

中国股市非理性投资的现状、成因及 培育理性投资理念的建议

江晓东, 黄良文

(厦门大学 统计系, 福建 厦门 361005)

摘要:非理性投资是指投资者在投资决策时受很多非理性因素影响,如“做庄”、“跟庄”。中国股市的非理性投资现象严重,这妨碍了股票市场正常功能的发挥,因此,分析非理性投资的成因及其对策具有重要的现实意义。本文首先通过三个统计指标的中外对比分析了中国股市非理性投资的现状;接着分析了价值投资理念难以立足的原因;最后提出了培育理性的投资理念的若干建议。

关键词:理性投资;上市公司质量;投资者结构

中图分类号:F830.91

文献标识码:A

文章编号:1000-2154(2002)10-0041-05

一、中国股市非理性投资的现状

中国的股票市场经常被人称为“庄家市”、“政策市”和“消息市”,这说明了股市投资者的行为受很多非理性因素的影响。这表现为投资者的投资理念还相当稚嫩,散户依靠四处打探消息和凭借技术分析期望能够与庄共舞,战胜庄家。而机构(庄家)更重视与投资目标公司的新密关系,以便通过收集筹码来操纵股价,获取暴利。有关庄家做市的例子已是不胜枚举,曾到了“无庄不成股”的地步。许多投资者寄希望于政策的变更而一夜暴富,在政策变更上下赌注。投资者投资股票的目的不是现金红利(也几乎不可能),而是资本利得或股价买卖价差,这使得投资者倾向于短期炒作,投资者追涨杀跌,跟风现象严重。下面我们通过三个统计指标来看一下投资者非理性的程度。

1. 换手率过高

换手率说明股市中股票交易的频繁程序,经验表明,成熟的理性的股市年换手率为0.3左右,如果换手率大大超过这一比率,说明市场中的非理性

因素较浓。从表1,可知我国股市1996年和2001年的换手率都远远超过其它国家或地区的股市换手率。

表1 中外证券交易所换手率对比(1996、2001)

国家(地区)	纽约	东京	伦敦	香港	上海	深圳
换手率(1996年)	0.52	0.27	0.58	0.54	5.91	9.02
换手率(2001年)	0.87	0.60	0.84	0.44	2.57	2.21

资料来源:《21世纪经济报道》2002年4月15日第10版,《证券市场导报》2002年1月。

2. 市盈率过高

市盈率是从公司收益和股份关系角度衡量股票价格水平的一项重要指标,如果市盈率过高,说明股票价格大大偏离其内在的投资价值,股市中非理性气氛较浓。在中国股市中,不少股票的市盈率在100倍以上,甚至常常有上千倍的市盈率。从表2的市盈率中外比较进一步说明了投资者大炒特炒、过度投机的非理性行为。

收稿日期:2002-07-05

作者简介:江晓东(1977-),男,浙江龙泉人,厦门大学统计系博士研究生;黄良文(1927-),男,福建永泰人,厦门大学统计系教授、博士生导师。

表2 中外证券交易所市盈率对比(1996、2001年)

国家(地区)	纽约	东京	伦敦	香港	上海	深圳
市盈率(1996年)	15.70	85.30	15.50	16.40	32.65	38.88
市盈率(2001年)	20.05	64.45	30.12	15.25	37.59	40.76

资料来源:《中国金融年鉴》(2001年)第381页,国泰君安证券股份有限公司 Bloomberg 系统。

上表中的市盈率是扣除亏损公司后算出来的,如果将亏损公司计算在内,两市的市盈率指标值将更高。以2002年5月14日为例,交易所有关数据显示:截止2002年5月14日,深沪两市的市价总值为44189亿元,2001年盈利公司实现利润851.67亿元,而亏损公司的亏损额为305.78亿元,盈亏相抵后2001年上市公司实现的净利润为545.89亿元,因此,2002年5月14日深沪两市大盘总体的市盈率水平为:总体市盈率=5月14日的市价总值/2001净利润=44189/54=80.94倍。

3. 股市暴涨暴跌

投资者的过度投机所产生的合力会使得股市暴涨暴跌。中国股市暴涨暴跌的特征尤为明显。每一次新政策的出台都会导致股市的大幅震荡。近期如向二级市场投资者配售新股方案公布(2002年4月19日)、证监会投资者教育座谈会精神公布(2002年1月31日)、印花税下调(2001年11月16日)、证监会宣布暂停国有股减持办法(2001年10月23日)及允许三类企业入市政策出台(1999年9月9日)。为从总体上了解股市的大幅震荡,笔

表3 上海股市波动次数统计表(1992~2001)

年份	日波幅超过9%	日涨跌幅超过9%	日涨跌幅超过8%	年份	日波幅超过5%	日涨跌幅超过5%	日涨跌幅超过4%
1992	35	14	16	1997	17	12	20
1993	20	12	14	1998	3	2	3
1993	18	12	14	1999	9	5	9
1995	6	4	4	2000	7	1	4
1996	4	3	5	2001	2	2	3

注1:日波幅=(日最高价-日最低价)/日最低价。

注2:由于从1996年12月16日起,沪深两市对上市股票和基金交易实行10%涨跌幅限制,所以1997年后的波幅指标较小。

者计算了上海股市(上证综指)及其他主要四个股

市历年大幅波动的波动次数。从表3中历年的波动次数及表4中股市波动次数的对比可以看出中国股市波动之剧烈,非理性程度之严重。

表4 中外股市历年波动次数对比(1997~2001)

年份	纽约	伦敦	东京	香港	上海
1997	1	0	4	10	12
1998	1	0	6	18	2
1999	0	0	1	0	5
2000	1	0	1	4	1
2001	1	1	4	1	2

注:表中数据为各股市历年日涨跌率超过5%的次数,所用指数分别为道琼斯指数,伦敦金融时报100指数,日经225指数,香港恒生指数,上证综合指数。

二、非理性投资的成因:绩优公司少,理性投资者少

通过以上国内外股票市场统计数据比较,我们不禁要问:为什么价值投资的理念得不到国内广大投资者的认同?为什么国内股市的投机炒作之风如此之盛?这一问题值得任何一个关心中国证券市场发展的有识之士的深思。有人将之归结为“一股独大”的制度缺陷,也有人将之归结为法制监管的滞后,更有人将之归结为国民性格中的“好赌”性。而笔者认为关键的原因在于以下两个方面:

第一,业绩优良的上市公司不多,用分红派利来回报投资者的公司则更少,值得价值投资的机会不多。

上市公司的质量是股票市场的基石,任何一个发展良好的股票市场都离不开一大批优秀的上市公司的贡献。从总体来看,上市公司质量问题体现在两个方面:

(1)上市公司盈利能力逐年减弱。亏损上市公司数、亏损金额呈上升趋势。每股收益从1997年的0.27元,减少到2001年的0.136元;净资产收益率1997年为10.99%,2001年降到5.3%。亏损金额除1999年有所回落外,其它年份比上年都有增加。亏损上市公司家数1996年为31家,2001年增加到150家,增长了4倍;亏损金额1996年约为20.75亿元,2001年增加到305.78亿元,增长了13.7倍。具体数据见表5。

表 5 沪深股市上市公司收益及亏损情况 (1993 ~ 2001)

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
每股收益 (元)	0.35	0.32	0.25	0.23	0.27	0.19	0.2	0.203	0.136
净资产收益率 (%)	14.6	14.2	10.8	9.5	10.99	7.96	7.99	7.66	5.3
亏损家数	0	2	17	31	41	77	79	97	150
亏损面 (%)	0	0.68	5.26	5.85	5.50	9.16	8.32	8.7	13.13
亏损总额 (亿元)	-	-	-	20.75	47.76	141.50	98.69	139.79	305.78
亏损额占当年筹资金额比重 (%)	-	-	-	4.88	3.69	16.84	10.44	6.65	26.18

资料来源:《中国证券报》2001年7月2日第16版《目前的市盈率到底是多少倍?》,来自 www.cfi.net.cn 2002年5月21日。

(2) 分红企业的派现率较低,投资价值尚未得到完全体现。2001年,共有686家公司提出派现,占分配企业的95.15%。由于受到了再融资过程中要求有现金分红的政策约束,采取现金分红的上市公司数量自2000年以来有所上升但平均派现水平有所下降,低派现上市公司比例上升。从派现水平看,在2001年派现公司中,每10股派现超过3元的高派现公司只有43家,占比为6.27%;每

10股派现超过1元的公司有287家,占比为41.8%。可见为保住再融资资格而采取象征性派现的上市公司趋多。

(3) 上市公司的盈利额太少,不足以弥补投资者的交易成本。从表6的数据可知,即使将与流通市值相对应的利润全部分配给投资者,也不足以弥补投资者的交易成本,因而,投资者只能寄希望于资本利得,即通过买卖差价获取收益。

表 6 交易成本和上市公司利润额 (1991 ~ 2000) (单位: 亿元)

年份	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
交易成本	0.65	10.22	56.32	121.91	60.54	319.98	460.83	353.16	469.79	912.40
上市公司利润额	2.23	5.72	36.84	52.65	59.27	90.76	149.19	142.54	199.89	263.81

注:上市公司利润额指与流通市值对应的利润总额,计算式为:上市公司利润额 = 上市公司利润总额 × (流通市值/总市值)

资料来源:《21世纪经济报道》2002年4月15日第10版

第二,我国投资者中散户和“庄家”占绝大部分,他们缺乏专业的投资理论素养和稳定的投资战略,前者靠听取股评、打探内幕消息和“跟庄”来决定投资,因此很少注重公司基本面的分析;而机构投资者中又以券商和上市公司为主,这类投资者所用资金绝大部分是国有的,其投资决策缺乏有效约束,投资运作缺乏有效监督,因此他们都为追求“资本利得”而“设庄做市”进行短期炒作投机,这更使得价值投资的理念难以立足。

现阶段股市的机构投资者结构十分复杂,他们对市场各方的影响又很大,所以有必要详细分析。目前的机构投资者大体可以分为证券经营机构、上市公司及其它类型企业、投资基金及其它专业投资

公司等大类。

第一类是证券经营机构。大多数证券经营机构的资本基础十分薄弱,相当部分券商依靠短期拆借来从事自营,这些拆借渠道包括在交易所场内从事国债回购,在同业拆借市场上从事7天以内的拆借、其它“灰色”渠道高息拆借,挪用客户保证金等。从这些融资渠道可以看出,这些高成本、带有政策风险的短期资金的确很难从事长期理性投资,而必然追逐短期炒作带来的风险利润。

第二类是上市公司及其它类型企业。翻阅上市公司的年度报告,可以发现部分上市公司的利润主要来自于投资收益。与之相对应,其营运资金包括募集资金并未投入其主营业务,而是投资股市。部

分上市公司将募集资金挪用于投资股市,完全偏离了自己的主营业务;个别上市公司甚至炒作自身股票。部分国有上市公司将有限的营运资金转投股市期望牟取暴利,而国有资金投机往往具有激励与约束机制不对称的特点,炒作盈利可能为操作者个人带来暴利,亏损则无需操作者自己承担,这实际上助长了国有资金的短期投机行为。

第三类是投资基金和各种投资公司。目前投资基金整体实力还比较薄弱。截止2001年底,我国沪深两市共有证券投资基金48家,募集总规模为669.22亿元,仅占沪深两市流通市值的4.6%左右。虽然从“基金黑幕”揭发的情况看,投资基金也存在着短期的投机行为,但从整体而言,投资基金比起其他投资者更能起到稳定股市的作用。已有的实证分析结果表明,投资基金持股的多少与公司的业绩包括每股收益、每股收益增长率、净资产收益率等都呈正相关,并且与价格也是正相关关系,表明投资基金对上市公司业绩的认可,这有利于股票价格的稳定。另外从换手率看,投资基金整体的换手率是明显低于股市平均水平的,也就是说,由于投资基金的进驻,整个市场的平均换手率是降低的,据此我们应当肯定投资基金对于引导理性投资、减缓股市震荡是有一定的作用的。因此,相应于4000多亿的私募基金和14000多亿的流通市值,投资基金的规模还是太小了。

三、培育理性投资的若干建议

如果认清了这两点,我们就知道目前的首要任务是提高上市公司质量和大力发展规范的机构投资者。有了高质量的上市公司,价值投资理念才有可能被投资者接受;有了一大批规范运作的机构投资者,才会使理性的投资理念被广泛接受。

1. 提高上市公司质量

在我国1100多家上市公司中,从严格意义上讲,真正具有投资价值的并不多。其股价的涨涨跌跌许多是因为庄家在大力炒作,再加上各种消息面、政策面的刺激。许多上市公司沿用的仍是国有企业的机制;有些上市公司的主要目的是“圈钱”,一旦将投资者的钱圈到手之后,并不是按招股说明书上说的那样使用资金,而是用于其他方面;许多上市公司明明亏损,但通过做假账等方式实现了账面上的巨额盈利,用以欺骗投资者。像这种“豆腐

渣”式的上市公司,在投资者看来自然就没有投资价值,无疑会转向投机。只有提高了上市公司的质量,投机者失去了赖以炒作的对象,投机行为才会不断减少。

(1) 优化上市公司的股权结构。在我国上市公司的股权结构中,不能流通的国有股、法人股占67%(2001年底),这种畸形的股权结构导致了我国股票市场上的过度投机现象。所以,必须大力推进国有股的上市流通步伐,实现上市公司股东的多元化,并努力克服国有股权所有者缺位的问题,从而在制度上减少股票市场上的过度投机行为。同时,应鼓励发展战略投资人,2000年,首钢上市时首次在我国引出了“战略投资者”的概念和做法,这无疑是改变国有大股东又一可行的办法。战略投资人多以法人身份出现,如果战略投资者真正能够成为长期投资者,由于它比国有股东更关心其投资及其利益,因而有利于公司治理的改善和业绩的提高。

(2) 完善上市公司的治理结构。良好的公司治理结构是现代企业制度的核心,也是企业长期稳定发展的制度基础。具体措施有:

第一,培育公司控制权市场的形成。完善公司控制权市场可从内外两方面入手,根本方法是将公司控制权市场化。从内部而言,在弱化政府控制董事会的同时,积极推进控制权在公司内部的市场化,比如公司的高级经理要通过内部竞争或通过外部经理市场来选拔。引进外部董事、独立董事和专业董事制度,尽管现在这类董事的作用有限,但毕竟与没有是不同的。而且,随着在公司中普遍设立这一制度,可能会衍生出其他诸如独立董事协会之类的外部联合组织。根据国外的经验,这些外部组织会起到强化独立董事制度的功能和作用。从外部来看,随着流通股比例的增大和通过流通市场进行接管限制的放松,应当尽快修改证券法的不适部分,鼓励那些有实力的公司通过敌意和善意方式在资本市场展开公司收购活动。通过公司控制权的市场化,以起到推进控制权与处于风险状态的投资人和有知识有信息的人的结合。

第二,完善上市公司经营者激励制度。激励是否得当,不仅直接影响代理成本的高低,同时也是影响公司灵活性的重要因素。虽然上市公司经营者

的激励机制在不断探索和完善,如年薪制和期股期权制的提出和推行,但还没有形成与经营者对出资者的贡献相联系的制度化报酬机制,还存在许多有悖于市场经济的现象。因此必须改革现行的经营者激励制度,引入市场竞争机制,促进上市公司经营者监督、评价、选择机制的科学化,并采取长期报酬机制和短期报酬机制相结合,提高名义收入,规范灰色收入。

(3) 强化退市机制。2001 年股市出现了第一只退市股票——PT 水仙,标志着我国退市制度的正式建立,但其还很不完善。只有强化了退市制度,让那些经营不善的上市公司退出市场,投资者才会意识到“血本无归”的风险,从而对劣质上市公司敬而远之,更加注重上市公司的内在质量。同时上市公司的经营者将直接感受到经营业绩的压力,不但要面对股东“以脚投票”的考验,而且要面临市场退出的风险。随着证券投资者赔偿制度的完善,当公司破产或摘牌时,经营管理者将不可避免地承担民事赔偿责任,甚至包括刑事责任。这也迫使上市公司不断改善经营管理,提升核心竞争能力以保持企业的持续盈利能力和长远发展。

2. 大力发展机构投资者,培育理性投资者

与公众投资者比较起来,机构投资者具有更高的理性,应该大胆创新,增加机构投资者的类型,实现机构投资群体的超常规发展。因为众多以获取长期稳定投资收益为目的的机构投资者的存在,是抑制股市过度投机、推进股市理性投资理念重塑的重要条件。

(1) 构造多元化的投资基金群体。第一,设立面向机构投资者定向募集的投资基金,其中主要是指数基金。其有如下好处:一是机构投资者(如保险公司和三类企业等)容易监督基金的运作;二是基金的投资业绩受个人因素影响较小;三是能够设计特定的证券指数,以满足不同风险偏好的机构投资者的需要。第二,设立债券基金。随着我国债券规模的日益庞大以及债券品种的不断增多,我国债券市场,尤其是国债市场,必然会有一个大发展。设立债券基金,不仅可以获得低风险收益,而且能

够提高债券的流动性,增加债券市场的机构参与者,促进债券市场的发展。第三,以公募方式设立产业投资基金。目前产业投资基金基本上都是政府出资或牵头成立的,在产业投资的方向和具体项目上均受一定的限制,不利于市场化运作。通过公募设立产业投资基金,不仅能使基金投资者分享经济发展带来的直接利益,而且有利于优化资金配置,提高社会资源使用效率。

(2) 尽快设立中外合资、合作投资基金。设立中外合资、合作投资基金,不仅能够吸引国外资金进入国内,而且能够引进国外基金规范化的运作方式和成功经验,促进我国基金业的发展,减缓加入 WTO 后国外资金对我国证券市场的冲击。

我们相信,随着证券市场法制化和市场化进程的进一步的推进,随着上市公司股权结构的优化和治理结构的完善,业绩优良的上市公司将会越来越多;随着加入 WTO 后国内股市与国际市场的接轨,随着越来越多的开放式基金的发行和上市,以及中外合作基金公司的组建,证券市场的交易主体将发生重大改变;以价值为基础的投资理念必将为越来越多的证券公司、基金管理公司等机构投资者和个人投资者所接受,理性投资将伴随着这一转变逐步确立,从而有利于提高市场效率,进而达到资源的优化配置。

参考文献:

- [1] 李文军. 美国股市 50 年投资理念变迁与启示 [N]. 中国证券报, 2001 - 11 - 15.
- [2] 陆申, 郑忠. 论证券投资理念 [J]. 立信会计高等专科学校学报, 2001, (2).
- [3] 齐春宇, 高元平. 中国 A 股市场的症结及理性取向 [J]. 经济理论与经济管理, 2000, (2).
- [4] 孙铮. 治理结构与公司业绩的相关性研究 [J]. 财经研究, 2001, (4).
- [5] 胡荣才, 李丽. 谁拿走了投资者的奶酪? [N]. 21 世纪经济报道, 2002 - 04 - 15.
- [6] 张宗新. 国有股减持对上市公司治理改进的效应分析 [N]. 中国证券报, 2001 - 07 - 02.

(编辑 毕开凤 校对 毕开凤)