

中国股市泡沫的成因与对策

宫玉松

(山东财经大学 经济学院, 山东 济南 250014)

[摘要] 泡沫属股市常态,但与境外成熟市场不同的是,中国股市泡沫呈现出结构性尤其制度性泡沫的特征。造成中国股市泡沫的因素是错综复杂的,但这些因素在不同时期的重要性显著不同,其中不变的和决定性的因素是制度,尤其退市制度以及与之紧密相关的监管制度和地方政府过度保护行为,这是绩差股成为狂热投机对象和泡沫膨胀的根源。因此,治本之策不是大幅增加股票供给,也不是推出注册制和做空机制,更不是让股市暴跌,而是厉行退市,这是中国股市走向规范成熟的关键。但退市是利益关系的重大调整,需要决策部门和监管部门拿出智慧、决断和勇气。

[关键词] 股市泡沫;制度性泡沫;资产价格泡沫;退市;证券监管;虚拟资本;过度投机;股票供给

[中图分类号] F83 **[文献标志码]** A **[文章编号]** 1004-4833(2017)05-00119-09

股市泡沫是资产价格泡沫的一个重要组成部分,是指股票价格高于其内在价值的现象。股市泡沫通常被分为理性泡沫与非理性泡沫,前者是指股价包含着理性泡沫的成分,即基于理性预期和理性行为的泡沫,后者是指由投资者非理性行为如过度投机、过度自信所导致的泡沫。有人将泡沫分为常态泡沫和非常态泡沫,常态泡沫是活跃股市所必需的,非常态泡沫是指系统的金融风险以及推波助澜的市场狂热^[1]。还有人将泡沫分为内在泡沫与外来泡沫、确定性泡沫与随机性泡沫(崩溃性泡沫和连续再生性泡沫)^[2]。

笔者认为,泡沫可分为整体性泡沫与个股泡沫。整体性泡沫即所谓非理性繁荣,通常产生于经济繁荣、上市公司盈利大增、流动性充足、投资者信心十足、股市基本面看起来非常完美的情况下,牛市氛围、财富效应、媒体大肆渲染、证券分析师推波助澜,尤其在信用交易制度下,大量资金通过融资交易方式进入股市,进一步推高股价,助长泡沫。随着投机气氛越来越浓,全社会各阶层都加入这场投机狂潮,市场充斥着狂热看多的声音和喧嚣,空头似乎土崩瓦解,无影无踪,市盈率被推高到越来越不合理甚至荒谬的程度。但行情总是在狂欢中结束,价值规律最终要发挥决定性作用,泡沫吹到极度时也就意味着崩盘即将来临。个股泡沫在市场整体无泡沫情况下仍会发生,其走势明显独立于和强于大盘,通常以庄股和并购重组股居多,且伴随着严重违法违规行为,如操纵、信息披露虚假、内幕交易等,这些与制度缺陷有密切关系。泡沫是否破灭、何时破灭取决于庄家资金链是否断裂和造假事实何时东窗事发。

按照马克思主义的观点,由于虚拟资本运动独立于职能资本,受信用、投机、预期等各种因素影响,虚拟资本量经常大于职能资本量,由此造成泡沫现象经常存在,甚至成为股市常态。这点上,中外都如此。但是各国国情的显著差异,造成股市泡沫呈现出不同的特征和形成机制。对中国股市泡沫特征及成因的探讨,是近些年来学术界和实务界的一大热点,固然其中的真知灼见层出不穷,但也存在套用成熟市场模型把复杂问题简单化、特殊问题一般化等问题。本文拟在准确把握中国股市泡沫本质特征的基础上,深入分析泡沫根源及症结所在,提出标本兼治的对策。

[收稿日期] 2017-06-16

[作者简介] 宫玉松(1964—),男,山东烟台人,山东财经大学经济学院教授,博士,从事资本市场、公司治理、经济史研究。

一、中国股市泡沫特征

（一）整体泡沫水平趋向合理

尽管存在缺陷,但市盈率仍是公认的衡量股市泡沫的主要指标。中国股市市盈率的历史波动区间大致为15倍至60倍。截至2017年6月5日,上证综指3091点,沪市平均市盈率16.37倍,深市主板平均市盈率24倍,中小板平均市盈率39.69倍,创业板平均市盈率48.73倍。纵向比较,与2007年10月沪市近70倍、2015年6月创业板140多倍的畸高水平相比有很大回落,处于历史低位。横向比较,2017年6月7日,道琼斯工业指数市盈率22倍,标准普尔500指数市盈率25.73倍,纳斯达克综合指数30.6倍,德国DAX指数22.5倍,英国富时100指数34.8倍,法国CAC40指数23.7倍,泛欧100指数26.8倍。总体来看,中国股市估值水平已大幅回落,逐渐趋向合理,主板市盈率已低于欧美股市,考虑中国经济良好的基本面,所以股市并无明显高估,但存在着比较突出的结构性泡沫。

（二）结构性泡沫突出

1. 从沪深两市主板看,深市主板24倍的市盈率明显高于沪市的16.37倍,这与沪深两市主板市场上上市公司数量及结构差异有关,深市2000年9月以后为推出创业板停止了主板发行新股,因而与沪市相比,主板上市公司数量少,且上市时间早,上市公司整体质量较差,尤其是市盈率水平低的银行股、保险股等蓝筹股大多数集中在沪市。

2. 从主板、创业板、中小板看,创业板48.73倍、中小板39.69倍的市盈率,与主板尤其沪市主板16.37倍的市盈率相比,存在较大的泡沫。尽管中小创公司具有新兴产业较多、成长性较高特点,但估值偏高是不争之事实。与美国纳斯达克相比,1999年底纳斯达克指数的市盈率高达152倍,截至2017年6月7日初降为30.6倍。中国创业板2012年12月4日指数最低时市盈率21倍,2015年6月5日指数创历史新高时市盈率153倍。目前降至40倍左右,市盈率仍然偏高。

3. 从板块和个股看,与银行股6、7倍的市盈率、大盘蓝筹股十几倍的市盈率相比,小盘股、次新股、科技股市盈率偏高,尤其绩差股市盈率畸高,动辄百倍以上,泡沫浓重。由于历史和发展阶段等原因,我国上市公司中绩差股比重颇高,绩差股的泡沫化拉高了整体市盈率水平。另外,少数被形形色色的庄家操纵的股票市盈率很高。

（三）制度性泡沫严重

本文所说的制度性泡沫是指与制度因素尤其是退市制度、监管制度等密切相关的泡沫,这种泡沫主要表现在绩差重组股上。其泡沫表面上看是过度投机使然,但过度投机的背后是制度作祟,即由于退市制度受阻,绩差公司成为所谓“不死鸟”引发的对壳资源的疯狂投机炒作,因而它不是一般的投机性泡沫,而是制度性泡沫。国外绩差股不仅享受不到高估值高溢价,反而因投资者避之唯恐不及而被打入仙股冷宫,而且时刻有退市危机。因此,可以认为,制度性泡沫是中国股市最大的泡沫,投机性泡沫很大程度上是由制度性泡沫所引发,或者说,制度性泡沫大大加剧了投机性泡沫。

制度性泡沫对股票市场的危害极大,它不仅扭曲了市场投资理念,加剧了市场投机,践踏了价值投资理念,劣化了资源配置,产生了劣币驱逐良币效应,而且是内幕交易和金融腐败、违规违法的温床,因而动摇了股市的根基,加大了市场风险。如果不尽快解决制度扭曲的问题,股市的风险将随着规模的扩张而越来越大,最终将不堪承受。

当然,近年来随着市场自身的发展进步、投资者结构的变化、监管的加强、股价结构的深刻调整,中国股市泡沫出现某些重要变化:一是整体泡沫水平不断降低;二是结构性泡沫得到挤压,以蓝筹股为代表的优质股市盈率适度上升,绩差股、小盘股、次新股、科技股的泡沫水平有所降低。但绩差重组股的制度性泡沫仍然居高不下。比如,按照2017年一季度计算,2017年6月9日,云南旅游、同力水泥、当代明诚、ST前锋、泰山石油、香梨股份、深中华、亚星化学、中毅达等公司的动态市盈率分别高达

15354.9倍、10915.6倍、7910.82倍、6891.1倍、6639.99倍、6396.7倍、5735.6倍。

二、关于中国股市泡沫成因的一些流行性说法

关于中国股市泡沫的成因,可谓众说纷纭。周春生、杨云红认为,导致中国股市泡沫的原因有:上市审批制,可供投资的证券种类少,政府的托市行为,卖空机制的缺乏,套利机制缺乏有效性,上市公司很少分红^[3]。吴世农等认为泡沫的具体原因是:行政干预与市场扭曲,政策市,缺乏期货、期权及其他金融衍生品市场和做空机制,以个人投资者为主体的投资者结构,庄家行为^[2]。戴院晨认为,中国股市泡沫很大程度上是由所谓“庄家”的机构主力哄抬拉起的^[1]。胡昌生、池阳春通过研究发现,在市场处于高估值期时,非理性情绪对市场波动性有显著影响,当市场处于低估值期时,理性情绪对波动性影响显著,非理性情绪影响不显著,理性投资者与非理性投资者都是市场波动的制造者,理性投资者并不具有稳定市场的作用^[4]。邵新建、贾中正认为,ST类公司借壳上市过程中普遍存在内幕交易行为,证监会针对内幕交易的行政执法越严格,上市公司在敏感信息披露前的停牌越及时,越有助于抑制内幕信息的提前泄露,内幕知情人预期公告复牌后ST股价涨幅越大,内幕交易越严重^[5]。我们大致可将这些泡沫成因的解释归纳为以下几种:股市规模过小、股票供给不足说,过度投机说,投资者结构说,监管薄弱说,信息不对称说,庄家操纵说,缺乏卖空机制说,等。

笔者认为,造成中国股市泡沫的原因是错综复杂的,比如供求关系、投资者结构与投资者行为、政策与监管、上市公司信息披露、庄家操纵、内幕交易、信用扩张与流动性过剩等,但这些因素是动态变化的而不是静止的,曾经是重要的甚至决定性因素随着时间的推移,市场的变化逐渐变得不重要了或重要性下降了,因此必须辩证地、动态地、历史地看待这些因素。下面我们具体剖析上述代表性说法。

(一) 股市规模过小、股票供给不足说

供求关系是影响股票价格的重要因素。股市规模过小、股票供给不足,势必造成股票供不应求和溢价交易。欧美股市也存在这一现象,2000年美国互联网股泡沫破灭的原因之一是大量股票解锁。2008年10月德国大众汽车股价暴涨,两天内暴涨200%多,与其股权高度集中并锁定、流通筹码过少有关。日本泡沫经济时期股价暴涨,也与股权过度集中以及企业法人相互持股、筹码锁定、流通股份过少有关。

中国股市2005年股权分置改革前,流通股本仅占三分之一。股权分置、流通股不足曾是支撑中国股市高市盈率的重要因素。但随着股市规模的迅速扩张,中国股票市值2014年已超越日本成为世界第二,仅次于美国,远远超过有二、三百年历史的英法德等老牌市场经济国家。从上市公司数量看,2016年底,中国上市公司已突破3000家,如果加上新三板(2017年3月超过1万家),绝对是全球之冠。2010年美国、英国、法国、德国、意大利上市公司数量分别为4279家、2056家、901家、571家、291家。股权分置改革后流通股大增,加之新股大量发行而退市公司极少,流通股供给不足状况已发生根本性变化,规模因素对中国股市泡沫的影响日益下降已是不争之事实。中国股市现在面临的问题可能不是规模过小,而是数量规模的过快扩张。

(二) 过度投机说

无疑,投机尤其过度投机在泡沫的形成中扮演了重要的角色。过度投机会在短期内扭曲供求关系,造成股票供不应求的假象,推动股价脱离公司基本面暴涨,泡沫急剧膨胀。尤其在牛市氛围下,投资者过度乐观情绪与过度预期以及过度自信,会引发狂热甚至疯狂行为,从而将市盈率推到荒谬的高度。

但投机是与股市与生俱来的,无论新兴市场还是成熟市场概莫能外,投机性泡沫属于股市常态。当然,中国股市投机性更强,市场更热衷于炒作各种各样的题材、概念,绩差重组股泡沫、次新股泡沫、小盘股泡沫等结构性泡沫与中国股市投机性强、投机文化浓厚有密切关系。但中国股市投机性强实

际上与制度因素特别是退市制度扭曲及政府主导的绩差股并购重组制度有着密切关系。因此，泡沫的形成不能仅仅归咎于投资者的投机行为和投资者不成熟。其实，在一个不成熟的市场，所有市场参与主体都是不成熟的，中介机构、交易所、监管部门包括地方政府、经济主管部门又何尝成熟！政府失灵、监管失灵现象比比皆是，食洋不化、生吞活剥国外经验的幼稚行为也屡见不鲜。

（三）投资者结构不合理说

投资者结构即个人投资者与机构投资者的比重，是影响股市泡沫的重要因素。机构投资者与个人投资者、长期性机构投资者与短期性机构投资者的投资理念、策略有很大差别。与个人投资者相比，机构投资者的专业投资能力、抗风险能力、对风险收益关系的认识、对投资标的价值评估能力等具有显著的优势，尤其以养老基金、保险公司为代表的崇尚长期投资、价值投资的机构投资者，它们对股票市场产生了重大深远的影响。甚至可以认为，欧美股市泡沫的从高到低是与机构投资者尤其长期性机构投资者的成长相伴随的。

中国股票市场曾经长期是个人投资者的天下，机构投资者不发达，尤其崇尚价值投资、长期投资的保险公司、养老基金发育滞后。但上述状况近年来正在发生变化，机构投资者尤其保险公司、养老基金发展很快，且有后来居上之势，中国股市整体投机性下降，市场主流投资理念也趋向成熟。但人们对绩差股的投机热度不减，绩差股泡沫依旧很大，说明投资者结构不是中国股市制度性泡沫的根源。

（四）缺乏做空机制说

从理论上说，做空机制应该有利于抑制股市泡沫。这也是我国股市推出融资融券制度的初衷或理由之一，也是众多专家学者曾经强烈呼吁的，更是与之有重大利益关联的券商及交易所拼命鼓噪的。融资融券制度被赋予价格发现功能、稳定市场功能、增强流动性功能、规避风险功能等四大功能。但“橘生淮南则为橘，橘生淮北则为枳”，在其他国家有效的制度在中国往往走样，融资融券制度在中国的遭际就是典型。2010年推出的融资融券制度，引发了2015年上半年股市巨大泡沫及随后的严重崩盘，造成了极其严重的后果。据统计，到2015年7月，融资融券余额的规模峰值高达2.27万亿元，占A股市场总流通市值的4.37%。

事实证明，做空机制对抑制泡沫的作用是极其有限的。在监管不力的情况下，融资融券制度存在重大风险隐患，一旦失控，会迅速加剧市场投机和泡沫膨胀及破裂。美国1929年大危机与信用交易规模失控有密切关系。国外的一些研究认为，融资融券不仅不能稳定市场，反而会加剧市场或个股波动，尤其在遇到大的利空消息时，会加剧市场波动，这也是2008年金融危机期间许多国家和地区实施限制卖空政策的原因所在^[6]。原深圳证监局局长张云东先生在2015年6月初泡沫尚未破灭时就尖锐地、有预见性地指出：“金融衍生工具从来都不是用来避险的，而是用来制造市场波动投机套利的”“融资融券是否适合中国股市，这轮疯狂上涨的股市已说明了问题”“当股市反转下行时，融资融券所带来的负面影响也相当恐怖”^[7]。褚剑、方军雄认为，由于设计得不合理，融资融券制度的实施不仅没有降低相关标的股票的股价崩盘风险，反而恶化了其崩盘风险^[8]。笔者认为，泡沫更多地与投资者预期、资金面、基本面等有关，融资融券制度的助涨助跌特点加剧了市场的动荡，在股价上升时，融资交易的杠杆效应刺激股价进一步上涨，在股价下跌时，融资交易的去杠杆效应推动股价进一步下跌。可见，信用交易固然对券商和交易所有利，而对普通投资者是有害的。从长期看，这种损人利己、掏空投资者以自肥的恶劣行为对交易所和券商也是不利的。

（五）上市公司及庄家操纵与信息不对称说

在监管薄弱、违法成本很低而收益很大、信息不对称的情况下，作为理性的经济人，上市公司受利益驱动，通过财务性或投机性并购重组、虚假信息披露、高送转分红方案及与机构或庄家合谋等手段操纵股价，会导致股价虚高，泡沫加重。前些年的典型案例是银广夏、蓝田股份。近年来典型案例是

徐翔控制的上海泽熙投资公司,在2010年至2015年间,先后与13家上市公司合谋操纵上市公司的股票交易,控制139个证券账户,非法获利93.38亿元。在11起上市公司股票交易的操纵中,双方约定由上市公司择机发布高送转、业绩预增、乙型肝炎治疗性疫苗、石墨烯、手机游戏、在线教育、机器人等热点消息和题材,在二级市场操纵股价,牟取的暴利由双方按约定比例分成。

庄家依靠资金、信息、违法操作等手段操纵股价的行为,必然会导致相关公司股价严重高估和泡沫化。庄股的定价模式是庄家资金实力加信息不对称,与公司业绩几乎完全无关,其走势也与市场大势背离。庄股的盛行与监管薄弱、市场不规范且规模小有关。由于发展阶段、投资者结构、监管、腐败等因素,中国股市一度庄股泛滥,由此造成的股价泡沫也很严重。但近年来随着监管的加强,违法违规成本的提高,坐庄行为、造假行为与早期相比,已经大大减少。因此,该因素已经不是股市泡沫的重要因素。当然,投机操纵大鳄对股市暴利虎视眈眈、通过操纵牟取暴利、掠夺市场的本质不变,当前庄股并没有消失,改头换面、花样翻新的类庄股、类庄家行为仍大量存在。

三、制度因素与股市泡沫

对股市泡沫成因的以上流行性说法的分析表明,它们在特定时期有其合理性,但用来解释目前已经和正在发生深刻变化的中国股市,显然力有未逮。尤其对制度因素重视不够是过往研究的最大短板。尽管不少有识之士从不同角度涉及制度因素,比如,前述周春生、杨云红以及吴世农^[2-3]。谢增毅认为,交易所有强烈的动机实现交易量的最大化,交易所作为一个营利性的机构同时行使监管职责,通常会产生或者加深利益冲突,尤其当履行监管职责必须支付成本、而不创造收益时,这种利益冲突表现得更加明显。唐松、胡威、孙铮认为,在市场化程度较低、政府干预较多以及法制水平较差的地区,有政治关系的上市公司的股票价格同步性显著较高^[9]。薛健、窦超通过对并购重组过程中的信息泄露和财富转移的研究,认为上市公司首次披露并购重组公告前,存在严重的信息泄露现象,尤其在机构投资者持股比例较高的公司中更容易出现,机构投资者在交易时机与交易对象的选择上都明显占有优势,直接导致了不同投资者间出现显著的财富转移效应^[11]。陈冬、范蕊、梁上坤认为,壳公司所在地地方保护程度越高,壳公司越可能被本地公司收购,壳公司被收购后越可能保持国有性质^[12]。总体来看,以往对制度因素的研究难免受到时代的局限,突出表现在对退市制度、地方政府行为、监管制度等的重视不够或语焉不详。

笔者认为,制度因素在中国股市泡沫中起着特别重要的作用,中国股市泡沫主要是制度性原因造成的,而且许多非制度因素也与制度有着密切关系。这些原因有:中国特殊的政府主导的股票市场产生与发育路径,以政府过度干预和过度保护为特征的浓厚行政色彩,股票市场的市场化和法制化程度较低,以国企为主的上市公司产权结构,体制转轨时期的权力寻租与金融腐败等。

(一) 退市制度与股市泡沫

股市泡沫水平的高低,与退市制度有密切关系,这不仅在于有效的退市制度能提升上市公司质量,挤出绩差股泡沫,而且有利于形成理性的投资理念,防止绩差股过度投机和抑制绩差股泡沫。笔者认为,在影响股市泡沫的制度因素中,退市制度是最关键、最有决定性意义的因素。尽管在退市制度有效的情况下,股市仍可能出现泡沫,如20世纪90年代美国的网络股泡沫,这说明引发泡沫的因素是多元的。但退市制度无效,必然会引发和加剧泡沫。

退市制度是市场活力和效率之源,完善的退市制度是股票市场基础性制度建设的核心一环。股票市场的源头活水就在于优胜劣汰,吐故纳新,好公司不断上市,差公司不断退市。上市与退市如车之双轮,鸟之双翼,缺一不可。如果只进不退,这样的股市必然是一个以圈钱为目的的、病态畸形的、没有任何投资价值甚至坑害投资者的、不可持续的市场。

美国股市按质论价,高达数百美元的高价股与几分钱的仙股并存,绩差股没有政府保护,不存在

所谓重组溢价,退市司空见惯,不好的都被淘汰出局,剩下的都是好的或比较好的,这充分地体现了优胜劣汰这一本质特征,也因而提升了美国经济的活力和效率。据统计,1995年至2005年10年间,美国三大股市总计退市9273家,强制退市公司数平均每年超过400家。从1985年到2008年,美国纳斯达克有11820家公司IPO,但同期退市达到12965家^①。从2001到2013年,伦敦交易所IPO为965家,退市公司高达2004家。有效的退市制度是美国道琼斯指数从几十点涨到现在的两万点,造就百年大牛市的关键。纳斯达克指数从不到百点涨到现在的超过6000点,亦然。

西方国家股市泡沫水平低,与退市制度有效有密切关系。纳斯达克指数平均市盈率从1999年底的152倍回落到现在的20多倍,从畸高回归平常,何以使然?一是优胜,优质科技龙头股如苹果、谷歌、微软等崛起和高成长;二是劣汰,即亏损和劣质公司大量退市;三是股票回购。

反观中国的退市制度,是中国股市改革阻力最大、进展最慢的领域。早在2001年2月,中国证监会就颁布了《亏损公司暂停上市和终止上市实施办法》,2014年10月证监会又对退市制度进行改革,并发布了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》。但从2001年4月上海水仙公司揭开退市序幕后,迄今被强制退市的公司只有60多家。近年来退市数量尤少,2014年、2015年、2016年分别仅有2家、0家、2家。

退市难,是对市场机制的极大扭曲和市场规则的肆意践踏。为什么美国那么有效的退市制度在中国困难重重?中国股市退市的难点和阻力何在?笔者认为退市制度集中折射了中国股市发行上市制度、并购重组制度、产权制度、政府行为、监管制度等所有制度问题,是各种错综复杂的利益关系交汇点,退市难的实质是行政权力不愿退出市场和股市市场化、法制化程度低以及错综复杂的利益纠葛导致有法不依、政策难以落实。同时,监管部门对退市“高高举起,轻轻放下”的态度,尤其交易所对退市的不作为也是原因之一。为什么监管部门片面重上市而轻退市呢?除了要发挥股市服务实体经济功能这一正当理由外,与上市“寻租”且租金丰厚是否有关呢?而租金丰厚又与中国上市快速造富机制有密切关系。而美国股市之所以不存在退市难的问题,是由于美国上市融资成本高,而且不能快速造富,没有寻租空间且市场比较有效,劣质企业很难在股市上混下去,更不可能获得溢价和再融资。

(二) 监管制度与交易所行为

股市泡沫与监管制度有密切关系。防止股市泡沫暴起暴落,保持股市平稳运行,是监管部门职责之一。而监管部门能否有效履行其监管职责,取决于监管效率、监管理念、监管重点、监管方式以及监管的独立性等。

如上所述,泡沫与人为操纵即与上市公司及机构投资者或庄家行为有关,监管部门如果能切实打击操纵行为,严厉查处违法行为,无疑有利于抑制泡沫,尤其操纵性泡沫。泡沫也与虚假、欺骗性、误导性信息披露有关,与公司财务粉饰所谓“橱窗行为”有关,监管部门如能真正落实“三公”原则,提高信息披露透明度,有效打击内幕交易,将有利于抑制泡沫。

近年来,中国证券监管制度有了很大进步,但尚有不少薄弱环节。形形色色的操纵、内幕交易、虚假信息披露、金融腐败等依然比较严重,庄家行为仍未绝迹,投机大鳄利用信息优势、资金优势操纵股价、牟取暴利、掠夺中小投资者行为仍频频发生。一些上市公司与机构或庄家合谋,通过炮制热门题材、粉饰财务报告将自己打扮成绩优股形象,以达到推高股价、高位减持或多圈钱目的。一些中介机构由利益驱动,损人利己,恶意发布严重误导性甚至欺骗性研究报告,以达到不可告人的目的。

种种市场乱象既说明监管仍然薄弱,监管受到形形色色的干扰,阻力很大,有法不依问题突出;也说明监管效率有待提高,监管理念需要转变,监管重点、监管方式应与时俱进。比如,监管理念中存在

^①证券时报,2012-03-15。

着重上市轻退市、重公司轻投资者、重机构轻个人、重国企轻私企等问题。尤其是交易所的自律监管或一线监管存在问题,突出表现在交易所对退市问题的不作为和对上市公司“护短”等自私及短视行为上。根源在于交易所自律监管与商业利益的冲突,交易所为了增加交易量和争夺公司上市,可能存在放松监管、漠视退市的趋向。根据我国证券法,终止股票上市交易,是由证券交易所直接决定的。交易所对退市的消极态度是退市制度失效的重要原因。

(三) 地方政府行为

改革是利益关系的再调整,中国经济体制改革固然已取得很大成绩,但中国的历史文化传统、高度集权式的管理体制、缺乏有效的监督和制衡机制及既得利益关系的阻碍,导致政府权力过大、手中掌握的社会资源过多和行政干预意识过强、行为失范问题仍存在。

表现在股票市场上,鉴于本地上市公司的重要性,地方政府的过度干预和过度保护以及权力寻租(突出表现在内幕交易上)现象格外严重。每到本地上市公司生死关头,地方政府就基于政绩、利税、就业、稳定等“理性抉择”,运用自己手中掌握的各种资源,主导上市公司重组,通常采取注入优质资产、剥离不良资产等方式,从而达到成功保壳的目的,于是绩差重组股就成为持续不衰的热门板块,成为泡沫最大的板块。在政府主导本地上市公司重组过程中,内幕交易如影随形。可见,政府对绩差公司的过度保护、对公司退市的阻挠是退市制度被扭曲失效、进而引发绩差重组股制度性泡沫及中国股市市盈率偏高的主要原因。

(四) 上市公司分红制度

现金分红率的高低是衡量公司投资价值的最重要指标之一,稳定的、可持续的、高于同期银行存款利率的股息率是价值投资、长期投资的基础。中国股市由于上市公司整体质量不高,能够稳定、持续提供较高分红的蓝筹股数量较少,加之博取价差收益为主的投机者占主导地位,因此,现金分红长期不受上市公司和投资者双方重视,相当数量的上市公司长期不分红。由于分红不受重视且整体分红率远低于同期银行存款利率,股票市场就被蒙上了浓厚的投机色彩,真正的长期投资者和价值投资者很少。但类似数字游戏的高送转却大行其道,因为高送转既不需要公司拿出一分一毫现金,更能迎合投机市场需要,刺激股价大幅上涨,上市公司何乐而不为。高送转加剧了市场投机,也推高了股价和市盈率。

另外,在欧美股市,股票回购也属于上市公司常见的分红方式之一,股票回购既对外昭示了公司的信心,也因其将回购的股份注销而提高了每股收益,降低了市盈率。股票回购制度是推动美国股市20世纪80年代以来持续上涨的重要动力。中国也引入了股票回购制度,但与欧美股市有很大差别:一是回购的股份不能注销,二是实施回购的公司数量很少。这表明上市公司缺乏回购股份的积极性,也间接表明了上市公司并不认同公司股价水平。

此外,很多人认为现有的核准制发行制度与股市泡沫有密切关系。但笔者认为,这可能是个伪命题。西方早就实行注册制,泡沫照常产生。而且注册制并未造成上市公司数量大量增加,事实上,欧美股市上市公司数量在20世纪80、90年代在减少。因此,注册制并不必然导致上市公司数量失控、供求关系严重失衡,两者之间没有必然联系。

四、结语与治本之策

中国股市泡沫主要表现为制度性泡沫,绩差重组股泡沫是中国股市最大的泡沫,绩差重组股的过度投机及隐藏其中的黑幕和腐败是中国股市最不规范所在。造成中国股市泡沫的原因是错综复杂的,但制度问题才是中国股市泡沫及症结之关键,集中表现在退市制度的扭曲并日益成为市场的沉疴痼疾,成为中国股市泡沫之源。以退市制度为核心的股市制度调整重构已成为中国股市走向稳定成熟的关键。鉴于退市制度的极端重要性和紧迫性,监管部门应该把监管理念和监管重点从片面注重

上市融资转变到厉行退市上。

笔者认为,解决股市泡沫,必须破除以下错误认识:一是速战速决的认识。要充分认识到解决这一棘手问题的艰巨性和长期性,任何简单化的和急于求成的做法都会造成严重后果。二是通过加快新股发行方式挤压泡沫的认识。如果有完善的退市制度配套,新股发行再多也无问题,但在退市制度存在严重缺陷、几乎只进不出的情况下,滥发新股必然导致供求关系失衡。片面追求规模数量扩张是传统经济增长模式在股市上的反映。在市场痼疾不仅没有解决反而加剧、退市几乎成为一纸空文的情况下,过多发行新股,只会将存量矛盾累积以至于越来越积重难返。目前,中国上市公司数量已经不少,提升质量、完善制度才是根本。而且,正如左小蕾所言,通过资本市场解决企业融资难的思路,是对资本市场功能的误解^[13]。资本市场是个长期投融资市场,企业短期营运资金依靠资本市场融资,是严重的期限错配概念。三是通过股价暴跌即股灾方式来解决泡沫的认识。以股灾方式来解决泡沫,当然是最简单、最麻利的办法,但显然是最糟糕的选择。目前我国已成为仅次于美国的全球第二大股票市场,股票和基金投资者数量超过1亿人,应充分重视股市增加居民收入、刺激消费和推动经济发展的财富效应,而不是相反。

笔者认为,中国股市泡沫的治本之策不是增加股票供给,也不是推出注册制和做空机制,更不是让股市暴跌,而是厉行退市。解决退市问题才是中国股市的治本之道。其他都是枝节问题,一切舍本逐末、避重就轻的做法,都是在徒劳的浪费宝贵时间,是将矛盾累积和后移的不负责任的做法。

他山之石,可以攻玉。美国纽交所和纳斯达克的经验是,泡沫减少了,而指数反而创新高了,不少好公司的股价不断创新高,而其估值水平反而下降,其巧妙之处在于它不是采用让市场崩盘的方式,而是通过退市和公司回购使供求关系保持均衡、上市公司充满活力。可见,以退市这种迂回方式来解决泡沫是一种代价最小、成本最低、成效最显著的方式。中国股市不需要也承受不了休克疗法(当然那些居心叵测的人如海内外做空中国势力除外)。

第一,解决退市问题是一项艰巨复杂的系统工程,是一场自我革命,是利益关系的重大调整,阻力之大可想而知。溃痛虽痛胜似养毒,不真正解决退市问题,中国股市难以走出投机与低效的泥潭。是要温水煮青蛙式慢性自杀,还是刮骨疗毒走向新生?事关中国股市前途命运,兹事体大,岂可忽哉!这需要决策部门和监管部门顶住压力,挣脱各种利益羁绊,高瞻远瞩,痛下决心。

第二,转变重上市轻退市的监管理念,将监管重点从上市转到上市与退市并重上来,并切实规范交易所的行为,促使其承担起应尽的督促退市的责任。同时,相关部门应继续加强对上市公司、中介机构、机构投资者的监管,严厉查处虚假信息披露、合谋操纵股价行为,提高执法效率。

这里要强调的是,监管部门应该转变重机构轻个人倾向,切实保护处于弱势地位但同时又是市场基础的广大中小投资者利益,切勿“口惠而实不至”。由于中国股市融资成本低,特别是上市快速致富机制,一夜之间会批量造就亿万富翁,从而吸引了千军万马争上市。在上市利益如此巨大、上市冲动如此强烈、上市需求堪称海量之下,监管部门实际上面临着如下选择:是迎合谋求上市者上市抢钱和一夜暴富的无比强烈的需求,放开IPO闸门,让这极少数上市者的暴富建立在广大投资者严重亏损的基础之上,还是真正兑现“保护广大投资者利益是重中之重”的庄严承诺?是追求以上市融资规模论的政绩还是追求市场可持续发展?笔者认为,无论何时何地,个人投资者都是资本市场的重要基础,个人投资者是与股市共成长的,境外成熟市场的机构化过程绝不是将个人投资者赶尽杀绝的过程,决不能把发展机构投资者与保护广大中小投资者对立起来,更不应有发展机构投资者就是消灭个人投资者的荒谬认识。而只有厉行退市、优化上市公司质量、净化市场环境、落实三公原则,才能更好保护广大中小投资者在内的投资者利益。

第三,解决退市问题,其实是坚持和加快市场化改革,减少行政干预、地方保护,还市场化本色,约束地方政府阻挠退市、破坏市场规则的行为。同时相关部门应需要进一步严格和细化退市标准,压

缩地方政府通过“钻空子”实现规避退市的操作空间。

第四,提升上市公司质量,改善公司治理水平,增加现金分红,鼓励上市公司回购,修改公司法相关规定,使回购股份可以注销。相关部门应严把上市关,不让劣质企业混入股票市场;严格规范、从严审批绩差股通过重组和借壳上市规避退市问题。

参考文献:

- [1]戴院晨. 股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的深层思考[J]. 经济研究,2001(4):41-50.
- [2]吴世农,许年行,蔡海洪,陈卫刚. 股市泡沫的生成机理和度量[J]. 经济科学,2002(4):6-11.
- [3]周春生,杨云红. 中国股市的理性泡沫[J]. 经济研究,2002(7):33-39.
- [4]胡昌生,池阳春. 投资者情绪、资产估值与股票市场波动[J]. 金融研究,2013(10):181-193.
- [5]邵新建,贾中正. 借壳上市、内幕交易与股价异动[J]. 金融研究,2014(5):126-141.
- [6]陈海强,范云菲. 融资融券交易制度对中国股市波动率的影响[J]. 金融研究,2015(6):159-172.
- [7]张云东. “新自由主义”正在误导中国股市[N]. 上海证券报,2015-06-07.
- [8]褚剑,方军雄. 中国式融资融券制度安排与股价崩盘风险的恶化[J]. 经济研究,2016(5):143-158.
- [9]谢增毅. 证券交易所自律监管的全球考察:困境与出路[J]. 商事法论集,2006(2):183-211.
- [10]唐松,胡威,孙铮. 政治关系、制度环境与股票价格的信息含量[J]. 金融研究,2011(7):182-195.
- [11]薛健,窦超. 并购重组过程中的信息泄露和财富转移[J]. 金融研究,2015(6):189-206.
- [12]陈冬,范蕊,梁上坤. 谁动了上市公司的壳——地方保护主义与上市公司壳交易[J]. 金融研究,2016(7):176-190.
- [13]左小蕾. 新常态下证券市场创新该遵循什么逻辑[N]. 上海证券报,2015-01-27.

[责任编辑:杨志辉]

The Reasons for Bubbles in China's Stock Market and Its Solutions

GONG Yusong

(Shandong University of Finance and Economics, Jinan 250014, China)

Abstract: Bubbles are normal phenomena in stock markets, regardless of what kind of systems the countries practice. However, unlike some western developed and mature markets, stock market bubbles in China shows a structural operational defect, especially the institutional bubbles. There are many complicated reasons explaining these bubbles but these factors stress significantly different importance at different periods. Among them, the unchanged and determinant factor is the institution, more specifically, delisting system and the relevant administrative intervention as well as excessive local protectionism, which are the reasons why people chase underperforming equities enthusiastically and, what's worse, bubbles enlarge continuously. Therefore, one of the most effective ways should be to improve the existing delisting system, instead of increasing stock supplies, enforcing registration and short-selling mechanism, or causing stock market plummeting deliberately. That is the key to transferring the chaotic Chinese speculation market into a mature and regulated investment market. However, it requires wisdom, decisiveness and courage of decision-making and supervising departments to issue strict relative rules and regulations because delisting is an important adjustment of interest distribution.

Key Words: stock market bubbles; institutional bubbles; assets price bubbles; delisting; securities supervision; virtual capital; over speculation; stock supply