

中国股市

假问题和真问题

从“一次股改”到“二次股改”

基本国情

要认清中国股市的

最重要的就是

重大制度变革

进行任何

资本市场要成功地

在中国

华生◎著

东方出版社

中国股市

假问题和真问题

从“一次股改”到“二次股改”

华 生 © 著

東 方 出 版 社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股市：假问题和真问题 / 华生 著. —北京：东方出版社，2012. 12
ISBN 978-7-5060-5522-2

I. ①中… II. ①华… III. ①股票市场—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 247190 号

中国股市：假问题和真问题

(ZHONGGUO GUSHI : JIAWENTI HE ZHENWENTI)

作 者：华 生

责任编辑：徐 玲 李治华

出 版：东方出版社

发 行：人民东方出版传媒有限公司

地 址：北京市东城区朝阳门内大街 166 号

邮政编码：100706

印 刷：北京市大兴县新魏印刷厂

版 次：2013 年 1 月第 1 版

印 次：2013 年 1 月第 1 次印刷

印 数：1—10 000 册

开 本：710 毫米×1000 毫米 1/16

印 张：20

字 数：287 千字

书 号：ISBN 978-7-5060-5522-2

定 价：48.00 元

发行电话：(010) 65210059 65210060 65210062 65210063

版权所有，违者必究 本书观点并不代表本社立场

如有印装质量问题，请拨打电话：(010) 65210012

创造有价值的阅读!



信天翁财经
Albatross



浙江人民出版社
ZHEJIANG PEOPLE'S PUBLISHING HOUSE

首先，是新股发行的“三高”，即高股价、高市盈率、高募集让人诟病。尽管 2011 年以来监管层祭出了各种强有力的行政手段直接干预、打击和限制新股上市首日涨幅，并在熊市中似乎取得了一时的效果，但按下葫芦浮起瓢，仅排队上市且已被正式受理的企业已多达 700 多家，未被受理的隐性队伍更长。而且，已经过会审批的企业，还要继续长期地等待放行上市的通知。显然，这种耗费时日、好中选优、鸡蛋里挑骨头的审批方式既极大地增加了审批机关的权力特别是自由裁量权，衍生出一系列甚至包括新闻媒体在内的附加审查、威胁曝光的成本和负担，又不能保证上市过会公司的质量。许多历经煎熬的公司往往刚一上市就疲态尽显，业绩也频频变脸。而监管机关的难处在于，中国股市虽然一直跌跌不休、长期低迷，但与国际市场情况相反，熊市中企业上市的热情依然不减。因此，如果大量放行，无疑是给已经苦苦支撑的市场雪上加霜；而停发新股，既不是从根本上解决问题的办法，也与监管层此次新股改革以来一直倡导的市场化相矛盾。然而，名义上叫做市场化发行，监管者既干预控制上市价格，又调控上市数量，形成供求失衡的惊人长队，这无疑是对市场化的一种嘲讽。

其次，是蓝筹股的表现。尽管监管层大力倡导价值投资，力挺蓝筹股的投资价值，但大盘蓝筹股的表现确实很不理想。相当多的所谓大盘蓝筹股多年来一直走在下降通道中，让价值投资者苦不堪言。虽然，确如监管部门所指出的那样，在大力促进现金分红政策的推动下，沪深 300 指数的年分红派息水平已经开始向国际主要市场靠拢。但是，一方面，最有分红派息能力的银行股受制于制度性的资本金不足，不但不能提高分红水平，反而抑制了分红水平；另一方面，与中国一年期存款利息或长期国债利息相比，代表大盘蓝筹的沪深 300 指数的分红派息率仍然显著低下，而国际上的可比国家，蓝筹股的分红派息水平则远远高于其本国一年期存款利息或长期国债利息。这种情况说明，脱离各个国家的市场利息水平，仅仅用名义股息率进行横向比较并不是一个可靠的指标，更不用说本来股票就与债券不同，它的价值是不能简单用股息率来衡量的。在经济低潮期，蓝筹

股的估值自然也会向下。但是，经济走低、生产过剩往往也是实体经济需要产业整合、购并重组、淘汰落后过剩产能的良机。这时蓝筹股作为国民经济中的大型或优质企业，往往可以借助资本市场平台，纵横捭阖、弱肉强食，推动经济在兼并的创造性毁灭中发展。但中国一股独大的股权结构和行政审批的再融资体制却使真正的产业购并几无可能，从而抑制了大盘和蓝筹股的市场估值。

最后，是小盘和垃圾股的股价长期居高不下。本来小盘股公司经营风险大，供给又充沛，市场定位一般应该低于大盘蓝筹股。但我国股市过去做庄炒作成风，内幕交易横行，加上鼓励所谓借壳重组，使垃圾股大批变黄金，甚至停牌多年的僵尸股也可以一朝复活，成为所谓的年度大牛股，这样就完全扭曲了投资理念，致使 A 股市场绩优价不高，绩差价不低，小盘高溢价，成为一道奇观。近年来做庄炒作和内幕交易受到遏制，情况有所好转。监管层为了促进垃圾股退市，又收紧了相关政策。但由于允许借壳重组的政策并未得到纠正，所以打压 ST 等垃圾股与重组垃圾股现象并存，进一步增加了垃圾股的暴跌暴涨空间和投机性。

应当指出，借壳重组之所以在中国成为一个独特的热潮，主要是我国新股上市行政审批关卡重重，人为制造了行政壳资源的“价值”，特别是借壳上市明显有别于新股上市的双重标准，又使许多挤不进上市通道的企业借此后门上市。管理层虽然提出了借壳与 IPO 标准趋同的口号，但实际上 IPO 实行的是好中选优的特殊高标准，而借壳只需满足 IPO 上市的最低门槛，所以依然完全是双重准则。而在国际规范市场上，由于正常上市通道畅通，借壳上市明显不合算、不透明，故通常既不被企业选择，也不被监管者鼓励认可。前些年中国的部分企业也曾将国内的借壳重组术故伎重演，在香港和美国场外市场上大搞借壳上市，结果，在香港市场很快受到监管者的阻击而迅速降温熄火，在美国场外市场更是声名狼藉，迅速被冷落和边缘化。因此，中国的监管当局以境外并未禁止借壳上市为由，在 A 股市场与发审委并列专设重组委，把发行上市和借壳重组作为两大业务去经营，显然是完全无视国内外市场的巨大制度差异。这是造成我国中小盘

高溢价、股价结构扭曲的主要原因。

上述在股票发行、再发行及重组退市方面的种种市场扭曲表明，“一次股改”，即股权分置改革只是完成了中国股市与国际规范市场在形式上的接轨。要进而实现中国股市与国际规范市场在内容和实质上的接轨，就必须对我们当今充满了行政色彩和主观随意性的发行审批制度，按照市场化的方向进行全面和根本改革，启动“二次股改”。如果说“一次股改”主要是完成中国股市的产权界定，那么“二次股改”就是要完成中国股市运行体制的市场化转型。

二、“二次股改”将重造市场

不言而喻，要成功地进行任何重大制度变革，最重要的就是要认清中国股市的基本国情。我们不能像目前这样，仅仅看到 A 股的加权平均市盈率已与国际市场接近就认为 A 股已经具有投资价值，或中国股市与国际市场不存在重大的估值差异。因为中国股市的最大特征恰恰在于大盘蓝筹股一股独大，活力不足，估值压抑，表现低迷，从而拉低了整个市场加权平均的估值。而占上市公司大多数的中小盘股则普遍估值较高，即使在熊市中也市净率高企，市盈率亦在 30 倍以上。因此，A 股的中小盘股高估值是一个不争的事实，它既是导致市场供求失衡、上市排队日长的基本原因，也是我国 A 股市场有太多中小企业想挤进来，而挤进来的公司一旦股票锁定期满，发起人股东和高管就想设法套现的症结所在。

行政性控制新股发行价格和节奏，只会暂时麻痹投资者的神经，使这个给定结构下的价值回归过程显得比较平滑从而更加漫长，但它并不会改变二级市场成为一级市场原始股东提款机的实质。因此，无论出发点如何善意，这个温水煮青蛙的过程，就其本质而言其实更加残忍。

这样，面对 A 股市场股价结构严重扭曲的现状，新股发行体制改革绝非现行行政性的小修小补就能奏效，投资者与融资者关系的失衡也绝非待经济好转、股市走牛就能消除，那样也只是准备着在牛短熊长的下一轮循

环中套牢更多的二级市场投资者。因此，要在制度上校正投资者与融资者的关系，原则上我们只有两个选择：一个是在现有上市门槛下，一步到位地实现新股发行上市的市场化，不仅让排队的大批企业迅速上市，也为更多想上市的中小企业打开通道。

可以预见，这样 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。面对重新定位的市场估值，很多企业自然会觉得估值低、融资少，上市后透明度高、监管要求多、成本高从而不合算而退出上市申请队伍，就如许多中国概念股在美国市场遭遇信任和估值危机之后，上市后也纷纷主动申请退市一样。这样，市场自然会供求平衡、死而后生。当然，这条道路需要市场内现存的投资者承受巨大的投资损失，也需要政府和监管者承受股市大幅下挫和政策转变的压力和责任，由于各种利益的掣肘和冲突，选择和实施这种休克疗法的可能性应当说比较小。

另一个选择是大幅提高上市门槛，让市场在现有水平上维持供求平衡。这一条思路需要打破思维惯性，跳出圈子看问题。因为所谓市场经济，恰恰和我们现在股市采用的各种行政干预相反，就是要让价格自由化，让供求关系自动发挥调节作用。但是，不同证券市场的上市门槛则是由人去制定的。如美国的纽约交易所的门槛就比纳斯达克高出一大截。而纳斯达克市场本身也分若干层级，在场外市场挂牌的公司大大超过美国三大交易所场内挂牌的公司。可见上市门槛的高低确定并不影响市场运行的有效性。

按我国现行上市的低门槛，符合条件可上市的企业数以万计，上市又有高估值溢价，供求自然失衡。如果我们做不到一步放开市场，而现行的人为干预价格和调节上市供应，又是完全违背市场规律、导致投资者利益长期受损的下下策，剩下唯一也是最好的替代办法就是大幅提高上市门槛。就如高考一样，想上大学尤其是名牌大学的人太多，僧多粥少，提高录取分数线就供求平衡了。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。场内中小企业历史形成的高估值可以通过强身健体并严格

下市制度去夯实和分化，实现价值归位。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，正好可以先去场外市场如新三板挂牌实习演练，改变场内市场过大，场外很小这种头重脚轻的倒金字塔结构，就像体育运动的真正兴盛必须有全民健身的基础一样，场外市场基础雄厚了，场内市场才有根基，才有提高质量的可靠平台。

挡住了新股发行中风险大、套现急的中小企业和透明度差的关联交易企业的路，新股供给的市场压力就会大大减轻，场内存量企业的监管治理难度也就显著降低。场内公司的估值归位和到位也要靠市场化，即私募定向增发的再融资发行的市场化。现行再融资发行的行政审批旷日持久，完全脱离了市场自身真实与灵活的需求，而且预先锁定再融资发行的价格。这样一来，日后真正发行时，如果市场价格低了，可以修改发行价甚至取消发行，如果市场价格高了，可以按原定低价发行，等于人为制造寻租获利的空间，刺激放大了再融资需求。再融资发行市场化可以适应企业发展和收购兼并的真实需要，降低大股东控股比例，大大增加并购重组，提升产业整合和蓝筹股分红派息的空间，这样才会真正激活和增进蓝筹股的投资价值。

由于定向再融资发行市场化没有市场差价可寻租，机构或其他大宗投资者必须真正看好公司前景才会认购，这就让市场本身成为再融资供求关系的制衡力量。同时，市场价市场化的定向再融资，可以显著降低股票市净率，提升股票投资价值。而且与原始股东通常资产溢价招股不同，定向再融资发行完全是以二级市场的股价用真金白银入市，进入者与二级市场中小投资者在同一起跑线上，不存在套现提款的空间，对二级市场投资者也是利多的因素。

当然，场内上市公司的估值合理，也必然包含绩差股垃圾股的价值回归。这里最重要的，就是停止鼓励没有任何产业背景的借壳重组，废除借壳与IPO的双重标准。显然，由于任何借壳上市都是对拟上市企业权益的割让和摊薄，因此只要上市标准透明、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，这样就事实上堵死

了所有企业借壳上市的路子。实际上，只要给现有场内投资者和企业一个恰当的过渡期，其后不再受理借壳上市的重组申请，垃圾股股价不用任何人为干预限制，自然会价值回归，即便跌到几角几分也无人问津。因为壳资源已经毫无价值。其实在沪深股市历史上中国股民并不喜欢垃圾股，只是后来的壳重组政策使垃圾重组股屡屡成为市场排名最前的大牛股，这才扭曲了投资理念，催生了投机文化。因此，把制度设计的缺陷归咎于散户投资者的盲从和投机炒作其实是本末倒置。

三、股市的希望在于“机制设计”

可见，发行审批制度从新股、再融资到重组退市各环节的全面改革，是校正中国股市制度缺陷、重新构造证券市场不可避免的挑战和任务。与当年的股权分置一样，中国现存的这一整套行政干预和审批制度，与证券市场的本质格格不入乃至直接冲突。尽早走出这套行政性的发行审批制度，股市才有可能恢复其正常的市场功能，也才能对实体经济的发展真正产生杠杆和推动作用。反转过来，股市本身的繁荣和发展也才有牢固的基础。在证券市场这个市场经济最精致敏感的神经中枢，如果背离了价格和供求自由这个市场化的精髓，不断对从发行到退市的价格、交易规则、供给数量、分配比例进行种种人为干预，这样的“改革”再多，也只能事倍功半，甚至事与愿违。

“二次股改”即发行审批制度改革的主线，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，集中精力做好三个门槛，即发行上市门槛、再融资门槛、重组退市门槛的机制设计。股权分置改革的“一次股改”通过制度设计，实现了上市公司的同股同权，从而为股市的规范化、市场化和国际化打开了大门。但是它就像打开了潘多拉的盒子一样，既放飞了活力和希望，也放出了欲望和挑战。原始股股东上市套现的冲动和行政壳资源也随之俱涨。因而“一次股改”在逻辑上就要求随着股市全流通的转变，相应推出股市运行体制进一步实质性市场化的深

度改革。这项工作的被忽略和延误，导致了市场的继续扭曲，也是“二次股改”的必要性所在。

“一次股改”即股权分置改革从设想的提出到实行经历了8年的沉寂和酝酿，我衷心地希望，“二次股改”即发审制度改革的全面启动，时间可以短得多，速度可以快得多。如是，将既能助推中国经济的发展，也是广大股市投资者的福音。

新书预告

《中国城市化道路的选择》

——土地和户籍制度改革总体规划设计

作者：华生

出版：东方出版社

预计出版时间：2013 年 3 月

预计定价：45.00 元

内容简介：

中国的城市化在国际上被认为是与美国的新技术革命并列的 21 世纪两个最大的事件，在国内也被普遍看作未来 30 年经济发展的引擎。从某种意义上说，城市化道路的选择，反映和制约着中国现代化道路的选择，在一定程度上决定了未来二三十年中国的前途与命运。

在本书中，华生秉承了理性务实的一贯风格，从城市化道路选择的战略高度，全面分析了缠绕中国社会几千年的“老三农”问题如何向“新三农”问题演变，剖析了城乡对立的二元体制和土地财政的困境，揭示了土地权利的症结。在总结中国和世界各国城市化道路经验教训的基础上，提出了新型城市化道路以及土地和户籍制度改革的总体规划设计，包括如何统筹解决土地财政、户籍制度、房产税和小产权房等焦点、难点问题的具体方案。

华生过去关于价格改革、国资体制和股权分置的制度设计，都先后影响了中央政府的决策，推动了中国改革的历史进程。华生在本书中提出的新型城市化道路以及土地和户籍制度改革总体规划设计，必将再次推动中国经济社会的改革进程。

前言 从“一次股改”到“二次股改” 001

- 一、“一次股改”所解决的和不能解决的问题 001
- 二、“二次股改”将重造市场 004
- 三、股市的希望在于“机制设计” 007

上篇：股权分置改革
——中国证券市场历史上最大的校正制度缺陷工程

引言 见证和亲历股权分置改革 003

- 一、股改的思想孕育：从暂不流通到股权分裂 003
- 二、预料之外的争鸣：国有股减持引发的曲折 006
- 三、打响攻坚战：国务院启动股权分置改革试点 016

第一章 中国股市危局的根源 021

- 一、中国股市的功能错位 022
 - 股市危局危在何处？ 022
 - 投资者与融资者关系失衡，只因裁判“吹偏哨” 023
 - 以股抵债颠倒了债权人与债务人的关系 025
- 二、股权分置是中国股市最大的国情和主要制度缺陷 027
 - 股市为何“跌跌不休”？ 028
 - 中国股市圈钱制度的基础 031
 - 股权分置是否是主要矛盾？ 035
 - 代价高昂，股权分置改革时不我待 037

第二章 全流通是实现资本市场市场化的关键一环 041

- 一、全流通不是证券市场的私事 042
 - 全流通是深化改革总体布局的枢纽性一环 042

理论界应发挥先导作用，而不是制造“顶级抬杠”	043
用市场化手段实现全流通是政府的一根主线	046
二、市场估值与产权界定，哪个才是正确的问题	047
A 股市场的估值是个伪问题	047
A 股、H 股是产权界定完全不同的两类股权分置	051
“重新估值”和“本土定价权”是新版的掩耳盗铃和皇帝的新装	054
三、解决全流通问题的时机从来是越早越好	056
股权分置与全流通：一个通俗的说明	057
市场化方案解决全流通的两种形式	058
国务院《关于资本市场的若干意见》是一个战略性突破	061
第三章 股权分置改革的思路、方案与试点	065
一、解决股权分置问题须消除三大歧义	066
解决股权分置，要不要有历史补偿？	066
A 股是否含权？	068
路径选择：行政性集中决策还是市场化分散决策	070
二、认沽权证与分散决策方案组合的整体动态效应	071
分散决策、分类表决方案的利弊	071
认沽权证方案的优势与风险	075
两种方案组合的整体动态效应	078
三、股权分置改革试点是在正确方向上的一次突破	080
股权分置改革试点发出了市场转折的信号	081
对分类表决方案，我为何从质疑到支持？	091
开弓没有回头箭	095
第四章 股权分置的后改革时代	109
一、股权分置改革在试点成功之后仍须深化	110
试点之后的股权分置改革	110
处理 H 股、B 股公司问题不应混淆法律权责与经济层面的外部因素	126

发展权证急需正本清源	128
二、股权分置时代行将结束	133
关于“影子市场”的讨论说明与国际接轨已成共识	133
用新理念迎接证券市场的新时代	136
改革攻坚在争论中前行	148

下篇：发审制度变革 ——重造中国股市的“二次股改”

引 言 A 股市场的假问题与真问题	
——兼谈“一次股改”与“二次股改”的关系	163
一、股市低迷本身不是问题	163
二、股价扭曲、结构高估是真问题	166
三、市场化改革中的泻药与补药	168
第五章 市场过热倒逼发审制度变革	173
一、市场已经发出过热的信号	174
股市过热的三个标志	174
明显居高的市场估值	177
高估值市场的不可持续性	180
证券市场中的政府功能	181
市值远超 GDP 的隐忧与警示	186
二、行政性控制供给是股市过热的首要原因	189
股价飙升源于供求失衡	189
过时和过死的行政控制	191
资产价格泡沫破灭的弯路可以避免	195
三、重造中国股市的“二次股改”	197
中国证券市场走向“大而优则强”的三大议题	198
发行审批制度的根本变革将重造股市	201

第六章 新股发行制度改革 207

一、新股发行定价市场化改革 208

新股发行制度亟待完善 208

新股发行定价市场化改革的三个核心问题 212

新股发行定价市场化的焦点 219

纠正股价结构扭曲没有捷径 225

二、全面认识和深化发行体制改革 228

动态认识估值 完善制度设计 228

深化发行体制改革的三个方向 238

第七章 “二次股改”的总体规划与方案设计 243

一、A股问题的症结和改革路径的探索 244

A股市场问题的症结 244

发审制度改革不能依靠新股发行定价市场化单兵突进 250

二、启动发审制度全面改革的枢纽 258

再融资发行市场化是发审制改革的逻辑起点 258

退市与资产重组制度的再设计 262

从审批制转为高门槛的披露制 266

三、股市变革呼唤大思路 272

股价扭曲溯源 273

新股发行困境的破解 277

搞活上市公司的杠杆 279

“二次股改”的机制设计 282

附录一 “救市之争”的误导和政策定位 285

附录二 证券市场真诚的呵护人 293

后记 303

上篇
股权分置改革

——中国证券市场历史上最大的校正制度缺陷工程