

前言

一个盛世的金融寓言

大约是 2002 年的夏天，一位很年轻的朋友跟我谈起了周正毅。我几乎是下意识地接了一句：这个人快要出事了。那个时候的周正毅，正是香港娱乐界中红得发紫的新闻人物，是国内富豪榜上的“上海首富”。一年之后，当周正毅、刘金宝事件又一次让所有人张口结舌的时候，这位由于工作关系与周正毅颇有些接触的朋友很好奇地问我，你当初怎么知道周正毅要出事了？旋即，他似乎自己找到了答案：是的，这家伙的确太高调了。

按照这位朋友的理解，正是“高调”——这种在中国文化中最需要避讳的个人性格，导致了周正毅的毁灭。不幸得很，对于中国最新一代“富人”们，这恰恰是一种错误的理解。真实的逻辑可能恰好相反。不是“高调”导致了他们的毁灭，而是即将毁灭的处境导致了他们的高调。就周正毅而言，当他从地底下突然冒出来开始频频曝光，并“不经意”地将他“上海首富”的名声出口转内销的时候，正是他最缺钱的时候。换句话说，获得某种“富豪”的名声，实际上是他们更大规模融资计划的第一个步骤。与人们的想象不同，对于许多中国“富人”来说，曝光经常是他们主动策划的一个结果，而不是相反。在中国，借钱依靠的是某种名声、权力以及某种道德上的“善行”，而不是他的资信（这样说，可能有点侮辱中国金融机构专业能力的意思，但周正毅将上海几乎所有银行悉数套住的闹剧说明，事实的确如此残酷。而且，周正毅还套住了被外界普遍视为中国模范银行的香港中银）。在中国特殊改革环境中一路走来的富人们恐怕没有人不明白这个道理。这就是为什么在周正毅最缺钱的时候，还要向上海市

科委的 SARS 研究机构捐献 2000 万元研究经费的真正原因。其目的非常清楚，越是缺钱的时候，越要向别人显示自己有钱，因为只有这样才能借到更多的钱。这个荒唐而奇特的秘诀屡试不爽，成就了无数中国新时代的“富豪”。周正毅不过是其中之一。所以，对于那位年轻朋友的分析，我最后的结论是 如果没有猜错的话 他（周正毅）一直就是“负翁”。

实际上，周正毅早就将自己曝光的目的广而告之。在刚刚成为香港娱乐新闻宠儿的时候，周正毅就直言不讳地表达了自己的企图，“我周正毅的新闻要从娱乐版上转到财经版上”。显然，周正毅是在为自己塑造某种名声，以便进一步借钱。对于周正毅的这种高调表现，那些对中国特殊转轨时期企业生存方式稍微有所了解的人，都会将此视为某种警讯。但讽刺的是，我们的专业金融机构对此却充耳不闻。有报道称，周正毅所涉及的贷款达到 100 亿左右。但如此之大的贷款规模，却没有一家银行对周正毅做过最起码的资信调查。其实，对周正毅这种用最原始的谎言所累积起来的“负翁”帝国，银行只需要一次简单的专业调查就可以立即揭穿。但在这方面，我们的专业金融机构似乎显得异常“迟钝”和“外行”。很清楚，像周正毅这类具有冒险偏好的“负翁”们之所以能够用巨额银行贷款创造出一个个脆弱的“富豪”神话，真正的问题并不是出自这些“负翁”们，而是出自中国的金融机构本身。而问题的真正诡异之处却在于，这些让人耻笑的低级错误为什么会普遍地、长时间地附着在中国金融机构身上呢？难道中国的职业金融家们真的如此低能吗？如果答案不是这样，那么我们就只能将这些层出不穷、令人难堪的丑闻归咎为一种制度的“故意”。

在中国金融界有一个被普遍认可的说法，以上海为中心的中国华东地区是中国金融资产质量最好的地区。其基本特征是经济增长率高，银行不良资产率低。这种令人愉快的组合与中国东北地区低经济增长率、高银行不良资产率形成了鲜明的对比，也同样使高经济增长率、高银行不良率的中国华南地区相形见绌。但周正毅事件却强烈暗示我们，这可能同样是一个神话。如果情况果真如此，那就意味着，在中国的金融版图上，已经没有任何一块低风险地带。从这个角度观察，中国的金融实在是岌岌可危。

金融，常常被人形象地比喻为经济的血脉，这大致指出了金融在现代经济体系中的核心地位。由于金融技术的发展以及金融体系的日益复杂，金融在今天已经被赋予了越来越多的专业和神秘色彩。不过，就金融应该具有的本质功能而言，金融完全是普通人可以理解的东西。简单说，金融就是将资金或者资本有效配置给那些能够创造财富的企业或个人。不管现代金融的技术色彩如何浓厚，体系如何复杂，金融的这个本质功能可谓亘古未变。也正是在这个意义上，我们发现，中国的金融体系已经高度异化。它不仅很少起到有效配置资源、促进社会财富增长的作用，反而经常沦为特殊利益集团掠夺社会财富的首选工具。中国金融的这种功能异化，在近年来中国改革逼近要素和产权阶段之后，已有愈演愈烈之势，并呈现出系统化的特征。这就是说，中国金融系统正在成为我们这个时代大规模财富转移的主要手段。有趣的是，就在写作这个前言的时候，我读到了一位思想大师在一百多年前对当时金融的一个惊人相似的概括。他说“金融是对内的掠夺 战争则是对外的掠夺。”说这话的人是卡尔·马克思。对于我们来说，在自己的书中以这样的方式提到卡尔·马克思的名字，多少会让人有些局促和尴尬。不过，我还是不得不承认，马克思的洞察，对一百多年之后的中国金融，仍然是相当适用的。这或许是一种巧合，但我也同时发现，在更加宏大的视野上，当今中国的确与马克思那个时代有某些类似的处境。只不过，由于语境的改变，这种时代困境在中国知识分子的视野中不知不觉地消失了。

在整个资本主义文明的发展过程中，金融居功至伟。但金融能够起到这种作用，并不是自然而然的。它必须有一系列的有形的制度和无形的文化作为支撑。没有这种支撑，金融就可能走向反面。正如我们在中国的现实中所看到的那样，金融实际上已经成为一架不折不扣的财富再分配机器。其中所隐藏着的腐败、不公、低效率本质与金融以及财富令人艳羡的华丽外表形成了鲜明的对照。不过，中国金融的令人不安之处远不止于此，在一片歌舞升平之中，中国金融实际上已经成为一颗能量巨大的定时炸弹。就像亚洲金融危机一夜之间洗劫了许多亚洲国家几十年积累的财富一样，中国金融的定时炸弹一旦引爆，其后果可能具备同样的灾

难性。惟一不同的是，这种来自内部的洗劫后果还没有在中国充分呈现出来。这对于我们经过 20 多年改革、含辛茹苦所换来的这个盛世，实在是一个莫大的隐患。然而，究竟是什么制度缺失导致了中国金融功能的严重异化呢？中国金融虽然被一致公认为中国改革中成效最差的一个领域，但这并不表明这是一个改革最少的领域。实际情况甚至恰好相反。与其他诸多领域相比，金融领域在制度、技术、监管方面的创新和改革似乎一点也不少，但最后的结局却是：中国金融体系的风险在加速度上升。其中原因并不复杂，更不需要那些看上去特别尖端的金融理论才能诊断。在我看来，这个原因相当浅显，那就是，我们缺乏一个监督机制。这个监督并非是被金融专业人员搞得神秘秘的那种行政监管，而是指那种自下而上的社会监督，指的是一种社会各主体之间的相互制衡。在当下中国，我们甚至可以将它简化为更具操作性的舆论和信息开放。这几乎是每一个读书识字的人都能理解的东西，绝无任何高深之处。没有这种自觉的、从公民个人利益出发的监督，任何完美和严厉的行政监管都无济于事。事实上已经有人指明，中国目前对金融体系的行政监管是世界上最为严苛的，但其令人沮丧的效果却尽人皆知。直到目前为止，中国金融体系仍然属于行政权力机关，而非那种被置于法律管辖之下的市场组织，这种情况决定了中国金融体系必然成为社会监督的又一个例外。这就是中国金融体系功能蜕变的一个最根本的原因。其他的诸如所有制、监管体制、公司治理结构之类的原因芳在其次。完全可以肯定地判废，如果一直受到舆论的充分监督，中国金融体系的现状就绝不会像今天这样令人提心吊胆。许多经济学家以专业的虚妄和良知的羸弱将自己局限于“纯经济”的自我陶醉之中，却对这样一个基本常识熟视无睹：没有监督的权力必然是腐败的权力。这个真理不仅对权力适用，对看上去不像权力但实际上就是权力的中国金融体系同样适用。在这个意义上，开放舆论，实在是医治中国金融顽症的第一要务。之于中国危如累卵的金融体系，其紧迫性更是刻不容缓。

金融体系具有这样一种特征 它是直接经营‘钱’的 或者说它是直接经营‘财富’的。这个特征决定了 只要它‘愿意’，它就可以使人在转瞬之

间变成“富豪”，就像刘金宝让周正毅变成富豪那样。在中国社会中闯荡的冒险家们，早就洞悉了这一秘密。所以，在中国社会中那些突然冒起的财富巨子们大都有地下金融家的秘密身份。也正是由于这个原因，构成周正毅财富帝国的，除了地产之外（这是中国经济中另外一个财富转移的快速通道），剩下的就是赤裸裸的金融机构。在周正毅的帝国中，几乎囊括了证券、期货等几乎所有金融业务。可以涉足的金融领域都涉足了，不能涉足的金融领域也通过官商勾结的方式达到了同样的目标。只要没有剧烈的外部冲击导致现金流突然中断，这种金融帝国即便亏损累累，也不容易在短时间内垮掉。这就是为什么我们许多冒险家们要争先恐后地进入金融行业的真正原因。他们并不是为了经营财富而来，而是直接为夺取财富而来。没有什么比金融更容易让我们实现一夜暴富的梦想了。这种梦想本身并没有什么错误，它甚至可能出自人类的天性。但如果一夜暴富真的成为一种金融后果，那么就只能说明这个金融体系正在进行一种零和甚至“负和”博弈。其后果非常简单，少数人的暴富将导致另外一大批人被掠夺，与此同时，整个经济体系的效率也会因为公平竞争精神的耗损而大幅降低。

中国金融的这种“负和”博弈可能由于另外一个时代特征而在未来变得格外尖锐。这个时代特征就是，一方面各类竞争性行业的经营变得日益艰难，另一方面各类垄断行业正在或明或暗地开始开放。这无疑是中国经济改革的新阶段。中国经济的这种阶段态势决定了，金融等要素领域将是各类权力资本下一场竞逐的主要战场。这不仅是因为其他行业的竞争已经达到白热化的惨烈程度，更是因为金融具有我们上面描述的那种“速富”效果。权力资本之所以为权力资本，乃是因为它不会或者很少受到约束。由此我们可以判断，如果舆论开放没有实质性的突破，未来一段时间将是中国金融风险的一个加速积累时期。与此相伴的将是，中国的贫富分化程度进一步加大。我们身边突然崛起的富豪越是多，中国金融负和博弈的程度就越是剧烈。事实上，中国金融业中的种种迹象表明，这场争夺战略制高点的战役已经如火如荼。一位熟悉内情的朋友说，中国相当多的证券公司已经在近两年的时间中沦入所谓“民企”之手，金

融企业控制权转移的进程远远超过人们的想象。然而，在没有经过任何公开、透明的产权买卖程序而能够‘独享’进入金融领域特权的企业，难道是真的我们定义中的‘民企’吗？容易判断，这其中周正毅式的企业将不在少数。冷峻的事实告诉我们，中国改革走到今天，在所有制上其实已经只剩下两类企业：权力企业和非权力企业，不管它们在表面上是挂着国有还是私有的牌子。这种分类可能比国企与民企的传统分类更适用于分析中国今天的现实。这种分类让我们想起了一个久已淡忘的名词：官僚资本主义。如果在这个名词之后，对应了一种相同而且无可挽回的历史际遇，那么，我们这一代曾经为改革热情呼号的知识分子情何以堪？

一位著名的海归经济学家在中国转悠了几年之后，突然惊呼：我们的很多企业家怎么看上去全都像骗子。是的，这是一个诞生了而且将继续诞生超级骗子的时代。曾经宛如黑箱的中国金融体系——这个隆隆作响的财富分配机器，是这个超级骗子时代最主要的推手。在这个阳光照不到的黑箱中，一只巨手悄然代替了那只看不见的手，按照自己‘权力’的意愿洗钱。这个典型的负和游戏一边制造了许多我们知道以及我们还远远不知道的富人，一边却为中国金融系统留下数以万亿计的不良资产黑洞。在大部分时候，富豪和不良资产只是一枚硬币的两面。富豪慢慢从黑箱里走出来了，但不良资产却还没有走出来。金融只不过是这个黑箱的一部分。假设不是这样，我们就肯定不会对周正毅、杨斌等‘时代英雄’翻天覆地的角色转变感到如此突然了。

这是一本主要以中国证券市场为题材的书，但很显然，我要指涉的不仅仅是证券市场，也决不仅仅是中国金融，而是一个时代。我相信，对于一个时代的财富以及财富所反映的时代精神，金融是一面最好的镜子。

作者

2004 年 6 月于上海浦东

第一章

从草根到权贵

及至 1992 年 5 月 21 日，中国证券市场仍然是一场纯粹民间的游戏。它的主体，无论是上市公司还是投资者，都是处于传统体制边缘的企业和下层的平民百姓。这个特点从 1992 年 5 月放开盘价那一天起，开始逐渐发生变化。

然而，就在数以千万计的中国普通百姓纵情投入这个新大陆的同时，部分地方权力机构和垄断资本也悄悄相中了这块宝地。这两股力量的加盟极大地增加了中国股市的合法性地位，为中国股市在这一时期的加速膨胀注入了强大的动力。

由于国有企业及社会保障对资金的巨大渴求，1999 年 5 月开始中央相关行政部门以不同寻常的方式正式加入股市的大合唱，然而，其明显的“人为”和“泡沫”特征很可能开启了中国经济的系统风险之门。

— 1992 年 5 月 21 日

1992 年 5 月 21 日是极其普通的一天，但却注定会成为中国股市不同寻常的一天。

这一天，上海证券交易所放开了仅有的 15 只上市股票的价格限制，引发股市暴涨。当天，上证综合指数收盘于 1265 点，一天之内上涨 105%，成交量达到创纪录的 36000 万元。随后几天，上海股市继续保持惯性上涨直到 5 月 26 日上证指数达到 1429 点开始回落为止。

从这一天开始，中国改革开放中最大的一架财富机器正式发动，中国股市以其制造财富神话的非凡能力进入普通中国人的生活。毕竟，在此

之前，个人财富在一天之内翻番还是闻所未闻之事。而股市的低门坎对于那些急切要改变自己命运的普通中国人来说，更是一个巨大的诱惑。或许，许多人还没有意识到，当他们第一次被这种真实的暴富故事所吸引的时候，他们的一生就此铸定。

然而，对于启动按钮的人来说，这一天却一点都不轻松。

尉文渊，当时上海证券交易所的年轻的总经理是这样描述他当天的感受的。

“放开股价的意义在于尊重市场，充分利用市场规律调节市场。现在看起来这是个很浅显的道理，但当时做这件事却很不容易。我花了很长时间做有关部门的工作，但阻力很大。最后迫不得已，我自主做了全面放开股价的决定 经过几个步骤 到 1992 年 5 月 21 日实现全部放开。

当时那么做不少人有意愿，有些人还提出要撤我的职。我也知道擅自闯关，个人要付出的代价，在给市领导写信时也坦言准备被撤职，不过这一步总算走过来了。”^①

这是尉先生很多年以后的回忆，时间肯定已经冲淡当时的紧张。但我们依然能够看到，一个极普通的市场决定在当时可能付出的代价。与尉先生文质彬彬甚至很秀气的外表不一样，中国证券市场最初几年迅猛发展的实践表明，尉是一位地地道道的领袖级人物。他肯定已经意识到，他在中国最大也是当时相当保守的工业城市——上海打开的这扇财富之门，一旦开启，就再难合上。这不仅会影响到他自己的一生，而且会深刻地影响中国经济。果然，在后来的十年，就在尉搭建的这座平台上，很多人完成了他们以前不敢想象的财富积累，也有人在这里输掉了他们的全部家当。的确，尉这个可能葬送自己前程的冒险举动，极大地改变了中国股市的命运甚至中国经济的景观。

以 1992 年 5 月 21 日为界，中国股市不太长的历史大致可以分为三个阶段。

^① 《回眸中国股市》第 29 页。

二 草根时代

中国股市是在中国最新一轮的改革开放背景中成长起来的，其发展的内在动力与模式与中国改革开放的逻辑高度一致。所以，要理解中国的股市，先要理解中国的改革。反过来，理解了中国的改革，才能够理解中国股市的过去、现在和可能的未来。

20 世纪 80 年代中后期，中国改革开始进入城市改革阶段。在这一阶段的初期，政府依然沿用农村改革的基本模式，主要依靠基层的主动探索。这种与农村改革初期同样的默许态度，大大激发了一批处于传统体制边缘的人们的自我发挥。很容易理解，这批人处于传统体制的下层和边缘，他们向体制外谋求生存和发展空间便成为理所当然之事。中国最早的股份制企业就是在这个背景中诞生的。中国最早的几家股份制企业基本上都有这样的“苦”出身。北京天桥 中国最早的一家股份制企业 当初就是一家在传统体制内处于底层的小型集体企业。经历过那个时代的人们都知道，“集体”企业的含义以及其与国营企业在等级序列上的差距。而另外一家更为著名的股份公司“延中”，则更是出身“贫寒”——一家为解决回城知青就业问题所创办的街道集体企业。现在再回首中国证券市场的这一段早期历史的时候 我们惊奇地发现 除了“电真空”这一家公司有正统的国营背景之外，其他的股份公司几乎无一例外的是体制外企业。这与人们的印象迥然不同。换句话说，中国股份制企业完全是下层草根阶级自发创新的结果。这与作为中国农村改革先声的“小岗改革”颇有异曲同工之妙。

与此相适应，中国最早的证券投资者也绝对是不折不扣的草根阶级。那个时候的证券投资者远不像今日这么风光。杨怀定 人称“杨百万”在叙述自己早期的投资历史的时候就谈到了当时艰苦的情形。他说，那时我日日夜夜在全国各地跑，现在面孔这么黑，就是那时晒黑的。或许，肉体上的痛苦还在其次，更加难以忍受的大概是无所不在的体制歧视和随时可能到来的“投机倒把”之类的荒唐指控。作为中国证券投资最早的成功者，杨怀定的身份相当具有代表性。他们大多处于传统体制的边缘与

底层，这与当时被俗称为“个体户”的那一批人并没有什么区别。杨本人就是从上海铁合金厂辞职出来的工人。正是这种在传统权力体系中无所依凭的草根性，造就了他们对市场的灵敏嗅觉和最初的成功。其中原因非常简单，他们要比同时代的其他人有强得多的自我激励。不管是证券投资还是募股集资，在当时都是下层阶级迫不得已的“创新”。

当然，这种创新是得到了高级领导人的某种暗示的。能够代表这种默许的一个最具象征性的事件是，1986年11月14日邓小平在接见美国证券交易所主席约翰·范尔霖的时候，亲手赠送了一张飞乐音响的股票。但这种象征并不完全意味着合法。它随时可能被强大的传统力量所窒息。

有意思的是，证券市场具有比其他任何制度都更正宗的资本主义形象。在1990年4月，当中国领导人宣布开放上海浦东时，建立上海证券交易所就赫然列在十大政策之中。同年秋天，当时的上海市长朱镕基也特别挑选在香港发布了这一条消息，他很明确地向外界宣布了上海证券交易所将在“年内”成立。“上海”、“证券交易所”这种组合给外界所透露出的信息再清楚不过了：中国要继续并且在更大范围内进行西方式的市场改革。几乎同时，在另外一个更加具有进取精神的中国城市深圳，也有一家证券交易所开始运作。

到此为止，中国证券市场奠定了最基本的格局，一批投资人，一批股份制公司，一个集中交易的场所。然而，这个时候的中国证券市场仍然是一种向外界进行展示的姿态，它的象征意义远大于其实际意义，虽然民间社会对证券市场发展有强大的需求。可以证明中国证券市场这种尴尬景况的事实是，到1991年底，上海证券交易所的上市股票仍然是一年前的“老八股”。在这一阶段，除了民间投资者将指数推动到一个新的高度之外，地方部分行政部门并没有显示出多少真实的主动性和积极性。中国证券市场仍然是一个非常标准的民间活动场所。地方领导人做出这种选择是很容易解释的。因为在他们看来，主动推动证券市场的发展不仅不能带来什么经济上的好处，还要冒政治上的巨大风险。起码，收益和风险是不对称的。

然而，这一切在 1992 年初开始改变，邓小平的“南巡讲话”彻底扭转了中国政坛的气氛，大胆创新及市场化实验已经成为地方领导人的政治任务。中国证券市场正是在这个背景下开始了它真正的发展时期。发行股票的公司日益增多，一系列的市场改革加紧进行。（到这一年年底，中国证券市场的最新成绩是，上市股票从前一年的 14 家增加到 71 家，市价总值达到 1048 亿元。）但需要指出的是，在地方和政府领导人那里，证券市场的功能仍然是非常不清晰的，它更多的还是政治道具。地方领导人仅仅是利用证券市场来为其政治正确性进行某种程度的化妆。在他们那里，证券市场筹集资金和资源配置的功能如果不是完全没有，也仅仅是微不足道。地方领导人给中国证券市场开出的仍然是一张“试验”通行证。正如邓小平所说的那样，如果“错”了，还可以关掉。他们不必为一个根本还看不清前途的证券市场去冒险，他们要做的仅仅是点到为止。真正打破这种平衡的，就是我们前面已经提到的尉文渊，一个不起眼但非常有进取心的处级官员。正是他这个可能牺牲自己仕途的冒险举动，彻底改变了中国证券市场的命运。现在看来，是不是尉来启动这一天的按钮可能是一种偶然，但是不是一个低级官员来启动它则是一个必然。道理非常简单，在那个时候，不太可能有级别更高的官员来为一个可能付出高昂代价的决定负责，作出这种牺牲的必定是一个下级官员。对这种牺牲，尉是有心理准备的。直到现在，我还清楚地记得尉说过的一句话，他（尉）准备做中国证券市场的铺路石。后来的发展证明，尉当初的预感十分准确，他的确成为了中国证券市场的铺路石。但他可能没有料到，中国证券市场在规模壮大到如此惊人的同时，其理念与功能的扭曲程度也同样惊人。

但不管怎么说，即便有邓小平在 1992 年初的“南巡讲话”，但及至 1992 年 5 月 21 日，中国证券市场仍然是一场纯粹民间的游戏。它的主体，无论是上市公司还是投资者，都是处于传统体制边缘的企业和下层的平民百姓。这个特点从 1992 年 5 月放开股价那一天起，开始逐渐发生变化。

三 黄金岁月

从 1992 年 5 月 21 日上海放开盘价开始 中国证券市场就与南方的地产热潮一起，成为中国新财富时代的象征。大批资金和大批以下海知识分子为主体的精英开始进入这个领域，这在极短的时间内大大推动了中国证券市场的发展。可以衡量这种发展速度的一个数据是，1992 年底中国证券市场上的上市股票从一年前的 14 家增加到 71 家。而最能描述当时股市对中国社会所产生的刺激程度的，莫过于当年 8 月份发生在深圳的街头骚乱。为了认购 5 亿新股，深圳在短短几天之内，聚集了来自全国各地的上百万人流。由于发行过程中的舞弊行为，导致了人们普遍的抗议。骚乱很快就平息了，但股市作为新的淘金场所的神奇形象却被牢牢地树立起来。

然而，就在数以千万计的中国普通百姓纵情投入这个新大陆的同时，部分地方权力机构和垄断资本也悄悄相中了这块宝地。这两股力量的加盟极大地增加了中国股市的合法性地位，为中国股市在这一时期的加速膨胀注入了强大的动力。可以非常肯定地说，没有地方部分权力机构以及垄断资本的加入，中国股市的历史将全部改写，中国股市的规模就要比我们现在看到的小得多，甚至它早就自己死掉了（虽然这未必不是一桩幸事）。这与这一时期中国城市改革的逻辑高度吻合。在这个逻辑中，没有权力的参与、控制，任何改革都无从谈起。然而，这种非市场的发展方式也为中国股市基本制度的长期扭曲埋下了伏笔。

地方部分权力机构对股市由谨慎观望到积极介入的态度转变，是有其历史背景的。在这一阶段，随着中国渐进改革的不断发展，地方国有企业日见衰落。这种态势，对地方构成了强大的财政压力，也极大地激发了地方部分权力机构另辟融资途径的动机。在传统的银行融资渠道逐渐萎缩的情况下，股市便成为国有企业解困的最佳资金来源。客观地说，在初期，地方部分权力机构对股市的利用还是比较谨慎的，但他们后来发现，中国股市是一个比传统银行更美妙的圈钱乐园。因为在这里，他们可以完全不考虑还钱这回事。这个惊人的发现不仅强化了地方部分权力机构

对股市的热衷和依赖，也同时加深了他们对股东制约的蔑视。以至于到后来，有些地方权力机构直接成为股市造假的主谋。在最近两年披露的但远不是完整的股市造假案中，几乎没有一件与地方权力机构无涉。而如果这些案件能够得到彻底和公开的审查，相信地方部分权力机构以及部分地方官员跟这些丑闻的牵涉要比人们想象的更加深入。

很显然，为国有企业筹资并不是某些地方权力机构积极介入股市的惟一理由，它甚至只是一个表面的理由。另外一个秘而不宣的重要原因是，相关官员可以在这种上市游戏中获取巨大的个人收益。不久前披露的一个案件中，我们可以非常清楚地看到这一点。在这个案件中，江苏省证管办的一批官员几乎全数落马。一个小小的处级干部涉嫌受贿的金额竟然高达上千万元。如此诱人的个人利益，当然能够激发地方官员介入股市的积极性。更何况这种个人利益的实现是在为地方企业排忧解难的旗帜下进行的呢？

部分地方官员在股市中的利益并不仅仅体现在推荐地方企业上市的过程中，更体现在对本地企业的所谓资产重组的过程中。在 90 年代中期之后，一批上市公司开始逐渐暴露出其伪劣产品的本质，二级市场上的庄家逐渐发明出一套资产重组的戏法。这一发明使某些地方权力机构的主管官员又多了一条名正言顺的寻租捷径。他们可以在利用公共财政资源注入上市公司的同时，在二级市场上为自己换取巨大的私利。而这一切，经常是在一些非常可笑的幌子下进行的。没有巨大的个人利益隐藏其中，我们就很难想象那些在财务上看来毫无根据的重组为什么会发生。

地方部分权力机构的财政压力以及部分地方官员的个人利益，在中国的股市达到了完美的统一。所以，某些地方权力机构一边要极力推动企业上市，一边又要极力维护这种上市公司不负责任的格局。只有这样，他们才能够在将本地的财政压力转嫁给全社会的同时，也为自己牟取源源不断的私利。正是在这种动力的推动下，某些地方权力机构在中国股市的快速膨胀中立下了汗马功劳。他们不仅喜欢股市这种毫无约束的现状，而且还要拼命维护这种现状。如此，中国股市功能的畸变以及制度建设的长期停滞就是一个非常合乎逻辑的结果。

不过，中国股市这台大戏，光有某些地方权力机构的参与是玩不转的。与地方部分权力机构合力推动中国股市发展的，还有另外一个重要角色，那就是形形色色的垄断资本。这是一股藏在暗处但牙齿同样锋利的实力集团。所谓垄断资本，就是盘踞在权力体系各个环节中以各种关系扭结起来的分利集团。这些集团往往具有体制外和体制内的双重身份，这为他们在中国的渐进改革中从事财富转移活动提供了最好的制度保障。而股市，正是垄断资本从事这种活动的最好平台。无论是电子交易的快捷性，还是股市本身初期必然具有的不规范性，垄断资本都有充分的理由喜欢这个市场。在地方部分权力机构通过合法的途径游说上层的时候，垄断资本也在用另外一些更隐蔽的方式进行同样的游说。在后期，这种游说几乎完全变成了对股市现状的辩护。在这一点上，垄断资本与某些地方权力机构的利益相当一致。而具体的情形是，他们经常是某些造假和操纵个案中的主要同谋。就像我们在那些半遮半掩的披露中已能清晰地瞥见的那样。也就是说，垄断资本与某些地方权力机构的合谋在后期已经发展到相当自觉的地步。今天我们甚至可以断定，在中国股市中，他们完全就是同一回事，是一枚硬币的两面。这一点，我们在以后还会经常提到。

垄断资本与某些地方权力机构从不同路径进入中国股市，并进而主动合流的趋势极大地推动了中国股市的规模膨胀。当然，它也仅仅只推动了规模膨胀。因为除此而外的一切文化和制度建设，都与他们的利益相悖。以目前最为人诟病的“全流通”问题为例，在 1992 年之后就不断有人提出全面的解决方案。如果没有记错的话，尉文渊先生就曾经在《上海证券报》上发表长篇文章，提出过他的国有股解决方案。以当时的市场规模，解决全流通问题要比现在容易得多，引起的负面反应也要比现在小得多。但这个在当时并不难解决的问题一直拖到现在，并非仅仅出于意识形态的考虑，而显然是某种垄断资本的既得利益在作祟。说穿了，全流通不仅容易瓦解垄断资本对公司的控制，也会对他们在二级市场上的操纵带来巨大的麻烦。

由于垄断资本对信息（无论是上市公司的内幕信息还是同样有用的

政策信息)的高度垄断,以及发展到后期越来越明显的资金优势,在中国证券市场中活动的民间资本就只剩下两条路,要么主动与之结盟并在资本性质上被完全改造,要么逐渐退出市场以图自保。实际上,我们看到的情况正是如此。留在市场内与垄断资本为伍的只能是那些满怀致富期望却又浑然不知其危险的中小投资者。而很有可能发生的情况是,在这些中小投资者完全清醒过来之前,他们就已经被消灭干净。在 1995 年发生的“327 事件”中,我们第一次看到了垄断资本对不肯就范者的强大制服力量。如果垄断资本不退出市场,当年“万国”的命运就是中小投资者今后的命运。这是一个根本不需要论证的问题。在一个零和游戏中,牺牲品只能是弱小和无组织的一方。

垄断资本对中国股市的入侵,导致了一个更为严重的后果。那就是中国证券市场投资文化的扭曲。这可能是比制度建设滞后更为长期的一个危害。制度是可以在短时间内模仿的,而文化则需要长期的学习。而一旦一个坏的投资文化已经成型,其纠正则可能难上加难。中国证券市场中根深蒂固的“庄家崇拜”和“政府崇拜”就是在垄断资本介入中国股市之后逐渐形成并得以固化的。这种恶劣的投资文化,与其说是中国社会普遍存在的权威人格在股市中的体现,倒不如说是广大投资者在长期的投资实践中总结出来的、用自己的血汗钱换来的至理名言。投资文化作为一种没有明示的制度,有时候会比明示的制度和规范作用更大。一个很简单的道理是,投资人在做出投资行为时,往往是按照文化暗示给他的规则去做,而不是按照制度和规范告诉他的那样去做。文化是成本更低的制度。

熟悉中国证券市场历史的人们可能都清晰地记得,自 1992 年放开股票价格的最初几年中,中国证券市场的波动幅度远比现在为大,但那时候并没有出现多少“救市”的呼声,所有的投资人都相当平静地接受了下跌和亏损的事实,这与近几年一遇市场下跌便鬼哭狼嚎,甚至以“社会稳定”相要挟的情形形成鲜明对比。相比之下,那个时候的投资者的自我负责精神要比现在健全得多。其中原因非常简单,那个时候的投资主体都是具有自我约束机制的民间投资者。他们即便想去改变政策,也无力改变

政策。这其实表明，中国证券市场的投资文化并不是一开始就具有某种不可克服的劣根性的。恰恰相反，在中国证券市场的早期，以草根上市公司与民间投资者为主体的证券市场是具有自我约束精神的。这种文化的逐渐蜕变是从垄断资本及地方部分权力机构相继介入并逐渐成为主流后开始的。中国证券市场第一次大规模、高规格的救市行动发生在 1994 年的 3 月 12 日，即当时的证监会主席刘鸿儒所宣布的所谓“四不政策”，这包括：55 亿新股上半年不上市；当年不征收股票转让所得税；国有股、法人股年内不在交易所上市，不和个人股并轨；上市公司不得乱配股等系列配套措施。但市场对此的反应则仅仅是向上短暂跳升旋即恢复平静。这足以说明当时的投资者对政策是抱有足够的警惕态度的。这也同时说明，中国证券市场并非像有些人说的那样一开始就是“政策市”。它的逐渐蜕变是从越来越大的权力介入股市之后开始的。如果说当时的政策市还是平等施惠于所有市场参与者并旨在维护市场稳定的话，那么，随着权力越来越深入地涉入这个市场，我们将会看到这些政策在以后将越来越具有偏向某些特殊利益集团的倾向，也越来越具有其他与市场本身无关的目的。但这是后话，让我们先来看一看，这一时期中央部分权力机构在股市中的作用。

诚如前述，从 1992 年之后，中国股市的发展主要是在看得见的某些地方权力机构及看不见的垄断资本的合力推动下展开的。但这一时期中央部分权力机构与某些地方权力机构却有不太一致的政策取向。从总体上说，中央部分权力机构对股市采取了比较谨慎的态度。这与中央部分权力机构与地方部分权力机构在股市中所具有的不同利益有关。因为在股市中，某些地方权力机构是纯粹的获利者，它甚至完全不需要担负任何责任。但中央部分权力机构的处境却非常不同，它在股市中的利益非常小，除了可以推荐几家部委的公司上市以及收一点印花税之外（比例非常小），它并没有什么其他起眼的利益，相反它却要承担股市的全部风险。所以，我们看到这一时期中央部分权力机构对股市基本上采取了以防范风险为主的政策。某些地方权力机构通过股市转嫁负担、垄断资本从股市中牟利与中央部分权力机构防范风险的政策冲突，在 1996 年年底达到

了顶峰。这就是 1996 年 12 月《人民日报》特约评论员文章的由来。在这篇文章中，中央部分权力机构用罕见的严厉表达它对证券市场的愤怒情绪。但这个时候，股市中的垄断资本已经相当强大，股市在短暂下跌之后，随即创出新高纪录，以接近嘲讽的姿态对中央的警告做出了回应。

中央部分权力机构与股市中的既得利益集团的博弈对应于这样一种改革背景：20 世纪 90 年代中期之后，中央政府与地方政府之间全方位展开的一次收权与分权的争斗。这场争斗由两位学者撰写的《国家能力报告》为肇始，最后发展到其中一位学者与深圳的地方领导人公开对阵的程度。这种较量反映到中国证券市场中，就是中央政府不断从地方政府手中收权。从印花税的分享比例到《上海证券报》被新华社收编再到深圳及上海证券交易所的归属问题，都是这一改革背景在证券市场上的体现。

在这样一种改革的背景下，中国证券市场在这一时期的功能大致可以这样描述：某些地方权力机构通过股市向全社会转嫁当地国有企业的危机；垄断资本利用股市洗劫社会财富；而中小投资者对股市的参与客观上成为了上述两种实质功能的掩护，他们更多成为证明股市合法性的花瓶。

虽然我们有充分的理由相信，在这一时期，垄断资本对中央部分权力机构已经具备相当强大的游说能力。但中央部分权力机构与地方部分权力机构及垄断资本在股市政策中的冲突还是经常发生的，有时候，这种冲突还相当激烈，就像我们在 1996 年 12 月所看到的那样。这一方面归结于利益的不同，另一方面也出于最高经济管理者的个人意志和品格。然而，这种紧张关系很快就会得到化解。一个意外事件使中央部分权力机构、地方部分权力机构及垄断资本在对中国证券市场的取向上达成了空前的一致，他们在中国资本市场上的合作蜜月开始了。这个事件就是发生在 1997 年 7 月之后的亚洲金融危机。

四 危机中的盛宴

一场让几乎所有亚洲新兴国家都丧魂落魄的金融风暴，竟然在中国催生了一次特大牛市，这或许是任何具备正常思维的头脑都无法想象的