

题材股投机炒作的成因与监管逻辑

卢文道* 陈亦聪**

摘要:以题材股为对象的投机炒作,是散户型市场的顽疾,吸引和诱导散户跟风交易,成为少数大户投资者的主要盈利模式。在这种市场现象背后,是两类主体交易能力和盈亏收益的严重失衡。在个人投资者参与程度较高、市场主体交易行为极不理性的市场环境下,应当通过强有力的针对性监管,矫正畸形的交易生态,保护证券市场的公平正义不受源自严重失衡的市场交易结构的冲击和破坏。

关键词:题材股 投机炒作交易 投机性泡沫
交易自由 交易监管

我国内地证券市场参与者以个人投资者为主,

* 上海证券交易所首席律师,华东政法大学兼职教授,中国证券法研究会副会长。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

** 上海证券交易所法律部副总监,法学博士。本文仅代表作者个人观点,与所在单位无关。

是典型的“散户”与“大户”^{〔1〕}同台博弈的市场,以题材股为对象进行的投机炒作,是主要的博弈领域。两类投资者交易能力相差悬殊,少数大户投资者滥用其交易优势,诱导和利用散户投资者盲目跟风交易,引发过度投机炒作,以从中获取高额收益,民间俗称的“割韭菜”现象比较突出。

题材股的过度投机有哪些市场表现形式?为什么会成为以散户为主的新兴市场的主要交易特征?近年来证券监管机构日益强化的抑制过度投机炒作是否具有必要性和正当性?这些问题,直接关系到资本市场交易生态环境再造,关系到中小投资者权益保护,本文就此作初步探讨。

一、市场表现:题材股投机炒作常态化

投机,词典中的注释为“迎合时机以谋取私利”,在证券市场通常指利用市场出现的价差进行买卖从中获得利润的交易行为;炒作,词典中的注释为“为扩大人或事物的影响而通过媒体做反复的宣传”。二者相结合,将显著放大投机行为的效果。有效市场理论认为,投机交易是一个中性现象,在全球证券市场普遍存在,健康、良性的投机冲动,能在市场运行中发挥建设性作用。^{〔2〕}这一理论,在成熟市场大体上是有说服力的。但在散户为主的新兴市场,市场有效性先天不足,健康良性的投机冲动极易转化为严重的投机炒作,进而成为市场稳健理性运行的破坏性力量。从实际情况来看,长期以来,严重投机炒作集中体现在题材股的非理性交易上。

(一)题材股投机炒作在散户型市场十分突出

在我国内地市场,较长时期以来,炒作氛围十分浓厚,题材股炒作

〔1〕 沪深证券交易所市场的个人投资者占比均超过九成。在实践中市场主体和监管机构按照资产规模进一步细分投资者,通常将持仓市值小于10万元的个人投资者定义散户投资者,持仓市值达到300万元的个人投资者定义为大户投资者,其余则为中小户投资者。

〔2〕 [美]罗伯特·希勒:《金融与好的社会》,束宇译,中信出版社2012年版,第259页

首当其冲。投资者谈论股票交易、各类媒体报道市场、分析师推荐股票时,题材股始终是一个重点话题,总是高频率地与“表现活跃”“连续反弹”“轮番上涨”“集体爆发”“相继分化”“全面回调”等反映市场变动的情绪化词语联系在一起。人们对如何把握题材股交易的内在规律,如何在题材股交易中赢得先机,如何掌握题材股炒作的制胜法宝,也津津乐道,趋之若鹜。

题材股不是一个专业术语,很难有准确的界定。一般而言,有题材并可在市场促成炒作高潮的股票就是题材股,而题材可以理解成概念、主题或者故事,可供投资者借题发挥,可以引起大众跟风。从内地市场交易看,题材类型常见的,如政策类题材,有经济政策、区域发展政策、行业发展政策、信贷政策等;技术创新类,主要是新技术的变革和运用,最近几年,如新能源汽车、锂电池、充电桩、石墨烯、区块链、量子通讯、生物工程等;重大事件类,指有影响力的事件,如奥运会举办、流行性病毒爆发等;价格变动类,对企业经营和利润有影响的产品价格变化;行业周期类,指航空、地产、大宗商品等经营业绩可能发生周期性变化的行业;资产重组和业务合作类,包括资产注入、借壳上市、控制权转让、与有影响力的机构进行商业合作等;股利政策类,如高送转等。上述题材中,如果影响力大、涉及面广、想象空间丰富,投机炒作会更加突出,这方面的典型事例也不胜枚举。最近一段时期,令人印象深刻的是2017年上半年的“雄安题材股”炒作,以及由此引发的交易所严格监管。^[3]

在有着相似市场结构的韩国、我国台湾等市场,也同样经历过过度投机炒作的困扰。从韩国证券市场题材股的历史看来,20世纪70年代主要以建设题材股为主,80年代以金融和贸易题材股为主,90年代初以低市盈率和蓝筹题材股为主,到了2000年,随着全球IT热潮形成了IT互联网题材股,而近期政治题材股成为新的热点。^[4]韩国题材股过度炒作中一个为人津津乐道的例子是,说唱歌手鸟叔的“江南 style”

[3] 相关情况参见邵好:《“雄安概念股”炒朦胧 监管发力严防蹭热点》,载《21世纪经济报道》2017年4月10日。

[4] 引自韩国交易所北京代表处首席代表李瑛珉在“证券交易所一线监管国际研讨会”上的发言,2017年8月25日,上海。

广为传播后,他所在的经纪公司(直接因该首歌曲获利)股价仅上涨了30%,而他父亲任董事长的公司(一度处于严重亏损状态)的股价却上涨了8倍。我国台湾市场在1986~1993年年间,投机炒作现象突出,股票交易年均换手率一直居高不下,1989年更是高达6倍。我国台湾市场人士指出,在过度投机炒作氛围下,当时的股市即便不是一个赌场,也是一个“苦难深重”的市场。^[5]美国股市在20世纪八九十年代的快速上升阶段,也出现了以过度投机炒作为主要特征的“非理性繁荣”,成千上万的中产阶级涌入进来,所使用的交易技巧与其说是单日投资策略,倒不如说是赌博游戏。有些投资者甚至根据网络聊天室里的帖子来进行交易,然而这些信息简直就是洗手间里的乱写乱画。^[6]

(二)题材股投机炒作市场表征

从市场层面看,题材股的过度投机炒作,大体呈现如下四个表征:

第一个表征是,股票价格经过投机炒作严重偏离基本面。投机炒作交易是相对于投资而言的。二者最大的区别在于,是否关注价格和内在价值的关系。投资行为主要基于证券市场价格与其内在价值的差异而做出决策,即在市场价格低于内在价值时买入,反之则卖出;投机炒作交易则更关注市场价格在短期交易时间内的变动,而无论其内在价值是多大。题材股炒作中的题材,大多是抽象的、朦胧的,对公司经营业绩即便有影响,大多也是间接的、不确定的。经过炒作的题材股,股票价格的变动更主要源自投资者情绪和态度的变化,受到与股票内在价值无关或者关联不大的因素影响,股价变动与股票的基本面和真实价值严重背离。与此相对应,股票市场应有的定价功能在题材股中严重失灵。

第二个表征是,市场炒作热点升温快、易传染。不断翻新的交易题材,具有明显、直观、感性、好理解、抓人眼球等特点,容易为散户所偏

[5] 戴立宁口述,郭建龙、谷重庆撰写:《一以贯之——戴立宁的经历和坚持》,中信出版社2014年版,第184页。

[6] [美]阿瑟·莱维特、葆拉·德怀尔:《散户至上》,陈剑萍、严莉译,中信出版社2005年版,第X、XX页。

爱,为大户所利用,形成交易领域中的“羊群跟风”效应。^[7]对于已经出现领涨个股的概念板块,市场关注度会在极短时间内快速上升,券商的研报数量明显增加,主流媒体、股吧等宣传载体将产品价格上涨作为题材股板块报道,噱头概念突出,投资者之间出现不切实际的追涨言论,对股价上涨形成推波助澜的作用。

第三个特征是,容易导致股价暴涨暴跌和急涨急跌。在题材股炒作过程中,大量资金集中涌入标杆龙头股,短时间内推动股价快速上涨,进而带动整个板块急速上涨。急涨之后急跌,是绝大多数题材股走势的基本轨迹。市场盛行的不注重基本面、闻风炒作、追涨杀跌、频繁交易的题材股投机,会有强大的溢出效应,从局部到整体,诱发或者推动市场大起大落。内地股票市场之所以波动性大、稳定性差,题材股严重投机炒作是重要的助推力量。

第四个特征是,散户投资者交易活跃且受损普遍。从市场实际表现来看,在过度炒作交易引发的暴涨暴跌期间,市场交易往往十分活跃,交易换手率、成交额都很高。这其中,散户投资者贡献了八成以上的交易量。而散户投资者买入的时机,往往是股价被少数大户主体快速拉升至高点后进入,群体性“追涨”特征明显。而此时少数大户主体趁机退出,前期吸入的筹码悉数转换至散户投资者手中,股价随之下跌,散户投资者普遍受损。仍然以“雄安题材股”过度投机炒作为例,据统计,70%追涨的散户投资者亏损。

二、题材股交易中的非理性心理和行为

严重脱离基本面和内在价值的过度投机炒作,本质上是一场零和博弈。分析题材股投机炒作中不同类型投资者的行为特征可以发现,它是少数具有资金、持股等优势主体的引导交易,与广大散户投资者的盲目跟风交易两种群体行为的结合。总体来看,一次完整的题材股投机炒作交易,往往由价格抬升、高位震荡和急速下跌三个阶段组成。最

[7] 朱宁:《投资者的敌人》,中信出版社2014年版,第77页。

终的盈亏主体并非随机产生,而是表现为少数具有资金、持股优势的主体和跟风交易的散户投资者的两极分化局面。广大散户投资者的非理性交易行为以及少数大户主体对散户心理特点的利用,是过度投机炒作交易的内在特征。

为什么题材股严重投机炒作中,会反复出现持久性的“羊群效应”?大户等优势交易主体为什么能屡屡得手?处于劣势的散户即便在遭受严重亏损之后仍没望而却步?传统的有效市场和理性经济人理论对此难以提供有说服力的解说,而近年来日益兴起的,将心理学和经济学结合在一起的行为经济学,着重研究人类基于“动物精神”产生的非理性行为,^[8]为分析思考这一问题,提供了有价值的视角。证券交易是行为经济学分析研究的重要领域之一。按照行为经济学的基本观点,散户从众心理及由此所形成的“羊群效应”,是题材股盛行的内在原因。

(一) 散户投资者交易中的心理倾向

在题材股过度投机炒作交易的二元主体中,与少数具有优势地位的投资者相对应的,是广大散户投资者。众所周知,我国内地股市是以中小投资者占绝对比例的投资市场。截至目前,个人投资者开户数近2亿户,持仓市值在50万元以下的中小投资者占比高达95%以上。散户投资者的交易行为十分活跃。在参与证券交易的账户中,个人投资者账户数量的日均占比达到九成以上,交易量占比超过八成。他们往往在大户投资者启动一轮炒作、股价攀升至高位后参与交易,悉数接下大户抛售的筹码,完成了过度投机炒作交易中的“接盘”动作,但最终以亏损收场。

从行为经济学家看来,社会人具有三个特征:有限理性、缺乏自我

[8] 基于“动物精神”而提出的“非理性”这个概念,近年来受到经济和社会学界更为广泛的重视。2002年诺贝尔经济学奖授予卡尼曼教授,就在于解释理论意义上应当是理性的行为是如何以非理性形式存在。2013年获诺贝尔经济学奖的席勒同样是因为其著作《非理性繁荣》而出名。2017年,此奖再次授予行为经济学中举足轻重的泰勒。行为经济学的核心基础理念,并非抛弃基于效用最大化、均衡和效率的新古典主义经济学研究方法,而是为了夯实经济分析的心理基础,促进经济学更全面地解释人类行为。

控制、从众效应。社会人在做决定时与经济人有两点区别：他们会受到短期波动的错误影响，他们的决定往往基于自己的经验。^{〔9〕} 大多数人对日常经济事件的反应都属于直觉类型，条件反射式的决策来源于我们的头脑在新环境中探索到的熟悉的新模式。^{〔10〕} 具体到具有高度公众性和不确定性的金融市场，行为经济学认为，人们的思考过程其实更多地依赖直觉而非逻辑思维，急速变化的金融市场的多数决策，取决于瞬间的反应判断，即“快思考”。^{〔11〕}

散户投资者在过度投机炒作中的盲目跟风，就是上述从直觉出发进行“快思考”的从众行为的具体体现。在数量上占市场主要构成部分的散户群体，习惯于假定将来的模式会与过去和现在相似，并试图快速寻找熟悉的模式来做出判断，而不仔细考虑这种模式发生重复的原因或者概率。题材股投机炒作已经成为他们熟悉的交易模式，成为资本市场一种群体行为准则。这样的从众行为，正是题材股乃至整个市场产生羊群效应，并由此导致投机泡沫及其破灭的主要推动因素和本质特征之一。^{〔12〕} 根据行为经济学观点，散户在交易决策中，不仅有强烈的从众心理，而且还有“过度自信”的心理倾向，容易过度乐观，坚信自己已经做出的选择，认为自己高人一筹可以打败概率。在各种认知偏差中，过度自信的乐观主义倾向对决策产生的影响是更加显著的。^{〔13〕} 无论过度自信是怎么产生的，它都是提高市场投机交易额的根本因素。^{〔14〕} 题材股炒作、股票价格波动和市场泡沫的很大一部分驱动力，来自散户投资者的先天从众和过度自信双重心理倾向。正如希勒所言，价格上涨的消息刺激了投资者的热情，并在这种热情通过心理的相互传染在人与人之间扩散，在此过程中，被夸大的故事使股票价格增长显得合理，有关价格增长的消息又不断被放大，撩拨了一波又一波的投

〔9〕 [美]理查德·泰勒：《助推》，刘宁译，中信出版社2009年版，第216页

〔10〕 [美]艾伦·格林斯潘：《动荡的世界——风险、人性与未来的前景》，余江译，中信出版社2014年版，第19页。

〔11〕 同注〔10〕，第3页。

〔12〕 同注〔10〕，第52页。

〔13〕 同注〔10〕，第17~18页。

〔14〕 [美]罗伯特·希勒：《非理性繁荣》，李心丹译，中国人民大学出版社2016年版，第244页。

投资者扎堆到市场中。这些投资者尽管可能对资产的真实价格有所疑虑,但可能出于对其他投资者发迹的羡慕,抑或因为“赌徒”的幸福感,不自觉卷入市场中。^[15]在散户型市场中,从众效应使得投资者的狂热和恐惧情绪都会进一步传染,从而扩大过度投机炒作交易的跟风程度和参与规模。

(二)“领头羊”的大户对散户交易心理的利用

题材股炒作中,存在突出的“羊群效应”,具有交易优势的大户,是形成题材股交易趋势的“领头羊”。^[16]大户们需要非理性的、信息闭塞、愿意持有价格过高资产的投资者,作为可供收割的“韭菜”。行为经济学因此认为,在炒作氛围浓厚的市场,少数大户深知自己的交易优势,深知散户的心理偏向,并驾轻就熟地加以利用,引发散户大规模的盲目跟风,短时间内就可以把价格推得更高更快。经济学因此也认为,股票市场具有明星效应,是大户们的市场。^[17]

事实确实如此,大户投资者在题材股炒作中,首先运用自己的交易引起股价的变动,其他散户依据变化的价格作出投资决策,跟随交易。大户投资者善于利用自己极强的影响力和号召力,暗示散户群体。正如影响大众想象力的不是事实本身,而是它所扩散和传播的方式,^[18]影响散户投资者投资决策的也不是股票内在价值本身,而是股价在短时间内快速涨跌的方式和少数大户投资者快速获利能力的感染力。从这一点来看,少数具有资金、持股优势的大户投资者,不仅是过度投机炒作交易中的“趋势制造者”,是大规模跟风交易的“催化剂”,^[19]也是散户投机炒作心理的“高手”。如前所述,散户容易被利用的交易心理包括,在自己没有意识的情况下追随他人意见的倾向,深处模棱两可的

[15] 同注[14],第44~345页。

[16] 据统计,在内地股票市场,具有资金、持股优势的投资者账户数量仅占全市场活跃账户的0.2%左右,但交易量却占到25%以上,所实施的证券异常交易行为占比超过70%。

[17] 同注[14],第150页。

[18] [法]居斯塔夫·庞乐:《乌合之众》,胡小跃译,浙江出版联合集团2015年版,第51页。

[19] [美]亚历山大·韦伯、罗伯特·韦伯:《交易真规则》,渠波、韩斌、李汉军译,机械工业出版社2016年版,第165页。

情景时容易受外界诱导的影响,容易被“讲故事”特别是与自身利益直接相关的故事影响,在做出自我相关的判断时容易自负。^[20]他们对散户在此类特定心理支配下的追涨杀跌交易手法,即股价上升过程中狂热和贪婪,股价下跌过程惊慌和恐惧,也是了如指掌,娴熟利用。

三、题材股投机炒作中非理性行为的监管约束

题材股严重投机炒作交易中,大户和散户非理性的交易行为以及由此滋生的危害和弊端,在内地市场存在已久。但长期以来,其被当作内地股票市场的自然生态而被交易参与者们当然接受,证券监管也未将其纳入重点监管的范畴,采取针对性、干预性的监管行动。尽管面临多重目标,但在有效识别和抑制非理性行为方面,监管应当能够发挥作用。^[21]2015年下半年出现的股市异常波动中,题材股投机炒作在损害中小投资者权益、影响市场稳健运行等方面的危害暴露无遗,监管缺位和不适应直观展现出来。此后,证券监管机构进一步回归监管本位,全力推进依法、从严、全面监管,市场监管力度明显加大。证券交易所组织管理证券交易的一线监管的职责强化和作用发挥,是其中的重要组成部分,^[22]其中举措之一是,交易所显著加大了对题材股过度投机炒作交易的监管力度。

(一)交易所监管题材股炒作的基本路径

从实践情况看,沪深交易所对题材股投机炒作的监管,遵循了上市公司监管和市场监察双管齐下的监管路径。

在上市公司监管层面,重点指向题材股的信息披露。题材股炒作氛围浓厚与上市公司信息披露乱象有一定关系,突出表现为部分上市

[20] 同注[2],第265页。

[21] 同注[10],第78页。

[22] 中国证监会主席刘士余在深圳证券交易所2017年会员大会上表示,交易所要进一步解放思想,敢于亮剑,捍卫法定监管权威,运用自身规则的灵活性,对扰乱市场秩序的行为坚决打击、绝不手软。载 http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201704/t20170415_315240.html,2017年10月15日访问。

公司通过信息披露释放题材概念,助推股价炒作。实践中,有的上市公司发布题材类公告,主动披露缺乏实质约束力的战略合作协议,有的随意将公司名称和股票简称改成与主业无关的名称或简称,有的进入明显不具备实施条件的商业热点领域,迎合投机、推升股价的动机十分强烈。互联网金融、虚拟现实、无人机、石墨烯等市场热门概念纷纷出现在上市公司公告里,上市公司有时只需发布一纸涉及这些热点题材的“战略合作框架协议”,就可引来各路资金追捧其股票。^[23] 这些题材由于新颖时髦,更容易激发投资者跟风参与的冲动。有些上市公司花点小钱投资相关热点领域,从而和热点题材挂上钩;有些上市公司则只是披露拟进入相关热门领域,试图让自家股票纳入题材概念股名单,但却“干打雷不下雨”,最终却没有实际投入。其中究竟谁是确有转型之需,谁又只是通过“自曝”利好来炒作股价、浑水摸鱼,碍于A股市场的“讲故事”之风和天然存在的信息不对称,投资者往往一时难以准确判断。近年来,沪深交易所列出高送转、“忽悠式”重组、“类借壳”、上市公司更名、控制权转让、蒙面举牌、大股东减持、“贴热点”式信息披露等近十几类典型行为,作为监管重点,第一时间对此类题材类公告开展“刨根问底式”监管问询,要求上市公司作出更详尽的信息披露和风险揭示,为市场敏感信息去除“朦胧的面纱”,以防范误导性陈述带来的不当影响,压缩了“概念炒作”的灰色空间。^[24] 交易所的抑制题材股的相关监管,引起广泛关注,赢得了市场的赞许和认同。^[25]

在市场监察方面,重点指向题材股炒作中的异常交易行为。题材

[23] 赵一蕙:《上交所事中监管为上市公司贴热点公告“卸妆”》,载《上海证券报》2016年1月10日。

[24] 对市场高度关注的“高送转”概念,沪深两所相继颁布“高送转”公告信息披露指引,督促公司严格执行新详细披露董事会表决意向、董事及提议股东的持股变动与增减持计划、是否符合公司自身业务发展和经营业绩情况等,经过监管,公司“高送转”公告的有效性和针对性较往年增强,市场盲目跟风炒作的情况有很大改观。

[25] 相关报道参见赵一蕙:《事中监管为上市公司贴热点公告“卸妆”》,载《上海证券报》2016年1月10日;陈晓伟:《上交所从严监管股权转让概念公司 抑制过度投机炒作》,载和讯网,2016年11月28日;时超:《深交所不到半月发出26封监管函剑指投机炒作》,载《经济导报》2017年1月13日;熊锦秋:《为交易所刨根问底式监管问询叫好》,载《证券时报》2016年3月7日;周松林:《上交所切实履行一线监管职责刨根问底直击要害》,载《中国证券报》2016年7月11日。

股炒作中,大户通常运用虚假申报、拉抬打压等异常交易手法,诱导散户跟风交易。2015年股市异常波动之后,沪深交易所同时将异常交易行为纳入市场监察重点,并向市场公布了涉及题材股投机炒作的典型案例。^[26]在题材股炒作中的拉抬打压,更是沪深交易所重点监控的异常交易行为,其中着重针对部分活跃短线大户在股票交易中,凭借资金优势或者持股优势,以明显偏离市价的价格大额申报买入或者卖出,误导其他投资者,导致股价异常波动,进而谋取利益等行为。对这些频繁出现异常交易行为或交易严重异常的账户,进行重点监控,及时采取监管措施。仅上交所而言,从2016年下半年至2017年4月,已对异常交易行为实施书面警示1200余次,对违规情节严重的账户暂停交易账户近百个。^[27]在2017年4月雄安概念股炒作中,上交所又重点监管涨停板频繁大量申报买入、卖出持股后再次以涨停价大量申报买入等严重助推炒作的异常交易行为,从严掌握和执行异常交易认定和处置标准,及时采取警示和干预措施,对130余个账户进行书面警示,并对13个投资者采取了盘中暂停交易措施。^[28]沪深交易所在题材股投机炒作的异常交易行为监管中,对于题材股炒作中涉嫌市场操纵的异常交易行为,还及时以案件线索形式报送证监会立案查处。^[29]

上述两个维度的强化监管,对抑制“冷却”概念股炒作,起到了积极的作用,市场交易生态得到较大改善。如市场人士所言,近年来,A股市场变化最明显的莫过于游资“赚快钱”模式和多年雄霸市场的“庄股模式”,开始走向末路。由于监管的精细化和投资者风险偏好降低,

[26] 具体内容详见《上交所就发布证券异常交易行为监管典型案例答记者问》,载上交所网站,2016年7月26日;《深交所公布五大类证券异常交易典型案例 不断加大异常交易监管力度》,载深交所网站,2016年8月26日。

[27] 浦泓毅:《集中通报三类证券交易异常一线监管情况》,载《上海证券报》2017年4月17日。

[28] 2017年4月14日上交所官方微博信号“上交所发布”。

[29] 2017年4月14日,证监会宣布启动调查2017年专项执法行动第二批共16起案件,坚决打击以次新股为题材的恶性操纵市场行为。根据交易所提供的线索和调查掌握的情况,这批案件涉及的操纵行为主要行为人纠集违法团伙、筹集巨量资金、使用大量账户轮番炒作“次新股”。此类多种手法交织并用,短时间轮番炒作多只股票,容易引发负面效仿,市场影响十分恶劣。参见《证监会通报今年专项执法行动第二批案件查办进展》,载中国证监会网站,2017年8月4日。

游资过往多年来形成的操作模式大多均被破掉,无论是打涨停板、事件驱动或是押注重重组借壳等模式均难以与往日那样形成跟风,依靠资金优势操纵股价获利难度大大提升。^[30]

(二) 题材股一线监管理念的变化

综合上述分析,我们能够看出,过去几年来,交易所对题材股的监管,不仅是外在感受到的监管力度加大,也折射出交易所在履行最为核心的组织和管理证券交易职责的过程中,自律监管理念出现了深层次调整,其中的变化大致可以从三方面来理解。

第一,监管目标从“单一”到“多元”。过去,证券交易所一线监管目标,主要着眼于交易行为的合法合规性,重在发现并报告市场交易中的违法违规线索。近年来,交易所在证券交易监管中,立足个人投资者为主的市场结构,更加注重保障交易公平。主要针对具有交易能力优势的大户、超大户等少数主体,有针对性地加强监控,努力限制其投机炒作题材股以吸引散户跟风的“割韭菜”式交易。公平性监管的背后,涉及交易能力失衡的矫正,目的在于让处于弱势的中小投资者有一个相对公平的交易环境。除了公平性,促进市场稳健运行,也成为交易所一线监管中的显性目标。局部题材股板块的轮动炒作和暴涨暴跌,容易引发市场的大起大落,进而影响市场整体稳健运行。对题材股的监管,一定程度上可以抑制特定板块交易急速升温、炒作高度集中,这有助于防止市场交易局部过热,防范出现严重的市场投机泡沫。

第二,监管模式从“事后”前移到“事中”。交易所对证券交易的监管,过去主要采用事后监管模式,即对交易数据进行事后分析,向证券监管机构提供内幕交易、市场操纵案件线索。近年来,为了更有效地防止过度投机炒作交易,交易所对异常交易,进一步强化了“事中监管”。比如,在证券交易实时监控过程中,充分利用能够直接看穿投资者交易账户等特定优势,及时发现和制止正在发生的不当交易行为;在股价出现持续炒作过程中,及时采取风险揭示以及特别停牌等方式,打乱投机炒作节奏;在市场出现类似于雄安概念股、次新股局部过热时,及时采

[30] 浦泓毅、屈红燕:《资本市场成年路:越过山丘,更好的明天在等候》,载《上海证券报》2017年10月16日。

取综合措施化解和释放累积的风险。强化事中监管的目的和逻辑,在于防患未然,特别是防止一般的异常交易行为转化为重大恶性的市场操纵违法行为;同时,可以避免重大异常交易损害结果的发生,避免事后监管执法成本高、周期长等弊端。在有着相似市场结构的中国台湾地区与韩国市场,也同样偏重于采取事中干预式监管,以避免“迟到的正义”。^[31]

第三,监管方式从“轻触”转换到“侵入”。^[32]多年来,交易所证券交易实时监控以发现和上报内幕交易、市场操纵等违法违规线索为主。与此相适应,交易所对买卖双方的交易行为总体上持不干预立场,即便采取监管措施,也是以警告等柔性方式为主,总体上属于“轻触式”监管。近年来的异常交易监管日益趋于严格。交易所更加积极主动地约束投资者不正当的交易行为,并根据不同情况采取监管措施。也就是说,具有更大约束性和限制性的“侵入式”监管方式,得到更加广泛运用。其中包括:注重异常交易中市场操纵行为线索的深度分析和挖掘;更多地对存在异常行为的账户采取盘中限制交易;主动对严重投机炒作的股票实行特别停牌;更加积极地对出现炒作趋势的板块性题材股,实行集中停牌,警示风险,降温炒作。而信息披露“刨根问底”式监管,在监管思路上的一个很大变化是,不拘泥于形式上的信息披露和程序性监管,而是敢于刺破信息披露的面纱,“侵入”上市公司公告披露的真实意图,将投资者关心和需要重视的问题,清晰完整地呈现出来。

[31] 祁豆豆:《新兴市场需要更强有力的一线监管》,载《上海证券报》2017年8月30日。

[32] 2008年全球金融危机以来,金融监管实践发生了重大转变。危机前,大多认为“最少的监管就是最好的监管”,奉行“轻触式监管”。危机之后,金融监管中主流意见提出了“良好监管五要素”,第一个要素就是好的监管应当具备“侵入性”,认为监管者应该熟悉被监管对象,设定明确限制,询问尖锐问题,如有必要可以升级监管,采取干预措施。其他四个要素分别是:要敢于质疑;要具有全面性;要有适应性;要形成决定性结论。参见[荷]乔安妮·凯勒曼等编著:《21世纪金融监管》,张晓朴译,中信出版社2016年版,第35页。

四、题材股监管中的正当性辨析

严管过度投机交易在维护市场秩序、净化市场生态方面的作用日益凸显,市场理性投资、价值投资出现了积极变化,市场对于交易一线监管的关注度和响应度与日俱增,认为从严监管推动了理性市场的成长,逐步让市场从“庄家投机”时代回归到“价值投资”时代。^[33]与此同时,也出现了一些不同的声音和质疑。特别是2017年4月中下旬,股票市场出现一定幅度的下跌后,一些利益主体和舆论甚至将之归结于此前对于高送转、次新股炒作以及雄安概念股的严格监管。^[34]质疑的主要原因在于,一些传统的概念炒作失去市场,一些利益主体通过非法或者不合理、不合规方式进行投机获利的生存模式受到抑制。^[35]质疑的主要理由是,投机交易是市场中与价值投资共存的交易行为,为市场提供了流动性和活跃度,交易所对题材股过度投机炒作从严监管,将尚未触及市场操纵等违法违规红线的行为纳入监管范围,干预和限制了市场主体本应享有的交易自由,“无形之手”伸得过长。这些争论与质疑,涉及题材股监管的正当性问题,核心是如何看待交易自由和公平的关系,如何看待在题材股投机炒作中限制少数大户主体滥用交易优势的必要性。而监管题材股的投机炒作涉及特定主体多年来逐利模式的调整,涉及二级市场交易生态环境的再造,注定是一场艰苦的战役,尽管已见成效,但一切刚刚开始。由此,深层次分析和理解题材股投机炒作的监管正当性,尤为必要。

(一) 监管正当性的市场基础:交易公平与自由的失衡

证券市场保护交易自由,源自契约自由的一般理论。证券交易具

[33] 社论:《通过从严全面监管推动理性市场成长》,载《21世纪报道》2017年4月22日。

[34] 王一鸣:《把A股调整归咎于监管 有失公允》,载《证券时报》2017年4月22日。在这一段时间,银行监管机构也加强了监管力度,开始整顿影子银行,推动金融去杠杆,股市中资金受到影响。在此之前,证券监管机构还强化了上市公司重大资产重组的监管力度,传统的借壳上市和炒壳交易也受到严格管束。

[35] 社论:《通过从严全面监管推动理性市场成长》,载《21世纪报道》2017年4月22日。

有高度的集中性、连续性和流动性,要求能够在安全、高效、可预期的环境和状态下进行,由此具备了无因性特征,并排斥事中干预,即便是事后惩戒,也不影响业已达成的证券交易合同之效力。^[36]强调交易的无因性,必然要求忽略投资者的个体差异,将其视为抽象、一般的行为主体,进而达致“主体平等”的假设基础;同时,证券集中交易市场汇集了所有买方和卖方的需求,以竞价方式快速形成价格,容易被认为是最接近“充分竞争”状态的市场环境。

事实上,古典契约理论中关于契约自由的两项假设基础,在我们当前所处的市场阶段和市场结构下,均难以成立。

首先,从交易能力上看,少数大户投资者与广大散户投资者之间,存在明显的不平衡。大户投资者虽然主体数量不多,但其资金实力雄厚,投资经验丰富,交易手法凶悍,短期内制造和引导交易趋势的能力突出。在持股和交易规模、交易活跃度、交易方向、交易方式、市场影响以及表征专业化水平的盈利水平、杠杆使用、程序化交易等方面,已经表现出与散户投资者明显的差异化特征,能在较大程度上左右单只股票的行情变化并引发市场关注。相比之下,散户投资者投资理念匮乏,资金量小,交易条件差,缺乏了解各种经济信息的条件和能力,在对经济和上市公司未来预测上存在一定盲目性,操作上也存在较大的投机性,易为资金大户所利用,成为追涨杀跌的牺牲品。可见,散户型市场并不具备经济学家眼中最接近“竞争性均衡”的理想市场状态。^[37]相反,少数主体在交易能力上具有明显甚至绝对的优势。

其次,从少数大户主体交易题材股的行为手法来看,滥用交易优势掠夺散户的动机明显。少数优势主体惯用盘中拉升股价、影响日间价格趋势、封涨停板交易、虚假申报等手段,其目的是完成引导投机炒作的交易策略,实现建仓、拉抬、出货的获利。进一步而言,少数大户主体正是抓住并利用了散户投资者盲目跟风心理和从众行为特征,通过人为助推股价的暴涨表现和交易活跃假象,“制造”并收割炒作过程中的

[36] 《证券法》第120条规定,按照依法制定的交易规则进行的交易,不得改变其交易结果。对交易中违规交易者应负的民事责任不得免除;在违规交易中所获收益,依照有关规定处理。

[37] 施东辉:《论股市发展的八大关系》,载《上海证券报》2017年7月6日。

巨大差价,完成所谓的“投机”交易。以少数大户主体惯用的封涨停板手法为例,其封板行为也是虚虚实实,盘面表现为涨停板大量申报买入、撤单、在涨停板大量卖出、再次以涨停价大量申报买入等,让散户搞不清主力到底是吸筹还是出货。^[38]本质上,这种投机行为中的“时机”,是少数大户主体人为制造,而非市场中随机出现的正常交易机会。而这些主体如果不具备并且滥用资金、持股方面的优势,就无法引导和助推市场的盲目跟风行为,也就无法借此获取不正当的收益。反过来,资本具有天然的逐利动机,一旦发现某种特定的交易模式能够借由外部投资者的跟进而获取超额收益,就必然会将这种谋利空间利用到极致。多年以来,以散户投资者为交易对手方的掠夺交易,已经成为少数优势主体的主要盈利模式,并形成一种偏离公平秩序的“霍布斯丛林”式的扭曲生态。

基于题材股投机炒作中两方交易利益差异化群体的地位、能力上的严重悬殊,将之纳入监管范畴,突出强调的是对公平目标的追求。《证券法》第3条规定,“证券的发行、交易活动,必须实行公开、公平、公正的原则”,从而奠定了“三公”原则的基础地位,将之作为具体制度设计的基础与前提条件。^[39]在证券市场的价值序列中,当需要在交易公平与交易自由之间进行权衡时,前者应当得到强调和保障。进一步而言,证券市场所追求的公平,不能停留在形式意义层面,而是强调地位、利益、责任在当事人之间的合理分配,意味着创造一个公平竞争的市场环境,让每个参与证券交易的当事人在事实上都享有同等获利的机会,都可能取得与自己有效投入相称的收入和承担着相应的市场风险。^[40]利益向任何一方的过度倾斜,均偏离了公平的范畴,从而成为市场监管努力矫正的对象,即通过“利益倾斜性机制”来调节和消除基于出身、禀赋等偶然因素而形成的不平等关系以及社会历史过程中基于

[38] 熊锦秋:《打击市场操纵抓住了股市监管的牛鼻子》,载《上海证券报》2017年4月17日。

[39] 何杰:《证券交易制度论》,经济日报出版社2001年版,第59页。

[40] 周友苏:《新证券法论》,法律出版社2007年版,第119~122页。

财富累加而形成的“交易优势”。^[41]

(二) 监管正当性的利益考量: 给予散户更强更有效的保护

前已述及, 过度投机炒作, 是少数具有资金、持股等优势主体的引导交易与广大散户投资者的盲目跟风交易两种群体行为产生的组合效应。从行为经济学的理论来看, 散户投资者的跟风交易, 是基于“过度自信”和“分一杯羹”心理而自愿参与的交易。为了避免其由此遭受风险和损失, 而限制优势主体的交易自由, 是否符合社会伦理学视角下公平正义的实现路径?

第一个检验工具是“无知之幕”背后的程序正义。证券交易具备无因性, 参与者们并不需要知晓和考虑与其达成交易的对方的各种具体情况, 并相应改变自身的交易策略, 由此拉开了一幅天然的“无知之幕”。在这种情况下, 证券交易的达成, 完全由价格、数量和时间等因素来确定, 排除了其他因素的影响, 从而被认为实现了一种形式上的、高效率的公平秩序。“假定各方是处在一种无知之幕的背后, 他们不知道各种选择对象将如何影响他们自己的特殊情况, 他们不得不仅仅在一般考虑的基础上对(公平正义)原则进行评价”。^[42] 赌博被经常用来作为比喻: 如果一些人参加了一系列公平的赌博, 且赌博是自愿进行的, 那么在赌博结束后的任何一种现金分配结果, 都是同样公平的。基于这一逻辑, 证券交易监管似乎应当遵循绝对的程序正义, 而不需要追溯无数的特殊环境和个人在不断改变着的相对地位, 不应当因为监管对象的资金规模、交易风格而有所偏倚。

但在过度投机炒作交易中, “无知之幕”的假设并不成立。少数优势主体一方掌控了游戏的规则和节奏, 辅一开始就失去了公平基础。正如社会基本结构成为罗尔斯所论社会正义的主题,^[43] 市场的基本结构同样成为监管正义的主题, 因为它对于交易者的影响十分深刻又自始至终。它会使人们的某些出发点比另一些出发点更为有利, 从而让

[41] 晏芳:《以实质公平理念规制契约自由》, 载《西南政法大学学报》2014年8月第16卷。

[42] [美]约翰·罗尔斯:《正义论》, 何怀宏、何包钢、廖申白译, 中国社会科学出版社1988年版, 第136页。

[43] 葛四友:《论无知之幕和社会契约的作用》, 载《中国人民大学学报》2012年第5期。

处于不同交易能力水平的人们拥有不同的交易机会和前景。这就要求我们,以当下所处市场结构的基本特质形成的重叠共识来评判监管程序,使监管的结果不能过于脱离实质正义。^[44]

第二个检验工具是“自愿的不利”。与散户跟风行为相关联的另一种哲学解释是运气均等主义。运气均等主义者主张一种控制性责任观,也即个人当且应当对他们能够控制的事情负有责任,那些由人们不能负责的运气因素所产生的影响则应该(借由政府或者公共组织的力量)被抵消。^[45]德沃金进一步将这两种责任分配对应于两种运气:“选择的运气是一个经过深思熟虑和计算的赌博如何产生的问题——一个人的得失是不是通过接受他本该已经预期到且可以拒绝的孤立风险而产生的。而原生的运气则是一个以不同于审思的赌博方式产生的风险”。^[46]简言之,在不受到外在资源、天赋和劳动能力等影响的条件下,人们要为他们自己的选择负有责任。^[47]

那么,在投机炒作交易中,循着资金大户的步伐而跟进接盘,意图“分一杯羹”的散户投资者,他们遭遇的是应当被抵消的“原生运气”,还是该自负其责的“选项运气”呢?从表面来看,似乎属于后者,这也暗合了市场所流行的“买责自负”逻辑。但运气均等主义并没有对所有人表达平等的尊重和关切。^[48]首先,人们的偏好与善观念不是天生固定、一成不变的,它是随着我们的环境在相当大的程度上可塑造的。^[49]散户投资者的从众行为模式,本身就带有社会选择的固有特征,是一种群体行为准则。进一步而言,散户投资者的跟风接盘行为,虽然出于其投机心理而为,但同时(或者更重要的)是受到资金大户的炒作

[44] 姚志伟:《无知之幕与正义的蒙眼布——对程序正义的反思》,载《政法学刊》2008年2月第28卷。

[45] 葛四友:《运气均等主义与个人责任》,载《哲学研究》2006年10月期。

[46] [美]德沃金:《至上的美德:平等的理论与实践》,冯克利译,江苏人民出版社2003年版,第293页。

[47] 同注[46]。

[48] 陆宽宽:《谁之运气?何种正义?——正义的哲学创新与道德责任》,载《云梦学刊》2017年3月第38卷。

[49] 葛四友:《论罗尔斯的差别原则与应得理论》,载《武汉大学学报》(哲学社会科学版)2010年3月刊第63卷。

诱导、影响其投资判断所致。从这个角度来说,选项运气本身,是被人为制造出来的确定的境遇,已难言不可预见的“运气”。其次,它并没有为坏的选项运气的受害者提供充足的安全网,“它自身并不关注在自由市场里人们自愿同意所产生的苦难与屈从”,而“在一组选项里的自愿选择并不能证明这组选项自身的正当性”。^[50]最后,它没有平等关选项运气的受害者。即便跟风炒作是源自散户投资者的自主选择,那么监管就该坐视他们被掠夺而不加保护吗?一个任由它的成员陷入如此悲惨境地的社会,很难说对它的成员表达了平等的尊重。

多年的市场实践充分说明,高度公众化和散户化的市场结构,对保护中小投资者权益提出了具体和实际的要求。证券交易监管不能简单采取形式公平原则,不能机械理解买者自负,而是需要把优势大户主体与散户投资者实际交易能力的不平等考虑进去。重点规制具有资金、信息等优势地位的少数主体实施诱导散户投资者跟风交易并从中谋利的不当交易行为,是保证实质意义上的交易公平的需要,是交易环节全面落实中小投资者权益保护的需要。

(三) 监管正当性的政策取向:政府和市场关系的动态平衡

如前所述,将过度投机炒作纳入监管范围,对少数主体滥用优势诱导散户跟风交易的行为进行限制,纠正多年来形成的不合理逐利模式,是对市场公平与交易自由做出的再平衡。在监管政策层面,它已经涉及如何处理政府和市场关系这个更为宏观、更加深层次的命题。监管这只无形之手该如何介入以市场自我约束为基础的证券交易领域?

在监管市场过程中,政府与市场的关系就像一个钟摆,总是在政府多一点和市场多一点之间摆动。从实践看,市场处于成熟阶段,市场化的机制和力量,可以强调并依赖得多一些;反之,外部监管和干预应当更受重视。此外,市场处于大规模改革创新时期,对市场化需求更强烈一些,可以主要依靠市场自治;市场需要化解风险、保持平稳时期,市场监管应当发挥主导作用。即便在成熟市场,也概莫例外。2008年全球金融危机后,英美等发达市场国家纷纷反思过分依赖市场自治和

[50] [美]伊丽莎白·安德森:《平等的意义何在?》,载葛四友编:《运气均等主义》,江苏人民出版社2006年版,第243~245页、228页。

事后处罚的“自由放任”式金融监管,监管理念发生颠覆式转变,主要是从事后“轻触式”监管转向事前事中“实质式”监管。政府和市场关系这个钟摆,开始偏向监管机构这一边。

当前,我国资本市场,政府和市场关系这个钟摆,已经朝市场监管和干预这个方向多摆动了一些。这是2015年股市异常波动后稳定市场、整治市场多年顽疾和近年累积乱象的需要,也是与我国资本市场特定的发展阶段相适应的。在我国股票市场中,炒概念、追涨停、“割韭菜”等不合理的逐利模式长期存在,严重损害市场公平和效率,化解市场风险、维护市场稳健运行、保护投资者合法权益成为一项长期艰巨的任务。因此,单一依靠事后监管追责,容易放任损害结果扩大,无法保证监管效果。我们必须警惕监管上的“机会主义”倾向,动态把握和调整证券监管中政府和市场的关系,避免简单跟随市场危机,在放松管制和加强监管之间低水平地重复摇摆,努力形成真正有效的市场监管。根治题材股投机炒作,净化二级市场交易生态环境,是个系统性、长期性挑战,“有形之手”需要持续有力度地发挥作用。