

尊重市场就应该视市场为先生

黄家章

在过去的一周,证券市场内的看点热点不少,有举重若轻的艺术回答,有轰动市场的投研报告,有个股的大起大落,有市场的静水深流……堪值回昧思考,略加总结点评如下。

一、为监管层的慎言点赞。

3月5日,面对证券时报记者关于牛市是否已经到来的问题,证监会主席易会满在人民大会堂接受采访时回答:“这些话证监会不好评论”。

3月8日,沪深股市大跌后,面对如何看待近日市场行情的提问,证监会发言人表示,不对股市涨跌作出评论。他强调证监会将履行好监管职责,扎扎实实推动资本市场改革开放各项工作,促进市场健康稳定发展。

3月9日,就有券商分析师发布看空报告一事,证监会副主席方星海的回答是:“我们不评论这种事”。

监管层以上三人的三次表态,值得点赞,因为这些回答直接表明现在的监管层明白自己的工作中心与范围,作为证券市场制度的制定者和市场的监管者,就应该有所为又有所不为,言所该言又不言所不该言,尤应谨言慎言,这是迈向真正尊重市场的第一步。

二、证券分析师的报告能否写得策略一些?

股市中,做空做多本来就是寻常事,看客们看空看多的指指点点,就更是寻常事。包括国内股市在内的全球股市,每个交易日里,买卖不间断,买卖如一个硬币的两面,谁也不离开谁,为什么要买?看多呗。为什么要卖?看空而已。

既然做空做多本来就是寻常事,在3月8日,为什么一份看空中国人保和一份看空中信建投的投研报告,会在股市中引起一场跳水加踩踏式出

货的轩然大波呢?从尊重市场的角度看,这两份投研报告的笔法是堪值推敲的。

首先,在现在的时点上,预测未来一年内的大盘或者是个股走势,不是一件易事,如其中一份报告对相关个股,预测其“未来一年股价潜在下跌空间超过53.9%”,价位预测则细致到了几角几分,更不是一件易事。凡人一预测,上帝就会笑一笑,原因无它,测不准原理是亘古未变的。

其次,这份报告对相关个股预测,依据是其时下股价“对应的2019年PB为3.1倍,PE为32.3倍,P/EV为2.54倍,股价显著高于合理区间”。站在出该报告的时日,今年四分之一时段都未过完,这三项数据显然仅是研究员们的一种预测,在这三项预测数据上,再预测出其股价要腰斩一半以上,显然已经是愚之又愚的预测又预测了。

其三,预测指标是静态的,而上市企业的经营发展是动态的。如券商股在最近这段时间的暴涨,跟沪深股市在过去多天里的每个交易日超万亿的巨大成交密切相关,是牛市情结的一种直接的反映,而对着市场日新月异的变化,研究员的研究自然可以大胆假设,但更要小心论证,在结论的表述上要慎重、周全和策略一些。报告一出,正投市场空头之所好,直接引发了市场的大跌,显然是值得认真反思的。

必须指出的是,优秀证券分析师不可能一味地像以往一样,在研究报告里只会仅提个股“买入”的评级,而是应该秉承独立的研究立场,坚持三公的大原则,在杜绝相关利益的防火墙制度下,适时对个股给出“卖出”或“观望”的建议。唯有如此,研究员才可能成长为优秀研究员,而不是成为了仅靠睁眼乃至蒙眼捉飞镖来得出中靶或不中靶的结果的研究“猿”。

三、国内投资者已经较牢固地树立了买者自负的基本认知。

A股的散户化倾向,确实是其不成熟的表征之一。但同时我们也必须看到,中国股民正在趋向成熟,已经成为了尊重市场的最大群体之一。已有将近30年历史的中国股市,过往发展取得的最大成就之一,就是广大股民已经较牢固地树立了买者自负的基本认知,赢钱归自己,亏钱要自己承担,每个交易日的交易时间里,机会与风险,都是同时存在的。因此,股市参与者与极个别房市的参与者,最大区别之一就在这里,后者会因房价下跌百分之十或二十,就聚众冲击开发商的售楼中心,视合同如无物,视契约精神如文字儿戏。而在股市下行时,类似事件并没有在证券公司内上演,显然,这是已经建树了买者自负观念的中国股民们,尊重市场的文明表征之一。在这一点上,我们尤其应该为中国的股民们点赞。

四、任何人在市场先生的面前,都是小学生。

市场浩瀚,市场蕴含着无限的伟力和无数的可能,市场经济博大精深,市场规律又时常如羚羊挂角无迹可求,市场先生也就难免高深莫测,市场经济就应该以市场为主导。正是倚靠市场和市场经济的伟力,过去百年中,发达国家成长为发达国家,我们国家的改革开放取得了巨大的成就。股市,作为庞大的市场经济体系中的至关重要的核心平台,更要尊重市场,更要尊重市场规律,尊重市场不应是一句空话,更不是一张空头支票,市场的各方——不论是监管者、股东们,或是作为市场的分析师——要真正地尊重市场,就应该一以贯之地视市场为先生,而不是视市场为后生乃至是小学生。任何人在市场先生的面前,都是小学生,概无例外。更自律,更专业,应该是市场的各方人士都要努力做到的。

“只有黑榜、没有红榜” 确立政府与市场边界

毕舸

“政府榜单只有黑榜,没有红榜”……3月11日,国家市场监督管理总局管理总局局长张茅在记者会上的一番表态,引发舆论关注。他表示,要正确处理政府与市场的关系,不要再为企业的行为背书、站台;将对著名品牌、知名品牌进行清理,在政府的榜单上,只有黑榜,没有红榜。“黑榜”也就是黑名单,“红榜”则是指“驰名商标”之荣誉。从以往“红榜”、“黑榜”一手包揽,到如今开始逐步推动政府职责重在市场监管,也即“黑榜”,而尽量不要参与到企业荣誉评选与奖项颁发等事务,表明了政府与市场边界的进一步厘清及确立。

相比于市场化的评选榜单,政府榜单最大的价值在于其公信力。这也成为之前政府参与的榜单评选“含金量”——企业积极参与此类评选,可以获得官方背书的荣誉,从而在品牌传播上获得更多的社会信任加分,此外随着此类评选的行政层级递增,尤其是所谓“国家级”榜单评选,可以获得来自地方政府的相应政策扶持、税费减免等一系列优惠,在金融信贷上也常常作为其企业实力的金字招牌,可谓收益丰厚。

而由此产生的问题是,天底下没有免费的午餐,尤其是如国家市场监督管理总局在记者会上所指出的,部分地方、部分领域出现打着行业协会主导、却喜欢拉某个官方机构背书的“红榜”评选活动,因其巨大的收益在企业中有很强的吸引力,由此形成了一个卖方市场,企业需要通过缴纳高额评选费用,甚至与主办方幕后交易的方式来争夺上榜资格,从而产生了灰色利益链条,让部分本不具备类似资格的企业“买榜”,而其他有资格的企业则因没有参与交易而落选,“红榜”评选走向其活动举办的主旨反面,异变为劣币淘汰良币的游戏。

同时,哪怕是程序相对公正的“红榜”评选,仍然无法摆脱行政管理思维与动态市场规律之间的矛盾。如果说,以往消费者选择某家企业缺乏专业化能力,政府“红榜”某种程度上可以起到指南针作用。那么,如今对于一家企业在产品、服务等各方面的质量高低,其评判维度是多重的,包括早已有的各类质量管理标准。随着互联网电商的发展,网上评议的大量出现,也为用户选择某家企业的产品或服务提供了更多的参考依据,而各大互联网电商平台也在不断优化其平台商家的质量管理体系。再加上一些市场化质量评选机构的出现,消费者面对企业的信息不对称弱势得以逐步改善。

因此,国家市场监督管理总局开始采取的榜单评选清理,有些打着国字头名号的“品牌计划”也被叫停,就成为新时代下的必然选择。政府对于市场更要发力于监管,通过完善相关法律法规以及提高日常执法,来推动市场环境的变化。而非陷入到对企业个体的“表扬”,尤其是要防止参与到存在商业利益的各类评选活动中,造成政府信用度的严重损失,同时也扰乱了市场自发信用体系的建设。

补齐法规短板 监管方能出重拳

朱邦凌

近日,被称为“犀利姐”的樊芸,在证监会主席易会满面前犀利追问。她表示,“现在证券法顶格处罚只有60万,解决不了问题。像赵薇割韭菜,赚了十几个亿,不止一项罪名,加起来才罚70万!不少代表商议要抓紧修改证券法,现在开始等,等到猴年马月?但是,可以先出台法规、部门规章,灵活及时指导股市。”

当年赵薇“51倍杠杆收购万家文化”一案闹得沸沸扬扬,这场收购大戏的背后是一个典型的“空手套白狼”的故事,最终,证监会对龙薇传媒、万家文化、赵薇夫妇等罚款30万到60万不等,同时赵薇夫妇采取5年证券市场禁入措施。可以说,这场收购案龙薇传媒和万家文化全身而退,但不少因这场收购大戏介入万家文化的投资者损失惨重。

在被处罚之后,随之而来的就是投资者们的集中诉讼,认为赵薇应承担连带赔偿责任,赔偿他们的损失。前不久,法院判决祥源文化支付原告赔偿款、利息合计5.4万元,赵薇应承担连带赔偿

责任。截至1月18日,与此相关的仍有511起证券虚假陈述纠纷案件,诉讼金额超6000万元,493起尚未开庭审理。不过,祥源文化和赵薇已经上诉请求撤销一审判决,改判驳回投资者的全部诉讼请求。

其实,对赵薇们割韭菜处罚几十万,已经是证监会按照现行《证券法》对违法主体的顶格处罚了。尽管媒体及投资者一直质疑处罚过轻。

在A股市场对于违法者处罚过轻,不只是赵薇割韭菜一案。过往很多虚假陈述、内幕交易、市场操纵等违法犯罪案件,当事人不少都逃出生天,甚至依然活跃在资本市场。应该说,这不是个别现象,只不过赵薇的明星效应使得事件被放大。这种令投资者不平的事例,在A股市场可以说是不胜枚举:保千里实控人庄敏赚9亿罚60万、绿大地欺诈上市二审才被“重罚”1040万元、万福生科收入造假9亿罚款仅30万、南纺股份虚构3.44亿元利润被处以警告以及罚款50万元等等。

也就是说,赵薇割韭菜赚几十个亿被罚70万不是个案问题,也不是监管部门的纵容,其背后是资本市场法治化发育不足,是我国证券市场法制建设的滞后。新兴加转轨的市场特点决定我国资本市场法治化尚不完善,目前对证券违法违规行为的查处过于倚重行政处罚,刑事问责尤其是民事责任设置不完善,现行法律对证券违法违规行为的处罚过轻。在现行证券法规下,每当出现违规,听到更多的是“警告、谴责”这类词,这在一定程度上也是对那些违法公司的放纵。正是因为对上市公司和违法主体约束不足,导致其对法律缺乏起码的敬畏而一再违规,并不会因为一次无妄痛痒的行政处罚而根本改变。

这些年来,我们经常听到市场主体抱怨监管部门行政干预过多,经常进行窗口指导,认为这样是过度监管,过度行政干预,不符合市场化发展方向。但笔者认为,市场化与法治化应是同步推进的,法治化是市场化的前提,没有法治化的市场化是危险的。单提敬畏市场,不谈敬畏法治,市场将会迷失。最近,证监会

卷入致癌漩涡 槟榔广告在湖南被叫停



朱慧卿/漫画

主席易会满也表示,推进资本市场持续健康发展,主要考虑坚持“四个必须”,必须敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险。

A股法治化发育不足的现实,要求监管部门不能放松严格监管,甚至一定的行政干预也是无奈之举。否则,容易导致游资以市场化之名炒炒新股、绩差股、问题股,甚至进行市场操纵,使得市场妖股横行。2019年开年来,A股呈现单边上涨行情,成交量迅速放大,两市成交金额连续冲破万亿关口。其中,游资成为本轮行情最为活跃推手,月均成交额急剧攀升,更是频频上榜“炒炒股”。随着东方财富股价勇攀新高,十倍股重现江湖,各路游资相比去年加快了交易节奏,频繁出没龙虎榜,月均成交额同比去年急剧攀升。

“赵薇们”一再被轻罚,反映了现行法律框架下证监会欲严格治市的力不从心。这个问题要根本解决,需要加快《证券法》修法进程。尤其是注册制与科创板如箭在弦,推出在即,没有严刑峻法护航,科创板难免不出现新的乐视,割韭菜的“赵薇们”也会混迹其中。

区块链:辐射与嵌入 证券市场的变革基因

张锐

继前不久正式上线比特币流动性指数(BLX)和以交易流动性指数(ELX)之后,全球第二大交易所纳斯达克证券交易所日前又对外宣布,时下正在瑞典测试区块链技术,并将利用区块链技术开发股票。

追踪发现,纳斯达克不是今天才在证券市场尝试嫁接区块链技术。五年前,征得美国证券交易委员会的允许,纳斯达克就推出了基于区块链的企业级应用Linq,为私营企业证券的发行、交易、登记管理提供端到端的服务,而且Linq向世界各地超过百余家市场运营商客户开放了区块链服务。当然,现在看来,Linq只能算是一种“私链”技术,因为其承载量非常有限,难以胜任庞大通证资产的交易与管理,尽管如此,也为纳斯达克开发出功能更为强大的“公链”技术作了较为充分的探索。

除了纳斯达克以外,全球其实还有不少交易所也在证券市场积极拓展区块链技术的落地应用,其中由美国区块链公司DAH开发的许可区块链已经过澳大利亚证券交易所(ASX)的正式测试,并将取代ASX现有的清算及结算系统;与此同时,欧洲和亚洲30多个国家的中央证券存托机构也正在研究如何在托管通证资产的基础设施方面进行合作,重点是寻找出怎样才能为通证资产投资者提供私钥保护,以确保通证资产不会丢失。

众人拾柴火焰高。按照IDC数据显示,在去年全球区块链市场的份额构成中,金融业占60.5%,其中证券市场成为了继银行业之后部署区块链应用的最火热地带,作为一种必然性结果,全球各大证券交易所积极拥抱区块链技术,肯定会通过这一全新的金融科技工具创造出各自的竞争优势,比如区块链是一种分布式技术,具有无限的“分叉”优势,由此可以接纳更多的上市企业,进而增加市场交易规模,还有区块链是通过“智能合约”完成交易匹配,过程更短,时效更快,由此可以迅速提高市场交易的活跃程度等。但是,除了在微观业务层面为证券交易所进行特殊赋能外,更重要的是区块链技术将引领整个证券市场进行脱胎换骨式的创新。

首先,区块链可以提高证券发行的效率,推动产品的创新。证券登记与发行是证券市场的基础。传统的IPO流程是,上市企业先找到一家券商,公司与证券发行中介机构签订委托募集合同,然后递交申请,通过审核,接着投资者认购。不仅企业的上市成本高昂,而且相应的监管成本与风险也不小。通过区块链就可以创建一个分布式、开放式的交易总账,它可能取代并简化证券交易中许多复杂的系统,任何类型的金融资产,比如债券或者股票,都可以转变成编码,也就是通证资产,这样,利用区块链技术,最理想情况下,可以实现任何人发行任何有价证券,并自行设定发行资产凭证,这不仅可以节约企业的上市成本,还能开发新的产品。

其次,区块链能够有效降低证券交易结算成本,继而大幅提高证券交易效率。在传统证券交易中,证券所有人发出交易指令后,指令需要依次经过证券经纪人、资产托管人、中央银行和中央登记机构这四大机构的协调,才能完成交易,整个流程至少需要1个工作日才能完成。但如果使用区块链,所有人可以在去中心化的交易平台上自由竞价完成交易,并通过分布式的数字化登记系统,自动实现清算和结算,且整个清算和结算完成时间仅在分秒级别,根本不会产生目前不同机构之间进行对账时所需的第三方信用、时间成本和资本耗用,从而大幅节省交易费用。按照高盛

的研究报告,区块链技术在美国证券交易中将能每年节省20亿美元成本,而从全球范围来看,假设成本和股市市值成比例,那么每年节省的成本可能超过60亿美元。

再次,区块链能够提高资产可信度,并能自觉进行信用维护,从而彻底屏蔽投资风险。证券交易参与主体除了投资人之外,还有发行人以及券商等第三方机构,而且投资人与发行人往往处于信息不对称状况,后者与资产审计、会计核算等利益相关者进行“合谋”造假以达到包装上市的事实屡见不鲜,同时前者也无法准确判断底层资产的真实程度与可信度,加之信息披露不充分与不及时,这种情况下选择的投资与产生的交易必然充满风险。但通过引入区块链技术,将发行申报材料、证券金融产品的状态等记录在区块链上,各节点对信息进行确认生效后,达成共识且不可篡改;同时,利用区块链技术的可追溯特性以及节点信息适时更新的自动化,通证资产投资人就能够清晰地了解和查看项目从产生到发布的全过程与最新进展,由此保证了资产的可信度,投资选择自然就更具较高的安全边际。

第四,区块链可以形成对上市企业公司行为的有效约束与股东基本权益的有力保障。上市企业的公司行为包括派发现金红利、股票红利、投票、公开配售、公司收购与分拆合并等,其中许多行为尽管有法律约束但常常流于形式,如现金分红就长期以来被漠视,不分红、少分红的上市公司较多,但采用区块链技术,公司行为变成智能合约,整个流程将更为简洁和高效,合约的达成变得扁平且自动执行贯彻,股东权益也得到了保障。另外,股东大会已成为公司治理结构中的重要一环,参加股东大会并进行投票是股东行使权利的重要手段,但目前上市公司的股东大会投票,广大小股东的表决权常常得不到有效保护,投票效率、参与度、公正性、透明性得不到体现,但使用区块链来管理投票系统,在这种不可更改的总账系统上,股东就可以用自己的手机进行投票,无需出席周年大会,并永远记录于区块链之上,同时由于区块链上数据的同步性,投票人可以很快地查询到投票结果。这一投票流程较传统模式节省50%-60%的成本,且同时具有透明、高效、便捷的属性。

最后,区块链能够大大优化监管手段,同时显著提高监管的精准效率。一方面,区块链利用区块链账本的安全透明、不可篡改、易于跟踪等特点,对证券登记、股权管理、证券发行进行数字化管理,监管者会大大减少事前监管压力,并将更充沛的精力转移到事中与事后监管上来;另一方面,区块链技术可以将证券实物以通证资产形式在系统中流通,每一次的信息变动皆记录在案并经全网证明,任何组织和个人无法篡改,这完全可以实现整体流程的自动化监管,同时也有助于提升交易自律性,改善交易秩序。再者,像挪用客户保证金、运用多个账户坐庄拉升特定目标股票以非法牟利等违规行为尽管可以在传统监管下被察觉出来,但不仅发现存在时滞,而且发现成本格外高昂,而在区块链技术下,监管机构完全可以通过自己接口进行实时监控与拦截,而且区块链中存在共识机制,即要修改某个区块内的交易信息就必须完成该区块及其后续连接区块的所有工作量,这就使得挪用多个客户保证金以及通过数个账户合纵获利所投入的成本将远远大于其最终获得的收益,从而产生无监管状态下违规者自废武功的效果。另外,利用区块链交易节点,通过对不同的交易主体、交易级别、融资和交易规模等指标,设置不同的监管方式和手段,有利于监管层更好实现KYC(know your customer)以及KYCC(know your customers' customer)的管理目标,一方面开发出与客户更精确匹配的金融产品,另一方面实施对投资者的有效适当性管理,如此监管手段的优化无疑将有力提高监管层的风险鉴别与防控效能。