

论中国股市的现状和未来发展思路

□ 许经勇 徐清军

随着经济体制改革的深化,股票市场也在我国建立和发展起来。短短几年,股市取得了令世人瞩目的成就,但总体相对而言,我国股市仍然稚小、脆弱,市场承受力有限,目前仍未完全摆脱徘徊的状态。我国股市尚待继续深化改革和不断完善,使之朝规范化、理性化、国际化方向发展。因此借鉴国外同业经验,探讨我国股市的发展思路成为必要。

一、我国股市的发展沿革

世界银行金融专家阿格迈尔(A. W. Agtmael)把发展中国家新兴股市的演讲过程概括为潜伏阶段、操纵阶段、投机阶段、调整阶段和成熟阶段。我国股市属新兴股市的范畴,迄今为止的这一进程,可归纳为三个阶段。

(一) 潜伏或起步阶段(1984年—1990年4月),股份制改造试点开始于1984年。是年11月,上海飞乐音响公司第一次向社会公开发行股票,由于当时人们的投资意识还相当薄弱,大多处于麻木状态,反应是冷淡甚至冷漠的。如1987年5月,深圳股市成立初期,深圳银行为筹集到成立银行所需的资本金,向社会公开发行股票793万元,每股面值20元,共计39.65万股,但认购柜台很少有人问津。在市政府机关干部带头认购下,只完成发行计划的50%,其余部分由政府出面动员几家国营单位分摊,到1990年3月,深圳和上海股市仅有5只和7只股票,共发行45.9亿元,当时发行的股票不仅数额有限,而且极不规范,许多股票未经任何部门批准,“保本保值、按期归还”印在股票上,名为股票、实为债券。据统计,这一时期发行的股票中的90%属于债券性质的“股票”,而且证券管理经验不足,法规不健全,缺乏宏观调控。

(二) 发展或操纵、投机阶段(1990年4月—1993年2月),这一时期,股票不仅发行欠规范,采取现金收据形式,且供求失衡,导致了股价的异常暴跌。1990年4至6月,处于狂热阶段,市盈率达20倍左右,6月至11月,处于整顿和暴热并存阶段,市盈率达73倍,黑市达到100倍,由于深圳市政府采取了一系列严格的管制措施,特别是将涨跌停牌制度规定的涨幅由1%调整低为5%,从12月起,股市进入暴跌。1991年9月中旬,一批金融机构筹集2亿元资金入市,托起发展银行股票,止住深股的跌势。随着新股入市,到1992年8月市场规模扩大,

上市公司 20 家, 市盈率 65-75 倍, 股价盘旋上升, 由于股民风险承受力低, 盲目性强, 深圳股市导演了一场活剧, 即“8.10 风波”, 从此二级市场一蹶不振。

(三) 调整阶段(1993 年 2 月至今), 这一时期股市高速扩容, 股市规模不断扩大, 随着深沪股市在每月几只新股上市扩容的压力制约下, 进入漫长的调整阶段, 且逐步趋向规范化。资料表明, 1991 年我国仅有 14 种上市股票, 到 1993 年底, 深沪上市股票已达 215 种, 1994 年底深沪上市公司的全部 A 股上升到 288 种, 到 1996 年 1 月, 深沪上市股票已达 338 种。此外还有更多的数以千计的公司发行了内部股, 两网系统即 STAQ 和 NET 开通, 使法人股得以上市转让, 到 1996 年 1 月, 上市法人股 14 种, 其中 STAQ 7 种, NET 系统 7 种。期间规范化表现在: 第一, 股市交易已形成“证交所——证券公司——兼营证券交易的营业部——证券交易代办点”的交易网络格局, 股票本身也由现金收据式向规范化股票转变, 由过去的“一户一票”向“一手一票”转变, 并且股票业务操作与逐步实现电脑化, 无纸化; 第二, 股票市场管理体系初步形成, 证券委、证监会、证券业协会、证券经营和中介机构(如证券公司、信托公司、律师、会计师事务所等)先后成立, 从而为证券业的健康发展提供了组织保证; 第三, 股票市场法规建设逐步走向健全, 《股票发行与交易管理暂行条例》、《公司法》等法规及其实施细则相继出台, 为股市的统一、健康发展提供了法律保证。

当然, 由于时间仓促、经验不足等原因, 我国股市仍存在不少问题, 从总体上看, 中国股市还不成熟。

二、我国股市面临的问题

由于我国股市还很年轻, 因此存在一些问题和不规范之处, 主要表现在以下几方面:

1. 在股市起步阶段未能及时扩容, 以深股为例, 1990 年由于只有 5 只股票, 而股民投资热情一再高涨, 实际上当年一只新股未上, 使股价在 11 月急剧攀升, 这本是市场扩容的大好时机, 却直到 1991 年 6 月才增发“宝安股票”, 相差 15 个月之久。1992 年至 1994 年, 形势又急转直下, 由于政府的参与及支持, 发行股票的企业增长较快, 上市公司数量亦大量增加, 大规模扩容蔓延, 因资金需求没有同步跟上, 扩容速度超过了市场的承受能力, 导致股市供求失衡这是我国目前股市徘徊的基础性原因。

2. 目前股票的发行与上市流通采取联动机制(即公司发行完股票即行上市的做法), 它虽然在短期内能够提高公司的知名度, 增加股市供给总量, 却不利于企业经营机制的转换(而这是我国股票市场特殊的首要功能), 不利于股市的稳定与协调发展, 翻牌公司和股市不振足以说明这个问题, 前一段时间, 证券委和证临会宣布对上市公司实行为期半年的辅导制度, 这一举措仍与国际惯例有一定的差距。

3. 上市公司股票的发行存在“特权式的发行价格”, 即国有股按评估增值后的国有资产价值以 1:1 的比例折股, 持股者为政府有关部门; 法人股按低价水平认购, 持股者为法人; 个人按高溢价水平认购, 持股者为持有大陆身份证的公民; 外资股按中等溢价水平认购, 持股者为非居民和港澳台同胞。可见, 同股同价, 同股同权, 同股同利的“三同”原则在我国的上市公司当中几乎是一纸空文。而且股市交易明显不公, 每一个证券交易部门为争取大户, 允许大户搞买空卖空和透支交易, 从而使大户在交易中处于明显的优势地位, 更令人不平的是, 有些证券部

门和大户依据雄厚的资金实力,操纵股市。

4. 股票流通市场明显呈现出封闭状态。国家股的股份不能在二级市场上流通转让;法人股的股份大部分不能在沪深证券交易所挂牌交易,只有少部分严格限制在NET系统和STAQ系统内流通;个人股的股份部分可以在上交所或深交所挂牌交易;外资股的股份只能在我国B股市场、香港地区联交所和国外证券市场上流通,而且所有上市的国内公司,要么选择上交所要么选择深交所,一家公司的股票不能同时在两家证券交易所挂牌交易。

5. 在股票发行规模管理方面,证券主管部门主要是额度管理,这在股市发育初期和试点阶段,也许有其存在的合理性,但随着时间推移,其缺陷也日益暴露,首先全年发行“总盘子”的框定凭主观想象,缺乏论证和客观依据,要么发行量小,供不应求,要么高速扩容,供过于求;其次国家切块下达分配上市计划,这种分解是“撒胡椒面”方式,由于东西经济发展不平衡,各省市存在差异,加之思想观念落后,结果出现上市公司良莠不齐,为股市的稳定发展带来了隐患;最后,各省市在争夺“盘子”的过程中,极易诱发“寻租”行为和腐败现象。额度管理带有明显的计划经济管理模式的痕迹。

三、我国股市未来发展思路设想

中国经济发展的客观现实已不容许股市反复摔打、磨炼、冲击式的自然演进、自发成熟。同时为了使我国的股市尽快和国际接轨,向国际化方向发展,因此必须寻求一条“捷径”,即借鉴外国同业经验,通过政府的有意识推动和大力促进,主动引导我国股市在尽可能短的时间内走向完善和成熟。

第一,严格上市公司标准,适当抑制股市的过度扩容。股市的发展,关键在于按股份制原则管理公司。股票如果没有公司优良的业绩支持,股市就具有很大的系统风险,股民或投资基金通过股票组合仅仅能回避单只股票风险的不确定性,对于股市中的系统风险是无法进行分散回避的,难怪当前股民入市谨慎了。为此应对现有的股份公司实行整顿,促使经营机制的真正转换。而对新股的上市,应严格标准。放眼世界,许多国家或地区都对股票发行后的上市作了明确规定,如日本东京证券交易所规定,股票发行后至少要有5年时间才能上市,且近3年必须有较好的经营业绩,最初一年要在2亿日元以上,次一年要在3亿日元以上,最近一年要达到4亿日元以上,香港和台湾地区把这个准备阶段称为“辅导过程”。这种严格的审查制度和上市基准,客观上对公司产生了一种压迫机制,迫使公司必须把注意力放在改善内部经营管理机制和提高盈利能力上。1994年7月中国证券委和证监会虽然宣布对上市公司实行半年的辅导期制度,但笔者认为目前正确的抉择应是对股票发行和上市流通间隔2-3年,并对其间的盈利水平有一个量的限制,这不仅因为有助于上市公司素质的提高,而且因为前几年股市过度扩容现在需要一个休养生息的机会。以深市A股为例,1991年6只,1992年24只,1993年76只,1994年10月125只,1996年1月142只,如此倍数递增,明显违背股市发展规律,而台湾地区股市从1962-1971年10年间新上市股数分别为5、8、6、2、1、2、0、3、4只,增加速度非常缓慢,两岸形成鲜明对比,这就不难理解大陆股市的大起大落后。

第二,在股票发行方式上,我们已进行了多次尝试,从最初的有限量和无限量发售认购表方式,到认购储蓄存单方式,以及竞价发行、定价发行、预缴款比例配售方式等,其中竞价发行

作为一种公募、间接的有偿发行方式是国际证券市场发行股票的一种较为普遍和规范的做法,其一般程序是承销商以投标方式与其它购买者竞争股票的发行权。在取得发行权后,承销商再向投资者推销,从深沪证交所通过交易系统以竞价方式发行股票的试点来看,竞价发行方式已经显示了比其他发行方式更突出的优点:减少了发行中间环节,节约了认购成本,多向选择给上市公司和承销商以巨大的压力,减轻了投资者不必要的负担,股价通过市场竞争确定,有利于股票发行价格的合理化。

第三,适时推出信用交易方式。信用交易又称保证金交易或垫头交易,投资者仅付一定数量的保证金即可买进所需要的股票,价款差额由经纪人垫付,从国外股市信用交易的实践中来看,它的有效性关键取决于运作机制和管理方式,对经纪人和投资者的保证金比率、融资融券的额度、比例、期限等都有严格的管理,目前这种交易占日本股票交易总额的 1/3 左右。它对于活跃股市的意义很大,因为投资者仅需少量资金便可买卖股票,可大幅度增加市场上股票交易的数量,同时投资者又可进行手持股票的套头交易(Against the Box),适时推出信用交易方式,既可为我国股市向高层次发展打下基础,又可使我国股市在交易方式方面早日与国际股市接轨。

第四,从我国股票发行管理的趋势而言,应该变“额度管理”为“质量管理”,现阶段由于我国企业改革尚待深入,主管机关经验还不丰富,注册会计师等专业人员素质的提高还有一个过程,审批制依然是不得已而为之的办法,但按照国际惯例,应逐步从单纯的审批制向审批与注册制结合过渡,证券委和证监会将发行条件和标准公开,成熟一个公司批准一个,并有一个较长的辅导准备期,对不符合条件的企业定不允许发行股票,宁缺勿滥,充分保证发行公司的质量。发行方向要有利于国家产业结构的调整,严格要求发行公司向公众披露有关信息,保证股票发行与交易的公开性,使投资者有机会作比较合理的投资判断。

第五,培育机构投资者,大力发展和完善股票投资基金,不断扩大其投资比重和规模,为其在股市中扮演“平准基金”的角色提供条件。这是一个“一石两鸟”的选择,一方面,基金的入市将给股市带来活力,另一方面,又有助于散兵游勇式的中国股民规避风险。当前广大股民寄投资基金以重托,看好投资基金能为股市“输血”,从而成为股市的稳定力量,但能否胜任前提是投资基金得到长足规范发展,包括基金的规模扩大、种类增多、结构优化等方面,只有相当规模的不同种类基金相互之间进行有序竞争,才能避免少数基金大户轻易兴风作浪、散户追涨杀跌的同频振荡现象。就目前成立的 70 多只基金看,大多是封闭契约型基金,其运行尚需规范,证监会等主管部门要加强对投资基金的监管,规定投资公司管理的基金用于证券投资的最低比率,最低变现率以及按期向主管部门提供材料,包括提交证券买卖的明细表。

英国著名社会学家沙普林博士曾指出:“从诞生商品经济社会以来,给予人们致富的机遇先后有三次,第一次是商业贸易,第二次是高科技开发,第三次是股票金融。”外国金融专家也预测,在未来 15 年内,中国股票市场将是全球最大市值的股市,完全有理由相信,经过 10 多年努力,中国股市将是全球最成熟、功能最齐全的股市之一,我们对此充满信心。

(作者单位:〈福建厦门市〉厦门大学经济学系,邮编:361000 责任编辑:刘根发)