

东南大学经济管理学院名誉院长华生:

“二次股改”这一关迟过不如早过

华生认为,股市运行体制的全面市场化已经摆上了议事日程。说到底,股市的市场化改革迟早要过“二次股改”这一关,迟过不如早过。“二次股改”就是要全面破除和清理对股票市场价格、交易、供求和数量的管制和干预。

证券时报记者 付建利 陈春雨

股权分置改革被东南大学经济管理学院名誉院长华生称为第一次股改。他认为,“一次股改”完成后,中国股市与国际股市很多方面仅仅是在形式上实现了接轨,A股市场存在的很多问题,显然不是股权分置改革能够毕其功于一役的。为此,A股市场需要进行“二次股改”,也就是改革发行审批制度,校正扭曲倒挂的股价结构,完成证券市场的市场化改革。

A股市场的真问题和假问题

作为股权分置改革机制的设计者和积极倡导者,华生认为,“一次股改”只是通过产权界定,实现了全流通,要实现中国股市运行机制的市场化,必须进行“二次股改”。目前A股市场存在的主要问题,首先是新股发行“三高”饱受诟病;其次是很多所谓的大盘蓝筹股多年来在二级市场表现萎靡不振,价值投资者不能获得理想收益;第三,小盘股和垃圾股的股价长期居高不下。打压ST等垃圾股与重组垃圾股现象并存,进一步增加了垃圾股暴涨暴跌的空间和投机氛围。上市公司的壳资源仍然奇货可居,重组概念股炒作经久不息。

华生认为,当前A股市场存在着三大怪:首先是A股近几年一直处于熊市,而拟上市企业排队积极性仍然很高;其次是垃圾股往往比绩优股更受市场追捧,A股市场历年的大牛股往往非垃圾股、重组股莫属;第三是股市低迷,二级市场投资者被套,上市公司大股东和高管减持潮不断,这与境外市场处于熊市时新股发不出去,大股东和高管不但不减持,反而纷纷增持形成鲜明对照。这些现象背后的深层次原因,则是A股市场股价扭曲、结构高估这一真问题。而股价为何扭曲?问题主要在于供给管制,上市公司的壳资源价值虚高。

华生认为,股市运行体制的市场化包括新股发行的市场化、再融资发行的市场化和重组退市的市场化。所谓市场化,就是让价格和供求自己去调节市场,而不是依靠人为管控和行政干预。这里的核心就是解决市场化的休克疗法与市场承受力的矛盾。

“二次股改”的机制设计

华生认为,正如股权分置改革“开弓没有回头箭”一样,在“一次股改”后的全流通市场上,股市运行体制的全面市场化已经摆上了议事日程。说到底,股市的市场化改革迟早要过“二次股改”这一关,迟过不如早过。“二次股改”就是要全面破除和清理对股票市场价格、交易、供求和数量的管制和干预,其主要内容包括:

第一,要在制度上校正投资者和融资者的关系,如果我们做不到一步放开市场,最好的替代办法就是大幅提高上市门槛,这样至少堵住了利用高估值源源不断来上市套现提款的大门。至于提高门槛后大量不够条件的中小企业和存在关联交易的非整体企业,则可以去场外市场如新三板挂牌先行演练。

第二,降低股权和债权定向再融资的门槛,让市场本身成为再融资供求关系的制衡力量。同时,市场化定向再融资,可显著降低股票市净率,提升股票投资价值。

最后,还要严格划定壳重组和退市门槛,切断经营失败企业的退路,重塑市场投资理念,校正股市扭曲倒挂的股价结构。只要上市标准透明,上市通道敞开,所有够标准的企业必然不会去借壳,而想借壳的企业必然不够上市标准。

【对话华生】

不宜搞休克疗法 可试行门槛准入制

证券时报记者 陈春雨 付建利

2013年11月15日发布的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出,健全多层次资本市场体系,推进股票发行注册制改革,多渠道推动股权融资,发展并规范债券市场,提高直接融资比重。

股票发行注册制出现在三中全会决定中,是证券市场发展的一大步,并将贯穿于市场各个层面的配套改革中。注册制是发行审批改革的最终目标,这点毋庸置疑,但在具体实施中,一系列事关改革的关键细节还需厘清,是一步到位还是循序渐进?是从主板开始还是从创业板着手?是高门槛准入还是低门槛放行?

中国的情况,很多都是“一放就乱、一管就死”,我现在担心的是,股市的改革如果一下子放得太开,市场反而接受不了,这就好比一个病人,治病有的时候只能慢慢来,一步一步消除病灶,休克疗法反而达不到预期效果。”主张渐进主义的著名经济学家、东南大学经济管理学院名誉院长华生日前在接受证券时报记者采访时表示。

注册制若一步到位市场恐大跌

证券时报记者:十八届三中全会明确提出推进股票发行注册制改革,您对此怎么看?

华生:取消审批,转向注册制,我举双手赞成。我去年写的《中国股市:假问题与真问题》一书就是专门论证发行审批制度改革必要性。我认为股权分置是一次股改,发行审批制度改革是二次股改。这次的改革提出从审批制、核准制转向注册制,这是意义重大的根本改革,这个市场化方向改革是对的,市场起决定性的作用了。

但什么是注册制?是不是什么企业注册了就可以上市?放眼全球,并不存在一个自由上市的市场,就算是美国恐怕也不行。香港是世界自由港,现在也没有放弃上市审查。所以,“注册制”这个名词还要解释,否则容易引起误解。如现在监管部门的解释就是:注册制的灵魂是信息披露。这是比较到位的说法。所以我过去一直说的就是披露制。你披露,我核查,这就没有误解了。

过去20多年,政府负责审批审核,大权在握,但政府也在保护这个市场,像个保姆。一下子市场化了,全面放开了,冲击不言而喻。符合条件就可上市的注册制是发行审批改革的最终目标,但那需要具备一系列法治、信息、市场条件,因此,在制度设计上要有大智慧,不能因为改革给投资者造成太大的伤害,要有一个过渡。

证券时报记者:您更倾向于保守一点的方案?

华生:其实,在环境适合的情况下,胆子大一点,休克疗法也不是不行,但现在A股最大的问题是结构性扭曲,大盘股、蓝筹股已与国际接轨,小盘股估值明显高于周边市场。如果注册制一步到位,可以预见,A股市场的估值结构将迅速巨幅调整,多数中小盘股和绩差股股价会大幅下挫并一步调整到位。

这会带来两个问题:一,投资者能不能承受?二、决策层能不能承受?一旦不能承受,我最担心的事情就会发生,那就是改革的措施被推翻,又回到原点,政策变来变去,成了“翻烧饼”。应当指出,这样的事情曾经发生过。从2000年起,主管部门就曾几次尝试放松发行市盈率的控制,但由于改革不配套,一系列矛盾暴露,难以平衡,所以先后都退了回去。

试行门槛准入制从主板市场开始

证券时报记者:在向注册制转型的过程中,有哪些方式可以平稳过渡?

华生:想放且不乱,最好的办法是从审批制过渡到门槛准入制,门槛必须从高到低慢慢调整,不能一开始就搞低门槛,在这个基础上就可以实行披露核实了。

这就好比高考,录取分数线设置为600分,这就是门槛,600分以后就是披露核实。什么是披露核实制?首先要有一个好的业绩,高考有好的分数。有监考老师防止你作弊,这就是中介机构做的事。这些条件够了,过了600分,没有特殊原因可以上大学。如果教育部门不录取,考生可以申诉和控告。

现在低门槛的审批制度是什么样的呢?录取分数线不是600分,而是300分,能被录取的就太多了,但市场容量有限,让谁上市也没有客观标准,也许302分就能上,也许700分的没有被录取,反正审批者说了算。这就制造了寻租的空间。

门槛准入和审批制的区别是人治和法治的区别,人治的特点是一事一议,法治是设立标杆,达不到标准,找关系也没用。

如果一定要搞发行价放开,可从主板开始。一是主板市场已与国际接轨,对照香

港,A股的大盘股甚至更便宜,即使放开,能跌多少?跌无可跌。二是有条件在主板上市的公司已经不多,冲击不会太大,但毕竟还是有少数够条件,这就有了一个实验空间。中国的改革都是循序渐进的,一步一步地走。

证券时报记者:如果门槛高了,符合条件的上市公司少了,炒新股是否会重现?

华生:有这种可能,这是渐进式改革需要承担的压力,做好配套和后续工作至关重要,比如,取消首日涨跌幅不受限,加大向中小投资者认购倾斜的力度,甚至缩短发行人股东的限售期,向国际通行的3~6个月靠拢。

此外,“发行上市和淘汰退市是一个事情的两面,只有上市没有退市、只生不死,必然造成生态失衡、好坏不分,甚至劣币驱逐良币。这不仅造成内幕消息屡禁不绝、市场操纵土壤深厚,而且是造成二级市场股价扭曲和市场泡沫的主要原因。

退市制度改革的主要内容就是改革早已落后的资产重组制度安排,推动对实体经济有积极意义的兼并重组,而不是现在大量发生的与实体经济毫无关联的卖壳、换壳。

再融资也要市场化推进公司债发行

证券时报记者:改革从来不是单兵突进,除了在入市和退市两方面做文章,其他配套措施如何跟进?

华生:现在讲新股发行市场化,但再融资仍是严格的审批制度,跟不上市场的变化。按现行规定,虽说增发价格是董事会或股东大会决议前的市场价格,但由于审批时间有数月之久,获批之后企业还有半年时间择机发行,结果到真正发行募资时,原定发行价往往与这时的市场价相去甚远,还造成了寻租机会,形成对二级市场投资者的不公。同时,在上市公司迫切需要资金的时候,不能及时增发,造成证券市场融资效率很低,满足不了实体经济的资金需要。

因此,在再发行即再融资体制的改革方面,完全可以借鉴境外成熟市场的经验,让上市公司董事会在一定的授权范围内,可以按照即时的二级市场价格,进行定向募集的增发,这样不仅可以大大提高资本市场融资效率,也可以挤压股市结构性泡沫,夯实二

级市场的估值基础。

此外,发行审批制的改革不限于股票。公司债本来也应当是证券市场的主要品种,而且与股票相比,其风险要小得多。现在奇怪的是,企业成为上市公司,连高风险的股票都在市场上流通,但发行公司债的门槛很高,阻力重重,手续繁杂,中介费用不菲,以致上市公司主要也靠银行支撑。这是发展直接融资整体战略的重大障碍。发行审批制度改革应全面审视公司债的意义和作用,降低门槛,简化手续,为上市公司提供公司债这样较银行贷款更灵活的直接融资渠道。

这些制度不调整,单靠新股发行制度改革,无法解决当前A股市场股价扭曲的问题。

发行审批制度改革攸关股市中长期繁荣

证券时报记者:您对股市未来发展怎么看?

华生:可以肯定地说,只要发行审批制度改革这一步走对了,中国证券市场走出一个中长期繁荣是有很大空间和可能的。我看好中国未来增长潜力,经济上处于城市化的转型期,股市就是一个结构化问题,过去10年我们通过股权分置改革,完成了大盘股的去泡沫化,现在最主要的问题是结构性扭曲,如果能够处理好,以后证券市场基本就没有大的制度缺陷。至于市场的走势,总是有涨有跌。

媒体应守住底线不惧发出逆耳忠言

证券时报记者:今年是《证券时报》创刊20周年,您认为在资本市场,媒体应发挥什么样的作用?

华生:媒体要保持客观中立的态度,向投资者、中介机构、监管机构发出自己冷静的声音,因为证券市场有一个特点,就是非理性繁荣和非理性崩溃,全世界一样,这是人性所决定的。这就是一个名利场,很多人说话的时候都只站在自己的角度思考,对于明知错误的事情也一味吹捧。因此,证券媒体如果要发挥自己的独特作用,关键是守住底线,不惧发出逆耳忠言。改革需要勇气,需要智慧,报纸要想办好,也需要勇气和智慧。