

中国股市与经济运行背离的原因分析

孙国茂

(济南大学经济学院 , 山东 济南 250014)

(摘 要) 本文从制度经济学的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 , 认为 , 投资者利益得不到保护是股市持续低迷的根本原因。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 , 并建立良好的股市文化。

(关键词) 交易成本; 投资者利益; 市场监管

(中图分类号) F832.5

(文献标识码) A

(文章编号) 1002-3909(2012)02-0049-05

2011 年下半年 , 曾经准确预言 2007 年华尔街金融危机的美国经济学家努里埃尔·鲁比尼(Nouriel Roubini) 多次提出 , 中国经济将在 2013 年后硬着陆。这位曾经担任美国政府经济顾问的“末日博士”所说的“硬着陆”指的是 , 中国经济增长速度将降到 8% , 甚至是 5% 以下 , 理由有: 一是中国政府对基础设施过度投资和超前投资将引起大量的银行不良贷款和政府公共债务; 二是占 GDP 将近 50% 的固定资产投资将给中国带来大规模的产能过剩; 三是现有的经济结构决定了中国难以实现向消费型经济增长转变。对于鲁比尼的观点 , 起初 , 国际上很多学者认为是危言耸听 , 尤其是中国学者持强烈的批评态度。但随着时间的推移 , 对中国经济持悲观态度的人不断增多 , 一些华尔街金融分析师和机构投资者开始大规模地对全球中国概念股票进行做空交易。与此同时 , 中国股市在 2010 年大幅下跌的基础上 , 2011 年再次创下超过 20% 的年度跌幅。面对市

值规模和交易量均为世界第二的中国股市如此表现 , 国内学者、从业人员和投资者陷入深深困惑: 中国既没有经历美国的金融危机 , 也没有面临欧洲的主权债务危机 , 在 GDP 连续高速增长的情况下 , 为什么作为经济晴雨表的股市会出现与宏观经济如此严重的背离? 这是否意味鲁比尼的预言会再次成真? 如果不是 , 那么造成中国股市持续大幅下跌的真正原因究竟是什么?

一、中国股市的回顾与特征描述

在过去的 10 年里 , 中国股市发生的重要事件有: 颁布《基金法》; 修改《证券法》; 完成股权分置改革; 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。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 , 并开始显现出制约未来发展的迹象 , 这与世纪之初人们期待的大国崛起战略中的股市表现大相径庭。

表 1 中国股市部分统计数字

单位: 亿元

年 份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	合计
上市公司数量	1160	1224	1287	1377	1381	1434	1550	1625	1718	2063	2342	
股权融资总额	1182	738	665	643	339	2335	7792	3458	4699	8871	7683	38404
分红总额	431	469	563	749	775	1268	2844	3418	3881	4971	490	19860
净利润总额	1340	1453	2742	4212	4906	6601	10734	9419	12128	16829		
市值增加额	-11070	-7098	6177	-5713	-2728	79686	227458	-145821	159125	-32627	-57187	210200

说明: 表中关于分红的统计是以实际分红时间为准。

资料来源: wind 资讯数据库。

如果从股指变化上看,在2001—2011年间涨少跌多,呈现出与宏观经济运行越来越明显的背离。图1是从2001—2011年的上证综指的年度变化幅度。我们定义 ΔV 为年度市值变化,那么每个市场的年度市值变动的计算公式为:

$$\Delta V_t = (V_t + V_{t-1}) / 2 \times L$$

其中: V_t 为当年年末市值;

V_{t-1} 为上一年度年末市值;

L 为股票指数变动幅度,计算单位为%。

分别计算出两个市场的年度市值变动后,整个股市的年度市值变动为:

$$V = V_{sh} + V_{sz}$$

2001—2011年之间, ΔV 为正的年度有4年,市值增加幅度最大的年度是2007年,两市市值共增加22.74万亿元; ΔV 为负的年度有7年,市值损失幅度最大的年度是2008年,两市市值共损失14.58万亿元。2001—2011年的 ΔV 加总值为21.02万亿元,这意味着,如果不剔除每年股权融资对市值增加影响,2001—2011年的累计市值增加为21.02万亿元(详见表1)。事实上,从市值变化的计算公式很容易理解,这些增加的市值主要来自每年新上市流通的股份。

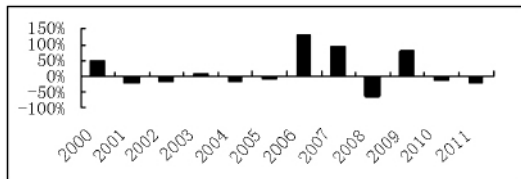


图1 上证综指年度涨幅(2011年为-21.7%)

资料来源:wind 资讯数据库。

来自官方的统计数字大多是市场总量指标。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志,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GDP总量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2)。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3)。

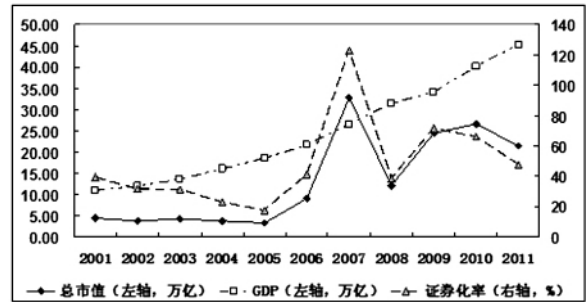


图2 股票总市值和GDP比较

资料来源:wind 资讯数据库。

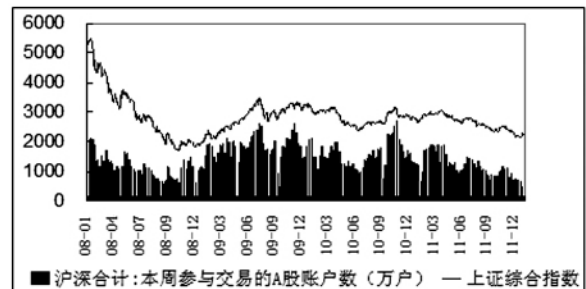


图3 单周参与交易的A股账户数

资料来源:wind 资讯数据库。

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。陈朝旭认为,中国股市的波动表现出明显的非理性特征^[1](P105-107);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,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^[2]。

二、中国股市与经济运行背离的原因分析

股票市值的变化,从本质上说是股票作为一种金融资产其价格变化的反映。但问题是,在全世界主要经济体中,不论是金融市场还是其他大宗商品交易,几乎所有资产价格都在持续上涨或者并未出现较大下跌的情况下,为什么只有中国股票价格连续多年大幅度下跌?除了制度性原因,很难找出其他原因。按照制度经济学中的交易成本分析(Transaction Cost Analysis, TCA)理论,我们有理由认为交易成本是造成股市市值损失的重要因素^①。交易成本分析最早由诺贝尔经济学奖得主奥利佛·E·威廉姆森(Oliver E. Williamson)提出,后来被哈罗德·德姆塞茨(Harold Demsetz)等人应用到对股

^① 本文作者更倾向将交易成本称作制度成本。张五常在他著名的《关于新制度经济学》一文中提出制度成本这一概念后,一直坚持交易成本应称作制度成本。在本文中二者表示相同含义。

票市场的交易研究中,近年来已经引起越来越多研究股票市场的学者和机构投资者的重视。在交易成本分析理论中,交易成本包括显性交易成本(Explicit Transaction Cost)和隐性交易成本(Implicit Transaction Cost)两个部分。显性交易成本由交易佣金、结算费用和税费等固定费用构成;而隐性交易成本则包括延迟成本、时间损失、市场冲击成本和机会成本^[3]。可见,隐性交易成本中的累计的市场冲击成本是造成股票市值损失的主要原因。交易成本分析理论所带来的研究成果都是关于二级市场交易成本的,对中国股市来说,人们能够意识到问题的是,一级市场存在着巨大交易成本,但却难以计量。

威廉姆森在谈到交易成本时说:交易是分析的基本单位,研究对象是与交易相连的替代性治理模式,这些替代性治理模式包括市场、混合体、科层、政府机关等,他们影响着节约交易成本的结果^{[4] [P64-65]}。这意味着,当一个经济系统的交易成本不断增大时,必定是支持它的制度体系和制度结构出现了问题。对中国股市与经济运行严重背离的原因,已有较多国内学者做过研究。吴敬琏早在10多年前就先验性地提出“股市赌场论”,认为中国股市缺乏基本的游戏规则^[5];曹凤岐提出中国股票市场存在五大制度缺陷^[6];刘纪鹏认为监管政策失误和监管者行为不当是造成中国股市持续大跌的主要原因^[7]。中国股市的制度体系和制度结构出现的问题,主要表现在两个方面:一是原有的制度体系已不适应市场的运行和发展;二是过大自由裁量权导致监管者的监管行为严重异化。

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,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志。监管者始终把融资规模、上市公司的家数作为政绩指标看待。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,这就产生了政府监管政府的现象。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充分体现。而事实的确如此,央企或国企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”。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。

三、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持续增长。金融市场情况则更加明显,如果没有消费者参与,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中的黑色部分)。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(Procedural Justice)^{[8] [P65-69]}。只要股市体现了“三公原则”,任何投资者都可以参与其中。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^{[9] (P64)}。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。保荐人制度的实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,人们自然会想到的问题是,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、公司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,要建立股票市场民事诉讼制度。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;其次,强制上市公司现金分红。用监管规定强制上市公司进行现金分红或兑现分红承诺,以保证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。实行真正的市场化发行,加大保荐机构和保荐人的执业责任,使发行的风险、责任和利益相匹配,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。

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。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^[10]。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。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,股市就会真正地成为经济运行的晴雨表,而不再与经济运行相背离;当具备财富增值功能时,股市必然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

一个正常的股票市场应该包含三种运行机制:对冲机制(也称做空机制)、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,股票市场已经完全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,对公募基金公司也实行分类监管,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

所谓股市文化,是指包括监管者在内的所有市场参与者约定成俗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。经过20多年的发展,中国股市未能形成一个健康的股市文化,市场上长期弥漫着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财务信息,而一旦完成融资便不再履行承诺;像“银广夏(SZ000557)”、“紫鑫药业(SZ002118)”和“胜

景山河”(SZ002525)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。因此,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。显然,这又回到了制度设计和制度建设这个逻辑起点上了。

参考文献:

- [1]陈朝旭.中国股票市场与宏观经济波动的关联性研究[M].北京:经济科学出版社,2010.
- [2]贺力平,王珏.中国股市的波动性及国际比较[J].金融评论,2010(4).
- [3]叶武,刘遛.交易成本分析:回顾与前瞻[J].证券市场导报,2009(10).
- [4][美]奥利弗·威廉姆森.资本主义经济制度[M].北京:商务印书馆,2003.
- [5]吴敬琏.我对证券市场的看法[N].中国经济时报,2001-03-08.
- [6]曹凤岐.五大制度性缺陷致中国股市牛短熊长[EB/OL].<http://stock.hexun.com/2011-12-28/136747376.html>,2011-12-28.
- [7]刘纪鹏.中国需要推出股市新政[J].证券市场周刊,2011(50).
- [8][美]约翰·罗尔斯.正义论[M].北京:中国社会科学出版社,2009.
- [9][美]奥利弗·威廉姆森等.资本主义经济制度[M].北京:商务印书馆,2002.
- [10]刘纪鹏.保护普通投资者 伸张资本市场公平正义[N].证券时报,2011-07-11.

作者简介:孙国茂(1960—),男,经济学博士,济南大学经济学院教授,山东大学经济学院博士生导师,主要研究方向为公司金融、资本市场和制度经济学。

责任编辑:张蕴萍

entity economy; The structure should be adjusted to promote the sound development of the entity economy; The development of the entity economy and scientific and technological innovation should be knitted together; And the relations between the entity economy and virtual economy should be correctly handled.

Key words: entity economy; virtual economy; healthy development

Analyzing Why Chinese Stock Market Diverges the Economic Operation

Sun Guomao

(School of Economics of University of Jinan , Jinan Shandong 250014)

Abstract: This article starting from transaction cost theory of the institutional economics , tries to give an analysis of the serious divergence of Chinese stock market and the economic operation and concludes that the root cause of the stock market downturn is that the interests of investors can not be protected. The alienated behavior of the regulators has led to the disadvantageous position of the investors in the market game. And the stock market institutional system cannot reflect the "Three Principles" and it can not be fit for the development of the market. At this stage , a system of putting investors' interests in the first place should be set up to protect their interests. Supervisors' behavior should be regulated and sound stock market culture should also be established.

Key words: transaction cost; the interests of investors; market supervision

On Hermeneutic Implications in Bacon's Four Idols

Cui Ruoju & Cui Yongjie

(Faculty of Philosophy of Remin University of China , Beijing 100872;

Politics and International Relations School of Shandong Normal University , Jinan Shandong 250014)

Abstract: Idol theory is one of the most important and influential doctrines of Bacon's philosophical system. The vital theoretical value lies in its exploration of the causes of the fallacies in the process of understanding or interpreting nature , from the perspective of the subjects or interpreters , rather than its criticism on scholasticism. It lies in giving an analysis of the factors hindering the natural interpretation and profoundly expounding the relationship between prejudice and comprehension or interpretation , thus revealing the historicity of understanding in a unique way. The theory of hermeneutics implied in Bacon's Idols has produced profound influences on the emergence and development of hermeneutics in the modern times.

Key words: four idols; bias; understanding and interpretation; hermeneutics

(翻译: 吴学丽)

本刊责任编辑邮箱

宋协娜 [马克思主义研究、社会学] songxiena@sina.com

穆敏 [党史] mumin@sddx.gov.cn

赵丽娜 [经济学] zhaolina@sddx.gov.cn

杨亚利 [哲学] yali@sddx.gov.cn

王敏 [文学、文化、思想政治工作] wangmin@sddx.gov.cn

魏磊 [马克思主义研究、政治学] weileiabc@126.com

谭建 [党建、法学] tanjian@sddx.gov.cn

张蕴萍 [经济学] yunping@sddx.gov.cn

裴传永 [历史、文化] pcy1961@163.com