

# “秒停”现象是市场机制缺陷所致

肖玉航 / 文

目前新股所体现的首日交易“秒停”现象,绝非是市场化股市的良性态势,对比新股与同行业股票而言,实际上许多并不占优势,出现如此大面积的“秒停”现象,更多是一种市场机制缺陷所致

新股 IPO 开闸后,上市新股演绎着“秒停”的大戏。2014年2月10日,春节后首日上市新股晶方科技继续上演“秒停”,11日海天味业再次上演

同样轨迹,使得 IPO 发行与上市以来,出现“秒停”个股达到 40 只。2月19日,随着东易日盛、登云股份和岭南园林三只新股“压轴登场”,首轮新股发行与上市工作已经收官。毫无例外,三只新股均再现“秒停”奇观。研究近期新股运行来看,让长期从事资本市场研究的笔者,深感问题严峻,我国证券市场诞生才短短 24 年时间,但 IPO 却已经经历了 8 次被叫停。历史发生过的每一次 IPO 被叫停和重启,都会给市场带来巨大的波动,难道目前新股所演绎的“秒停”,宁有种乎?

观察新股运行轨迹来看,实际上这种“秒停”与交易制度、内幕利益炒作等密不可分,此种“秒

停”现象暴露出我国资本市场机制方面的重大缺陷或人为制度的一种利益保护与输送,也可以说机构投资者不成熟。

众所周知,在现有的股市运行结构中,凭借不合理的制度或政策整合错位、朝令夕改等而形成的比较稳定的合法的或不合法的特殊利益群体,即所谓的既得利益者。既得利益集团就是这些既得利益者思想与行为的群体化,就是这些既得利益者为了维护其所谓的既得利益而结成的集团。股票市场的运行事关券商、基金公司、上市公司、保荐机构、律师事务所、会计机构等一系列利益体,在中国 A 股市场的发展过程中,我们可以看到包装上市、利益输送、内幕交易、PE 式腐败等轨迹屡禁不止,这实际上正是相关既得利益者形成一个团体,进而损害其他投资人利益的一些重要体现。

今年 A 股市场 IPO 重启,从 IPO 发行与上

市交易来看,其暴露出一系列的股市乱象,而这些乱象的背后或正是既得利益集团利用制度缺陷而维持既得利益信号。目前 A 股市场 IPO 的发行与上市交易来看,无不呈现恶作剧的痕迹。发行市场无法体现“三公”原则,正如复旦大学百三三所指出的 IPO 发行严重扭曲了“三公”原则,损害了中小投资者的利益,机构与中小散户打新股极不平等,违反“三公”原则,袒护机构,歧视散户,刁难群众。在 IPO 发行乱象不止的背后,其上市交易制度同样违背股票交易的“三公”即所有股票一致性对等原则。新股上市平均交易不足 5 分钟,不分质地上涨 45% 顶线等成为世界资本市场的最大笑话,也累积了巨大的灾难性后果。笔者研究认为,这样的“恶作剧”式的交易,拿投资者当傻子的现象,具有典型的人为操纵股价之嫌,而新股上市首日交易机制也显露出较大的缺陷,体现出既得利益者利用股市交易机制缺陷而炒作或利益放大的手法,其改革的必要性非常紧迫。

在制度缺陷、定价机制扭曲与监管政策不利的局面中,既得利益者运用合法或争议合法与不合法的手段进行着老股套现活动。比如今年发行上市的 47 家新公司中,老股东在半月之中,有 808% 的转让了老股,已兑现拿走真金白银 89 亿元!如果是真正市场化与法制化体现的老股转让本无可厚非,但实际上,这些利益询价、交易制度缺陷导致的损害投资者利益的情况正是既得利益集团内线运作的真实写照。从国际资本市场来看,新股发行与交易的规则相对健全,且非理性询价与定价,转让与二级市场利益炒作的打击均有章可循,难道 A 股市场视而不见吗?新股首日上市所体现的 20%、45% 停牌,使其非公平性交易与既得利益运用少量资金就可实际利益博取,这样的制度是荒唐的,更是培育了新股炒作的利益兑现天堂。

笔者认为,股市既得利益集团并不代表公共利益,也不代表现代文明,更不代表国际惯例,只代表小团体和个人利益。既得利益集团目前在股市运行中造成的资源配置不公、明规则缺失、股市风险急增和市场效率低下以及投资者利益的损害是非常明显的,而对中小投资者的歧视显得更为明显。

作为股市监管层,需要从根源上对股市发行与上市、交易环节进行有效地梳理,对于其中涉

及利益兑现、利益发行、利益炒作等重要环节更要有切实可行的规则应对,在 IPO 与首日交易环节完全可以充分尊重市场,尊重公平、公正、公开的对等性,如果源头不正,那么其造成的市场结果就是,股市既得利益集团不公平地取得其他投资者的真金白银,而其他投资者则成为股市的受害者。长期以来,股市危机将不断体现,而股市也会随时累积产生。

研究认为,新股交易环节需要有切实与科学的市场监管机制来保障,以杜绝既得利益集团损害投资人的情况。市场机制是证券市场发展的基石,如果没有公平科学的交易机制作保障,那么整个市场机制将构成致命缺陷,也将成为利益集团和糊涂的重要工具与利益口。从世界主要资本市场新股交易来看,其 IPO 发行上市后,其上市首日交易规则并无与老股不同,更多体现的是股票交易面前股票平等的交易规则。而 A 股市场新股上市首日即炒特别是高 PE 发行后的新股,其累积的风险因素将是惊人的,对市场未来的伤害可能极大,同时如果交易机制不改或不能公平实行,那么利益机构完全可以利用这一漏洞进行脱离价值的炒作。背后的利益炒作链条或是一个涉及内幕报价、操纵股价、违法市值管理等集团式利益联盟刑事犯罪。

通过研究我们发现,股市既得利益者往往利用新股上市首日交易规则进行利益维护或利益损害市场,因此这一市场机制要件必须进行改革。新股上市首日交易作为一个重要的交易机制要件,其体现的非公平交易、与老股交易制度的有别等均可能构成巨大的风险累积因素,导致未来股市出现重大危机。从目前来看,笔者认为改革新股上市首日交易制度非常必要,可以两方面选择改革入手:一方面是从公平与对等的角度,考虑实行与老股 10% 涨跌幅制度对接,其发行价作为参考;另一方面则可以放开所有股票涨跌幅板,实施 T+0 交易制度,让新股当日实现风险与机会的充分释放,投资者当日介入或退出的市场化选择。

总体而言,目前新股所体现的首日交易“秒停”现象,绝非是市场化股市的良性态势,对比新股与同行业股票而言,实际上许多并不占优势,出现如此大面积的“秒停”现象,更多是一种市场机制缺陷所致。

## 多举措抑制市场的“炒新”行为

曹中铭 / 文

马年春节前夕最后一批上市的新股再现“秒停”一幕。1月29日,共有7只新股在深交所挂牌。与此前诸多新股一样,7只新股集体上演了“秒停秀”,以20%涨幅开盘,盘中成交价较开盘价首次上涨超过10%被临时停牌,后又因涨幅达到44%的临界遭遇二度停牌。

本轮 IPO 重启以来,新股频现的“秒停”现象成为市场上的一大风景。统计显示,1月份挂牌的43只新股中,共有38只上市首日遭遇“秒停”,所占比例高达88.37%。而其余5只新股之所以未被“秒停”,原因在于其中的4只为上交所的大盘股,另一只为发行价较

高的创业板新股炬华科技。

A 股投资者向来都有“炒新”、“炒小”、“炒差”的传统。以往新股上市,无论其时市场处于低迷阶段还是上涨阶段,新股都会遭到投资者的疯狂炒作。可以说,“炒新”既是 A 股市场的一种“投资”文化,亦是市场投机行为猖獗的一大表现。因为新股发行暂停时间太久,也为了配合 IPO 制度改革与打击投资者不理性的“炒新”行为,沪深交易所分别发布了《关于进一步加强新股上市初期交易监管的通知》与《关于首次公开发行股票上市首日盘中临时停牌制度等事项的通知》,这两个通知也被解读为“最严限炒令”。

显然,“最严限炒令”并没有产生预期中的效果,不仅投资者疯狂“炒新”依旧,并且还

出现了新股价格易被操纵、频现“秒停”等不正常现象。此外,像上市首日换手率过低不利于新股风险的释放、中签投资者持股难以卖出等亦常常成为“新闻”。事实上,所有这一切,既有“最严限炒令”方面存在缺陷的原因,也与 IPO 新政本身存在软肋不无关系。

因此,要抑制与打击市场上的“炒新”行为,必须采取多方面的措施以形成合力才有可能达到目的。首先,改革 IPO 新政中的弊端。IPO 新政规定,新股发行数量的 60% 以上网下发行,这些新股实际上都落入了机构投资者的“腰包”。因为新股筹码过于集中到机构手中,导致其它少量筹码更易于被操纵,在市场“炒新”情结影响下,机构投资者完全可

以先按兵不动,由投资者利用“最严限炒令”的弊端将股价炒到处于高价位的“涨停”位置,继而在高位实现派发。而从沪深交易所披露的公开交易信息看,多数获得配售机构均在新股挂牌首日实现“胜利大逃亡”,其也成为 IPO 重启后的最大赢家之一。为了防范此弊端,笔者建议新股网下发行比例不得超过发行数量的 40%。

其次,新股频现“秒停”现象的一大症结其实在于股价涨跌幅的浮动幅度太小。如深交所规定,盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 10% 的,临时停牌时间为 1 小时;盘中成交价较当日开盘价首次上涨或下跌达到或超过 20% 的,临时停牌至 14:57。由于新股受到市场的热捧,在开盘价

格基础上再上涨 10%、20% 其实很容易,这也是近九成新股“被秒停”的原因之一。要解决此问题,一方面须放开新股开盘涨跌幅的限制,另一方面也须放开盘中强制停牌时的涨跌幅限制,两方面的涨跌幅限制放开之后,新股“秒停”现象必然减少,股价被操纵的难度也会大幅度提高。

其三,严打市场中的操纵行为。市场热衷于“炒新”,个中其实并不乏别有用心者的浑水摸鱼与操纵行为的出现。陕西煤业堪称 1 月份上市新股中的“巨无霸”,来自上交所的消息显示,其同样遭到大资金的操纵。因此,对于新股上市,监管部门要特别关注大资金、大机构的动向,一旦发现操纵股价的行为,必须予以严惩。

## 光大乌龙指“翻案”值得反思

苏培科 / 文

本已淡出人们视线的“光大证券乌龙指”事件再次发酵,光大证券“8.16 事件”主角杨剑波(原光大证券策略投资部总经理)不服中国证监会的行政处罚结果,一纸诉状将中国证监会告至北京一中院,要求撤销对其做出的行政处罚。状告理由是“8.16 事件”不构成内幕交易,消息一出一片沸腾,很多人认为“民告官”(尤其中国证监会)是以卵击石,还有人甚至谩骂杨剑波不但不思悔改反而要把黑的说成白的,还有人认为此案事关中国证券市场的法制化和涉及如何约束证监会的行为。

杨剑波之所以不服内幕交易的裁定,分歧主要是用《证券法》第七十五条第(八)项和《期货交易管理条例》第八十二条第(十一)项的兜底条款认定“8.16 事件”缺乏依据,背离了列举性条款对“内幕信息”外延的界定,不符合类推适用的法律原则,突破了法律解释的基本框架,超出了第七十五条所涵盖的范围。况且,“8.16”当天证监会和交易所已在第一时间知情,而且做了现场调查,并未对下午的对冲策略提出异议,上交所和中金所也没

有阻止光大证券的对冲交易行为,在某种程度上默许了光大证券席位的对冲交易,而且上交所“书面上报审核”阻碍了及时信息披露的原则。另外,从杨剑波讲述的“8.16”细节来看,证监会在行政处罚时采取了选择性披露和选择性处罚,并未全面披露细节,没有追究监管部门和交易所等相关责任人的行为过失,采取了避重就轻的处理方式给了市场一个“天价罚单”的交代,但也变相地保护了监管部门和交易所人员行为不当的责任。

早在去年“8.16”事发后(行政处罚结果尚未出来)我就曾公开发文《乌龙指将考验中国股市法制化水平》,指出光大证券“8.16 事件”不是一个简单的乌龙事件,而是一起操纵市场的犯罪事件,已经严重触碰《刑法》第一百八十二条和《证券法》第七十七条,光大证券和相关责任人应该受到相应的刑事处罚和经济处罚,如果中国证券监管部门对“8.16 事件”轻描淡写,不但会纵容更多的“乌龙指”出现,而且会严重践踏和影响中国股市的法制化进程,肖氏监管的“法制化”将会丧失信任,市场信心则更难提振。光大证券乌龙交易之后通过 ETF 和股指期货完成的减损对冲是严

重的知错违法行为,不能用“本能反应”来推脱,上交所和中金所在“8.16 事件”中难逃其咎,存在严重违纪,在明知光大证券乌龙交易犯错误之后没有采取及时制止和对外公布真实信息,反而掩盖事实,纵容或者协同光大证券走向犯罪。

在我看来,光大证券“8.16 事件”确实不是一个典型的内幕交易,而是一起典型的操纵市场罪。看看定义:“操纵证券、期货市场罪,是指以获取不正当利益或者转嫁风险为目的,集中资金优势、持股或者持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖,与他人串通相互进行证券、期货交易,自买自卖期货合约,操纵证券、期货市场交易量、交易价格,制造证券、期货市场假相,诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出准确投资决策,扰乱证券、期货市场秩序的行为。”转嫁风险为目的;集中资金、持股、持仓、信息等优势;连续买卖;诱导或者致使投资者在不了解事实真相的情况下作出准确投资决策这不就是“8.16 事件”的典型写照吗?为何不裁定为操纵市场?

遗憾的是,2013 年 11 月 14 日中国证监会发出的(2013)59 号《行政处罚决定书》和

(2013)20 号《市场禁入决定书》仅将该案勉强地(依据模糊)界定为内幕交易,没收了“8.16 事件”的非法所得,并处以 5 倍罚款,对光大证券直接责任人实施了禁业和少许的经济处罚。在市场看来 523 亿元似乎足够“天价”,但行政处罚的依据比较勉强,没有对证监会和交易所的过失行为进行处罚和追究,根据杨剑波发出来的“8.16 事件”细节可以断定,证监会和上交所在第一时间去了现场调查,在他们和中金所知情的前提下并未阻止光大证券 2013 年 8 月 16 日下午的对冲行为,没有及时对市场公告,也没有采取紧急停市等措施,没有第一时间去保护其他投资者的权益,监管部门和两个交易所确实有失当之处,理应受到惩罚。但证监会的行政处罚避重就轻,没有举行听证(据杨剑波透露原因是有外力干涉),没有将“8.16 事件”界定为操纵市场罪,原因是该罪要追究刑事责任,而涉及刑事责任就必须移交司法机关,而不能由证监会行政处罚说了算,而一旦移交司法机关证监会和交易所的过失行为自然包裹不住,于是省略了听证陈述程序(避免细节外流),煞费苦心地保护下属机构和相应人员,由此来看

肖钢的“法治化”口号大于行动,证监会行政处罚的标尺有很大的人为性,人治仍然大于法治,也充分暴露出监管者的行为缺乏被监管。

因此,此次杨剑波翻案非常有看头和值得反思,如果此案能够公开、深入地审理,将有助于中国证券市场的行政处罚规范化和法制化建设。而且,《行政处罚法》明确赋予了受罚人在两年内申诉的权力,有陈述权、申辩权,“对行政处罚决定不服的,有权申请复议或者提起行政诉讼。相对方因违法行政处罚受到损害的,有权提出赔偿要求。在行政处罚中必须提供充分的救济,才能真正保障相对方的权利。”杨剑波行政诉讼是他的合法权益,各方不应该指责和刁难,如果此事最后的结果改判为操纵市场,杨剑波等光大证券的相关责任人即使承担一定的刑事责任(但不能因为行政处罚缺乏内幕交易依据而否认光大证券“8.16 事件”的违法行为),也是杨剑波案大胜,能够将证监会的袒护行为和隐秘的行政处罚暴露于阳光之下,将是中国证券市场法制化的进步,否则监管部门不受约束的权力太放肆了,必须要用法治来替代人治。