

中小投资者内幕交易 投资偏好研究

■ 刘 国 冯俊文

在我国资本市场蓬勃发展的同时,我国上市公司内幕交易行为始终如阴霾一般挥之不去,从1993年到2010年年底,证券监管机构和司法机关共查处约40起内幕交易案件,仅2010年就查处了13起内幕交易案件,为历年之最,内幕交易已逐渐上升为证券市场监管的主要矛盾之一。无论是股改前的“银广夏”、“中科创业”事件,还是股改后的“广发借壳”、“杭萧钢构”、“ST金泰”事件,中小投资者均付出了极为惨重的代价。内幕交易的盛行严重破坏了我国证券市场的投资秩序,损害了广大中小投资者利益。

然而和理性预期相反的是,广大中小投资者不仅没有对内幕交易迹象明显的股票退避三舍,很多时候反而表现出一种特殊的偏好,积极参与这类股票的交易,无论是学者的研究(韩立岩,2008),还是市场交易中“与庄共舞”行为的盛行,都十分清晰地反映出这种偏好的存在。下文就从我国股票市场交易行为的特征出发,分析这样一种看似违反理性行为背后的客观因素,并据此提

出相关的政策建议。

我国股票市场交易行为 与投资环境特征

相对于西方国家成熟的股票交易市场而言,我国股票市场的交易行为与投资环境十分独特,主要体现在以下几个方面:

1. 散户交易占据重要位置,单笔成交金额小。与成熟的资本市场以机构投资者为主不同,我国股票市场上散户交易占据十分重要的地位,平均每笔成交金额数值较低。根据上交所发布的《上海证券交易所市场质量报告(2011)》提供的统计数据,2010年每笔成交金额2.27万元,而2009年这个数字仅为1.72万元;2010年申报金额分布中,有52.4%的订单申报金额不超过1万元,另有41.29%的订单在1万~10万元之间,有5.40%的订单在10万~50万元之间,只有不足1%的订单超过50万元。

2. 股票交易换手率居高不下,持股期限短。换手率高企也是我国股票交易市场的一个显著特征。根据《上海证券

交易所统计年鉴(2010卷)》(以下简称《年鉴》)的统计数据,2008年A股市场平均换手率为401.6%,2009年这一数字甚至达到511.46%,也就是流通股的平均持股时间仅为2.4个月。2009年换手率超过1000%的占沪市交易股票的35.69%,换手率在500%~1000%的占沪市交易股票的43.20%,两者之和竟达78.89%。考虑到我国股票市场一股独大的现象,作为控股股东,其股票往往是不会参与流通的,换手率的实际数值比统计结果应该还要大得多。需要特别注意的是,作为机构投资者,基金的换手率也长期保持高位,长期投资的意愿同样不强。根据Wind资讯的数据显示,可统计的360只主动管理型偏股基金,2010年平均换手率为289%,而2009年这个数字为293%,短期持股的特征也十分明显。

3. 上市公司分红意愿不强,股票股息率低。根据Wind数据统计显示,2001年上市公司未分配利润总额为483.06亿元,年度分红为429.74亿元,分红占比高达88.96%;而到了2010年,上市公司未

技术获取型海外并购尤其要注意的是政治风险,当地政府可能会利用法律手段、行政手段和其他手段来阻扰企业的并购活动以限制产权外流、保护本地产业;企业还有可能会受到当地民众和企业原有员工的反抗和不满情绪的影响,进而影响到并购后企业正常的生产经营活动、拖延企业的整合过程甚至可能会导致并购的失败。企业如果在实施并

购之前就已经制定了应对策略,就不至于在面对突发情况时毫无办法而导致并购活动偏离方向。

3. 并购整合策略

并购整合关系到并购最后能否获得真正的成功,尤其是对于技术获取型并购更是如此。企业应该充分重视并购整合阶段,在并购过程中或者在并购之前就应该制定有关的技术整合策略,而

不是等到并购完成后才开始作技术整合方案。只有这样,企业才能真正实现并购企业的技术为我所用。■

(本文获得“北京市属高等学校科学技术与研究生教育创新工程建设项目”资助)

(作者单位:北京工商大学
中央财经大学)
责任编辑 陈利花

分配利润达30 635.50亿元,年度分红为4 994.30亿元,分红占比下降至16.30%。根据2010年年终收盘价及当年累计的现金分红简单计算,2010年A股公司中仅有21家上市公司股息率(税后)超过3%,其中跑赢一年定期存款利率3.5%的仅有11家;更有甚者,173家上市已满10年的公司,居然在上市期间没有进行过一次现金分红。

4. 退市制度不完善。在海外市场,公司退市是一种十分普遍和正常的市场行为,通过这种优胜劣汰的退市机制,市场抗风险能力大大提高。美国纳斯达克每年大约有8%的公司退市,纽约证券交易所的退市率为6%,英国AIM的退市率达近12%。高退市率使得投资者对财务状况恶化的股票避之唯恐不及,低于1元的所谓“仙股”比比皆是。A股市场自2001年年初退市标准实施以来,退市率约为2%,而创业板市场推出两年来近300家公司竟无一退市。

中小投资者投资行为 成本效益分析

投资者参与股票投资,其获取收益的方式只有两种:一种是获得稳定的现金红利;另一种则是获取价差,也就是所谓的低买高卖。然而由于我国特有的市场交易行为和投资环境特征,上述两种获利方式都面临着巨大的困难。

上市公司分红率一直处于十分低的水平,使得获取稳定现金红利的投资方式在我国股票市场上不具备现实可行性。分红的稳定性不强,即便若干上市公司出现了略高于银行定期存款利率的分红率,这种情况也难以在一个公司身上持续发生。不仅如此,和发达资本市场通常以季度作为分红周期不同,我国上市公司分红频率较低,绝大多数公司都是一年分红一次,而且还不稳定,而高换手率又决定了持股周期非常短,因此在持股期间获得现金分红的概率微乎其微。

既然不能获得稳定的现金股利回

报,那么追求价差就成为唯一可能的获利方式。而股票之所以会产生价差,其内在的推动因素主要有两种:一种是基于公司长期的成长性而逐步累积的公司基本面改善;另一种则是来自于重大事件发生带来的影响,主要表现为并购重组和高比例股票股利送转。后者事实上并未增加股东财富,但却常常受到追捧,形成所谓“除权”、“填权”行情。

发掘具有长期成长性的股票,一直是股票投资经典理论所推崇备至的投资模式,然而这种投资方式却因如下三方面原因在沪深股市交易环境中对于中小投资者而言不可能具备广泛的现实性。首先,判别上市公司的长期成长性是一个专业性很强的问题,需要广泛了解财务、技术、战略、市场和竞争对手等多方面的信息,这样高的要求,即便是基金经理这样的专业投资人士都很难真正达到,更何况普通的中小投资者。其次,这种投资模式需要付出代价不菲的成本(如行业或者企业调研、分析的成本),既包括经济成本,也包括时间成本,对于持股金额数值很小的中小投资者,巨额的成本会轻而易举地超过其投资可能产生的收益,使得研究行为一开始就不具备现实的经济可行性。最后,由于机构投资者广泛存在的短期投资行为,以及诸多机构“唱空做多”和“掺水研报”行为的盛行,中小投资者参考机构投资者的“搭便车”投资方式,在现实中也难以取得效益。

由于上述投资方式难以取得有效成果,很多中小投资者的着眼点就不可避免地转向诸如资产重组或高送转等突发性事件,而这类股票的股价可以在短期内爆发性增长,恰好符合中小投资者持股时间短、投资规模小、渴望高额回报的需求,由此,中小投资者中广泛存在喜欢打听内幕消息、喜欢跟庄操作等内幕交易投资偏好行为也就不难理解了。而ST股票常常股价高涨、交易活跃,蓝筹股却无人问津的现象也有了现实的合理解释。除此之外,还有两个因素在客观上

促进了这一偏好的盛行:一是不彻底的退市制度使得投资诸如ST股票的投资风险被限制在一定范围之内,不会出现像发达资本市场那样投资失败血本无归的情况,客观上鼓励了投资者的上述投资行为;二是采取内幕交易偏好的投资方式,无论是各处打听所谓的内幕消息,还是根据所谓的技术分析判断“庄家”的操作计划,都不需要付出过高的研究成本,这也非常符合中小投资者的需要。

由于上述突发事件的不确定性很高,且其背后常常伴随着内幕操纵行为,投资这种“看起来很美”的股票,就如同和一个看着你底牌的人打牌一样,虽然有可能短期获利不菲,但最终都会输得一塌糊涂。

结论与建议

虽然中小投资者个体的投资规模都比较小,但作为一个整体,却是沪深股市不可或缺的重要力量,可以有效增强资本市场的流动性,提高社会资金的利用效率。特别是近年来沪深股票总市值从2005年的3万亿元发展到2010年的30万亿元左右,增长了接近10倍,保护好中小投资者的利益,对于股市的健康稳定发展,具有十分重要的现实意义。

1.明晰中小投资者的投资特征,创造良好的投资环境。应充分认清中小投资者的内幕交易风险投资偏好产生的原因,即有中小投资者自身投资风险意识薄弱、盲目性较强的主观因素,也受到股票市场客观环境的影响。监管机构应从这两方面入手,既要加大对中小投资者的风险意识教育力度,又要全面统筹创造良好的投资环境,正确引导中小投资者的投资行为和投资方向。

2.督促上市公司加大分红力度,优化分红行为。良好而稳定的分红是产生和维护长期投资者、减少内幕投机行为的重要保障,监管机构应该在政策上加以引导,督促上市公司加大分红力度。同时还要优化上市公司的分红行为,主要是

创业板退市制度之我见

吴锦霞

2011年11月28日,深圳证券交易所发布了《关于完善创业板退市制度的方案(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》),而此时离创业板开板之日已经过去了一年多。笔者认为《征求意见稿》的相关内容不够明确,存在很大的寻租空间,很可能使得创业板退市制度难以得到彻底的执行。

《征求意见稿》的不足

1. 净利润标准没有区分经常性损益和非经常性损益

《征求意见稿》规定:当公司连续亏损或者追溯调整导致连续亏损时就要退市。但该规定没有区分经常性损益和非经常性损益。如果上市公司通过非经常性损益扭亏为盈,就可以规避退市了。实际上,这正是主板和中小板的ST上市公司长期以来采用的操作方式,一些公司亏损两年后,往往通过债务重组、财政补贴等不可持续方式实现一年的微利,实质上扣除非经常损益后仍是亏损的,但公司却获得了两年的“缓刑期”,可以接着亏损两年,这就是所谓的“二一二”现象,

这也是低质公司得以“亏而不死、死而不退”的重要原因。只有严格规定“以扣除非经常性损益前后的净利润孰低作为盈利判断标准”,才可以杜绝此类现象。

2. “被交易所谴责”不宜作为退市标准

《征求意见稿》规定:创业板公司在最近36个月内累计受到交易所公开谴责三次的,其股票将终止上市。但事实上《证券法》对退市是有明确规定的,应该以上市公司公告内容是否存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏为判断标准,而不应以受到公开谴责为准。

具体而言,该规定有如下两个漏洞:其一,交易所是否谴责某家公司存在很大的主观判断空间,即使某公司可能被谴责,但经过关系运作,完全有可能不会被谴责,因此该规定给关系寻租带来了空间。其二,在最近36个月内累计受到交易所公开谴责三次的概率极低。假如某公司在过去30个月内已经被交易所谴责两次,那么它完全有能力做到在未来6个月内不被交易所谴责。但一旦过了这6个月,该公司就不会受到该规定的约束了。

3. “连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值”不具有实际意义

《征求意见稿》规定:创业板公司股票出现连续20个交易日每日收盘价均低于每股面值的,其股票将终止上市。但是该规定并不具有实际意义,理由有二:其一,当前创业板股价仍然很高,截至2011年12月2日,创业板276只股票平均收盘价23.21元,中位数为19.96元,收盘价最低的是国联水产(300094),也仍然高达7.5元,而这些股票每股面值均为1元。并且由于创业板公司普遍存在超募融资现象,IPO融资大大增厚了每股净资产,根据2011年三季报,有数据的267家创业板公司平均每股净资产为7.18元,最小值也有1.49元,而创业板公司的市净率估值水平通常较高,因此创业板公司的每股净资产也足够支撑远高于1元的估值水平。可以预期,在未来很长一段时间内,该条款都会形同虚设。其二,通过操纵收盘价很容易规避该规定。如果某只股票到了第19个交易日收盘价已连续低于面值,大股东和高管人员完全可以通过种种方法,在最后一期限内操纵收盘价,以规避该规定。

要加强上市公司分红的稳定性,缩短分红周期间隔,提高分红行为对投资者的吸引力,促进长期持股行为。

3.完善退市制度。加大股市的优胜劣汰,确保将最优秀的资源留在股市,防止“劣币驱逐良币”。完善的退市制度将大大增加那些财务状况不佳单纯依靠资产

重组的上市公司的投资风险,对其参与者,无论是中小投资者,还是内幕操纵者,都有十分重要的警示作用,可以有效减轻内幕交易行为的危害性。

4.全方位加强内幕交易管制,降低危害程度。全方位加强内幕交易管制,既要重视事后的执法和查处力度,也要重

视内幕交易的事前预防和事中监控,只有这样,才能有效减少内幕交易发生的频率,降低其对中小投资者的危害,保障中小投资者利益。■

(作者单位:南京理工大学经济管理学院)

责任编辑 刘莹