

# 发展股市必须把保护投资者利益放在首位

本文从制度经济学中交易成本分析理论入手,对中国股市与经济运行严重背离现象进行分析发现,投资者利益得不到保护正是股市持续低迷的深层原因。监管者行为异化导致投资者在市场博弈中处于劣势地位;现有的股市制度体系很难体现“三公原则”,已不适应市场的发展。现阶段要保护投资利益就必须建立投资者利益至上的制度体系,规范监管者行为,恢复市场的基本功能并建立良好的股市文化。

孙国茂

在今年年初召开的全国金融工作会议上,国务院总理温家宝提出要“提振股市信心”。证监会主席郭树清自上任以来也多次提出改变中国股市现状的新思路,如,完善创业板退市制度、强制上市公司现金分红,打击内幕交易和证券期货犯罪,倡议“养老金和住房公积金进入股市”入市、为股市引入更多的资金等,这些举措反映了监管部门推动股市发展的迫切愿望。但从市场反应看,来自监管层的愿望并未给投资者带来信心。有学者认为监管部门的愿望和举措仍属“边缘性改革”和“试探性改革”,对于沉痾已久的中国股市难以奏效。甚至还有学者直言,监管部门这些举措不过是头疼医脚的错误药方。那么,造成中国股市与宏观经济运行严重背离的深层原因究竟是什么?为什么监管层的措施不见效果,市场和投资者在期待什么?怎样才能改变股市现状,使股市真正发挥经济运行晴雨表的作用呢?

## 中国股市发展回顾

在分析股指大幅下跌原因之前,有必要对中国股市发展进行简单回顾。在过去的10年里,中国股市发生的重要事件有:国务院出台“国九条”、颁布《基金法》、修改《证券法》、完成股权分置改革、在主板之外建立了中小板和创业板、市值规模进入全球股票市场前10名。在这些事件中对股市影响最大的有两件,一是股权分置改革的完成,使不同类别股权的权利与责任匹配一致,市场结构更加合理;二

是《证券法》的修改,使监管部门的行政自由裁量权变为司法自由裁量权。过去的10年,中国股市已经成为全球最大的股市之一,但是在急速膨胀过程中股市积累的问题和矛盾也日益突出,并开始显示出制约未来发展的迹象,这与世界之初人们期待的大国崛起战略中的股市表现大相径庭。

2001-2011年,股票市场累计融资达到3.84万亿元,上市公司数量达到2342家,其中国有控股公司上市数量不断增多,一些地区国有资产证券化率已接近40%。但是,这些数字在很大程度上反映的是证券监管者和政府管理部门的意愿,而非投资者意愿,更不能作为市场正常发展的依据。研究发现,过去10年股市市值与国内生产总值(GDP)的变化同样发生背离,除了2007年证券化率有大幅增长外,其余年份证券化率指标不尽人意,尤其2008年以后,证券化率呈下降态势(见图1)。另外,由表1统计可知,2001-2011年上市公司累计分红为1.98万亿元,占累计融资额的51.71%,占累计净利润的比重不到30%(按2010年当年计)。更重要的是,由于股市的长期下跌,投资者的市场参与度已降到近年来的最低点(见图2)。

在上述统计数字的背后隐藏着的是中国股市的高波动性特征,对于这一问题国内学者做了很多研究。根据陈朝旭的研究,中国股市的波动表现出明显的非理性特征;贺力平等人的研究表明中国股场的波动性远高于美国、法国和日本的股票市场,已经表现出明显的不适合个人投资者进行投

资的市场特征。研究人员认为,应当从国内股票市场的制度性以及相关基础性问题的角度,来思考和解决股市高波动性问题(贺力平,2010)。

## 市场长期下跌的原因分析

首先,中国股市诞生时的社会条件决定了股市必须服务于国有经济和国有企业,与股市相关的所有制度安排都是按照这样的目标进行设计的。然而,随着时间推移,政府和监管者没有对早期的市场运行目标和制度主体进行必要调整。从最初的发行额度只分配给国有企业,到现在的确保大型国有企业的融资需求;从早期的监管部门审批公开发行的,到目前的所谓保荐人制度;从监管部门确定发行价格,到由券商和基金公司操纵的机构询价,制度体系的核心内容和主要特征没有发生本质变化——所谓的监管就是对股票市场这个市场经济中最具有代表意义的组成部分仍然实行计划经济制度下的管理方式,制度安排体现的是监管者所代表的政府意愿。监管者始终把融资规模、上市公司的家数以及这个板那个板作为政绩指标看待,这与追求GDP规模和高铁速度如出一辙。但是,无论是市值规模还是上市公司的构成,无论是投资者数量还是投资者的维权意识,今天的中国股市与20年前已不可同日而语。很显然,既有的制度体系已无法适应中国股市的发展。

其次,从股市总股本的构成上看,中国股市主体部分是国有上市公司。国有上市公司,尤其是央企上市公司的股东是政府,这些上市公司的高管本身就是政府高官,而监管部门也是政府的组成部分,这就产生了全世界股市中唯有中国股市才有的现象——政府监管政府。在这种前提条件下,监管内涵和监管逻辑已经改变,监管者行为必然发生异化,其结果是公平、公正、公开的原则在股市上得不到体现,监管者甚至认为股市只是一个少数人可以进入的场所。而事实的确如此,央企或国有上市公司在股权融资、公司治理、信息披露和红利分配等方面一直享受着“超国民待遇”。这就是为什么在2011年市场已经出现明显下跌的情况下,监管部门却执意安排像“中国水电(SH601669)”和“新华保险(SH601336)”这样的大型国有企业公开发行并上市。在融资者和投资者双方的博弈中,投资者永远处于劣势。目前正在激烈争论的养老金是否应该进入股市的问题,其实质就是投资者利益能否得到保护。只要投资者利益得不到保护,任何性质的资金以投资者身份进入股市都是不安全的。由此可以断言,缺乏对投资者最基本的保护是中国股市所有问题产生的深层原因。

## 把保护投资者利益放在首位

经济学基本原理表明,在投资、消费和贸易三个决定实体经济增长的因素中,消费是关键的和起决定性作用的因素,因为只有充分消费才能推动经济的持续增长。金融市场的情况则更加明显,如果没有消费者的参与,没有对各种金融产品的需求,金融市场必定走向衰败。目前,中国股市最令人担忧的正是投资者因为信心丧失而离开市场(见图3中的阴影部分)。

2010年7月,奥巴马政府推出了被称为是自上个世纪30年代以来最全面、最严厉的金融监管改革法案——“Dodd-Frank 华尔街改革和消费者保护法案”。金融监管改革法案的通过显示

了美国政府对金融危机进行全面反思后,把增加金融透明度、防范系统性金融风险作为金融监管目标和保护金融消费者的最高原则。美国政府保护金融消费者的做法无疑值得中国金融监管部门学习和借鉴,所谓的保护金融消费者就是把保护投资者利益放在首位。

保护投资者利益其实就是保护股票市场。保护投资者利益并不意味着对投资者做出某种优惠性的制度安排,而是在制度设计和制度执行过程中体现出公平、公正和公开的原则。这里,我们强调的是体现罗尔斯(John Rawls)正义思想的程序公正原则。只要股市体现了“三公原则”,任何投资者都可以参与其中。那种认为股市只能由少数人参与的观点不仅违背了“三公原则”,也违背了社会正义。从长远来看,中国股市要真正做到把保护投资者利益放在首位,至少应该从根本上解决以下几个方面的问题。

### 1.规范监管者的监管行为

由分析可知,中国股市的监管者行为通常决定着市场的运行方向和运行效率。威廉姆森在构建他的交易成本经济学理论体系时提出了三个广为人知的理论支柱:有限理性、机会主义和交易资产的专属性。在威廉姆森看来,不论是制度设计者还是市场中的交易者,都是有限理性的。这意味着,即使股票市场结构是完美的,即使不存在政府监管政府的情况,制度设计者和监管者也是有限理性。在中国股市的制度体系中,由国家法律构成的制度部分大多不具有可操作性,现实中所使用的具体制度几乎都是由监管者随时都可以制定并下达的各种文件,这意味着监管者拥有着极大的自由裁量权。问题是,自由裁量权所带的这些制度究竟有多少是合理的?一个典型的例子就是保荐人制度。保荐人制度其本质是将监管风险转嫁给保荐机构的一种制度安排。作为补偿,保荐机构和保荐人的利益大幅提高——最终形成一级市场巨大的交易成本,这个制度的最大问题是造成一级市场的风险、责任和利益匹配不一致。这就是为什么一方面一级市场交易成本大幅提高,另一方面发行上市中的各种违法问题层出不穷。

至此,人们自然会想到的是,该由谁来监督监管者?

在没有人对监管者实行监督的情况下,监管者自我规范监管行为对市场运行极为重要。从现实看,监管者应从三个方面自我规范监管行为。首先,把监管目标从追求政绩转变到保护投资者利益上来。改变以往追求融资规模、上市公司家数和这个板那个板的思维方式,把完善制度体系建设和体现“三公原则”放在监管的首位;其次,消除市场中的选择性监管。所谓选择性监管是指监管者在监管过程中不能对所有市场参与者一视同仁,致使一部分市场参与者享受“超国民待遇”。选择性监管是造成股市无法体现“三公原则”的根本原因。因此,不消除选择性监管,股市的“三公原则”就无法真正体现;第三,改变长期以来一直实行的监审不分的监管方式。监管部门的主要职责是参与制度设计和监督制度执行,也就是通常所说的对市场进行监管,但现实情况是监管部门把大量的监管资源投入到行政审批上,尤其是对发行融资、审批上市和资产重组等重大交易行为的审批。行政审批是计划经济体制下政府掌握和分配经济资源的管理方式,因为行政审批通常与部门利益相关联,所以,监审不分

已经成为监管部门不愿主动改变、甚至不愿触及的问题。股票市场代表了市场经济中最活跃和最有效率的部分,但监管者却一直采用体制陈旧、效率最差和部门寻租最多的监管方式。监审不分的监管方式不改变,监管者行为就很难规范。

### 2.建立投资者利益至上的制度体系

由于中国股市自诞生之日起就被定位于服务国有企业,所以,长期以来其融资功能被过度使用,而保护投资者利益却被忽视。要改变这种状况,体现对投资者利益的保护,就必须对现有的制度体系进行修改和完善,建立投资者利益至上的制度体系。首先,要建立股票民事诉讼制度。特别是要建立集团民事诉讼制度,为众多中小投资者伸张权利、维护自身利益提供制度上的可能;同时,引进国外的举证倒置制度,降低投资者维权成本。打击内幕交易和价格操纵等违法行为,提高股票市场的违法成本,让违法者在经济上面临灭顶之灾;其次,强制上市公司进行现金分红。用监管规定强制上市公司进行现金分红或兑现分红承诺,以保护投资者最基本的投资收益,对不履行现金分红承诺的上市公司给予必要的警示和处罚;其三,改变现行的发行制度。逐步使发行市场的风险、责任和利益匹配一致,尤其加大保荐机构和保荐人的执业责任,在新的发行制度设计完成之前,暂停所有公司的新股发行;其四,降低投资者承担的显性交易成本。降低印花税,并对单一股票亏损的投资者免除该股票的股息所得税;放开券商的佣金管制,取消券商与通道服务有关的所有收费项目,鼓励券商在产品服务方面进行创新,允许券商在经纪业务方面自由竞争。目前,即使在严重亏损的情况下,投资者每年要付出超过1500亿元的交易佣金,这是构成股市显性交易成本的主要部分。

### 3.恢复股市的基本功能

作为市场经济的重要组成部分,股票市场与其他要素市场一样有着独特的市场功能。在合理的制度条件下,股票市场应该具备价格发现、资源配置、直接融资和财富增值(财富效应)四种基本功能。遗憾的是,当前的中国股市除了直接融资外,其他功能几乎丧失殆尽,尤其是财富增值功能已经异化为财富毁灭功能了。邓小平说:改革就是解放生产力。这句话的引申含义是:改革就是创造财富。如果按照这样的逻辑理解,那么,20年的股票市场就是中国改革开放以来最失败的事物,因为它在持续不断地毁灭财富!一个不具有财富增值功能而只具有融资功能的股市,其实就是一个社会财富再分配的工具和场所,它将大量投资者的财富转移到融资者手中,并为很多机构和个人提供寻租机会,使中国股票市场创造出全世界绝无仅有的“体制性造富”现象(刘纪鹏,2011)。这种财富再分配方式因为不具有正当性,结果是严重加剧了社会不公。这样的股票市场不仅失去了存在的意义,也失去了存在的合理性。显然,要保护投资者利益,就必须恢复股市的基本功能。当具备了价格发现功能时,股市就会真正成为经济运行的晴雨表,而不再与经济运行相背离;当具备了财富增值功能时,股市就会显现出其他要素市场所没有的财富效应(Wealth Effect)。

### 4.完善市场的运行机制

同样,一个正常的股票市场应该

包含三种运行机制:对冲机制(他称做空机制)、平准机制和投资人破产保护机制。目前,中国股市的对冲机制和投资人破产保护机制已经建立,但仍缺乏平准机制,市场的高波动性与缺乏平准机制有直接关系。近年来,随着股票市场的剧烈波动,一些专家学者和从业人员不断建议监管部门建立股票市场平准基金。经验和现实都说明,建立平准基金对于中国股市不仅必要而且可行,经过20多年的发展,股票市场已经具备建立平准基金的条件。首先,可以参照对证券公司分类监管的方式,对公募基金也实行分类监管,按营业收入的不同比例进行收费,用以建立平准基金;其次,参照成立证券金融公司的方式建立统一的公募基金销售平台和公募基金托管平台,将其收入的一部分用以建立平准基金;其三,将两个证券交易所收入的一部分,甚至可以考虑将股民缴纳印花税的一部分用以充实平准基金。按照中国股市的现状,以上几部分资金每年将超过100亿元,用几年的时间积累,平准基金就会达到非常可观的规模。而且,从长远看,经过专业化经营和管理,平准基金资产也会不断增值。股市平准基金的成立不仅为监管部门创造出巨大的监管资源,也对全社会各种带有准公共性质的金融资产管理产生巨大的示范效应。

### 5.培育良好的股市文化

所谓的股市文化是指包括监管者在内的所有市场参与者约定俗成并共同遵守的行为准则和价值观。这些行为准则和价值观有的被法律法规和监管规定所包含,有的则未被包含。按照制度经济学的概念,文化是构成制度的基础部分。对于一个健康的股票市场来说,诚实信用和信托责任是市场存在的基础条件,也是一切制度设计的出发点。悲哀的是,经过20多年的发展,中国股市始终未能形成一个健康的股市文化,市场上长期弥漫并深深影响所有市场参与者的是一种“暴富+欺诈”的海盗文化。上市公司为了达到融资目的可以不择手段地过度包装和披露虚假信息,而且一旦完成融资便不再履行承诺;像“银广夏(000557)”和“紫鑫药业(002118)”等公司则直接采用欺诈方式达到公开发行股票并最终上市的目的;一些技术上已经破产的上市公司为了保住上市资格,竟然频繁变更审计机构,最终将上市公司控制权交易冠以合法合规并且诱人的名义——资产重组,使一个个“ST公司”成为市场追逐的目标。这些典型的“劣币驱逐良币”现象,间歇性地冲击着中小投资者,迫使他们进行逆向选择。在这些现象的背后隐藏着一条从体制内延伸到体制外的完整的食利产业链,这也是为什么市场上会有大量的来自体制内的人员参与博弈。在这样的市场氛围中,艰难残存的诚实信用和信托责任终将被消解,普通投资者会自觉或不自觉形成赌徒心理。很显然,要建立良好的股市文化,首先必须改变市场中拥有各种制度优势的强势参与者的市场行为,然后弱势参与者的市场行为才会随之改变——这又回到了制度设计和制度重建这个逻辑起点上了。只有建立了良好的股市文化,交易规则和市场监管才不会失效。

孙国茂,经济学博士,博士生导师;济南大学经济学院教授,公司金融研究中心主任;山东省高校人文社会科学研究基地——济南大学全球化与跨国经营研究基地学科学带头人;长期从事公司金融理论和资本市场研究。

图1 股票总市值和GDP比较

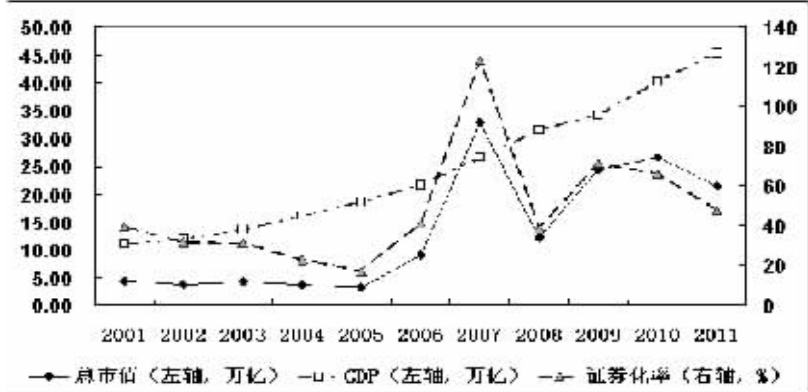
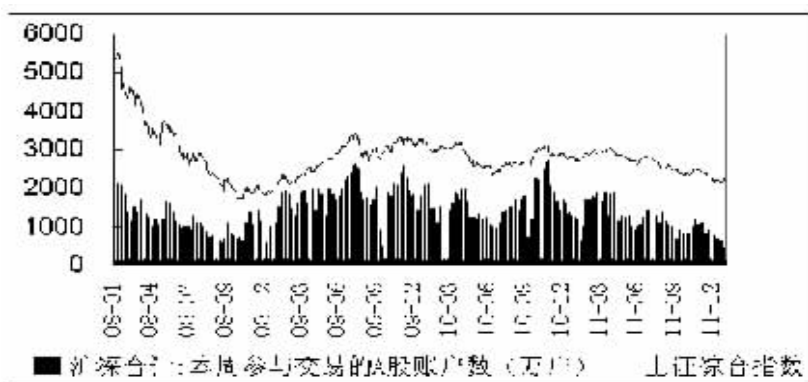


图2 单周参与交易的A股账户数(2008-2011)



## 关于富春通信股份有限公司股票在创业板上市交易的公告

富春通信股份有限公司人民币普通股股票将于2012年3月19日在本所创业板上市。证券简称为“富春通信”,证券代码为“300299”。公司人民币普通股股份总数为67,000,000股,其中首次上网定价公开发行的13,610,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所  
2012年3月16日

## 关于汉鼎信息科技股份有限公司股票在创业板上市交易的公告

汉鼎信息科技股份有限公司人民币普通股股票将于2012年3月19日在本所创业板上市。证券简称为“汉鼎股份”,证券代码为“300300”。公司人民币普通股股份总数为87,000,000股,其中首次上网定价公开发行的17,600,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所  
2012年3月16日

## 关于深圳市聚飞光电股份有限公司股票在创业板上市交易的公告

深圳市聚飞光电股份有限公司人民币普通股股票将于2012年3月19日在本所创业板上市。证券简称为“聚飞光电”,证券代码为“300303”。公司人民币普通股股份总数为80,000,000股,其中首次上网定价公开发行的16,460,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所  
2012年3月16日

## 关于长沙三诺生物传感技术股份有限公司股票在创业板上市交易的公告

长沙三诺生物传感技术股份有限公司人民币普通股股票将于2012年3月19日在本所创业板上市。证券简称为“三诺生物”,证券代码为“300298”。公司人民币普通股股份总数为88,000,000股,其中首次上网定价公开发行的17,600,000股股票自上市之日起开始上市交易。

深圳证券交易所  
2012年3月16日

## 武汉塑料工业集团股份有限公司 诉讼事项进展公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

公司于2012年4月15日在《中国证券报》、《证券时报》和巨潮网上披露了公司诉武汉华寅工贸有限公司案,目前该案件有所进展,具体情况如下:

(一)基本事实  
2001年3月20日,武塑集团与武汉华寅工贸有限责任公司(以下简称“华寅公司”)签订了《土地使用权转让协议书》,双方约定由武塑集团将执行所得的7.8亩土地使用权及其地上附着物转让给华寅公司,华寅公司向武塑集团支付转让费共计468万元。华寅公司于2002年7月8日支付了186万元之后,便再未履行付款义务。  
(二)诉讼过程  
2004年武塑集团提起仲裁,武汉市仲裁委员会做出了[2005]武仲裁字第0094号裁定书,裁决华寅工贸向武塑集团支付人民币2,520,000元。因华寅工贸拒不执行该裁决,武塑向武汉中院申请强制执行,并申请查封了华寅工贸所有的位于武汉市江汉区常青街经济发展区江旺路20号的房屋,查封期至2012年10月。  
(三)最新进展  
我曾于2010年对华寅工贸拖欠的252万元款项办理了坏账核销。2012年3月2日,公司与华寅工贸达成和解,华寅工贸共计支付189.1

万元了解此案,目前该款项已支付完毕。扣除相关诉讼费用74.2万元,该诉讼结果增加公司当期损益114.9万元。  
特此公告

武汉塑料工业集团股份有限公司董事会  
2012年3月16日

## 武汉塑料工业集团股份有限公司子公司 正式取得高新技术企业资格的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

公司于2012年1月19日披露了2011年度业绩预告公告:2011年,公司业绩同比大幅增长,主要系下属子公司武汉亚普汽车塑料件有限公司和武汉燎原模型有限公司均于2011年申报高新技术企业,并已进入公示程序,本年企业所得税率由25%调整为15%,导致归属于母公司净利润增加。该事项在2012年2月11日披露的公司2011年年度报告中进行了说明。  
近日,武汉亚普汽车塑料件有限公司和武汉燎原模型有限公司已正式取得高新技术企业证书。本次企业所得税率的调整对公司2011年度利润的影响已于2012年2月11日在公司2011年年度报告中披露,且2012年仍适用调整后的所得税税率。  
特此公告

武汉塑料工业集团股份有限公司董事会  
2012年3月16日