



您的位置：首页 - 2003科研成果

## 熊市快速扩容思路亟待矫正（王松奇）

文章作者：王松奇

十多年来，中国证券市场对中国的经济发展与改革已做出了巨大的贡献，但由于认识偏差及管理经验不足等原因，这个市场在发展过程中也出现了一些失误。最近一段时期以来，人们忧心忡忡谈论的股市不景气及被许多人诟病的熊市扩张速度问题，其背后也有一个值得探讨的政策失误问题。

目前，中国股市有三个致命伤：一是股权分裂为流通股和非流通股；二是在定位上出现偏差，一度成为完成政府业绩目标的工具；三是融资功能大于投资功能，在近三年业已处于熊市局面下没有很好掌握扩容速度和节奏，在中介机构的推动下，将一定时期带有稀缺性的金融资源流向不带有资本渴求特征的大盘股和金融股，导致股票市场的资金供求状况进一步恶化。

这三个致命伤在形成原因和治疗对策上既有一定的区别也有相当的内在联系。股权分裂是历史遗留问题，不实行全额流通方案就无法从根本上解决问题，但探求和下决心实施一个可能为市场投资者普遍接受的方案，不仅需要智慧、勇气，而且还需要耐心，需要等待决策者认知时滞消除和市场预期转变的时机。

转变市场预期首要任务就是恢复市场参与者的信心，从目前情况看，亟待解决的是矫正市场功能定位上一度出现的偏差和过去两年多来存在的熊市扩容速度过快问题。

在股票市场建立之初，实体部门中国企业无论在数量上还是在经济发展的贡献度上都居于绝对领先地位，所以当时提出股票市场主要为国企服务无疑是正确的。但十多年过去了，中国的微观经济基础和产业结构状况已发生了相当大的变化，再坚持这样的单一功能定位已不合时宜。如果在资本市场建设中也要体现公平原则的话，那么，毫无疑问，中国的股票市场的功能恰当定位应当是为全社会资源实现最有效率的配置服务，具体说就是，哪些企业的成长性好、金融资源利用效率相对更高，股票市场就为哪些企业服务。按照这一标准衡量，我们会发现，若干年前一度出现的企业捆绑上市为国企脱贫解困服务及近两三年来发生的熊市扩容、过多的国企大盘股、金融股上市实际上都违背了用股票市场进一步提高全社会资源配置效率的基本原则。

以圈钱为上市目的已成为了中国上市公司的流行病，许多企业没有成长性，缺少发展潜力，上市时间越长、圈钱越多、经济效益就越差。同时，在金融产品单调和居民高储蓄率的客观条件下，缺少投资价值的股票市场在充沛资金的推动下又形成了远高于国外股票市场的高市盈率。这样，缺少信任、信心和主要靠资金量维系的股市就变得异常脆弱。2001年6月国有股减持方案出台直接引发了投资者对上市公司特别是国有企业圈钱现象所蓄积的信心危机。这场信心危机发生后，政府和监管当局虽然做了很多努力，但收效甚微，甚至在策略上还出现了一些新的失误，其中，在熊市扩容速度与上市对象选择工作中就需要认真反思。

一般说来，如果在投资者信心涣散的情况下矫正政策偏差，一个必要的措施就是在数量方面调整供求关系，即股市停止扩容或大大降低股市扩容速度，因为市场参与者的信心恢复一靠透明度的提高，二靠股市行情的上涨，而股市行情上涨的必要条件就是不要在资金已降低进入速度的情况下继续大幅增加股票的供给。令人遗憾的是，中国股市的扩容速度并没有受阴跌不止的行情影响而放慢，自2001年6月至2003年7月，上市公司新增了122家，筹集资金1892亿元，平均每年扩容946亿元。尤其值得注意的是，在股票市场需要高成长性企业进入以提高上市公司质量的情况下，近两年来的上市公司规模越来越大，其业绩和成长性却愈来愈差。为什么在熊市扩容的情况下会出现上市公司规模越来越大的情况？其背后的原因是从事推荐上市和主承销业务的券商在实行“通道制”的情况下，这些中介机构只有尽量选择规模较大的企业作为上市推荐对象，它们才有可能获得更多的金融服务收入。而且，在巨大经济利益的驱使下，近些年来还普遍存在投资银行和券商协助自己的大盘股客户进行审批攻关的行为。在目前体制环境下，中介机构作为一个特殊的利益集团，它们并不考虑也不可能去考虑中国股票市场的上市公司质量改善问题，它们只是以尽可能多的财务顾问费和主承销费流入自己的腰包为最终目的。

此外，政府在熊市扩容速度过快方面也有一定的责任，具体说就是：其一，决策者对于缺少投资者信心支撑行情且阴跌不止的股市需要休养生息这一点缺少一致性认识，因而不可能采取有效的有利于恢复股市信心的政策行动；其二，在相当一段时期内，监管当局始终都把每年证券市场的筹资额即扩容速度当成自身业绩的基本指标，致使新增上市公司规模越大市场积累矛盾就越多。

中国证券市场的发展正处于一个关键时刻，我们能否在一个不太长的时间内尽快扭转由前一时期政策失误造成的不利发展局面，关键看决策层如何调整思路，能不能从解决眼前问题和长远发展两个角度找到一些切实有效的办法。

摆在我们面前的任务实际上可划分为三个层次：一是怎样扭转现有股票市场的不景气局面，二是尽快规划中国资本市场的体系蓝图；三是如何通盘考虑投融资机制改革、疏导储蓄投资循环流程等问题。

现有股票市场的结构矛盾和不景气的深层次原因已被浩如烟海的文章、文献分析得十分通透，但人们特别是那些利益相关人士始终避而不谈的一个问题是：如何造就一个持续的好行情？没有一个超过2300点的行情，不管我们做了哪些诱人的利好宣传，一切都将成为空话。因为人们决不会对一个将所有投资者深度套牢的市场感兴趣。在这个市场上，人们怕国有股减持，怕实行全额流通，也怕由大盘股、金融股源源不断地上市进一步损伤业已出现“资金贫血”状况的股票供求关系。在这种情况下，要恢复投资者信心似乎有三种选择：第一，如果仍然要实施国有股减持和全额流通，那么，这个将出台的方案就应该是一个能让二级市场投资者有确定获利预期的方案；第二，上述方案是以非流通股让利为前提，在中国上市公司的现有产权结构下，由于非流通股的利益与国家和国企利益几乎是同义语，因此在决策上可能遇到较大的认同障碍，一个能被投资者广泛拥护的方案若是难以出台那就干脆再一次宣布至少三或五年内既不考虑在市场上减持国有股也不实施全流通，给市场参与者一个确定的预期；第三，立即暂停大盘股和金融股上市计划，宣布在两年内对这类上市公司不予批准，这将拓宽股市融

资渠道稳步实行金融行业经营，从资金面彻底解决问题。我确信，只要采取这样的措施，股票市场的局面肯定会明显改观。

从中国资本市场体系构造的角度看，现有股票市场的问题也就是未来主板市场的问题，即使主板市场停发大盘股和金融股而改为以债券为主要发行品种，但在一个多元化、多层次的资本市场中，如果创业板市场和区域性柜台交易市场能在不久的将来推出，中国直接融资市场效率低下的局面就会发生彻底的改变，因为创业板和区域性柜台交易市场是以高成长、创新型中小企业为主要服务对象的资金平台，其市场流动性肯定会远优于主板市场。这两种市场一旦尽快推出，不仅中国实体经济部门的结构调整速度会大大加快，而且，由数量庞大的创新型成长型上市公司所派生的投资银行业务收入也能使中国证券机构从近两年来的全面亏损境地立即解脱出来。

构建多元化、多层次的资本市场的战略着眼点是对仍带有相当多旧体制痕迹的投融资制度进行彻底改革进而重新调整储蓄投资循环流程。

金融业尽管地位至关重要，但作为服务业，检验其最终效率的尺度永远是实体部门的结构优化程度。中国实体经济部门近年来存在两个明显的结构失衡现象：一是横向结构失衡，它表现为传统产业与高科技产业获得的资金的平衡，近年来在刺激内需的财政政策和货币政策背景下出现的增量资金绝大部分流入了与基建相关的传统产业部门；二是纵向结构失衡，它主要涵义为国内储蓄不能有效地转化为国内投资，具体表现是集中了全社会绝大部分货币资源的银行经常有过大的存差同巨额的外汇储备成为国外短期低利国债的购买资金。对这两个结构失衡实施调节除了汇率等手段外，建立多元化、多层次的资本市场也是一个必要而有效的手段。一般情况下，资本市场体系越完善功能越强，银行体系的业务压力和风险压力就越小，储蓄向投资转化的流程就越短、越顺畅，实体经济部门的效率也能在资源更多地流向成长型企业的过程中得到明显提高。所以，决策层应下决心将推进多元化、多层次的资本市场建设当做深化投融资体制改革的突破口。

文章出处：《中国证券报》2003年10月21日

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

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所