

## “市场化”再认识：“放”与“管”之间的动态平衡

上海证券报

曾听到一位市场人士讲，遇到上市公司股价连续上涨，不时会看到有公告从不同角度提示风险，甚至还可能有监管部门的书面函件，对此感到有点困惑。搞不懂看起来是买者自负的“市场化”选择，为什么要有这么多的风险提示和监管提醒。这种朴素的想法可能并不少见。更普遍的是，还常听到对“管涨不管跌”的质疑和抱怨。在讨论类似观点有没有道理时，其实暗含了一个很重要的命题，那就是市场约束与监管约束究竟是什么关系，该怎样来理解市场化的真正含义。

在境内市场上，管了就好像不是市场化，似乎也已成为一种不假思索当然接受的惯性认知。抱怨限制过多或监管太严时，常用来作为理由的就是不够市场化。这背后是市场主体因为感到不方便、不能自主所生发出的一种感受。辩证来看，市场建设过程中，管制确实应该越来越少，市场发挥作用要越来越多。但事情也有另外一面，因为市场并不总是那么完美，要达到理想化的状态还是有前提的。大体上来说，就是在没有管制的情况下，需要市场约束本身能起到合理发现价格、利益适度均衡的作用。这样，以市场约束为主、监管约束为辅的运行机制，就可以行之有效了。换言之，当市场能够比较好地发挥约束作用时，监管就应当退后；当市场机制失灵，单靠市场约束不能起作用的时候，就需要监管约束及时补位。不过，何时该退后、何时要补位，要考虑市场所处的发展阶段和现实环境，不能脱离当前实际。

那么，境内市场现实状况怎样，市场约束机制已经在多大程度上发挥了作用？这是我们在讨论市场化的时候，需要首先考虑清楚的问题。实际上，还是可以看到一些反映我们市场化程度还不太成熟的例子，有些制度设计的初衷可能也还没有实现。就拿再融资来看，几年前非公开发行中各种“明股实债”式兜底承诺，使得市场价格机制沦为摆设；前段时间，董监高、员工持股计划及一些名不见经传的机构也被公司言之凿凿认定为战略投资者，希望享受发行定价优惠。这些现象，在市场约束能充分发挥作用的环境下是不会“批量”出现的，但在我们当前的市场却客观存在。既然出现了，必要的制度安排和监管约束就是一种更加现实和理性的选择。

再看看二级市场相关的现象。对应“管涨不管跌”的说法，也普遍存在很多研究报告“唱多不唱空”的现象。这并不是说我们资本市场上的公司都是只涨不跌的好公司，其原因可能还是当前交易多空机制尚未形成，市场主体的盈利模式主要还是靠做多来实现。这样的市场环境下，市场约束能起的作用自然也就打了折扣。另外，上市公司层面的股东大会机制也是观察市场约束能起多大作用的一个好视角。有控股股东同业竞争承诺连续延期了三年，上市公司股东大会每每都能通过。还有公司收购资产的三年业绩承诺一年都没实现，却硬着头皮上股东大会修改承诺，也是有惊无险得以通过。股东大会到底能发挥多大的市场约束作用，投资者在公司的重大事项上有多少发言权、又愿意在决策上花多大功夫，都与市场约束机制能多有效密切相关。

这些情况也说明了在境内的资本市场建设中，完善、优化市场约束还有不少路要走，也意味着完全单纯依靠现有的市场机制难以充分维护公司及投资者利益，制度建设和监管约束的补位在很多时候就自然成了一种市场期待。究其根源在于，我们还处在一个新兴市场的发展阶段。客观来看，我们的市场化程度确实在不断深入，投融资逐步实现均衡，市场工具也日益丰富。但与成熟市场相比，还有两个比较大的短板：一方面，优胜劣汰的筛选机制还在建设过程中，“出口端”与“入口端”的供需平衡仍需继续推进；另一方面，适应以中小投资者为主的投资者结构的利益保护机制还有待落地生根，进一步加强。这就决定了在市场约束和监管约束的进退上，监管约束还不能过度放松或者完全放开。其间，“放”和“管”都是一个动态平衡，不宜简单地说不管就是市场化。

那么，拿什么来判断我们的制度建设和监管行动是否符合市场化的方向呢？大致来说，可以考虑两个观察维度：一是制度和监管是否符合市场化运行的内在机理、是否有利于市场功能的发挥；二是相应的具体安排和行动是否能适应当前的发展阶段和市场环境。比如说，从成熟市场实践和市场机理来看，股票市场大体上都可以分为稳健蓝筹、科技成长、风险绩差三层，通常也会在制度上设置差异化的供需、交易和投资者适当性管理机制等。其背后的逻辑是，不同层次、不同板块的投资者对股票这个虚拟商品的认知和风险承受能力是不一样的，要有所区分，市场的资源配置和投资者利益维护才能达到有效平衡。以之观诸于我国的多层次资本市场建设，也是异曲同工地趋向于

这样的三个层次。沪市就已经有了主板、科创板和风险警示板。在这样一个层次的建设中，当然也要考虑市场的实际。比如，在投资者适当性管理等具体制度的设计上，就需要考虑当前市场价格发现功能还在优化完善、投资者结构还是以中小投资者为主的这样一个现实情况。

在具体的监管行动中也可以来做类似的观察。概念股的过度炒作在哪个市场都是要监管的，因为任何市场在对投机和投资的把握上，投资都应当是主流。否则，一旦投机成分高过投资，这个市场的发展就可能偏离了正轨。从境内市场来看，中小投资者比较多，风险识别和承受能力比较弱，容易跟风、被割韭菜。那么，在对概念股炒作的监管上就要更加当心 and 注意，相应的制度安排和监管动作相较于以机构投资者为主的市场可能就要适当靠前一点。这几年来，信手可举的区块链、5G、工业大麻等概念板块的潮涨潮落即是印证。也可以说，如果没有对概念股过度炒作的依法严格监管，市场投机就可能会一而再地将市场的投资文化带回原点，甚至挫伤对整个市场化制度改革信心。

所以，真正的市场化不等于不管、更不等于放纵，恰恰是通过建好制度、做好监管，去推动市场更加充分有效地发挥作用。大概也可以从这样的维度来理解“建制度、不干预、零容忍”的九字方针。按照市场化内涵建好了制度，不干预、零容忍才有依据，监管职责和市场边界的划分也就水到渠成了。当人们对什么是市场化、处于什么样的市场形成共识的时候，很多无谓的争议自然就会消弭。真正的市场

化也就会在这样的共识上，形成一个制度建设和监管行动的常态化预期。有了这种共识和预期，市场的改革和建设也就可以稳步推进了。