

A 股市场的真问题与假问题

——兼谈一次股改与二次股改的关系

● 华生

一、股市低迷本身不是问题

今天人们问得最多的问题是,美国是金融危机的发源地,美国道琼斯指数已经快要回到危机前的水平了,A 股还在熊市中挣扎,这是不是充分说明了中国股市自身有问题?客观地说这个比较并不严谨。美国经济在经过金融风暴冲击后在曲折缓慢复苏,开始释放积极信号,而中国经济是在 2008 年底 4 万亿美元的强烈刺激后现在面临经济转折和下台阶,遇到前所未有的挑战。因此相应的美国股市也是在危机后逐步缓慢回升,而中国 A 股则在 2009 年领涨全球后又开始回调。同时,美国道琼斯工业指数在危机前就长期窄幅徘徊,中国股市在 2007 年刚刚经历了疯狂的顶点。就如美国的纳斯达克市场,如果和 10 多年前的泡沫高点相比今天还只在半山腰,日本日经 225 指数现在还更是其 20 多年前泡沫高点的四分之一,而同期中国 A 股市场自设立来指数涨了 20 倍。可见,选一个特定时间段来对比其实带有很大的主观随意性。真正要在不同市场间做比较,国际上通用的只能是市盈率和市净率的比较。它反映了市场估值与企业盈利和净资产的比值。因为任何经济增长最终总要体现在企业盈利和净资产积累上,才能左右股市的估值。用这些指标去看,中国 A 股与世界主要市场,与中国周边市场,只能说相差无几,看不出有任何不正常。从股息回报率来看,中国 A 股过去和现在都显著低于国内定期存款利息和国债利息,而其他主要国家恰好相反,用这个指标看 A 股的回报率就差很多。如果用中国企业在境内境外不同市场的表现来看,A 股市场估值还算是最好的。中国企业在海外国际规范市场上大多数表现从来比较差。香港没有人们指责的中国股市制度或政策的种种问题,国企股红筹股估值也并不高。美国市场近年来走势确实不错,但在美国市场上市的中国企业则并没有享受这个好运,相反还遭遇了滑铁卢,以至于纷纷主动或被动退市,都想回到香港特别是国内 A 股来上市。可见 A 股市场的估值在中国企业眼中,还是世界上最好的地方。同时还要客观看到,我们的企业大多是规模效益型的,一旦经济减速、增长受限,企业盈利马上滑坡。这与美国的蓝筹企业占尽技术、专利和创新优势有很大不同。因此我们及中国周边市场的估值比美国市场低一些也很正常。总之,中国企业在海内外市场的表现,应当说在总体上反映了我们经济和企业的实际状况,并没有什么冤枉和异常,我们没有必要自作悲情。

还有很多批评,A 股市场的根本问题是融资者服务,从而使投资者的利益受损。这个批评不能说没有道理。但怎样才叫为投资者服务?打击违法犯罪肯定是一方面,客观地说,监管层一直在努力。其他如很多人建议的进一步限制大股东、高管变现,对上市公司附加越来越多的要求和束缚,这恐怕既不是改革的方向也不合国际惯例。试想限制到极端也就是退回到与国际规范市场背道而驰的股权分置时代,原始股东全不让套现流通,上市价格、指标全部行政批准,但那时的市场仍然是牛短熊长、投资者一样怨声载道。有人说关键是公司发行不能有三高,应全部低价上市。其实我们过去新股发行改革之前从来是这么做的,无论什么公司,按统一的市盈率定价发行。所以许多公司上市首日股价翻好几倍,二级市场仍然高位接盘,那样也没能真正保护投资者。今年以来,监管层干预新股定价和首日涨幅,但一当市场稍稍平稳,首日大幅上涨的股票依然很多。有人说应严打新股炒作者,但一查首日买入的几乎全部是中小散户。又有人说要严格审查拟上市公司,其实现在 A 股上市审查已属世界上最严之列,不仅上市公司为支付中介机构审查的交通住宿招待等各项费用越来越多,为有权者审查者打

股市低迷,各种找制度或政策原因的讨论也就风生水起。其实,这本身已经暗示了悲剧之所在。因为中国股市的制度缺陷往往是在牛市时暴露得更充分,所以我在 2001 年和 2007 年牛市高峰时专文论危机,而在 2005 年股市极度低迷时倒是专文论述制度和市场转折的契机。因此,在股市再度低迷的今天,我们要想真正看破迷局认清大势,必须超越一时的功利之心,摆脱诱惑和纠结人们的假问题,敢于面对市场真正的病症和挑战。唯其如此,危局才会再次转化为机遇。

点越来越多,甚至连不少媒体都开始借审查敛财,以发负面消息为由收封口费,结果审查越多权力越大花费越多,还是不能避免上市后变脸。由此可见,我们要区分两种情况,一种是股市对经济下行的反映,这是股市开始发挥经济晴雨表功能的表现。这一点并非坏事反而值得欢迎。它也就意味着只要经济出现回稳上升的信号,股市必然也会回暖。另一种是证券市场本身的制度和政策缺陷,这才是真正要认真对待的。因为这种制度缺陷和政策失误,一方面会在市场低迷时进一步打击投资者的信心(如同样反映调整中的中国经济,今年以来香港国企股和红筹股的表现就比 A 股强很多)。另一方面是当经济和市场稍有回暖,监管者和投资者都松口气、好了伤疤忘了疼时,IPO 提速、投机炒作又起,股市制度的内在缺陷就会放大发作,从而很快迎来新的失望和悲剧。

二、股价扭曲结构高估是真问题

A 股市场确实存在重大的问题,只是 A 股的真问题与现在市场上绝大多数人想的并不相同。A 股最大的不正常不在其熊市之煎熬,而在市场极度低迷时,上市企业排队还越来越长,现在发号已到 750 开外,若非明里暗里地控制继续发号估计早已过千。这显然是全球股市都没有的怪事。A 股另一个不正常就是垃圾股往往业绩优股更受追逐追捧。A 股市场历年的大牛股往往非垃圾重组股莫属。即便在今天监管层高调打压 ST 等垃圾股的强势氛围下,垃圾股依然不时在熊市中咸鱼翻身,连连涨停,身价翻番,成为一大奇观。A 股市场的第三个不正常是股市低迷至此,二级市场投资者已苦不堪言,但新股上市发行仍然不断不败,老股东套现绵绵不绝。这样,境外已上市的中国公司想回来上市,境内上市的原始股东和高管锁定期一完,就忙着抛售套现,与境外市场熊市中新股发不出去、大股东和高管不但不减持,反而纷纷增持适成对照。显然,以上这三个怪现象才是 A 股真正不正常的地方。连病情的征兆都看不对,我们当然就不可能找到病灶病根,更不用说治病的药方。

A 股的三大怪现象,说穿了其实就是反映了一个许多人讳莫如深的病灶,就是股价扭曲结构高估下的供求失衡。在熊市中谈股价扭曲结构高估,



许多人不会免会跳起来。但股价是否扭曲高估并不是由争论或感情决定,而是由真金白银决定的。因为市场经济从来靠价格和供求关系调节。市场不怜悯眼泪,也不相信皇帝的新衣裳。价格合适,供求就平衡。价格错了,供求就失衡。现在 A 股市场想上市的人打破了头,只能说明价格过高导致供过于求,于是靠控制供给、严格筛选和排队来勉力维持秩序。应当指出,这里说的价格不仅是上市发行价。因为上市发行价仅仅是公司让渡的一小部分增量股权的价格,而更是二级市场的价格,那才是原始股东衡量自身财富和套现退出的尺度。因此,打开窗户说亮话,二级市场的股价扭曲结构高估既是太多的企业在熊市中也想上市的原因,也是企业不怕发行价再被管制压低也要上市的原因,更是股市低迷原始股东和高管们也要抛售套现的原因。因此,所谓圈钱,所谓有利于融资者,无非是说股价高了。因为东西不在贵贱,是黄铜也好,是黄金也罢,定价太高了,都是圈钱害人;定价合适了,都是投资,都是物有所值。所以,无论专家媒体还是投资者监管者,找了股市那么多问题,独独不能正视股价扭曲结构高估这个基本事实,不愿说破皇帝的新衣裳,那就只能绕着圈子乱找别的毛病。可见,承认二级市场股价扭曲高估,才算是摸到病灶。

但是,我们 A 股的估值,用国际通用的市盈率、市净率,不是说与海外规范市场接轨了吗?这个判断叫做只知其一,不知其二,以偏概全。中国的接轨是加权平均的接轨,大盘蓝筹股特别是银行股,市盈率很低,已经到了 5—10 倍,但量大权重,一只抵几百只,从而拉低和扭曲了市场估值。实际绝大多数中小盘股,熊市至此其市盈率仍在 20 多倍、30 倍以上。现在中国 2432 只 A 股,在沪指 2100 点的时候,真正市盈率的在 15 倍以下的,只有 262 只,不到全部上市公司的 11%。本来物以稀为贵,故境外市场,一般是大盘蓝筹股估值高些,中小盘股估值低些。特别在熊市,所谓涨时看势,跌时看质,这时中小盘股股价往往跌至几倍市盈率、每股净资产之下。港台股市,中国在港上市的 H 股红筹股,都是这个情况。日本东京日经 225 指数市净率现为 1.25 倍,而东京证券交易所全部股票平均的市净率就降到了 0.7 倍。在这种情况下,企业自然不来上市,上市的也自然轻易不会减持。而我们 A 股现在鼓励来上市排队的恰恰是市盈率、市净率高的中小盘,价格当然都高,供求自然不平衡。

更进一步问,股价结构为何扭曲?问题当然出在供给管制。现在场外符

合上市门槛的企业成千上万,没有供给管制,场内中小盘股的价格自然下来,大盘与中小盘之间的价格扭曲也会消失。壳资源失去价值,牺牲自己的利益去壳重组这样的蠢事就不会有人去干。所以,供给管制是 A 股市场股价结构扭曲的病根,而政策为壳重组放行不过是火上浇油。

现在我们可以看出,为什么近来 A 股市场用意很好的种种改革不能奏效的原因。因为我们所做的,都不解除价格和供求管制而是想方设法如何“更好”地管制。从干预 IPO 定价,到人为影响新股上市首日定价,从 IPO 企业过会排队审查到过会后等待上市的指令,从管理企业如何分红派息到不断改变企业下市预警规则,监管者都唯恐市场失灵,唯恐投资者不理性而自己出手越俎代庖。监管者天天强调别人的信息披露如何重要,而自己关于整体市场规则的信息披露却朝令夕改、出尔反尔。诸不知在证券市场这个市场经济最复杂敏感、对所有信息都会自己再加工的神经中枢,任何对价格或供求的人为干预都会带来一系列进一步扭曲的结果。因此,现在许多人建议如何更巧妙或更严格地去把关监控,如何给股市进一步吃小灶免股息税(A 股的税收已经在全球属最低之列,上市公司股息税已经比一般企业低 50%),都只能扬汤止沸,对改变股市股价结构扭曲和供求失衡并无什么效果,甚至还会起反向刺激作用。至于一面打击 ST 等绩差股,一面鼓励壳重组,更是进一步加大了投机炒作的空间,使重组成功的企业具有更大的暴利效应。因为这些所有问题的根子,不在别处,恰恰就在我们现行的行政发行审批制度本身。回避这个核心问题,即使经济好转,股市再次回暖,我们也不会就此解脱,而只会像以前一样,市场内在的供求失衡在新一轮的牛短熊长中套牢更多的进入者。

三、市场化改革中的泻药与补药

世界上有些病,不懂病因肯定治不好,知道病因,也并不一定好治。今天 A 股大盘股受压、中小盘股高估值的股价结构扭曲就是这样一例。从理论上说,取消供给管制,放手让企业大量上市,股价必然会跌到一个供求平衡的水平,市场也就会校正估值扭曲,壳资源也会失去价值,市场肯定可以置于死地而后生。但是,这既意味着现存已经伤痕累累的投资者要蒙受进一步的巨大损失,也意味着监管者要承担股市暴跌和规则改变的结果和责任。这显然不是一个容易做出的决定,而且可能是一个现存政治或利益结构

下无法达到的决定。

有人说,这是股权分置改革后全流通的结果,我们现在是在为全流通付代价。这说法不能说全无道理。所谓欠债总是要还的。但更准确地说,全流通解决了 A 股市场的整体估值与国际市场接轨的问题,但那次股改中我们没有相应解决 A 股的股价结构扭曲问题,这就构成了当前二次股改的挑战。

我们曾经的股权分置市场是一个狭小、封闭、大部分股不流通的市场,它与国际规范股市格格不入,与计划经济类似,要靠一系列行政调控价格和供求的体制去维持市场运行。股权分置改革解决了同股不同权、产权界定不清的问题,将 A 股带入了同股同权的全流通的时代。全流通既显著增加了市场厚度和活力,也大大增加了企业上市套现的诱惑力。如果我们因势利导,在股改全面展开之后,相应放开对证券市场的价格管制和供求管制,允许和推动已经开始逐步解冻的大盘蓝筹股进入流通,我们本来可以在很大程度上避免 2007 年股市的狂热和泡沫,让一个全流通的市场由价格和供求关系自己去调节运行。但是,历史是不能假设的。如果我们不想也不可能退回到股权分置时代的封闭市场和计划调控,那么今天能够选择的,就是如何以一种可行的方式实现证券市场的市场化。这就是二次股改的任务。如果说股权分置改革即一次股改主要解决了股市的产权界定问题,那么二次股改即发行审批制度的改革就是要解决股市运行体制的市场化问题。反之,无论以什么名义,无论有多大聪明,对市场进行人为行政干预的所谓“改革”越多,只会使问题更加积重难返。

股市运行体制的市场化包括新股发行的市场化,再融资发行的市场化和重组退市的市场化。所谓市场化,就是让价格和供求自己去调节市场,而不是依靠人为管控和行政干预。这里的核心就是如何解决市场化的休克疗法与市场承受力的矛盾。

二次股改的全部要诀就是要放弃行政干预,做好机制设计。因为人为干预价格和供求必然导致市场扭曲,但是市场门槛的搭建从来是要靠人主要是监管者来设计的。面对一个已经严重扭曲和供求失衡的市场,显然不能蛮干盲动,关键是设计好新股发行、再融资发行和重组退市这三个门槛。

首先,是要设计显性的上市高门槛来限制增量。世界上市场不同上市门槛从来不同。美国纽约交易所就大大高于纳斯达克,而纳斯达克内部又

为不同层级设置了不同门槛,标准低、数量大的企业只能在其低级场外市场挂牌。我国在现行中小盘股股价高企、供求严重失衡的情况下,要推进市场化改革而又避免市场的巨幅震荡,唯一可行的办法就是大幅提高上市门槛,让那些经营风险大、业绩不稳定的中小型企业存在和关联交易的非整体上市企业统统先去新三板挂牌实习,从制度上解决问题。而不是如许多人呼吁的暂停,或监管者嘴上不说实际上操作的暂缓,那样做只是过得了初一,过不了十五。市场的预期和压力仍然有增无减。这就像高考一样,重点学校容量和录取人数有限,不是暂停招生或让人排队,而是大幅提高录取分数线,供求就平衡。守住了这条供求平衡线,才能避免源源不断的企业利用估值扭曲,把 A 股市场当作提款机来圈钱套现,市场的信心才会有真正有着落有依托。

其次是要大幅调低再融资的门槛搞活存量。不集中智慧搞活存量,不知投资者利益之所在,挡不住甚至乐于增量进入的攻关,是股市政策错位的起点。监管者一定要明白,只有市场存量才是我们真正要保护的投资者利益之所在。已经上市的优秀公司,还是被捆住手脚,不能充分利用证券市场的功能和杠杆实现扩张发展、股权多元、分红派息以及收购兼并,促进实体经济的产业整合、国企改革和过度产能淘汰,是我国大盘蓝筹股活力不足、表现低迷的主要原因之一。行政性的再融资审批费时费力,由于审批旷日持久,与企业的真实资金需求严重脱节,锁定的发行价经常是早已远远背离市场价,造成利益寻租和人为刺激放大了再融资需求。私募即定向发行的再融资市场化表面上是开闸放水,激化矛盾,实际上是围堤引水,激活动量,它会使优质企业如虎添翼。而完全市场价的新投资者进入,会夯实企业的价值基础,显著提高股票市净率,封堵股价下跌空间,对二级市场投资者也明显利大于弊。如果非像现在这样,对新股发行坚持虚假的“市场化”,让无数企业如饿狼般挤着进市场圈钱,对场内企业却坚决抵制市场化,不让融资并购搞活,保护投资者利益的口号就难免成为空话。

其三是要重新设计重组退市的门槛。只要明确了新股上市的显性门槛,够门槛的企业不用经过无数潜规则暗门槛的折磨就可以上市。同时在明确给出过渡期后,坚决取消壳重组的优惠政策,实行新股上市与重组借壳的真正同一标准,这样就几乎不可能有够正门上市的企业偏偏要牺牲和摊薄自己的权益去后门借壳上市。垃圾股没有被别人借壳重组的可能了,价格自然回归。这样,无论是像美国那样实行严格的标准让垃圾股摘牌退市,还是如香港等多数市场那样采取宽松的标准,让垃圾股留在市场上,任其自生自灭,其实都无大碍。最忌讳的,就是频繁修改规则,使人们无所适从,以致股价表现不是反映企业的内在素质,而是取决于行政性的所谓警示分类。更不能一手打压垃圾股,一手支持垃圾股重组,这样只能搞乱市场规则和投资理念。

综上所述,正如当年的股权分置改革是开弓没有回头的箭一样,在一次股改后的全流通市场上,股市运行体制相应的全面市场化就已是箭在弦上,不得不发。而只有市场化,才能国际化。当然不容讳言,股市运行体制的市场化首先直指监管部门本身的行政权力,同时也会断了许多权贵和富贵资本的财路,殊实不易。但唯因其难才需要改革者的勇气和凝聚社会共识的智慧。倒退是没有出路的。把话说到底,股市的市场化改革这关迟早要过,迟过不如早过。闯过这一关,中国股市和中国经济良性互动的新局面就会打开,市场的繁荣发展自然也就可以期待。

(摘自《网易财经》)