

□ 葛开明 唐 滢

股票市场扩容的思考

5月22日,证监会公布了有关股市扩容的消息。次日,上海证交所的股价指数便直泻147点,跌幅达16.4%。这一事实说明市场还没走出1993年到1994年期间扩容的阴影,投资者依然对扩容心有余悸。可见,端正对市场扩容的认识,总结股市扩容中的经验教训,对当前股市的健康发展有着十分重要的意义。

一、扩容引发的思考

上海证交所成立之时,市场规模很小。在万人争购的热潮中,股价扶摇直上。三年多的时间里,上证指数从100点飚升到1536.82点。为了缓解股票的供求矛盾,从1993年起,上海证交所加快了扩容的步伐。然而正当上海股市步入发展的快车道时,供求关系又发生逆转,股价急转直泻。到1994年7月底,上证指数跌至333点,一年半的时间,跌幅达80%。1994年7月29日,中国证监会与国务院有关部门作出了稳定和发展股市的对策,决定暂停新股发行和上市,严格控制上市公司配股规模,扩大入市资金范围。扩容告一段落,又引发了股市一阵急升行情。到9月13日上证指数升至1033点,一个半月升幅率达210%。这种异乎寻常的涨势,最终难以为继,不久便节节下挫,一度又跌至548点。市场依旧疲软,交投日见清淡。停止扩容并没有使股市摆脱低迷,走上健康发展的道路。本文拟通过探索1993—1994年间上海股市高速扩容时股价波动的规律,来揭示股市扩容与股价波动、股市低迷之间的内在联系。

二、股市扩容与市场低迷的分析

为了分析股市规模扩大与股价变动之间的数量关系,我们构造了股市扩容函数以及股价总体变动函数,再用回归方法分析两者之间的关系。

1. 扩容函数

我们采用市场规模增长率来反映市场扩容速度,公式如下:

$$V(T) = \frac{S(T) - S(T-1)}{S(T-1)}$$

$S(T)$:第T期的上市总额

$S(T-1)$:第T-1期的上市总额

$V(T)$:第T期的市场扩容速度

上述公式有几点需要说明:

(1)由于我们研究的是新发行或配股的股票对市场的影响,因此公式中选用上市总额的增长率来反映市场扩容速度,而没有采用与股票价格水平有关的市价总额来计算。

(2)考虑到市场对新股上市有一个消化过程,不宜采用“天”作为计算单位。若用“季”或者“年”作为时间单位,则可能因时间间隔太长,抹平了因扩容造成的价格波动,不能反映扩容对

股价波动的影响。因此我们按“月”计算市场的扩容速度,并分析其对各月股价的影响。

(3)1993年4月起,上海股票市场的扩容速度明显加快,当月上市股票共计28.1亿面值,而1994年4月以后,上海证交所基本上没有再安排新股上市,因此,我们以1993年4月到1994年4月作为分析的时间区间,最能反映上海股市扩容与股市低迷之间的关系。

表1:1993/4~1994/4上海股市的扩容与指数波动

时间	期末上证指数	上证指数变动率 R(t)	期末上市总额/元	上市总额变动率 V(t)
93/3	925.91		7240919205.00	
4	1358.78	43.0%	10052356205.00	39%
5	935.48	-31.2%	11703090172.00	16%
6	1007.05	7.7%	13464853208.00	15%
7	881.07	-12.5%	14750714308.00	10%
8	895.68	1.7%	15730635809.00	7%
9	827.00	-7.6%	16218407661.00	3%
10	814.74	-1.5%	17485332715.00	8%
11	984.93	20.9%	19357009315.00	11%
12	833.80	-15.3%	20661730484.00	7%
94/1	770.25	-7.6%	30839116934.00	49%
2	770.98	0.1%	32719077134.00	6%
3	704.46	-8.6%	34285728734.00	5%
4	592.56	-15.9%	39179480280.00	14%

计算可见在一年的时间内,上市总额增加了3.9倍,每月的平均增幅为12%。由于采用分批集中上市的办法,各个月扩容的速度很不均衡。1994年1月份扩容速度最快,上市总额增幅为49%,而1993年9月扩容最慢,市场总额微升仅3%,两者相差10倍以上。

2. 股价波动函数

股价的持续下滑是股市低迷的主要特征。因此我们采用上证指数每月的波动的幅度即股价总体水平的变化来描述股市低迷的状况。计算公式如下:

$$R(T) = \frac{I(T) - I(T-1)}{I(T-1)}$$

I(T):第T期期末上证指数

I(T-1):第T-1期期末上证指数

R(T):第T期股价总体水平波动函数

从表1的数据可知全年股价呈波动下挫的趋势。平均每月的跌幅为4.5%左右,但各月份股价变动的幅度迥异。1993年4月和11月不但没跌反而有高达43%以及20.9%的涨幅,但是随后的5月份和12月份又分别跌去了31.2%以及15.3%,是下跌幅度最大的月份之一。

3. 上海股市扩容与股价波动的相关分析

若股市的低迷与扩容之间确实存在随机相依关系,即扩容速度越快,股价下跌越深,则两个变量的关系可以用下列公式表示:

$$R(T)=a+bV(T)+e$$

a:常数项,表示扩容速度为0时,股价的波动

b:回归系数,表示扩容造成的股价波动的幅度

e:随机误差,表示不能用扩容解释的股价波动

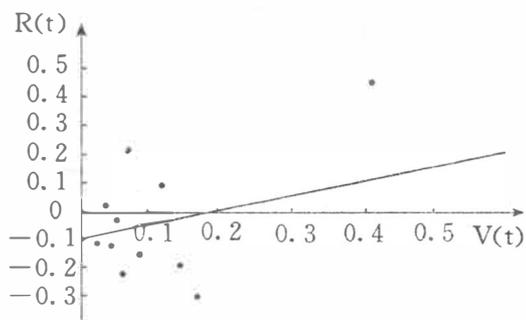
将表1的数据输入计算机,进行处理,可以求得

$$a=-0.08 \quad b=0.42$$

因此市场扩容与股价变动之间的回归曲线为:

$$R(T)=-0.08+0.42V(T)+e$$

图1:扩容变量与上证指数变动的回归曲线



从图1可见,各点的离散度很大。为了确认这条回归曲线是否有意义,即股市的扩容与股价变动之间是否确实存在随机相依关系,我们又计算了两个变量的相关系数 r:

$$r = \frac{\sum_{t=1}^{13} [R(t) - \bar{R}(t)][V(t) - \bar{V}(t)]}{\sqrt{\sum_{t=1}^{13} [R(t) - \bar{R}(t)]^2 [V(t) - \bar{V}(t)]^2}}$$

求得 $r=0.316$

根据统计学原理:当 r 接近 1 时,表示两个随机变量之间存在正相关关系;当 r 接近 -1 时,表示两个随机变量之间存在负相关关系。 $r=0.316$ 说明股市的扩容与股价下跌之间没有明显的线性关系。同时,为进一步检验两者之间的相关关系,我们还进行了 t 检验,得到 $t=0.5272$ ($T0.025$ 时的标准值应为 1.09),说明两者的线性关系不显著。从图1中可见各点在离回归线两侧较远处散布,说明股价的波动很大程度上不能用扩容速度来解释。

从表1的数据中还可以看到,这期间共有6个月份的扩容速度超过10%,这6个月中有3个月份股指下跌,另外3个月份股指上涨。即扩容较快的6个月中,股指上涨和下跌的月份各占50%。尤其1993年4月份扩容速度高达39%,而股指上涨43%,这说明在快速扩容期间,市场并非一路下跌,依然是有升有降的。这期间,扩容最快的月份为1994年1月份,扩容最慢的月份为1993年9月份,两个月份股指的下跌幅度均为7.6%,可见,股指的升降与市场扩容的快慢并没有显著的相关性。这些结论显然与人们通常持有的观点相反。为此,我们有必要进一

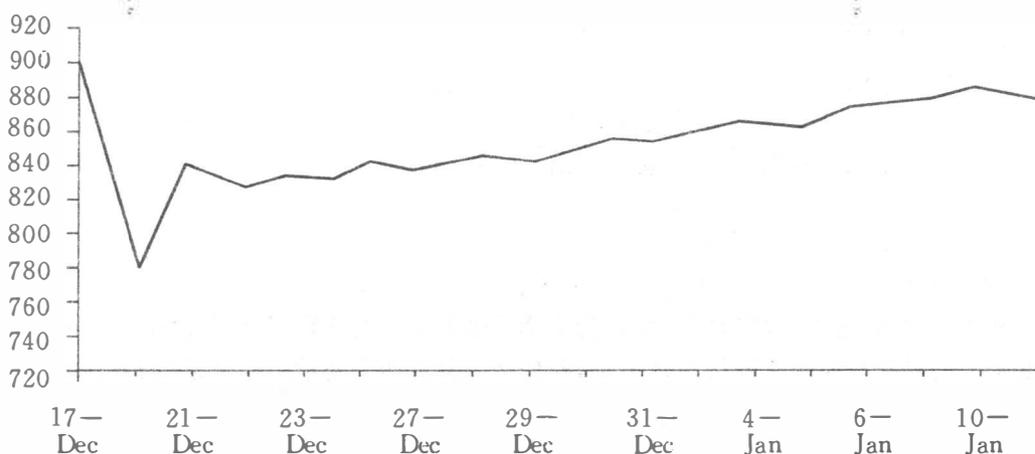
步解剖具体个别股票上市前后市场指数的变化,深入研究股票上市对市场的冲击情况。

三、新股上市前后股价波动的分析

以上我们从市场整体的角度分析了一年期间股市扩容与股价水平变化趋势之间的相关性。现在,进一步分析新股上市前后股价变化的规律。以1993年11月份以及1994年1月份两次新股集中上市的情况为例。

1993年10月29日,上海证交所公布了上海石化(分段上市)、厦门汽车、厦门国泰和上海三毛四个新股将于11月8日上市的消息。当天,上证指数收盘于814.24。消息公布后股指便逐渐下滑,跌到804.26(11月4日)。11月8日新股上市,上证指数止跌,开始反弹,当日上证指数收盘于836.99,上涨了2.8%,11月11日上升到848.27,比公布消息之日的814.24上涨了34点。第二个例子是,上海证交所在1993年12月17日公布了1994年1月4日将集中上市7家公司,流通量为2.5亿元新股;1月6日还将上市石化、马钢等超大盘股票,流通量为3.9亿元。从公布之日起到1月10日的上证指数的走势如图2。

图2:1994年1月4日、6日新股上市前后的上证指数



这两次新股上市前后的股价走势,有惊人的相似之处:公布消息之日起,股指缓缓下行,上市前夕,股指止跌,上行,上市三、四天后,股指回复甚至超过初始水平。

这种股价变化趋势的模式给我们以下的启示:1、扩容对投资者产生了消极的心理影响。因此,公布新股上市的消息以后,股指开始下跌。2、实际上扩容并没有对股指的下滑产生显著的影响,股指在新股上市之日止跌反弹,甚至还超过新股上市前的水平。3、扩容造成了个股相对价位的振荡行情,这是由于一、二级市场上价格的剪刀差,以及市场投机过度的表现,反映出两二级市场之间的不协调,与扩容并不相干。

总而言之,扩容与股指下滑虽然没有因果关系,但是对市场确实起了消极的心理作用。现在该是纠正对扩容的错误认识,消除盲目恐惧的时候了。

四、股市扩容认识上的误区

对股市扩容的恐惧归根结底是害怕市场规模扩大以后,由于资金短缺,导致股价下跌。这种观点,忽视了市场的价值规律,以及股价与资金之间的动态平衡关系。在市场规模一定的前提下,股价的确与投入股市的资金总量有关。但是应当看到,投入股市的资金的数量是受市场

价值规律支配的。股价过低时,投资收益率上升,会吸引更多的资金入市;反之,股价过高时,投资收益率便下降,从而会使资金退出股市。可见,在动态平衡过程中投资收益率起到了调动资金动向的指挥棒的作用,股价处于主动、关键的地位。从某种意义上讲,正是股价决定了投入到股市的资金量,而不是资金量决定了股价。人为地调动巨额资金投入股市,固然能将股价炒高一时,但不会持久。在价值规律的作用下,过高的价格的回归是不可避免的。上海股市几次暴涨狂跌正是市场价值规律发挥作用的有力佐证。

同样的道理,发行新股时,投入股市的资金也受投资利益所驱动。当一级市场的投资收益率和风险与二级市场趋于均衡时,新股的发行不会导致二级市场资金的流失,也不会对股市产生不利的影晌。

从上海股市的实际情况来看,1993年到1994年期间的扩容也确实没有为资金短缺所累。从我国的经济发展水平和居民收入的提高来看,1993年发行50亿股票的规模还是相当小的。发行计划的顺利完成也足以说明:目前股市的发展速度没有受到资金不足的威胁。1994年起上海证交所进行了几次竞价发行新股的尝试,也可以看出上海股票市场蕴藏的发展潜力。例如1994年6月25日,上海证交所通过竞价方式发行“哈岁宝”,底价为3.33元,最终以4.60元成交发行,为底价的1.38倍,认购量为发行量的8.21倍。而且,每当新股上市,首日的转手率普遍高达30%以上,在去年实行T+0时,甚至还超过100%。如此高的换手率和成交量,说明了对资金短缺的担心是多余的,对扩容的恐惧是没有根据的。

五、对扩容的再认识

新兴证券市场的崛起是八十年代国际金融市场的重要特征。一些发展中国家相继建立了股票市场,为各国的经济发展筹集资金,走上了金融市场化的道路。这些新兴市场不同程度地存在风险大、功能弱、效率低的弊病。因此,加速市场的发展,扩大市场规模是新兴市场走向成熟、走向规范化的当务之急。

我国股票市场目前存在的一些问题:诸如投机过度,市场不稳定,风险较大,资金配置功能不足等无不与市场规模较小有关。因此,只有加速股市的发展,扩大股市的规模,改善股市的深度和广度,才能增加股市抗风险的能力,稳定股市秩序,有效地保护投资者的利益,提高投资者的积极性,使得股市走出低迷。停止前进,甚至采取“缩容”的办法是没有出路的。1994年7月停止股市扩容以后股市依然低迷的事实,说明了这一点。在稳定中求发展,在发展中求更加稳定,才是振兴股市的良策。

六、以科学的态度做好股市的扩容工作

在1993—1994年间股市的扩容过程中,也出现了一些不正常的现象。一些机构以新股入市为题材,利用我国一、二级市场发展的不平衡,利用新老股票之间的价格差,从事投机活动,甚至通过市场操纵等非法行为,制造个股的震荡行情,损害了广大投资者的利益,破坏了市场稳定,加剧了人们对扩容的恐惧和厌恶心理。前车之鉴,后事之师。我们要以科学的态度,总结经验教训,做好今年度的股市扩容,指导股市健康、有序的发展。

1. 制定股票市场的发展战略,积极、稳妥地扩大股市规模。

要把股票市场的发展作为建立社会主义市场经济体系的重要内容,制订股票市场的长远的战略发展目标,并根据市场经济发育情况,制订具体的、切实可行的扩容计划,保证政策上的稳定性、连续性和透明度。把股票市场的扩容纳入健康、有序的轨道。同时还应掌握扩容的节奏,做到均衡有序地发行上市,避免集中上市对股市的冲击。

2. 贯彻“谨慎管理”的原则,加强管理,稳定秩序。

新兴市场的自我调节机制还不成熟,加上股票市场上自发的投机倾向常常造成新兴股市的剧烈震荡,因此要贯彻“谨慎管理”的原则,强化对市场的监督管理和调控手段,抑制过度的投机行为,维护投资者的利益。

3. 改进上市公司的结构,吸收更多的大型企业作为股市的中坚。

在成熟的股市中,总有世界上一些著名的公司以其良好的形象和投资效益成为股市的中流砥柱。据统计,在西方的证券市场上十种最大的股票占市场的比重一般为20%。也就是说市场的集约化是市场建设的重要内容。要吸引知名度高、经济效益好的大型企业改制上市,既有利于股市的稳定,又能提高上海股市的影响力,密切股市与国民经济的联系。

4. 加强一级市场建设,规范股票发行工作。

一级市场采取计划管理的模式,难以与市场化程度较高的二级市场协调发展,因此,应强化一级市场的市场化建设,要培育和发展投资银行,分析市场动态,研究筹资策略,设计上市公司的形象,全面负责证券发行的承购或代销工作,成为沟通投资者与发行公司之间的桥梁。

改进发行方式,科学地确定新股价格是搞好扩容的关键。无限量认购、抽签的方法,成本过高,增加了二级市场消化发行成本(占集资金额的30%以上)的压力。交易所集中竞价的方法,限制了投资者入市,不利于贯彻股权分散的原则,而且成交价容易受少数人的操纵,助长新股投机。应探索新的发行方法,例如采取限制个人最高认购份额,并根据社会认购总份额按比例配售的方法。可防止少数人的市场操纵行为,并能实现股权分散、公开、公正的原则。在新股的定价上应该充分利用二级市场发现价格的功能,防止两个市场间股价的不平衡,并尽量缩短新股发行到上市的时间间隔,以防止时间差造成两个市场之间的价格差对市场的冲击。

(上接第26页)保险),从企业看,其负担可减少6%;从个人看,其负担增加了3%;从财政看,增加了管理费用支出,但摆脱了公费医疗支出无休止增长的负担。不足之处在于目前企业亏损面大,个人收入水平不高的情况下,个人不易接受。就医疗费进入社会保障税而言,由于职工医疗费支付缺乏标准,医疗费的增长较难控制,因此,开征社会保障税分两步走较为可行。第一步,将现行的“劳动两金”改为社会保障税形式(据测算,税率可定为20%,企业和行政事业单位负担17%,职工个人负担3%),公费劳保医疗改为医疗个人基金制,简称“一税一费”,或“税费并存”。第二步,待个人收入增加,企业亏损得到根本好转后,再将“费”并入“税”,完成实现全面开征社会保障税。

从开征社会保障税可能产生的预期效果考察,无论上述方案的实施如何分步,据测算,均可基本达到“企业负担有所减轻,个人负担有升有降,财政负担基本持平”的预期效果。而且,这样运转的结果,既能保证养老、失业和医疗三项保险支出,又考虑到了个人能够承受,即国家、企业(集体)、个人三方面都易接受,尤其企业负担减轻后,所征集的社会保障税预计仍能够保证满足必要的社会保障支出,这将促使开征社会保障税的可行性化为现实,有利于我国建立统一、规范、有序、高效的社会保障良性循环机制,加速现代企业制度和我国经济体制改革深化的进程。