

# 转型期我国股票市场规制目标的选择

沈伯平

(南京大学 政府管理学院, 江苏 南京 210093)

**[摘要]**“为国有企业筹资、推动国民经济增长”这一政府股票市场规制的目标已经不能适应经济发展的要求,监管当局应该将“加强投资者利益保护”作为股票市场规制的核心目标,以进一步推进中国股票市场的可持续发展。保护投资者利益是股票市场政府规制目标的核心。造成我国股票市场投资者保护机制缺失的制度性基础在于政府一身兼三职的制度安排,即政府既是国有上市公司、证券交易所、证券公司的实际或者变相的终极所有者,又是投资者利益的守护神,同时也是证券市场的规制与监管者。

**[关键词]**投资者利益保护;股票市场规制目标;上市公司信息披露;转型期;政府规制;金融监管

**[中图分类号]**F832.5   **[文献标识码]**A   **[文章编号]**1672-8750(2012)02-0023-06

## 一、引言

中国股市“过山车式”的行情波动,几乎与20年中国资本市场的成长与发展如影随形。针对近期的股指持续走低,很多媒体将矛头对准美国量化宽松货币政策、欧洲主权债务危机、中国持续超预期紧缩带来的流动性趋紧等因素。然而,自2009年10月深圳创业板市场启动以来,过高的市盈率在为上市公司制造一个又一个财富神话的同时也远远超过市场应有的承载能力,深沪两市长期以来形成的市盈率一致性格局被彻底打破。购买新股即创富的神话被打破,新股上市首日即“破发”的现象已经成为常态。在创业板市场启动短短两年多时间内,上市交易的企业已经达到277家,其上市速度不仅超过了中小板市场,而且远远超过中国香港地区的创业板市场<sup>①</sup>。在创业板市场尚未尘埃落定之时,监管当局又急于推进国际板,先发展再规范的决策理念又一次上演,在保护投资者和做大市场之间,监管当局似乎更倾向于做大市场,而投资者利益保护这一股票市场规制的核心目标似乎早就被监管当局抛到九霄云外,这也正是造成中国股市大起大落的制度性、体制性原因。

## 二、相关文献综述

由于资本市场存在信息的不完全和信息的不对称,政府对资本市场进行规制具有必要性。在资本市场上,政府规制的一个重要目标就是通过强制性信息披露机制,促使上市公司披露的信息及时、准确、全面地反映其经营的基本状况和整个证券市场的风险状况,尽可能减少股东、中介机构和经营管理者之间的信息不对称,从而有效地保护投资者的利益<sup>[1]</sup>。国际证监会组织(IOSCO)将股票市场

**[收稿日期]**2011-09-11

**[基金项目]**国家社会科学基金重大招标项目(08&ZD005)

**[作者简介]**沈伯平(1969—),男,江苏如皋人,南京大学政府管理学院副教授,硕士生导师,博士,主要研究方向为规制经济学、转型经济学与国际政治经济学。

①文中数据除非特别标注,均来源于中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所等官方网站以及《中国证券报》、《上海证券报》等权威媒体。

政府规制的目标确定为保护投资者,确保市场公平、高效和透明,以及减少市场的系统性风险。一些学者认为股票市场规制的目标是保护投资者、增进效率(尤其是信息效率)和避免系统性风险,以及其他一些广泛的社会目标<sup>[2]</sup>。另一些学者则笼统地将金融规制(包括对银行机构、证券市场和保险公司的规制)的目标界定为追求宏观经济和微观经济的稳定性、增强透明度和投资者保护以及通过保护和促进竞争来提高效率<sup>[3]</sup>。本文把股票市场政府规制的目标确定为保护投资者,确保市场公平、高效和透明,减少系统性风险。上述三个规制目标是相辅相成的,然而,无论是确保市场的公开、效率和透明,还是对系统性风险的防范都是建立在对投资者(尤其是公众投资者)利益保护的基础上的,所以投资者利益保护是股票市场规制的核心目标。

实际上,面对着实力强大的金融机构以及金融产品的日益复杂化、多元化格局,广大投资者弱势地位非常明显。金融监管者在立法时应该从保护弱势群体的角度出发,适当提高对金融机构及上市公司的规制要求,以纠正两者在事实上存在的不平等地位。对广大投资者合法利益的保护,不仅关系到投资者自身的微观经济利益,还关系到整个社会的公平正义,也关系到包括证券市场在内的整个金融体系的健康和安全运行,更关系到经济社会的和谐发展。

拉·波塔等人的研究表明,法律环境的好坏直接关系到一国股票市场规模的大小。法律环境好的国家,能够为潜在的资本供给者提供有效的保护,激励其为资本市场提供更多的盈余资本,从而有利于股票市场的发展壮大;而对投资者利益保护不力的国家,社会公众投资者受大股东和经理人盘剥和“掏空”的风险增加,上市公司股票对社会公众的吸引力下降,从而导致其股票市场规模萎缩,不能充分发挥股票市场提高资本配置效率的功能<sup>[4]</sup>。此外,完善的投资者保护的法律制度固然重要,但已有法律能否得到切实有效的执行则显得更为关键。拉·波塔等人2006年的研究发现,世界各国股票市场的事后监管是无效的,这些监管必然是以牺牲投资者利益为代价的<sup>[5]</sup>。

国内学者对股票市场投资者保护这一问题的关注则是最近几年的事情。张育军阐释了证券监管效率的内涵,同时研究了证券市场监管效率的测度指标,并从经济转型视角对影响中国证券市场监管效率的因素进行了深入的剖析<sup>[6]</sup>。沈艺峰等人发现我国股票市场对中小投资者利益保护的 legal 环境正处于一个不断发展与完善的过程<sup>[7]</sup>。陈工孟分析了1991年至2003年受处罚公司引起的不同市场反应,发现我国的证券监管效率偏低<sup>[8]</sup>。陈国进认为证券违规处罚是以社会公众投资者的权益损失为代价的<sup>[9]</sup>。张宗新、朱伟骅的检验结果表明中国证券监管效率低于国际平均水平,投资者保护水平也较差,这说明我国证券监管体系和监管目标亟须完善<sup>[10]</sup>。

从世界各国金融监管改革的实践看,2007年以来的美国金融危机的发生充分暴露了由于个别金融机构的过度投机行为给广大社会公众投资者利益造成的严重损失,同时也凸显了监管当局在投资者利益保护方面的缺位。此外,世界各国监管当局也普遍认识到,如果只是关注少数金融机构的利益诉求而忽视对投资者利益的保护,必然会动摇金融业长远发展的基础,影响到整体金融体系的稳定性。因此,如何进一步加强对金融消费者和金融投资者的利益保护力度,成为后金融危机时代世界各国监管当局关注的焦点问题<sup>[11]</sup>。2010年美国国会通过了《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》,决定在美联储之下设立消费者金融保护局(CFPB),以确保消费者能够及时得到关于抵押贷款、信用卡以及其他金融产品的准确信息,杜绝隐藏费用、掠夺式条款和欺骗性做法。尽管消费者金融保护局的预算由美联储支付,但它又独立于美联储,它有权独立制定银行和非银行的消费者保护条款,从而使美国的金融消费者免受不当金融产品和金融服务滥用的损害<sup>[12]</sup>。

无论是从上述文献回顾还是从后金融危机时代世界各国金融监管改革的实践来看,加强对金融消费者或者投资者利益的保护已经成为学者、决策层共同关注的焦点问题。那么,我国证券监管效率低下和投资者保护机制缺失的制度性、体制性原因又是什么呢?本文拟对此进行系统分析。

### 三、转型期中国股票市场规制目标的政治经济学分析

作为“新兴加转轨”的市场,我国股票市场尚处于发育阶段,市场机制还不尽完善,股权结构特

殊,投资者结构以中小投资者为主,市场诚信体系尚不成熟,投资者缺乏系统的证券投资知识和经验,风险意识不强,承受风险的能力相对较弱,需要特别的保护。然而,由于我国股票市场现有规制体系的制度性缺陷,投资者保护这一核心目标往往难以实现。

一些学者的研究也表明,在经济转型背景下的金融发展过程中,政府一方面垄断了金融制度的供给市场,另一方面又存在着对满足其偏好的特定金融制度的强烈需求,这样,政府就会按照其对金融制度的需求来设计金融制度供给,政府成为金融发展中的关键变量,中国政府对股票市场的高度控制正是这一理论的典型例证<sup>[13]</sup>。

中国股票市场建立伊始,就被政府赋予了为国有企业筹集资金的重任。1997年党的“十五大”为股份制正名以后,国有企业上市步伐明显加快,股票市场成为国有企业筹集资金的主要场所。1998年中央提出实现国有企业三年脱困的目标,中国股票市场又承担起了为国有企业解困的阶段性目标。2003年十六届四中全会更是提出要将股份制作为公有资本的主要实现形式,但是由于同期股票市场的低迷局面,国有企业的上市工作没有大规模展开。2006年以来,国有商业银行的股份制改造以及大盘国有股回归A股市场,又掀起了一轮前所未有的国有企业“圈钱”的高潮。在2005年新增上市企业数量净减少的条件下,2006年和2007年上市公司数分别达到65家和96家,成为自2000年以来上市公司数量增长最快的两年,募集资金分别达到5594.29亿元和7722.99亿元,两年筹资总额高达13317.28亿元,远远超过1992年至2005年中国股票市场建立以来筹集资金的总额(8500亿元人民币左右)。自2009年6月新股发行体制改革以来至2010年4月底短短不到一年时间,共有242家企业(含创业板)核准发行,154家上市公司再融资,融资额达6180亿元。

在中国股票市场上,政府既是国有上市公司、证券交易所、证券公司的实际或者变相的终极所有者,又是投资者利益守护神,同时也是证券市场责无旁贷的规制与监管者。这种一身兼三职的制度安排,显然使投资者利益保护这一股票市场最根本的规制目标无法得到重视。由于国有上市公司、国有券商的数量少而集中,同时又拥有中小投资者无法企及的丰富的政治与经济资源,其在争取政府规制政策更有利于自身利益的游说能力方面具有中小投资者无法比拟的优势。中国股票市场达1.5亿之众的中小股民,数量大而分散,由于“免费搭车”的原因,他们没有积极性也没有能力有效地组织起来与势力强大的国有上市公司和券商进行对抗,无法对政府的规制政策和目标施加有效的影响力<sup>[14]</sup>。保护投资者这一本来应该成为监管当局核心目标的常规性执法却演变为时常上演的“运动式执法”。在市场低迷时期,监管当局往往利用一切利好政策来刺激市场,甚至祭起投资者教育和投资者利益保护的大旗以尽可能提升市场的信心,而同时又极少对市场参与者的违规行为做出应有的处罚;在市场活跃时期,尤其是非理性繁荣时期,政府又会通过种种惩戒措施来人为冷却市场。在保护投资者利益和做大市场之间,监管当局也更多倾向于做大市场,先发展后规范的惯性思维模式历久弥新<sup>[15]</sup>。

在投资者处于弱势的情况下,投资者无法有效行使“用手投票”的话语权,只能行使“用脚投票”的选择权。对于奥尔森集体行动所面对的免费搭车问题,赫希曼认为:“对个人来说,集体行动的收益不是想要的结果与其提供的努力之间的差距,而是这两者大小之和……既然集体行动的产出和目标通常是对所有人有效的公共产品,个人能够提高集体行动所产生收益的唯一方式就是提高‘自己的投入’,即代表他自己所赞成的公共政策的努力,这也就意味着,一个真正最大化其利益的个人不是偷懒和尽力搭便车,而是在他自己的其他重要行动和目标设定的限度内,尽可能积极地努力。”<sup>[16]</sup>因为在集体行动中努力争取本身就能使参与者产生令人愉悦的感觉,这也许就是很多学者所认为的信仰的重要性。个别投资者“用脚投票”的行为表面上看纯粹是一种私人行为,但当所有投资者都远离股市的时候,就足以汇集成一种集体行动的力量,也足以使股票市场长期处于低迷状态而不能自拔。2001年至2005年中国股市长达5年的低迷困局便是这一理论的典型例证。这是因为中国政府监管部门既是被监管对象(国有上市公司、券商、交易所)的直接或间接的所有者,同时又是行业发展的倡导者和推动者,这实际上并不仅仅是政府或监管部门“被俘获”的问题,而是完全明示的、近乎法

定的政府与上市公司、券商、交易所的一致利益。政府俨然已经成为中国股票市场实际的所有者和经营者,投资者利益守护神的责任早已抛到九霄云外。投资者“用脚投票”这一集体行动实际上也是对我国股票市场投资者利益保护机制缺失的一种无声的抵抗。

在股票市场发展初期,投资者通过低买高卖原始股和股票认购申请表就可以获得巨额回报,投资者被吸引着纷纷涌入股票市场,而对股票市场存在的高风险置若罔闻。随着投资者逐渐趋向于理性和成熟,这种偏倚于扩大市场规模的规制目标存在的问题就变得越来越严重了。好在投资者进入和退出市场都是高度自由的,在经过与包括政府规制者在内的市场参与各方多次重复博弈后,投资者偶然发现,除了要承受股票市场自身与生俱来的市场性风险之外,他们还必须承受为国有企业解困这一不当政府规制目标所带来的政策性、系统性风险。在经历过多次失败和遭受沉重的投资损失之后,投资者终于醒悟过来,只能行使“用脚投票”的权利,纷纷选择远离中国股票市场这一是非之地。

从图1可以看出,自中国股票市场建立以来,我国投资者新开户数与股价指数保持了惊人的一致性。投资者新增开户数经历了四个增长高峰期,分别是1993年、1996年至1997年、2000年以及2007年。前两个高峰期的间隔只有两至三年时间,下降幅度也不是很大(尤其是第二个高峰期之后);而在2000年投资者新开户数创历史性纪录以后,随之而来的衰退期竟然持续了6年之久,而且其下降幅度之大,前所未有。尤其是2003年和2005年全国股票市场投资者新开户数分别只增加了151万户和141万户,甚至比股票市场初创时期的1992年(179万户)还要低得多。

2005年5月,针对长期困扰中国股票市场的根本性制度缺陷——股权分置的改革拉开了帷幕。在一系列利好消息的刺激之下,投资者沉睡已久的投资热情也空前高涨起来。自2006年以来,无论是新增投资者的开户数、股价指数,还是成交金额以及股票市场的筹资额均屡创新高。2007年新增开户数达到创纪录的6050万户,甚至2007年单月新增的投资者开户数也很轻易地超过以往全年的水平,“全民炒股”的时代似乎已经来临。然而到2007年10月16日,在上证指数上升到6124点这一历史最高点位的时刻,投资者蜂拥入市的趋势在经历不到两年的昙花一现之后便戛然而止。在经历短短两年的上升行情后,2008年11月4日,上证综指下降至1664点。2008年和2009年投资者新开户数分别比2007年下降3542万户和3350万户。原因之一就在于原本为了保护公众投资者利益的股权分置改革,实际上并没有支持投资者的历史诉求,几乎没有能够有效保护他们免受非流通股带来的供给冲击的权益,股改的增量收益并未能在两类股东之间实现均衡分配<sup>[17-19]</sup>。姚颐等人对我国股权分置改革过程中机构投资者持股与政府对投资者的保护效果进行了实证研究,发现股权分置改革中股改对价的整体支付水平低于中等水平,广大流通股股东并不存在要价过高的现象;同时改革中寄希望于凭借机构投资者实现对上市公司高管和大股东实施有效掣肘,进而保护社会公众投资者的目标并没有得到实现<sup>[20]</sup>。这也正是2008年以来大小非流通股大规模解禁之所以会对市场整体造成严

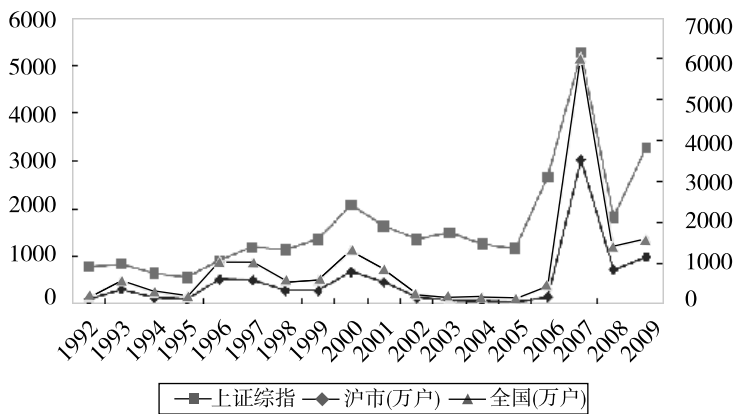


图1 我国股票市场历年股价指数和投资者新开户数趋势图<sup>①</sup>

<sup>①</sup>根据中国证监会以及上交所、深交所网站各年的相关数据整理计算而得,股价指数为上证综合指数,投资者新开户数的单位为万户。

重冲击的深层次原因,也正是这一原因使中国股市陷入了与1998年国有股配售、2001年6月国有股减持同样的困境。2009年以来,尽管监管当局推出了包括重启创业板、推出融资融券以及股指期货在内的制度创新,但并没有从根本上扭转新增投资者数量大幅度下降的颓势。

中国投资者新开户数的高峰期均出现在重大利好政策出台的时期,如果说前两次高峰投资者在短暂的阵痛以后又蜂拥入市,可谓“好了伤疤忘了痛”,带有很强的盲目性和非理性的话,那么自2000年以来长达6年之久的入市低潮,恐怕只能用投资者越来越趋向于理性和成熟来解释。尤其是考虑到自2004年2月国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》以来,应该是中国股票市场重大利好消息最为密集的时期,越证明了我们的判断的正确性。中国证监会采取了包括加强股票市场的基础性制度建设、推动合规资金入市、放缓企业上市的速度和规模、连续下调股票市场的各项交易费用,甚至包括推动股权分置改革等在内的一系列措施推动市场发展,几乎穷尽了我国政府以往刺激股市的所有政策手段。然而,这些空前密集的利好消息刺激仅仅带来了不到两年的股市繁荣和投资者大量进入。政府“政策市”效应的边际效用递减状态由此可见一斑。这种扭曲的政府规制目标必然会造成在政策利好的条件下投资者蜂拥入市从而造就股市短暂的非理性繁荣;而在股市低迷的时候,又会使政府陷入被投资者“绑架”救市的尴尬局面<sup>[21-22]</sup>。投资者“赚一把就走”的投机心态正是中国股票市场行情“过山车式”波动的根本原因。

#### 四、研究结论与政策建议

中国股票市场20年的发展实践表明,建立在为国有企业筹资这一目标基础上的政府规制体系已经难以为继了。这一切也表明,唯有使政府对股票市场的规制目标从为国有企业提供低成本融资转向真正意义上的保护投资者利益,并通过制度创新促使上市公司治理结构改善和自生能力提高,从而为投资者提供良好的投资回报的前提条件下,中国股票市场才有可能摆脱目前的困境并在此基础上进一步发展和壮大。因为股票市场的生存和发展归根到底是以对投资者的利益保护为前提和基础的,只有顺应投资者需求的股票市场才有可能得到发展和壮大。

当然,保护投资者利益并非意味着要由政府来承担投资者所承受的一切风险,一方面,政府要加大对投资者教育的力度,使他们真正认识到市场风险的客观存在性,增强投资者的市场风险防范意识。正如多恩布什在谈及政府在金融业中的角色定位时所指出的,政府的功能是行使权力,而不是追求利润,必须在政府担保和不担保的领域之间划出一条明晰的界限,即在政府担保的领域,由政府制定法规,进行相应的规制和监管,而在政府不担保的领域,要建立一整套的所有权体系并保证透明度,让大家明白这一领域是有风险的,就像赌赛马一样<sup>[23]</sup>。另一方面,政府在完善投资者保护相关立法的同时,要加大现有股票市场法律法规的执行力度,变“运动式执法”为“常态化执法”,变事后的被动执法为事前的主动执法,提高虚假信息披露、内幕交易、市场操纵等不法行为的违法成本,提高现有法律法规对潜在违法者的威慑力度。此外,在中国资本市场进一步规范和发展的前提条件下,政府应该尽可能从对股票市场的规制体系中隐身而退,扮演一个真正意义上“中立规制者”的角色,将保护投资者作为政府工作的重中之重,在公平制定股票市场基本规则的同时,将股市的监管职能授予以证券交易所为核心的自我规制组织,建立一个政府治理与社会自治相结合的善治体系。

#### 参考文献:

- [1] 沈伯平. 信息不完全、信息不对称与资本市场规制[J]. 上海经济研究, 2005(11): 81-85.
- [2] Allen F, Herring R. Bank regulation versus security market regulation[R]. the working paper of The Wharton Financial Institutions Center, 2001, No. 29.
- [3] Giorgio D G, Noia D C, Piatti L. Financial market regulation: the case of Italy and a proposal for the Euro Area[R]. The

- [4] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. Law of finance[J]. Journal of Political Economy, 1998, 106: 1133 - 1155.
- [5] La Porta R, Lopez-de-Silanes F, Shleifer A, et al. What works in security laws? [J]. Journal of Finance, 2006, 61: 1 - 33.
- [6] 张育军. 中国证券市场监管能力与监管效率的分析[J]. 证券市场导报, 2003(7): 4 - 14.
- [7] 沈艺峰, 许年行, 杨熠. 我国中小投资者法律保护历史实践的实证研究[J]. 经济研究, 2004(9): 90 - 100.
- [8] 陈工孟, 高宁. 我国证券监管有效性的实证研究[J]. 管理世界, 2005(7): 40 - 47.
- [9] 陈国进, 赵向琴, 林辉. 上市公司违法违规处罚和投资者利益保护效果[J]. 财经研究, 2005(8): 48 - 58.
- [10] 张宗新, 朱伟骅. 证券监管、执法效率与投资者保护——基于国际经验的一种实证分析[J]. 财贸经济, 2007(11): 3 - 9.
- [11] 巴曙松. 金融消费者保护: 全球金融监管改革重点[J]. 资本市场, 2010(5): 56 - 58.
- [12] 李扬, 胡滨. 金融危机背景下全球金融监管改革[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2011: 41 - 53.
- [13] 张杰. 中国金融制度的结构与变迁[M]. 太原: 山西经济出版社, 1998: 102 - 105.
- [14] 奥尔森. 集体行动的逻辑[M]. 上海: 三联书店, 1995: 58 - 62.
- [15] 于春敏. 消费者保护乃金融监管首要价值基础——美国金融消费者保护之困局[J]. 财经科学, 2010(6): 17 - 24.
- [16] 赫希曼 O A. 转变参与——私人利益与公共行动[M]. 上海: 上海人民出版社, 2008: 79 - 80.
- [17] 唐国正, 熊德华, 巫和懋. 股权分置改革中的投资者保护与投资者理性[J]. 金融研究, 2005(9): 137 - 154.
- [18] 吴超鹏, 郑方镛, 林周勇, 等. 对价支付影响因素的理论和实证分析[J]. 经济研究, 2006(8): 14 - 23.
- [19] 赵俊强, 廖士光, 李湛. 中国上市公司股权分置改革中的利益分配研究[J]. 经济研究, 2006(11): 112 - 122.
- [20] 姚颐, 刘志远, 王健. 股权分置改革、机构投资者与投资者保护[J]. 金融研究, 2007(11): 45 - 56.
- [21] 沈伯平. 论中国股票市场监管体系的制度性缺陷及其化解[J]. 经济问题探索, 2009(3): 67 - 70.
- [22] 王建中, 张莉. 投资者法律保护与公司融资的配置效率[J]. 南京审计学院学报, 2008(4): 25 - 28.
- [23] 廖理, 汪切, 陈璐. 探求智慧之旅——哈佛、麻省理工著名经济学家访谈录[M]. 北京: 北京大学出版社, 2000: 37 - 50.

[责任编辑: 杨凤春]

## The Choice of the Objective of Chinese Stock Market Regulation during the Transitional Period

SHEN Bo-ping

**Abstract:** The objective of “financing state-owned enterprises, thus accelerating economic growth” is no longer compliant with the economic development. Regulatory authorities should make “strengthen the protection of investors’ interest” as a core objective of stock market regulation to further promote the sustainable development of China’s stock market. Protecting investors’ interests is the core objective of government regulation of the stock market. The institutional foundation of the absence of the investor protection mechanism in Chinese security market is that the government plays three roles at the same time: the ultimate owner of the state-owned listed companies and stock exchange and security companies; the protector of investors’ interest and the regulator and supervisor of the stock market.

**Key Words:** protection of investors’ interest; stock market; objective of regulation; information disclosure of listed companies; the transitional period; government regulation; financial supervision