

【金融市场】

我国股票市场风险考察和政策构想

张亦春 许文彬

(厦门大学财政金融系, 福建 厦门市 361005)

摘要: 本文首先对我国股票市场中蕴涵的金融风险作了一个大致的考察,接着在经济理论的层次上分析了其成因和必然性;最后针对现状提出若干政策构想。

关键词: 股票市场风险;不完全流动;市场分割;政策构想

中图分类号: F830.9

文献标识码: A

文章编号: 1008-7796(2001)04-0041-04

直接金融风险在某种意义上是内生于直接金融市场的,是股票市场本身的不健全和不完善导致的,因而可能通过市场的建设和完善来设法加以消弭。因此,笔者认为,就金融当局而言,股票市场的建立和规范比之商业银行不良资产的防范和化解具有更为现实的意义。本文先对我国股票市场风险作一大致考察,接着提出初步的政策构想。

一、股票市场风险考察

上市公司经营情况及损益变动情况见表(1)、(2)。

表(1) 不同年度上市的公司 1998 年度经营指标对照表

	1988 (106)*	1997 (204)	1996 (201)	1995 (23)	1994 (105)	1993 (122)	1992 (53)
每股收益 (元)	0.32	0.27	0.21	0.04	0.17	0.13	0.03
净资产收益 率(%)	11.78	10.32	8.32	1.53	6.92	5.48	1.61
主营业务收 入增长率(%)	4.13	9.78	7.08	-1.40	0.53	-0.39	11.82
净利润 增长率(%)	14.33	-4.06	-12.32	-54.68	-18.89	-27.92	-139.3
总资产 增长率(%)	61.11	16.06	24.61	4.27	11.68	4.92	3.42
股东权益 增长率(%)	106.52	13.86	27.00	4.94	11.06	7.00	6.89

● 括号中数字为样本中当年新上市公司数量。

资料来源:摘自林义相《证券市场的第二次制度创新与国有企业改革》,载《经济研究》,1999/10。

表(2) 上市公司损益变动情况表

年份	1994	1995	1996	1997	1998	1999
每股收益(元)	0.32	0.25	0.23	0.25	0.24	0.10
亏损面(%)	0.68	5.26	5.85	5.30	7.12	9.52
每股亏损额(元)	0.13	0.20	0.37	0.53	0.49	0.21

资料来源:摘自田宝良《中国股市的问题与出路》,载《经济学家》,2000/1。

根据我国《公司法》规定,一家公司得以上市,必须是“最近三年连续盈利”,故而上市公司照理应该都是业绩优良、前景看好的企业才对;而一旦上市,业绩即普遍滑坡,显得似乎股票市场是造成企业亏损、削弱企业盈利能力的祸根。考察其他国家股票市场,其上市公司盈亏状况随经济景气的起落而升降,亦属平常;即同一时点看也是有盈有亏,并非每个公司都赚钱。然而象我国这样不管经济景气与否,公司业绩普遍滑坡趋势不变的情况则似乎还不曾见过。其原因在于我国股市本身就是一个扭曲的、不完全的市场。

现代股票市场的主要功能(就投资者一面看)在于为股东,尤其是小股东提供流动性保险,以化解委托人(股东)和代理人(公司实际经营者)间因信息不对称而带来的投资损失风险^①。具体而言,公司的实际管理者因职务的便利和专业知识的长处占有大量关于公司实际营运情况的私人信息;而股东(尤其是小股东)一则受时间和专业知识方面的限制,再则考虑到“共有地悲剧”问题,既不可能、也不愿去彻底了解管理者的私人信息并据以对之实行有效监控^②。在这一信息力量悬殊的博弈中,风险的结果是显然的:风险收益归信息占优的管理者,风险亏损则由信息居劣的投资者承担。而股票市场则为投资者监控管理者提供了一个

有效的渠道:通过这一市场,管理者掌握的私人信息(在不同程度上^③)被替换成能为投资者(包括潜在投资者)一目了然的股票价格信息,并成为投资者作出投资决策的主要依据。而此种信息替换作用,是既以股票的完全流动性为前提,又以之为归依:只有股票的完全流动,才能使股价的涨跌信息较为有效地替换管理者的私人信息^④;也只有股票的完全流动,小股东才可以“用脚投票”的办法表示自己的取舍及标准。大股东才可在一定的情况下通过购并的方法掌握公司实际控制权并清算原来的管理者,管理者也才会因被收购、被清算的顾虑而克制其机会主义行为,从而,股东对管理者的间接(但不失有效)监控也才得以实现。由此看来,股票的完全流动性是股票市场发挥其信息替换功能的前提,因而也是股票市场得以存续并发挥其正面效应的基础条件。——换言之,也是股市之为(正常)股市的标志。

反之,一个股票不完全可流动,公司最终决策权掌握在其实管理者手中的直接金融市场,只能是一个公司“圈钱”、股东投机的市场。这是因为其信息替换机制扭曲甚至缺失,无法进行信息的有效替换的缘故。具体而言,当一家上市公司的“内部人”实际掌握公司的最终决策权时,一切外部股东的监督约束将尽归无效:对一个大股东,即便他能全部购入流通股,由于流通股占总股本比重小于50%(我国则是普遍小于35%,参见表(3)),他也不能取得对公司的最终决策权,进而对之进行重组和管理人员清算,因此,“用手投票”机制缺失了;倘仅是几家公司如此,股东尚可可通过改买其他公司股票的办法,间接使公司置于市场选择机制之下,而若市场中几乎所有公司都是这种情况,则股东的此种“用脚投票”的机制实际上也被剥夺。而在管理者一面,他既掌握公司的实际控制权,又不必承担作为公司最大股东的义务^⑤,并且不受外部股东的任何约束,这就使得他们有最大的激励和可能去隐藏信息和/或隐藏行动,从而在实际上自动操纵股价的升降^⑥。在此种情况下,股票的价格已不能视为管理者私人信息的替代信息,相反,倒成了掩盖那私人信息的一种手段。而本应监督、保证信息替换真实、适时、有效的市场中介(会计师、审计师事务所、信用评级机构等)在信息实力和经济实力悬殊的内部人和外部人的争夺中,自然更易于为内部人所争取,与内部人串谋(或说为其收买)是一种情况,但更普遍的是本身也为外部人的市场中介在与内部人的博弈中同样居于信息劣势,从而易于为内部人所蒙蔽乃至利用。至此,股票市场作为信息替换机制的功能已被破坏殆尽,股价成了名副其实的空中楼阁,它不再是公司真实信息的抽象加总替代,而沦为轮盘赌桌上的空洞数字,仅仅代表游戏的输赢。一般股东的实际操作中也逐渐认识到这一点,于是在其决策集中相应剔除(或至少将之摆在不甚重要的位置上)股价因素。股价既不能有效替代公司的真实信息,公司的投资价值遂难于确定;而公司管理者的短期行为倾向和机会主义倾向既为大众所渐次熟知,则市场主体的高投机性又如何能够避免呢?

我国股票市场的反常“特色”根源正在于此。

我国股票市场从一开始(1992年国务院证券委员会及中国证券监督管理委员会成立)的较大规模发展^⑦,就不以国企的转机建制或为市场交易主体提供流动性保护为目的^⑧,而是在政府的规划设计下为国企融资寻求新的途径,以济间接融资渠道的不

足,这使我国股市的发展从一开始就走向一条“贫道”。嗣后股票市场愈发展,其为国企圈钱的特征就愈明显,其对正常股市的偏离也就愈厉害,延续至今,渐成积重难返之势。这主要表现在两个方面:其一,股票不完全可流通,约2/3左右的股票被视为国家所有的象征而禁止流通;其二,市场分割,A股、B股、N股、H股、STAQ、NET多头并立,价格相差悬殊。参见表(3):

表(3)我国上市公司股本结构解析表(单位:亿股)

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000
可流通股本	297.9	416.7	671.8	847.8	1072.0	1305.3
A股	176.9	264.7	446.3	604.3		
B股	56.0	77.8	143.2	165.0		
H股	65.0	74.2	82.2	78.6		
不可流通股本	544.5	788.7	1270.5	1651.0	2042.9	2280.7
国家股	328.1	459.9	686.9	852.3		
法人股	206.7	302.1	519.6	712.9		
其他*	9.8	26.7	63.9	85.9		
总股本	842.5	1205.4	1942.3	2498.8		
不可流通股占比	64.6%	65.4%	65.4%	66.1%	66.0%	63.6%

在此种情况下,股票市场信息替换功能的缺失,所谓“改制上市”的有名无实、市场主体的高投机倾向、内部人违规操作的屡禁不止等等中国股市的“特色”现象的出现,也就不足为奇了。

二、政策构想

目前直接金融市场的风险积累和演进正包蕴着制度变迁的需求和动力,而其化解和控制也有待于制度变迁的完全和新的信息—风险替换机制的形成。值得注意的是,我国股市制度的发展演变自1992年始就是主要由政府起主导作用的强制性变迁过程,政府对股市及其变迁的控制力甚强^⑨,新的、意味着股市制度“拨乱反正”的制度飞跃同样需要政府这一强制变迁主体发挥其“第一行动团体”的作用。事实上,不可流通股(国有股、国有法人股等)的上市流通、同一公司不同股票的统一、市场中介机制和监督机制的完善发展、具有健康投资理念的投资者群体的培育,都离不开政府适时适当的作用。

可喜的是,政府在近两年来也正不断地推行一些具体措施,为股市制度的进一步变迁做试点和准备。始于1999年下半年的国有股减持方案讨论和具体措施出台、保险基金入市限制的放松、开放式投资基金的试点、乃至二板市场的开设(这又是一个体制外变迁推动体制内变迁的案例),都可看出政府推动制度变迁、化解直接金融风险的努力。当然,制度变迁的真正完成(亦即新的信息替换的真正确立)往往是耗时甚久的一个过程,政府的种种准备性举措也需假以时日才能见其功效,因此,直接金融风险在今后相当长的一段时期里仍会以目前的性质和状态存续、累积和发展。这一方面予政府改革变迁的压力,另一方面也造成市场不确定的加剧和市场主体未来预期的弱化,从而为制度变迁的顺利展开增加阻碍,这就要求作为强制性主体的政府在推动制度变迁的同时合理掌握变迁的进度,坚持方向坚定性和过程稳健性两大原则。具体而言,合并市场、使股票具备完全流通性,并对这一

还处于幼稚阶段的市场进行不遗余力的建设和完善,是我国股票市场目前并列的两大课题。

(一) 国有股份流通

十五届四中全会报告对国有经济需要控制的各领域做了明确的规定,并指出,对于一般竞争性行业,都要适当进行国有股减持。这就为国有股流通的推进扫清了政治上和思想上的障碍。1999年12月,中国嘉陵和黔轮胎两家上市公司实施国有股配售,进行了国有股减持的(虽然不能说是成功的)试点,标志着国有股流通已被提上了改革的日程。然而,具体流通方案如何至今仍是众说纷纭、莫衷一是。

方案1:停止新股上市,花5年左右时间利用上市额度消化国有股存量^⑩。

方案2:对国有股采取先转配后上市的方式,将部分国有股以1:1的比例转配给股民,依此类推,用数年时间将国有股基本上转配出去^⑪。

方案3:发展各种投资基金,引导社会养老金、保险基金大规模入市,增加市场需求,以回应国有股上市造成的供给扩张^⑫。

方案4:建立C股(法人股)市场,取代目前的国有法人股市场,让民营机构通过该市场成为国企的主要股东^⑬。

方案5:让上市公司通过回购方式购入本公司的国有股份^⑭。

方案6:以场外协议转让的方式将国有股份转让给企业法人或个人投资者^⑮。

方案7:国有股放弃配股或大比例转配^⑯。

上述的七种方案都各有自己的独到之处,也各有难以解决的问题或缺陷。笔者认为,诚如钱颖一所说的,“中国的改革,最危险的政策可能是强制推行一种特定模式”^⑰。我国国有股的上市以至股票市场的改造,也应采取多头并举的方式,多管齐下,共同解决问题。具体而言可采取如下配套措施:

1. 以现存的STAQ为基础,建立参与主体包括国有法人、民营企业法人和一小部分经严格批准予进入的外资企业法人的C股市场,并将之设计为一个相对较为开放的市场,寻求其与A股市场相互沟通的途径;对在地方性法人股市场上表现良好的企业实行较为宽松的进入“门槛”,而对在本市场表现差的企业则任其改在地方性市场挂牌,从而实现法人股自身的融合。大部分国有股份按企业的经济绩效、资本规模和行业特点分别在这两个市场上。——当然,这一步骤的实行应采取渐进性方式,花数年的时间逐步完成,不可期望毕其功于一役。

2. 发行优先股和可转换性企业债券,为社会保障基金(特别是寿险基金)入市创造条件。目前,保险基金可通过投资基金间接入市,但其规模受到较为严格的控制(通常入市资金占其总资本比率的上限为15%,实际比率则还远在这个上限之下),因此业内人士称之为“涓涓细流”,其国有股大规模上市造成的巨大股市扩容压力而言显然只是杯水车薪。要使社会保障基金成为解决国有股上市的重要因素之一,还应(在保证其安全性的基础上)拓宽其市场进入渠道。优先股的发行既可消化一定比率的国有股份(将国有股份转化为优先股),其安全性和盈利的稳定性又可为社会保障基金入市提供保证。可转换性企业债券同样具有这些有利于社会保障基金入市的特点,其于国有股上市的意义则首

眼于未来,——我们知道,国有股的完全消化是一个相对长期的过程,可转债的发行有利于减轻未来股市的扩容压力,为社会保障基金的入市开辟新路。同时,优先股和可转债的发行也有利于推进金融深化、活跃资本市场、拓宽企业融资空间和居民投资渠道。

3. 适当减少每年新股上市的额度,将这部分资金供给用于在A股市场消化一批确实是业绩优秀的已上市公司的国有股份。毕竟,就总体而言,已上市公司的经营绩效还是要高于国企的平均水平的,让其中的佼佼者将其一部分国有股份直接在A股市场上流通,一来数额不大,易于消化,二来可起到示范效应,使投资者对股市的未来信心增加,三来这一做法也符合我国渐进性改革“试点一推广”的内在逻辑,当然,公司的选取一定要极为慎重,并且不宜事先定下额度。至于其具体操作,可采取流通股配股一国有股缩股相结合^⑱(所募集的资金按一定的比例在国家与企业之间进行合理分配)的方式。

4. 在宏观政策上对企业的股利政策加以诱导,使其符合流通股配股和国家股缩股相结合的原则,稀释国有股份权重,釜底抽薪地减轻国有股的上市压力。当然,各公司情况千差万别,股利政策的制定不可能强求一致,但在宏观层面上加以适当引导仍具有较大的现实意义。

5. 发展场外交易市场,允许部分上市公司国有股进行柜台交易,为国有股流通拓宽渠道。

(二) 资本市场建设

笔者认为,除了国有股上市流通这一关系到国企改革能否实现乃至整体经济改革能否继续迈进的关键性课题之外,还应着手进行以下几方面工作:

1. 实现各类股票市场的并轨,构建一个统一的市场。可先从沟通可流通的A、B、H股市场着手,具体措施顺序笔者认为应是:允许国内投资者投资B(H)股(这一渠道在事实上早已存在,对之加以合法化和明确化不过是法规适应现状作出的适应性调整)——在一定的前提和条件下允许国外资金投资于A股市场(如对外资的规模、投资期限、流入方式等方面做适当的规定)——在A、B(H)股价位逐渐靠拢,两市场平均市盈率接近的条件下着手进行市场合并工作。

2. 市场中介机构职能的培育。国外规范的资本市场中,会计师、审计师、资产评估师事务所等市场中介机构发挥着极其重要的中介、监督、信息审核、保证、发送作用,是名副其实的上市公司和投资者之间的“中介”;而我国的中介机构因其发展的先天不足和后天条件限制,其力量相对于实力雄厚的上市公司而言是相当微弱不成比例的,因而常有沦为上市公司附庸(被其收买或受其蒙蔽)的倾向。随着市场的逐渐规范化,中介机构的职能和作用应得到进一步的强调。除对现有中介机构进行大力扶持与规范化培育,并制定相应法规对之实行强制化规范外,笔者认为,还可着力引进国外信誉显著的机构,鼓励、引导其与国内同类机构进行业务合作,乃至实行产权方面的合并,以期实现我国市场中介机构的早日规范化和国际化。

3. 监管机构职能的转换。对于我国资本市场机制的扭曲和风险的积累,监管机构定位的偏差和职能的错位也须承担相当的

责任。这主要表现为监管当局仍以计划、主管部门的身份、采取传统的行政手段介入市场,这一方面使股市因受政策性因素干扰过大而经常“非经济”波动,另一方面则阻滞了市场自律监管的实现,压抑了市场的自发性深化。鉴于此,实现监管当局职能的转换就显得甚为迫切。具体而言,监管当局应在一个大致的时间表安排下逐步实现行政职能的放弃;与此同时,大力推进交易所的会员管理制度,鼓励、扶持券商自律行会的成立;修订,完善证券法律系统;根据市场的发展状况、参考国外经验,寻求、发展一套成熟、适当的市场化监管手段^⑮。

4. 企业债券市场的建设。债券市场与股票市场同为资本市场两大主要组成部分之一,在国际资本市场上,自1980年代以来,“债券融资已日益取代了股票融资,成为国际融资的主要渠道”^⑯。而在我国,由于制度性(“政府驱动型证券市场发展模式”的选择及其“导向的偏差”)、内生性(公司本身缺陷)和外生性(公正合理的债券评级机构、评级指标体系的缺失)等各种因素^⑰影响,企业债券市场长期处于幼稚阶段,这不仅与国际资本市场的发展潮流背道而驰,也严重制约了企业融资能力的正常发挥,并且使金融风险完全集中于股票市场,令其独自承受过重的金融压力。因此,建设、发展企业债券市场,即使单从分散(直接)金融风险、分担金融压力角度考虑,也是目前资本市场建设的一大重要任务。具体而言,笔者认为可从以下几方面着手:把债券市场的建设同国有股上市流通结合起来(部分国有股转换为可转换债券或其他长期债券),使两方面改革齐头并进、相互促进;参照国际经验、根据我国国情,建立起一套适时适当的债券评级指标体系;大力扶持、推动本国债券评级机构的发展,同时适度引进国外信誉卓著的同类机构,以实现机构体系的构建和完善;积极挖掘市场深度,开发新的债券品种,实现交易客体的多样化;根据我国实际状况,制订《公司债券法》及其他相关法规,为债券市场的健康发展创造良好的法律环境和规范化框架。

注释:

①股票市场发展之初,当然是为筹集社会零散资金投入再生产性投资领域提供渠道,但随着市场的发展演进,尤其是一系列股市风潮的爆发,股市上的委托代理问题以及机会主义风险受到日益增加的重视,股票的流动性也越来越被强调。股市研究者的关注重点也渐由筹资者转向投资者。

②理论上说股东应依赖于董事会对公司实际运营进行监控,但董事会同样是代理人,它与股东之间依然存在着严重的信息不对称;并且,董事会还可与经营者相勾结,共同进行有悖于股东权益的机会主义行为。1988年10月至11月曾震动一时的雷诺——纳贝斯克购并事件正说明了这一点。

③按股市信息替换程度的差别,有弱式、半强式、强式有效市场之分。关于各国股市究竟是否弱式有效(半强式和强式有效一般说来只存在于理论中),实证结果也是千差万别,莫衷一是(有的学者甚至称,关于股市有效性的实证检验,已在很大程度上成了一种智力游戏,一种“艺术”了),但即使弱式有效也未达到,其信息替换意义仍然存在,不过是替换得

较不完全,未能囊括管理者的全部私人信息而已。

④倘股票不完全可流动,其一部分甚至大部分为实际管理者所拥有或控制,则他们就可以(在不程度上)操纵股价,使之合于自己的愿望,于是信息替换遂成空话一句。——这也正是我国目前的情况。

⑤他们名义上只是国家这一大股东的代理人,一切股东责任概由国家承担。易言之,公司的亏损只是国家的亏损,管理者无须负担分毫(经济)责任。

⑥譬如伪造年报利润、选择甚至捏造利好利空消息、与证券公司串谋共同炒作,如此等等不胜枚举。

⑦1992年前,我国股市虽有自发性发展,但规模小、融资范围窄(至1991年发行总股本也不过5亿元),其称为一个全国性市场堪称甚为勉强,市场特点也甚模糊,故在此存而不论。

⑧其他国家股市大抵是先有股东,后有股票市场,是一个顺理成章的过程;我国却是先有股市,再找(除国家之外的)股东,故而深圳刚发行股票时有将购买股票作为行政任务的轶事。这也是我国股市的一大特色。股市建立之初,大规模的股东既欠缺,对之的保护自然为金融当局所不及。

⑨这方面的实证检验参见叶青、易丹辉(1999),他们在我国股市波动与经济波动的相关性做实证检验之后得出如下结论:“每一次(股市)趋势的反转都与政府干预和市场制度的变迁有关,而与宏观经济景气变化不存在长期均衡关系。”参见叶青、易丹辉《中国股票市场价格波动与经济波动》,载《预测》,1999.6。

⑩参见林义相《国有股流通及方案设计》,载《资本市场杂志》,1999.12。

⑪参见林义相《国有股流通及方案设计》,载《资本市场杂志》,1999.12。

⑫参见罗嗣红《国有股退出模式的比较》,载《资本市场杂志》,2000.1。

⑬参见郝继伦《中国股票市场发展分析》,P107- P112,陕西财经学院博士学位论文(打印稿),1999。

⑭参见罗嗣红《国有股退出模式的比较》。

⑮参见宫玉松《关于国有股重组方式的思考》,载《经济学动态》,2000.5。

⑯同注⑮。

⑰参见青日昌彦、钱颖一《转轨经济中的公司治理结构》,中国经济出版社,1995。

⑱参见中国人民大学金融与证券研究所“国有股减持”课题组《国有股减持修正案的设计原则、定价机制和资金运作模式》,兴业证券股份有限公司“国有股减持”课题组《国有股配售的价格确定与方式创新》,两文均载《经济导刊》,2000/1。

⑲详细论说和更具体的方案设计参见陈浩武《体制转轨时期的中国资本市场》,P224- P230,经济科学出版社,1998。

⑳1996年全球债券发行量高达4750亿美元,为同期国际信贷资金的2.7倍;其中美国公司债券的发行突破2500亿美元,是同期股票发行量(428亿美元)5.8倍。参见赵晶、刘毅、袁兰兰《谁制约了企业债券》,载《资本市场杂志》,2000.8。

㉑详尽充分的论说参见赵晶、刘毅、袁兰兰《谁制约了企业债券》,载《资本市场杂志》,2000.8。

(责任编辑:李义奇)