从功能视角看进一步健全股票市场的发展

党的二十大报告提出，要健全资本市场功能，提高直接融资比重。本文基于功能的视角分析如何进一步健全股票市场的发展。

文／冯兴元 孟冰

党的二十大报告提出，健全资本市场功能，提高直接融资比重。这十六个字明确了我国资本市场发展方向。股市在资本市场或直接融资市场中占据中心地位。未来，股市与整个资本市场或直接融资市场一起，将在整个融资体系中占据更重要地位。本文基于功能的视角分析如何进一步健全股票市场的发展。

股票市场发展小史

顾名思义，股票市场是交易股票的市场。有股票才有股票市场。股票由股份公司发行。最早的股份公司产生于17世纪初荷兰和英国成立的海外贸易公司。这些公司通过募集股份资本建立，有着明显的股份公司特征：具有法人地位、成立董事会、股东大会是公司最高权力机构、按股分红、实行有限责任制。荷兰联合东印度公司成立于1602年。荷兰人把热衷于海外贸易生意的商人们联合起来，成立了股份公司，目的是共同承担航海风险，共享收益。为了募集更多的资金，荷兰联合东印度公司还向全社会融资，每个人只要手头有闲钱都可以去东印度公司，在小本子上记下自己出了多少钱，公司则承诺有收益就按比例给大家分红。那一年，荷兰人在阿姆斯特河大桥上进行荷属东印度公司股票的买卖。这就是最原始的股票市场。

更多股票的出现和买卖，促使股票交易所产生。1611年，一些商人在荷兰的阿姆斯特丹买卖海外贸易公司的股票，形成了股票交易所的雏形。1773年，在伦敦柴思胡同的约那森咖啡馆正式成立了英国第一家证券交易所，以后演变为伦敦证券交易所。1792年，24名经纪人在纽约华尔街的一棵梧桐树下订立协定，形成了经纪人联盟，这就是纽约证券交易所的前身，1863年改为现名。2023年8月15日，纽约证券交易所总市值达到34.15万亿美元。美国股价最高的股票是在该交易所交易的伯克希尔·哈撒韦投资公司股票，当日收盘价538106.51美元/股，总市值达到7800亿美元；2023年8月15日，纳斯达克交易所总市值为25.31万亿美元。美国市值最高的公司是在纳斯达克交易所上市的苹果公司，当日收盘价180.4美元/股，总市值达到2.82万亿美元。

中国近代历史上第一家通过发行股票筹集资金兴办的股份制企业，是1872年成立的轮船招商局。1918年，北京证券交易所成立，是我国第一家由中央政府核准的证券交易所；1920年，上海华商证券交易所和上海证券物品交易所相继成立，此后反复停停开开，至1949年全部停办。

1990年6月，中国人民银行上海分行金融管理处受命筹建证券交易所，同年12月19日，上海证券交易所举行开业典礼；1991年7月，深圳证券交易所也得到了正式批文。自此，中国股票市场形成了“双市格局”。2023年8月23日，沪深两市公司数达5274家，总市值79.65亿元人民币，其中股价最高和总市值最高的股票均是在沪市交易的贵州茅台，当日收盘价1744元/股，总市值达到2.28万亿元人民币。

股票市场的功能

从贵州茅台股价可以看到，中国的股民对股市上什么股票好心明眼亮。这也说明中国的股市对于市场主体能

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

够发挥较好的指示器作用。略为遗憾的是，中国股价最高和市值最大的股票不是高科技股，而是酒类股。当然酒也不错，闻名遐迩。但估计很多同仁更希望看到中国的高科技股有朝一日能够排名股市股价和市值第一位。

我们可以把股市视为一个复杂的系统，而其应有的功能则是股市特点所赋予的。对于股市系统来说，其关键并不在于单个股份公司、证券公司、投资基金或者投资人的兴衰，而是股市功能的健全和发挥。

那么，股市到底有哪些功能?

股市的第一个功能是股份公司借以募集股权资金。这个场所就是股票发行市场，即一级市场或初级市场。股票的二级市场，是股票发行结束后在正规的证券交易所上市交易的市场，是股票的公开交易市场。至于三级市场则是所交易股票衍生产品的交易市场，比如股票交易合约、期货、期权、基金等。

股市的第二个功能是促进储蓄转化为投资。社会公众的储蓄购买股份公司的股票，等于投资股份公司的工商业生产经营活动。这与第一个功能紧密相关。

股市的第三个功能是价格发现。股市把众多买家和卖家聚集在一个集中的市场，促进价格发现。尤其涉及二级市场和三级市场。证券交易所作为场内市场，创造了一个将上市企业所有可能的影响因素纳入股价的地方。在较为有效的股票市场，由于股票及其衍生品的定价消化了所有相关因素，投资者、交易员、债权人和政府无需对股票价值进行重复评估。

股市的第四个功能是整体经济和行业走势的“风向标”。较之非上市公司，上市公司被要求披露关键信息。投资者还可以获得大宗交易、内幕交易以及机构投资者和发起人持股的信息。在有效运作的股市，股价综合了上市企业所有可能的影响因素。股市的总市值，以及一些行业板块的股价表现，成为整体经济和行业走势的“风向标”。尤其随着注册制的全面实行，高质量的信息披露已成为发行人的必然选择。

股市的第五个功能是促进资金资源更有效配置。由于在一个相对有效的股市，股价波动可以较好体现上市公司市场价值的变化，反映种种上市企业影响因素，投资者根据自己进一步的价值评估选择购买预期回报率较高的股票。表面上他们在二级市场只是接手了别人手里的股票，但是他们的选择有利于资金资源总体上保持更有效的配置。因为股市上的资金资源总体是青睐预期回报率较高的股票。此外，有些投资者大量吸收一家公司的股份，就是发现了这家公司对于自己的价值。有些投资者会通过吸收股份的方式借壳上市。马斯克花费重金收购推特股票，就是发现了这家公司对他的价值，通过控股该公司对其实行重组，改变该公司的主导价值观、运作理念和运作模式。美国前总统特朗普之前的推特账号被封，现在也趁机解封。

股市的第六个功能是完善内部员工的股权激励机制。员工持股计划可以激励员工的积极性，提高公司的凝聚力和稳定性，增强员工的主人翁意识。尤其上市前的原始股，一旦上市，持股人就有可能获得一大笔财富。比如2005年8月5日，百度在美国纳斯达克上市，其股价当天就从27美元发行价上涨到120美元左右，成就了7名亿万美元富翁、上百名千万美元富翁与数量更多的百万美元富翁，其中多数员工在6年前还是学生。

股市的第七个功能是提供资产流动性。相对于很多资本品，股票在股市转手变现非常便利。这为股票资产的所有者提供了很高的流动性。如将房子作为投资品看待，投资某房地产公司的房子，实体投资有区域限制而且不容易变现。但是买其股票就不一样了，坐享该房地产公司所有物业带来的平均收益且流动性强。

股市的第八个功能是吸引外国投资的中介和跳板。一个运作规范、透明的股票市场，可以使外国投资者有信心投资东道国的上市公司。党的二十大报告指出，要推进高水平对外开放。意味着我国也将加快资本市场国际化进程和提升国际吸引力。2014年底，外资持股中国股票市场总市值1452亿元，占总市值的0.34%；2022年底，外资在中国股票市场持股总市值24055亿元，占市场总市值的2.75%。自沪深港通开通以来，截至2023年8月23日，北向资金共流入18801亿元人民币。反过来，我国投资者也可以购入和持有外国公司的股票。比如，如果有人觉得苹果公司赚了中国人太多的钱，完全可以买入该公司的股票，想办法把钱赚回来。

股市的第九个功能是推动经济增长，促进就业。一个运作良好的股票市场有助于吸引来自国内外的投资，从而提升股份公司的生产和创新能力，增加就业机会。

此外，一般而言，股市还提供了

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

更安全透明的交易平台，更好地保障了交易安全，给投机者提供了机会。健康、适度的投机对于股市也是需要的，有利于市场交易保持一定的热度和频度。

从功能视角看如何健全股票市场的发展

前文所阐述的都是股市的一些积极功能。这些功能的发挥，有赖于包括监管者在内的所有利益相关者遵循一整套的规则。目前我国应该是世界上出台股市规则较全的国家之一，关键在于认真执行好这些规则。

在股市发展史上，总是存在一些别有用心者滥用股票市场这一公器，从中发掘消极的、破坏性的“功能”，也就是利用股市漏洞。虽然一定程度的投机是有益的，即便有时有点害处也可忍受，但股市不容许欺诈行为。2019年11月7日，美国司法部和商品期货交易委员会（CFTC）发布通告称，高频交易公司（Tower Research Capital）同意支付6749万美元，以了结关于其三名前交易员从事“挂单欺诈”的指控，这是迄今为止美国监管机构对此类行为开出的最大罚单。操盘手通过高频交易程序进行幌骗交易，即在市场交易中虚假报价再撤单，其本质是操纵市场，严重破坏市场的有效性，构成操纵市场罪。

近日证监会及财政部等部门推出优化首次公开发行股票（IPO）、再融资监管、规范股份减持行为、证券交易印花税实施减半征收的一揽子政策，意在提振投资者信心、活跃资本市场。从事后的成交数据看，这些新政确实起到了明显作用。

从历史上看，历次A股印花税调整后，股市均会表现出上涨且放量走势。阶段性收紧IPO节奏，主要考虑股票市场存量资金有限且投资者对股票研究精力有限。从发达股票市场看，一国或一个地区的股市合并起来所承载的上市公司数量一般在3000—5000家，我国股市现在有5258家。在退市制度尚不完善的背景下，阶段性收紧IPO有助于稳定市场。随着整个经济、交易系统和监管系统的数字化转型升级，更多的上市公司应该也能容纳。一个健全的股市只需要按照规则开放上市资格。

关于房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制，房地产行业已经被严监管这么多年，从市场出清的角度看，达到了一定效果。房地产本身是高杠杆行业，经过多年的调整出清后，目前存活在市场上的已经比较健康；规范股份减持行为方面，主要针对有些上市公司发行价格及市盈率居高不下，既得利益集团容易通过减持操作提前套现离场的现象，一定程度上杜绝了“A股市场提款机”这一消极、破坏性“功能”。总的来讲，中国股市监管机制健全，这也是促进股票市场功能发挥的前提。

一个有效的股市需要推行一套正向激励机制。马斯克因为2018年的一条推文内容导致投资者损失，美国证券交易委员会判定其要向每位索赔的投资者支付1.2万美元的损失；2020年在纳斯达克上市的瑞幸咖啡，涉及22亿元人民币的财务造假欺诈，遭集体诉讼，付出退市代价。这些均是对不诚信和欺诈的惩处。

基于金融科技监管手段的提升，2016年之前我国股市存在的游资坐庄现象也慢慢消失。

根据最新数据可知，我国A股投资者总人数已经突破2.2亿人，基金投资者总人数更是高达7.2亿人，涉众面广。而美国股票市场参与者90%为机构投资者，大多为专业机构管理的共同基金。按照哈耶克知识分工理论，大量散户花费太多时间去学习投资专业知识不现实，交给专业机构更有效。但专业机构本身遵循股市规则，对其也需要加强穿透式监管。专业机构如果不能本着诚信原则去开展其委托代理业务，实际上属于偷盗行为。总体上看，需要扩大资质良好的专业机构队伍。此外，股票定价的准确性首先依靠不断增长的长期持股者即价值投资者，他们称得上是股票定价的“中流砥柱”。然后才是套利的投机者，他们是股票价值的发现者，不断地带给市场新的评估，同时为市场带来适当流动性。

此外，未来随着数字化和监管科技的推进，单只股票价格操控对于操控者本人的风险越来越大，股票价格日益体现出对各种信息的消化、吸收。在这种情况下，可以按照成熟的规则和程序完全放开股票交易，让股票价格随时反映最新的整体经济发展、行业发展和上市公司本身的发展状况。同时，可借鉴国际经验，适时调整股指的成分股入选公司名单，把违规企业移出名单，把同行业其他绩优公司列入名单，更好发挥股指反映股市总体发展的指示器功能。

作者冯兴元系中国社会科学院农村发展研究所研究员；孟冰系中国社会科学院大学应用经济学院博士研究生

(C)1994-2023 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net