ 股民在查閱股市行情。

在中國政法大學資本研究中心主任劉紀鵬看來，過去10年，A股市場是二級市場的熊市，卻是發行市場的牛市，更是一台不停運轉的造富機器。數據顯示，在2001年6月14日之後上市的1,200多家公司，到2011年12月23日，股價低於上市首日收盤價的有794家，佔比超過60%，這意味著近10年上市的公司對二級市場投資者總體回報為負。

十載南柯夢 散戶虧到吐血

但在A股生態鏈上，位於頂層的上市公司及其大股東，通過上市融資攫取巨額利益；私募股權基金、創投機構，通過二級市場套現獲取利益；券商、投行、會計師事務所、律師事務所等中介機構，在IPO盛宴中分得一杯羹；證券投資基金，則以固定管理費收入為主要來源；只有最底層的股民、基民(公募基金持有人)虧到吐血。「國有企業吃了財政吃銀行，銀行沒得吃了，就吃股民。企業只知道從股市上融資，不知道或不願意給投資者投資回報。」北京大學金融與證券研究中心主任曹鳳岐在接受本報訪問時直陳A股要害。

多數上市公司 重融資輕回報

「A股賣方市場特徵非常明顯，無論管理規範、監管制度、融資導向都偏向融資人，保障投資者收益的遊戲規則非常少。A股市場成立和發展都是以融資為目的建立。」金元證券北方財富中心副總經理鄧智敏分析。

另一方面，上市公司治理也沒有搞好，中國社科院金融專家尹中立認為，無論股東是什麼性質

的上市公司，都必須服從政府的意願。政府的行為目標是追求GDP增長，所有上市公司的行為也必然表現為不斷從市場融資，擴大公司規模。大多數公司分紅行為都是被動的，動機並非要回報股東，而是要滿足再融資的條件繼續「圈錢」。

經濟學家認為，A股市場除要加強對市場秩序整頓外，必須通過一次大的體制性改革重建市場利益格局，讓各個參與主體在一個公開、公正互相制約的環境下玩遊戲，而不是受一邊倒的利益支配。北京科技大學經濟管理學院教授趙曉呼籲，A股缺乏維護小股東利益的核心制度，股民也沒有維護自身利益的切實手段，「是時候發給中國股民一桿捍衛自己權益的槍」。

綜合來看，經濟學家提出A股改革的八大政策：IPO市場化、強化分紅、嚴打內幕交易、不支持借殼、IPO責任制、再融資市場化、鼓勵產業收購兼併、降低上市公司債務成本。燕京華僑大學校長華生認為，前4策為瀉藥，屬刮骨療傷瘦身，後4策為補藥，可強本固元壯身。



A股三宗罪

第一宗罪：圈錢市

從1990年至2000年的11年間，A股股市融資總額5,167億元，其中首發募資3,167億元。而自2001年6月至2011年12月，首發募資1.84萬億元，是前11年的六、七倍。總市值10年間增長超4倍，從10年前的4.6萬億元增長到目前的26.7萬億元。尤其2009年以來，A股連續3年IPO圈錢居全球之冠，通過IPO方式募集到9,252億元，比同期美國市場IPO募資總額高出56%，比西歐所有IPO募資總額高出115%、分別為日本及中國香港地區的7.9倍和1.4倍。即便2011年A股連續下跌，仍然平均每個交易日就有一隻新股上市。

第二宗罪：提款機

在中小股民普遍蝕本的同時，上市公司特別是中小板、創業板已經成為股東、高管的一夜暴富套現的「提款機」。2011年200多個交易日，上市公司合計共進行6,070次增減持，合計淨減持股份數56.7億股、套現金額達794.9976億元，相當於6倍中國水電的融資量，日均套現3.43億元。

在中國千名富豪榜上，173名來自2001年前上市的企業，74名來自2002年至2005年上市的企業，87名來自2006年至2007年上市的企業；其餘666名都是來自2008年以來上市的公司，佔比66.6%。統計還顯示，276隻股票的創業板，造出225名躋身A股千富榜的富豪。

第三宗罪：鐵公雞

10年裡，股市累計成交金額為2,421,262.59億元，按當前萬分之八的平均佣金水平估算，股民合計繳納3,874.02億元；累計繳納5,388.91億元的印花稅。同期累計分紅不過7,500.67億元，股市對股民的分紅回報基本上只夠沖抵交易費用。

2010年有37%的公司沒有現金分紅，而今年前9個月的現金分紅量只佔市值的0.5%。

兩策出台 效果待察

中國證監會新任主席郭樹清，一上任就推出兩大治市政策，一是涉及上市公司分紅問題，二是創業板的退市政策。前者被市場總結為「強制性分紅」；後者則被認為是「溫柔退市」。經濟學家認為，郭樹清從此着手治市用意良苦，但亦留有後患。

證監會主席助理朱從玖表示，證監會將要求所有上市公司完善分紅政策及其決策機制，科學決定公司分紅政策，增強紅利分配的透明度，不得隨意調整已確定的分紅政策。證監會將立即從首次公開發行股票開始，在公司招股說明書中細化回報規則、分紅政策和分紅計劃，並作為重大事項加以提示。

此政策目的，除了希望增加投資者投資收益，嚴控某些誠信缺失的上市公司行為，更是希望通過強制上市公司分紅，來引導投資人進行長線投資。

強制分紅 溫柔退市

不過分析認為，從公司治理的角度看，上市公司的分紅安排應是股東大會、董事會和管理層根據企業發展階段的需要，相互協調制衡的結果，而監管者的真正職責在於監督董事會和管理層的行為，督促其勤勉盡責，防止內部人控制。推行上市公司強制分紅並不能真正起到引導投資者長線投資的目的，反而是對正常公司治理機制的削弱。

以前，證監會也曾對上市公司分紅有過強制要求，比如要求上市公司分紅才能再融資，但是很快出現「分一分錢圈兩塊錢」的尷尬。

至於退市政策，較之原本形同虛設的「退市制度」，新方案增加了「連續受到交易所三次公開譴責」和「股票成交價格連續20個交易日低於面值」即需要退市的新規定，取消了「退市風險警示處理」。不過，新方案特別設計出一個退市緩衝帶，即創業板公司並不直接退市，而是進入「退市整理板」，漲跌幅由原ST板塊限制為5%放大到10%的單獨板塊進行交易，分析認為，這使得條件可執行度依然很差，未來仍有可能留下爛屍公司，連年虧損而不能徹底退市，甚至可能吸引資金惡炒退市整理板。

2011年A股十大亂象

幾乎可以確定，2011年的A股市場將會以大跌的姿態，躋身史上「大熊市」三甲之列，不但大量普通散戶投資者血本無歸，公募基金亦告全體虧本。過去的一年中，A股市場依然亂象叢生，不誠信不道德事件頻發，但這些亂象並非2011年所獨有，它們貫穿於市場發展的整個過程。在A股10年重回原點之時，本報列舉過去一年發生在A股市場的十大亂象，或可從中窺得癥結一二。

亂象一：承銷商自產自銷

新股發行制度改革以來，PE崩敗常被詬病。在IPO過程中，券商直投、上市輔導、保薦承銷一肩挑，形成了一條上市流水線，券商發了大財。在一些IPO保薦機構身後，常常存在以「印魚模式」(通過其親戚朋友等設立的公司等方式參攬擬上市公司)生存的創投公司。在券商投行部門承攬IPO項目充當保薦人後，這些「印魚創投」立即採用突擊入股的形式，以低廉價格獲取股權。

亂象二：神秘人突擊入股

A股IPO的創富神話，使得在公司上市前以低價購入公司股權成為全國人民的夢想。於是市場湧現出一批神秘人士(或機構)，他們總能在上市公司掛牌前突擊完成複雜的股權轉讓流程，如願以償地成為上市公司的原始股東，靜待收穫暴利。

亂象三：高管離職為套現

根據相關規定，上市公司高管離職6個月後可自由買賣公司股票，將賬面財富變成真金白銀，於是高管離職潮一浪高過一浪，只剩小股東們為公司未來發展前景擔憂。截至11月22日，滬深兩市今年內共有538家公司的1,238名高管進行減持套現，

累計套現金額達到167億元，平均每名股東套現1,349萬元。僅11月份，滬深兩市共有94家公司105位高管相繼離職。

亂象四：造假者前赴後繼

由於違規之後受到的處罰過輕，A股市場上的造假現象可謂「前赴後繼」。除去投資者熟知的「藍田神話」破滅、銀廣夏案、綠大地造假案之外，紫鑫藥業、安妮股份等公司都因造假被中國證監會稽查或者查處。

亂象五：手握巨款仍索錢

不少剛剛上市一兩年的公司，在前面的募投項目尚未完全投產、無法檢驗募投效果的情況下，甚至超募資金還未完全用完，又大張旗鼓向市場伸手要錢。統計數據顯示，今年已有23家上市不足兩年的次新股拋出了再融資方案。

亂象六：邊虧損邊圈錢

不考慮投資者利益，一些上市公司往往「越圈錢越虧損，越虧損越圈錢」，圈錢後迅速變更募投項目，甚至投資巨虧。比如，中糧屯河、廣鋼股份等2010年以來持續虧損的上市公司，在2011年都拿出了再融資方案。

亂象七：靠政府哺出「不死鳥」

在A股市場，獲得過政府補貼的公司比比皆是，年年虧損的公司依然活着。「A股虧損之王」京東

方(見圖)，在2011年底又一次獲得總額2.2億元政府貼息補助。自2006年初至2011年第三季度，京東方已累計虧損60.5億元，與此同時，累計收到約達12億元的政府補助。

亂象八：信息披露姍姍來遲

今年西飛國際一份經營合同終止15個月後才予以披露，被陝西證監局出具了警示函。上市公司信息披露不準確、不及時等問題，一直困擾A股市場投資者。面對投資者質疑和譴責，上市公司往往以工作疏忽為由，甚至托辭情況複雜，或乾脆不回應。

亂象九：券商研報不靠譜

從子虛烏有的中國寶安石墨礦，到188元天價的攀鋼鈦鈦估值，再到興業證券分析師王暉和華創證券的高利和廖萬國分別發佈29次和7次研報力薦重慶啤酒，類似「放衛星」的研發報告頻頻出現。

亂象十：上市後業績頻變臉

今年前三季度271家創業板(見圖)公司中有78家公司出現虧損，將近三分之一的公司業績變臉。創業板公司業績大幅滑坡，業內人士稱，主要是包裝太厲害。為籌集更多資金，保薦機構將上市前一年業績做高，公司上市後，募投項目尚無法達產，原有業務沒有亮點，盈利便難以為繼，但是對於「業績變臉」，保薦人並不被追究。

