

中国股票市场发展:从香港和其他亚洲市场中获得教训

肖耿

1. 中国证券市场的成就

在十多年的时间里,中国已经建立起一个发育完全、配备现代化直接金融机制的股票市场,对银行系统统领性的间接融资功能形成了竞争与补充。这显然是人们在十年前很难预料到的成就。

股票市场的发展有助于减少中国企业的负债与权益比率(Debt/EquityRatio),改善它们的资产结构。这对中国企业及银行系统的改革十分重要。

目前,从中国两个股票市场的 IPO 里筹集到的资金已经超过了日本。2001 年,上海和深圳股票市场筹集资金是香港的两倍。从 2001 年年初开始,上海和深圳的市场资本总额已经超过了香港的市面价值,成为日本之外的亚洲股市中的老大。

6000 多万中国持股者正在投资 1000 多家本国的上市公司。中国的市场资本总额已经上升至 GDP 的 50%左右,赶上了韩国和日本。随着中国股票市场规模的扩大,其基础结构也有了相应的发展。上海与深圳的股票市场已经完成了惊人的转变,甚至赶超香港。

在过去的几年中,我们在市场规范领域看到了明显的进步,其中证监会及其他政府机构,还有大众传媒都发挥了重要作用。有些人或许会指出,在这一期间中国公司股指的表现令人失望。对此,我们应该以更长远的眼光来看待,并且和同一地区的其他市场作对比。

事实上,如图表所示,如果我们比较 1997 年 6 月至 2002 年 12 月之间的亚洲市场表现,会看到只有中国的持股者有所获利,其他市场的投资者都损失了其股票价值的 30%到 85%。

我相信统计数据是该地区真实经济状况的写照。

2. 产权界定与执行的重要性

在讨论细节之前,我希望强调一下中国金融市场的核心问题在于产权的界定和执行。

金融市场是实际经济(realeconomy)的派生物。证券交易则是不动产(realasset)产权交易的派生物。

运作良好的金融市场不仅依赖于清晰的产权和金融手段(financialinstrument)契约的有效执行,也严重依赖于对重要不动产产权的界定和执行。无论股票市场的机制与法规多么先进,一旦某块土地或其他资产的虚假所有权和虚假证明出现,将摧毁上市公司的全部价值。

从对清晰产权和有效执行的需求看,证券市场以其直接、即时的融资特性处在市场经济金字塔的最顶端。投资者在对上市公司进行投资时并未受到任何担保。在购买股票之后,他们没有足够的时间观察并介入上市公司行为。一旦金融市场或上市公司有风吹草动,他们将直接获利或者遭受损失。

欺骗的诱惑是可怕的,得与失都因为它变得巨大且直接。证券市场是最需要警察和清晰、透明规则的地方,清晰、可执行的产权也起到最关键的作用。

消费者在购买前检验产品;雇主和雇员在共同工作中增进了解;购房者清楚地了解房产的位置、设计和周围环境;银行对其贷款持有担保并且监督客户。只有证券市场的投资者完全凭着他们对产权的信任进行投资,而产权的界定和执行由现存经济体制完成。

在与物权界定和执行相关的长链在某一段断开的时候,证券市场很容易出现问题。证券市场内部的产权界定和执行不仅与金融法规的制定者有关,还和一系列其他法规制定者、服务提供者和股票持有者相关,比如会计、律师、法官、警察、投资者、政府等。这就是为什么像美国市场这样的顶级股票市场也会反复出现问题的原因。

作为世界上最自由的市场经济体,香港已经发展了一整套最先进的产权系统。大多数自然资产和金融资产的所有权和证明已被明确备案。市场也对其进行系统、持续的评估且极少收到政府干预。交易备案良好,低税政策得到法制体系的保护和强制执行。世界级的国际金融、会计、法律公司在现代的、西方式的体制中为产权界定和执行提供服务;一支强大的警力和一支世界上最杰出的反腐队伍 ICAC(反腐独立委员会)作为后盾。这是一个包括中国大陆在内任何发展中经济体梦想拥有的体制。而这个产权系统的背后是香港成为亚洲头号国际金融市场的成功。

但和美国一样,即便在相对完备的产权系统中,香港的证券市场也会出现问题。最弱的环节通常出现在跨国境的产权界定与执行当中。和美国一样,香港需要继续完善产权体系。

中国证券市场的发展面临着许多挑战。这些挑战通常围绕在证券市场的四大功能周围:资源配置、价格发现、公司治理和风险管理。

3. 协调储蓄与投资

以在资源配置上的角色的规模来看,中国股票市场发展面临巨大挑战。中国银行系统资产与 GDP 的比率高达 160%,高过股票市场资产化的 3 倍。目前,银行储蓄的一大部分(占中国 GDP 的 20%到 30%)难于找到生产性的(productive)投资。

这意味着,如果股票市场能在协调储蓄和投资方面比银行做得更好的话,其规模会再提高 GDP 的 20%到 30%,也就是几千亿美元。

显然中国有足够的国内储蓄供股票市场进一步扩张。股市发展的真正挑战和银行系统一样:如何在储蓄和最盈利、最具生产性的投资者之间发现有效通道。为此,股票市场依赖市场推动有效、可靠的价格发现、公司治理和风险管理的能力。

4. 股价扭曲之源

中国政府依然在股票市场发挥重要影响力,这在中央计划经济和国家控制的历史背景下并不奇怪。有些政府影响会削弱股票市场的价格功能。

这在迅速发展的市场中很普遍。在政策、开放和宏观经济条件出现问题的时候,价格扭曲现象甚至在成熟的股票市场存在。

问题在于,在中国为了符合 WTO 要求持续放开经济时,在股票市场日益成熟复杂时,投资者和公司会逐渐以其他国际市场作为衡量中国股市价格功能的基准。在这样的前景与发展下,现有价格扭曲现象将构成股市进一步发展的主要障碍。包括我的同事宋敏教授在内的很多学者指出,以下几种价格扭曲现象最为关键。

由于一方面政府对 IPO 的数量、价格和时间严格控制,另一方面企业大量申请对上市和 IPO 注册,造成 IPO 过程和价格的扭曲。

由于国家和其他国家机构持有大量非交易股(高达总量的 2/3),造成市场和股票价格扭曲。

由于对上市私营企业和外资企业的限制和严格控制,造成市场结构和股票总价的扭曲。

由于一方面专业管理和正确规范的投资基金匮乏,另一方面几乎没有规范、高投机的信贷、金融公司的积极参与,造成市场和股票价格的扭曲。

由于缺乏短期销售机制和派生产品,造成市场和股票价格的扭曲。

由于现存的对不同类型持有者的割裂的、区别的对待,造成缺乏透明的兼并和通过股市进行

的股权交易。

近些年来,市场力量和规范改革越来越有效地减少以上形式的价格扭曲。

过去几年中,深圳、上海的市场质量显著提高,股票价格在整体上趋于理性。

尤其是这些市场已经能够迅速、强制性地执行处罚上市公司曝光的市场操纵和不正当行为。

5.“家长”应放手

股票市场的质量最终取决于上市公司和其他市场参与者的质量。股市给上市公司施加压力,促使它们改善自身的公司治理。在这一方面,股市无疑起到了很大作用。中国的股市监管当局制定了与经济合作暨发展组织(OECD)规章相似的管理规章和条例,在促进公司治理方面做了许多工作,而且这些工作也的确起到了很大的作用。

但是由于存在上文提到过的股市定价功能的扭曲,市场调节规律很难充分发挥在公司管理方面的作用。我个人认为,关键还是在于对产权和激励机制(incentive)的描绘和执行。我已经多次提过,政府可以在一定限度内持有大型企业的股票,例如20%或者30%以下。但是政府必须放弃对企业的绝对控制,这样市场力量才能够真正地引导、监督企业的行为。

由于国家所有制企业、国家控股上市公司、主要银行国有、主要证券交易所国有是当今的普遍现象,严重的利益冲突依然存在,而且不仅仅局限于政策制定方面,也体现在产权、法律和管理条例的执行上。传统上,政府一直扮演投资公众的家长的角,这也增加了中国政府从各个集团的利益冲突中抽身而出的难度。

6. 低风险的吸引力

中国股市的定价和公司治理问题是所有新兴市场的通病。这些新兴市场问题代表了国内投资者所面临的系统性、结构性风险,因为国内投资者没有能力通过在国内市场作多样性投资避免这些风险。中国解决这些风险的途径有以下几种:

1. 减少定价扭曲、改善公司治理是惟一的降低系统和结构性风险的长远之计。这一点得到越来越多的认同,已经成为政策制订者和市场参与者一项开始实施的工作。

2. 令更多优秀私营和外资企业上市将有助于减少系统性和结构性风险。这一现象已经在中国逐步缓慢发生。我在此之前已经多次指出,让优秀的私营和外资公司上市不止是为他们提供接触资金的机会。对许多真正优秀的公司来说,他们需要的也许不是资金。优秀公司的上市更是打造中国股市的声誉,向投资者提供更多的优秀公司以供选择的问题。随着全球化的进程,优秀公司已经能够接触到海外的市场,全世界的股票交易所都在争夺优秀的公司,希望他们在自己的交易所上市。这种竞争给所有的股市都施加了压力,迫使他们改善自己的质量。

3. 另外一个以市场为引导的解决办法就是允许投资者向外国市场作多样性投资。在香港、美国这样市场发达的国家和地区,这种做法非常普遍。也是出于这个考虑,持有、管理外汇储备(holding and managing foreign exchange reserves with foreign assets)以避免出口收入下降的风险。

香港和日本的经验也许能够说明最后一点。香港的投资者能够很容易地在任何国际市场作多样性投资,这一事实令我个人认为,香港股市的长期系统性、结构性风险相对而言比较低,也有限。与纽约、伦敦股市的上市公司相比,在香港上市的公司的市盈率并不高。香港的投资者很明显可以以国际标准为基准,衡量香港上市各股的定价。事实上,随着中国股市不断的改善,香港的投资者也可以很容易地把资金转投到中国市场。

另外一个多样性投资降低国内风险的好例子是日本。自1989年以来,日本每年在股市投入的净对外投资在5万亿至12.5万亿日元(400亿至1000亿美元)之间波动。(按1美元=125日元计算)日本现在之所以成为世界上的大债权国,国外资产达到360万亿日元(3.9万亿美元),相当于

日本一年的 GDP 值,这一多样性战略也起到了一定作用。这些海外资产无疑有助于日本应对日本国内的结构风险。正是结构性风险导致了日本长达十年的发展停滞、政府负债/GDP 比值超过 140%。

当然,在海外市场作多样性投资要求宽松的固定资产帐户和更高的人民币可兑换性。后者是一个复杂的政策发展过程,需要时间进行政策设计和实施,不在本文讨论范围之内。

7. 从亚洲吸取教训

二战之后出现的亚洲经济奇迹主要发生在贸易和制造业。

随后是亚洲的金融危机。随着中国加入世贸组织,低关税和非关税壁垒再加上贸易额上升,亚洲贸易系统将会更加富有活力。随着西方和亚洲其他地区向中国的直接投资额的上升,技术和技能的地区性融合也在顺利开展。

亚洲经济发展的瓶颈很明显在于亚洲储蓄与投资缺乏相互转化的机制。亚洲金融市场的不完整制约了亚洲提供资本市场基本、正常功能的能力,如资源分配、价格发现、风险管理和公司治理。和中国一样,亚洲各国国内将近 1/3 的存款没有用作生产性用途 (productive use),要么躺在银行里,要么被借给政府,或者向海外投资。日本银行的利率极低,很明显是鼓励低回报甚至无回报的投资。而亚洲地区股市的不完整也说明,这些股市没有从规模经济、范围经济、和高流动性中获利。亚洲金融市场(例如日本市场)的价格扭曲就算没有彻底打消将市场作为公司治理的一个关键做法的可能性,至少也增加了这么做的难度。亚洲银行系统里的高额不良贷款以及外汇管制的脆弱性也正是未来的金融危机的根源。

亚洲,包括日本,已经在黄金发展期建立了强有力的制造和出口业,却没能建成强大的金融业。创造亚洲奇迹的资金很大程度上来自外国直接投资和出口。中国需要吸取这个教训,利用高速发展时期的机遇来打造一个强有力的金融行业。正如本文所强调的那样,做到这一点,需要发展一个明晰的产权系统,以及产权、合同的有效执行。

(本文作者系香港证券和期货委员会研究顾问,原稿为英文,黄洁、刘弋译)

(截止时间)	股指		变化%	
	1997.1	2002.12	1997.1	2002.12
上海 A	1,307	1,419	8.6	8.8
深圳 A	449	410	-8.8	-8.6
印度	1,192	1,094	-8.3	-31.6
韩国	745	628	-15.8	-37.2
香港	15,197	9,321	-38.7	-39.1
新加坡	1,921	1,341	-30.2	-42.4
日本	20,605	8,579	-58.4	-59.8
马来西亚	1,077	646	-40.0	-60.1
台湾	9,030	4,452	-50.7	-60.4
泰国	527	356	-32.4	-61.3
菲律宾	2,809	1,018	-63.7	-82.2
印尼	725	425	-41.4	-84.1