

为投资者理财是办好股市的终极目标

文/李伟

最近中国股市非常疲软，上证指数已经多日在 3000 点以下徘徊了。2023 年 10 月 27 日，其收于 3017.78，总算站上了 3000 点。

伴随着股指的下跌，救市的讨论再度兴起。为什么要救市？一个常见的说法就是股市下跌削弱了上市公司的融资能力，这使得股市无法发挥其融资功能。

你是不是经常听到类似的话？

实际上，这些观点虽然具体表述不同，但背后的逻辑是相似的：中国经济要发展，要转型，新的产业和更高效的企业代表了未来的发展方向，它们需要股票市场在融资上予以支持，而这也是我们发展股票市场最重要的原因。假如股价大幅走低，交易量萎靡，那么其服务于实体经济的职能也无法正常运转，因此我们要救市，要维稳。

这种看法流传很广，也得到了许多人的认同，但笔者今天要明确说：这种观点是错误的。我们发展股票市场有且仅有一个目的，那就是为投资者服务，给民众提供一个高效的、有风险的理财途径，而为企业融资只是这种做法的结果。从这种视角出发，为融资而办好股票市场无疑是本末倒置的。

既然办好股票市场的目的是为投资者理财提供一个高效的途径，那么我们怎么做才能实现这一目标呢？这就是笔者写作本文的目的。

信息不对称及其后果

在回答如何才能办好股票市场之前，我们需要首先了解股票市场是什么样的一个市场？它最大的威胁来自何方？应该如何应对？

打开任何一个门户网站的财经频道，都很容易找到关于股市的消息。或许你并不炒股，但一定会对一些股市的基本词汇耳熟能详，例如指数、大盘和市值。在当今社会，股市的影响力已经如此深广，甚至连最高决策者都会对其有所关注，但从基本含义上来说，股市就是股票买卖的地方，和其他的市场并无实质性的区别。

市场是交易发生的地方，在大部分市场中都存在信息不对称（Asymmetric Information）的问题。信息不对称指的是在进行交易时，由于一方对另一方的信息掌握不充分，担心上当受骗而做出影响市场有效运行的决策。例如你在购买一个冰淇淋的时候，一般只知道它的口感、观感和价格，但对于一些更深的信息，譬如冰淇淋中添加了哪些添加剂，这些添加剂对人体是否有害，一般却知之甚少。这样一来，假如添加剂能以更低的成本给冰淇淋增色、添味或延长保鲜期，那么在一个缺乏有效监管的市场里，冰淇淋卖家就会在价格上竞争或在消费者看得见、尝得着的维度上展开“质量”竞争，过度使用添加剂便成了常态。不知道哪一天一个爆料新闻就会激起群愤，惹出众多法律诉讼，最终导致冰淇淋市场的坍塌。在牛奶中添加

三聚氰胺（一种无机化合物，对人体有害，但添加在鲜奶中就可以提升用仪器检测出的蛋白质含量，因此而达到采购质量标准）而引发的国产牛奶和奶粉的危机就是一个鲜活的案例。

一般来说，在交易的过程中，卖方对所售商品或服务的了解程度是多于买方的。这种信息不对称的特点导致了两个问题，一是逆向选择（Adverse Selection），二是道德风险（Moral Hazard）。

先来看逆向选择。逆向选择是发生在交易之前的信息不对称问题，其具体含义是那些可能产生信用风险的潜在融资人往往是最积极寻求融资的人。例如甲公司是一家经营不善的公司，随时都有倒闭的可能。为了维持生存，甚至是为了去骗钱，甲公司会竭尽全力从所有可能的渠道去融资，而不会顾及融资成本。

再来看道德风险。道德风险是发生在交易之后的信息不对称问题，其具体含义是融资人可能会从事那些投资者不希望从事的活动，因为这些活动可能使投资者的利益受到损害。例如乙公司到股市上通过首次公开募股（Initial Public Offerings，简称 IPO）获得了 10 亿元人民币的资金，本来乙公司的高管应该将这笔钱投入生产以努力为投资者赚取利润，但乙公司的高管却为了自身利益用这笔钱去购买了私人飞机，这时候就发生了道德风险。

除此以外，股市还存在交易规范的问题，其典型问题就是内幕交易和价格操纵。中国股市在这方面可谓是流弊已久，前有德隆，后有徐翔，不说也罢。

由于存在劣币驱逐良币的现象，因此逆向选择、道德风险、内幕交易和价格操纵会导致股市上好公司越来越少，留下来的都是一些容易损害投资者利益的公司。在这种情况下，投资者越来越不愿意将资金投入股市，而股市的融资能力也日益萎缩，股市真的会变的连赌场都不如。

矫正失衡

股市和其他市场一样，都存在信息不对称的问题，但股市这方面的问题更严重。因为股市交易的是股票，也就是股权的票证，而股权包含控制权和现金流权。对小股民来说，控制权基本上就是参与股东大会和对股东大会决议行使投票的权力。现金流权是股东按持股比例享有对企业当下和未来现金流的所有权。这些权利看不见摸不着，但却对投资者的利益至关重要。

我们连一个冰淇淋到底添加了哪些添加剂经常都知之甚少，更何况是那些上市公司的股票呢？进一步说，在股市中，造假者或者骗子往往主体明确，力量集中，投资者往往一盘散沙，因此假如没有外力干预，那么投资者，尤其是小投资者，想要维权常常是一件非常困难的事情，所以世界各地的主要股市一般都会有各种办法来矫正这中间的力量失衡。例如强制要求上市公司聘请独立的会计师事务所去对公司进行审计，并按照一定的规则去公布自己的经营状况，发布季报、年报。A 股也有类似的规定，但在具体的制度设计和执行上仍与成熟的股市有一定差距，这方面我们举几个例子，分别从监管、市场和法律的角度去探讨 A 股的不足之处。

首先，我们来看监管方面。应该承认，监管层现在对 A 股中许多违规行为的处罚太轻了。

举个例子，2023年6月至7月，A股发生了江苏南方精工股份有限公司（简称南方精工）股价大幅异动的事件。2023年6月19日，南方精工在回答投资者“是否进入特斯拉产业链”的问题时称“目前公司和国内头部两家减速机厂商合作开发新型减速机，相关样品已送至美国特斯拉，试验结果良好，获得较高认可”。

有了特斯拉概念的加持，南方精工股价开始狂飙。6月19日至7月4日，其股价累计涨幅为46.8%，股价最高达21.57元/股。但在7月4日，南方精工公开承认此前“夸大表述，存在误导性陈述”，其股价随即大跌。

这样的违规行为，监管层怎么处理呢？

2023年7月10日，南方精工表示收到了监管机构发来的警示函，其中关于处罚的内容为“你们应当认真吸取教训，增强公众公司意识，加强对证券法律法规的学习，切实规范信息披露行为，提高信息披露质量，杜绝此类违规行为再次发生，并在收到本措施决定书之日起10个工作日内向我局报送书面报告”。真是高高举起，轻轻落下。

实际上，在监管方面，我们还可以考虑对股市进行多重监管以形成一定程度的监管竞争，例如我们现在有证监会和国家金融监督管理总局（简称国家金监总局），这两家监管机构的监管职能存在一定的重合，而这正是可以展开监管竞争的地方。

其次，我们来看市场方面。监管是遏制信息不对称和非法交易的关键一环，但市场在这方面也同样可以起到重要的作用，这方面一个典型的例子就是浑水研究公司（Muddy Waters Research，简称浑水公司）。浑水公司由美国人卡森·布洛克（Carson Block，简称布洛克）创立，浑水的意思取自汉语中的“浑水摸鱼”，之所以要取这个名字是因为布洛克在中国工作过，知道很多中国企业造假猖獗。2000年之后，越来越多的中国公司去美国上市，布洛克就想这些企业是不是也存在造假的问题呢？

基于这样的想法，布洛克找到了一个盈利的模式，就是去调查这些在美上市的中国公司，看它们是否存在造假的问题。假如通过调查获得了公司造假的证据，那么浑水公司会先卖空这些公司的股票，然后发布调查报告。当报告的内容被市场认可的时候，这些公司的股价会大跌，甚至会退市，而事先卖空这些股票的浑水公司就可以获得盈利。

浑水公司的操作结果如何呢？别的不说，有多家中国公司倒在了其调查的枪口下，甚至包括大名鼎鼎的瑞幸咖啡。当然，它也有失手的时候，例如它曾卖空新东方教育科技集团有限公司（简称新东方），但后来市场认为其判断有误，因此新东方股价出现了先跌后涨的情形。

我们大多数国人都将卖空的人看作坏人，至少不是什么好人，但浑水公司的例子告诉我们，市场本身就可以起到净化市场环境的作用。从这个意义上说，我们应该对卖空宽容一些，甚至在一定程度上要鼓励卖空。

最后，我们来看法律方面。小投资者在维权的时候最大的困难在于其缺乏组织，很难形成合力，监管和市场自身的干预可以部分弥补这种缺失，但另外一个好办法是让小投资者能以比较低的成本联合起来维护自身权益。这方面值得我们借鉴的就是美国的集体诉讼制度，该制度大幅降低了小投资者维权的难度和成本。

事实上，一定程度的法律监管竞争也是值得鼓励的。例如当某一案件的涉事范围广大时，投资者可以在不同的地区法院去提起上诉，这就能在很大程度上避免某家法院故意袒护被告利益的行为。虽然这有可能会造成司法资源的浪费，但对股市来说，强监管是必要的，因此这样的牺牲也是值得的。

正本清源

世界各个主要股市的经验表明，假如没有各种矫正措施，那么股市可能最终会成为一个污水聚集地，逆向选择和道德风险横行，内幕交易和价格操纵猖獗。对这样的一个市场，有哪个投资者敢将自己的血汗钱投入其中呢？

我们衡量股市成功与否的标准既不是企业能否更方便的融资，也不是股价涨了多少，而是股市是否成为了居民有效的风险理财渠道。

当我们从行政监管、市场监管和法律监管三个维度下手去控制逆向选择和道德风险，去打击内幕交易和价格操纵时，股市才有可能成为一方净土。当股市运行状况良好，大多数企业将维护小股东利益摆在第一位的时候，投资者又怎么会不愿意把真金白银投入其中呢？这时候企业的融资便利性还会是一个结构性的问题吗？

临渊羡鱼，不如退而结网。国际经验告诉我们，与其一天到晚想着要不要控制 IPO，要不要降低股票交易印花税，不如走出短期调控的怪圈，好好做一些基本的制度建设，放水养鱼，为投资者谋福利，只有这样我们才能让股市真正走上康庄大道。

（作者系长江商学院副院长、经济学教授）