



# 杨德龙：全面注册制之下 做 价值投资更加重要



意见领袖 | 杨德龙



#2023.02.03 周五

2月1号起，主板全面实施注册制，这也是继科创板、创业板、北交所实施注册制之后全面推行注册制改革，落实了新《证券法》的要求，同时也是与成熟市场接轨。注册制是成熟市场普遍采取的一种新股发行方式，相对于审核制来说会更加市场化，从新股的询价到发行、交易等环节，让市场来决定发行数量、发行价格以及是否能发行成功。从过去实施注册制的试点经验来看，整体运行平稳，但有时候会出现破发的现象，因为在审核制之下，为了防止新股发行价过高，会有一些指导性的定价，比如说市盈率不能超过23倍或者不能超过同行的平均市盈率等等。但是在注册之下，

是由询价机构按照一定的规则进行询价，可能会存在行情好的时候定价偏高的问题，而询价机构为了获得打新资格有可能报价偏高，所以在上市之后就出现了破发的现象，在行情低迷的时候破发的现象尤其明显，使得打新不败的神话被打破。

事实上在成熟市场，破发是普遍存在的一种现象，打新不败本身就是一种制度套利，有一部分资金长期在打新市场里面进行套利，并不创造价值。在实施注册制之后，通过市场化的询价，由市场来决定发行价，会形成一个自我反馈的机制，比如很多人担心注册制之后会不会导致新股发行数量过多，导致市场扩容的问题。实际上以往在审核制之下，对新股发行数量人为进行控制，并没有改变市场运行的大方向。行情好的时候，上市的公司比较多，但是行情依然好，牛市还是牛市。在熊市的时候，为了救市可能会控制新股发行数量，甚至历史上多次暂停发行新股，但并没有改变市场的下跌，熊市还是熊市。因为新股发行数量的多少只是对短期资金面形成影响，对市场大势并没有影响。而实施注册制之下，相当于由市场来决定发行节奏，哪些公司可以上市？有多少公司能够发行成功？这个要看市场的环境，同时也要看投资者对于拟上市公司是否看好，这就是由市场来说了算。市场本身具有这种反馈机制，也可以认为是纠偏机制。比如说这段时间行情比较差，而新股发行数量比较多，破发的现象就非常明显，可能上市十家公司有八家破发，自然会使得大家打新的意愿下降。如果很多人都不打新，那么新股发行失败就大量增加，这时候新股发行的数量自然就会减少。等行情起来大家对于拟上市公司基本面比较看好，破发现象



减少，打新又有利可图，这时候新股发行数量自然也会随着行情的升温而增加。

成熟市场是由市场自身来调节新股发行数量以及融资金额，定价高低也是由询价机构来确定的，这个其实就是市场化的机制。新股发行市场也是一个类似于商品买卖的市场，符合经济学上的供求规律，需求增加会导致价格上涨，供给增加会导致价格下降，所以本身市场经济就有自身的纠偏机制，我们把它叫做无形的手，所以注册制改革本质上是更加市场化、法制化、规范化。证监会将审批权下放到交易所，由交易所审批，由证监会注册，而证监会要起到更好的监督功能，把更多的时间放在监管上，对上市公司一些违法违规行为进行严厉查处，对于一些中介机构在承销期间可能出现的伤害投资者利益的行为进行严格的监督，为投资者营造一个公开、公平、公正的三公市场环境，这是注册制改革的初衷。

注册制的实施要和退市制度密切的配合，一个是进，一个是出。一方面鼓励代表经济转型方向的优质企业通过注册上市登陆资本市场获得宝贵的资本，另一方面对于绩差股、题材股，对于一些已经不符合上市条件的公司要及时的退市。退市新规更加严格，并且从这两年的情况来看，退市公司的数量出现了较大幅度增长，但是从退市比例来看，现在和美国等成熟市场相比是远远不够的。美股一年退市的公司数量比率大概在 6% 左右，高峰的时候达到 8%，同时有大量的公司通过注册上市，这样才能实现优胜劣汰，形成一个源头活水，让好的公司及时登陆资本市场来上市，让差的

公司及时退市，不要出现“不死鸟”的现象。以前有很多绩差的公司，通过一些财务上的处理扭亏为盈，或者是通过其他的方式进行保壳，实际上让 A 股市场上市公司质量整体受到很大的影响，良莠不齐。美股正是通过大量的优胜劣汰，使得上市公司总的数量增长并不多，但是进行了大换血，我们可以看纳斯达克，作为一个创业板市场，现在纳斯达克的上市公司大概是三四千家，历史上退市的公司超过 1 万家。通过大浪淘沙，留下来的公司更具有成长性，给投资者能创造更多的价值，而通过优胜劣汰，也能够让资本市场始终成为时代最强硬的代表。好的企业可以在资本市场上市发展壮大，而经济转型淘汰的企业要及时的清理出去。通过执行严格的退市制度，是提高 A 股市场整体上市公司质量的重要抓手，也是 A 股市场逐步走向成熟的表现，同时能够防止一些损害投资者利益的行为。很多投资者亏钱，很大程度上是买了一些绩差股、题材股或者受到游资炒作的股票，一些财务造假的公司也多数都是绩差股，很少有业绩优良的白马龙头股企业财务造假，很多白马股企业恨不得隐藏利润，担心市值过大。所以往往这种不符合上市条件的公司才有更多的造假动机，是很多投资者亏钱的根源。我认为在实施注册制的同时一定要严格执行退市制度，让 A 股市场成为源头活水，让 A 股市场上市公司质量不断提高，为投资者创造价值。

全面实施注册制对于 A 股市场的生态会形成很大的影响，会推动价值投资成为最主流的投资理念，改变很多投资者炒小、炒差、炒新的习惯，打新不败的神话势必会被打破，这个从科创板、创业板、北交所实施注册制以来大家都看得到了。很多投资者在 A 股市场投资亏钱，其实很大程度

上是投资方法的问题。很多投资者喜欢炒作一些题材股、垃圾股，喜欢追涨杀跌，频繁交易，试图通过博取差价来赚市场的钱。著名的投资大师芒格明确表示：“我不会赚市场的钱”，巴菲特和芒格都是赚企业成长的钱，所以芒格曾经说过，“我宁愿以一个普通的价格买一个伟大的公司，也不会为以一个伟大的价格买一个普通的公司”，意思就是说我宁愿付的价格高一点去买一个伟大的公司，和伟大的企业一起成长，也不愿意去贪便宜买一些垃圾股。

事实上很多投资者亏钱甚至踩雷，就是因为没有价值投资理念，去炒作一些题材股、垃圾股，甚至可能被庄家割韭菜。在全面实施注册制之后，上市公司的壳资源的价值会大幅下降，因为随着上市流程变短，审核效率变高，很多拟上市公司会更多选择通过注册上市，而不是花几个亿甚至几十个亿的代价去买一个毫无价值的壳。很多壳资源实际上基本面已经非常烂，没有任何的价值，甚至还有很多负债，所以壳资源的价值在全面注册制之下会出现大幅回落，这也使得一些投资者去炒 ST 的股票，去炒那些可能会被借壳的企业，遭受比较大的损失。所以对于这一点，中小投资者一定要有清醒的认识，以前那种鸡王飞上天，乌鸡变凤凰的故事会越来越小。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_51950](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51950)

