

证券市场十大运行机制

Ten Operating Mechanism of Stock Market

高 岚

(陕西财经学院, 研究生)

刘 东

(中国人民银行西安市分行)

证券市场运行机制是指证券市场中各个部分、各个经济主体间的相互联系和相互作用的制约关系,它是证券市场运行的核心问题。我国证券市场的发展刚刚起步,市场运行机制也正处在形成之中,本文就我国证券市场运行十大机制的形成及其作用过程作简单的分析。

一、融资机制

证券市场的融资机制是由证券本身的分割性和流动性决定的。筹资人的资金需求通常是很大的,而闲置资金的供给却是零散的,证券的发行等于把企业的巨额资本需求分割成一个个较小的单位,从而解决了资金的巨额需求与资金零星盈余之间的矛盾,这就是证券的分割性;流动性是指有价证券在投资者手里经过不断地买卖,把短期资金衔接成长期资金,使企业能在较长一段时期内稳定地使用所筹集的资金,解决了短期资金所有者和长期资金需求者之间的矛盾。证券市场的融资机制正是在解决上述两个矛盾的过程中发挥融资作用的。

长期以来,我国社会融资仅靠国家计划一条途径完成,不含任何市场机制的作用,结果导致了融资渠道不畅,融资效益下降,资金短缺和资金严重浪费并存等一系列问题。改革以来,由于重视市场机制,运用了多种融资手段,促进了经济的发展。但与其它国家相比,我国证券市场规模小,通过市场融通资金的比例占总资金的比例低,截至1990年底,全国累计发行各类有价证券近3 000亿元,证券余额超过了2 000亿元,累计转让交易额500多亿元。从同期社会资金潜力看,城乡居民储蓄存款总额达8 000亿元,此外还有近2 000亿

元的社会闲散资金,证券余额仅占储蓄存款总额的1/4左右,巨大的社会资金潜力为证券市场进一步发展创造了条件。由此看来,我国证券市场融资机制发挥作用的的空间非常大,随着证券业的不断发展,证券融资将成为社会融资的一种主要形式。

二、价格机制

证券市场的价格机制又可划分为发行价格机制和流通价格机制。

1. 证券的发行价格机制

从理论上讲,证券的发行价格由市场收益率、债券的票面利率、企业的信誉,以及对经济前景、企业发展前景的预测等多种综合因素决定的,实际发行价格通常对面值有所浮动,一般采用溢价和折价发行。我国证券基本上都按面值发行,发行时很少考虑证券本身的优势或劣势。受这两年“股票热”、“证券热”的影响,个别证券有采用溢价发行的,但还未出现折价发行的情况。总的来看,我国证券市场上发行价格的形成还不完全符合市场原则,有待进一步改进,以适应市场灵活变化的需要。

2. 证券的流通价格机制

健全的流通价格机制,其作用过程即市场对各种证券及证券发行人再评价的过程,是优胜劣汰的过程。在证券的二级市场上,投资者的购买行为和出售行为使得某些证券价格上涨,某些证券价格下降,价格变化的信息迅速传递波及企业,使经营好的企业可以继续通过市场筹集资金,而经营不好的企业则难以再获得资金,生产因而受到制约。由于我国目前的二级市场很不发达,通讯手段落后,证券的流通局限于区域性的、辐射范围较

小的市场,加上大部分二级市场供求很不平衡,流通价格的形成难以体现优胜劣汰的市场原则,说明了我国证券市场的流通价格机制还很不健全,其作用过程也受到限制。所以,在发展发行市场的同时也要重视流通市场的建立,使证券市场的价格机制不断健全和完善。

三、收益机制

进入证券市场的有价证券,其收益由两部分组成:一是利息收入(或股息收入),二是资本损益。大部分债券的利息收入在购买时已确定,基本上是固定的;股息收入受公司收益水平的制约,变动也不会很大,所以这部分收益比较稳定。而资本损益产生于证券的二级市场,是市场价格的涨落给投资人带来的损失或收益,这部分损益值变动较大,难以准确预测。

在没有二级市场或二级市场不发达的条件下,证券的收益主要指利息收入。而在二级市场发达的情况下,人们更重视总收益,而不单纯是利息收入(或股息收入),资本收益对投资者往往更具吸引力,尤其是股票,大多数股票投资者的目的并不是仅仅获得稳定的股息收入,而是随时准备在股市变动中抛售以获取更加丰厚的资本收益。但是,资本损益是可正可负的,如不能准确判断市场变化,也极有可能遭受资本损失,从而降低总收益水平。正是因为存在这两种收益的预期,为筹资人发行证券和投资人购买证券提供了多种选择。对筹资人来说,如果经营好、信誉高,其筹资成本就会降低,而投资人因对其证券有信心,预测将来的资本收益能弥补或超过低息收入造成的损失,从而也愿意接受这样的证券;相反,如果企业经营不善,发展前景不乐观,发行债券时就不得不提高利率,用较高的利息收入弥补投资者可能遭受的损失,否则,投资人就不会接受。

从我国证券市场的发展来看,前几年因没有二级市场,证券收益基本上是固定的利息收入,这两年二级市场有了一定发展,人们也逐渐认识到资本损益对总收益的影响,特别是深圳、上海股票市场上超过股息收入几倍,几十倍的资本收益使人们深切地感受到了证券市场上收益机制的作用。尽管这种巨额的资本损益极不正常,它的出现有其特殊的原因,但也说明我国证券市场的收益机制已开始运行,调节着市场的收益变动,引导投资方向趋于合理,这是中国证券市场发展的一个巨大进步。

四、风险机制

证券市场上风险机制的作用过程即发行人和投资人选择投资工具的过程,双方的行为均受到风险—收益制衡机制的约束。对于发行人来说,如债券利率高,在市场上具有吸引力,易筹集到资金,但会加大企业筹资成本,增加企业负担,发行人承担的风险也随之增大,但是若降低利率,收益随之下降,在市场上将难以筹集到资金;对于投资人来说,收益高的证券其风险也必然大,想降低风险,就必须以牺牲一定的收益为代价。如何选择?因人、因时而异,从证券市场的总体来考察,各种发行人,投资人均占一定比例,使风险程度不同的证券供给与需求总能达到一种动态的平衡。

我国证券市场中的证券种类少,发行主体固定、单一。国家债券的发行主体中除基本建设债券是国家专业投资公司和有关部门以外都是财政部;金融债券的发行主体是银行及其它金融机构;国家重点企业债券的发行主体为石油、化工、电子、冶金、有色金属等中央直属企业;地方企业债券的发行主体一般都是国营企业,也有少量经济效益好的集体企业和合资企业。由于我国企业破产倒闭机制尚未形成,银行必须支持任何一个国家企业的生产和经营,所以我国各类证券的偿还都有保证,基本上不存在风险问题,这说明我国证券市场的风险机制还未真正形成,它既不能反映市场的变化,也无法调节各经济主体间的关系,约束它们的行为,这也正是人们普遍缺乏投资风险意识的根源所在。

五、自我调节机制

成熟的证券市场应是一个自我调节的市场。进入证券市场的资金流向和流量不靠定额定向的分配和控制,证券发行的规模不取决于企业想要发多少,而是取决于资金市场的潜力有多大,也就是投资者愿意认购多少,而投资者认购的数量和结构又取决于市场投资过程中的具体投资选择。投资者必然选择那些信誉高,经营好,盈利水平高的发行者为投资对象,这样在市场投资选择中,发行信誉低、经营管理差、盈利水平低的企业证券就会自然被市场淘汰。证券市场的自我调节机制充分体现了公平竞争,优胜劣汰的市场原则。

自我调节机制是发达证券市场的标志。由于我国证券市场的发展仅有几年的时间,规模小,人员素质低,在各个方面都很不成熟,市场调节过多地被行政管理和计划控制所取代,自我调节机制的作用非常有限。但从长远看,我国证券市场必然发展为一个统一的大市场,各经济主体间相互联系、相互制约,如果继续采用行政手段强行干预,势必造成顾此失彼,难以协调的矛盾。所以,今后

证券市场的发展一定要注意各个环节的联系、统一和协调,为尽早形成健全的自我调节机制打下基础。

六、监督机制

这里的监督机制是指证券市场本身运动中各经济主体之间形成的监督和被监督的关系。监督机制可分为直接监督机制和间接监督机制。直接监督机制主要是由股份公司的大股东通过行使股东权力实现的,作为董事会或监事会成员,他们可以直接监督企业的经营管理。间接监督机制因具体筹资方式的不同也有所不同,当筹资者采用发行债券的方式筹资时,它与投资者之间是债权债务关系,到期必须还本付息,迫使企业必须合理使用资金。当企业采用发行股票筹资时,股东拥有企业的所有权,众多的小额股票持有者虽不能直接参与企业管理,但他们通过在市场上买卖股票,影响股价,进而影响企业的生产经营。

证券市场的监督机制促使企业加强管理,提高经济效益。这一机制的形成在我国受到了多种因素的制约。首先企业未脱离对银行的依赖,真正走向市场。市场压力往往通过其它形式转嫁给了银行和国家,市场的监督机制被阻截。另外股份制改革又因牵涉到多方利益关系,推行的速度和范围受到很大限制。因此,完善市场的监督机制必须加快企业改革的步伐,尽快实现企业经营机制的转换,以保证市场参与者作为独立的经济实体依照市场原则,遵循价值规律进行公平竞争。这是形成监督机制必备的市场条件,也是全国经济改革最首要的问题之一。

七、资源配置机制

证券市场的资源配置机制的作用过程即资金合理流动的过程。证券市场可以促使资金流动,资金的流动又可以相应带来社会资源的不断重新组合。由于证券市场上的资金可以跨地区、跨银行自愿结合、直接交易,促进了资金在不同部门、不同地区、不同产业之间的横向流动和迅速转移,引导资金向社会效益高的方向流动,从而带动社会资源配置在最佳效益的部门上运转。

我国证券市场的资源配置机制当前存在两个主要问题。一是一些国家重点企业及国家鼓励发展的行业缺乏进入证券市场的积极性,过份依赖国家的资金供应,加重了国家财力紧张。二是一些落后企业以高利率从市场吸收资金,而证券投资者又缺乏风险意识,造成市场上一部分资金流向不甚合理,资源配置达不到最优效果,改变这种状

况就要把企业推向市场,通过市场筹集所需要的资金,充分发挥证券市场资源配置机制的积极作用。证券市场为投资者提供了多种选择机会,投资者可以通过投资决策的分析比较、合理地进行投资决策,有利于提高资金的分配效益。另外,证券市场的投资筹资过程是一种具有风险约束的过程,无论是股票还是债券,筹资者必须到期偿还所筹资金,投资者也要关心资金是否安全,这就使得他们共同关心资金的运用,从而有利于提高资金的使用效益。

八、利率机制

证券市场利率机制的作用过程即筹资者和投资者对适当的利率水平的选择过程,它反映了证券市场上资金的供求状况以及企业的盈利水平和投资收益水平。在证券市场上,利率水平受多种因素的影响。期限是最主要的因素,期限长,利率高;期限短,利率相对较低。另一个主要因素是证券发行人的资信情况。国库券和政府债券一般被认为是资信最好的证券,因而利率最低,常看成是基础利率,其它证券的利率都是在此基础上加上风险补偿利率。另外,证券利率的高低与同期银行储蓄存款利率水平相关,与市场其它证券利率水平相关,同时也与国家的税收政策相关。

长期以来,我国利率一方面是总水平偏低,另一方面利率控制太死,利率杠杆不灵活。这几年随着金融市场的发展,利率机制已开始发挥作用,在一定程度上限制了盲目上马和经济效益差的项目,促使企业使用资金过程中精打细算,节约使用。但是同商品经济发展的需要相比,我国利率机制的作用发挥得还很不够,利率水平不能体现市场资金的供求状况,所以利率的调整总是难以达到预期效果,对经济生活的变动也不能灵敏反映。要发挥利率机制的作用,就要大力发展证券市场,开展多种融资方式的竞争,逐步实行差别利率、浮动利率,由市场资金供求状况决定利率水平,从而形成真正意义上的利率机制。

九、信息机制

发达的证券市场首先是一个信息市场,从国外证券市场的发展看,市场是否正常有序,投资资金流向是否合理,投资者的利益是否能得到保护,关键在于能否创造一个完全畅通的、准确及时的信息系统,投资者只有在完全畅通的信息系统下才能在全面的比较分析中作出正确的、安全的、盈利的投资选择。筹资者也只有完全畅通的信息系统下才能把握自己的筹资规模和质量标准。

及时、准确、可靠的证券发行信息和交易信息是成熟的证券市场的重要标志。而完善的信息系统又依赖于现代化的通讯设备和先进的操作技术。设在北京并联通全国主要城市的“证券交易自动报价系统”已运行了一年,并取得了一定成效。中国人民银行还设立了全国金融市场报价、信息、交易系统中心,所有这些仅仅是一个开始,我国证券业的电子化水平与世界水平相比差距甚远,信息的开发和利用仍十分落后,人们对信息的重要性认识也还很不够,特别是一些领导常常忽视市场信息的作用,所以,在加速市场电子化运行的同时,还要加快人们思想观念的转变和更新。

十、管理机制

证券市场的管理机制是证券市场运行的内在要求。纵观世界各国证券市场的发展历程,没有一个国家能提供市场管理水平较低,而证券市场却很发达的实例。这是因为,证券市场与商品、劳务市场相比,供求变化大,价格波动大,投机成分大,风险因素大,必须采用严密的管理办法才能实现证券市场行为主体和运行过程的硬约束,从而提高管理水平。

我国证券市场管理中存在的最主要问题是管理机构职能分散,政令不一。以国务院现行的部门职能分工为例,国债发行和股份公司会计制度由财政部主管,社会投资规模和计划的编制由国家计委主管,除国债以外的其它证券发行和上市审批以及金融市场日常工作由中国人民银行主管,全国股份制试点规划和试点企业审批由国家体改委主管,此外国家税务局、工商管理局、外汇管理局、国有资产管理局等部门也都在不同方面承担了管理证券业的职能。因此,建立统一的、全国性的证券管理机构是一项迫在眉睫的工作。另一方面要加强立法,通过立法程序制定有关法律和法规,依法管理证券市场。(责任编辑 宋义荣)

彩图说明

凝聚体生长过程中的分形结构

Fractal Structure of Growing Aggregation

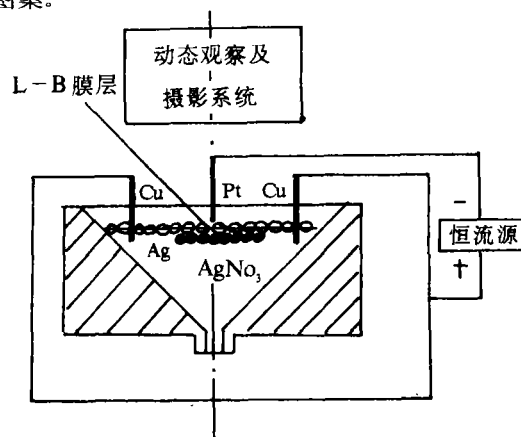
骆桂莲 朱荣 韦钰

(东南大学吴健雄实验室)

自威顿(T.A.Witten)和桑德(L.M.Sander)于1981年首次提出有限制的扩散凝聚(简称DLA)数学模型后,凝聚体的生长物理实验便进入了分形研究阶段。1984

年,布雷迪(R.M.Brady)和Matsushita分别发表了在三维拓扑空间和二维拓扑空间电解金属盐溶液所生长的金属凝聚体分形结构实验。用他们的实验方法生成的金属凝聚体其Hausdorff维数与DLA模型给出的理论结果相当一致。有关这种分形材料的物理特性也引起了一些研究者的兴趣,并取得了一些结果。

为了研究二维拓扑空间凝聚体生长和界面的性质的关系,我们应用Langmuir-Blodgett(简称L-B)膜技术,选用不同的有机分子材料作为单分子层气液界面,观察这一生长过程。结果发现,在不同的生长条件下,金属粒子的凝聚并不是单一的符合DLA模型的“金属叶子”,而是宏观上形态各异,微观上不同分形的变化万千的图案。



我们设计的实验装置如图1所示。 AgNO_3 溶液是用去离子水配制而成,浓度为 10^{-3} 摩尔。圆锥形容器是为了控制液面高度从而调整L-B膜表面压而设计的。整个实验是在超净室(25°C)进行的。

开始时,我们仍按文献报道的那样采用恒电位进行生长,界面L-B膜材料选用了四种:花生酸、双快酸、液晶、聚合物(液晶)。实验发现对于花生酸较易实现二维空间(沿L-B膜内表面)金属银的凝聚生长(见封二右下图),其形态及结构和国外文献报道的结果一致。但对于未见报道的双快酸等材料,这种生长方式似乎使银粒子更偏向整个溶液内成三维立体生长。为此,我们认为,一方面由于界面材料性质不同(如亲水端极性等)可能导致这种结果,另一方面可能和生长条件有关。于是我们改用恒电流从小到大控制的方法,来观察生长过程。结果,对所用材料的几种不同组合方式(如二种混合)均生长出大面积的银膜。重复实验表明,其宏观形态及微观结构明显和界面材料有关(见彩页图)。

为了计算这些图形的分维数,我们用计算机进行图象处理,用相关函数法及测度关系估算了它们的维数。值得注意的是,在同一幅图中,有的包含了近似连续变化的分数维性质,这和生长的动力学过程有关。而这一生长过程又受界面材料特性影响,从而不再是符合DLA模型的唯一生长方式。

当然,界面材料及生长条件究竟如何影响凝聚体生长,还需进一步严格的定量实验分析。我们希望,也正在努力建立一数学模型,将界面材料某些参数引入这一生长过程,这不仅对研究凝聚体生长物理机制有益,而且也是研究界面L-B膜特性的一种新方法。

(责任编辑 肖庆山)