

# 尊重股市自身的逻辑

尹中立

国家金融与发展实验室资本市场与公司金融研究中心 研究员

市场的运行有自身的逻辑，超过市场承受能力，搞跨越式发展的做法就会受到市场的惩罚，提高直接融资的比重是一个循序渐进的过程，不能一蹴而就。

新股发行速度对二级市场股价有明显影响。其机理是，当新股发行速度加快，壳价值贬值，中小市值股票的价格受到抑制；反之，当新股发行速度明显降低，壳价值出现升值，对中小市值的股价属于利好。该传导机制不仅被投资者所熟知，而且被监管者当成调节股价的主要工具经常使用。例如：每当股价持续下跌，要求降低新股发行速度和规模的声音就强烈起来。在历史上，暂停新股发行往往成为政策救市的良方。

今年初以来，新股发行速度与融资规模均比去年明显降低，但股价却每况愈下。其中的影响因素很多，但股市再融资对股价的遏制作用却被很多人所忽视。当前的股价颓势与前三年的再融资过快扩张有密切关联。

尽管 2015 年和 2016 年初股市出现了几次较大幅度的波动，但过去三年的上市公司再融资规模还是创历史天量。统计数据显示，自沪深证券交易所创立之后的 28 年时间里，股市融资的总额是 12 万亿元

人民币，而过去 3 年的再融资总额达到了 4.18 万亿人民币，超过了 28 年里所有股市融资额的三分之一。无论怎么衡量，这个数字都堪称奇迹。

正因为过去三年上市公司再融资的狂飙突进，为当前的股价下跌埋下了不利伏笔。

过去三年上市公司的再融资之所以出现井喷，得益于很多杠杆资金的支持。从 2015 年开始，投资者开始利用信托产品的分级设计进行场外配资参与上市公司的定向增发。银行等提供优先级资金，这些资金享受固定回报，股市投资者提供劣后资金。如果优先和劣后资金比例为 1:1，则意味着投资者的资金杠杆放大了 1 倍，如果优先/劣后是 2:1 的话，则意味着投资者的资金杠杆放大了 2 倍。在市场上，参与定向增发的资金杠杆一般都在 1 倍以上，有些将资金杠杆放大到 3 倍以上。

这些场外配资一般以信托产品的名义出现在股东名单中，统计上市公司股东名单中的信托数量就可以大致计算出该类股东的数量。从上市公司 2017 年公开信息看，截至 2017 年度末，有 1172 家上市公司的股东名单里出现信托账户，占有上市公司总数的 35%。

股价的连续大幅度下跌使得参与定增的杠杆资金出现大规模爆仓。2015 年至 2017 年，上市公司再融资合计规模为 4.18 万亿元，其中有较大比例的资金是通过信托加杠杆的方式参与定增的，保守估计，其中的杠杆资金规模应该超过 2 万亿元。

假设这些资金的杠杆比例为 1: 1, 那么, 股价下跌超过 40%, 则这些资金将面临爆仓风险。从 2017 年初至 2018 年 5 月底, 下跌超过 40% 的股票有 734 只, 期末总市值为 35170.77 亿元。其中共有 372 家在 2014 至 2017 年参与过定增 (6 月份, 股价继续下跌, 下跌超过 40% 的股票数量应该很多)。该数据显示, 在下跌幅度较大的股票中, 有近一半曾经做过定增, 意味着股价出现大幅度下跌与定增行为有密切的关系。随着股价的大幅度下跌, 这些参与定增的资金已经面临爆仓的风险, 如果股价不能回升, 股价一旦爆仓, 将进一步加剧股价的下跌。

其实, 监管者应该早已觉察了其中的风险隐患, 在上市公司上报的再融资方案里, 都要求参与方保证资金的来源都属于自有, 没有经过分级产品设计。在金融环境宽松的背景下, 通过加杠杆参与上市公司定增往往成为一种稳妥的盈利模式, 监管警示并没有被重视, 今后, 相关监管应该更严格。

可见, 不仅新股发行的数量和节奏影响二级市场股价, 再融资的数量和规模同样会影响二级市场股价, 市场的运行有自身的逻辑, 超过市场承受能力, 搞跨越式发展的做法就会受到市场的惩罚, 提高直接融资的比重是一个循序渐进的过程, 不能一蹴而就。这是市场下跌带给我们的深刻教训。(编辑 祝乃娟)