

上海股市的问题与前景

Problems and Prospects of Shanghai Stock Market

郑 韶

(上海社会科学院部门经济研究所, 副研究员)

上海股票市场, 自1986年9月初开柜台交易, 1990年12月成立证券交易所, 现已达到了上市股票30种, 市价总值近300亿元, 开户股民70万户的规模。证交所会员已超过100, 达到23个省区的106家, 共占有席位212个。今年1~8月累计成交近200亿元。证交所并以电脑自动撮合成交、无票交易、自动清算、交割、过户的先进手段, 令海外同行刮目相看。然而, 中国股市毕竟还处于发展之初。万事开头难。开创探索阶段难免产生种种问题。分析这些问题有利于市场的健康发展。8月下旬, 笔者对上海股市的管理和经营部门, 以及若干上市公司作了一次集中的访问考察, 获得某种程度的全面印象。现将感受到的突出问题作一概述。

一、一、二级市场的协调发展问题

从1984年底始发第一种公开股票起算, 直到1992年初, 上海本市共公开发行股票10种, 上市7种。步履之缓慢, 令各方难以忍耐。然而今年3月以后, 风云突变, 发行、上市全面加速。5个月内, 发行公司净增51家, 股本总额增至114.9亿元; 上市股票增加到23家公司的30种, 股本总额达95.5亿元, 是5个月前的24倍; 市价总值达298.6亿元, 是5个月前的将近7倍。当时, 股市投资需求确如饥渴交加的饿汉。然而, 过量食饮的过快输入, 顿使“胃纳有限”的二级市场产生“消化不良”乃至“厌食”、“恐食”、“寒热”等种种病症, 突出表现为“8.12股震”。股震使股市降温。以一周股票周转率作比较, 8月24日至28日交易周为21%, 而3月16日至20日交易周为25%, 降幅达16%。同时牵低债券市场走向清淡, 8月24日至28日交易周成交仅0.36亿元, 是1992年最高指标的3.3%, 最低指标的30%。公司债券、金融债券自6月中旬以来经常有三分之一以上保持零成交纪录。

股市的震荡引起各方面对一、二级市场的有

计划协调共进问题的重视。不能主观地用某一时点的股票市价乘以计划发行量来计算实际筹资总量。这种机械的、直线式的思维方式与市场机制格格不入。违背市场规律的跳跃式扩张已使上海股市实际上遭受了挫折。主管部门应当将发行与流通、股票市场与债券市场的协调发展作为重大课题, 从资金的供求、证券品种的配置、证券发行、上市节奏与数量安排, 以及社会的、心理的各方面因素作深入、细致、科学的研究, 作出长期、中期、短期的综合计划安排。决不能靠拍脑袋、大手笔逞快于一时, 而无视市场规律的内在制约作用。

二、集中事权、规范管理问题

初挫后市政府各部门、证券中介机构、发行公司, 以及人民银行已达成共识: 统一事权的、有权威的证券管理委员会为证券市场健康发展所必需。事实上, 上海市证监会已经由报刊公布设立。这表明各方已经认可这样一个事实: 原由中央银行统管证券市场的格局已无法有效地管理快速扩张到社会广大层面的证券市场。关于证监会的地位, 各方均认为应是一个远于政府而近于市场的独立机构。其职能应相当于市场警察, 相当于证券业最高检察院, 拥有对证券市场实行全面监督管理的全权。但在若干方面仍有不同看法。其一, 人民银行根据现有地方法规和中央规定承担的主管职能何时、以何种方式转移到证监会? 其二, 证监会成员由人民银行及市政府各相关部门合成为宜, 还是由官员与专家共同组成为好? 其三, 证监会以属地化为好, 还是仿照美国模式在中央一级设证监会, 各省市派出办公机构为宜? 其四, 证监会应归属中央银行、财政部, 还是其他哪一个部; 或者归全国人大或国务院直辖更合适? 不管证监会如何设置, 其成员必须懂行、精干, 其职权必须集中、有效, 则又是各方共识。

任务。

三、公股的设置与流通问题

这是在社会主义公有制前提下股份制与股票市场所要解决的关键性的理论与实践问题。理论上姓“资”姓“社”的问题可以暂且不论,但实际操作中却必须保证国有资产的安全和它的保值与升值。在发行市场,国家成功地运用政策法规达成了集资融资,以及使国有资产存量普遍升值的目标,尤其从溢价发行中吸收到了大笔社会资金长期无偿使用。本来担心的存款搬家问题,实际不成其为问题。居民储蓄存款转为股本之后,一部分会以企业存款形式返回银行,银行因此可以减少存款利息支出;另一部分化为建设投资,因此国有企业转为股份有限公司对国民经济总体有利无害。

与发行市场相关的问题在于:

1. 国有资产以1比1转为股本,而社会法人与个人以溢价购买股份,被认为是同股不同价,有失公平;
2. 国有企业以自主支配的资金购买其他公司法人股,可能造成国有资产流失;
3. 集体企业中由国家给予政策优惠而形成的资产如何确定其所有权。

在流通市场,公股的动向影响甚大。本来,借助股票的流通推动生产要素的合理流转与重新组合,是股票市场固有的正面经济功能。因此作为公股的国家股、法人股完全应当与个人股在同一市场平等流通。然而国家股数量庞大,一旦开放上市,就会轻易地将全部由个人资金支撑的二级市场压垮。目前发行企业也倾向于限制国家股上市,就是怕此举会压低本企业持有的法人股以及职工持股的市场价格水平。另外,国家股的人格代表究竟由国有资产管理局一家任命,还是让企业主管部门分任,有待于政治体制改革的配套进行。更深一层的问题是,一旦由国有资产管理局一家集中管理国家股,是否会产生新的过度集中控制,是否能避免股市垄断与操纵,还需要实践,并在实践中完善法律环境。

法人股作为公股之一,因其数量不断增大,同样拥有对流通市场的威慑力。这种威慑还由于法人只能抛售而不能买进股票的单向流通方式而使法人股变成纯粹压迫股市的“为害甚烈的一股祸水”,一个“上海股市的隐患”(北京一证券周刊语)。更因为法人股实质多为个人集资购买而成为发行不公正的一个例证。目前将法人股关入笼子只是权宜之计。有人建议,可否将假法人股转为企业债券。法人股对上海股市形象损害极大。然而,由于利害关系涉及面深广,全面清理将是一项艰巨

四、财务会计问题

财务会计制度不合股份公司规范,是企业转制过程中一个突出的,也是难以一举解决的老问题。涉及的具体问题甚多:公有资产评估中帐面资产的调整与调整后增值部分的归属、未来利润预测的正确性、溢价发行所得差益的归属、会计名称与科目的统一、发布期限的时限、财务报表发布的权威性,等等。

财务制度的规范化是股市公开原则最重要的体现范畴。而规范的会计师审核制度则是监督企业财务资讯,使之准确可靠的前提。然而在计划体制下形成的行业性会计审计制度使得会计系统实际上成为企业的合作伙伴,甚至服务机构。结果一些不理想的事实被掩盖、被涂饰或被扭曲。同一发行公司的财务资讯对内、对外差异不一,尤其增加境外投资者的不信任感。因此加强会计师的培训、考核、资格授予应予充分重视。会计师事务所应打破行业配置格局,努力形成独立、客观、公正的社会性财务监督、保障机构体系。

五、B股的评价问题

电真空在去年底首发人民币特种股票,带有某种急就章色彩。实际上,B股方式在国际资本市场并不是流行的吸引外资的方式,印尼的试验已经失败。只有菲律宾还在实行,而且境内人可以同时购买A、B股。事实证明,通过投资基金,让外国投资者按照机构间接—机构直接—个人直接投资的步骤逐步进入中国证券市场,是有成功经验可资借鉴的稳妥方式。从目前发行的阻力加大和交易价低、量小等实况可以感觉到,B股的市场状况令人不安。主要不利因素在于以下三方面:

1. 会计制度不合国际规范;
2. 发行企业素质成长前景及外围环境并不比新加坡、香港、马来西亚、泰国等地的同类指标更理想;
3. 境外投资者无法及时得到准确的公司资讯,交易管道不甚便捷。

因此有人提出,中国B股出台是否太早、太匆促了一点,对B股的期望是否太高太理想了一点。当然,也有人提出,目前在香港以“中国概念股”为目标的投资基金已有十六、七支,聚集资金近20亿美元之多。只要加快完善相关制度,B股市场仍可有相当发展,只是发行速度与规模需要审慎节制。并且,由于沪、港两地均可发行B股,主要销售市场都同在香港,而且不少企业正争取在港以不超过1

倍的低溢价在港直接发行股票,客观上加剧自我竞争,因此还需要国家重视加强宏观协调。

六、证券中介机构的责任与权利问题

中介机构包括证交所与证券商两方面。

上海证交所为事业法人,目前在行政体系内并无位置。太平无事时各部门都可以管一管,但出了问题却无人认真管。证交所承担了过多的管理流通市场的责任,因而市场出现的矛盾纠纷也集中指向交易所。今年发行规模膨胀,上市进度加速,使交易所在管理与操作上承受巨大压力,但付出的代价未得到相应的报偿。从业人员的权益未得到应有的保障。所外人士认为,这种责任与权利的脱节应当加以调整。适当提高报酬与必要的福利待遇有利于从业人员廉洁、高效地提供服务。

证券商以及证券从业人员同样存在责任、权利脱节问题。从业人员在艰苦环境中超时超量劳动,但所得并不比银行员工更多。与股市一些暴富股民相比,更易引起心理失衡。这是股市各环节出现种种违规现象的主要根源之一。为此可以考虑“高薪养廉”办法以及有控制地开放从业人员买卖股票。证券商的责任与权利配合涉及不同的内涵。证券商的主要目标是通过经营与提供服务创造利润,政府同时又要求它们对稳定市场作出贡献。在全部证券商均为国营企业的情况下,政府的要求并不悖理。然而不同背景使证券商的利益关系出现另外形式的权、责分离。本市与外地的证券商可以有不同的政策规范与行为准则;拥有金融机构后盾的证券商与独立证券商在资金运筹能力上大相径庭。种种差异促成以追求企业利益为唯一目标的行为方式,并引发五花八门的不正当竞争。证券商经营赢利的权利与维护市场总体利益的责任在实践中被裂解了。业内人士呼吁:证券业务必同银行业分离,同投资信托业分离。一则保护存款与信托投资安全,二则确保公平竞争。

证券商权利涉及一个自营与经纪的分合问题。管理部门强调,交易市场管理的最高原则是保护投资者,因此自营与经纪、与基金管理都应严格分立。证券商则认为,证券经营机构可有专业及综合之分,有条件的证券商在严格管理下,应当可以兼营承销、经纪、自营、投资顾问、垫头交易、基金管理等各种证券业务。问题的关键在于强化对证券经营机构的资格审核与业务管理。不能对不负责任的机构赋予权利,也不能对合格负责的机构施加过多限制。

七、关于立法原则

证券市场规范化的基本建设是加快立法。证券立法是法律体系中一个支系。完善的证券法规有待全部法律体系在改革中成熟定型。比如,作为证券法律母法之一的《公司法》至今未制定,就使《证券法》或《证券交易法》的制定缺乏基础构件。因此,证券立法应当作为一个立法系统的一支统筹考虑,协同并进。立法部门应当对《公司法》、《经济合同法》、《破产法》、《会计师法》、《证券法》、《投资银行法》、《投资咨询(顾问)法》、《投资信托法》以及《刑法》、《民法》、《行政诉讼法》等相关法律的制订与修订作出系统的立法计划,使立法科学化、系统化,此其一;立法宜超前,以免经常动大手术,此其二;立法宜粗不宜细,以便增订切合实际的实施细则,此其三。各方认为,由于中国幅员广阔,地区差别甚大,参照美国法系较为合适。有一种意见认为,西方证券法律体系是积数百年经验教训融炼而成,中国证券市场在运行机制上同西方市场并无实质区别,因此不妨仿照行使。关键的差别点在于保护公有制不使受到损害,因为这是《宪法》规定的最高准则,决不能动摇。

上述七个方面反映了上海股市相关各方对于股市存在问题的认识水平。笔者认为,有些问题应予进一步深入剖析。

首先是市场结构发育畸形问题。由于历史的原因,直到今年5月,上海股市只允许个人投资者买卖不足1.5亿元的社会个人股。筹码供应的长期不足与入市资金的巨幅增长促成了高股价、高市盈率、高周转率,与此相应的是投机炒作成为股市主流。股市在8月重新开放开户之前,基本上是一个类似个人会员制Casino的畸形市场。它与占有上市公司总股份大多数的国家股与法人股毫无关系。从而根本不能发挥股市的主要正面功能——通过股权在市场的交易转手促进生产要素、社会资源的重新组合与优化配置。畸形的市态又与若干畸形的思维与行为定势相辅相成:买到股票就能赚钱;股市之利在于短线炒作,争取差价;差价的期望值要在2位数以上;政府会保护上市公司、股市和投资者不受损失,如此等等。结果,当大量新股如巨潮般接踵涌来,尤其是在公股蓄势待放,随时冲向个股市场的形势下,既存股市供求关系随即被压迫变形,股民的心理与行为定势也在巨潮冲击下被扭曲,市态变得敏感、脆弱、多波动,投资行为更加短期化。公股与股市的关系尤如水火之不相容。于是,本来希望逐步开放公股入市流通的合理进程不得不暂时中止。上海股市就在新的数量级上维持了原有的偏狭畸形市场态势。这是上海股市不成熟、不规范的一个最基本的表征。这个问题如不能得到解决,股市的一切成绩就只具有

预演取得有限成功的意义。如果把这些有限的成绩放大为全面成功的标志,恐怕今后的发展构想将会强化畸形趋势而不是规范市场结构和市场行为,从而有损于将上海建设成为国际金融中心的壮志宏图。

其次是A、B股的相互关系问题。相对A股而言,B股从发行到上市的进程要短促得多。这突出反映了利用B股吸收外来长期投资的迫切心情,以及发现“集外资不举外债”捷径的过分兴奋。将它定名为人民币特种股票并严格限制其购买者的境外身份与投资的境外来源,一方面与吸收外资的目标相吻合,同时也有着防止外资直接插手初生国内股票市场的防卫意图。这种在国际上并不流行的涉外证券投资方法不无成功的可能,如果相应的规制适应其特殊的运动规律的话。然而问题就在于我们把事情设想得过分理想,过分简单。尚未看到第一种B股上市交易的成功经验之前,就一举推出了多达八种的新B股。迄今多数上市B股的市价都跌进了发行价。这种情形如果发生在A股,人们也许可以用“崩盘”来形容惨淡的市态。除了前述的三点原因之外,B股发行的过高溢价应是造成交易形势难看的重要原因。B股的发行价均在面值的4倍上下,发行价市盈率多在20倍以上,这与相应的国际水平2倍以下和10倍上下相差太远。如果没有杰出的公司业绩与国际水平的流通环境支撑,不能指望境外投资者(主要是承销商的关系户)以充分的信心作长期投资打算,也很难看到股价跌破发行价之后重新回升到面值4倍以上的水平。由于这种过高发行价格是依靠了众多客户的某种牺牲来维持的,并且发行价本身已经超过本地市场的上市股价水平,一旦上市,就只有涌向抛售变现以减少损失的一途。对于高溢价造成上市困境的情形,可以找出一个成功的例子作一反证:深圳某公司在香港以1.5倍溢价发行股票,供求比达到1:370,首日上市价率升至4.5元,目前维持在3.5元的水平,市价高出发行价仅1.3倍。

上海主管部门并没有忽视B股高溢价的潜在危险。问题是上海A股的发行公司无法将B股价格水平压低到国际市场可以接收的水平。因为A股市场的畸形发展已经将A股发行价钉住在面值4倍以上的高水平。一旦B股压低太多,便自然引起许多合理的批评:一物二价,违背商品交换准则;A股贵而B股贱,有媚外欺内之嫌;同股不同价,而股利相同,有损同股同权原则。在国内投资者看来,这是B股对A股侵权;在境外人士看来,这表明市场规则不公平,不公正。由此看来,B股市场之所以陷于两难境地,A股市场发育畸形是基本的制约因素。

股市问题种种,根子在于公有制体系中引入市场机制所激发的矛盾冲突。股市之所以畸形,起

因于发行管制谨慎小心导致股票长时间供不应求;发行价之所以就高不就下,是基于国有资产保值升值的规定;股价之所以长时间攀高不易走低,是由于政府保护性干预养成股民盲目的安全感;公股之所以进退失据,先是忧虑国有资产流失,后是怕一旦入市会打压市场;市场行为之所以多见怪招劣迹,是由于上市公司和证券经营机构均为国有或公有企业,不必担心违规违法行为会遭受政府的严厉处置;在管理意念方面,计划型、统制型、家长式的思维方式仍在自觉不自觉地发生作用。上述种种,一定程度上与股市机制所要求的等价交换、公平竞争、投资者利益至上等原则相悖。然而,许多明显不合市场规范的现象又不可能一朝消除,于是给中国股市的探索者尤其是上海的探索者们造成种种难题,提出重重挑战。其困难的程度是任何一个市场经济国家股市管理者所无法应付的,因为他们从未经历过计划型公有经济向市场经济转轨,又不能否定公有制的复杂进程。

所以,成功之路还得由我们自己来探索。根据现存问题的轻重、难易、缓急,可以设想分阶段渐进的大体步骤:

1. 立即组建和充实证券管理委员会,集中统一管理事权;制订市场规则并强化监督执行权力与能力;着重对证券中介机构的行为进行全面的检察与监督。

2. 对市场扩展与国际化的进程作出全面的、切合国内外经济环境及其未来变化大势的计划,并付诸实施。重点在于协调直接融资与间接融资、股票与债券、一级市场与二级市场、A股与B股、新股与公股上市频度和力度这五大数量关系,使股市发展保持稳健壮大的趋势。

3. 加快立法,重点在于制定《公司法》、《证券交易法》以及《会计师法》,其次是《证券投资信托法》、《涉外证券投资法》,以及税法、民法、刑法的相应修订等。

4. 对证券及证券相关事业的从业人员、管理人员进行全面培训、教育,以及考试、考核,培养合格人才,提高人员素质,为证券业的规范化、国际化提供基础。

对宏观管理当局来说,上述四点可以分别重点、次重点同时并进,也可以分时段依次安排重点。关键在于明确思路,迈步前行,徘徊摇摆只会贻误时机,扩大困难程度。只要上下左右齐心协力,上海就有充分的理由率先建成一个高效、有序、公平的股票市场,一个规范化、国际化的证券市场。

(责任编辑 蔡德诚)