

我国股票上市制度变迁的绩效分析

梁文忠

摘要:我国股票上市制度从证券市场产生开始共经历了两次大的变迁。通过采用时间序列分析的方法对上市公司上市前后业绩变化进行的研究结果表明,上市制度变迁虽然在一定程度上改善了上市公司的治理结构,但对上市公司的持续发展能力、主营业务收入、净利润及证券市场资源配置效率并无明显促进作用。

关键词:上市制度 绩效 建议

我国证券市场属于“新兴”+“转轨”的市场,股票上市制度一直处于变迁之中。新股上市历来是证券市场参与各方共同关注的焦点,新股也在荣耀与诘难中一路走来:一方面,新股承载了诸多的荣耀,打新、炒新的丰厚回报令市场乐此不疲,新股不败的神话创造了证券市场一个又一个标高;另一方面,新股也因业绩屡屡变脸而饱受市场指责,“首年发迹、次年微利、三年奔向ST”是新股和市场挥之不去的梦魇。新股业绩变脸现象屡屡发生表明目前我国股票上市制度仍然存在一些问题。本文试图利用统计分析方法,对上市公司上市前后业绩变化的情况进行时间序列分析,以检验上市制度变迁是否真正达到了提升上市公司业绩的目的。

一、我国股票上市制度变迁

从我国股票市场发展的历程来看,我国股票上市制度大体上经历了两次大的变迁。这两次变迁分别以1999年1月《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)的实施和2001年4月“核准制”的实施为标志,并且将股票上市制度的发展分为三个阶段:

第一阶段是《证券法》实施以前(1999年以前)的不规范阶段。由于没有一套完整的法律法规对股票上市进行规范,1999年以前我国的股票上市制度基本上是一种行政制度,即由国家证券管理部门对股票的发行进行监督和管理,而监督管理的依据主要是国家的宏观经济政策和有关行政规章。这一阶段上市制度的主要特征是:股票发行上市以额度的行政分配为主,模拟改制和捆绑上市也曾盛行过,上市制度具有明显的计划经济特色。

第二阶段是《证券法》实施以后至核准制实施以前(1999-2001)的过渡阶段。这一阶段的上市制度与第一阶段没有本质区别,但在上市程序、上市审核机制和新股发行方式等操作制度上有一定变迁,具体而言,主要表现为以下几个方面:

(1)从上市程序来看,这一阶段的上市制度要求公开发行股票,必须依照公司法规定的条件,报经国务院证券监督管理机构审批;证券发行申请经审批后,发行人应当依照法律、行政法规的规定,在证券公开发行前,公告公开发行募集文件,并将该文件置备于指定场所供公众查阅。

(2)从上市审核机制来看,这一阶段的上市制度规定由国务院证券监督管理机构设立发行审核委员会,依法审核股票

发行申请;发行审核委员会由国务院证券监督管理机构的专业人员和所聘请的该机构外的有关专家组成,以投票方式对股票发行申请进行表决,提出审核意见;发行审核委员会的具体组成办法、组成人员任期、工作程序由国务院证券监督管理机构制订,报国务院批准。

(3)从新股发行方式来看,这一阶段的上市制度规定上市公司发行新股,应当符合公司法有关发行新股的条件,可以向社会公开募集,也可以向原股东配售。这也就是说,新股发行可以采取公开募集的方式,也可以采取向原股东配售的方式。

此外,这一阶段还取消了模拟改制和捆绑上市,并且规定证券承销可以采取代销,也可以采取包销方式。

第三阶段是核准制试行阶段。从2001年4月开始,新股发行方式从“审批制”改为国际通用的“核准制”,由审批制向核准制转变是我国证券市场的一场深刻的变革。但是,我国核准制的具体实施方式仍然是计划色彩较浓的通道制,这一点在中国证券监督管理委员会颁布的《股票发行与交易管理暂行条例》中得到了充分的体现。该条例第十二条规定:申请公开发行股票,按照下列程序办理:

(1)申请人聘请会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等专业性机构,对其资信、资产、财务状况进行审定、评估和就有关事项出具法律意见书后,按照隶属关系,分别向省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府或者中央企业主管部门提出公开发行股票申请。

(2)在国家下达的发行规模内,地方政府对地方企业的发行申请进行审批,中央企业主管部门在与申请人所在地地方政府协商后对中央企业的发行申请进行审批;地方政府、中央企业主管部门应当自收到发行申请之日起30个工作日内作出审批决定,并抄报证券委。

(3)被批准的发行申请,送证监会复审;证监会应当自收到复审申请之日起20个工作日内出具复审意见书,并将复审意见书抄报证券委;经证监会复审同意的,申请人应当向证券交易所上市委员会提出申请,经上市委员会同意接受上市,方可公开发行股票。

从上述股票发行程序我们可以发现,虽然当前我国股票上市实行“核准制”,但是实际上还是要经过审批,只是审批机关由以前的国务院证券监督管理部门和国家有关部门变为地方政府,并且地方政府的审批权被限定在国家下达的

行规模内。然而,无论如何,“核准制”相对于“审批制”总是一个进步,同时也是我国证券市场向规范化和国际化迈出的的一大步。

二、我国股票上市制度变迁绩效分析

为了对我国股票上市制度变迁的绩效进行分析,我们选取 1998 至 2003 年上半年在沪、深两市上市的 A 股(首次公开募股公司,简称 IPO)作为研究样本,采用时间序列分析方法对上市公司上市前和上市后 3 年内业绩变化的一般特征进行研究。

1998 至 2003 年 6 月 30 日,我国共有 497 家企业在沪、深 A 股市场上市(IPO)。这一期间沪、深两市 A 股首次公开募

股融资总额为 2 942.22 亿元,融资总额最高的年份是 2000 年,其次是 2001 年;而 2000 至 2001 年是我国股市的大牛市,股指于 2001 年 6 月创了历史新高。这说明,证券市场融资功能的发挥与二级市场股指走势有密切的联系。此外,这一期间新股发行市盈率和发行价格同样也创了新高,2000 年首次公开募股平均市盈率高达 34 倍,最高的达 88 倍,可见当时发行市场的狂热。从上市公司股本情况来看,1998 至 2003 年 6 月 30 日首次公开募股公司的平均总股本为 5.6 亿股,平均流通股本为 9 788 万股,并且总股本和流通股本有不断扩大的趋势;但是由于 2003 年市场的不景气,新上市公司股本明显下降,小盘股重新成为发行的主流。通过对 1998 年以来首次公开募股公司的实证分析,我们可以得到以下几个基本结论:

表 1 1998 - 2003 首次公开募股公司 A 股概况

	IPO 家数(家)	平均总股本(万股)	平均流通股本(万股)	融资额(万元)		发行市盈率(倍)	平均发行价(元)
				总计	均值		
1998	101	28 806.12	7 177.82	4 070 008.6	40 297.11	14.47	5.72
1999	92	35 711.57	9 055.26	4 987 368.3	54 120.53	18.01	6.19
2000	139	35 555.43	8 112.95	8 452 021.0	60 805.91	34.04	8.42
2001	66	171 069.3	11 917.91	5 396 308.0	81 762.24	31.88	9.35
2002	70	70 880.34	17 278.57	5 169 629.0	73 851.84	19.04	7.14
2003	29	18 581.09	6 316.21	1 346 844.1	46 442.90	18.38	8.28
样本均值	/	56 193.43	9 788.72	/	59 199.6	23.78	7.39

数据来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)。

注:2003 年有关指标均为上半年指标,表中融资额均值是指该年全部首次公开募股企业的平均融资额。

第一,上市公司治理结构稍有改善。目前,不管是理论界还是投资者都普遍把我国证券市场大部分问题,如国有股流通、大股东剥夺流通股股东权益、上市公司造假以及上市公司业绩变脸等问题的根源归结为公司治理结构的不完善。因此,改变新上市公司的股本结构,通过增量发行来完善上市公司治理结构是我国股票上市制度变迁的重要目的之一。从表 2 可以看出,尽管流通股占总股本的比例仍然较低,平均只有 31.5%,但有逐年提高的趋势;大股东持股比例和股权性质日趋合理,第一大股东持股比例从前几年的约 50%下降到了目前的约 30%,第一大股东中法人股的比重在逐年降低,而个人法人股的比重有较大的提升。新上市企业股权结构的不断完善和治理结构的改善预示着长期困扰中国证券市场的“一股独大”问题可能有望得到缓解。

表 2 首次公开募股公司股本结构与第一大股东分析

家数(家)	流通股比重%	第一大股东持股比例%		按第一大股东性质分类%		
		均值	中位数	国家股	法人股	个人法人股
1998	30	48.70	53.47	53.5	46.5	0.0
1999	30	48.58	54.93	54.3	45.7	0.0
2000	32	48.82	53.76	56.1	43.2	0.7
2001	30	49.14	52.79	51.5	48.5	0.0
2002	33	45.37	47.50	71.4	24.3	4.3
2003	34	31.26	30.73	65.5	24.1	10.4

数据来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)。

注:2003 年有关指标均为上半年指标,按第一大股东性质分类的上市公司百分数是指其股权为国家股、法人股和个人法人股的上市

表 3 1998 - 2003 年首次公开募股公司经营业绩的时间序列分析及检验结果

指标	T	T+1	T+2	T+3	T/T+1 (t 值, sig. 值)	T/T+2 (t 值, sig. 值)	T/T+3 (t 值, sig. 值)
主营业务收入增长率(%)	13.53	15.75	19.92	-10.03	(2.79*, 0.005)	(1.471, 0.137)	(1.447, 0.655)
主营业务利润增长率(%)	24.16	16.09	17.06	10.00	(5.084*, 0.000)	(0.957, 0.339)	(7.285*, 0.000)
净利润增长率(%)	14.03	6.71	5.3	-10.40	(2.888*, 0.004)	(1.535, 0.126)	(5.645*, 0.000)
净资产收益率增长率(%)	-63.45	-9.93	-37.9	-19.92	(3.786*, 0.000)	(0.767, 0.443)	(1.278, 0.202)
总资产收益率增长率(%)	-42.61	-5.38	-25.1	-17.58	(3.869*, 0.000)	(1.471, 0.142)	(0.837, 0.403)

数据来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)。

注:本表上市公司 2003 年的财务数据以半年报数据乘 2 推算得出,增长率全部为环比增长率,T 表示上市当年,T-1 表示前 1 年,T+1 表示上市后 1 年,余类推。t 值为成对 T 检验值,带 * 为通过置信度 95% 检验, Sig. 表示置信度 95% 的双尾值即 Sig. (2-tailed)。

公司家数占当年上市公司总数的百分数。

第二,新上市公司可持续发展能力较差。497 家样本股上市前后 3 年业绩增长性的统计分析结果表明,新上市公司总资产收益率和净资产收益率出现了明显的负增长;净利润增长率也在逐年下降,到第 3 年甚至出现了负增长;主营业务收入增长率和主营业务利润增长率基本上呈减速趋势。统计检验结果表明,5 个业绩指标上市第 1 年与上市当年的成对 T 检验通过了显著性检验,这意味着上市第 1 年业绩下降的结论成立。第 2 年未通过显著性检验,第 3 年有主营业务收入增长率和净利润增长率两个指标通过了检验,说明第 3 年利润的确减少了。但是,总体样本统计结果未能证实习惯性结论,即“1 年优,2 年平,3 年亏”的结论。为此,我们进一步对各年上市的企业业绩变化情况进行时间序列分析。

第三,主营业务收入和主营业务利润成长性不稳定。从表 4 可以看出,新上市企业除 2001 年上市的外,主营业务收入和主营业务利润在上市的当年、上市后第 1 年及第 2 年都有较好的成长性,但到上市后第 3 年却出现了明显的下降趋势,尤其是 2000 年上市的企业出现了大幅度的下降,至于 2000 年以后上市的企业由于上市时间不够 3 年,不能检验其业绩的成长性。从纵向来分析,主营业务收入增长率和主营业务利润增长率没有表现出明确的时间规律性,也就是说,尽管股票上市制度随着时间的推进在不断地改进,但并没有明显地改善上市公司的业绩。

表 4 首次公开募股公司主营业务收入增长率与主营业务利润增长率时间序列分析

上市年份	主营业务收入增长率				主营业务利润增长率			
	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3
1998	4.42	15.59	27.95	4.50	75.54	17.60	17.66	1.08
1999	12.33	14.49	7.36	12.57	4.83	7.65	0.78	12.04
2000	20.29	10.77	23.18	-47.17	18.31	4.58	32.89	16.88
2001	-2.09	9.50	21.18	/	-3.25	10.42	16.94	/
2002	25.75	28.38	/	/	/	27.33	40.21	/
2003(6)	20.50	/	/	/	22.19	/	/	/

资料来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)。

第四,净利润增长率呈显著下降趋势。1998年以来新上市的公司整体净利润增长率出现了明显的下降趋势,例如,上市当年比上市前净利润平均增长14.03%,1年后增长率降至6.71%,2年后增长率降到5.29%,到第3年则为负增长。从净利润增长率下降幅度大于50%的公司分布来看,1998、1999两年上市的企业中上市当年就有半数以上的企业净利润下降了50%以上,有不少企业甚至在当年就出现了亏损。因此,市场流传的我国上市公司业绩“1年优、2年平、3年亏”的谚语并非没有道理。因为净利润是上市公司业绩最直接的衡量指标,尽管主营业务收入和主营业务利润增长率并没有显著的滑坡,但只要净利润出现了滑坡,上市公司业绩还是滑坡了。通过上市公司上市前后主营业务收入增长率、主营业务利润增长率与净利润增长率三者的比较,我们可以得出一个结论:要么是上市公司在上市过程中存在过度包装,要么是上市后公司大肆铺张浪费,否则不会出现净利润的大幅度下降。

表 5 首次公开募股公司净利润及其增长率时间序列分析(%)

上市年份	净利润增长率				净利润增长率<50%的上市公司百分比			
	T	T+1	T+2	T+3	T	T+1	T+2	T+3
1998	27.18	40.21	3.19	-10.41	57.57	3.03	16.16	23.23
1999	12.45	13.26	-157.27	-23.24	75.00	9.78	25.00	16.30
2000	25.57	0.72	-47.64	-63.16	1.00	9.00	17.00	16.00
2001	17.90	-25.57	23.59	/	3.03	6.06	19.70	/
2002	8.29	-50.35	/	/	0.00	4.00	/	/
2003(6)	-50.00	/	/	/	10.00	/	/	/
均值	14.03	6.71	5.29	-10.40	/	/	/	/

资料来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)。

另外,从纵向比较我们可以看出,我国股票上市制度的变迁取得了一定的成效,主要表现为上市当年业绩大幅度变脸的企业比例明显下降,变脸比例由1999年的75%下降为目前的10%左右。但是从另外一个角度来看,毕竟还有10%左右的上市企业出现了大变脸,这些企业从整体上影响了新股的形象,也影响了我国证券市场改革的成效。此外,从不同年份上市企业的业绩变化来看,2001年以后上市的企业在上市后1年就出现了净利润的负增长,2003年上市的当年就出现大幅度下降。这说明,尽管2001年以后我国实施了股票上市核准制,但核准制并没有从根本上解决新股业绩变脸的难题。

第五,证券市场资源配置效率较低。资产收益率是衡量市场效率的基本指标,在市场有效的前提下,资本总是流向收益最高的地方。因此,我们可以用总资产收益率和净资产收益率来衡量我国证券市场资源配置效率。由表6、表7可以看出,在上市以前,不管是总资产收益率还是净资产收益率的绝对水平都比较高,总资产收益率平均为9.83%,净资产收益率平均为23.56%,两者都远远高于社会平均水平。

但是上市后,两指标均急剧下降,并且上市当年降幅最大,总资产收益率下降幅度在45%以上,上市后第3年,总资产收益率从上市前的9.83%下降到2.46%,下降幅度达75%。净资产收益率在上市当年下降幅度在60%以上,以后逐年下降,到第3年则从上市前的23.56%下降到4.04%。如果说,在上市的当年是因为上市融资使总资产和净资产增加,从而摊薄了资产收益率,那么在以后的年份资产收益率还继续大幅度下降则是不可理喻的。此外,上市后第3年总资产收益率、净资产收益率分别只有2.46%、4.04%,已经在社会平均水平之下,甚至低于1年期贷款利率,可见证券市场资源配置的低效率。按理说,股权融资应该是一种成本低、效率高的融资方式,证券市场应该是资源配置效率较高的市场,但在我国却并非如此。

表 6 首次公开募股公司总资产收益率时间序列分析(%)

上市年份	T-1	T		T+1		T+2		T+3	
		均值	增长率	均值	增长率	均值	增长率	均值	增长率
1998	11.42	6.79	-40.56	7.06	4.01	5.22	-26.10	3.37	-35.42
1999	11.33	5.77	-49.11	5.85	1.50	3.30	-43.63	2.60	-21.14
2000	8.79	4.95	-43.67	4.70	-5.10	3.29	-29.94	3.42	-65.37
2001	8.49	4.42	-47.89	3.87	-12.54	3.84	-0.70	/	/
2002	8.76	4.69	-16.40	4.00	-14.80	/	/	/	/
2003(6)	10.21	6.42	-37.10	/	/	/	/	/	/
均值	9.83	5.27	-39.90	4.91	3.55	2.46	/	/	/

资料来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)。

对新上市企业上市后资产收益率急剧下降的解释无非有二种:一是上市前过度包装甚至造假,上市前的资产收益率失真,一旦融资完成,则原形毕露;二是上市后,由于有了资金,企业疏于经营管理,使业绩快速滑坡导致资产收益下降。经济学大师凯恩斯早就提醒过我们,企业具有动物性的一面,懒惰是其天然本性。由于我国证券市场的不完善和股票的稀缺性,企业容易以低成本大规模从资本市场圈钱。为了改变上市公司圈钱过于严重的局面,证监会于2003年9月22日公布了《关于进一步规范股票首次发行上市有关工作的通知》,规定首次公开发行股票筹额不得超过上年度净资产值的两倍。从提高资源配置效率的角度来看,限制首次公开募股融资额是非常有必要的。

表 7 首次公开募股公司净资产收益率时间序列分析(%)

上市年份	T-1	T		T+1		T+2		T+3	
		均值	增长率	均值	增长率	均值	增长率	均值	增长率
1998	26.47	10.48	-60.40	11.70	11.62	9.08	-22.40	5.84	-35.64
1999	27.52	9.20	-66.58	9.68	5.27	5.30	-45.27	3.73	-29.68
2000	21.05	7.61	-63.88	7.18	-5.57	4.75	-33.84	2.95	-37.99
2001	20.35	6.82	-66.49	6.44	-5.57	3.20	-50.26	/	/
2002	21.34	7.62	-64.31	3.40	-55.41	/	/	/	/
2003(6)	26.47	10.48	-59.06	/	/	/	/	/	/
均值	23.56	8.24	7.98	5.72	4.04	/	/	/	/

资料来源:中国证券监督管理委员会网站(www.csrc.gov.cn)。

从上面对新股业绩的时间序列分析可知,大部分新股缺乏可持续发展能力,上市后的前3年业绩很不稳定,尤其在上市后的第1年业绩普遍滑坡,并且通过了显著性检验,这说明上市后第1年业绩风险具有一般性和普遍性。新股业绩的这种变化趋势反映到股价走势上则表现为新股风险较大。

三、完善我国股票上市制度的建议

上市公司上市前后业绩变化的一般特征表明我国股票

上市制度变革取得了一定的成效,新上市企业的股本结构有了一定程度的改善,新股业绩变脸的速度和比例有下降趋势,但要从源头上解决我国新上市公司业绩变脸问题仍然任重道远。笔者认为,完善我国股票上市制度,可从以下几个方面着手:

1. 尽快建立上市公司信用制度

2001年,银广夏事件给饱受股指暴跌之苦的中国股市当头一棒,而这一事件发生的直接原因就是假账。因为做了假账,不良公司得以包装上市,得以配售、增发新股,但是为此所付出的代价也是巨大而致命的,那就是社会公众对于股市的不信任,对上市公司信用的普遍怀疑。因此,建立上市公司信用制度已经刻不容缓。

笔者以为,创建上市公司信用制度首先应当从中介机构开始,严格依照会计法、律师法等相关法律,建立中介机构信用评级制度,使信用等级高者生存,不讲信用或者信用等级差者淘汰;其次,修订公司法、证券法等法律法规,完善股东代表诉讼制度,对不讲信用披露虚假信息并给股东造成损害者,严格追究其民事责任和刑事责任,不断完善公司内部治理结构,使公司内部治理结构的完善成为上市公司自身发展的内在要求;最后,建立上市公司信用评级制度,定期对上市公司的信用情况进行调查评级并予以公告,而不是仅仅对一些公司在发现问题后进行PT或者ST处理,变事后处理为事前预防,使股价真正成为上市公司业绩状况的晴雨表。

2. 完善股票发行审核制度

如何完善我国股票发行审核制度,使其能够真正发挥筛选高质量企业上市的作用,是我们必须认真思考的问题。笔者认为,有效途径有以下几种:第一,建立证管办预审制度,即首先由证管办根据日常监管和考察情况出具意见,发行人再将申请文件和证管办意见一同上报证监会审核;第二,提高证监会发行监管部在股票发行审核中的作用,鉴于证监会发行监管部在股票发行审核中做出的大量工作,其审核意见应该得到充分的反映,证监会曾经实行的标签制度,就很好地反映了发行监管部门的审核意见,这一制度应该得到执行和进一步完善,而不是被搁置;第三,建立证监会与其他相关部门在股票发行审核中的沟通机制,在审核过程中证监会可以充分利用其他相关部门的专业作用,比如会计问题,可以考虑与财政部会计司或者中国注册会计师协会建立顺畅的沟通机制,法律问题可以与司法部建立一定的沟通机制,行业问题可以与各行业协会进行沟通,使发行审核工作更加专业,更加客观公正;第四,进一步完善证监会发审委审核的标准,使得委员们的审核有据可依,取消目前执行的集中审核制,严格按照《中国证券监督管理委员会股票发行审核委员会工作程序执行指导意见》的要求,在发审会议前的5个工作日,将申请文件送交参会的发审委委员,以保证委员们全面了解申请企业的情况,并据以发表意见。

3. 切实落实保荐人制度

2003年12月28日,中国证监会发布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》,该办法已于2004年2月1日正式施行。所谓“保荐制”即指由保荐人(券商)负责对发行人的上市推荐和辅导,核实公司发行文件与上市文件中所载资料是否真实、准确、完整,协助发行人建立严格的信息披露制度,并承担风险防范责任。简言之,保荐制将使券商对股票发行负有一定的连带责任。

从一定意义上讲,上市公司业绩不佳是当前国内股票市场低迷的重要原因之一。“保荐制”实施以前,券商无需对发

行人承担连带责任,因此对发行人质量的把握就存在一定的偏差,这种偏差可能最终导致上市公司业绩不尽如人意。证券发行上市保荐制度的推行将落实证券公司等中介机构及其从业人员的责任,使中介机构切实发挥保证上市公司质量的作用。实施保荐制度要求保荐机构作为中介机构牵头人,协调律师事务所、会计师事务所、资产评估机构等相关中介机构在各自的职责范围内,勤勉尽责、诚实守信,本着对证券市场负责、对投资者负责的态度,推荐优质公司上市。因此,实施保荐制将从机制上保证调动市场力量,把好企业进入资本市场的“第一道关口”,使上市过程更加有效快捷,并且对建立中介机构信誉制度、促使董事履行诚信职责、提高上市公司信息披露的质量,进而提高上市公司质量,恢复和增强投资者信心,进一步发挥证券市场优化资本配置的功能都具有重要的意义。

4. 进一步深化发行制度改革

由“审批制”向“核准制”的改革标志着我国的发行制度向市场化迈出了一大步,但监管部门的行政控制仍然存在,其结果是扭曲了资本市场融资、投资方的供求关系。从2003年开始,我国新股发行的认购采取市值配售法。但是,这一改革并没有从根本上解决新股发行速度过慢、新股发行积压等老问题,同时又产生了中签率过低导致市值配售的收益率低、对法人机构投资者吸引力不够等新问题。

要修正这些扭曲,就必须从根源入手,遵循渐进式改革的原则,对现行的发行制度作适当的调整,实行“批量招标发行、全额市值配售、集中上市”的模式。通过批量发行和集中上市,能合理改变一段时期内新股和资金的供求关系,有效降低新股发行市盈率及新股上市后的市盈率,使沪、深两市在综合指数不跌的前提下降低整个市场的市盈率,以降低证券市场风险。此外,通过集中配售,可以增加每次发行的新股数量,将提高市值的利用率,提高单次申购的中签率,增加市值配售对二级市场大户投资者的吸引力,同时还可解决长期困扰券商的不合理的通道问题。另外,为明确市场预期,稳定市场信心,证监会发审委可预先确定每年的发行批次,以及每批发行的家数。

5. 进一步完善股票二级市场交易制度

二级市场是股票市场的重要组成部分,规范股票二级市场是完善我国股票上市制度的重要措施。当前,我国股票二级市场交易制度为股票挂牌交易制度,即发行的股票在证券交易所内挂牌交易。这种交易制度在一定程度上存在一些不可避免的缺陷,可能对我国股票市场的健康发展带来一些不良影响。这些缺陷主要表现在两个方面,一是上市的终身制,二是上市股份分割,同股同权不同价不同利。针对当前的这种状况,如何消除挂牌交易制度的弊端,进一步完善股票二级市场交易制度呢?笔者认为,有效途径可以有如下两种:

一方面,建立证券市场的梯形结构,设计合理有效的退出制度。《证券法》规定:“股东持有股份可以依法转让”,“股东转让其股份必须在依法设立的证券交易所进行”。但是,这里讲的证券交易所显然不仅指深、沪证券交易所,而应包括场外交易。因此,应明确场外交易的法地位,考虑设立第二市场,完善市场体系,设立合理的淘汰制度。这不仅有利于保持股票市场永久的活力,而且为风险投资基金提供了出口,拓展了直接融资渠道。

另一方面,实行A、B股市场并轨。A、B股市场统一是我国证券市场发展的必然趋势,但目前实现一(下转第112页)

小企业政策性银行已经更多地依靠资本市场筹资,减轻了中央财政的压力。我国尽管资本市场尚不完善,对上市主体的挑选条件很严,但中小企业发展银行的上市应该重点支持,这也是执行国家产业政策的需要。

中小企业发展银行的运作应坚持规范原则,强化内控制度,加强风险防范,引入危机管理,建立和健全激励与约束相对称的管理机制。由于政策性银行比商业性银行担负着更大的风险,所以许多国家都建立了完备的政策性银行组织结构体系和流程管理体系,并运用科学的、以数据分析为基础的决策系统和风险评价系统。我国应当及时引入这些成型的、富有成效的做法。同时,对目前银行所执行的一些效果不佳的管理手段要避免再使用。例如重约束、轻激励的贷款第一责任人制度,虽然对降低贷款风险有一定作用,但却打击了信贷部门的积极性,信贷人员权衡利弊后的理想选择就是多贷不如少贷,少贷不如不贷;再如,集中统一授信制度,使绝大多数县市支行只有贷款推荐权,没有办理业务的自主权,既不能调动县市支行的积极性,又不能及时满足中小企业贷款需要。中小企业发展银行的内部管理制度设计确实是一项艰难的工作,建议广泛征求专家意见及实践部门的反馈,吸取教训,审慎行事。

2. 完善信用担保制度及相关配套体系

如果说在贫困落后地区要重点建设中小企业发展银行,那么,在经济较为发达、中小企业较为密集的地区则可以大力发展中小企业信用担保体系,使之与商业性金融协调发展,共同支持中小企业发展。商业银行是以盈利为目的的法人实体,是否对中小企业贷款首先要从业务是否具有利润空间来考虑,其次考虑能否将风险控制在可承受的范围内,最后考虑成本问题。成本控制主要是银行内部管理问题,可以通过简化手续、整合业务流程、完善信用记录等措施降低成本。收益和风险则主要由银行外部因素确定;银行不能完全控制。完善的信用担保制度则可以大大降低商业银行的风险,提高预期收益水平。中小企业信用担保机构作为第三方,承担一定的风险和责任,以规范的运作来为中小企业与商业银行牵线搭桥,从而引致社会资本向中小企业流动。

要使信用担保体系有效运作,首先要注意中小企业信用担保基金的规范操作,不规范的操作和随意性极大的收费,会引起各参与方的强烈不满,会引发中小企业的逆向选择和道德风险。一定要从构筑我国中小企业服务体系、推动我国信用建设的高度来认识中小企业信用担保的意义,规范有序

地操作。其次,完善信用担保有效运行的相关配套体系。缺乏规范披露制度的中小企业模糊信息通常被称为“软信息”,与大企业规范财务报表体系披露、易于量化和传递的“硬信息”相区别。中小企业特定的信息机构决定了其融资的边际信誉成本低于大企业,这时,价格不再仅仅反映资源的稀缺程度,而且具有了新古典经济学模型所未曾考虑到的筛选与激励作用。为了实现社会总体福利的最大化,就不能仅仅依靠价格机制(信贷市场上表现为利率机制)来配置资源,而有必要引入第三方来弥补市场缺陷。专业化的社会征信机构就是这样的组织。社会征信系统的有效运行,可以在更高的程度上使信息收益内部化,降低金融系统的风险水平,促进融资交易的发生。

从根本上解决中小企业融资问题,不仅需要发展政策性融资支持体系,更需要综合对策,多管齐下。要建立起间接融资与直接融资相互协调的机制,拓宽直接融资渠道,大力发展多层次的资本市场,使货币市场、资本市场和保险市场有机配合,共同构筑中小企业融资体系。

注释:

- 周天勇:《中国究竟有多少中小企业》,载《民营科技企业》,2003(11)。
- 唐菊裳:《国外小企业——融资、管理、创新、模式》,337页,北京,中国计划出版社,1999。
- 刘东、杜占元:《中小企业与技术创新》,8页,北京,社会科学文献出版社,1998。
- 锁箭:《中小企业发展的国际比较》,45页,北京,中国社会科学出版社,2001。
- 韩平:《我国中小企业融资问题思考》,载《金融时报》,2003-12-22。
- 丁坤:《中小企业作用与发展研究》,载《中国集体经济》,2003(10)。
- 《中国统计年鉴》(1996),北京,中国统计出版社,1997。
- 暴振法等:《中小企业的作用、问题与建议》,载《山东理工大学学报》(社会科学版),2002(4)。
- ①周立:《中小企业扶持体系的国际比较》,载《经济体制改革》,1999(4)。
- ②王海之:《我国中小企业直接融资问题研究》,载《上海经济研究》,2001(9)。
- ③钱小安:《信贷紧缩、银行重组与金融发展》,上海,上海人民出版社,上海三联书店,2002。
- ④孙平:《我国中小企业融资体系的完善》,载《理论研讨》,2003(7)。

(作者单位:长春税务学院 长春 130021)
(责任编辑: N)

(上接第106页)步到位尚有两个政策障碍,一是人民币尚没有实现自由兑换,二是A股市场没有对外开放,而解决上述问题都需要国内经济的持续发展和市场的不断壮大。目前,我国可以先行推出中外合资投资基金,为A、B股市场合并奠定基础,然后视市场承受能力,分期分批逐步解决A、B股市场并轨问题,使我国证券市场走上规范化发展的道路。

参考文献:

1. 潘英丽:《中国证券市场规范发展问题研究》,上海,上海财经大学出版社,2000。
2. 苏武康:《中国上市公司股权结构与公司绩效》,北京,经济科学出版社,2003。
3. 胡炳志、王兵:《中国资本市场的效率分析》,载《管理世界》,2002(9)。
4. 胡炳志、王兵:《市场结构有效性理论述评》,载《经济评论》,2002(4)。

5. 周芬棉:《应当尽快建立上市公司信用制度》,载《法制日报》,2001-08-21。
6. 李宏贵:《完善股票发行审核制度提高上市公司质量》,载《证券时报》,2003-03-10。
7. 中国证券监督管理委员会:《证券发行上市保荐制度暂行办法》,2003-12-28。
8. 上海证券研究发展中心:《2003年中国证券市场年度报告》,载《上海证券报》,2004-01-14。
9. Ash, Demirguc - Kunt and Levin, Rose, 1996. "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts." The World Bank Economic Review.
10. Hazen, Thomas Lee, 1990. "The Law of Securities Regulation." Second Edition, West Publishing Company.
11. Karmel, Roberta, 1982. "Regulation by Prosecution: Securities and Exchange Commission vs. Corporate America." Simon & Schster, New York.

(作者单位:武汉大学商学院博士生 武汉 430072)
(责任编辑: Q)