

□ 葛开明 唐 滢

试论上海股市一、二级市场的均衡发展

随着我国改革开放的行和市场经济的发展,金融市场在我国已具雏形,特别是股票市场这几年的发展尤为迅猛。

目前上海股市规模正在进一步扩大,并逐渐辐射全国,开始步出国门,但是金融市场的改革在我国毕竟还处在试点阶段,上海股市几经大起大落,其中一个重要的原因是股市一、二级市场的发展不协调。因此,研究一、二级市场如何协调地发展将有助于股市未来的健康发展。

一、一、二级市场的功能与相互关系

一级市场是指新证券发行的市场。在市场经济体制中,它承担着将资金从富余的部门和个人的手中转移到资金需要者手中的职能,即集资的作用,为经济建设筹集必要的资金。

二级市场则是指证券发行后在投资者之间进行证券交易的市场,它的主要功能是为各种证券提供流通性。同时二级市场的价格也为一级市场的发行起了定价的参考作用,指导资金流向,实现证券市场合理配置资金的功能。

一级市场和二级市场是构成统一的、高效的证券市场缺一不可的组成部分。它们相辅相成、互为依存,组成了一个有机整体。一级市场是整个股市的基础,资金的筹集者只有通过一级市场才能达到集资的目的。一级市场是二级市场存在和发展的必要前提,离开了一级市场的发展,二级市场将成无米之炊。同时,二级市场则是一级市场的重要保证,没有二级市场,证券不能自由流通,投资者的收益不能兑现,无法灵活地选择投资对象,以实现其投资策略,就不愿意购买和持有证券,从而阻碍一级市场证券发行工作进行。总之,只有一级市场和二级市场互相配合,协调发展,才能形成一个高效率的证券市场。

二、上海股市的现状分析

1. 上海股市一、二级市场发展的不协调主要表现在两类市场的规模和价格两个方面。

(1) 两类市场规模的不协调

迄今为止上海股市的一级市场共发行股票近 140 亿元人民币,全国则达 389 亿,从发行的绝对数量上来看,增长的速度较快,但发行的股票占 GNP 的比例还很低。

以发行量最大的 1992 年为例,沪、深两地发行的股票总额仅占 1992 年 GNP 的 0.54% (130/23938)。可见我国目前一级市场的规模虽扩大,但与国外发达国家相比还有很大的差距,如 1989 年澳大利亚股票发行额占 GNP 的 35%,瑞士占 180%,美国占 66%。证券市场还没有成为市场经济机制中的重要筹资渠道。这种情况是我国经济体制改革的现状所决定的。股份制改革在我国还处在试点阶段,作为股票市场赖以生存的基础,股份制企业的试点还没有全面铺开,符合上市公司要求的公开发行股票的规范化的股份公司数量还不多,一级市场还处在相对幼稚的阶段。

与发展幼稚的一级市场相比,上海股市二级市场的发展令人刮目。1993年上海股票的发行量为50亿元,但二级市场股票的交易额达到2182亿元,市价总额达2541.8亿元。整个二级市场呈现交投两旺,交易量稳步上升的局面。上海证交所会员至今又增加至541家,交易席位达到3154个。在全国40多个城市开通了异地委托专线。投资者的队伍也在不断壮大,由1992年的130万,发展到现在的500多万,这一切都说明目前二级市场的规模正在迅速扩大。随着新的卫星通讯系统的投入使用,上海股市的辐射面将进一步扩大,但目前二级市场上市交易的数量还太少,至今上海一级市场共发行140亿元股票。

与二级市场相比,一级市场的发展相对迟缓,一方面二级市场的发展速度迅速扩大,日成交量的记录不断被打破,另一方面二级市场的容量缓慢(1993年在全国发行50亿元,仅为1992年沪深两地发行量的38%,1994年新股的发行工作暂时中止)。一级市场是二级市场生存的基础,理应先于二级市场发展,但是目前一级市场滞后于二级市场发展,严重制约了二级市场的进一步发展,造成了两类市场发展的失调。

(2) 两类市场价格的失衡

目前上海股市一、二级市场失调的一个很突出的问题是一、二级市场上股票价格的巨大落差。一级市场的股票发行价格与二级市场的交易价格平均相差6—10倍,造成一级市场上的投资获利惊人,而二级市场上投资成本高,风险大,这种反差,破坏了两类市场之间的价格联系,不利于两类市场的均衡发展,造成这种现象有多种原因:

A. 二级市场价格波动大,不能为一级市场的定价提供基准。二级市场应该为一级市场起定价的作用,但由于目前上海二级市场股价走势不稳,时有大起大落,造成二级市场的价格参考作用降低,难以形成一、二级市场相依相存,互为依存的关系。

B. 二级市场的价格与价值背离。在一个有效的、成熟的股市中的股票的价格是以股票的内部价值为评判标准的。股票的内在价值是对公司的财务状况、收益前景及其他影响公司发展因素的综合。而目前上海股市投机盛行,股票的价格本身缺乏科学性,难以成为一级市场的参照系。

C. 两类市场定价机制分离,一级市场定价缺乏科学性。在二级市场采取市场竞价的方法,价格放开,完全由市场调节。而在一级市场则是采取有计划的定价方式,形成价格的双轨制,两者缺少内在的联系。一级市场的定价关系重大,它直接影响二级市场的稳定发展。由于计划经济的影响,在一级市场发行定价没有引入市场机制,受行政干预,甚至是人为的影响过多,造成目前一级市场的发行价与二级市场市价的巨大的落差。这种落差又进一步刺激了市场的投机性,造成一种恶性循环,股价越炒越高,一、二级市场价差越来越大。

2. 一、二级市场发展的不平衡所带来的后果。由于一、二级市场发展的不平衡,造成了目前上海股市的不良后果。

(1) 股市深度、广度不够

由于一级市场发行的股票数量受到严格控制,从而制约了二级市场上可供流通的股票规模,而二级市场的规模超前发展,大大加剧了供求矛盾,造成二级市场的振荡。1992年的上海股市就经历了波峰谷底的大振荡,在这之前的长达一年5个月的时间里,股价一路上扬,上证指数上升至历史最高点1420点,这种人为哄抬的股价,严重背离其内在价值,终于难以为续。从5月26日起,股价走势突然转向,上证指数由最高点经5个月的下滑,最后跌到400点,特别是8月12日,上证指数直泻56点。股市的价格不稳,波动大,正好说明上海股市的深度、广度还不够。

市场的深度是指股票紧紧围绕着市场价格成交,而价格波动的振幅很小。一个有深度的股市交易时,能够围绕着市价,连续地产生买卖盘,由于各报盘之间的差距很小,所以最后的成交价的变化非常小,即价格变动的连续性(而成交量相当大),这种市场的风险就比较小。市场的深度是衡量市场成熟与否的重要标志,要达到这一点,必须使投资者拥有一个良好的、快捷的、便利的通讯系统,以使他们及时了解行情,并及时对行情做出反应。

市场广度的概念是指交易量大,在同一瞬间产生的买卖盘非常多,这样就便于成交,而且也减小了价差。在一个有广度的市场上,投资者也更愿意减小卖出价的差幅,因为成交的机会很多,因无法出手而造成损失的风险很小,这无形中也就减小了价格的波动和风险,而且一旦市场价格失去平衡后的回复力很大,这个指标反应了市场面对大盘买卖的消化能力。

有深度、有广度的市场的一个重要的条件是市场必须具有相当的规模,而上海股市的发展不足,造成二级市场能交易的股票数量相对太少,没有形成一定的“规模效应”。市场对于外界因素的微弱的变化,往往也会产生过分剧烈振荡,表现为投机性强的特征,也容易为一些大户所操纵,而损害中小投资者的利益,增大投资风险。

(2)一级市场发行困难

二级市场的功能之一是为一级市场的发行定价。当前二级市场的价格不稳是造成一级市场定价不准、发行困难的原因之一。由于一、二级市场的失调发展,造成了发行价格与流通价格背离,原始股上市后涨幅过大,造成一级市场股票的需求大大增加,给一级市场的发行工作带来了压力。深圳就曾发生过因购买认购证而发生骚乱的事件。

(3)资金的使用效率不高

证券市场的一个主要功能就是吸收社会闲散资金,把一部分消费基金转化为生产资金,推动经济的发展。但目前一、二级市场发展的不均衡,造成大量的资金滞留在二级市场,耗在“老股”的炒买炒卖的过程中,而真正投入到经济生产活动的资金只是一级市场发行新股时筹集到的资金。目前上海股市一级市场的股票近140亿元,而1992年二级市场的市价总额已达558亿元,这说明资金的使用效率极低,造成社会资金的大量浪费。从强化集资的功能、提高社会资金的使用效率的角度来看,当前应积极发展一级市场,逐步缓解两类市场失衡的矛盾。

二、 问题与对策

一、二级市场协调发展将关系上海股市的健康发展,我们应从几方面来解决这一问题。

1. 进一步深化体制改革,加快股份制企业的试点和建设。

股份制在微观上能改变企业的经营机制,增强企业活力,使得政企分开,在宏观上能起到调整产业结构,打破部门、地区分割,调节资金流向的作用。所以加强股份制改革的建设对于整个经济体制改革的顺利进行具有深远的意义。

股票市场推行是股份制企业的必然产物,而我国目前的股份制建设还处于起步阶段,可以说股票市场赖以生存的土壤——股份制还远没有达到相应的要求。没有众多成熟、规范、经营效益良好的股份制企业,就不可能产生一个发育完好的股市。只有在股份制建设取得成功的情况下,有了众多符合上市条件的股份公司,股市才能逐渐成熟起来。因此股票市场要发展,股份制改革是基础,离开了这一根本,一级市场的扩大发展无从谈起,二级市场的稳定也难以形成,所以解决目前一、二级市场不协调的一个根本出发点还是应加强、加快股份制的建设。

2. 发展股市的规模,当前特别要注意加快一级市场的建设和发展。

在加强股份制改革的同时,适当扩大一级市场的规模。上海今后的目标是成为远东的经

济中心。与亚洲的一些股市相比,上海股市的规模还很小。以与中国人口和经济规模差不多的印度为例,1990年的股票上市公司达到6500家,市场资本额则近500亿美元。上海股市的目标是成为现代化程度较高、辐射面广,与国际市场接轨的一流市场。所以应以进一步扩大股市的规模,使其向深度和广度发展,当前应把重点放在发展一级市场上。一级市场的扩大有利于吸收更多的资金,直接用于经济活动,缓解企业资金来源困难问题,同时也可以满足广大股民的投资热情,为二级市场的发展奠定基础。

(1) 制定发展的规划

一级市场的发展既要积极又要稳妥,应有计划、有步骤地推行。我国现在建立了证券管理委员会,改变了过去政出多门、步调不一致的弊端,有利于加强对股票市场的管理和制订协调发展的规划。深圳证交所已拟订了宏伟的发展规划。他们的目标是在四五年后成为西太平洋地区的新兴国际市场,在下个世纪前10年建成环太平洋地区重要国际性证券市场之一。上海股市也应有自己的发展计划和目标,近期目标应是扩大规模,向全国辐射成为全国性的股市,远期目标则是市场的国际化。

(2) 规范股票的发行

一级市场的主要职能是发行股票,但目前发行工作中还存在许多不规范的地方,如在发行的过程中,一些法人股徒具法人之名,实际为个人所有,甚至一部分成了组织关系网的关系股;国家股、法人股、个人股在发行时同股不同价,造成以后二级市场收益分配的混乱状况,一些人借机兴风作浪,影响二级市场的稳定。

按国际惯例,股票一级市场的发行应实行市场发行,即使是内部股权证,也要按公平、公开、公正的原则发行,尤其要规范政府的行为和发行公司的行为,党政人员要按公务员制度来约束自己,不搞权力占股。

(3) 发行价格的科学化

确定合理的新股发行价格是一级市场发行工作过程中最困难、关系最重大的工作,它直接影响一、二级市场的稳定,目前我国一级市场发行新股多数是溢价发行。溢价发行是指以高于其面值的价格发行股票的方式。一般人认为溢价发行有许多好处:A.使发行公司得到一笔额外的收入。B.有利于投资者加强证券投资风险意识。

其实溢价发行的收入作为公司筹得的资金,仍然属于全体股东所有,因此,以为溢价发行公司从投资者那儿获得额外的收入的观点恰恰忽略了公司为股东所有这一本质。股东的利益只取决于筹集到的资金的数量,而与其面值无关,在国外还时有无面值的股票发行。也就是说只要在发行时,实行同股同价的原则,溢价发行既不伤害投资者的利益,也没有为公司带来“额外”收益(当上市公司向社会公开溢价增股时,其溢价将影响新、老股东的利益分配,与我们讨论发行原始股的情况不一样,在此不作讨论)。

溢价发行能增强投资者的风险意识的说法也并不科学。投资者的风险是客观存在,没有溢价发行的股票同样存在风险。由于溢价发行并不影响投资者的收益,因此也并不影响投资的风险。溢价往往使投资者产生不切实际的、对投资回报率过高的期望,对二级市场的股价产生冲击,增强二级市场的投机意识。

从实际的情况看,采用溢价发行的办法并没有解决两类市场的价格落差,产生两类市场价格背离的根本原因是两类市场的价格机制不完善。

目前采用的公开发行人认购证的办法,虽然是防止内部人员持股,缓解供求矛盾的一种配售方法,但是将增加投资者的投资成本,势必造成这部分成本在二级市场上加以消化,对二级市

场股票价格造成压力。这种配售方法只能是暂时的措施,要从根本上解决发行困难的问题,在于改革发行价格的确定办法。

根据国际的惯例,一级市场的发行可以尝试采用公开拍卖的方式。由作为一级发行市场的自营商的证券公司自由地竞价购买新股票,对于这些证券公司的信誉、资金等方面应有严格的规定。证券公司购得股票后,再推向投资者。这种在一级市场上采用市场的定价机制的方式,对平抑二级市场的投机行为将起到一定的作用,但要真正使得一、二级市场的价格相协调、相衔接,除了运用二级市场的定价功能外,还应稳定二级市场的秩序。

3. 二级市场的稳定。

二级市场的稳定是个很复杂、很重要的工作,只有二级市场稳定了,一级市场才能继续发展。目前二级市场不稳定的一个重要原因是迅速扩大的投资队伍,狂热的投资热情与相对不足的交易的股票之间的矛盾。规模过小的市场是一个容易被操纵,易于波动、起伏频繁的市场,有相当的不稳定性。

(1)发挥国家股的主导作用。扩大股市容量,提高可交易股票的数量的一个较为有效的方法是让国有股、法人股上市交易。目前国有股、法人股、个人股的比例大约是7:3:1,一级市场发行的股票不足,而这些已上市股票中仅有不足20%的个人股允许在二级市场上流通,占主导地位的国家股、法人股则被排除在流通市场之外。在二级市场上,主要是以自营的证券机构和个体投资者为主角,国家这个“大股东”反而放弃了对股票市场的“领导权”。

国有股参与股票市场的交易,有助于阻止股价波动过大,并使得国有股的收益得到兑现。从某种意义上讲,国有股的上市,方便了股市的调控,它能在一定程度上缓和上海股市的供求矛盾,抑制股价的过分波动,防止因过度投机而引起的大起大落,这对于国家、股民和股市的健康发展都有利。国有股的这种调控股市的作用,比法人股有更大的优越性。法人作为一个经济实体,它的行为更多地考虑的是自己的经济利益,而国有股代表了国家的利益,它有责任、也有能力为股市的稳定做出自己的贡献。

有人担心出卖国有股会损害公有制经济的主导地位,这个担心是多余的。对于关系国计民生的产业,国家应掌握其控制权,但这并不是说,只有掌握简单多数才能取得控制权。以日本的经验,拥有30%的股权就可以达到控股的目的,国家没有必要在每个行业都去控制。而且国家还可以在二级市场上通过买卖来灵活掌握对企业的控制权,如以平稳股市为目的,操作有度,并不会招致国有股权的流失。

(2)法制化、规范化。随着股市规模的扩大,法制化、规范化的重要性日益显现。市场规范化、法制化的根本出发点是保护资金的合法权益。这一宗旨体现在证券法规中和具体的监管实践中。目前在二级市场应加强对证券商的管理监督。现在证券商存在的问题有:私立土政策,轻视、侵犯散户的利益,自营与代理混为一体,引起股价不正常波动,从业人员违反规定,对亲友开方便之门。对于投资者,特别是机构和散户,则要防止他们拉抬股价,坑害散户。法制化是规范化的基础,应尽快推出各项细则,使大家有法可依,然后就是切切实实地去实施,做到违法必究。

(3)变投机市场为投资市场。目前上海股市投机盛行,这对于股市的长期稳定发展不利,上海股市能否成为一个投资市场而不是投机市场将是上海股市能否成功的关键。一方面应规范大户、机构的行为,提高投资者的水平,另一方面应培养各种基金形式的机构投资者,起到稳定市场、带动大局的作用。