

“打补丁”纠正不了失败的发行制度

■ 苏培科 / 文

曾被齐声叫好的新股发行制度改革,没料到IPO刚一开闸就一地鸡毛。

新股“三高”不但没有被抑制,反而衍生出了老股疯狂套现的新问题,迫使证监会勒令叫停了奥赛康的新股发行,随后用“打补丁”和行政“抽查”的方式来恢复证监会行政干预IPO的权力,并重新捡起市盈率评判的标尺,接着五家公司因发行市盈率过高而暂缓上市,更为奇葩的是有些公司为了尽快上市而迎合证监会的“价值判断”,索性将90%以上的高报价剔除(众信旅游剔除了9633%的高报价),竟上最低报价者收获新股,这俨然违背买卖和交易的基本原则,如此不堪和荒唐的新股发行彻底暴露发行制度改革是失败的,所谓的市场化其实是“伪市场化”,从证监会恼羞成怒的表现来看,行政干预不但没有萎缩反而在变本加厉。

对于一个将96%以上报价视为非理性报价的市场,显然不是个别机构的问题和个人的道德问题。借用重庆市长黄奇帆的著名论断:“凡是大面积出现的问题,一般不仅仅是道德问题;凡是长周期、反复出现的问题,一定是体制机制出了问题!”如果新股发行再不从体制机制上反思和深度市场化改革,仅靠“头痛医头脚痛医脚”的“打补丁”,根本解决不了问题,即使监管部门通过行政勒令的方式让发行价暂时下来了,但缺乏市场定价机制的市场将会通过新股上市首日和二级市场迅速回补“非理性空间”,而且迫使证监会永远要伸手行政干预,一旦手缩回去,各种潜在的推动力量就迅速反弹,新股“三高”仍然是潜

在隐患。

批评发行制度改革失败并非反对市场化改革,反而是希望更加市场化和系统化的改革,如果一个市场只喊“市场化”的口号,而权力发审的行政审批没有发生任何实质性变化,何谈市场化、注册制改革?

况且,这一次新股发行制度改革不但没有斩断IPO过程中的各个利益链条,反而加大了主承销商自主配售的权力,让主承销商自主选择配售对象,自然报价越高和自己关系密切的机构才能成为配售对象,低报价获得配售正常吗?再比如这次发行制度改革对主承销商“直投+保荐”没有任何提及,主承销商手里拿着大量原始股,他们保荐承销能客观、公允地定价吗?还有新股发行意见稿要求“网下配售将不低于40%的份额定向配售给公募基金和社保基金”,这无疑变相地告诉全世界新股依然是无风险收益,新股申购的能不多吗?这样一来主承销商手中的筹码越多越有拉高发行价和上市价的冲动,“直投+保荐”模式不除,主承销商做高发行价和抬高上市价的冲动永远存在,新股“三高”仍难以从根本上剔除。

其实,早在新股发行制度改革意见稿刚出来之后我就曾在《中国股市离“注册制”还多远》一文中提醒过这些风险隐患,而非今天才事后诸葛亮,可惜的是证监会不但没有听进去,反而屏蔽了不同意见,当时只让大家看到感动涕零的“好声音”,以至于今天如此被动和恼羞成怒地动用行政勒令的手段,这不但没有让人看到市场化、注册制的影子,反而看清了粗暴的行政干预和没有底线的机构投资者。

当务之急,证监会需要重新反思新股发行制

度,应该想方设法地“去行政化”和营造法制化、市场化的“注册制”条件,不要再等待和过渡了,目前的这种过渡对注册制没有任何帮助,无非是制造了更多圈钱IPO。如果投资者没有有效的维权机制、没有集体诉讼制度,市场如果没有严格、公开的注册筛选程序和法律约束,只突出投资者和中介机构承担责任,无异于摆脱发审委的责任而放大投资者和市场的责任,如果是在市场化的注册机制下由市场和投资者自主选择上市公司,如果投资者能够依法诉讼维权和能获得民事赔偿,投资者自行承担天经地义,但在目前核准制下,行政部门决定上市公司供给,这本来就不是市场化的行为。如果证监会真的有心注册制,不妨先将目前证监会发行部的审核人员和发审委员会部分划归至交易所,先简单从形式上做出区分,告别裁判员与运动员一身兼的角色,监管机构重点负责客观的监督之职,让交易所行使把关之责,只有这样才算注册制雏形。

同时,需要尽快完善退市制度和投资者司法维权的机制,如果一个市场只进不出,投资者诉讼无门,拟上市公司IPO冲关的违规成本很低,发行人自然无法理性选择上市,也不利于注册制的推进。

这次IPO开闸还暴露出一个新的问题,就是抑制“三高”的老股转让不但没有发挥任何作用,反而成了老股东提前高价套现圈钱的工具,让老股东高价一次性套现还不如让上市公司继续超募,毕竟老股东套现之后与上市公司和投资者就没有一分钱关系了,而超募之后的资金仍然在上市公司锅里,在目前市场定价机制不完善、上市公司普遍存在圈钱欲望的情况下,老股转让的存

量发行制度已经“南橘北枳”,与其这样还不如等真正注册制之后才推行。而且老股转让在目前中国的法律框架下身影不直,还不如等到法律重新修订之后再名正言顺地推。

我国《公司法》第142条明确界定,公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。对此,证监会认为老股转让没有法律障碍的依据是IPO的公开发行和上市是两个环节,上市之前的IPO发行转让不在公司法第142条限制转让的范畴。如果把IPO发行和上市严格分开,那么在理论上已经发行成功的公司完全可以不上市?不上市而拿走募集资金是合法的?显然IPO的成功与否不是仅用发行募集成败来评判,发行与上市密不可分,证监会如果在那里继续玩文字游戏未免有点大投机了。与其这样还不如暂停没有意义的老股转让,等修订完法律和注册制之后再推也不迟。

另外,建议取消网下配售机制,让所有投资者公平认购,否则一批“特殊身份”的资金高度垄断一级市场,会继续让中国股市的一、二级市场割裂下去,虽然新股上市首日的爆炒被发行价的基准限定了,但这批“特殊身份”的资金一定会持续抬价,只是将首日的红利转移至首日之后的交易日,如此一来新股发行依然会沦为一些特权机构和权贵资本快速牟利、套现的渠道,而这群既得利益者也恰恰是阻碍新股发行制度“注册制”、市场化改革的最大阻力。从最近新股网下配售的情况来看,在“伪市场化”发行的环境里机构投资者报价并非都是理性的。

如果说增加网下配售是为了强化机构的定价机制和稳定市场,那就大错特错,而且这是对

个人投资者的一种偏见和歧视,奥赛康事件已经充分证明了这一点。

长期以来,证监会和交易所一直错误地将炒新罪责归咎给散户和个人投资者,每当新股被爆炒后就公布上市首日参与的是散户,但从来不提上市首日逃跑的是机构,以往那些打击炒新的措施也都针对散户,结果放走了真强盗,而只逮着“打酱油”的不放,这显然是不对的。既然要按发行价来确定基准,那么询价环节应该前移至发行价环节,网上网下的划分就完全没有必要了,应该让机构和普通投资者平等申购。

中国股市的网上、网下“双轨制”目的是为了扶持刚刚诞生的新基金和给国有券商等机构输送利益,从新股发行额度中拨出一部分直接由其在网下申购,目的是想通过这种利益倾斜的方式让机构投资者快速发展壮大。这种吃偏食的特权分配机制在这些年养肥了很多机构,也成为某些特权利益群体牟利的通道。如果证监会真的想让新股发行制度走向市场化,这种特权分配机制就必须改变,尤其监管部门要放弃散户主导市场非理性的偏见。

如果在一个退市制度和投资者维权机制比较健全的市场里,是按照注册制发行,监管部门不干预控制发行节奏,新股配售没有网上网下的区分,每个人都能自主叫价和报价,即使新股定价出现了非理性和偏高,市场也会自行修复价格的偏差,即使打新出现亏损,所有参与者都应该为自己的报价申购行为买单,只有这样新股不败的神话才能打破,每个人才会为自己的行为负责,新股报价和发行人的上市选择才会趋于理性。

培养理性而专业的投资者

证券市场诞生后,证券投资者教育就应运而生。从事基金行业15年来,我所感受到的与投资者教育关系最密切的行业变迁应该是基金产品从封闭式到开放式的过渡了。在封闭基金年代,基金的投资者教育似乎与基金公司没有太多的关联。2001年9月4日,国内第一只开放式基金诞生,之后证券市场、基金市场经历了几轮的牛熊更迭,在此期间,我的工作内容增加了大量与投资者面对面的交流,并未间断。交流的起因往往是产品推介、产品服务,但到了交流中,主要的话题往往都不是产品本身,更多的问题是基金是什么?收益会如何?风险会如何?基金行业做什么?做得如何?投资者应该如何买卖、何时买卖更好?市场走势如何?为什么判断不准、决策不对?这些与所推介的产品相关但不相同的内容,想来,就是基金的投资者教育应该涵盖的主要方面。

尽管客户提出的问题因市场行情而异,牛熊市环境中投资人关注的侧重点和期望得到的答案明显不同,但核心内容并没有多少差异,只是轻重深浅有所不同。证券投资基金的投资者教育,与其他投资品投资的投资者教育相比,有相似之处,但更多的是不同。对于这些不同,理解得更深些,分解得更细些,就可以把基金的投资者教育做得更有针对性,更深入,从而能被更多投资者接受和理解,也就可以更好地服务投资人。

证券投资基金的投资范围大致覆盖货币市场、债券市场和权益市场。基金管理人和基金经理虽能以组合投资和其他专业风控手段降低单一品种选择的和部分市场风险,但3个市场所固有的风险却无法被完全规避。从股票市场看,从2003年到2013年11年间,个股投资除2009年最大下跌为29%外,其他年份的个股下跌都在50%以下,更有4个年份最大下跌超过了80%。同期的基金最大下跌为65%。与投资股票相比,投资基金的风险是大大降低了,只是依然有赔有赚。作为基金投资中风险最小的货币基金,以1元计价,尚未发生过亏损(尽管经历过实际亏损而由管理人弥补了),但最好年份最好的基金年收益达到4.75%,最差的年份最低的产品年收益只有0.40%。虽没有发生过亏损,年度不同产品的收益率却有近12倍的差距。所以,进行证券投资基金的投资者教育,首要的是将投资者投资于证券市场后无法规避的市场波动和类型选择、产品选择等风险传达给投资者,并使他们能够有清醒的认识。

由于投资范围覆盖广度的差异,证券投资的投资者教育侧重于对个体品种风险的教育,而在证券投资基金的投资者教育中,由于专家理财本身带给投资者的期望,尽管宏观经济与市场走势无法被准确预测,但投资者对此似乎总是怀揣着点点希冀、点点渴望,这使投资者对基金投资人员的要求是希望能够免除一切亏损和风险,但这却是无法做到的。因此,基金的投资者教育,在对基金品种本身的风险进行宣传的基础上,需要更多进行关于市场整体不确定性的讲解,帮助投资者抛弃市场可被准确预测的幻想,坦然面对风险并提前从财务安排、资产配置、投资计划和投资心理等多方面有所准备,这是证券投资基金投资者教育不可或缺的一环。当然,在向投资者揭示不可消除的市场风险的同时,也应当将基金行业能够通过专业努力而化解的个股选择风险、市场风险、带给客户的超额回报(2003年至2013年的11年间,基金指数8年战胜上证综指与沪深300,年化收益率达到1451%,同期上证综指收益率为4.19%,沪深300指数上涨8.06%)告诉投资者,使投资者能够通过数据了解基金行业的专业投资价值。

让投资者了解基金行业的努力

证券投资基金的投资者教育,还应当把证券投资基金行业为帮助投资者规避各种风险所做的安排和努力传达给投资人。这些工作包括的内容有:估值信披中的风险控制、投资运作中的风险控制、信息安全管理体系中的风险控制、投资人员管理中的风险控制等等。在估值信披的风险控制方面,涉及到每日可申购、赎回的产品是否公平对待了买、卖、持的多类投资人,涉及是否会给某些投资人侵占其他投资人利益的机会,从而可能损害了某些投资者利益的情况,这是公募基金风控中重要的一项。尤其是面对当下金融市场中不断涌现的创新产品及上市公司的各种突发事件,基金公司需要利用自身在不同领域的专业能力,包括会计核算、投资研究、风险控制等,对基金投资标的进行综合评估,快速确定合理的估值方法,维护所有投资者的利益。基金行业与其他资产管理行业相比,也有着更为严格、规范的信息披露要求,让投资者的知情权得到充分保障。在人员投资管理方面,监管层陆续出台法规,规范基金行业的内幕交易防控管理,人员投资管理,基金公司也在不断完善自身的内幕交易防控系统,建立了更



加明确的制度规范,不断提高信息系统的使用范围与效率,加强日常监控,强化人员投资报备、审查管理及事后分析,不断提升风控工作的有效性。尽管如此,风险的管理,有时是事前发生的,能够被计划和控制的;有时是未能预计,是伴随业务发展逐渐积累和暴露,需要尽快予以控制和解决的;还有的是即便做到了事前计划与事中控制,但依然未能幸免,在事后需要解决并调整控制方案的——基金行业的风险控制,就是伴随业务与风险的不断发展,追求完善和提高的过程。这些工作,也应该作为投资者教育的一部分,让投资者理解为了降低他们所承担的风险,基金行业做了什么,这不仅可以获得投资者的某些建议,更重要的是能够让投资者理解基金行业和基金公司作为资产管理者非投资能力方面的专业价值。

向投资者揭示产品风险

基金投资者教育中必须包含的第三个内容,就是产品的风险揭示。这一点,也是基金行业区别于其他证券行业,也是基金行业特别重视且执行得最好的部分。每当有新产品出现,新的风险也就产生了。尤其是分级基金、交易所交易基金出现后,基金投资人承担的风险不仅有证券市场本身的波动风险,还有因分级增加的杠杆风险的积累,交易所交

易带来的投资者投机定价等与市场风险相关而又不同的风险。这些风险带给投资人的,可能是一定期限更稳定、更高的回报,但也可能是意外发生时始料未及的损失。

这方面的投资者教育,从现在看应当是做得最好、最成体系的。每当有新的创新产品出现时,基金公司会通过媒体、宣传手册、风险提示说明、现场交流等方式向投资人提示。正因为基金行业在产品的风险揭示方面一直秉持了对自身的高标准要求,虽然很多基金投资者有过投资亏损的经历,但因此引发的投诉和群体性事件却是证券投资品中最少的。但如果投资者教育只是产品风险教育,不仅流于单薄,更重要的是,产品个体的风险是在基金整体法律结构、市场风险、风控状况、投资能力之下的,没有对基金风险与风险控制更完整的了解,容易一叶障目,不见泰山,虽无法法律问题,却并不能满足投资者理解基金的需求。

培养理性而专业的投资者

投资者教育的第四个部分,是帮助投资者站在基金的肩膀上,获得真实回报。这是投资者教育中最重要的部分,也是最难做好的部分,也就是如何让基民成为理性而专业的投资者。

站在当前的时点,大致了解基金的人士

基本能够对基金行业的公开性、透明性和基金投资为投资者长期创造回报的能力达成共识。但同时,大多数基金投资人却由于一些非理性决策,远未能获得基金投资能够为他们带来的回报。高买低不买,持劣赎优,赚钱频繁交易、赔钱长期持有的现象比比皆是。因此,证券基金的投资者教育,除了应该帮助基金投资者正确认识基金,正确看待基金的涨跌以获得更好的投资感受外,更重要并更有价值的任务,应该是向投资者揭示:在不确定的世界中,投资者自身决策对自身利益的巨大影响。

2002年的诺贝尔经济学奖颁给了普林斯顿大学心理学教授丹尼尔·卡尼曼,标志着对于非理性决策的研究得到了国际学术界的广泛认同。作为基金的投资者教育,我们应当把基金投资者在投资感知与决策过程中可能存在的偏差尽量充分地展示给投资者。这样做,一方面是帮助投资者分析,在了解了证券市场风险与基金行业内部风险控制的基础上,个人还需面对哪些风险;另一方面,是帮助他们认识自己置身于无法规避的不确定环境中,投资感知与决策通常会被哪些“七情六欲”所困,应当如何克服短期情绪的困扰,做出更加理性的决策。站在证券投资基金的肩膀上,建立起科学的投资理念和投资纪律,不断反思自己对于理念与纪律的理解和执行情况,反思每次已实现的损失是由于自身的非理性还是由于其他原因,反思如何能一点点改正自身认知和行为的偏差……经历过如此一段过程后,投资者就能针对自己的投资资金特征,做出大概率更正确的决策,并获得更好的回报。

财富的增长带动着投资需求的增长。与投资相关的专业知识体系需要投资者依靠不断学习去构建,但投资风险揭示和教育却是投资从业人员的责任。厘清证券投资基金的投资者所面临的风险,帮助他们了解这些风险中哪些已由基金行业进行了控制,而哪些依然需要依靠他们自身的认知和操作去规避,这是我认为证券投资基金投资者教育所需要覆盖的基本内涵。

笔者希望关于风险教育内容的如此分类和梳理能够帮投资者更好地理解证券投资基金。也许还能帮助投资者在理解基金投资相关风险的同时,也能更好地理解其他理财产品的投资风险——这样,也算是作为从业者,为投资者做的一点贡献吧。

(来源:新浪财经)

蛇年A股或平稳收官 新股依然火爆

受美股大跌影响,沪深两市周一双双低开低走,不过市场结构性行情特征仍较为突出,创业板指盘中一度拉升,历史上首次突破1500点大关。尽管外围市场的不稳定给A股埋下不确定因素,但研究机构多认为,节前市场流动性改善明显,多空因素交织下市场有望平稳收官。

美股大幅波动加之早先披露的1月汇丰PMI数据低于预期,令权重股板块再度承压。两市股指昨日双双跳空低开,并呈现持续走弱之势。截至收盘,上证综指报2033.30点,跌21.09点,跌幅为1.03%;深证成指报7752.54点,跌102.60点,跌幅为1.31%。两市成交金额合计2193亿元,相比上周五略有萎缩。

新股依然火爆

盘面上看,上周引领市场反弹的水泥、券商、建材、地产等板块跌幅居前,蓝筹股反弹持续性再度成疑。另一方面,以互联网金融、石墨烯、大数据为代表的题材性板块继续受到追捧,市场因此也不乏亮点。当然,最热的还属上市新股,昨日8家新挂牌公司不出意外地上演了集体瞬间涨停的一幕;而上周四上市的几只新股,也大部分收出“一字板”,可见市场追捧力度之强。

值得一提的是,此前“四连阳”的创业板指盘中再度冲高,历史上首次突破1500点大关,虽然尾盘有所回落,但不难看出该板块是当今A股人气所在。

根据大智慧超赢资金流向统计显示,大盘资金昨日全天净流出66.88亿元。板块资金方面,教育传媒、计算机、运输物流等板块净流入居前,资金流出居前的是券商、房地产、医药。

期指多头大幅减仓

期指方面,周一各合约全线跳空低开,截至收盘,主力合约IF1402报收于2227点,下跌27.2点,成交5282万手,持仓71469手。南华期货股指分析师严兰兰表示,虽然上周央行进行大规模逆回购操作,市场资金面再度

改善,但近期股市走势依然受压制,期指同步承压,加之适逢春节长假来临,资金相对保持谨慎。此外,从机构持仓来看,国泰君安多头席位近几日接连大量减仓,同时该席位空单出现了缓慢增长,广发、海通席位近两日也小幅减仓。

蛇年A股或平稳收官

反弹行情出现反复,始作俑者主要是外围市场的波动以及低于市场预期的经济数据。不过有研究机构指出,短期来看数据即将进入真空期,经济影响力将弱化。与此同

时,临近年末央行持续的“放水”行为,有利于市场风险偏好的回升。

“上周央行终于重启逆回购,且将周期拉长至21天,公开市场净投放资金3750亿元,另有SLF及400亿国库定存,流动性局面大为改善,市场利率明显回落,流动性环境的改善很大程度上激活了股市热情。”申万宏观预测,本周的逆回购规模将会更大。

另一方面,申万研究也指出,本周新股发行进入空窗期,节后目前也仅有3只新股公布发行计划,新股发行节奏暂缓令扩容压力大为缓解,市场供求关系改善。鉴于上述分析,申万判断市场情绪回稳有助交易重心转移,不过短期可能受量缩影响,反弹空间或有限,节前市场可能平稳收官。

(来源:全景网)