

弱市 A 股惊现万亿注资雷言注册制需提高 IPO 违法成本

■秦小华/文

弱市中的 A 股,惊现万亿注资雷人豪言,这种意淫式幻想,正是投资者失败的根源。在债市核查风暴中,一个最值得重视的信息是,管理层将修改证券法,为行政审批制向注册制转变,提供政策支持。不过,投资者的投资价值和风险控制能力,值得怀疑。提高 IPO 违法成本,既是对投资者的责任,也是对注册制的保护和维护,更是对资本市场的尊重。

弱市遭地震意外袭击

受四川雅安 420 地震、经济增速放缓,以及外资抱团做空 A 股消息影响,上周 A 股在走势上,可谓扣人心弦,步步惊心。

22 日周一,主力在高位盘整,市场观望情绪浓厚,川渝板块联袂飘红,建材、水泥、路桥、食品、药品、钢材、旅游等川渝板块中的上市公司,集体高开,至收盘上证指数全天下跌仅点 2.47 点,跌幅 0.11%。不过好景不长,23 日周二,420 地震带来的恐慌下跌被市场空头情绪渲染,在银行股的带领下,上证指数下跌 57.63 点,跌幅 2.57%,川渝板块多数上演一日游行情。

就在投资者极度恐惧之时,24 日周三,受欧美及亚洲股指集体高涨影响,3D 打印概念股卷土重来,上证指数收盘上涨 33.78 点,市场做多热情累积,投资者爱恨交加。

25 日周四,有关外资抱团做空 A 股的消息,在弱市里传得沸沸扬扬,市场无热点,空方反扑。

26 日周五,空头继续发威,至收盘,上证指数周下跌 66.73 点,跌幅 2.97%,深证成指周下跌 419.8 点,跌幅 4.61%。

细观本次雅安 420 地震对股市的杀伤力,居然跟 2008 年 512 汶川地震走势上如

出一辙。2008 年,5 月 12 日周一,汶川爆发 8.0 级地震,在投资者的恐慌疑虑里,上证指数居然屹立不倒。市场里抢眼高涨的,仍然是川渝板块中的建材、水泥、钢材等板块。5 月 13 日周二,市场才正式反映汶川地震对股市的杀伤力,全天下跌 66.74 点,跌幅 1.84%。

最让投资者防不胜防的,是诸如地震、恐怖袭击等无法预知、不可抗力造成的黑天鹅事件。由于信息的不对称,投资者无法知道黑天鹅事件带来具体多少的损失程度,就会造成恐慌情绪蔓延,进而形成恐慌性抛盘。典型的例子,比如美国 911 事件、担保债务凭证(CDO)恐慌等引起的美国股市崩跌。

需要指出的是,尽管黑天鹅事件让投资者恐怖不已,并退避三舍,但黑天鹅事件并不会改变原来的趋势。中国股市里,曾有投资者将酒鬼酒(000799.SZ)的塑化剂事件,比拟为黑天鹅事件,并认为是塑化剂导致酒鬼酒下跌,以及整个白酒行业的利润下滑。

而实际的情况是,至 2012 年 11 月 19 日,酒鬼酒被曝出塑化剂超标时,酒鬼酒的

股价已经从 61.45 元下跌至 11 月 16 日的 46.40 元,下跌 24.49%。从走势上看,酒鬼酒股价在 46 元到 61 元的价格区间里,主力盘整出货,技术指标与价格上涨形成明显背离,下跌形态早已显山露水。

当然,预料之中的事仍然会引起恐慌,而且比黑天鹅影响更持久,例如汇丰 PMI 指数与成品油价格下调。

汇丰中国 23 日公布的 4 月份制造业 PMI 初值 505,该值低于历史同期均值 524,并环比下跌。不少专家分析,PMI 指数偏弱显示我国制造业复苏动能较弱,预示二季度经济运行仍呈弱复苏态势。该消息一旦被解释为引发 23 日周二暴跌的元凶之一。

发改委宣布,从 25 日凌晨开始,汽油、柴油分别下降 395 元和 400 元。随着美元持续升值影响,国际原油市场下跌明显,布伦特原油从 4 月 2 日最高每桶 111.52 美元,下跌至 18 日最低 96.75 美元。

尽管在意料之中,市场仍对两大数据保持敏感。主要是学者在分析此两大数据时,均从供给与需求层面出发,一定程度上,需求下滑的解释,会增加经济下滑预期,夸大经济下跌风险。

债市反腐显整肃决心

比起不可预测的地震天灾,管理层对债券市场的整肃清理,更让部分机构倍感极度寒深。近段时间以来,围绕着对固定收益交易过程中的,一系列违规灰券交易、代持行为的核查治理风暴,正持续发酵。

有关报道显示,本次债券核查范围正逐渐扩大。从丙类账户的利益输送到机构间代持操作,处处显示本次整肃行动颇具深意。从 17 日万家基金的邹昱,到 3 月发生的中信证券固定收益董事总经理杨辉,以及最近,多家固定收益代持机构负责人,因风险控制不严向管理层作解释和检讨。无不暗示此次核查风暴规格之高,超过历次。

“代持”、“养券”,是指投资机构以现券

方式卖出债券后,跟交易对手私下签订协议,在将来某一时点以接近当初成本价重新买回该笔债券。以买回债券的期限进行划分,期限较短的称为“代持”,不断滚动续作、期限长达数月甚至数年的称为“养券”。

在债券交易中,代持行为是一种普遍行为,可以放大杠杆,提高收益。而“养券”比较灰色,可实施利益输送。

据了解,目前我国银行间市场结算成员有甲、乙、丙三类,甲类为商业银行,乙类一般为信用社、基金、保险和非银行金融机构,而丙类户大部分为非金融机构法人。丙类账户的活跃存在往往给债市灰色交易提供了可能。

在国家的相关规定中,丙类户是不允

许直接参与债券交易,必须通过甲类户账户进行代理结算。一般而言,上述账户都是由中央国债登记结算公司实施一级托管。操作上,利益人可以将“养券”和“代持”的利润,划转至丙类账户。

有报道称,本次调查,发轫于 2010 年底,财政部国债司原副司长张锐在国债招标中的舞弊案,接近财政部的知情人士透露,张锐已于 2012 年下半年因所获非法收入 4000 多万元被判无期徒刑。

多家机构从事固定收益的负责人表示,本次债券核查远没有结束的迹象。对固定收益的严格监管,从一定程度上反映出管理层对债券风险控制的重视,整肃市场秩序的决心。

惊现注资万亿雷人豪言

与倍受核查煎熬的固定收益机构相比,A 股投资者在经历 4 月惨烈下跌之后,终于迎来一个最大、最雷人的“利好”消息。与以往大放厥词不同的是,这次不是股市将上几千、几万点,而是 A 股将注入 1 万亿多的资金。

一篇题为《中国股市升级 超万亿资金陆续注入 A 股》的文章,可谓 2013 年度第一颗最雷人最耀眼的卫星。

文章作者在意淫的幻想里,仅从 A 股即将纳入国际 MSCI 指数的沟通交流信息里,就为 A 股计算出 1 万亿亿的资金注入。事实上,如果不解决好税收政策、外汇管理政策的制度瓶颈,外资配置 A 股,将永远是一个自欺欺人的伪命题。

不可否认的是,A 股纳入国际指数体系,是 A 股与国际市场接轨的一个标志。但在现阶段,A 股纳入国际指数体系,应该是证券市场的开放,而不是证券业的开放。大家都明白的是,证券市场的开放,归类于资本项目下的开放,至于资本项目的开放,需

要盘桓数年的。

必须指出的是,国际资本在投资配置时机方面,大多依据经济周期进行配置。即通常在经济成长期适当配置,经济上升期追加配置,衰退期撤出市场。并且,在操作方面,国际资本采取波段操作手法多,极少采用被动型指数投资策略。

与该文作者的乐观态度相反,国际资金正选择逃离 A 股。有报道指出,3 月末安硕富时中国 25 指数基金的做空比率飙升至 2007 年以来的最高水平,3 月份从安硕富时中国 25 指数基金撤出资金达 8.24 亿美元。截至 4 月 18 日,4 月撤出资金 2.56 亿美元。

而相关报道显示,安硕富时中国 25 指数基金的认沽期权正被大量买入,外资豪赌 A 股下跌。外资做空中国 A 股的主要有两种方式,卖出新华富时中国 A50 指数 ETF,以及买入安硕富时中国 25 指数基金的认沽期权。

更可笑的是,该文作者主观指出,“受

注册制呼之欲出

撇开那些雷人的妖言惑众的虚假信息,最值得投资者重视的两大信息有,IPO 抽查突出六大重点,包括:收入、成本、资金流、三项费用、固定资产和在建工程。其中,对收入的检查采用多重分析方法。

最近一两年以来,IPO 财务造假,以及上市后业绩变脸事件频频上演。最典型造假案例是 *ST 大地(002200.SZ),集 IPO 造假与业绩变脸一身。

*ST 大地,旧名绿大地,位居云南昆明市,2007 年 12 月 21 日,IPO 发行成功,首次在深交所上市,募集资金 3.46 亿。该公司主营业务为:绿化苗木种植及销售,绿化工程设计与施工。

公开资料显示,绿大地在“招股说明书”中披露的“2004 年至 2007 年 1~6 月累计收入为 6262951 万元”,其中,虚增收入就高达 2961029 万元。上市后,通过伪造合同

等方式继续虚增业绩。2007 至 2009 年间,绿大地通过伪造合同和会计资料,虚增资产共计 2.88 亿。2009 年,绿大地公司业绩五度变脸,从最初预计的“净利润过亿”逐渐变脸,最终竟爆出巨亏 1.5 亿元。

另外一个重大信息是,IPO 核查完毕后,证监会发审委将进一步改革公开发行制度,放弃持续盈利判断,转向简化许可审核程序,强化事后监管执法,并将修改证券法,为从核准制向注册制的转变提供专门制度安排。

由事前盈利判断,转向事后控制,用法律来治理 IPO 违规造假。提高违法成本,以降低违法,是从人治向法治转变的进步。这样做,另外一个明显好处是,管理层将不会为上市公司的财务信息的真实、可靠性提供必然的信用保证。

价值判断能力存疑

长期以来,在 IPO 审核中,管理层强调对持续盈利的审核力度,弱化事后治理。对持续盈利的过度要求,浪费掉大量的行政资源,造成管理层审核效率下降,而且监督效果不明显。转变为事后监督后,管理层将有更多精力放在事后监督上,而不是浪费在起不到实际效果的实质审核程序上。

注册制强调信息的公开程度,实施的是公开管理原则,实质上是一种发行公司的财务公开制度。它要求,发行证券的公司,提供关于证券发行本身以及同证券发行有关的一切信息,以招股说明书为核心。全球资本市场里,主要以美国联邦证券法为代表。

跟行政审批制相比,注册制一个最大的亮点是,注册制不对发行人的投资价值做出判断。这意味着,对发行人的投资前景及价值风险的判断,将由投资者自己做出,以及市场自我纠正来完成。

从绿大地案来看,绿大地依靠财务造假,蒙混过关并发行上市成功后,从 2007 至 2009 年,两年的时间后,其造假

才被曝光,直到 2013 年 4 月最终判决完毕,时间已经过去六年之久。在这六年里,绿大地所募集的资金,几乎所剩无几,股价一落千丈。

一个值得质疑的问题是,实行注册制后,投资者是否有能力做出价值判断,并进行风险控制。从绿大地一案中,最终受损害的,仍然是投资者。从 2007 年至今,绿大地股价从最高 63.88 元,下跌至最低 9.26 元,目前价格在 13 元附近。

注册制不进行价值判断,这原本是与“买者自负”原则相适应的一大进步。投资者进行证券投资,存在盈利和亏损的可能,投资的所有结果均由本人自行承担。但管理层应该通过适当的管理,加强市场环境建设,以形成一个适合价值投资的市场。

有关研究结果显示,2006 年年底,中国银监会发布的《商业银行金融创新指引》中,首次提出“买者自负”原则以来,“买者自负”并没有被投资者完全接受。投资者在投资失败后,常常推卸自己的责任,转向金融机构及管理机构,寻求赔偿。

提高 IPO 违法成本

与“买者自负”相配套的原则是“卖者有责监督”。提高 IPO 违法犯罪成本,加强事后监督的力度,恰好是“卖者有责监督”的原则要求。管理层有责任对卖者加强监管,卖者有责任承担违背严格信息披露不全的责任和后果。

在绿大地一案中,尽管绿大地财务造假性质恶劣,影响极坏,但最终审判结果来看,相关造假关键人,并没有得到与之相一致的惩罚,可谓对法制的藐视。

资料显示,对绿大地及其相关当事人的审判,可谓一波三折。

2011 年 8 月 17 日,昆明市人民检察院,以涉嫌欺诈发行股票、违规披露重要信息等罪提起公诉。昆明官渡区人民法院一审判决后,遭昆明市人民检察院抗诉。2012 年 4 月 16 日,昆明市人民检察院以涉嫌欺诈发行股票、违规披露重要信息、伪造金融票证、故意销毁会计凭证再次提起公诉。2013 年 2 月 7 日,昆明市中院做出一审判决,判处绿大地罚金

1040 万元,相关当事人提起上诉。2013 年 4 月 3 日,云南省高院终审裁定,维持原判。

从相关判决过程和结果来看,绿大地及相关当事人仅仅被判罚金 1040 万元,与其募集 3.46 亿元相比,可谓轻如鸿毛,不值一提。

违法成本如此低廉,与超高募集资金诱惑相比,试问谁还愿意遵守法律?如此隔鞋搔痒式的惩罚,还比不上证监会对绿大地的保荐机构联合证券的惩罚。证监会没收联合证券在绿大地 IPO 中的 1200 万业务收入,并处以 1200 万罚款。对直接负责的主管人员黎海洋、李迅冬给予警告并分别处以 30 万罚款,撤销二人保荐代表人资格和证券从业资格,并“终身禁入(证券市场)”。

必须提请注意的是,在即将修改的证券法中,提高 IPO 违法犯罪成本,既是对投资者的责任,也是对注册制的保护和维护,更是对资本市场的尊重。

