

关于证券市场有争议的几个问题 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/41/2021_2022__E5_85_B3_E4_BA_8E_E8_AF_81_E5_c33_41722.htm 我国证券市场只有十年的历史，但其发展速度却是罕见的。至2000年底，在上海、深圳两地证券交易所上市的企业超过1000家，企业从股票市场筹集的资金累计已超过4000亿元，上市企业市值占GDP的比重已超过了50%。但是，这是否就意味着我国证券市场目前的状况是健康的呢？进一步而言，我国目前的证券市场在整个社会主义市场经济体系中是否是一个有效率的和公平的制度安排？还有，我国目前的证券市场到底隐藏着多大风险，这种风险对以后的发展有着多大伤害呢？这些都是我们不能回避的问题。近年来，随着我国证券市场一些问题的暴露，以及随着国际证券市场泡沫的陆续破裂，越来越多的人开始对证券市场进行全面的反省，证券市场一些重大问题也引起越来越多的争议。我们认为，从建立我国社会主义市场经济体制的全局来看，从我国加入WTO和融入全球化进程的大局来看，从我国证券场所暴露问题的严重性和所涉利益关系的广泛性来看，我国证券市场的发展已经到了一个关键时期，我们必须有所判断和有所抉择。由于我国证券市场的结构比较单一，股票市场在整个证券市场中占有绝对的比重，所以我们的分析也将围绕股票市场来展开。

一、证券市场的功能：融资、价格发现及其他

十年来，我国证券市场对发展和改革功不可没。首先，企业从股票市场融入了大量资金，为企业缓解资金困难、特别是为国有企业脱困立下了汗马功劳。其次，企业上市融资毕竟促进了企业改革，促进了传统的

国有企业向现代公司制度迈进。再次，出现了所谓的财富效应，一些证券投资者的财富因此而增加，特别是在证券市场发展的前几年，不少人在证券投资中积累了财富。但是，仅仅根据这些并不能对我国的证券市场作一个全面的评价。那么，应该根据什么才能对证券市场作全面评价呢？这就牵涉到如何正确、全面地理解证券市场的功能问题。问题的关键在于，证券市场的功能绝对不只是帮助企业融资、改制，也不是为了实现财富效应。尽管融资功能是证券市场最原始也是最基本的功能之一，但决不是全部。事实上，在资本市场已发展到成熟阶段的国家，融资功能已退居其次，如美国近十年来企业通过回购等方式从股票市场的融资是负数，出现了资金从企业向股票市场的净流出。但股票市场仍然是不可或缺的。与融资功能相联系的是，证券市场应该比传统的银行体系更能提高资源配置效率。而提高资源配置效率，主要依赖于证券市场的价格发现功能、投资变现功能和风险分散功能。社会上的资金应该投入到哪些产业、哪些企业中去？应该从哪些产业、哪些企业退出？证券市场通过对各产业、各企业股票价格的发现，就能迅速地引导资金进出流动。所以，股价是证券市场提高资源配置效率的杠杆，价格发现是证券市场的核心功能之一。如果证券市场的价格发现功能失灵，就会误导资金流动，扭曲经济结构。证券市场如果是有效的，就可以通过一级市场的发行、二级市场的交易来发现股票的真实价格，也可以通过并购来发现企业的真实价格。当然，证券价格比一般商品价格难以发现得多，所以机构投资者迅速发展起来并成为发现价格的主导力量。二级市场的存在使得投资能迅速变现，能降低投资所谓的“返现成本”，

这就使投资者所要求的回报率降低，从而降低了企业的资金成本，提高了资本市场的效率。因此，二级市场及其所提供的流动性也是十分重要的，二级市场聚集的资金实际上相当于银行的“头寸”，“头寸”适度的二级市场是实现证券市场的投资变现功能、提高资源配置效率的重要条件之一。除了必要的资金聚集以外，二级市场的交易频度对流动性和返现功能也很重要，也就是说，市场要有一定的“厚度” (THICKNESS)。为了维持“厚度”，有时可以利用一些比较特别的交易制度，如那斯达克的做市商制度(MARKETMAKER)、纽约证券交易所的专营商制度(SPECIALIST)等，但目前的趋势更多地是依靠市场规模及吸引更多的高质量企业上市，所以国际上的证券市场也开始了重组，小型的证券市场已面临独立生存危机，证券市场也相互“抢”高质量的企业。证券化投资的流动性也为风险分散提供了机会，从而克服间接金融体系风险过于集中因而资源配置成本过高的不足。当然，分散风险并不是消灭风险，证券市场吸引的正是那些风险接受者。而且随着衍生证券工具和衍生证券市场的兴起，一些风险经营者迅速崛起，这大大地提高了证券市场的风险分散功能。因此，证券市场的投机和赌博是必要的，尽管因此我们可能会看到风险很大、前景不明的企业能够在证券市场上融得资金的情况。当然，这就更需要防止证券发行人利用欺诈手段来误导投资者从而有意转嫁危险(已确定将会产生的损失)。防止欺诈就是要求证券市场成为一种公平的资源配置机制。实际上，公平的证券市场反过来又能促进资源配置效率的提高。为了实现公平性，现代证券市场增加了新的功能，即促进企业改善治理结构

的功能。证券市场严格强调的透明度、普遍实行的信息披露制度就是良好的企业治理结构的重要内容。另外，企业控制权的转移也能改善治理结构，因此，现代证券市场还作为一个控制权市场而存在。这也是美国证券市场尽管融资功能退居其次但仍然不可或缺的重要原因。对于我国的证券市场来说，由于处于发展的初期阶段，其融资功能比美国的证券市场重要得多，而且证券市场的发展也可以打破间接金融比重过高的格局，能够改善我国的金融体系。但如果我们因此而忽视证券市场的其他功能，后遗症将会是严重的。我们必须重视价格发现功能，这对于提高资源配置效率、防止经济结构恶化是十分重要的。同时，要正视二级市场流动性及其创造的投资变现功能的正面作用，要正视风险分散功能及其衍生的投机行为的正面作用。更不能忽视的是，证券市场还应该发挥改善企业治理结构的功能，以减少欺诈、增加公平性。

二、股价与市盈率

既然价格发现是证券市场的一个核心功能，那么对股价高低的衡量，就是判断证券市场是否健康的一个重要基础。一般地，我们用市盈率来衡量股市价格。但是，市盈率又往往受到质疑，因为它一般是用过去的盈利指标，而股价基本上是“前瞻性”的，所谓的有效市场假说就是认为现时的股价能及时反映所有的信息，包括未来的盈利信息。所以，即使过去的盈利指标是低的，但只要未来预期盈利率高，股价仍然可以高高在上，在这种情况下，就很难说高市盈率是非理性的。所以，客观地说，市盈率的确有局限性。指出局限性，并不是说市盈率没有用。我们可以采取一些办法在一定程度上消除这种局限性，譬如，可以用过去若干年(例如十年)的平均盈利率来计算市盈率。只要经济

增长、产业成长、企业发展具有一定的稳定性，过去十年的平均盈利率应该就能反映未来一段时期的盈利趋势，用市盈率指标就能衡量股价是否偏离未来可能的业绩。应该指出的是，在上市公司行业分布全面、行业发展成熟的股票市场中，市盈率指标更能准确地衡量股票价格是否正常。如果上市公司的行业分布比较单调，特别是大部分上市公司所处的行业仍然处于成长期，前景还很不确定，盈利还很不稳定，那么过去一段时期的收益率就不能代表未来的趋势，以过去盈利率计算的市盈率自然就不能作为“前瞻陛”很强的股价高低的衡量指标。像美国的那斯达克市场就是这样，所以那斯达克指数在2000年暴跌后，其平均市盈率竟然要比暴跌前高得多，也要比纽约证券交易所高得多，这就是因为那斯达克市场的上市公司有相当多的企业(特别是那斯达克100指数企业)是新经济企业，盈利很不稳定，甚至商业模式还不成熟。当然，这也涉及到证券市场的专门化和投资者的分化问题。将前景尚不确定、盈利尚不稳定的企业放在一个专门的市场，将其风险同普通市场分开，可能更好一些，投资者也可以根据其财富状况、对流动性的要求、对投资成熟期限的要求来决定其风险态度。如果其财富丰裕、所要求的流动性低、投资成熟期长，他大可以成为一个风险接受者，对高市盈率置之不理，将资金投资于不确定性高的市场。美国的那斯达克吸引的就是这样一些投资者。即使我们心悦诚服地接受市盈率指标，那么市盈率多高才算是正常的呢？是30倍，40倍，还是更高？其实，孤立地谈论市盈率的绝对值无法说明问题，在比较中判断股票市盈率指标更有意义。我们一方面可以以历史上的市盈率来作纵向比较，另一方面可以以其他国家的

市盈率来作横向比较，同时，还可以与其他金融产品的价格同收益率的比值进行比较。纵向比较是一种老实的做法，但可能有人会说这是刻舟求剑，因为不同时代金融深化的程度不一样，金融创新程度、金融市场结构和资金流向情况都会发生很大变化，投资者的风险态度、对投资成熟期的要求会出现分化。横向比较也会遇到同样的质疑。尽管如此，横向和纵向比较仍然是值得参考的。自己同自己、现在同现在比较是最好的。也就是说，我们将股票同本国同时期其他金融产品进行比较，看看其他金融产品价格同收益率的比值与股票市盈率相差多大。这里要特别注意的是，不同金融产品的风险、流动性、返现成本、成熟期有很大差异，投资者所要求的风险升水和所期望的回报率也大不一样，所以各自的价格同收益率的比值自然就相差很大。例如，简单地以存款利息的倒数来同股票市盈率进行比较，就忽略了股票的风险升水。在国债市场发育比较好的国家，以短期国债价格同利息率的比值作基准指标，是非常有用的，就像银行借贷双方可以以央行的贴现率作为基准利率一样。考虑风险升水后的股票市盈率应该要明显低于国债价格同利息率的比值。当然，对风险的衡量并不容易，所谓的贝塔系数的确定非常复杂，所以证券市场必须要有“精明的”(SOPHISTICATED)市场参与者。从这个意义上来说，发展各种金融产品和金融市场，特别是发展低风险的国债市场，非常有利于对股票市盈率进行判断，非常有利于股市理性价格的发现。100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com