

專家：治本良策「放開審批 嚴格退市」

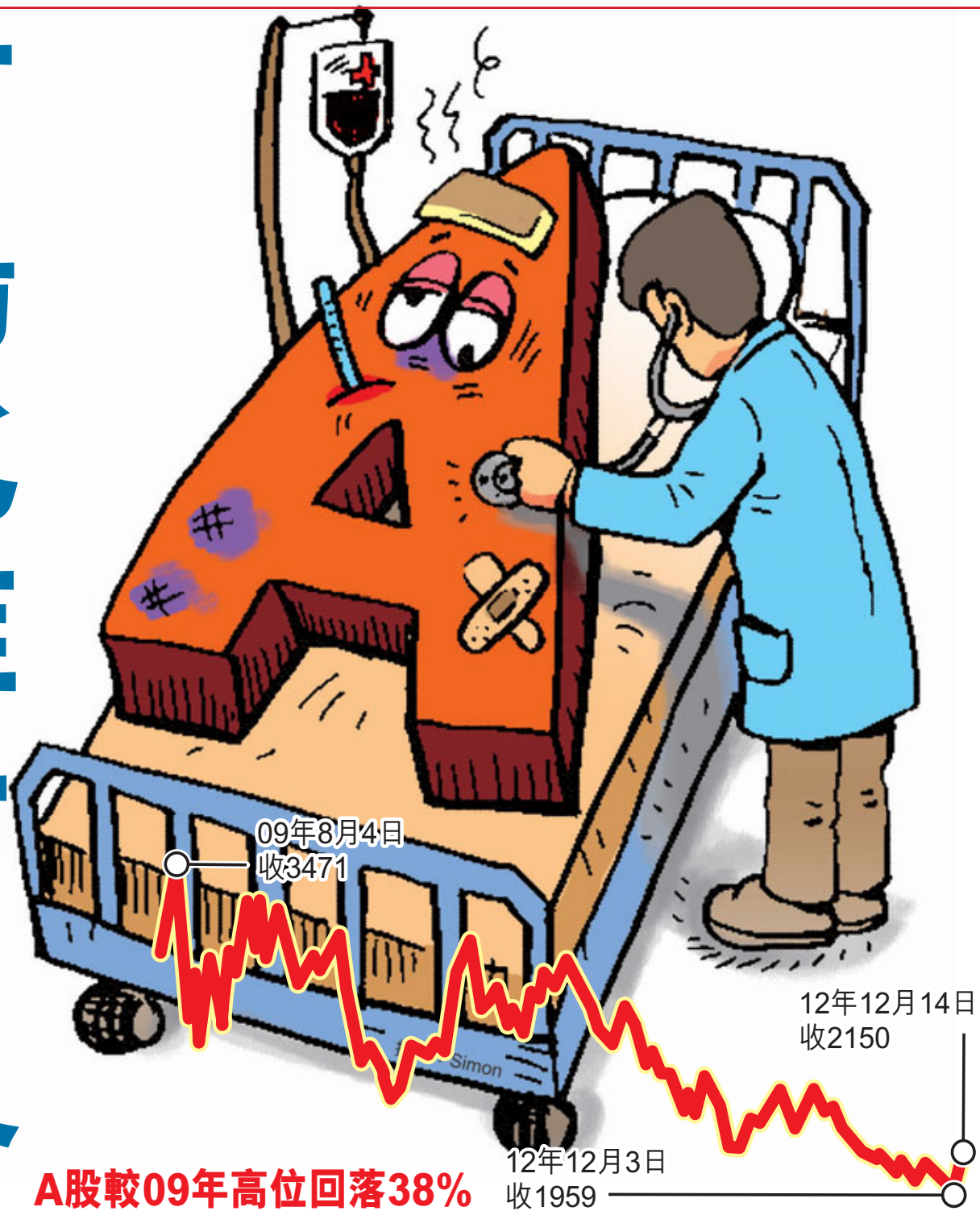
A股上周五出現報復式反彈，單日反彈4.32%，一方面當然是市場對中國經濟築底企穩有憧憬，但相信更多的是炒作中央經濟會議會有救市措施，未脫政治市格局。本報採訪多位證券專家指出，當下的股市危機是信心的危機，既是對中國經濟轉型信心的不足，更是對股市20年沉疴的絕望，市場化改革才是唯一出路。經濟學家提出的「拯救」方案基本可概括為「放開審批、嚴格退市」八字。雖皆為治本良策，但知易行難，阻力與成本之大令改革不可能速成。

■香港文匯報記者 海巖 北京報道



□A股被視為「融資者的天堂、投資者的地獄」。

拯救A股 市場化唯一出路



雖然近日A股大反彈，但今年來仍跌2.2%，在全球主要股市中包尾，與經濟發展趨勢背道而馳。同期美股升7.51%，港股升22%，身陷債務危機的英、法、德股市，亦分別升6.27%、15.3%及28.79%。

制度走偏 市場成「提款機」

中國人民大學校長助理、金融與證券研究所所長吳曉求接受本報訪問時表示，當前股市下跌，首先反映經濟下滑，第二反映供求失衡，第三反映制度走偏。後者是體制積弊，市場被大股東減持和高速擴容壓垮，市場機制不保護投資者利益而偏向權貴資本利益；前者則是新難題。

■吳曉求認為，市場機制不保護投資者利益。

資料圖片



從制度層面看，雖躋身全球市值前三，A股市仍沒能摘下「圈錢市」、「提款機」、「造富機」等標籤，被視為「融資者的天堂，投資者的地獄」。

在中國經濟減速的大趨勢下，吳曉求指唯有推進股市制度改革，「如今改革進入盤根錯節的深水區，小修小補的空間已到頭，深層次問題不可迴避，小堰塞不如大疏導。」

做好「一進一出」 理順市場

近年A股久治卻無果，其實對於治本之策，業內專家早就心知肚明。一位證券公司高層向本報表示，只要做到「一進一出」，證券市場的長期發展就理順了：「一進」為降低門檻，放開審批，將審核制改為註冊制，「只要財務、法務上不作假，符合上市公司的要求即可發行，三高問題（高發行價格、高市盈率和高超募額）自然就消失。」「一出」則為嚴格退市，禁止借殼，只有讓真正的風險暴露，才是最好的投資者教育，讓投資者有獲得理性回報的平等機會。

成本高阻力大 至今仍探討

不過這位業內人士指出，上述兩條治本之策，有識之士雖呼籲多年，但由於成本太高、障礙太大，至今仍停留在探討階段。「A股改為註冊制，有成千上萬家企業可以馬上註冊上市，市場擔心這必致巨幅下跌重新洗牌。而只要了解省長副省長級別的官員是如何親自戰鬥在『保殼』第一線，便可知這觸動多方利益的退市是說易行難。」多年來惟有在證監會前主席周小川和

史美倫任上，才出現了可數的幾起退市案例。

「三板斧」改革 提高進退門檻

作為內地第一批證券市場研究者，燕京華僑大學校長華生建議，對A股進行「三板斧」改革。第一是廢止新股發行的審批制，改為高門檻的披露制，大幅提高上市門檻，將企業的利潤和規模作為考量指標，把標準提升至市場達到供求平衡為止，叫停所有存在關聯交易的非整體上市，這將驅散在A股前門排隊的「餓狼」。

限高管套現離場 問責保薦人

第二是調高後門退出的門檻，限制股價遠低於發行價包裝上市時的原始股東和高管套現離市。三是追究相關保薦機構責任，吊銷幾家違規機構執照。「對於那些套現離場的大股東，目前股價大幅低於發行價的，應該先跟股民解釋清楚，如果是欺詐上市或過度包裝，就一定要補償股民，保薦機構也要停業整頓。」華生認為，若「三板斧」落地，「今天宣佈改革啟動，股市明天就止跌回升！」

中國政法大學資本研究中心主任劉紀鵬也建議，在監管部門保留備案機制的同時，將A股審批權下放到交易所，同時將保薦人作為問責對象，若出現業績變臉等問題立即歸檔問責。

監管積弊深 改革阻力大

香港文匯報訊（記者 海巖 北京報道）尚處於「幼稚期」的中國股市，有著種種先天缺陷和後天頑疾：發行市盈率畸高，刺激着企業的IPO熱情，也導致了熊市中大股東的瘋狂拋售；退市機制失靈，令眾多垃圾股繼續混跡於市場並頻頻成為炒作對象；分紅水平過低，使得股民幾乎只能從價差中獲益，投機風也因此屢禁不止。證券專家指出，雖然監管部門近年改革步伐異常快速，多頭並進，不過要取得重大進展還需時日。

分紅水平低 打擊違規力弱

以投資者保護為例，A股市場被認為是典型的重融資索取、輕保護投資者的市場。據萬得資訊統計，截至2011年底，A股市場自成立以來共融資超過4.3萬億元人民幣(下同)，而按照普通公眾投資者持股比例30%計算，普通公眾投資者獲得分紅累計不足5,400億元，分紅僅佔籌資額的13%。而且，監管部門對違法違規的打擊力度偏弱，投資者集體訴訟的法律仍未能建立，打擊了投資者對整個市場的信心。

供求失衡 解禁拋售浪接浪

監管部門遲遲未放下審批的權力，市場供求關係一時難以改變，導致股價繼續扭曲，新股發行排隊超長，目前中國證監會通過IPO核准和正在進行核准程序的公司多達850家。上市公司高管和大股東，在解禁後第一時間拋售限售股的浪潮此起彼伏，據測算，隨着2009、2010年新股發行重啟後，密集發行的新股開始逐步進入集中解禁期，2013年解禁總規模將增至2.2萬億元，中小板、創業板股票流動解禁壓力更大。

「救市老三招」失效

香港文匯報訊（記者 海巖 北京報道）2012年接近尾聲，A股全年跌勢已定，造就了史上首度連續三年下跌。三年來，A股市場累計下跌了34%。值得注意的是，過去屢試不爽的救市「老三招」，在這一輪大跌中卻繳羽而歸。

早些年，內地股市救市「老三招」曾大顯神通。第一招——發社論，第二招——匯金增持，第三招——監管高層發號施令。此外，政府還採取暫停IPO、調整印花稅等行政化救市手段，造成股市的大漲大落。

而今年，救市「老三招」似乎不靈了。9月下旬新華社連發社論作輿論影響，匯金一再增持製造市場利好，現任證監會主席郭樹清力挺監審，高層積極信號頻現，可大盤卻始終難見起色，往往是稍稍反彈後就再度下跌，甚至創下新低。

對症下藥 方能「救命」

中國政法大學資本研究中心主任劉紀鵬認為，傳統救市模式雖能暫時緩和股市的低迷，但卻治標不治本。長此以往，只會令股民徹底喪失信心，並最終危及資本市場的長期發展，無異於飲鴆止渴。

劉紀鵬認為，要想讓股市真正走上良性發展的軌道，就不能僅僅停留在「救市」的水平上；必須找到「病根」，對症下藥，方能「救命」。

需建有效審慎監管體系

香港文匯報訊（記者 海巖 北京報道）郭樹清上任證監會主席後改革舉措連出，沿着市場化方向取得進展。不過有經濟學家指出，政府既是金融監管者，又是大型金融機構的所有者，在很多時候還是直接的運營者，政府還沒有能夠從直接的行政監管角色轉變為一個真正超脫、中立與專業的審慎監管者，在這樣一個行政監管體系下，其他領域的局部性改革都會步履維艱，或成效甚微。因此，A股下一階段改革首先應明確政府與市場之間的合理邊界，改變行政監管模式，建立一個真正有效的審慎監管體系，從而迎來未來十年發展壯大中國資本市場的黃金機會。

中國的資本市場自上海、深圳股票交易所成立伊始，就是由政府自上而下建立起來的，政府在資本市

場的規劃、啟動、准入、運作與監管的過程中實行了全程的參與和控制。資深經濟學家胡祖六認為，政府一直扮演強勢主導角色，從所有權、市場准入、股東與機構資質，到高管人事任免、具體金融產品與業務許可，等等，政府監管部門對於資本市場的各個微觀層面施加直接、廣泛和深入的干預。

行政主導 滋生尋租腐敗現象

以股票發行為例，必須經過一個漫長的行政審批過程，從企業能否具備發行條件，到時間、地點、規模乃至價格區間，事無鉅細皆由監管機構說了算，而真正的決策與責任主體——企業董事會、管理層、股東，以及他們的財務顧問、法律顧問、承銷商與會計審計

機構等，則成為從屬被動的角色。

胡祖六認為，在政府的強勢主導下，中國股市成為世界上波動性最高的股市之一，也不能有效地保護普通投資者利益，還帶來了高昂的經濟與社會成本，滋生尋租(利用特權來維持壟斷式利潤)與腐敗現象等。

保障系統穩定 有利良好運轉

「行政監管體系本質上是計劃經濟時代政府凌駕企業控制市場的觀念與實踐的延續，審慎監管則有利於加強法治、保障系統穩定和良好運轉。」經濟學家建議通過監管體系的根本性改革來明確政府與市場之間的合理邊界，改變行政監管模式，是資本市場其他市場化改革的前提。



提振市場 基本面需持續好轉

「對於政府在未來是否繼續放鬆？採取哪些措施以及何時做出調整？公眾一頭霧水，專家學者也只能妄加猜測。」資深經濟學家胡祖六指出，宏觀政策的不透明，相互矛盾與不可預測的跳躍式變化，加大了中國經濟周期的波動幅度，增加了投資股市的風險溢價。「如果未來政府公信力、政策基本面、真實GDP增長與企業盈利基本面不能持續好轉，投資者信心與市場表現也將難以顯著改善。」

■胡祖六稱，宏觀政策的不透明，增加了投資股市的風險溢價。

資料圖片

政策不確定 股民失信心

香港文匯報訊（記者 海巖 北京報道）始自2008年國際金融危機的這一輪A股熊市至今累跌逾60%，而美股市總體上基本回到危機前的峰值。經濟學家認為，宏觀政策的不確定性、經濟增長的下行風險和結構改革的缺位，是導致近年股市表現羸弱的主因。

多重轉型交織 行業資源錯配

經濟學家韓志國指出，當下A股大熊市彰顯中國經濟轉型之痛，中國正經歷改革30多年來的第一次轉型，而且是制度轉型、體制轉型與發展轉型相交織的複合轉型。「轉型的方向濃霧迷漫，轉型的道路重疊疊嶂，轉型的手段捉襟見肘，轉型的動力日漸衰竭。」認為轉型還沒有真正起步，什麼時候轉型曙光初現了，轉機就真正來臨了。

過去五年，美國雖是全球金融危機的震源地，但美國經濟表現出了較強的自我矯正能力。而中國經濟雖因短期性政策刺激一度逆勢而上，實現雙位數增長，但在政府主導投資驅動的模式下，深層結構矛盾不斷加劇，出現了資源嚴重錯配，鋼鐵、光伏等行業產能過剩，效率低下，私人資本受到嚴重擠壓，中小企業經營環境日趨惡化，公司盈利前景轉趨暗淡，地方政府融資平台不穩健，銀行不良資產率上升的局面。過去四五年間，中國宏觀政策幾度大起大落：2009年實行了過度的財政刺激和信貸刺激，不到一年就不得不一百八十度急轉彎調控通脹與房地產，結果加劇了經濟增長的減速；2012年二季度，面對四面告急的經濟形勢，不得不再度出台新一輪政策放鬆與刺激，但房地產仍繼續受打壓。