

论我国 A 股市场的完善

杜佩莲

我国 A 股市场自 90 年代初上海证券交易所和深圳证券交易所建立以来,已取得令人瞩目的成就,并一直以其独特的方式和特有的活力推动着我国经济的蓬勃发展。然而,我国 A 股市场毕竟年轻,还存在着不少问题。本文就当前 A 股市场存在的问题及其改善进行探讨。

一、改善新股发行和定价方式

1. 新股发行方式的改善。股票发行是股票上市交易的必要前提。现阶段我国新股发行的方式在 1996 年 12 月 26 日中国证监会公布的《关于股票发行与认购方式的暂行规定》中已明确,即为:上网定价发行、全额预缴发行及与储蓄存款挂钩发行。我国 1997 年以来发行的 100 多只新股,都是按照证监会规定的这三种方式发行的,其中有 60% 以上采用上网定价发行方式,有 40 多家选择全额预缴发行方式。

全额预缴发行是指“全额预缴、比例配售、余额转存”的发行方式。其虽在激发上市企业所在地居民的投资热情,吸引各地游资,增加当地银行资金存量及增加地方政府的收入等方面具有优势,但仍存在明显的缺陷。其缺陷在于:(1)为追逐新股,会使巨额的资金长期频繁地流动于全国各地,脱离金融运作的正常循环。而且,巨额资金在全国范围的频繁转移,还会给银行系统造成较大的冲击:一方面,为争得客户的巨额预缴,使银行竞相提供各种不应有的“方便和服务”,例如包办认购者的吃、住、行及擅自提供贴现等,扰乱金融市场的秩序;另一方面,虽然可让当地银行短期内增加巨额存款,但其贷款因受规模限制而无法相应跟上,会造成存贷比例失调,加重银行利息负担,产生负效益。(2)因认购范围和资金来源限制,使总体认购资金量大大少于“上网定价”发行方式,中签率升高,使新股多数集中在机构和个人大户手中,这对全国中小投资者不公平,违反了公平竞争原则。(3)发行欠缺透明度,易造成机构大户的透支认购。在法定时间结束后认购、先认购后划帐、申购余额提前解冻等不良行为的出现。因此,全额预缴发行方式不利于金融市场和股票市场的正常运作,也不能充分体现“公平、公正、公开”的原则,应减少使用,而应多采用上网定价发行方式。

上网定价发行通过沪深交易网络发行股票,应是目前手段最先进、效率最高的发行方式,因其具有便捷、低成本、高透明度、运作规范等优势。但在目前的上网定价发行方式中,也存在不足,需要改善。目前的做法是 1000 股为 1 个认购单位,每一证券帐户申购股数以发行股数的千分之一为上限,这同样造成了新股的绝大部分为身怀巨资的机构大户拥有,而资金有限的中小投资者因认购单位少而中签机会极低的不公平现象。为此,改善的方式应为调低认购单位和每一证券帐户的认购上限。

2. 新股发行定价的改善。目前我国新股发行的定价,多数采用以下方式:即将发行公司以往 3 年业绩(每股税后盈利)加权平均后,乘以一定的市盈率而求得发行价格。以这种方式定价存在四点不足:(1)只考虑以往 3 年业绩,而未考虑未来 1 年的盈利能力。过去 3 年业绩只能说明发行公司的过去,未能反映公司的现状及将来,而投资者买股票是买公司的未来,公司未来 1 年的业绩较之以往 3 年的业绩对投资者的投资决策影响更大。为此,在股票发行定价时还应考虑公司未来 1 年的盈利状况,权重定为 50% 为宜。(2)多数新股发行的市盈率定位过高。目前新股发行的市盈率基本都在 13 倍以上,上市后开盘当天即达 20 多倍。为使新股上市后有一定的上行空间,就我国目前情况看,发行市盈率定在 13 倍或低于 13 倍为宜。(3)定价中未考虑公司的每股净资产价值因素。股票是一种特殊商品,其价格是其价值和当时行市的综合反映。公司股票的价值含量包括其现时的每股净资产价值及盈利值。为此,公司股票价格在其定位时,应考虑最近期的净资产因素。国际市场上通常将这一因素对股票发行价格的影响比重定为二成。(4)未考虑上市公司股票的当年股

利及当时的银行定期储蓄存款利率。作为当时行市反映的股票价格，在确定发行价时，除要以其价值为依据外，还应参考上市公司当年度预计的股利除以银行一年期定期储蓄存款利率的数据。这一数据在确定股票发行价格时也应占二成比重。总之，新股发行定价应采取新的计算方法。新的计算方法可为：以以往 3 年加权平均后业绩和未来 1 年预计业绩各占 50% 的权重，计算出新的业绩，然后将之乘以 13 倍的市盈率，得出一个参考价；再将这一参考价占 60% 的权重及每股净资产值占 20% 的权重和当年股利除以银行存款利率之商占 20% 的权重 3 数相加后得出最后的发行价。即假设以往 3 年加权平均后业绩为 a ，未来 1 年预测业绩为 b ，每股净资产值为 c ，当年股利除以银行存款利率之商为 d ，则最后确定的发行价为： $(50\% a + 50\% b) \times 13 \times 60\% + 20\% c + 20\% d$ 。

二、改善上市公司行为

1. 严把上市公司质量关。上市公司的质量，是股票市场健康发展的基础。一个绝大多数公司业绩稳步增长，令投资者有较好投资回报的市场，能坚定投资者的投资信心，求得自身的生存和发展；而一个多数公司业绩很差，投资回报低于同期银行存款利息，甚至无回报的市场，必令投资者失去信心，最终的结果是股票市场无法发展。

我国 A 股市场自 90 年代初开始运行至今，绝大多数上市公司的质量是高的和比较高的。当中不乏业绩稳定增长，规模不断扩大，知名度不断提高，给投资者以可喜回报，自身不断走向成熟的公司。但也有少数令投资者失望的公司，它们上市前业绩不错，甚至还算“绩优”；但上市后业绩不断滑坡，甚至亏损。在 1997 年中期业绩报告的披露中，可看到 1996 年上市或 1997 年上半年才上市的新股中，较多出现业绩滑坡现象。甚至有一家 1997 年上半年每股亏损 0.32 元，另一家亏损 0.205 元。究其原因，有的的确是因所在行业不景气或其他客观因素造成，非企业自身所为，这一现象难以避免。而有的不排除是上市前业绩就不佳，在地方政府或行业主管部门的庇护下，借助 1997 年上半年新股上市节奏加快，管理环节难免有疏漏之机鱼目混珠，伪装上市，以图把企业的包袱抛给投资者，把股票市场当成避难所。这一现象对股票市场的健康发展不利。要杜绝这一现象，必须严把上市质量关。有关部门应从严掌握上市审批标准，贯彻国家产业政策，选择基础产业与支柱产业领域内主业突出、有发展潜力而且在行业中处于领先地位的企业上市，坚决禁止效益差的公司通过各种关系在交易所上市。

2. 规范上市公司行为。(1) 上市公司应明确其上市的主导思想。公司股票上市，除了通过全国性的股票市场来筹集资金，扩充股本，扩大规模，提高公司知名度外，更重要的是通过股票市场来换置股份，改善公司的资产经营结构，转换企业经营机制，提高资产经营收益。此外，公司上市后，还应肩负起所属行业和地区改革试验中带头人的重任。因此，公司上市后应努力迈上新的台阶，不能原地踏步或借机把包袱抛给投资者，抛给社会。目前一些上市公司对股票上市的主导思想不明确，把股票上市变成“对外圈钱运动”，只注重资金筹集，不注重经营机制的转换和企业经营效益的提高，有的还设法掩盖亏损状况，甚至借助各种真真假假的“题材”与“主力机构”联手拉抬股价，制造虚假繁荣。这些都不利于股市的健康发展。为此，必须端正股票上市的目的，明确股票上市的主导思想。(2) 上市公司应完善其内部组织结构和各项管理制度。要明确股东大会、董事会和公司高级经理班子各自的权利和责任，防止越权行为；经营管理机制、利益分配、奖惩政策等要符合规范化的股份制公司的要求，防止违规行为；公司内部股份不应上市，以防止对二级市场的冲击，这样也有利于公司的稳定和调动员工的积极性。(3) 上市公司要严格按照招股说明书、配股说明书及股东大会表决后的计划经营公司资产，运用好资金，努力提高资金收益。从新股发行及一些公司配股所募集的资金运用情况看，目前大部分公司的资金的运用符合招股说明书或配股说明书的承诺，但有的公司却与承诺大相径庭，如有的把资金存入银行取息，更有甚者把资金投回到二级市场，借内幕消息违规参与本公司的股票炒作等，使新募资金未用到企业发展所需上。此外，有些上市公司虽然把资金用于企业发展上，但仍摆脱不了靠资金的粗放型经营来谋取发展的旧习；有的则把资金盲目投入到企业决策者无把握的项目中。这些行为的存在，会导致资金收益下降，成为深沪股市上市公司近年投资收益率降低的原因之一。据统计，深沪股市上市公司的平均净资产收益率已由 1993 年的 16% 降到 1996 年的不到 8%。为此，必须善于运用所募资金，把资金投资于有把握的项目中，减少投资的风险性。在资金的运用上，力争通过增加科技投入，生产高附加值产品，提高产品的档次，提高劳动生产率等集约型管理方式来提高收益。(4) 上市公司应合理分配利润，采用适宜的利润分配形式。我国目前上市公司的利润分配形式有：送股、分现金和暂缓分配。采用何种形式以及分、送股额度如何应以有利于上市公司的长期发展为原则，同时兼顾多数股东的当年收益。但目前有的公司把分红送配当作向股东大肆“圈钱”的机会，在股市低迷时送现金，在股市高涨时送股、配股，并以配股作为分红送股的先决条件；有的公司违背同股同权、同股同利的原则，向一部分股东派发现金红利，而向另一部分股东派发股票红利，制造不公平的分配方案；有的无端大幅度更改

分配方案或故意添几分朦胧色彩,让“先知先觉者”大获其利,而让消息相对闭塞的广大中、小投资者最终受害。以上种种行为应予以纠正,以保障股东权益。(5)上市公司还应规范信息、年报的披露,内容应及时准确。目前,许多上市公司信息披露远远未能做到及时、准确,有意无意的拖延和遮掩行为时有发生。有的公司发布消息不是根据事件的实际进展情况,而是根据股市行情的演变需要进行。当股市处于萧条期时,有消息也不发;当股市行情火爆时,发布的消息源源不断,题材层出不穷。有的公司有新的资料不是第一时间找交易所和新闻单位发公告,而是先找庄家,看这一题材能否炒作一番;有的公司发消息似乎在吊投资者的胃口,把一个完整的消息,人为地截成几片,搞得投资者不得要领,不知所为;有的公司某个项目或某个事件刚露出苗头,眉目还未搞清,则先郑重其事公告一番,事后却什么也未发生;有的公司消息发布先在企业内,后在企业外,待消息公开披露及散户买入后其股价却一路下行。以上种种行为,都违反了证券市场的“公开、公正、公平”的原则。为此,在信息披露上必须规范化,信息的发布要及时、准确、完整。

年报的公布也应及时、准确和全面。从1996年的终报和1997年的中报的公布看,及时已经做到,但未能准确和全面。从1997年中报中可看到,弄虚作假现象仍然存在,业绩较差的公司有粉饰美化的迹象,业绩较好的公司则有隐瞒利润的迹象。究其原因,业绩较差的公司,尤其是已经连续两年亏损的公司,为避摘牌之险,要对其业绩加以美化。而业绩较好的公司,有的是想隐瞒部分利润,不想分配;有的是不愿把当期利润全部报出,以免给下半年经营带来较大压力。还有的公司弄虚作假,不排除是为了庄家操作之便。即便不是有意弄虚作假,在1997年中报中表述不够清晰,让投资者感到疑惑的现象也较为普遍。此外,年报的内容也欠全面。例如有的公司的产品属于高技术产品,投资者只能从年报中得知产品的名称,无法了解它更多的情况;有的公司年底帐上留有大量的应收款项,却都不加以解释,令投资者无法全面了解上市公司的经营状况。因此,上市公司在年报中应尽可能披露自己的经营、财务状况及其他重要信息。在经营方面,首先应说明主营产品的用途、性能、市场价格、产品销售情况等;其次,应说明公司在市场中的占有情况及在某行业中的地位。在财务方面,应披露应收款项和存货的详细情况,尤其是大额的应收款项的对象,该对象与公司的关系,其偿还能力如何;存货中产成品、原材料及半成品的比重等。投资收益比重较大的项目也应详细说明。其他方面,如公司高级职员的收入情况、公司职员的福利状况、关联企业及与之交易状况等都应有交待。

三、培育机构投资者,改善投资者结构

我国投资者结构,一方面是短期投机者众多,只有极少数长期投资者;另一方面,分散的个人投资者众多,投资机构少。由于缺乏稳定的机构投资资金,使我国A股市场长期以来容易出现暴涨暴跌的现象。纵观国外成熟股市,它们的平稳、健康发展离不开机构投资者。而我国长期以来,充当主力机构的只是一些券商和一些实业团体,其中包括各路违规入市资金。这些资金大都难以以长线投资的身份留在场内,几乎都以短线投机为目的,对股市的长期稳定发展起不到促进作用,相反,成为了市场中的不安定因素,对股市的暴涨暴跌起着推波助澜甚至直接操纵的作用。1997年5、6月份,政府有关部门先后发出严禁国有企业和上市公司炒作股票和禁止银行资金违规流入股市的通知,使市场上兴风作浪的违规资金纷纷退场,无疑有利于股市的稳定、健康发展,但另一方面,股票市场由于缺乏投资机构,出现了股市需求的断层,使股市自5月份后交投清淡,市况低迷。股市的低迷,显然与日益好转的宏观经济形势不相称,长期下去将对中国股市的发展不利。因此,要使中国股市健康、稳定发展,当务之急应培育合法的股市主力,培育真正的机构投资者。

在国外成熟股市中,真正稳定市场的机构投资者是各种类型的证券投资基金。在美国,各类基金共有5000多家,基金总额超过全国存款总额80%的投资者是通过投资基金进入股票市场的。而在我国,基金规模小,全国大、小基金才100多家,总募集规模不到100亿元。基金规模小,难以在总市值4000亿元的深沪股市中起到长期稳定作用。此外,我国现有的基金也不够规范,表现在:(1)多数是封闭型基金,而国际上基金的主流是开放型基金;(2)单只基金的募集规模较小。规模最大的天骥基金仅5.81亿总份额,规模最小的沈阳久盛才2219万总份额。(3)我国目前大部分基金的投资方向不是股票二级市场,而是实业投资或未上市的证券,不利于发挥基金在二级市场中应有的作用。因此,当前应大力发展和规范证券投资基金。相应的管理条例《证券投资基金管理暂行办法》的实施有利于投资基金的发展,当前须加快投资基金发展的步伐。此外,《中外合资基金管理公司暂行办法》也应尽快实施。

四、规范证券经营机构和咨询服务业的行为

1. 规范证券经营机构的行为。证券经营机构是沟通上市公司与投资者的桥梁,是联结投资者与交易所的纽带,其经营行为如何,影响着融资渠道的畅通和股票市场的健康发展。目前有的经营机构为了自身利益,

帮助上市公司制作虚假报表, 欺骗广大投资者; 有的挪用散户资金进行自营操作, 其他种种违规违法行为时有发生。为此, 应加强管理, 规范它们的行为。在经营中, 应进一步落实“注册制”和“授权制”, 以确定其合法性、合规性和合理性。证券经营机构自身也应加强对其内部管理人员、证券从业人员的培训、考核, 提高他们的素质, 以便能一方面通过提高服务质量赢得更多客户, 另一方面在自营中严格遵守各项法律、法规, 合法经营, 合法赢利。

2. 规范证券咨询服务业行为。伴随着几年来 A 股市场的发展, 证券咨询服务业已成为我国股票市场的-一个重要组成部分, 股评人士在提高投资者整体素质, 推动证券市场方面起到了重要作用。从 1997 年 6 月 17 日在深圳开展的“证券咨询业评价”社会调查显示, 我国目前的股评人士大多数具有良好的职业道德和敬业精神, 但其中也有一些人不负责任地散布小道消息, 有意识地误导股民。此外, 中国的股市历史很短, 随之而生的股评人士专业水平与发达国家比较, 相对还较低, 以致股评的准确率不高, 存在误导性。为此, 规范证券咨询服务业, 提高股评人士的专业水平、职业道德水平和敬业精神已到了刻不容缓的地步。管理层应制定相关政策加强管理, 对咨询机构及股评人士实行“资格”制度。股评人士应加强自律, 必须站在公正客观的立场上, 进行客观的分析、理性的判断。努力做到不说假话, 不搞虚假股评; 不说空话, 不搞空洞无物的股评; 少说错话, 提高股评的准确性。

五、加强风险意识教育, 提高散户素质

我国 A 股市场 2100 万户投资者中, 以散户为多数。散户的素质普遍不高, 风险意识和抗风险能力不强, 以小搏大的赌性心态较重, 由此, 容易带来股市的暴涨暴跌。要使股市平稳发展, 对散户进行风险意识教育, 提高他们的风险承受能力尤为重要。自 1996 年底开始进行风险意识教育以来, 散户在 1996 年 12 月及 1997 年 5 月的两次股市大幅度下跌中表现冷静, 表明他们的风险承受能力比以前大大提高。但高收益永远伴随着高风险。在可能创造相对高收益的股票市场中, 风险意识教育不能中断, 而且不能停留在口头上, 证券商应在吸纳新客户时同时进行风险知识教育, 各类报刊尤其是证券专业类报刊应经常性地普及风险及防范知识。散户风险意识及其素质的提高, 是我国股市平稳、健康发展的重要条件。此外, 随着基金的规范化发展, 还应多向散户宣传基金知识, 提高他们对基金投资的兴趣, 以减少投资风险。

六、加强证券市场法制建设, 完善证券市场监管体系

A 股市场是证券市场的一个组成部分。证券市场是一个复杂的经济系统, 它的健康运行和发展, 有赖于严格健全的法规保障。从总体上说, 目前我国证券市场的法规体系建设是滞后的, 只有一些行政性法规和地方性法规在发挥作用, 而规范我国证券市场的根本大法——《证券法》仍未出台, 因此, 加快法规的建设尤为迫切。不仅《证券法》要尽快制定出台, 与之相配套的法律, 如《证券交易法》《上市公司监管条例》《期货交易法》《信托法》《国债法》等也应尽快制定出台。只有这样, 才能使证券市场的监管者、发行人、券商、证券专业服务机构、交易所、投资者等行为的规范化有基本准则, 才能做到有法可依、违法必究、执法必严, 从而才能维护证券市场的正常发展秩序。

证券市场法规的执行, 离不开一个完善的监管体系。目前我国 A 股市场仍存在政出多门、多头管理现象, 股市监管体系松散和薄弱, 因此, 建立完善的证券市场监管体系是我国 A 股市场健康发展的又一保障。从国际证券业的经验来看, 科学、公正、高效的监管体系应采取行业自律与政府监管相结合的方式。自律是证券业的生命, 而我国目前的证券业自律组织有待加速形成和完善; 从事证券业的其他中介机构, 如会计师事务所、审计师事务所、律师事务所、资产评估机构等及其从业人员的自律行为有待加强。政府监管主要是依法对上市公司、证券中介机构的监管和对投资者利益的保护。从 1997 年开始实行的中国证监会对深圳证券交易所和上海证券交易所的统一管理是加强政府监管的体现。然而, 政府监管还显得相当薄弱。因此, 目前一方面必须加快建立证券行业的自律组织, 强化证券业的行为自律, 另一方面要加强和完善政府监管, 以形成行业自律与政府监管相结合的完善的监管体系, 以此促进证券市场的健康运行和发展。

(作者单位: 广州财贸管理干部学院经济管理系)

(责任编辑: 曾国安)