

## 我国一级半股票市场浅析

作者: 刘峥 发布时间: 2004-10-14 13:23:22

### 论文摘要

就处在经济转轨过程中的中国而言,金融活动中非正规金融的存在对于提高经济效率、促进体制改革起到了相当重要的作用,对其加以深入研究具有非常重要的理论和现实意义。本论文共分为七个部分,首先从前人的理论研究出发对非正规金融现象做一个简单的理论概括;然后顺次分析作为我国非正规金融活动典型代表的一级半市场的发展历程、市场特征及其同正规股票市场的关系;最后,对规范、发展一级半市场提出若干政策建议。

### 第一部分前人的研究—非正规金融理论述略

非正规金融是指民间借贷与股权融资的活动,它是针对有组织的金融中介或有组织的发行与交易市场而言的。非正规金融属于体制外金融,但不同于灰黑色金融。处在经济转轨过程中的中国,由于政府执行金融抑制战略,非正规金融活动大量存在,并且直接促进了中国经济结构的有效调整,对于经济效率、资本形成率的提高、体制改革具有很强的导向作用。

### 第二部分一级半市场:发展历程

民间所称的一级半市场,是指目前国内已设立的股份有限公司发行的具有一定上市流通预期的、暂不能流通股份的场外交易市场。

一级半市场从1994年以历史遗留问题股的交易开始形成,后随着定向募集股份公司内部职工股、STAQ和NET系统原流通法人股、上市公司法人股、创业板拟上市企业股权等品种的加入,吸引了越来越多的投资者,市场的规模不断壮大。目前该市场可交易股票的规模达到近3000亿股。

一级半市场形成的核心要素是存在大量的具有上市流通预期而暂时无法流通的股票。并且从其发展历程来看,一级半市场是一个自发形成的功能不完整的场外市场。它是在特殊的中国资本市场发展历程中形成的一个非正规金融市场。

### 第三、四部分一级半市场分析:无形市场与拍卖市场

根据交易方式、价格形成机制以及市场参与者等的不同,一级半市场可以分为无形市场和拍卖市场。

无形市场是由游戏规则、参与者和交易活动所构成的一种机制。市场功能在于揭示与传递信息。它是一级半市场的主要存在形式。尽管没有固定的交易场所概念,但交易信息的集散地和股权转让的完成地多为国内原柜台交易活跃的地区。市场具有进入成本高、交易分散、交易量不稳定和不连续但是方式灵活等特点。无形市场中,股份的原始持有者作为卖方,买方则为实力较强的机构,双方存在较大的供求矛盾。因此,市场中应运而生通过集散信息、联系供求以赚取差价或手续费用的“黄牛”。无形市场交易的活跃程度、价格总水平的涨跌基本取决于国家政策走向,个股的价格也依赖于上市消息的刺激、而非取决于其基本面因素。

拍卖市场是上市公司法人股的交易方式,其核心是通过在拍卖行竞价形成法人股的交易价格、然后在中央登记结算公司完成股权转让过户。拍卖市场主要在上海。市场具有场所确定、程序规范、交易集中、公开竞价等特点。拍卖市场中参与者的层次较为丰富,卖方有急于偿债或套现的小企业、专门穿梭于异地之间收购法人股的“黄牛”;买方有作长期投资的大企业、投资与投机相机决定的二级市场炒家以及投机的个人与个人组合。法人股拍卖市场的形成与发展源于法人股上市预期的加快,而个股拍卖价格的形成则以净资产值为基础,与公司经营业绩、法人股总量、二级市场股价等密切相关。

### 第五部分一级半市场:流动性问题

作为股票交易市场,流动性是市场存在的基石。理论上,股票市场的流动性,微观看就是股票迅速变为货币而不受损失的能力;宏观看就是股票大量交易而价格不会显著波动的一种市场运行态势。

基于前两部分的论述,从市场参与者行为、市场的交易成本、监管与信息披露和市场的微观结构等方面加以分析,一级半市场是一个严重缺乏流动性的交易市场,因此其自身的运作效率极低。

### 第六部分一级半市场与正规股票市场的关系

我国正规股票市场是以沪深证券交易所为单一结构主体的场内交易市场。经过十年的发展,市场规模已超过五万亿人民币。但是缺乏多层次的市场体系和结构、国家股和法人股不可流通仍是其重大的制度缺陷。

一级半市场的存在直接违反了我国《公司法》、《证券法》以及国家体改委颁布的部门规章中的有关规定,它显然不是正规股票市场的有效组成部分。一方面,一级半市场由于缺乏监管,不规范的交易行为大量存在。并且对于场内一级、二级市场,构成了资金分流、提高持筹成本、加大价格风险的压力。另一方面,一级半市场为不可流通股票提供了流动性和较为合理的价格发现机制,一定程度上弥补了正规股票市场的结构缺陷。并且通过多年的运作,探索了发展场外市场的有益经验。

### 第七部分结语:一级半市场的未来发展

进入新世纪以来,随着规范化发展成为市场的主流,监管当局开始对一级半市场的发展投入了注意力。中国证券业协会颁行的《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》,从解决两系统原流通法人股出发,但给广泛开展未上市股票交易留下了空间;针对法人股拍卖,先后通过不同监管部门出台政策、侧面加以规范限制。

在已有政策的基础上,建议依据效率、公平和可操作的原则,用多种方式有针对性地解决不同的遗留问题:允许定向募集公司内部职工股在公司公开发行上市时随公众股一起流通;继续探索以拍卖为主的上市公司法人股场外交易;在“代办转让”的基础上,尽快建立指令

驱动与报价驱动相结合的股票场外交易市场，解决遗留问题、并逐步接纳新企业，成为具有完整功能的场外市场。

建立场外市场是保护投资者利益、实现资源有效配置、建立现代企业制度的必然要求。

同时，一级半市场的发展经验和监管部门的成熟也为建立场外市场提供了有利因素。

制度创新理论认为，如果一种制度创新能够带来规模效益和提供足够的激励且符合政府政策目标，政府介入制度创新的时滞就会大大缩短。中国的金融制度变迁，就大都是最先由民间在体制外创新而后政府介入的过程。一级半市场是又一由民间发起的制度创新，并且正在经历着由“自愿的安排”到“政府控制经营”的制度变迁过程。政府通过修改现行制度安排、将其纳入体制之内已成必然趋势。

关键字：非正规金融 股票 场外交易 一级半市场 遗留问题

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

版权所有：中国社会科学院人口与劳动经济研究所

您是第位访客