

股票市场现状及 超常规制度创新

王志鹏

摘要: 加入 WTO 之后,为应对国际竞争,促进经济发展,需要我国在现有基础上发挥后发优势进行超常规制度创新,我国股票市场也应进一步优化资源配置,促进市场繁荣,吸引更多的参与者,从而巩固其在国际资本市场上的资源占有率。

关键词: 股票市场;超常规制度创新;价格发现

中图分类号: F830.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2003)01-0011-04

股票市场是股票的发行与流通以及与此相适应的组织和管理方式的总称。股票市场具有一般商品市场的基本特征:市场的参与者即买卖双方为筹资者和投资者(暂且把投机者也归为投资者,也可以看作追求商品价差的中间商);交易的商品为股票,商品的价值为其未来为购买者带来收益的现值。市场的主要功能为价格发现,通过交易双方竞价,确定出股票这一特殊商品的市场价格,进而通过价格这一市场调控之手发挥作用,使市场资源合理流动,达到金融资本最优配置。

一、我国股票市场弱有效性的根源

股票市场弱有效主要由以下 3 个方面的原因造成:一是信息披露制度不健全,二是市场对信息的处理能力较差,三是价格形成机制存在障碍。而造成这 3 个方面问题的根本原因在于以下多个方面的缺陷:

1. 资本市场结构不健全,价格形成机制受到扭曲 一方面现在上市融资的门槛较高,高科技中小企业无法获得市场的融资,风险投资的发展受到压制,导致创业型中小企业融资能力受到限制,与上市企业相比处于不公平的位置。股票市场的这种安排与企业的层级结构不相适应,导致股票市场的供求力量发生偏转,价格形成机制受到扭曲。

2. 投资者结构不合理 截至 2000 年 3 月份,我国投资者开户总数达到 4 757 万户,机构投资者 21.47 万户,占 4.5%,根据上海证券交易所的统计分析,散户投资者掌握的流通股本占到市值总数的 70~80%。与此相比,在美国、日本、英国股票市场上,散户投资者所持股票市值一般占到 20~30%。由于市场上公开发布的信息往往是未经加工的信息,一般投资者对信息的利用程度较低,市场必须通过机构投资者的分析能力和传播能力使市场信息得到充分利用。因为我国股票市场以中小散户为主,机构投资者比例太低,因而市场信息的搜集处理成本较高,必然导致市场效率低下。

3. 上市公司整体素质比较低 没有形成合理的内部管理制度,管理层没有为股东利益最大化努力的动力,甚至披露虚假财务信息误导投资者,利用内部信息操纵股价等。市场无法形成良好的投资理念,价格的信息含量低,投资者风险升高,同时为了规避非系统风险对上市公司的研究成本也要升高。

4. 股票市场开放程度不高 在不同的股票市场之间没有正常的信息传递渠道,这不利于市场纠正股票价格的偏离,同时影响了企业的融资能力。

二、以效率为导向的超常规创新

制度创新有两种形式,一是依据市场本身的力量通过渐进演变形成的常规制度创新,二是以政府为推动力,使市场呈现出跳跃式演变的超常规制度创新。

根据国际权威机构评级,上海的经济水平和发展潜力为 AAA 级,而作为国际金融中心水平则为 BBB 级,从一个侧面说明我国股票市场的低效率成为制约经济发展的瓶颈,同时也说明我国股票市场具有超常规制度创新的必要性,其目的在于突破前述制度瓶颈,降低交易成本,提高市场效率,发挥市场资源配置的功能,为经济发展服务。另外我国股票市场是新兴市场,可以发挥后发优势,利用现有技术和知识,同时借鉴国外的发达股票市场的经验教训,为我国进行超常规制度创新提供了可能性。

1. 股票市场一体化 产业经济学的研究表明,市场运行一般按照“结构-功能-效率”的逻辑进行,市场结构影响市场功能,进一步决定市场效率。其根本原因在于市场结构影响甚至决定了信息传递的效率和可靠性。股票市场的结构决定了 4 个基本的市场属性:流动性(市场在没有价格大幅变动情况下迅速买进卖出的能力),效率(市场上信息的传输、获得以及信息在定价中所起的作用),交易成本(主要是税收和佣金)和市场波动性(股票价格变动的频繁度和幅度)。前面已经说明我国股票市场为弱有效市场。

现在对股票市场改革流行的观点是建立多层次的市场体系,在当前两个主板市场基础上再创建一个二板市场以及场外交易市场,笔者以为这只是对国外证券市场形式的机械照搬。其实这种形式除了美国以外其他国家都不成功,而且德国正准备在 2003 年撤销二板市场,即使在美国,市场的分立也不是很严格,比如 NASDAQ 市场,既有创业型公司股票,也有早已越过主板门槛的成熟企业。还有人认为市场分立不同市场之间可以优势互补,互相竞争避免垄断,笔者认为这种观点忽视了股票市场作为市场这一事实。因为市场垄断往往产生于市场准入的限制和市场资源的垄断,股票市场一分为几,各自控制部分资源形成小范围的垄断反而不利于市场资源(信息、资金、高质量上市公司以及一些基础设施等)的自由流动。要提高市场效率最好的方法是股票市场一体化:合并上海证券交易所和深圳证券交易所,不设二板市场,创业型企业也在统一后的市场上融资。具体安排如下:

(1) 对市场交易对象进行细分。由于市场对不同类型的企业上市要求有所不同,因而不同股票具有不同的风险,要通过细分向投资者传递这样的信息,消除信息不对称,使投资者根据自己的风险偏好选择合适的股票。细分方法可以在现有基础上把 A 股分为一类, B 股、基金、以及创业型公司股票等,细分可以体现在股票的名称上,或者代码上。

(2) 建立股票市场品牌制度。股票的发行要由承销商来完成,证券公司为了获得高额手续费和吸引更多的业务,往往会对上市公司进行包装,股票定价也偏高。如果对股票都做

出明显的标记,标明承销商,就如同对股票这一商品加注商标,对承销商则是一种约束,为了树立自己的品牌,就必然对自己的股票负责,可以真正起到一线监管者的作用。

(3) 健全市场进入和退出机制。创业型企业股票和成熟的原主板市场股票风险不同,因此进入市场的门槛也不同,要建立健全的市场进入制度,对不同筹资者区别对待。同时建立市场化的退出机制,当前推行的 ST(以前为 PT)宽限期申请制度存在严重缺陷,为地方政府处于自身利益干预市场提供了切入点,本质上保护了本应退市淘汰的企业,助长了本来就浓厚的市场投机心理。下表是 NASDAQ 股票市场上市公司数量变化表:

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
上市数	845	737	767	992	648	487	634
退市数	347	446	547	558	717	906	858
净增量	498	291	220	434	-69	-419	-224
总数	4 611	4 902	5 122	5 556	5 487	5 068	4 844

从上表可以看出,该市场拥有极高的淘汰率,和我国股票市场几乎没有退市的事实形成鲜明的对比。资本市场是一个高风险的市场,活力来自于竞争,上市公司对于市场资金的竞争可以提高资金的利用效率,而竞争必然是适者生存,优胜劣汰,不能让劣质公司留在市场上,影响投资者的信心,浪费市场资源。要借鉴国外股票市场成功经验,建立一个具有较高流动性和透明度,公正严明,能够去伪存真,促进产业界的新陈代谢的高效率的市场,真正实现资本的合理有效配置。

两所合并可以实现规模效应,投资者只需要在一个市场开户,节省交易成本;证券公司只用在在一个市场获得席位,证监会监管也更加有效直接。目前仅上海证券交易所就设有 1 608 个交易席位,交易网络连接交易终端 5 700 个。覆盖全国、连通海外的卫星通信网每天为 3 000 个卫星接收站传达即时行情和相关信息。交易主机的撮合能力可达每秒 5 000 笔,每天 1 000 万笔,两所合并可以综合利用这些资源。两个交易所合并还可以避免市场寻租,由于两者都想壮大自身,提高竞争力,因而在争取客户时,难免降低要求,弱化其市场一线监管的职能。两所合并可以解决这一难题。

2. 优化投资者结构 目前股票市场是少数机构投资者同广大散户投资者之间的博弈,由于信息来源、处理能力等方面的差异,机构投资者具有较强的市场操纵能力,完全能够凭借资金实力对个股股价产生决定性影响。只有在机构投资者达到一定规模时,市场的操作思路才会从坐庄转向组合投资和价值投资。因此大力发展机构投资者在客观上能够促进股票市场向“效率、公平、透明”的方向靠拢。

第一,大力发展开放式基金。我国目前大多数基金为契约型封闭式,缺乏市场压力。发展契约型面向机构投资者的开放式基金、一方面可以使机构投资者迅速有效地进入市场,进一步活跃和稳定股市,另一方面由于开放式基金以净值为基础进行申购和赎回,可以使养老基金、保险基金避免价格偏离价值的风险。同时,开放式基金外部约束力的增强可以促进其运作水平的提高。

第二,推动社保资金进入股市。养老基金和保险基金的入市资金具有长期性和稳定性,其投资行为也往往具有持股周期长,追求长期稳定收益的特征,是证券市场重要的机构投资者之一。

第三,发展中外合作基金和合资券商。我国加入 WTO 之后,国外投资者也开始进入我

国,建立合作基金管理公司和合资券商,可以吸引外国资金进入国内,同时学习先进基金运作经验,促进本国基金业的发展,并缓冲外部资金大规模进入的冲击。

3. 全面提高上市公司素质 上市公司是股票市场的基础,只有上市公司全面优化,股票市场的发展才能得到保障。

第一,逐步推行股票期权制度,利用市场化手段完善上市公司的激励机制,这样管理者与股东利益协调一致,一方面避免管理人员的短期化行为,另一方面可以提升企业家素质。

第二,进行国有股减持,解决国有股流通问题,有利于改善不合理的股权结构,改善企业治理,提高上市公司质量。现在国有股减持停止是因为国有非流通股比重太高,市场规模太小,有待股票市场的进一步发展。统一股票市场发展壮大之后,国有股减持的冲击将只是局部,而非现在的普遍影响,那么市场就完全可以消化这一影响。

第三,完善上市公司信息披露机制,规范上市公司行为。持续的信息公开制度有利于消除股票市场的信息的不完全和不对称,抑制内幕交易行为和欺诈行为,实现股票市场的公开和透明。要不断完善企业会计制度,加大上市公司信息披露监管的严格程度及惩罚力度,在上市公司信息披露制度中引入民事责任,促进上市公司信息披露的及时性、完整性和规范性。

4. 积极进行金融品种创新 金融品种创新是维护市场活跃,促进股市繁荣的重要条件,多种品种共存,为投资者提供更多的选择余地,对市场参与者有更大的吸引力,有利于市场繁荣,并且投资者进行的规避风险的组合投资有利于提高市场的价格发现功能。

第一,适时推出股指期货。我国现已具备股指期货的交易条件:一是市场容量快速增加,二是投资者迅速增加,股指期货的运行具有合适的交易主体,三是法律和监管体系不断完善,有助于股指期货的风险控制。

第二,大力发展网上交易。当前的网上交易不过是证券公司利用网络技术通过自己的交易通道进行交易,是低层次的创新,只有当新兴的网络经纪商与传统的证券公司在同一平台上进行竞争,投资者能通过网络交易平台直接进入股票市场进行交易,才能引起证券经纪的革命,降低交易成本,提高市场效率。

5. 推进股票市场国际化 股票市场国际化包括股票投资国际化、股票筹资国际化、券商及其业务的国际化等。股票市场国际化,国内外市场之间信息流通渠道更加通畅,有利于市场上股票的横向对比,提高市场的价格发现能力。股票市场国际化方便学习国外先进的运作经验,有利于股票市场建设,可以促进股票市场竞争力的提高,吸引全球范围内的交易者参与,从而巩固其国际资本市场上的资源占有率。

(作者单位:上海对外贸易学院)

参考文献:

- [1] 梁定邦. 中国资本市场前瞻[M]. 北京:北京大学出版社.
- [2] 湘财证券. 海外证券市场[M]. 北京:经济日报出版社.
- [3] 张维迎. 股市寻租场[J]. 财经,2002.(8).
- [4] 施东辉. 垄断与竞争:证券交易所变革的经济学分析[J]. 证券市场导报,2002.(4).