

国内股市为何视 IPO 为洪水猛兽

■ 黄凡

国内股市的下行周期从 2007 底至今已近七年，这也是有史以来最长的熊市了，但是这令人讨厌的熊市似乎还没有任何要结束的迹象。“砖家们”多次大声呼吁要停发新股，而证监会也多次“顺应要求”停发新股，结果，每次停发后必然要作新股发行重启，一但准备重启，股市就往下落一个台阶，于是，大家又强烈要求停发新股……实际上陷入一个怪圈之中了。

用行政上的叫停和重启新股发行来调控股市，其实是非常可笑的违背常识的事情。股票发行本身是一种价格博弈，价格太低发行人一定是不愿意发的，这应该投资者的常识。在香港、美国等成熟的投资市场，从来没有人会因为市场低迷而要求交易或是监管机构叫停发股票。只有市场低迷时，投资者出价过低，而发行方觉得贱卖不可接受而停发。

而且，发行股票是买卖双方的市场行为，只要买卖双方合法达成买卖协议，作为证券市场监管机构的中国证监会理论上本来是没有权力停止新股的发行的。为何市场会视 IPO 为洪水猛兽而一发即跌？为什么投资者一方面非常害怕新股

发行，而另一方面又热衷于打新、炒新？

主要原因是股票二级市场总体上还是超贵。读者肯定不愿意接受这一观点。不是说国内股市估值创历史新低吗？估值创历史新低的仅仅是主板，诚然，沪指所反映的 A 股整体动态市盈率约为 10 倍左右，甚至低于 08 年 12 月末金融危机最烈时的低水平。然而，创业板的平均市盈率经过了最近几个月的下行依然在 50 倍以上，公司业绩平均增长率还低于主板。显然，股市存在严重的结构性泡沫。

其次，国内股市的“只进不出”造成严重的消化不良。长期以来，退市制度几乎形同虚设，表面上是“为了保护投资者”，实际上是鼓励高投机、炒概念、赌重组，结果是长期维持市场的结构性泡沫，扭曲了正常的市场风险定价，为投资者建立了错误的市场预期，最终造就了长期熊市，到头来还是害了广大投资者。

那么，如何打破一方面“新股一发，股市即跌”，而另一方面人们又“高价打新、疯狂炒新”的怪圈？解决问题的办法决非停止新股发行！恰恰相反，应该以推行注册制的路径，让所有符合条件的新股自由发行。同时，降低退市标准、严格执行退市制度，长期业绩不良的、造假上市的坚决

退市。让股市变成真正的活水。

投资者可以试想一下，如停发新股“救市”，最终的收益者会是二级市场接盘的人？一定不是！炒高一把后，大股东们更积极高位套现，高管们更积极地辞职卖股！为什么？价值被超级高估。试想本来值一元的东西市场上有人一百元要，不卖的是傻子！这些股票遭减持之后，股票价格其后往往大幅下跌。这意味着大股东在高价位减持，散户在高价位接盘，新股高价发行的最终结果令财富从散户转移至大股东！

同时，投资者也应该明白到，长期的亏损股、造假上市股每次得以因所谓的重组而爆炒，得益的只是具有内幕消息的极少数，二级市场的参与投机的，最终也难有胜数。

其实在新股发行中，买是主动的，卖是被动的。没人强迫投资者高位接盘啊！现在我们这个市场倒好，买的要卖的不要卖了，但是他们还是来卖，非但卖的还继续卖，买的还是抢着去高价的买，这就奇怪了？

真正的解决办法是由监管者以放开股票发行管制的方式明确告诉买家：“买者自负”。买家必须对自己的买入决定负责，于是买家会变得小心翼翼，只愿意出低价了。大家又会说，当注册制实行（新股低

价、随行就市、不需要排队……），二级市场不是要崩盘吗？这是危言耸听了，主板蓝筹股估值够低，泡沫早已被挤掉，大量低价发行新股，它们不见得会跌。而由中小板、创业板高价构成的结构性泡沫一直是股市不可转强的关键。这些结构性泡沫问题如得以解决在总体估值“非常合理”的背景下，A 股长期的走强就反而可以期待。记得 2005 年中和 2008 年底许多投资者对股市也曾几近绝望，然而当时果断出手的都大获全胜。当时市场真正转势是因为“足够便宜”——小盘股的泡沫是基本被挤掉的。

最后，大家肯定会关心前期高价买入以创业板、中小板新股为代表的高估值股票的投资者的命运。因为，如果发行注册制实行，而且严格实施退市制度，这些高估值的股票价格至少跌去一半。其实，对投资者来说，命运其实掌握在自己手中。但如执迷不悟，明知到“三高”，依然参与抢购和暴炒，期望火中取栗而暴利一把，那其行为就其实与赌徒无异。等高价买进的小盘股泡沫破的那一天，?不幸持股在手，那就只能以“收益自得，风险自担”又或是简单一句“愿赌服输”来自我开解了。毕竟，这是真正对自己的投资决定负责。

须强化信息披露的法律责任

严惩内幕交易不能一“缓”了之

■ 曹中铭

内幕交易是资本市场的一颗“毒瘤”，其危害性不言而喻，对内幕交易行为实施严惩亦是应有之义。然而，近半年以来，诸多内幕交易案件却纷纷被判缓刑，即使是在“情节特别严重”的背景下亦是如此。这在引发市场强烈关注的同时，也引起了投资者的广泛质疑。

日前，兄弟科技内幕交易案两被告人金建平、吕悦明二审结果出炉，金建平犯泄露内幕信息、内幕交易罪，判处有期徒刑三年，缓刑五年，并处罚金 248 万元；吕悦明犯内幕交易罪，判处有期徒刑二年六个月，缓刑四年，并处罚金 248 万元。与一审相比，除了罚金没变之外，此前的有期徒刑均分别被缓刑“代替”。

在兄弟科技内幕交易案中，买入股票的成交金额为 2621.49 万元，卖出金额为 2888.64 万元，获利 247.72 万元。根据最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体引用法律若干问题的解释》的规定，内幕交易的“证券交易成交额在二百五十万元以上的”，即属于“情节特别严重”，而按照《刑法》第一百八十条规定，对内幕交易“情节特别严重”者，应“处五年以上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金”。显然，兄弟科技内幕交易案属于“情节特别严重”的范畴，即使是两被告此后均有立功表现，此前的一审判决也给予了考量，但二审最终却一“缓”了之。

除了兄弟科技内幕交易案被判缓刑外，三变科技、宝利沥青等内幕交易案也均是一“缓”了之，即使是号称基金史上最大“老鼠仓”的马乐案，一审也是判以缓刑。从马乐案本身看，有几个方面值得关注。

一是交易金额巨大。马乐与严某某投入的本金不过 325 万元，而其累计成交金额高达 105 亿元。

二是获利巨大。马乐“老鼠仓”案获利金额高达 1883 万元，此前事涉“老鼠仓”的基金经理与之相比简直是“小巫见大巫”，根本不是一个“等级”的。

三是涉案股票众多。湖北宜化、中天城投等 76 只股票均是其涉猎的目标，而从交易金额上看，也说明其操作的频率非常高。

四是“精心”运作。为了避免被发现，马乐先后购买了几张不记名的神州行电话卡下单。而交银施罗德原基金经理李旭利“老鼠仓”案，其非法获利 1000 余万元的案值远远小于马乐案，但其被判处有期徒刑 4 年，并处罚金 1800 万人民币，同时其违法所得予以追缴。因此，马乐案一审判决后，深圳检察院以“量刑明显不当”为由提出了抗诉，结果如何值得关注。

在对违法失信行为“零”容忍的高压态势下，近年来监管部门对违规行为的处罚越来越严厉。如万福生科案中，中国证监会对保荐机构开出最重罚单，平安证券被没一罚二重罚 7665 万元，并被暂停保荐资格三个月；两保代证券市场终身禁入，保荐业务负责人、内核负责人、保荐项目协办人等此前与之不“相干”的人员也受到惩处；去年光大证券“乌龙指”事件中，中国证监会对光大证券违法收入处以 5 倍罚款的顶格处罚，其罚没款更是高达 523 亿元之巨，4 位相关责任人员均被处以证券、期货市场终身禁入。从这些案例看，监管部门对违规行为的处罚，无论是力度、深度还是震慑力上，都不可同日而语，也凸显出监管部门严惩违规行为的信心与决心。

然而，虽然证监会对于职责范围之内违法违规行为能够实施严惩，但对于内幕交易案件的判决，却显然无能为力。而且，从这几起内幕交易案被判缓刑看，虽然监管部门表示出严打的高压态势，其“高高举起”之后却被“轻轻放下”，不仅内幕交易的违规行为没有受到严惩，更无法在市场上形成威慑力。退一步讲，对“情节特别严重”的内幕交易案件也一“缓”了之，无异于“鼓励”违规。这既是严惩之殇，市场之殇，更是制度之殇。



■ 苏培科

中国证监会“半夜鸡叫”预披露 IPO 公司，引起市场骚动和引发各种猜想，把一件本来要见光的事搞得羞羞答答，让人充满疑惑。“阳光是最好的消毒剂”，如果中国股市选择“以信息披露为中心的监管框架”，就得充分、真实、准确地披露上市公司和拟上市公司的信息，千万别再藏着、掖着，“半夜鸡叫”不符合“以信息披露为中心”的精神，毕竟投资者已经被中国股市的选择性披露搞怕了，“半夜鸡叫”无疑会陡添阴郁。

其实，这次预披露流程已经发生了新的变化，将预披露时间提前，证监会发行监管部正式受理发行材料后就会安排预先披露，并将首次见面会安排在反馈会后，同时取消了问核环节，与以往的审核流程：受理材料——见面会——问核——反馈会——预先披露——初审会——发审会——封卷——会后事项审核——核准发行等主要环节相比有新的改变，但这些新的变化被“半夜鸡叫”给冲淡了，人们都去猜想为何“半夜鸡叫”而忽略流程改变的影响。

虽然这是在新股首发审核环节的一个小调整，但对新股发行的影响和监管意旨转变是明显的，提前预披露的时间无疑是希望引入社会监督机制，提高新股的透明度，如果预披露之后被媒体或公众质疑出瑕疵，发行程序就会立即终止，证监会也不会再像以往那样已经花了很多精力审完材料，结果被质疑出问题，审理精力白费不说还搞得很被动，在没有预披露制度之前更被动，公司已经过了发审会，上市之前才披露招股书，结果被质疑出问题，证监会发审委的公正性立即打了折扣，尤其在“王

小石案”（卖发审委员名单、发审委员权力寻租）爆发后，IPO 发审制度改革在这 10 年间缓慢前行，现在新修改的审核流程在权力发审框架下应该还是比较科学，也是推动权力发审走向注册制的一些过度举措，但只有注册制的形状而无相应的配套机制来约束和完善。

比如要强化新股发行过程中以信息披露为中心，那就需要强化信息披露的法律责任，就需要在《证券法》中明确材料申报、问答、注册环节的违规信披和误导性陈述属于违法行为，需要承担严厉的法律后果，避免像目前这样的低成本“冲关制”。

以往证监会一直在充当着“老师改作业”的角色，错了打回去再改，如此往复的发行程序，发行人和中介机构不承担任何责任，于是低廉的冲关成本和高昂的寻租成本造成了新股发行的“堰塞湖”和“三高”问题。在这方面应该借鉴美国的经验，美国证券法和证券交易法对发行人、上市公司在信息披露和发行注册中一旦违规，要承担高昂的法律责任。

《1933 年证券法》第十七条(a)款规定，在证券发行、销售中从事下列行为均属非法：①对重大事实作出虚假的陈述；②作出因省略重大事实而误导公众的陈述；③运用各种手段从事欺诈活动；④从事任何产生欺骗后果的活动。

《1934 年证券交易法》第十条(b)款规定，任何就证券的购买或出售使用美国 SEC 所界定的操纵或欺骗手段或人为的方式均属非法。而对于这种违法行为所承担的法律后果分别为刑事责任、行政责任和民事责任。

美国联邦证券法规定，上市公司如果故意违反联邦证券法的注册或反欺诈条款均可能构成犯罪。

《1933 年证券法》的第二十四条规定，任何人故意违反该法中的任何条款或 SEC 根据合法授权所制定的各种规则和条例，或故意在依据该法律提交的注册报表中对重大事项作出虚假的陈述或未予陈述，该等行为被证明有罪后，将被处以不超过 10 万美元的罚款，或被判处五年以下的徒刑或两者并处。

《1934 年证券交易法》的第三十二条规定，任何个人在根据该法或依该法制定的任何规则和规章需要所提交的任何申请、报告或者文件中作出虚假或有误导性的陈述，当属犯罪。

证券交易法规定的最高刑罚为 10 年有期徒刑，自然人最高罚款为 100 万美元，非自然人最高罚款为 250 万美元，徒刑和罚款可以并处。如此一来，不具备实力的公司就不敢轻易的冲关和包装上市，身处“堰塞湖”的中国股市目前恰恰需要这样的机制，只有信息披露具有严厉的法律效应和严肃性之后，以信息披露为中心的监管框架才能落到实处，否则很难。

同时，要想有效地引入社会监督机制，也需要必要的配套制度，比如引入集体诉讼制度，让专业人员、律师和投资者一起去甄别上市公司的瑕疵，中国股市的上市公司质量才能得以提升，投资者的利益才能得到有效的保护。

但遗憾的是，目前依然是有权力发审的框架之下修修补补，上市公司的质量纠错机制尚未建立，目前除了需要强化信息披露的法律责任和引入集体诉讼制度，还需要提高上市公司的违规成本，需要尽快完善和落实退市制度，建立优胜劣汰机制，并要完善民事诉讼等投资者赔偿机制，确保市场化监督约束机制运行，而非人海战术的监管策略。

新股发行是利好 为什么股市还跌跌不休

■ 刘兆辉

对于中国股市的新股发行这一问题，很多官员说新股发行是利好，是增加了更多优质股票的入市，让投资者有了更好的选择。

但如果新股发行是真正的利好的话为什么每次大规模发行新股都必然导致股市的大跌呢？为什么股市跌的受不了了管理层都会采取停发新股这一政策呢？很简单再傻的人也知道当前中国股市的新股发行是利空，是抽血。

我们把中国股市的二级市场比作一个大容器的话，在没有新股发行的前提下，股市自然下跌，跌到一定程度都会止跌。比如现在 2000 点的位置，入市资金和抽离资金会形成一个平衡，那么这个容器里的水就不会变多也不会变少。

假如这个时候我们重启新股发行对市场而言是一个公平交换的行为的话，即从市场抽离多少资金，相应的就会增加相等市值的股票。那么这个市场就不会跌也不会涨。

现在的问题是每逢新股发行股市必然大跌，问题很简单，当前的 IPO 根本是对市场的掠夺，而不是公平交换。

在当前估值环境下，中国股市的 IPO 必将不是一个公平的市场行为。很明显在当前市场估值下的新股发行，都是一个批发亿万富翁的行为。任何到这个市场上市的企业都能实现乌鸡变凤凰。即原本价值一元钱的资产，一上市就会变成几十元钱甚至几十元钱，几十元钱。所以即便新股上市，大股东现在不变现，也有将来变现的预期。所以新股发行必然导致股市的下跌。同理任何一个离开这个市场的企业，都会实现其价值回归，这也是为什么股民害怕上市公司退市的原因。同样的股票留在二级市场，他都会有几十亿甚至数百亿的市值，而退市这些市值将灰飞烟灭。ST 长油进入退市整理板就是这么一个情况。

如何实现新股发行，买卖双方的公平。

一种思维就是直接市场化发行，不管指数的涨跌，直接宣布一下发行 300 家，直接让指数跌下来，形成真正的市场调节。那么股价一步到位，投资者将买到最廉价的价格，当然买的没有卖的精，上市发行如果股价太低的话上市公司将主动停止上市，从而形成新股发行的市场化调节。那么这种方案可行于否呢？去年的 6.24 股市大跌就是对这种政策的预期，结果政府和投资者是无法承受这种局面的。

那么渐进式的下跌让投资者买到越来越有价格的股票是否可行呢？显然持续六年的下跌就是这么一个过程。结果并不乐观。因为我们现在的新股发行，只要股价一天不跌到完全市场化的水平，每一次新股发行都是要上市的公司和市场的公平置换。于是越是渐进式下跌，二级市场投资者遭遇的越不公平。这是一个和影子赛跑的过程，越跌股市越没有信心，股市下跌空间越大。结果股市问题就象摊大饼原来问题的市场可能只有几百家，而随着市场规模越来越大最后可能成为数千家。

另外一种思维是在保护投资者前提下，实现公平的新股发行。这里有两个方案。

一种是政策托市，把当前 2513 家上市公司股价保持在 2100 点以上。在此基础上，重建新市场，市场化发行新股，首批发行 300 家。让新股实现真正的市场化定价。让未来的新股发行做到公平。这个需要巨大的资金托市，而且会导致投资者卖出老股票买入新股，因为需要巨大的托市资金，而且托市后还面临着老股票如何向新市场转轨的问题，操作难度比较大。

还有一种方案是，在承认当前股市估值的前提下，根据国情调整新股发行方案，通过垫高发起人股东成本，实现投资者和发起人股东之间的公平。因为中国股市的市场定价是相对高估的，而且还要保护投资者利益，保护市场总市值不再缩水，不让股市继续下跌，就必须承认当前股市的高估值。

比如企业的借壳上市，就基本做到了发起人股东和二级市场投资者的一样的成本。新股发行，垫高发起人股东成本也可以这样。简单的说，如果经过测算认为市场高估了 30%。那么新股发行 1/3 按市场询价网下发；2/3 按发行价的 70%折价向二级市场投资者市值配售。这样中签的投资者就有 30%以上的赢利预期。

发行后，发起人股按照 10:3 的比例进行缩股。因为市场高估了 30%，企业上市直接抛出的话将至少有 30%的无风险套利，进行缩股后就会垫高其成本，减少其无风险套利的冲动。通过这样的设计就能实现新股发行的市场化调节。让企业上市也面临风险。总之就是通过垫高发起人股东的成本实现流通股东和发起人股东的相对公平。只有这样才能在新股发行环节避免股市因为 IPO 严重失血。

通过垫高发起人股东的成本，实现新股发行发起人股东和流通股东之间的公平。从而实现股市的良性运转，在股市良性运转的前提下逐步实现政策市向市场市的转轨。

