

# 中国股市泡沫问题探讨

徐火军

(黄冈职业技术学院 湖北 黄冈 438002)

**摘要:**股市泡沫是因股票价格持续上涨,导致其市场价格高于内在价值的经济现象,股市泡沫对我国股市存在重大危害,必须防控和治理。文章分析了股市泡沫的成因,提出构建我国股市泡沫监控体系的设想以及完善市场套利机制、加大对于内幕交易和价格操纵的监管力度、提高上市公司质量、建立上市公司强制现金分红制度、谨防国际热钱股市暗涌等措施,以便更好地防范和化解股市投机泡沫风险。

**关键词:**股市; 泡沫; 上市公司

**中图分类号:** F830.91    **文献标识码:** A    **文章编号:** 2095-0098(2012)04-0041-05

股市中的供求关系失去平衡,股票价格远远超出了股票价值,于是产生了股市泡沫。股市泡沫的危害在于一旦泡沫破灭,股市便会大跌,依据泡沫的大小,股市的下跌幅度也会有所不同。中国股票市场已经走过了 17 年的风风雨雨,其间股票价格的飙升,曾经使一些人一夜暴富,而股票价格的暴跌,又使得一些人折戟沉沙,由腰缠万贯变得一贫如洗。我国上证指数与 GDP 和物价指数高度不相关,这从一个侧面说明了我国股市还处在不成熟阶段,股价波动严重脱离真实价值,存在泡沫成分。我国的股票市场还处于起步状态,研究中国股票市场的泡沫现状及对于整体宏观经济的影响,防范于未然,对于我国金融市场的发展有着极其重要的现实意义。

泡沫是某种价格水平相对于经济基础条件决定的理论价格的向上偏移,<sup>[1]</sup>是一种经济失衡现象,股市泡沫是指股市在短期之内交易极度活跃,股票价格疯狂上涨,股票价格远远超出了股票价值。价格与价值相违背于是产生了股票泡沫。即出现了股价指数实际值对理论值的向上偏离。

## 一、股市泡沫的成因

### (一) 发行的高价是构成股市泡沫的基本原因

股指从一级市场发行到二级市场发行价格很高,就导致后面台阶升高,这是一个基本的原因,而产生这个基本原因不仅来自于企业,来自于市场,很大程度也来自证监会,它在审核发行价格的时候有各种各样的说法,比如现在一般的发行市盈率都是在 30 倍,比过去都提高了,一级市场的发行就把整个市场大幅度的抬高了台阶,过去香港发行 H 股,市盈率都是十倍左右,同样的东西在国内发行都是高于在香港,在美国,现在平安发行在香港的时候价格比国内便宜很多,当时平安发行之前每股的净资产六块多,发行了就变成 12 多,现在是 14 多,如果按照它公布的之前的预算 99 块钱,将近 100 块钱。最大的获利者是谁?是汇丰银行,它是平安最大的股东,占了百分之十几的股份,这种情况下,我国首先从这个角度就把价格抬高了。发行一开始就把价格定的那么高,而后又在推动。股市的平均市盈率达到六七十倍中国的泡沫就非常厉害了,国际上也这样评价,一般在发达的市场经济国家,平均市盈率一般保持在不高于 20 倍的水平上。但是我们发行的

收稿日期:2012-05-20

作者简介:徐火军(1973-)男,湖北黄冈人,硕士,讲师,主要从事国际金融研究。

时候就达到六七十倍,远达达到九十多倍。

一出来就让社会上用非常高的价格买,这在管理上就存在一些问题。

发行也是有问题的,它不是发行给最后真正的投资者,<sup>[2]</sup>往往发行一级市场具有大量的资金专门从事一级市场的购买,不参与二级市场,赚了一笔就走,最后是相当大一笔财富成为实力者的收入。这个问题不解决,以后还会潜伏其他的问题。

### (二) 炒题材概念和政策预期易产生泡沫

1. 炒题材概念。如中国 2008 年要开奥运会了,这时与奥运会能挂上钩的股票,便可称之为奥运题材概念股了。人们就会这样想,奥运会一定能带动中国 2008 年的经济增长,与奥运会有关联的上市公司 2008 年盈利状况一定会很好,其股价一定会上涨。这时人们就会提前炒作奥运题材概念股了。这类股票的价格可能非理性地被炒高,当这类股票的价格被炒到大大地高于其利润实际增长的程度时,就会产生泡沫。

2. 炒政策预期。当国家的政策制定有利于某些行业发展时,属于国家政策扶持的这些行业的股票的利润就会有所提高。但能提高到什么程度并非很清楚,具体到某个股份公司就更不清楚了,但会引起股票炒作。这种非理性的政策预期炒作也易产生这类股票的价格泡沫。

### (三) 纯粹的投机活动易产生股市泡沫

1. 庄家恶炒会给股市带来很大的泡沫。庄家,特别是股改后的股份公司(他们现在是最大的庄家),他们由于资金实力很强,又掌握着内幕情况,他们一旦集中资金炒作少数股票,就会使这些股票价格产生很大的泡沫,他们在泡沫中运用炒作技巧低吸高抛牟取巨额投机利润。

2. 股市中投机的“羊群效应”易产生股市泡沫。股市购买股票者,有机构投资者,也有个体大户,更多的是散户,在牛市赢钱效应下,很多散户对股市知识知之甚少,对股市风险观念淡漠,他们买卖股票不是投资,而纯粹是投机。只要有少数人在投机中获得了暴利,就会形成“羊群效应”,大家都会跟风追涨。散户总量很大,<sup>[3]</sup>由于他们非理性投机就会产生股市泡沫。现在恶炒 ST 和绩差股就是投机“羊群效应”的结果。

3. 逼空行情易产生股市泡沫。机构投资者或个体大户,由于他们在较高的价位购进了大量股票,当股价涨到一定高度时,散户购买股票便产生了戒心,导致他们的股票难以卖出,为造成股市未到顶,发展空间还很大的假象,他们便利用资金实力强的优势不断地拉抬股价,逼空翻多,推动股价上涨,以便他们在空翻多的追涨过程中出货盈利脱身。

4. 制造虚假信息恶炒形成股市泡沫。股市中虚假信息满天飞,尤其现在电视、报纸,特别是网络这些宣传媒体,可把虚假信息无限放大,从而误导股民投资(机)取向,恶炒个股,从而产生巨大泡沫。例如,“大众交通”在网上的虚假信息是“大众交通参股了四家券商和 20 多家上市公司,总计预期获得 110.1 亿,如此算来该公司今年的每股收益将达到 11 元,每股净资产将达到 17 元。并称大众交通合理价格将在 280 元至 330 元之间”。伴随着这个假信息,在短短 11 个交易日中 7 天涨停,操纵者赚了大笔钱财逃之夭夭。类似这样的现象太多了,现在很多公司股票价格三天累计上涨了 20% 后按规定纷纷出来澄清事实就是佐证。

### (四) 某些实体行业经济增长的泡沫带动股市出现“理性”泡沫

产业部门是实体经济,股市是虚拟经济。从根本上讲股市虚拟资本的价格是以实体经济的收益为根据的。但是,如果实体经济本身存在泡沫收益,那么即使在股票市场上依据实体经济的收益来定价,同样会使股价形成“理性”泡沫。例如,房地产行业的价格泡沫,会形成该行业利润的泡沫,从而带动该行业及相关行业股票价格的上涨,从而使股市含有大量的“理性”泡沫。另外,房地产商赚了钱又去炒股票,炒股票赚了钱又去炒房地产,形成泡沫恶性循环。

### (五) 货币流动性过剩和优质股票供应不足形成股市泡沫

1. 中国现在货币流动性过剩。这是由三种情况构成的,其一,中国银行要投入大量人民币购买出口企业的外汇,使商业银行贷款快速增长;其二,人民币升值预期吸引外资热钱涌入;其三,银行存款利息率太低,居民纷纷将银行存款取出投向股市。

2. 优质股票供应不足。主要表现为: 其一, 国内还有很多优质股份公司还未上市; 其二, 国内有些优质公司在香港或境外上市, 而未在国内上市; 其三, 在国内上市的国企, 进入流通的比例过小。如中行、工行、中石化流通股份分别只占总股本的 2.05%、2.75% 和 4.13%。

## 二、我国股市泡沫防范与治理对策

### (一) 完善市场套利机制, 尝试建立合理的卖空机制

在股票价格大幅度偏离内在价值时, 有效的套利机制能够促使股票价格向其内在价值回归, 从而降低投机泡沫出现的可能性。由于我国不存在有效的套利机制, 价格高于内在价值时, 市场产生对股票过度需求, 导致价格对内在价值的持续偏离而形成泡沫。中国现存的资本市场是一个单向交易的市场, 即只能主动的作多, 而不主动地做空, 我国股市没有真正意义上的卖空机制, 股指期货也迟迟未推出, 这种单边操作机制使得市场空方在做空股市时缺乏筹码而力不从心, 股市泡沫发生时也难以消除。因而一旦市场出现利好, 便会不断积聚作多的力量, 当作多力量大量释放时便会导致股价在短期内大幅上涨, 从而可能导致泡沫的产生。由此可见, 建立合理的做空机制, 让市场同步地消解作多力量, 使多空力量在长期内在合理的范围内均衡化, 将有助于市场在长期内均衡发展, 防止股票价格长期偏离经济基础形成泡沫。因此应积极发展股指期货等衍生金融工具,<sup>[4]</sup> 并适时引入卖空机制, 具体可以采取以下措施: 一是培育股指期货套利交易的市场主体。成熟股指期货市场中套利交易的主体是机构投资者, 其中以保险类机构投资者所占比重最大, 而在新兴股指期货市场上, 境外投资者充当着重要的套利角色。我国推出股指期货之初, 应当鼓励保险类机构投资者进入股指期货市场进行套利, 成为我国期货市场中最重要的套利交易者。因为保险类资金是最符合套利资金风险偏好的资金类型, 与套利资金的偏好相吻合。在目前卖空机制缺失的制度下, 我国保险类机构应当成为股指期货市场主要套利力量。二是对于市场套利提供优惠政策。为了鼓励机构在市场上套利, 增强股指期货市场的定价效率, 交易所应对市场套利交易提供优惠政策, 如对于套利持仓, 可给予手续费减半收取的优惠。另外, 由于进行套利的通常是市场上的大机构, 可以考虑在套利保证金水平上给予一定的优惠。

### (二) 加强股市监管力度, 建立公正、透明的证券市场

要完善市场调控体系, 采取市场化手段调控股市泡沫, 减少政府的直接干预。建立股市泡沫的监测系统不是要强化政府对股市的干预, 而是为了减少政府的干预。股市是一个不完全性市场, 不能任其完全自由, 但是过多的和不当的政府干预也会增加股市的不稳定性, 可能加大股市泡沫的波动和爆裂的风险。因此, 政府应该与股市保持一定的距离, 尽可能减少对股市的干预, 同时建立高效合理的股市监控系统, 以监控指标为依据, 通过市场调控对市场规则进行维护。

监管整肃是使中国股市走向健康发展所必须的, 完善证券市场监管体系, 提高监管水平, 以公正、透明、高效为目标, 健全与资本市场发展阶段相适应的监管手段及方式, 提高监管效果及效率。逐步完善法律体系, 细化市场监管立法制度。改进监管方式、注重监管效果, 提高监管透明度, 需要建立一套科学合理、行之有效的股市宏观和微观泡沫综合监控、预警和预测系统。可将各项指标按照不同的作用和侧重点进行组合, 建立一组主要指标和辅助指标相结合的综合监测指标体系, 利用这种综合监测指标体系可以对我国股市泡沫进行监测、预警和预测, 随时监测股市泡沫的运行态势和走向; 同时还需要对微观的个股泡沫加以重视, 随时监测个股动向, 避免由于违规违法行为引起的个股泡沫肆意膨胀最终引发整个股市宏观泡沫的过度膨胀以至爆裂。通过监管方式实现股市风险的充分揭示, 从而对股市泡沫风险的膨胀产生抑制。严格规范上市公司行为, 转变以圈钱为理念的运行机制, 解决好国有股减持以及解决上市公司法人治理结构问题。

加大对于内幕交易和价格操纵的监管力度、减少信息不对称。股市中存在的内幕交易行为与价格操纵行为, 不仅严重地破坏了市场公平的投资秩序、对于中小投资者的利益构成巨大侵害, 而且会增大市场价格的异常波动, 助长投机泡沫的恶性膨胀, 进而导致市场风险的急剧上升。因此监管当局应加大对上市公司信息披露、价格欺诈、内幕交易、市场操纵行为的监管力度, 从而规范市场交易秩序、减少股市信息不对称, 促使

市场向理性化与效率化的方向发展。具体可以采取以下措施:一是提高证券监管的执法水平。目前我国已经制定了较为完整和严厉的禁止内幕交易法律,但长期以来没有能够有效地实施。造成这一局面的原因主要是两个方面:执法的意愿不强和执法中的难度较大。随着严格监管逐渐成为中国证券市场发展的共识,执法难度大成为执法中存在的主要问题,主要是内幕交易调查取证较难。为了提高执法水平,首先,应该进一步强化证券监管稽查队伍,增强证券交易所一线监管的功能;其次,应该对我国有关证券监管的法律作出适当修改,授予中国证监会查处内幕交易更大的稽查、执法权力;再次,可以考虑对内幕交易、市场操纵等证券违法行为建立特别的举证责任制度,采用美国举证责任倒置(举证责任在辩方)的制度,减轻证券执法的取证难度;最后,应该加快实施证券交易的实名制,有效降低查处内幕交易的取证难度。二是进一步完善禁止内幕交易的立法,建立惩处内幕交易的民事赔偿制度。我国证券立法没有建立明确的内幕交易民事责任制度,这影响了对内幕交易的惩罚力度。因此,我国应进一步完善禁止内幕交易的有关法律,建立和完善我国证券法中的民事责任制度。证券法中要对内幕交易的民事责任作出明确规定,建立民事赔偿的基础;

### (三) 提高上市公司质量

1. 优化公司治理。我国上市公司质量不高的根本原因在于不合理的股权结构。国有股和法人股的流通不仅有利于改善我国证券市场不合理的股权结构,而且有利于提高市场的流动性,增加市场的有效供给,防止泡沫的产生,这一措施也有利通过市场行为(如市场收购、兼并等)增加对上市公司经营管理者约束,实现上市公司的优胜劣汰。在激励方式上,突破国有企业收入分配的限制,提高经理人的收入标准,更重要的是通过股票期权的激励方式使其自身利益与公司股东利益挂钩,与企业的长期发展挂钩。把股票期权作为高层管理人员报酬的大部分,是将管理者与股东利益协调一致的可靠途径,具有全新的激励效应:一是将高级管理人员的薪酬与公司长期业绩相联系,有效地克服经营者行为的短期化倾向;二是它将经理人报酬与公司的业绩相联系,使报酬充分反映经理人才能,从而防止经理人的逆向选择和道德风险。公司股权结构与激励约束机制的优化使上市公司真正做到以利润最大化为目标经营企业,治理效率问题的解决有利于从根本上消除企业盈利能力差的痼疾,为股市泡沫的平抑提供保障。

2. 规范公司分配行为。只要将上市公司的再融资条件与上市公司对股东的回报联系起来,就可以防止上市公司低效率使用筹集的资金,促使上市公司“善待股东”,从而使回报投资者成为上市公司的自觉行动。首先,制定相关法律法规,规定具备股利分配条件的上市公司务必实施分配。对于不进行现金分红的行为,建议借鉴一些国家通过立法形式强制要求上市公司派现的做法,限制公司通过过分保留盈余进行内部筹资的行为,保障投资者利益,引导公司逐步实现股利分配行为的合理化。其次,上市公司必须公开长期股利分配政策。这样可以促使上市公司以股东利益和公司发展为重,认真制订包括长期股利分配政策在内的长远计划,<sup>[5]</sup>并接受广大股东的监督。

3. 严格规范信息披露程序和渠道。股票市场是对信息最为敏感的市场,谁先知道了信息,谁能造假信息,谁能传播假信息,谁就能暴富,“信息就是金钱”在股市表现得尤为突出。因此,在电视上、在网上、在报刊上,必须要严格规定信息披露的审批程序和渠道,凡是未经权威机构批准的信息,凡是不在指定的媒体上决不允许报道股市方面的信息。谁报到,谁制造假信息,谁就应负法律责任。这样就可以防止小道消息、假信息扰乱市场,从消息面上消除股市泡沫。上市公司有什么重大事项必须通过正规渠道和媒体及时向公众公告,决不允许知其内幕信息的人在低价位把货进足或把股价炒高后才将信息向公众公告。证券管理部门对上市公司要严加监控,<sup>[6]</sup>一旦发现违规行为,要严肃处理。“杭萧钢构”的违规行为要引以为戒。

### (四) 积极疏导流动性过剩,谨防国际热钱股市暗涌

日本经济史的教训表明,随着经济增长,经常项目下的贸易顺差持续放大,本币升值预期将引起资本项目下的热钱不断涌入,导致外汇储备继续增加,使本币升值面临的压力有增无减。对此,加强对跨境短期资本流动特别是投机资本的有效监控,加强对贸易信贷等资金流入的管理,严格监控异常资金流入是外汇监管当局的下一步工作重点。此外,还应深化外汇管理体制的改革,有序拓宽资本流出渠道,大力发展外汇市场,严

格资金流入和结汇监管。

参考文献:

- [1] 尹振涛. 从日本经济史中寻找解决我国股市泡沫问题的钥匙 [J]. 海南金融 2007(8).
- [2] 当前中国股市结构性泡沫及防治 [J]. 2008(8).
- [3] 赵鹏. 中国股市投机泡沫形成机制与实证研究 [J]. 华中科技大学学报 2008(11).
- [4] 皮海洲. 应挤去股市里的哪些泡沫 [J]. 腾讯财经网 2007(1).
- [5] 邹伟. 我国股市泡沫问题研究 [J]. 湖南大学学报 2004(4).
- [6] 陈永杰. 发行的高价是构成股市泡沫的基本原因 [J]. 新浪财经 2008(2).

## Discussion of Chinese Stock Market's Bubble

XU Huojun

( Huanggang Polytechnic and Technical College ,Huanggang ,Hbei 438002 ,China)

**Abstract:** Stock market bubble is an economic phenomenon that stock prices continue to rise ,resulting in its market price above the intrinsic value of Chinese stock market. Its major hazard must be prevented and treated. The article analyses the causes of the stock market bubble in China ,puts forward the idea of stock market bubble monitoring system and perfecting the market arbitrage mechanism ,and strengthens supervision for inside trading and price manipulation ,improves the quality of listed companies ,establishes listed companies' cash dividends system ,beware of international hot money crypto - currents and other measures ,so as to better guard against and dissolve the risk of stock market's speculative bubbles.

**Key words:** stock bubbles; bubbles; listed companies

( 责任编辑: 沈 五)