

A 股涉嫌问题类公司做空将扩散

肖玉航 / 文

随着我国证券市场未来发展方向定位于市场化、法制化与国际化的明确,加之股指期货与融资融券等做空机制的发展,笔者预计未来中国 A 股市场对涉嫌财务造假类的公司而言,其将面临较大的做空动能,其规模也将呈现扩散之势。

从近年 A 股市场来看,实际上违规违法问题呈现出不断上升态势,其形势也非常严峻。据日前中国证监会信息显示:今年 1 至 10 月,证监会受理的违法违规线索同比增加 148 件,沪深交易所报送已经公众举报是两个主要线索来源,占比分别为 54%和 25%,日常监管部门移交线索也有大幅增长。随着线索

增多,证监会案件调查也大量增长,新增内幕交易案件 158 起,信息披露违法违规案件 66 起,操纵市场案件 19 起,其他类型案件 43 起,各主要类型案件调查数量也均超过去年全年。

今年以来,A 股市场多家上市公司业绩及信息披露问题引起市场质疑,有的是重组过程中财务虚增业绩,有的则是在以往发行新股过程中,包装利润,而这些公司财务的失真,很明显对 A 股市场投资者形成了欺骗,这种行为不仅违犯了证券法及相关法规,同时也是一种失信与风险的累积,最终将导致投资者利益受到伤害。阳煤化工虚增收入 42 亿元,刷新了近年来资本市场的造假金额纪录,而许多重组过程中、以往上市过程中等

形成的涉嫌问题类公司有可能在未来受到市场做空动能的打击,阳煤化工问题暴露前的 15 连阴,呈现出一种先知机构的做空轨迹。

研究认为,做空问题类公司在未来 A 股市场将呈现日益扩散的趋势。在市场经济与资本市场相对完善成熟的美国市场,虽然道指顽强走强,但其中的问题类公司做空也同时存在,但做空个股巨大的股价下跌或退市等并没有影响其股指的趋势发展,反映出市场品种风险与品种机会的共存。从美国市场来看,股指的上涨并不代表个股风险或血本无归的否定。比如 2013 年 11 月 25 日,在最新的一份长达 81 页的报告中,浑水公司对网秦提出了九大质疑,称网秦存在财务造假,

目前股价 20 多美元的网秦目标股价应在 1 美元以下,建议投资者“强力卖出”其股票,网秦股价随之下泄超过 50%。从市场做空角度来看,股指的上行并不代表你投资问题公司风险减小,今年以来,多家问题公司在美退市、摘牌,实际上是市场化体制下,问题类公司任何时期都存在巨大的风险是共识。

从中国目前情况来看,市场化、法制化与国际化方向确定,而 A 股市场中相关问题类公司虽然有些会受到监管层的处罚,但发现这些问题有可能来自于独立研究机构和投资者(国有研究机构很少去公开指出相关问题),针对问题类公司做空在 A 股市场将形成交易机制与市场化方向的环境形成,因

此笔者认为,那些涉嫌关联交易虚增业绩、财务包装上市及财务重组造假、信息披露问题严重的上市公司,有可能面临市场化做空与监管层追溯性处罚的双重打击。资本市场发展表明,市场中即有做多机构,做空机构力量也是正常,多空转换,风险与机会共存构成了资本市场的生命之所在。对于投资者而言,未来投资证券市场,需要对相关公司与信息、监管层动态等更加关注,因为有可能一些公司正面临做空机制的市场化冲动,投资风险急增,这里不仅包括中小板、创业板等中小公司,同时一些大型国企也很难避免。总体而言,A 股市场的环境变化、市场化方向等将使对问题类公司做空的面体现日益增加趋势。

资本市场顶层设计离不开扎实的底层设计

聂庆平 / 文

资本市场是金融市场体系中的核心环节,需要进行一系列的改革。目前,政府对资本市场改革非常重视,证监会也在系统梳理推进改革的意见,社会各个方面比较关注,媒体也有各种报道,都提出了资本市场改革的顶层设计问题。我理解顶层设计就是要按照市场经济的本质需求制定改革方案,采取改革措施。如果没有科学的顶层设计,很多资本市场的改革,看起来热热闹闹,很有可能前期改革的成果,过不了多久,经过实践的检验,又成为被改革的对象。我国市场经济与资本市场规模现在已经发展到足够的规模,不能简单的改,不能似是而非的改,提出改革的顶层设计,这实际有利于减少改革失误和减少改革过程中出现的问题。

改革的顶层设计很重要的一点,是一定要符合实际,顶层设计要和底层设计结合。没有扎实的底层设计,就没有科学的、有历史存在价值的顶层设计。一个指导思想是,改革的顶层设计必须要从市场经济的本源出发来进行,在设计顶层改革时,首先要研究清楚底层设计的运作是怎样的,本质要求是什么。只有把市场经济底层设计的要求弄清楚,在这个基础上再来确定顶层设计的改革方向,才不会出现水土不服的问题。这样的顶层设计才真正有价值,才不会是虚的。底层设计,重要的是改革设计必须符合市场实际运行的机理,符合业务运行的实际程序,避免空谈理论,空谈改革。在做顶层设计之前必须要对改革的目标有一套可供操作的方案。如果没有,抽象的顶层设计往往可能不成功。

为什么要首先做好底层设计

把底层设计设计好了,那么底层设计和顶层设计能够有机配合,哪些超前,哪些滞后,哪些应该分步达到,都一清二楚,这样有逐步的改革目标。而且,把底层设计想清楚了,才可以弄清楚哪些是改革的配套环节,哪些是改革需要的相应的市场条件和市场环境。这样改革才会比较有次序、有节奏地稳步推进。不能空谈顶层设计,也不能在谈顶层设计时否认底层设计和底层的发展,二者必须有机结合。为什么现在有很多改革听起来很好,但实际推起来很不成功,就是缺乏底层设计所致。

在我国改革开放的历史上,有些例子可以印证顶层设计和底层设计的关系问题。比如,最早推的农村联产承包责任制,是从底层开始的。因为农民没有饭吃,农村的生产力调动不起来,实行联产承包制,调动农民的生产积极性,最后改革很成功。这项改革别看没有顶层设计,但简单的底层设计就比较成功了。过于强调顶层设计改革,也有不成功的例子。1988 年价格制度改革,实行闯关策略,迅速取消价格管制,一夜间把价格放开,结果很不成功,带来社会动荡,严重的通胀。不成功正是因为和底层设计严重不配套,这是改革的教训。同样,股份制和股票市场,一开始不是先有顶层设计,而是先从底层设计发展起来的。如果没有上海、深圳擅自进行公开发行股票试点,就不可能在这个基础上逐步增加股票发行数量,建立证券交易所,建立新的股票发行制度,也不会有发展到今天的我国资本市场。所以,改革的历史和进程告诉我们一个经验,顶层设计和底层设计相互之间是密不可分的。在当前谈顶层设计的时候,一定要考虑符合实际的底层设计。改革的建议和底层设计一定要有真招,有实招,有实际的措施,有落实措施的保障。

新股发行制度存在的问题

我国资本市场的顶层设计,核心是新股

发行制度的改革。其最终的改革目标是市场化的注册制,也可叫做询价制或建仓制(bookbuilding)。在上个世纪 90 年代初开始青岛啤酒第一只股票公开发行时,接受深圳发行股票 8.10 事件的教训,我国就想建立规范的新股发行制度。证监会成立时,首要的任务是颁布了股票发行与交易管理条例,制定了公开发行股票的信息披露细则,应该说我国的股票发行审核制度从一开始就希望建立发行人的信息披露制度、注册招股说明书制度、证券公司、会计师事务所和律师事务所等中介机构的承销保荐制度、近几年还实施了 IPO 的询价定价制度。

但我国的新股发行制度依然出现很多问题:第一,新股发行的市盈率总是居高不下,即使 IPO 市盈率定得很高,最终还是有投资者认购,新股总能够成功地卖出去。国外新股市盈率 10 到 12 倍定价已经是非常不错的定价了,我国 20-30 倍,甚至 60 倍的市盈率都有可能定价。这种现象不仅在成熟市场不可能发生,在新兴市场也都不可思议。第二,上市公司业绩造假圈钱。一般新股上市头一年业绩很好,第二年就经营业绩下滑、利润下滑,甚至亏损。为什么会出现这种情况?就是发行人上市前的三年业绩不真实,这也是目前遇到的很大问题。也就是说发行人实际上造假了。第三,投行、会计师、律师本来是负责监督防止发行人造假的,因为其职责应该是维护真实、准确、完整的信息披露,但有些中介机构在新股发行中也出现了很大的问题,比如不做尽职调查,或者尽职调查不到位,或者协助上市公司造假,包括财务造假,关联交易造假,企业盈利造假等。第四,为什么在我国私募基金市场可以发展这么快,甚至出现 10 到 15 倍市盈率的拟上市股权,私募都愿意投资呢?其前提是可以通过更高市盈率的股票发行上市套现。

之所以存在这些在国外市场不大会出现的问题,一定是我国新股发行制度的基础性制度设计存在问题。核心是我国的股票一级市场和二级市场是脱节的,一级市场没有充分市场化,在没有充分市场化前提下,才带来新股发行存在上述制度性缺陷。很多市场不合理或者违规现象都是针对这些制度的不合理性所形成的一定的套利空间,所以才产生这些不合理的事情:发行人敢于造假,是因为可以上市圈钱,谋取资产增值的暴利,而且不会受到法律的制裁;中介机构敢于协助造假,是因为没有法律约束的保荐责任,能赚取承销收入,就不顾其他;私募基金敢于用高市盈率去买,因为存在巨大套利空间。长此这样发展,不能形成一个健全的新股发行制度,也就不利于理顺一级市场和二级市场的关系。

对于我国的资本市场而言,最重要的改革顶层设计就是新股发行制度设计。从顶层设计的角度看,深化新股发行制度的改革,需要事先考虑好如下这些方面:新股发行制度一定要实行市场化的发行制度,而且是以市场约束的发行制度。实际上,新股发行制度要走真正的注册制。企业能不能发行股票和发行股票不成功都应由市场去判断,由投资人去判断。企业能不能上市的关键在于有没有投资人认购,投资者不认购就发不出去。一定要形成这样的市场生态。西方国家的新股发行会有一个时机(timing)的考量。发行人发行股票一定是在市场环境比较好的时候,股票价格市盈率比较高,股指相对较高,投资者认购情绪比较踊跃的时候才会去发行。如果市场不好,股指下跌,投资情绪不高,发行人会自动的不去发行新股。这个时机,不取决于股票发审制度,什么时候审批,而首先是投资人自己判断,我国应该把这个门槛完全放开。这是理顺一级市场和二级市场的一个非常重要的机制,首先要从机制上给一个好的发行制度。迄今为止这个目标是没达到的,到目前为止,新股发行制度还是以审核为主的,需要进一步的改革。只要新股发行不是审核,



而是按信息披露的规则,督促发行人进行信息披露,新股发行上市就不会成为一种权力,市场和法律的约束就会落到发行人、保荐机构和投资人的身上,就不会出现高市盈率发行股票的怪现象,也不会出现新股发行的堰塞湖现象,因为投资者可以择优而买。新股发行业绩造假问题也会迎刃而解,因为违法违规的处罚是明确的。

新股发行制度改革的要点

首先是,建立市场化的新股发行审核机制。以香港为例,从发行人向香港联交所递交 AI 表到通过香港联交所上市委员会的聆询(redhearing),基本属于新股发行的审核阶段。在这一阶段,发行人都是按事先排定的日程表回答或修改招股说明书,香港联交所上市科和上市委员会提出的意见,发行人和保荐人只要做了尽责的说明和修改,如实披露,一般都会顺利通过发行上市审核。在这一过程中是没有审核的,最大限度地把企业发行上市的选择权交给市场,交给投资人,交给保荐人。这样就不会存在造假圈钱的现象,除非投资者愿意上当受骗。

其次是,强化投资银行上市保荐的诚信责任和包销责任。诚信责任指的是投行一定要对发行企业的真实性做充分的尽职调查,如果投行不了解这个真实性,就要承担相应的法律责任。由于目前证券监管部门承担审核责任,因此中介机构和包销人在这个过程中就自认为没有责任,根本不关心尽职调查的责任,其实从市场机制讲,投资银行恰好是要有这个责任的,所以要将这个责任归位。如果发行人要求的定价不合理,在没有签订承销协议之前,所有责任在发行人,发行人可以要求高市盈率发行,但投资银行可以拒绝,不

答应发行人的高价发行要求。因为投资银行满足发行人的高价发行要求以后,就必须承担整个包销的市场责任。同样,如果发行人要造假,希望高价发行,把财务数据说得高高的,但承销商必须去做尽职调查,如果不去做尽职调查,那么就要承担法律责任,按刑法的规定惩罚承销商,这个边界是很清楚的。本来发行人和承销商的利益是对立的,风险是相互你增我减的,双方不可能坐在一条船上的,现在反而坐在一条船上,这一定是制度设计出了问题,因此新股发行制度需要改,很多规则是需要细化的。

再次是,严格新股发行的司法处罚制度。西方国家对于关联交易、财务造假、证券欺诈是有严格的刑事法律制度进行规定的。美国安然公司的总裁最后必须要承担法律责任,包括美国原证券协会主席麦道夫欺骗误导投资者,进行财务造假等,他对他所做的要承担法律责任。如何建立与新股发行制度相适应的法律制度、证券违法的具体的法规制度,也是深化新股发行制度改革的重要内容。

第四是,建立符合市场实际的新股发行方式,包括一些技术性的完善,比如询价制度。境外的询价制度要求企业的财务状况都很真实,投资银行带领发行人去路演(road-show),对投资者、客户去一对一的推介,或者是全市场的推介。推介以后,投行是要把股票承销出去,是有市场约束的。而我国现行的询价制度,被询价者可以出价,但其最后不一定认购,这样可能造成虚假的报价。发行人也可能要求证券公司、基金公司或者私募把价格出的高一点,便于把股票发行价格定得高一点,反正被询价者没有认购的约束。像这样的技术性问题也是需要改的。一个环节设计的不合理也会影响到整体的改

革。

总之,在新股发行制度方面,我们至少有这四个方面需要不断制度化和完善。只有把这些底层设计弄的很清晰了,最后的顶层设计才能达到一级市场和二级市场理顺的效果,规范市场行为,才能真正建立起股票市场的融资机制。股票市场最大的作用是资源配置作用,它是服务于实体经济的,如果价格信号是扭曲的,就不能服务于实体经济,一级市场和二级市场严重脱节,一级市场可以套现,那一二级市场就不是服务于实体经济了,而是服务于私募了,服务于股权倒卖了。

新股发行制度包括发行审核制度和发行方式的改革,这些都是顶层设计和底层设计相结合的改革内容。如果发行方式的改革和审核制度不配套,如果发行方式做了改革,而审核制度改革没跟上,则发行制度的改革会流于形式;如果发行审核制度做了改革,而发行方式改革不跟进,则改革措施的目标方向就会落空。所以新股发行审核制度改革和新股发行方式的改革是要结合在一起进行的,不可偏废。

新股发行制度改革对财富管理行业的影响

投资银行主要业务是上市保荐和证券经纪买卖,专业性很强,因为投行是把企业的未来盈利进行证券化卖给市场的。投资银行不同于商业银行,商业银行只要看企业的现金流,能够按时收回贷款就行。保险则又不一样,保险是把未来有可能发生的风险所造成的损失进行精算化以后设计合理的投保比例实行利益共担,灾害共担的模式。这三个行业虽然都是金融业,但是,其专业性是不一样的,市场化以后不影响投资银行专业的功能发挥,而且还会把投资银行的功能更强化,因为在市场化情况下对一个企业未来盈利和包装就需要更准确、更精确,就更需要专业水平。同样对股票经纪业务也提出了更高的要求,因为市场化,需要面临争夺客户的竞争,需要给客户投资建议,投行的研究是要更好的,才有竞争力。

投资银行好比是一个超市,公司上市业务、股票经纪业务、研究和衍生品等四个链条是紧密链接在一起的。没有一流的投行,在市场化情况下,就找不到好的股票卖给客户,就导致不可能有好的股票销售;有好的股票销售就必须有好的研究,因为需要有好的研究支撑对客户的服务;衍生品交易可以为客户提供多种资产的对冲,追求投资收益,避免投资风险。总之这四块是连在一起的,好的投行必须是这样的。高盛也好,摩根斯坦利也好,都必须有好的证券分析师,好的投资银行家,好的股票销售经理,还有好的衍生品策略投资师。而且必需是一个团队,这几方面都需要发展好。

剩下的财富管理是另外一块。越是到了市场化的时代,越是到了价值投资的时代,基金公司能不能跑赢大市,能不能做好,是必须紧跟市场的,必须要有自己的投资风格和选股风格,必须要有自己的真正能够跟随市场运行的自然规律,才能够实现资产管理在逐步的增长。而不像现在这样,目前基金规模越做越小,造成这种情况的原因是投资者不相信基金的财富管理能力,因为基金跟风炒作,没有建立在一个稳固的价值投资的基础上。随着时间的推移和企业的增长,基金的投资能力和基金的资产价值要有比较合理的稳固的回报才具备长久的吸引力。如果基金管理一年或几年有翻倍的回报,这种基金管理是不正常的,除非是投机性的对冲基金;如果基金管理持续跑输大市,那也是不正常的。合理的生活是基金公司管理的投资资产每年有 8%到 10%的增长已经是非常了不得的了,有 3%到 5%的增长也是非常可观的了,要有价值投资的长期理念。