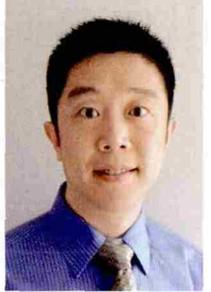


# 波涛下的基石



张跃文

近期股市的惊涛骇浪，掀翻了无数大轮船和小舢板。关于股市震荡，有人将其归因于宏观经济前景，有人将其归因于外资撤出，包括监管者在内的更多人则将其归于少数投资者的恶意做空与违规交易。众多争论中，似乎较少人意识到：作为股市发展基础的上市公司，在此期间尽管也曾出现临时停牌之类的情况，但总体而言运行相对稳定，波涛之下的基石表面上没有发生大的变化。

传统的股票分析流派包括基本面分析派和技术分析派。技术派投资者通常不认同单纯的基本面分析方法，认为基本面分析或者只分析没有价值的公开信息，或者会涉及内幕交易，两者都不是获取股票投资收益的可靠方法。笔者并非在挺基本面分析派，只是有些疑惑：如果将上市公司的基本面信息抽象掉，人们并不依据上市公司未来创造价值的能力为股票定价，而只是去买多数人买了或者将会买的股票，卖掉多数人卖的股票，如此往复。结果形成“零和游戏”，一部分人赚的钱，正是另一部分人赔的钱，这样的股市将失去价值发现的功能，与赌场何异？

应该没有人反对，股票价值相当于上市公司在存续期内为股东创造的利润总和。从这个意义上说，基本面信息特别是同上市公司未来利润有关的信息应当是有用的。这些信息代表着影响上市公司未来利润的多种因素。国内外理论界和实务界的研究与实践证明，诸如公司治理、创新能力、内部控制能力、信息披露质量、股利政策和投资者保护水平等因素都会直接或者间接影响上市公司创造利润的能力，进而影响其股票价格。而单纯的历史财务数据，对于预测企业未来价值创造能力的作用有限。本着股东利益最大化原则，借鉴价值链分析方法，并利用上市公司的基本面数据信息，我们尝试从价值创造能力、价值管理能力和价值分配能力三个方面评价上市公司质量。结果显示，尽管上市公司总体质量不高，而且某些方面有所改变，但是同上一一年相比并没有发生重大变化。因此，历史基本面信息貌似不应当为本轮股市震荡承担主要责任。

当然，基本面因素同股市下行的潜在联系依然存在。当期股价很大程度上取决于投资者对上市公司盈利前景的预测。如果宏观经济形势走低且前景不乐观，上市公司短期盈利水平下降，投资者有理由质疑其未来盈利能力并售出股

票，客观上会拉低股价。这只是最简单的一种情况，即利润下行——股价下跌。但2015年下半年A股市场的波动却远没有这么简单。大量股票频繁涨停或者跌停，在一段时期内似乎已经成为常态。上市公司某些非财务性基本面因素，可能需要对此承担一定责任。比如，总体偏低的创新能力，使得上市公司面临中国经济转型和国际竞争加剧的新形势，缺少足够的应对措施。而较低的公司治理水平和投资者保护水平，也可能使得某些上市公司或者其控制人在财务状况恶化的情况下，更倾向于通过侵害中小股东利益而减少自身损失，甚至谋取不当所得。这些基本面因素一方面间接制约了上市公司盈利能力的好转，另一方面使投资者很难给出新形势下的股票价格，加之套利者的频繁操作和释放误导性市场信号，最终使得市场的定价功能无法正常发挥。股市剧烈震荡实际上是市场在以极端方式寻找多空双方认可的价格平衡点，而这一过程如此之长，如此之痛苦，恰恰反映出上市公司基本面缺陷给投资者带来的困惑。

在关于系统性风险的理论研究中，单一个体的风险因素常常被忽视，原因是孤立的个体一般不具有影响整体的力量。但是，在A股市场上，上市公司具有共性特征的基本面缺陷则应当受到更多关注，这些缺陷事实上已经形成了助推系统性风险的次要因素。它们反映了既有新股发行审核体制和上市公司监管体制的不足，是当前上市公司群体利益固化的表现之一。在注册制改革以后，随着上市公司数量的增多，以及对财务状况审核的弱化，这些基本面缺陷仍将继续存在，而且市场影响会更大、更深远。为此，我们需要研究强化上市公司基础制度建设的可行路径，在保护投资者权益和尊重上市公司自主权之间寻找平衡点，切实提高上市公司质量和加强投资者保护意识。要有选择地吸收借鉴国外经验，根据中国股市的实际发展阶段处理控股股东、少数股东和上市公司的利益关系。更多地从投资者角度考虑上市公司基础制度安排、监管制度安排和市场交易制度安排，这也是中央提出“尽快形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到充分保护的股票市场”目标的应有之意。

作者单位：中国社会科学院金融研究所

（责任编辑 纪 巍）