

中国股票市场制度建设之悖论*

□ 宋玉臣¹ 马秋艳²

(1. 吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春130012; 2. 中国人民银行 长春中心支行, 吉林 长春 130021)

[摘要] 股票市场制度建设是使之走向完善的重要步骤。不过, 很多制度建设的举措却事与愿违。本文在对此进行分析的基础上提出, 新股发行与上市分离模式在当前最具有有效性、现实性和可行性。

[关键词] 股票市场; 制度建设; 新股抑价; 估值倒挂

[中图分类号] F830.9 [文献标识码] A [文章编号] 1003-1154(2013)02-0010-03

在中国股票市场20年的发展历程中, 市场化改革是总体方向, 取得的成绩毋庸置疑。但是, 也出现了许多事与愿违的现象, 并且有的现象完全与改革的初衷相背。本文试对此进行探讨和研究。

一、新股被爆炒误读为一级市场“抑价”

所谓新股发行“抑价”就是二级市场的开盘价高于一级市场的发行价的现象, 新股“抑价”一般被认为IPO发行定价偏低。事实上, “抑价”现象的发生绝不是新股发行价格偏低, 而是盲目炒新股行为所致, 这种误读导致发行价越来越高。例如, 赵静(2007)认为世界各国都不同程度地存在新股发行“抑价”现象, 而我国新股折价程度堪称世界之最, 这一现象被称为“IPO抑价现象”。刘晓明、胡文伟、李湛(2009)认为中国股市的特殊性使IPO上市股票的抑价具有很多独特的规律, 通过对1990年至2007年1694家IPO企业进行分析, 结论是A股的平均抑价率为321%。刘超然、潘焕学、张岩(2012)的研究表明, 截至2011年10月12日的的数据, 在270只创业板市场上市股票中有236只存在IPO抑价现象, 平均抑价率为44.476%。

事实上, 新股“抑价”是一个严重的误解, 二级市场新股高价开盘是恶炒新股的习惯性行为所带来的结果, 并不是一级市场发行价偏低, 在很多时候发行价和发行市盈率都高得离谱, 二级市场开盘价照样高于发行价。这些实证研究证据不是在证明新股“抑

价”, 恰恰相反, 上述证据充分说明了市场的炒新股倾向。刘煜辉、沈可挺(2011)研究结果表明, 我国IPO定价总体上不存在发行价格被压低的现象, 由于中国特殊的制度环境, 上市资源的稀缺性所造就的拟上市公司盈余粉饰行为, 使得通过随机前沿分析得到的IPO潜在最大价格可能高于新股真实内在价值, 中国股票市场的供给控制构成了IPO高抑价非理性解释的制度基础。

对一级市场“抑价”的误读带来的直接后果就是发行价格越来越高, 而且没有得到监管部门的有效遏制。在2012年伴随着市场化改革这种现象愈演愈烈, 市场化改革不是使股票市场越来越理性, 而是使圈钱行为约束变得越来越弱化。我们发现股票市场的各个主体中只有上市公司成为最大受益人, 投资者成为最大的受害者。

二、一级市场和二级市场估值倒挂

我国股票市场存在的主要问题是股价结构不平衡, 2011年新股平均发行市盈率为48倍, 而沪深市场的全年平均市盈率只有17.76倍, 优质不优价问题突出, 股价不能客观反映股票的内在价值。2012年二级市场股票市盈率12倍左右无人问津, 新股发行市盈率却超过30倍, 出现中签率保持低位并且严重的资金超募现象。近几年来, 银行股作为上海股市的蓝筹主体, 市盈率仅仅分布在5至7倍, A股银行基于2011

* 基金项目: 教育部人文社会科学规划项目(项目编号: 11YJA790131); 吉林省科技厅软科学项目(项目编号: 20110642)。

年业绩的市盈率为6.62倍,基于2012年的业绩市盈率为5.79倍,均界排名倒数第一,显然有悖于股票市场价格发现这一基本功能。这一个方面说明市场投资者的理性程度极其有限;另一个方面也是多年来市场炒新行为的所致。于是就出现了一级市场和二级市场估值倒挂的奇特现象,这一问题在股票市场低迷的2011和2012年表现得极其显著。2011年至2012年IPO发行市盈率居高不下,而同期股票二级市场蓝筹股的市盈率却日益下降,到2012年末已经近10倍的历史低位。涂人猛(2012)认为中国股市长期以来的功能定位和制度设计偏向于融资者,这在解决国有企业资金问题和促进中国经济快速发展发挥了重要作用。但是,上市公司重融资轻回报圈钱效应突出,市场资源配置效率低下,股票市场成为少数人的造富场所,普通投资者的利益严重受损等。

三、退市制度形同虚设

2001年2月23日,中国证监会发布了《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》,并于2001年11月30日加以修订,规定连续三年亏损的上市公司将暂停上市,我国股票市场退市制度正式开始推行。退市制度的建立和实施会有利于提高上市公司整体质量,形成优胜劣汰的市场机制。但是,退市制度并没有真正落到实处,却屡次上演闹剧,退市制度形同虚设。李自然、成思危(2006)认为长期以来我国的证券市场缺少一个有效的上市公司退出机制,不利于激励上市公司提高质量,建议应完善上市公司的退市制度。无论是审批制还是审核制,壳资源一直都具有稀缺性。垃圾股僵而不死,炒壳重组游戏猖獗,垃圾股暴炒且疯狂。上市公司通过各种手段以规避退市的现象,导致上市公司“停而不退”以及内幕交易等市场操纵行为。多年来,炒绩差股的行为与退市制度关系非常密切,亦是主要诱因之一,炒绩差股盛行的根本原因是退市制度没有真正有效实施。很多退市公司都是暂停交易,恢复上市后反而暴涨。欧美股票市场退市现象就显得很正常,美国纳斯达克每年大约8%的上市公司退市,纽约证券交易所的退市率为6%,英国AIM的退市率约12%。

从连续亏损到成为ST股,再由ST股变身*ST股,还有PT股票,接着暂停上市,重组又恢复上市并创造暴涨神话,在许多业绩不佳的上市公司身上,不难发现类似的资本运作轨迹。无论上市公司业绩如何惨淡,它们总能坚持不退市,甚至成为各方争抢的壳资源。市场的非理性行为与监管部门的规则缺陷有直接关系,有些规则培养了投资者的非理性行为。如果连续亏损三年就退市,爆炒绩差股的现象一夜之间

就会消失得无影无踪。2012年6月28日,沪、深交易所同时发布主板以及中小板上市公司新的退市制度文件。例如,根据退市新规,仅发行B股的上市公司连续20个交易日(不含停牌交易日)每日B股收盘价均低于每股面值的B股股票将直接终止上市。闽灿坤B不幸成为新规的第一个达标公司,就在该股票即将到退市日时,却又推出了缩股方案,公司以6:1的比例缩股并保住了交易资格。退市制度屡屡难以真正落到实处是股票市场制度建设不彻底的表现。

四、一级市场风险几乎没有体现

在一级市场上活动的主体主要包括IPO公司、承销商和投资者。从中国股票市场走过的20多年的历程看,发行新股对于上市公司几乎没有风险,承销商也没有风险,IPO“打新族”几乎没有风险,有悖于市场的基本规律。但是,把风险都留给了二级市场投资者,一级市场和二级市场风险分配显然不对称,一、二级市场上价差的存在是保证顺利发行的重要条件,却让中国股票二级市场涨少跌多,赚钱效应和吸引力渐渐下降,投资者对股市的投资功能越来越质疑。

IPO原有的定价模式基本上是固定市盈率。股票市场建立20年来,承销商在包销的制度背景下,几乎没有承担包销风险的现象发生,只有极其个别的风险现象发生,还是特例。炒新和新股不灭形成的原因包含着中国股票市场投资者已经熟悉的思维模式,这种熟悉的思维模式就是新股的赚钱效应。在股票市场活动的各个主体包括政府、上市公司、证券商、投资者等,承担风险的几乎只有投资者一个主体,这种制度的设计必然存在问题。在新股发行“三高”的背景下,股票成功上市的众多因素中就剩下一个,是否得到上市资格因素了,只要被批准上市就几乎必然成功上市了。

从IPO的角度讲,正常情况下发行新股应该有成功和失败两种可能,在中国只取决于监管部门的审批结果,审批成功的几乎不会有发行失败的现象发生。股票市场多年来都是配售、超募、中签等,承销商的风险几乎为零;从一级市场投资者的角度看,购买新股需要申购和摇号抽签,即使破发现象存在亦不为多见,或者破发的股价比发行价低得很少,仅仅是一段时间存在破发现象,绝大多数都是收益颇丰。这种IPO制度导致的新股不败神话,伴随着炒新行为的越演越烈,已经成为阻碍中国股市健康发展的顽疾。

五、新股上市规模成为决定市场走势的“决定”因素

新股发行数量一直是影响股票涨跌的重要因

素, IPO市场化改革似乎总是在左右着中国股票市场的走势。而作为决定股价走势根本因素的上市公司业绩却总显得那样苍白, 股票市场与宏观经济联系并不密切。监管部门在一次又一次的无奈中演绎着“政策市”的故事。“暂停新股发行”成为近些年扭转熊市的直接手段。自中国股票市场诞生以来, 曾经有8次IPO暂停, 第一次是1994年11月1日至1995年1月24日; 第二次是1995年4月11日至1995年6月30日; 第三次是1995年7月1日至1995年10月10日; 第四次是2001年9月10日至2001年11月29日; 第五次是2004年9月9日至2005年2月3日; 第六次是2005年6月7日至2006年6月19日; 第七次是2008年9月25日至2009年6月18日; 第八次是2012年10月26日。我们注意到, 除了第四次暂停IPO效果并不十分显著外, 其余各次均不同程度止住了跌势, 甚至有的就直接催生了大牛市。中国股票市场有一个鲜明的特点, 市场走势与宏观经济的联系并不紧密甚至背离, 个股价格与业绩联系甚至也不紧密。伍志文、周建军(2005)的研究认为我国股票市场不是经济的“晴雨表”, 股票市场的收益率指标无法预测未来经济的发展趋势, 股票市场和实体经济的背离是全面的背离, 而非局部性背离。杜江、沈少波(2010)采用趋势分析、协整分析和因果关系检验, 对我国股票市场和实体经济之间是否存在背离进行了实证检验, 研究结果表明我国股票市场和实体经济之间存在背离关系。股票市场只有反映宏观经济才是健康发展的标志。

六、结论与对策

针对上述问题, 我们认为实现市场化改革才是最好的出路。只有实现市场化才能让壳资源价值逐渐趋向于零, 爆炒新股问题才能从根本上得到解决。由于壳资源价值的降低, 退市问题也就迎刃而解; 只有实现市场化, 市场新股规模由市场行为决定, IPO对市场的冲击会自动得到调节; 只有实现市场化, 才能还原一级市场上市公司、承销商和投资者所应该承担的各自风险, 使风险分配与各自利益相互匹配, 实现风险的公平分配。

但在市场化改革过程中必然带来对股票市场的一些冲击。前面的问题基本上都是在市场化改革过程中出现的问题, 诸如, 新股“三高”、扩容约束减弱使IPO加速等问题导致股票市场低迷。我们认为新股发行与上市分离模式最具有有效性、现实性和可行性。

遵循先发行市场化, 然后再上市市场化的步骤, 两个市场化加起来就形成完全市场化模式。拟上市公司发行新股之后, 能否上市具有不确定性, 就会使投资者理性选择新股, 既可以使有增长潜力的公司

得到直接融资的支持, 又不会增加二级市场的压力, 同时防止圈钱现象的发生。发行和上市同时进行是股票上市并成为圈钱工具的直接动力。目前, 上市至少在一定程度上是垄断资源, 种种因素的合力导致以上市为载体的圈钱行为得以顺畅进行。从一般意义上讲, 上市是为解决股票这一个不能退还本金的有价证券的流动性问题。中国股票市场的一个显著特征是上市的直接目的还是为了筹资, 公司容易以圈钱为上市动机。发行和上市分开后, 企业股份只要符合条件就可以发行股票, 实现发行完全市场化, 由市场投资者选择。发行后并不一定上市交易, 就会使投资者有选择地进行一级市场投资。曾洋(2012)认为在我国证券法律制度中一直没有明确规定股票公开发行后是否应当或必然上市, 然而我国证券市场规则及其实践做法却逐步使得“所有的公司股票公开发行后必然上市”成为一种“常识性认识”。发行和上市统一, 实际上使我国形成了上市以发行为条件的程序惯例, 导致了资本市场上投资风险依赖政府部门, 这是中国股票市场“政策市”之所以形成的根源所在。

股票发行与股票上市原本是两个分开、独立运作的过程。上市和发行可以分开进行, 在时间上独立, 也可以合并进行, 在时间上连续进行。发行和上市分离, 可以消除发行市场虚假繁荣现象, 还原一级市场本应存在的风险。□

【参考文献】

- [1] 刘晓明, 胡文伟, 李湛. 中国股票市场IPO折价实证研究[J]. 管理科学, 2009, 4.
- [2] 赵静. “IPO抑价之谜”研究理论综述[J]. 科学信息(学术研究), 2007, 22.
- [3] 刘超然, 潘焕学, 张岩. 我国创业板IPO抑价实证研究[J]. 中国市场, 2012, 13.
- [4] 刘煜辉, 沈可挺. 是一级市场抑价, 还是二级市场溢价——关于我国新股高抑价的一种检验和一个解释[J]. 金融研究, 2011, 11.
- [5] 涂人猛. 中国股市的制度设计偏差与变革[J]. 武汉金融, 2012, 6.
- [6] 李自然, 成思危. 完善我国上市公司的退市制度[J]. 金融研究, 2006, 11.
- [7] 杜江, 沈少波. 我国股票市场与实体经济的相关性分析[J]. 求索, 2010, 5.
- [8] 伍志文, 周建军. “股经背离”的存在性之争及其实证检验[J]. 财经研究, 2005, 3.
- [9] 曾洋. 论股票公开发行和上市的关系[J]. 南京社会科学, 2012, 6.