

倡导股市文明、 改善股市环境

我国股票市场在过去 10 年中取得了显著的成绩，截至 2001 年 3 月底，境内上市公司 1100 多家，总市值达到人民币 5 万亿元，投资者账户超过 6000 万个，交易所日均成交量超过人民币 200 多亿元，成为在亚洲仅次于东京和香港的第三大证券市场。然而，不可否认的是，我国股票市场还不够完善，存在着许多问题，严格地说还称不上一个“文明”的股市；虽然股市环境已经得到不断改善，但仍然远不够理想。

股市文明与股市环境之间是互动的。良好的环境有利于文明股市的形成，不良的环境会扭曲股市机制，使之表现为不文明；文明的股市会促使股市环境的改善。所谓“文明”，是以公平、公正、公开为前提的。在一个市场中，如果存在严重的政策倾斜，市场参与者不平等，参与者权责不对等，市场价格受内幕交易控制，这个市场很难说是文明的。股市环境指的是支持和维系股票市场生存和发

展的社会运行机制，包括股市本身。我国股票市场从无到有，从小到大，政府采取了很多措施改善股市环境，希望建立一个公平、公正、公开的股票市场，规范市场行为，但市场从不规范到规范需要全社会的共同参与和努力，解决历史原因积淀的问题不可能一蹴而就，市场环境的净化不会在一夜之间完成。对此，留于表面的一味批评不是解决问题的根本办法，正视历史、面向未来、标本兼治才是正途。

一、 历史回顾——不文明现象的形成

（一）中国股市发展阶段

中国是世界上惟一个在经济转轨时期没有采取大规模私有化措施而成功引入股票市场的国家。可以说，我国是在完全不具备股票市场环境的条件下，艰难地建立起股票市场的。改革开放之初，不少人担心搞股份制，发展证券市场，会动摇公有制主体地位，造成国有资产流失。直到小平同志南巡时指出证券、股市“社会主义能不能用？允许看，但要坚决地试。看对了，搞一两年，对了，放开；

错了，纠正，关了就是了。在此基础上 股票市场得到了初步发展。这一阶段股市在国民经济中的作用很小，常常面临着夭折的危险。

随着我国经济体制改革的深入，股票市场的作
用得到了政府和社会的认同。党的十五大明确提出
股份制是现代企业的一种资本组织形式，有利于
所有权和经营权的分离，有利于提高企业和资本运
作效率，资本主义可以用，社会主义也可以用。”
但囿于当时的环境，股票市场被当作国企脱贫解困
的工具，片面强调市场的筹资功能，股票市场演变
为国有企业筹资的单纯工具。这一阶段是我国证券
市场飞速发展时期，出现的问题也很集中。但这一
阶段对我国股票市场发展的贡献也最大。市场长大
了，虽然因为现存环境的关系变得有点畸形。

以《证券法》正式施行为标志，在“法制、监
管、自律、规范”的原则下，强调证券市场不仅是
集资工具，也是优化国有企业资源配置，引导资源
合理流动，提高资源利用效率的工具。不仅利用证
券市场“拓宽融资渠道，提高企业直接融资比重，
促进企业转换经营机制”；同时要“规范和发展证
券市场，培育和发展机构投资者；加强市场监督和
上市公司信息披露”（《中共中央关于制定国民经济

和社会发展第十个五年计划的建议》)。在这阶段，政府已经认识到环境对股票市场建设的根本影响，股市要规范发展，市场合理配置社会资源的功能得到发挥，矫正畸形的市场行为，需要采取有力的措施，建立市场的良好环境。

（二）中国股市的问题——不文明的表现

香港有位业内人士说：“在世界绝大多数国家，股票市场与宏观经济形势密切相关，惟独中国不是。因为中国股市是一个不开放的、没有做空机制的、以国企为主的、不分配的、以圈钱为主的、小型的、病态的特殊股市。（见《经济预测》 1222期）

长期以来，我国证券市场被当作国企脱贫解困的工具，片面强调市场的筹资功能，一大批质量低劣的国企为“圈钱”通过“包装”、“伪装”而上市。相当多国企虽然已成为上市公司多年，但“政企分开”迄今未实现，产权模糊，所有者虚置，政府干预严重，企业法人治理结构不合理。上市公司的分红派息基本上是新一轮的“圈钱”运动。在这种情况下，企业上市是为了圈钱，圈钱是为了解困，企业给投资者合理的回报被放在了第二位，在很多情况下甚至不在考虑之列。在企业上市过程

中，国家用行政手段控制上市资源，实行指标控制，人为制造资源紧张，造成了严重的腐败。为了上市，可以“包装”，甚至伪造法律文件，以满足上市发行的条件；为多集资，高溢价发行股票，政府可以限制上市速度和规模，甚至动员国有机构拉抬股市。企业上市之日即是关联交易开始之时，上市公司从市场筹集到的资金通过关联交易进入急需输血的控股公司，控股公司通过关联交易为上市公司创造账面业绩，以便于更好更多地圈钱。如此的恶性循环，导致我国上市公司的质量低下，投资者对上市公司普遍丧失信心。

而股票市场要维持，要发展，上市公司又不能给投资者以足够的红利回报，怎么办？投机炒作就成了惟一的出路。反过来，二级市场的恶性炒作，将上市公司也卷入其中，制造短期效益满足炒作需要，根本不从长远考虑企业的发展。中国证券市场是典型的“博傻”市场。2000年中国股票市场全部上市公司只有人民币800亿元的利润，其中分红只有100亿元，而印花税和给证券公司的佣金就已达900亿元。分红还抵不上印花税和证券公司的手续费。这样，投资者获利的惟一途径就是以投机炒作来赚取差价。二级市场问题集中体现为：（1）虚

假信息，欺骗公众；（2）庄家操纵，黑箱操作，“老鼠仓”横行；（3）市盈率高，泡沫严重；（4）银行资金，抬高股市；（5）普遍的错误投资理念，垃圾股鸡犬升天；（6）监管不严，有法不依，执法不公。

所有这些在股市里形成了独特的文化现象：市场操纵者在“保护投资者利益”、“防止国有资产流失”等冠冕堂皇的口号下明目张胆地进行欺诈活动，勾结报刊、股评家和上市公司，依靠垄断信息发布权，牟取非法利益；上市公司成为壳资源导致我国证券市场独特的 ST、PT 族；报刊上充斥着“庄家”、“筹码”等赌场用语，市场分析软件以有效发现庄家、分析庄家持筹成本为卖点；中小投资者忙于打听有无庄家、庄家是谁、与庄家斗智。前不久吴敬琏先生公开站出来揭露股市的黑暗面，几乎遭到所有投资者的反对，可见我国股市已经扭曲到何种程度。大家已习惯了庄家时代，习惯了欺骗与被欺骗。

（三）不文明的根源何在

上述问题在发达国家股票市场发展过程中也不同程度存在，市场操纵行为在全世界股票市场屡见不鲜，只是程度不同而已。出现这些问题的原因，

当然与投机行为紧密相关，但在我国，还有更深层次的因素。我认为，股票市场环境，包括金融结构的不合理，市场参与者的不平等，政策过于向国有企业倾斜是造成上述问题的根本原因。

在合理的资本市场中，企业筹资的第一考虑是自筹和银行借款，最后才是发行股票。因为股市上正常筹资的成本远远高于借贷成本，上市企业面临着极为严格的审查和监管，筹资周期较长。在我国，由于金融结构的不合理，银行商业化运作程度很低，信贷体系不完善，造成真正需要贷款的企业贷不到款。而股市筹资不需要偿还的错误观念和高溢价发行使企业对上市趋之若鹜。政府对上市的行政控制人为制造机会的不平等，很长一段时间以所有制划界将很多大有发展潜力的企业拒于股市之外，政策完全向国有企业倾斜，而国有企业中又有不同，真正的有发展潜力的好企业由于不需要解困或解困的要求不迫切，也上不了市，要上市也是到国外上市，蒙国外的钱。很多上市的国企承担了许多政策性负担，上市前需要靠行政垄断和各种保护才能生存，上市后企业的治理结构没有明显改进，依然政企不分，仍然需要靠政策性支持才能生存。同时由于是政府“担保上市”，政府与上市企业捆

在了一条船上，政府干预企业就成了正常的事情。政策的倾斜和市场参与者间的不平等，使有限的社会资源过多地用于扶贫济困上面，注入了不具有比较优势的企业和行业，他们在竞争性的市场中缺乏自我生存发展的能力，浪费了社会资源。

二、现状分析——兼论股市文明

(一)股市文明的标志

有效股票市场下的“三公原则”是股市新文明的标志。

股市有效性是指股票价格对市场信息反应的有效化。根据股票价格反映相关信息的程度不同，股票市场的有效性分为弱式、半强式和强式三种状态。市场有效性与市场质量、效率是完全一致的。在强有效性市场，价格与价值的走势基本一致，弱有效性市场，价格与价值是相互脱节的。世界上不存在绝对有效和绝对无效的市场。因为在绝对有效的市场，价格就等于价值；在绝对无效的市场，价值就等于零。一个有效性很差的股市是没有能力区分好股票与坏股票，因此会造成该涨的股票不涨，不该涨的股票反倒涨。市场的有效性越差，市场合

理配置社会资源的能力就越弱。一个有效性很强的股票市场，不仅是公司集资的场所，还是上市公司有效的管理者。我国的股市属于典型的弱有效性市场。市场信息不是决定股价的最主要因素，决定股价的是庄家，有没有庄家炒作。缺乏有效性的市场对社会来说是没有太多存在意义的。

市场原则在极大程度上决定了股市的有效性。在市场中贯彻“公平、公正、公开”的原则是我国股市良好运行的基础，也是我国股市努力的方向。所谓公平，具有四层涵义：第一，公平的目的，是为了保障股市运行和发展过程中的自愿投资、自由交易、平等竞争、风险自担等经济秩序；第二，公平是在法律法规基础上的公平；第三，享受公平待遇的对象，是进入市场的所有参与者，不能有任何的例外和歧视；第四，公平的内容，是地位、权益和责任的平等，不论经济主体在经济性质、投资能力、社会影响等方面有多少差别，只要进入市场，他们在地位、权益和责任等方面就应是依法平等的。公开指的是有关行为主体从维护投资者权益和资本市场运行秩序出发，根据法律法规的规定，全面完整、真实准确、及时有效地向社会公开披露信息的行为。所谓“全面完整”是指公开披露的信

息，应按法律法规无隐瞒无遗漏地披露，以使投资者能够充分完整地有关情况；“真实准确”指的是公开披露的信息，应真实可靠、准确无误，没有任何虚假因素或误导因素；“及时有效”是指证券的发行人、有关政府部门或政府授权机构、资本市场的组织者和监管者等公开披露的信息，应当及时快捷，使投资者能够在信息的有效期内充分了解信息。

做到了公平、公正、公开，市场的公信也就建立起来了。

（二）法制与经济平等

我国证券市场上的法制建设取得了巨大的成就。十年来，法制建设为市场的发展提供了良好的运行保障。但由于我国证券市场还是一个新兴的市场，发展速度又快，法制的建立常常落后，尤其是有法不依、执法不严的问题比较突出。在法规的订立方面，有时候不是建立在公平、公正的基础上，存在着所有制、地域、行业等方面的歧视。国有的可以优先，甚至绕过法规限制。在上市过程中实行指标控制、层层审批，将一大批民营企业、甚至连一些大型的、效益好的国企也被拒之门外。在市场监管上，有关的法律法规缺乏可操作性。如《证券

法》规定禁止内幕交易、禁止操纵股市，但内幕交易、操纵股市如何界定，法律上不清楚。对内幕交易操纵股市的处罚，更多局限于经济处罚，有势者甚至可以逃避处罚，高居于法规之上。

我国证券市场是全社会的证券市场，是在“公平、公正、公开”原则上运行的证券市场。在我们证券市场法制建设过程中，应该贯彻市场的“三公原则”，市场参与者，包括潜在的参与者应该一律平等，没有政策歧视，没有地域差别，没有行业限制。尽快解决民营企业、三资企业的国民待遇问题，同时将国有企业的政企分开，使企业能正确履行企业的责任而不必承担本应由政府解决的社会问题。在我们重塑经济平等时，应当考虑到国企在市场经济竞争中的很多方面存在着机会损失，如企业办社会，企业自主权利的缺乏，机制的呆板等，这些机会的不平等使国企与其他企业在市场竞争中处于劣势。追求市场经济机会的平等，在我国现阶段，我们认为首先需要的是真正的政企分开，建立国有企业合理的治理结构。我们不否认其他所有制企业的比较优势，但我们同时也得承认其他所有制企业在发展过程中实现的价值很大一部分并不是自己创造的，而是从国有企业通过各种形式转移过来

的，社会财富在这种转移过程中并未增加，甚至还会有不同程度的减少。如果我们片面追求证券市场上的机会平等，而忽视了企业在进入市场前的不平等，忽视了市场环境的构建，那么市场仍会是不平等的。

以市场为取向的改革是我国经济体制改革的方向。我们应用市场经济制度去创造机会平等和市场效率。机会平等与效率提高是互相促进的。任何市场对于参与者来说，机会都不是绝对平等的，但机会平等和高效运行的市场机制应该是我国股市永远追求的目标。对于改革过程中必然发生的不平等，政府要及时地通过法律、政策对市场规则进行微调，力求实现经济机会平等。

（三）道德与投机

在不同的股票市场，投资与投机扮演着不同的角色。投机是投资的一部分，市场中如果缺少投机，市场的机制是不完善的。现在我国股市投机性很强，几乎成为投机市场。前不久，经济学界出现了一场因为利益取向不同而产生的大争论，其中涉及到道德与投机的问题，但这个问题并未深入下去。我国股市是否是赌场并不重要，这可以算学术争论，金融经济学里的均衡学派认为“股市就是个

赌场”，关键在于“赌场”的运作是否规范，赌博参与者有无赌德，是否允许舞弊的存在。如果允许庄家、大户等有势者靠舞弊操纵赌场，牟取暴利，这个赌场就已经不是赌场，而变成了抢劫。在发达国家，公开营业的赌场也强调贯彻它的“三公”原则，对作弊行为予以严厉打击。

我国证券市场是不允许证券欺诈、内幕交易、价格操纵等市场舞弊行为存在的。《证券法》即是明证。令人遗憾的是，《证券法》的出台，并没有对内幕交易恶性炒作以足够的震撼。“有法不依”、“执法不严”这一中国经济生活中的致命伤仍在伤害着股票市场。蓝田股份的伪装上市，中科系股票的拙劣表演，湘证基金的恶性炒作，大庆联谊、深华源的涉嫌市场操纵等，充分说明了“有法不依”、“执法不严”的危害。从这些事件中，我们是看不见市场规则的，为了投机获利，一部分人是完全不受道德约束的。普通投资者只是在丑闻曝光后，才了解到事实真相。至于上市后的幕后交易、编制虚假信息、黑庄操纵等更是屡屡见诸报端。

在我国，股票市场时间不长，法制不够完善，对于市场操纵的界定还很模糊，在这种情况下，市场的参与者需要道德的约束，行为以不损害他人的

正当利益为前提。行业的自律很重要。我们的某些传媒、股评家、经济学家的道德自律是有缺陷的。维护社会的公平、公正，不损害多数人利益是一种道义责任。

三、未来展望 —— 建设股市新环境

(一)合理定位股市功能

从股票市场的起源看，股市出现的首要目的是融资，但随着股票市场的发展，如何保护中小投资者的利益成了市场的核心，利用股票市场进行资源的有效配置成为市场的重点。股票市场不仅是企业融资的场所，更是投资者获取合理投资回报的地方。我们的股票市场长期以来一直是以企业融资为中心，随着股票市场的发展，我们现在需要将市场的中心从企业转向投资者，建立以投资者为中心的有效市场。证监会主席周小川不久前强调，保护投资者特别是中小投资者的利益，树立投资者的信心是中国证监会的重要职责，是市场监管的重中之重，它关系到证券市场能否持续、健康、稳定地发展。应该说，这是我国股市合理功能定位的基础。

从企业的角度看，股票市场的首要功能是集资，从投资者的角度看，市场是获取投资利益的场所，从社会的高度看市场是有效配置社会资源的场所。建立、发展股票市场应该从社会的角度出发，有效地平衡市场参与者之间因不同需求产生的利益冲突，使市场参与者各得其所，共同构建一个高效的证券市场，使社会资源达到理想的配置。在我们看来，股票市场的功能定位首先是合理配置社会资源，以投资者为中心，保护投资者的利益是股票市场达成这个功能的必要前提。

一个国家经济的持续增长需要一个有效率的股票市场，使社会资源得到有效的利用。市场的规范和投资者正当合理的回报要求会激励上市公司从整体上为投资者谋求收益。同时，有责任感的公司也能够吸引更多的资金到这个市场中来，从而带来更大的社会财富增长。

（二）市场监管

市场监管的主要目标是保护投资者利益，维护市场的公平、公正、公开原则，建立公信的市场体系。很长一段时间，我们的监管目标是从保护国有企业出发，忽略了投资者利益。监管的手段以行政干预为主，而不是从制度的规范和市场体系的建设

出发。因此我国股市被称为政策市，靠政策影响股指的涨跌，新华社社论对股指的影响常常比证监会主席的讲话作用还大。证监会一方面审批权力太大，把在其他国家要用律师事务所、会计师事务所、投资银行的信誉承担的风险全部接了下来。另一方面监督的权力非常小，在香港，证监会是可以发传票、甚至直接进银行查账的。权责的不对等迫使证监会控制上市公司的质量和数量，结果越控制市场越狭小，越狭小就越可能投机横行。

近来，证监会对市场的认识发生了很大的变化。市场监管机构的主要任务是制定政策，而不是参与上市公司的具体运作，致力于成为积极的监管者，维护市场公正并努力保护投资者权利。周小川主席指出证监会要“回归”监管者的位置，史美伦女士认为“一般来讲，股市指数的波动与监管者是没有关系的，指数的波动主要是市场及上市公司表现的反映，而监管者所能做到的是为市场提供一个健全的监管架构与环境。”最近，监管机构明显地加强了对市场违规者的处罚。对“亿安科技”事件中操纵者的处理几乎是我国股市第一例严格按照有关法规进行的处罚，彰显出监管者有法必依的决心。

中国证监会正在实行一系列旨在加强市场监管的重要措施：一是在加强地方派出机构力量的同时，成立了九个稽查局，稽查工作将成为证监会派出机构的主要任务；二是建立了证监会稽查局与证券交易所的监管联席会议制度。目前，沪深证券交易所的实时监控系统已进一步完善，对潜在违法行为作出预警的功能得以改进，可以即时监控到每一个证券营业部的每一个客户的买卖情况。如果发现股价异动、操纵市场等违法违规行为，交易所将立即处置；超越其职能范围、监管权限的，立即上报证监会，证监会及其派出机构将及时组织查处。为使市场规则发挥效力，监管系统健全有力，证监会正在加强必要的监管和执法手段。

市场的建设与有效监管密不可分。我国股票市场要发展、要规范，但某些环境的因素监管者暂时无可改变，这就需要政府从宏观上进行调控，努力营造良好的市场发展环境。

（三）地方政府与国有企业大股东

在我国从计划经济向市场经济的转变过程中，资源配置方式逐渐从行政计划转向市场配置。但是，某些国有部门、地方政府仍支配着很多重要资源。国有股持股主体的行政化因素致使公司的委托