

中国证券市场批判

袁 剑



中国社会科学出版社

2004 年 12 月 01 日

目 录

前言 一个盛世的金融寓言

第一章 从草根到权贵

第二章 谁是庄家

第三章 在庄家背后

第四章 券商的化装舞会

第五章 公司之变

第六章 股市食物链

第七章 我们得了什么病

第八章 创新的游戏

第九章 刀刃上的舞者

第十章 一个时代的背影

后 记

批判为了新生——读《中国证券市场批判》

张志雄

法国哲学家库辛有句名言：“批判是科学的生命。”同样不言而喻的是，对证券市场的批判也将有助于市场生命长青。证券市场发展 10 多年来，论功绩确实极大地促进了我国市场经济的建设，为一大批国有企业脱困、改制及规范发展等起到了不可估量的作用，在金融市场中的地位也日益彰显。然而今天，我们突然发现，我们的证券市场犹如百病附身，无论管理层如何拼命地开出一剂又一剂的中药或是西药，始终不见有起色。其实，大家都看到管理层开出的药，在以前的市场肯定是一剂就灵，但现在，更多的是市场没有彻底诊出病因，无从对症下药。

袁剑先生近期出版的《中国证券市场批判》一书，尽管我们不能从中找出给市场治病的良方，但书中许多深刻入理的分析和对各种现象入木三分的批判，让人更清楚地看到证券市场的烂肉，以及导致这些烂肉的深层病理。如书中所说，伟大的社会主义理论创始人马克思曾在 100 多年前针对当时的资本主义社会中的金融概括地说，“金融是对内的掠夺，战争则是对外的掠夺”。时过境迁的今天，在我们社会主义市场经济建设转型时期，话语中原先的那种仇恨之意已经不再存在，但某些戴着面具的人进行温柔地“掠夺”或试图“掠夺”的影子却依旧不幸地存在。我们的教育从中学的历史书籍中就开始大声地对资本主义原始积累的罪恶进行批判，因为他们是建立在对非洲国家赤裸裸地掠夺和罪恶的奴隶贸易基础之上。而今天，我们岂能容忍类似的行径顶着各种动人的光环在我们眼皮底下悄然进行，并吞噬我们社会主义经济建设成果。

或许很多人非常惊讶，有这么严重吗？还有许多人隐隐约约地意识到这种行径的存在但又不愿睁开眼睛去承认这一幕。确实，这是大家都不愿意看的一幕，但当他成为一种病毒蔓延至身躯的时候，我们必须正视它。而《中国证券市场批判》一书，以作者敏锐的洞察力和犀利的笔锋就将这些证券市场中的丑恶而缘由揭露的一览无遗。如证券市场发展十多年来，背靠政府特许权利的券商，在众多股民前赴后继地向市场输血下，应该过着衣食无忧甚至有巨大财富积累的生活。

而书中《券商之殇》章节似乎口出狂言似地预测了券商将面临的动荡，不幸的是几个月后时全国最大的券商南方证券果然东窗事发，并捅了一个超乎众人想象力的百亿大窟窿。许多人不禁要问这些财富跑哪里去了？书中一针见血地指出“老鼠仓”和券商沦为刮钱工具的本质。其他如上市公司作为财富剥夺幌子等掠夺圈钱伎俩在书中都被批判的淋漓尽致。

但我想一本仅仅对各种现象进行批判的书，在这这些现象消失于人们视线后也就没有多大意义。但《中国证券市场批判》一书，却透过市场零零散散的背影，挖出了更深的本质——从庄家到基金、从上市公司到券商、从地方政府到中央政府、从管理层到金融家间错综复杂的整条股市生物链，一条随着改革深入而动态演进的生物链。生物链中的主体，无论凶猛动物“中经开”、第一庄“德隆”，抑或是地位显赫的金融家，最终都摆脱不了生物链中物物相克下终结的命运，而其根源就是所谓成也萧何败也萧何——体制。

既然是体制本如此，又何必多费口舌，远离市场岂不是最好的选择？非也，正如作者曾经所说的，投资是一种信仰。固然一幕幕“掠夺”在不断地发生，在不断地破坏我们的投资市场生态环境，但作者把投资作为一种信仰无论体制是否有病依然不放弃，而《中国证券市场批判》恰好是作者将投资作为一种信仰的结晶。而作为投资者，一个以投资为信仰的市场参与者，惟有不断地去了解市场弊病，用公众监督的力量，督促早日解决体制之病才能使股市才能更有生机。而书中对市场直接露骨的揭露和批判，让大家更深刻地理解中国改革和经济转型中内在逻辑和人文精神，是投资者对市场有的放矢和话语的工具。

当然，对于许多投资者来说，本书更大意义还在于对各种反面例子的批判和分析所提供的警示。在股市生物链没有得到改进之前，或许你可以按照自己在生物链中的角色吸取某些有意义的警戒，避免大家再用断手断脚的昂贵代价去获取一个无数人重复过的教训，某种意义上也为陷入市场困境的人给以新生。

在我看来，直到目前本书应该是对证券市场批判最全面和最深刻的一本。全书共分十章，按照市场发展阶段等顺序把十多年来的股市各种怪现状都浓缩在一面镜子中。其实批判就如镜子，它能照到人们脸上不美丽的地方，以便修饰得更加漂亮，镜子的意义在于此，本书的吸引力也在于此。

前言

一个盛世的金融寓言

这是一本主要以中国证券市场为题材的书，但很显然，我要指涉的不仅仅是证券市场，也决不仅仅是中国金融，而是一个时代。我相信，对于一个时代的财富以及财富所反映的时代精神，金融是一面最好的镜子。

大约是 2002 年的夏天，一位很年轻的朋友跟我谈起了周正毅。我几乎是下意识地接了一句：这个人快要出事了。那个时候的周正毅，正是香港娱乐界中红得发紫的新闻人物，是国内富豪榜上的“上海首富”。

一年之后，当周正毅、刘金宝事件又一次让所有人张口结舌的时候，这位由于工作关系与周正毅颇有些接触的朋友很好奇地问我，你当初怎么知道周正毅要出事了？旋即，他似乎自己找到了答案：是的，这家伙的确太高调了。

按照这位朋友的理解，正是“高调”——这种在中国文化中最需要避讳的个人性格，导致了周正毅的毁灭。不幸得很，对于中国最新一代“富人”们，这恰恰是一种错误的理解。真实的逻辑可能恰好相反。不是“高调”导致了他们的毁灭，而是即将毁灭的处境导致了他们的高调。就周正毅而言，当他从地底下突然冒出来开始频频曝光，并“不经意”地将他“上海首富”名声出口转内销的时候，正是他最缺钱的时候。换句话说，获得某种“富豪”的名声，实际上是他们更大规模融资计划的第一个步骤。与人们的想象不同，对于许多中国“富人”来说，曝光经常是他们主动策划的一个结果，而不是相反。在中国，借钱依靠的是某种名声、权力以及某种道德上的“善行”，而不是他的资信（这样说，可能有点侮辱中国金融机构专业能力的意思，但周正毅将上海几乎所有银行悉数套住的闹剧说明，事实的确如此残酷。而且，周正毅还套住了被外界普遍视为中国模范银行的香港中银）。在中国特殊改革环境中一路走来的富人们恐怕没有人不明白这个道理。这就是为什么在周正毅最缺钱的时候，还要向上海市科委的 SARS 研究机构捐献 2000 万元研究经费的真正原因。其目的非常清楚，越是缺钱的时候，越要向别人显示自己有钱，因为只有这样才能够借到更多的钱。

这个荒唐而奇特的秘诀屡试不爽，成就了无数中国新时代的“富豪”。周正毅不过是其中之一。所以，对于那位年轻朋友的分析，我最后的结论是：如果没有猜错的话，他（周正毅）一直就是“负翁”。

实际上，周正毅早就将自己曝光的目的广而告之。在刚刚成为香港娱乐新闻宠儿的时候，周正毅就直言不讳地表达了自己的企图，“我周正毅的新闻要从娱乐版上转到财经版上”。显然，周正毅是在为自己塑造某种名声，以便进一步借钱。对于周正毅的这种高调表现，那些对中国特殊转轨时期企业生存方式稍微有所了解的人，都会将此视为某种警讯。但讽刺的是，我们的专业金融机构对此却充耳不闻。有报道称，周正毅所涉及的贷款达到 100 亿左右。但如此之大的贷款规模，却没有一家银行对周正毅做过最起码的资信调查。其实，对周正毅这种用最原始的谎言所累积起来的“负翁”帝国，银行只需要一次简单的专业调查就可以立即揭穿。但在这方面，我们的专业金融机构似乎显得异常“迟钝”和“外行”。很清楚，像周正毅这类具有冒险偏好的“负翁”们之所以能够用巨额银行贷款创造出一个个脆弱的“富豪”神话，真正的问题并不是出自这些“负翁”们，而是出自中国的金融机构本身。而问题的真正诡异之处却在于，这些让人耻笑的低级错误为什么会普遍地、长时间地附着在中国金融机构身上呢？难道中国的职业金融家们真的如此低能吗？如果答案不是这样，那么我们就只能将这些层出不穷、令人难堪的丑闻归咎为一种制度的“故意”。

在中国金融界有一个被普遍认可的说法，以上海为中心的中国华东地区是中国金融资产质量最好的地区。其基本特征是经济增长率高，银行不良资产率低。这种令人愉快的组合与中国东北地区低经济增长率、高银行不良资产率形成了鲜明的对比，也同样使高经济增长率、高银行不良率的中国华南地区相形见绌，但周正毅事件却强烈暗示我们：这可能同样是一个神话。如果情况果真如此，那就意味着，在中国的金融版图上，已经没有一块低风险地带。从这个角度观察，中国的金融实在是岌岌可危。

金融，常常被人形象地比喻为经济的血脉，这大致指出了金融在现代经济体系中的核心地位。由于金融技术的发展以及金融体系的日益复杂，金融在今天已经被赋予了越来越多的专业和神秘色彩。不过，就金融应该具有的本质功能而言，

金融完全是普通人可以理解的东西。简单说，金融就是将资金或者资本有效配置给那些能够创造财富的企业或个人。不管现代金融的技术色彩如何浓厚，体系如何复杂，金融的这个本质功能可谓亘古未变。也正是在这个意义上，我们发现，中国的金融体系已经高度异化。它不仅很少起到有效配置资源、促进社会财富增长的作用，反而经常沦为特殊利益集团掠夺社会财富的首选工具。中国金融的这种功能异化，在近年来中国改革逼近要素和产权阶段之后，已有愈演愈烈之势，并呈现出系统化的特征。这就是说，中国金融系统正在成为我们这个时代大规模财富转移的主要手段。

有趣的是，就在写作这个前言的时候，我读到了一位思想大师在一百多年前对当时金融的一个惊人相似的概括。他说，“金融是对内的掠夺，战争则是对外的掠夺。”说这话的人是卡尔·马克思。对于我们来说，在自己的书中以这样的方式提到卡尔·马克思的名字，多少会让人有些局促和尴尬。不过，我还是不得不承认，马克思的洞察，对一百多年之后的中国金融，仍然是相当适用的。这或许是一种巧合，但我也同时发现，在更加宏大的视野上，当今中国的确与马克思那个时代有某些类似的处境。只不过，由于语境的改变，这种时代困境在中国知识分子的视野中不知不觉地消失了。

在整个资本主义文明的发展过程中，金融居功至伟。但金融能够起到这种作用，并不是自然而然的，它必须有一系列的有形的制度和无形的文化作为支撑。没有这种支撑，金融就可能走向反面。正如我们在中国的现实中所看到的那样，金融实际上已经成为一架不折不扣的财富再分配机器。其中所隐藏着的腐败、不公、低效率本质与金融以及财富令人艳羡的华丽外表形成了鲜明的对照。不过，中国金融的令人不安之处远不止于此，在一片歌舞升平之中，中国金融实际上已经成为一颗能量巨大的定时炸弹。就像亚洲金融危机一夜之间洗劫了许多亚洲国家几十年积累的财富一样，中国金融的定时炸弹一旦引爆，其后果可能具备同样的灾难性。惟一不同的是，这种来自内部的洗劫后果还没有在中国充分呈现出来。这对于我们经过 20 多年改革、含辛茹苦所换来的这个盛世，实在是一个莫大的隐患。然而，究竟是什么制度缺失导致了中国金融功能的严重异化呢？中国金融虽然被一致公认为中国改革中成效最差的一个领域，但这并不表明这是一个改革最少的领域。实际情况甚至恰好相反。与其他诸多领域相比，金融领域在制度、

技术、监管方面的创新和改革似乎一点也不少，但最后的结局却是：中国金融体系的风险在加速度上升。其中原因并不复杂，更不需要那些看上去特别尖端的金融理论才能诊断。在我看来，这个原因相当浅显，那就是，我们缺乏一个监督机制。这个监督并非是被金融专业人员搞得神秘秘的那种行政监管，而是指那种自下而上的社会监督，指的是一种社会各主体之间的相互制衡。在当下中国，我们甚至可以将它简化为更具操作性的舆论和信息开放。这几乎是每一个读书识字的人都能理解的东西，绝无任何高深之处。没有这种自觉的、从公民个人利益出发的监督，任何完美和严厉的行政监管都无济于事。事实上已经有人指明，中国目前对金融体系的行政监管是世界上最为严苛的，但其令人沮丧的效果却尽人皆知。直到目前为止，中国金融体系仍然属于行政权力机关，而非那种被置于法律管辖之下的市场组织，这种情况决定了中国金融体系必然成为社会监督的又一个例外。这就是中国金融体系功能蜕变的一个最根本的原因。其他的诸如所有制、监管体制、公司治理结构之类的原因尚在其次。完全可以肯定地判断，如果一直受到舆论的充分监督，中国金融体系的现状就绝不会像今天这样令人提心吊胆。许多经济学家以专业的虚妄和良知的羸弱将自己局限于“纯经济”的自我陶醉之中，却对这样一个基本常识熟视无睹：没有监督的权力必然是腐败的权力。这个真理不仅对权力适用，对看上去不像权力但实际上就是权力的中国金融体系同样适用。在这个意义上，开放舆论，实在是医治中国金融顽症的第一要务。之于中国危如累卵的金融体系，其紧迫性更是刻不容缓。

金融体系具有这样一种特征，它是直接经营“钱”的，或者说它是直接经营“财富”的。这个特征决定了，只要它“愿意”，它就可以使人在转瞬之间变成“富豪”，就像刘金宝让周正毅变成富豪那样。在中国社会中闯荡的冒险家们，早就洞悉了这一秘密。所以，在中国社会中那些突然冒起的财富巨子们大都有地下金融家的秘密身份。也正是由于这个原因，构成周正毅财富帝国的，除了地产之外（这是中国经济中另外一个财富转移的快速通道），剩下的就是赤裸裸的金融机构。在周正毅的帝国中，几乎囊括了证券、期货等几乎所有金融业务。可以涉足的金融领域都涉足了，不能涉足的金融领域也通过官商勾结方式达到了同样的目标。只要没有剧烈的外部冲击导致现金流突然中断，这种金融帝国即便亏损累累，也不容易在短时间内垮掉。这就是为什么我们许多冒险家们要争先恐后地

进入金融行业的真正原因。他们并不是为了经营财富而来，而是直接为夺取财富而来。没有什么比金融更容易让我们实现一夜暴富的梦想了。这种梦想本身并没有什么错误，它甚至可能出自人类的天性。但如果一夜暴富真的成为一种金融后果，那么就只能说明这个金融体系正在进行一种零和甚至“负和”博弈。其后果非常简单，少数人的暴富将导致另外一大批人被掠夺，与此同时，整个经济体系的效率也会因为公平竞争精神的耗损而大幅降低。

中国金融的这种“负和”博弈可能由于另外一个时代特征而在未来变得格外尖锐。这个时代特征就是，一方面各类竞争性行业的经营变得日益艰难，另一方面各类垄断行业正在或明或暗地开始开放。这无疑是中国经济改革的新阶段。中国经济的这种阶段态势决定了，金融等要素领域将是各类权力资本下一场竞逐的主要战场。这不仅是因为其他行业的竞争已经达到白热化的惨烈程度，更是因为金融具有我们上面描述的那种“速富”效果。权力资本之所以为权力资本，乃是因为它不会或者很少受到约束。由此我们可以判断，如果舆论开放没有实质性的突破，未来一段时间将是中国金融风险的一个加速积累时期。与此相伴随的将是，中国的贫富分化程度进一步加大。我们身边突然崛起的富豪越是多，中国金融负和博弈的程度就越是剧烈。事实上，中国金融业中的种种迹象表明，这场争夺战略制高点的战役已经如火如荼。一位熟悉内情的朋友说，中国相当多的证券公司已经在近两年的时间中沦入所谓“民企”之手，金融企业控制权转移的进程远远超过人们的想象。然而，在没有经过任何公开、透明的产权买卖程序而能够“独享”进入金融领域特权的企业，难道是我们定义中的“民企”吗？容易判断，这其中，周正毅式的企业将不在少数。冷峻的事实告诉我们，中国改革走到今天，在所有制上其实已经只剩下两类企业：权力企业和非权力企业，不管它们在表面上是挂着国有还是私有的牌子。这种分类可能比国企与民企的传统分类更适用于分析中国今天的现实。这种分类让我们想起了一个久已淡忘的名词：官僚资本主义。如果在这个名词之后，对应了一种相同而且无可挽回的历史际遇，那么，我们这一代曾经为改革热情呼号的知识分子情何以堪？

一位著名的海归经济学家在中国转悠了几年之后，突然惊呼：我们的很多企业怎么看上去全都像骗子。是的，这是一个诞生了而且将继续诞生超级骗子的时代。曾经宛如黑箱的中国金融体系——这个隆隆作响的财富分配机器，是这个

超级骗子时代最主要的推手。在这个阳光照不到的黑箱中，一只巨手悄然代替了那只看不见的手，按照自己（权力）的意愿洗钱。这个典型的负和游戏一边制造了许多我们知道以及我们还远远不知道的富人，一边却为中国金融系统留下数以万亿计的不良资产黑洞。在大部分时候，富豪和不良资产只是一枚硬币的两面。富豪慢慢从黑箱里走出来了，但不良资产却还没有走出来。金融只不过是这个黑箱的一部分。假设不是这样，我们就肯定不会对周正毅、杨斌等“时代英雄”翻天覆地的角色转变感到如此突然了。

这是一本主要以中国证券市场为题材的书，但很显然，我要指涉的不仅仅是证券市场，也决不仅仅是中国金融，而是一个时代。我相信，对于一个时代的财富以及财富所反映的时代精神，金融是一面最好的镜子。

作者

2004年6月于上海浦东

第一章 从草根到权贵

及至 1992 年 5 月 21 日，中国证券市场仍然是一场纯粹民间的游戏。它的主体，无论是上市公司还是投资者，都是处于传统体制边缘的企业和下层的平民百姓。这个特点从 1992 年 5 月放开股价那一天起，开始逐渐发生变化。

1、1992 年 5 月 21 日

1992 年 5 月 21 日是极其普通的一天，但却注定会成为中国股市不同寻常的一天。

这一天，上海证券交易所放开了仅有的 15 只上市股票的价格限制，引发股市暴涨。当天，上证综合指数收盘于 1265 点，一天之内上涨 105%，成交量达到创纪录的 36000 万元。随后几天，上海股市继续保持惯性上涨，直到 5 月 26 日上证指数达到 1429 点开始回落为止。

从这一天开始，中国改革开放中最大的一架财富机器正式发动，中国股市以其制造财富神话的非凡能力进入普通中国人的生活。毕竟，在此之前，个人财富在一天之内翻番还是闻所未闻之事。而股市的低门槛对于那些急切要改变自己命运的普通中国人来说，更是一个巨大的诱惑。或许，许多人还没有意识到，当他们第一次被这种真实的暴富故事所吸引的时候，他们的一生就此铸定。

然而，对于启动按钮的人来说，这一天却一点都不轻松。

尉文渊，当时上海证券交易所的年轻的总经理是这样描述他当天的感受的。

放开盘价的意义在于尊重市场，充分利用市场规律调节市场。现在看起来这是个很浅显的道理，但当时做这件事却很不容易。我花了很长时间做有关部门的工作，但阻力很大。最后迫不得已，我自主做了全面放开盘价的决定，经过几个步骤，到 1992 年 5 月 21 日实现全部放开。

当时那么做不少人有意愿，有些人还提出要撤我的职。我也知道擅自闯关，个人要付出的代价，在给市领导写信时也坦言准备被撤职，不过这一步总算走过来了。

《回眸中国股市》，第 29 页。

这是尉先生很多年以后的回忆，时间肯定已经冲淡当时的紧张。但我们依然能够看到，一个极普通的市场决定在当时可能付出的代价。与尉先生文质彬彬甚至很秀气的外表不一样，中国证券市场最初几年迅猛发展的实践表明，尉是一位地地道道的领袖级人物。他肯定已经意识到，他在中国最大也是当时相当保守的工业城市——上海打开的这扇财富之门，一旦开启，就再难合上。这不仅会影响到他自己的一生，而且会深刻地影响中国经济。果然，在后来的十年，就在尉搭建的这座平台上，很多人完成了他们以前不敢想象的财富积累，也有人在这里输掉了他们的全部家当。的确，尉这个可能葬送自己前程的冒险举动，极大地改变了中国股市的命运甚至中国经济的景观。

以 1992 年 5 月 21 日为界，中国股市不太长的历史大致可以分为三个阶段。

2、草根时代

中国股市是在中国最新一轮的改革开放背景中成长起来的，其发展的内在动力与模式与中国改革开放的逻辑高度一致。所以，要理解中国的股市，先要理解中国的改革。反过来，理解了中国的改革，才能够理解中国股市的过去、现在和可能的未来。

20 世纪 80 年代中后期，中国改革开始进入城市改革阶段。在这一阶段的初期，政府依然沿用农村改革的基本模式，主要依靠基层的主动探索。这种与农村改革初期同样的默许态度，大大激发了一批处于传统体制边缘的人们的自我发挥。很容易理解，这批人处于传统体制的下层和边缘，他们向体制外谋求生存和发展空间便成为理所当然之事。中国最早的股份制企业就是在这个背景中诞生的。中国最早的几家股份制企业基本上都有这样的“苦”出身。北京天桥，中国最早的一家股份制企业，当初就是一家在传统体制内处于底层的小型集体企业。经历过那个时代的人们都知道，“集体”企业的含义以及其与国营企业在等级序列上的差距。而另外一家更为著名的股份公司“延中”，则更是出身“贫寒”——一家为解决回城知青就业问题所创办的街道集体企业。现在再回首中国证券市场的这一段早期历史的时候，我们惊奇地发现，除了“电真空”这一家公司有正统的国营背景之外，其他的股份公司几乎无一例外的是体制外企业。这与人们的

印象迥然不同。换句话说，中国股份制企业完全是下层草根阶级自发创新的结果。这与作为中国农村改革先声的“小岗改革”颇有异曲同工之妙。

与此相适应，中国最早的证券投资者也绝对是不折不扣的草根阶级。那个时候的证券投资者远不像今日这么风光。杨怀定，人称“杨百万”，在叙述自己早期的投资历史的时候就谈到了当时艰苦的情形。他说，那时我日日夜夜在全国各地跑，现在面孔这么黑，就是那时晒黑的。或许，肉体上的痛苦还在其次，更加难以忍受的大概是无所不在的体制歧视和随时可能到来的“投机倒把”之类的荒唐指控。作为中国证券投资最早的成功者，杨怀定的身份相当具有代表性。他们大多处于传统体制的边缘与底层，这与当时被俗称为“个体户”的那一批人并没有什么区别。杨本人就是从上海铁合金厂辞职出来的工人。正是这种在传统权力体系中无所依凭的草根性，造就了他们对市场的灵敏嗅觉和最初的成功。其中原因非常简单，他们要比同时代的其他人有强得多的自我激励。不管是证券投资，还是募股集资，在当时都是下层阶级迫不得已的“创新”。

当然，这种创新是得到了高级领导人的某种暗示的。能够代表这种默许的一个最具象征性的事件是，1986年11月14日，邓小平在接见美国证券交易所主席约翰·范尔霖的时候，亲手赠送了一张飞乐音响的股票。但这种象征并不完全意味着合法。它随时可能被强大的传统力量所窒息。

有意思的是，证券市场具有比其他任何制度都更正宗的资本主义形象。在1990年4月，当中国领导人宣布开放上海浦东时，建立上海证券交易所就赫然列在十大政策之中。同年秋天，当时的上海市长朱镕基也特别挑选在香港发布了这一条消息，他很明确地向外界宣布了上海交易所将在“年内”成立。“上海”、“证券交易所”，这种组合给外界所透露出的信息再清楚不过了：中国要继续并且在更大范围内进行西方式的市场改革。几乎同时，在另外一个更加具有进取精神的中国城市深圳，也有一家证券交易所开始运作。

到此为止，中国证券市场奠定了最基本的格局，一批投资人，一批股份制公司，一个集中交易的场所。然而，这个时候的中国证券市场仍然是一种向外界进行展示的姿态，它的象征意义远大于其实际意义，虽然民间社会对证券市场发展有强大的需求。可以证明中国证券市场这种尴尬景况的事实是，到1991年底，

上海证券交易所的上市股票仍然是一年前的“老八股”。在这一阶段，除了民间投资者将指数推动到一个新的高度之外，地方部分行政部门并没有显示出多少真实的主动性和积极性。中国证券市场仍然是一个非常标准的民间活动场所。地方领导人做出这种选择是很容易解释的。因为在他们看来，主动推动证券市场的发展不仅不能带来什么经济上的好处，还要冒政治上的巨大风险。起码，收益和风险是不对称的。

然而，这一切在 1992 年初开始改变，邓小平的“南巡讲话”彻底扭转了中国政坛的气氛，大胆创新及市场化实验已经成为地方领导人的政治任务。中国证券市场正是在这个背景下开始了它真正的发展时期。发行股票的公司日益增多，一系列的市场改革加紧进行。（到这一年年底，中国证券市场的最新成绩是，上市股票从前一年的 14 家增加到 71 家，市价总值达到 1048 亿元。）但需要指出的是，在地方和政府领导人那里，证券市场的功能仍然是非常不清晰的，它更多的还是政治道具。地方领导人仅仅是利用证券市场来为其政治正确性进行某种程度的化妆。在他们那里，证券市场筹集资金和资源配置的功能如果不是完全没有，也仅仅是微不足道。地方领导人给中国证券市场开出的仍然是一张“试验”通行证。正如邓小平所说的那样，如果“错”了，还可以关掉。他们不必为一个根本还看不清前途的证券市场去冒险，他们要做的仅仅是点到为止。真正打破这种平衡的，就是我们前面已经提到的尉文渊，一个不起眼但非常有进取心的处级官员。正是他这个可能牺牲自己仕途的冒险举动，彻底改变了中国证券市场的命运。现在看来，是不是尉来启动这一天的按钮可能是一种偶然，但是不是一个低级官员来启动它则是一个必然。道理非常简单，在那个时候，不太可能有级别更高的官员来为一个可能付出高昂代价的决定负责，作出这种牺牲的必定是一个下级官员。对这种牺牲，尉是有心理准备的。直到现在，我还清楚地记得尉说过的一句话，他（尉）准备做中国证券市场的铺路石。后来的发展证明，尉当初的预感十分准确，他的确成为了中国证券市场的铺路石。但他可能没有料到，中国证券市场在规模壮大到如此惊人的同时，其理念与功能的扭曲程度也同样惊人。

但不管怎么说，即便有邓小平在 1992 年初的“南巡讲话”，但及至 1992 年 5 月 21 日，中国证券市场仍然是一场纯粹民间的游戏。它的主体，无论是上市公司还是投资者，都是处于传统体制边缘的企业和下层的平民百姓。这个特点从

1992 年 5 月放开股价那一天起，开始逐渐发生变化。

3、黄金岁月

从 1992 年 5 月 21 日上海放开股价开始，中国证券市场就与南方的地产热潮一起，成为中国新财富时代的象征。大批资金和大批以下海知识分子为主体的精英开始进入这个领域，这在极短的时间内大大推动了中国证券市场的发展。可以衡量这种发展速度的一个数据是，1992 年底中国证券市场上的上市股票从一年前的 14 家增加到 71 家。而最能描述当时股市对中国社会所产生的刺激程度的，莫过于当年 8 月份发生在深圳的街头骚乱。为了认购 5 亿新股，深圳在短短几天之内，聚集了来自全国各地的上百万人流。由于发行过程中的舞弊行为，导致了人们普遍的抗议。骚乱很快就平息了，但股市作为新的淘金场所的神奇形象却被牢牢地树立起来。

然而，就在数以千万计的中国普通百姓纵情投入这个新大陆的同时，部分地方权力机构和垄断资本也悄悄相中了这块宝地。这两股力量的加盟极大地增加了中国股市的合法性地位，为中国股市在这一时期的加速膨胀注入了强大的动力。可以非常肯定地说，没有地方部分权力机构以及垄断资本的加入，中国股市的历史将全部改写，中国股市的规模就要比我们现在看到的小得多，甚至它早就自己死掉了（虽然这未必不是一桩幸事）。这与这一时期中国城市改革的逻辑高度吻合。在这个逻辑中，没有权力的参与、控制，任何改革都无从谈起。然而，这种非市场的发展方式也为中国股市基本制度的长期扭曲埋下了伏笔。

地方部分权力机构对股市由谨慎观望到积极介入的态度转变，是有其历史背景的。在这一阶段，随着中国渐进改革的不断发展，地方国有企业日见衰落。这种态势，对地方构成了强大的财政压力，也极大地激发了地方部分权力机构另辟融资途径的动机。在传统的银行融资渠道逐渐萎缩的情况下，股市便成为国有企业解困的最佳资金来源。客观地说，在初期，地方部分权力机构对股市的利用还是比较谨慎的，但他们后来发现，中国股市是一个比传统银行更美妙的圈钱乐园。因为在这里，他们可以完全不考虑还钱这回事。这个惊人的发现不仅强化了地方部分权力机构对股市的热衷和依赖，也同时加深了他们对股东制约的蔑视。以至于到后来，有些地方权力机构直接成为股市造假的主谋。在最近两年披露的但远

不是完整的股市造假案中，几乎没有一件与地方权力机构无涉。而如果这些案件能够得到彻底和公开的审查，相信地方部分权力机构以及部分地方官员跟这些丑闻的牵涉要比人们想象的更加深入。

很显然，为国有企业筹资并不是某些地方权力机构积极介入股市的惟一理由，它甚至只是一个表面的理由。另外一个秘而不宣的重要原因是，相关官员可以在这种上市游戏中获取巨大的个人收益。不久前披露的一个案件中，我们可以非常清楚地看到这一点。在这个案件中，江苏省证管办的一批官员几乎全数落马。一个小小的处级干部涉嫌受贿的金额竟然高达上千万元。如此诱人的个人利益，当然能够激发地方官员介入股市的积极性。更何况这种个人利益的实现是在为地方企业排忧解难的旗帜下进行的呢？

部分地方官员在股市中的利益并不仅仅体现在推荐地方企业上市的过程中，更体现在对本地企业的所谓资产重组的过程中。在 90 年代中期之后，一批上市公司开始逐渐暴露出其伪劣产品的本质，二级市场上的庄家逐渐发明出一套资产重组的戏法。这一发明使某些地方权力机构的主管官员又多了一条名正言顺的寻租捷径。他们可以在利用公共财政资源注入上市公司的同时，在二级市场上为自己换取巨大的私利。而这一切，经常是在一些非常可笑的幌子下进行的。没有巨大的个人利益隐藏其中，我们就很难想象那些在财务上看来毫无根据的重组为什么会发生。

地方部分权力机构的财政压力以及部分地方官员的个人利益，在中国的股市达到了完美的统一。所以，某些地方权力机构一边要极力推动企业上市，一边又要极力维护这种上市公司不负责任的格局。只有这样，他们才能够在将本地的财政压力转嫁给全社会的同时，也为自己牟取源源不断的私利。正是在这种动力的推动下，某些地方权力机构在中国股市的快速膨胀中立下了汗马功劳。他们不仅喜欢股市这种毫无约束的现状，而且还要拼命维护这种现状。如此，中国股市功能的畸变以及制度建设的长期停滞就是一个非常合乎逻辑的结果。

不过，中国股市这台大戏，光有某些地方权力机构的参与是玩不转的。与地方部分权力机构合力推动中国股市发展的，还有另外一个重要角色，那就是形形色色的垄断资本。这是一股藏在暗处但牙齿同样锋利的实力集团。所谓垄断资本，

就是盘踞在权力体系各个环节中以各种关系扭结起来的分利集团。这些集团往往具有体制外和体制内的双重身份,这为他们在中国的渐进改革中从事财富转移活动提供了最好的制度保障。而股市,正是垄断资本从事这种活动的最好平台。无论是电子交易的快捷性,还是股市本身初期必然具有的不规范性,垄断资本都有充分的理由喜欢这个市场。在地方部分权力机构通过合法的途径游说上层的时候,垄断资本也在用另外一些更隐蔽的方式进行同样的游说。在后期,这种游说几乎完全变成了对股市现状的辩护。在这一点上,垄断资本与某些地方权力机构的利益相当一致。而具体的情形是,他们经常是某些造假和操纵个案中的主要同谋。就像我们在那些半遮半掩的披露中已能清晰地瞥见的那样。也就是说,垄断资本与某些地方权力机构的合谋在后期已经发展到相当自觉的地步。今天我们甚至可以断定,在中国股市中,他们完全就是同一回事,是一枚硬币的两面。这一点,我们在以后还会经常提到。

垄断资本与某些地方权力机构从不同路径进入中国股市,并进而主动合流的趋势极大地推动了中国股市的规模膨胀。当然,它也仅仅只推动了规模膨胀。因为除此而外的一切文化和制度建设,都与他们的利益相悖。以目前最为人诟病的“全流通”问题为例,在1992年之后就不断有人提出全面的解决方案。如果没有记错的话,尉文渊先生就曾经在《上海证券报》上发表长篇文章,提出过他的国有股解决方案。以当时的市场规模,解决全流通问题要比现在容易得多,引起的负面反应也要比现在小得多。但这个在当时并不难解决的问题一直拖到现在,并非仅仅出于意识形态的考虑,而显然是某种垄断资本的既得利益在作祟。说穿了,全流通不仅容易瓦解垄断资本对公司的控制,也会对他们在二级市场上的操纵带来巨大的麻烦。

由于垄断资本对信息(无论是上市公司的内幕信息还是同样有用的政策信息)的高度垄断,以及发展到后期越来越明显的资金优势,在中国证券市场上活动的民间资本就只剩下两条路,要么主动与之结盟并在资本性质上被完全改造,要么逐渐退出市场以图自保。实际上,我们看到的情况正是如此。留在市场内与垄断资本为伍的只能是那些满怀致富期望却又浑然不知其危险的中小投资者。而很有可能发生的情况是,在这些中小投资者完全清醒过来之前,他们就已经被消灭干净。在1995年发生的“327事件”中,我们第一次看到了垄断资本对不肯

就范者的强大制服力量。如果垄断资本不退出市场，当年“万国”的命运就是中小投资者今后的命运。这是一个根本不需要论证的问题。在一个零和游戏中，牺牲品只能是弱小和无组织的一方。

垄断资本对中国股市的入侵，导致了一个更为严重的后果。那就是中国证券市场投资文化的扭曲。这可能是比制度建设滞后更为长期的一个危害。制度是在短时间内模仿的，而文化则需要长期的学习。而一旦一个坏的投资文化已经成型，其纠正则可能难上加难。中国证券市场中根深蒂固的“庄家崇拜”和“政府崇拜”，就是在垄断资本介入中国股市之后逐渐形成并得以固化的。这种恶劣的投资文化，与其说是中国社会普遍存在的权威人格在股市中的体现，倒不如说是广大投资者在长期的投资实践中总结出来的、用自己的血汗钱换来的至理名言。投资文化作为一种没有明示的制度，有时候会比明示的制度和规范作用更大。一个很简单的道理是，投资人在做出投资行为时，往往是按照文化暗示给他的规则去做，而不是按照制度和规范告诉他的那样去做。文化是成本更低的制度。

熟悉中国证券市场历史的人们可能都清晰地记得，自 1992 年放开股票价格的最初几年中，中国证券市场的波动幅度远比现在为大，但那时候并没有出现多少“救市”的呼声，所有的投资人都相当平静地接受了下跌和亏损的事实，这与近几年一遇市场下跌便鬼哭狼嚎，甚至以“社会稳定”相要挟的情形形成鲜明对比。相比之下，那个时候的投资者的自我负责精神要比现在健全得多。其中原因非常简单，那个时候的投资主体都是具有自我约束机制的民间投资者。他们即便想去改变政策，也无力改变政策。这其实表明，中国证券市场的投资文化并不是一开始就具有某种不可克服的劣根性的。恰恰相反，在中国证券市场的早期，以草根上市公司与民间投资者为主体的证券市场是具有自我约束精神的。这种文化的逐渐蜕变是从垄断资本及地方部分权力机构相继介入并逐渐成为主流后开始的。中国证券市场第一次大规模、高规格的救市行动发生在 1994 年的 3 月 12 日，即当时的证监会主席刘鸿儒所宣布的所谓“四不政策”，这包括：55 亿新股上半年不上市；当年不征收股票转让所得税；国有股、法人股年内不在交易所上市，不和个人股并轨；上市公司不得乱配股等系列配套措施。但市场对此的反应则仅仅是向上短暂跳升旋即恢复平静。这足以说明当时的投资者对政策是抱有足够的警惕态度的。这也同时说明，中国证券市场并非像有些人说的那样一开始就

是“政策市”，它的逐渐蜕变是从越来越大的权力介入股市之后开始的。如果说当时的政策市还是平等施惠于所有市场参与者并旨在维护市场稳定的话，那么，随着权力越来越深入地涉入这个市场，我们将会看到这些政策在以后将越来越具有偏向某些特殊利益集团的倾向，也越来越具有其他与市场本身无关的目的。但这是后话，让我们先来看一看，这一时期中央部分权力机构在股市中的作用。

诚如前述，从 1992 年之后，中国股市的发展主要是在看得见的某些地方权力机构及看不见的垄断资本的合力推动下展开的。但这一时期中央部分权力机构与某些地方权力机构却有不太一致的政策取向。从总体上说，中央部分权力机构对股市采取了比较谨慎的态度。这与中央部分权力机构与地方部分权力机构在股市中所具有的不同利益有关。因为在股市中，某些地方权力机构是纯粹的获利者，它甚至完全不需要担负任何责任。但中央部分权力机构的处境却非常不同，它在股市中的利益非常小，除了可以推荐几家部委的公司上市以及收一点印花税之外（比例非常小），它并没有什么其他起眼的利益，相反它却要承担股市的全部风险。所以，我们看到这一时期中央部分权力机构对股市基本上采取了以防范风险为主的政策。某些地方权力机构通过股市转嫁负担、垄断资本从股市中牟利与中央部分权力机构防范风险的政策冲突，在 1996 年年底达到了顶峰。这就是 1996 年 12 月《人民日报》特约评论员文章的由来。在这篇文章中，中央部分权力机构用罕见的严厉表达它对证券市场的愤怒情绪。但这个时候，股市中的垄断资本已经相当强大，股市在短暂下跌之后，随即创出新高纪录，以接近嘲讽的姿态对中央的警告做出了回应。

中央部分权力机构与股市中的既得利益集团的博弈对应于这样一种改革背景：20 世纪 90 年代中期之后，中央政府与地方政府之间全方位展开的一次收权与分权的争斗。这场争斗由两位学者撰写的《国家能力报告》为肇始，最后发展到其中一位学者与深圳的地方领导人公开对阵的程度。这种较量反映到中国证券市场中，就是中央政府不断从地方政府手中收权。从印花税的分享比例，到《上海证券报》被新华社收编，再到深圳及上海证券交易所的归属问题，都是这一改革背景在证券市场上的体现。

在这样一种改革的背景下，中国证券市场在这一时期的功能大致可以这样描

述：某些地方权力机构通过股市向全社会转嫁当地国有企业的危机；垄断资本利用股市洗劫社会财富；而中小投资者对股市的参与客观上成为了上述两种实质功能的掩护，他们更多成为证明股市合法性的花瓶。

虽然我们有充分的理由相信，在这一时期，垄断资本对中央部分权力机构已经具备相当强大的游说能力。但中央部分权力机构与地方部分权力机构及垄断资本在股市政策中的冲突还是经常发生的，有时候，这种冲突还相当激烈，就像我们在 1996 年 12 月所看到的那样。这一方面归结于利益的不同，另一方面也出于最高经济管理者个人意志和品格。然而，这种紧张关系很快就会得到化解。一个意外事件使中央部分权力机构、地方部分权力机构及垄断资本在对中国证券市场的取向上达成了空前的一致，他们在中国资本市场上的合作蜜月开始了。这个事件就是发生在 1997 年 7 月之后的亚洲金融危机。

4、危机中的盛宴

一场让几乎所有亚洲新兴国家都丧魂落魄的金融风暴，竟然在中国催生了一次特大牛市，这或许是任何具备正常思维的头脑都无法想象的事情。然而，这就是中国股市的奇特逻辑。

亚洲金融危机之后，人民币虽然由于外汇管制而幸免于难，但中国经济却遇到来自外部的强劲遏制，与此同时，大型国有企业的困境也日渐加深。在这种情况下，中央部分权力机构再也无法固守一直持有的谨慎立场，他们对股市的态度发生了 180 度的大转弯。为了短期的经济增长，中央部分权力机构决意冒险利用一次中国证券市场。这就是我们看到的“5·19”行情。最能体现这种急迫心情的，是《人民日报》另外一篇同样著名的特约评论员文章。在这篇题为“坚定信心，规范发展”的文章中，《人民日报》以权威的口气指出：“近期股票市场的企稳回升反映了宏观经济发展的实际状况和市场运行的内在要求，是正常的恢复性上升，是股市发展的良好开端；……证券市场的良好局面来之不易，各方面都要倍加珍惜。”《人民日报》1999 年 6 月 15 日特约评论员文章“坚定信心规范发展”。懂得《人民日报》在中国政治生活中重要地位的人，都能明确理解其中所包含的最高政策含义。至此，从 1992 年开始并一直延续的博弈格局彻底失去了平衡，中央部分权力机构放弃了此前的中立立场，中央部分权力机构、地方部分权力机

构、垄断资本以及民间投资者，构成了中国证券市场空前庞大的“多头”联盟，一轮特大牛市已经在所难免。

这轮牛市从 1999 年 5 月开始，到 2001 年 7 月结束，整整延续了两年时间，其时间之长，规模之宏大，堪称中国证券市场的历史之最。在全球证券市场一片凋零之际，中国证券市场这一轮醒目的牛市，被许多人轻率地夸耀为中国股市的“一枝独秀”。不过，这场牛市与证券市场历史上经常发生的那些灾难有太多的相似之处。从这个意义上，这场牛市与其按有些人主观愿望那样被称之为中国股市的“跨越阶段”，倒不如按其可能具有的真实含义被称之为中国股市的“大跃进时代”，其明显的“人为”和“泡沫”特征很可能开启中国经济的系统风险之门。中央部分权力机构成为中国股市的多头盟主，同样有其深刻的改革背景。除了我们已经提到的亚洲金融危机之外，另外一个重要的原因就是，中国的国有企业危机已经从前一阶段主要集中于地方性国有企业，开始蔓延到大型国有企业。国有企业的长期困境和新一届政府的短期目标加在一起，给中央部分权力机构直接干预股市注入了强大的动力。实际上，在国有银行和国家财政都难以为继的情况下，中国证券市场成为为国有企业缓解危机的最好资金来源。事实上我们看到，大型国有企业目前已经成为股市圈钱大军中的绝对主力。从中石化到宝钢，再到招商银行，这些寡头式的大鳄已经将中国股市变成了他们最好的饕餮场所。虽然这一切都是打着完善公司治理结构的时髦旗号进行的，但其通过股市缓解财务困境的本质一望便知。越来越多的迹象表明，中国千疮百孔的国有银行也准备拼命挤上中国资本市场这艘风雨飘摇的大船，这可能成为中国资本市场的不能承受之重。

导致中央部分权力机构态度转变的还有一个重要的原因，那就是社会保障资金的匮乏。在 90 年代中期之后，中国的失业问题已呈现高危态势，而中国的社会保障体系建设却相对大大滞后。情急之下，有些人打起了股市的主意。他们不切实际地以为，国有股在股市中的变现，将是筹集社会保障资金和填补社保基金空账的一个好办法。然而，不久后“国有股减持”令人沮丧的实验结果证明，政府对中国股市的理解仍然是非常想当然的。“国有股减持”闹剧般的结尾实际上已经彻底否定了政府在这个问题上单方面的美好设想。

不仅如此，一群经济学家的鼓噪也动摇了中央部分权力机构对股市的一贯信念。在这群经济学家眼中，股市不仅可以增加税收，还可以制造财富效应，简直成为重新发动中国经济的不二法门。在这种片面而狂热的舆论中，中央部分权力机构要保持清醒的头脑也的确不是一件容易的事情。

在 90 年代初期的地产热潮中，曾经流行过一句很经典的话语：没有做不到的，只有想不到的。在当时情况下，这半是事实，半是嘲讽。但没想到，这句话在世纪末的中国证券市场再一次应验。只是这一次，恐怕就完全是嘲讽甚至悲剧了。

当所有的市场参与者都需要一个牛市的时候，牛市当然会发生。但与此同时，中国证券市场的功能却被扭曲到了极致。它完全成为了一个逆配置的市场，成为了劣质企业骗钱，垄断资本趁火打劫，中小投资者赔本赚吆喝的一个光怪陆离的销金之地。这与一个证券市场的正常功能相距又何止十万八千里。吴敬琏老先生将它比喻成赌场，似乎并不准确。因为天下哪有这么大的赌场？哪有大赌客也靠借贷赌的赌场？在所有人都忘乎所以的时候，中国证券市场的惟一功能只能是：毫无约束地透支中国社会的明天。

事实上，这场狂欢的巨大代价正在逐渐浮现，从不断曝光的委托理财的巨额亏损中，从银行不断沉淀的股市坏账中，我们已经清晰地看到了灾难性的后果。但这仅仅是开始。

然而，不管一场赌局成本多么高昂，总是会有赢家的。我们现在就可以指出，中国股市这场盛大赌局惟一和最后的赢家将有可能是垄断资本。

1999 年 5 月之后，中国股市进入公开的庄家时代。如果说在 1999 年之前，中国股市的庄家虽然普遍存在，但仍然不合法的话，那么在“5·19 行情”之后，庄家则完全进入合法状态。合法性资源的获得，为庄家提供了更为广阔的活动舞台。所以我们看到，中国股市中的庄家不仅资金实力急剧膨胀，而且呈现更加集团化和组织化的趋势。这就是我们以前称他们为“庄家”而现在更愿意将他们称为“庄家集团”的原因。他们从以前分散操纵个别股票，到现在可以同时操纵十几只股票，其资金实力、组织规模、人脉关系和游说能力跟以前的差别不能以道里计。在证券市场上，人们更乐意将这些庄家集团传神地叫做这个“系”，那个

“系”，比如所谓“清华系”、“德隆系”等等。其中的仰慕和崇拜心态溢于言表。一个以市场规则衡量明显是“恶”最终也必然是“恶”的东西，在中国证券市场上竟然被人神化为“力量”的象征，变成投资者膜拜的对象，这是何等可悲之事。然而，更为可悲的是，我们竟然只能无可奈何地将“与庄家同呼吸共命运”视为我们在股市中生存的惟一法则。而这种生存法则能够成立的充分条件必然是，我们必须相信庄家是“善”的，是为普通投资者谋福利的。这显然是自欺欺人的迷信。这种迷信犹如我们假设“权力是善的”一样荒唐。自欺欺人的生活哪怕再美妙，终究会是短暂的。非常清楚，中国股市中的投资者文化已经完全脱离了常识。这将是中国股市一个难以治愈的慢性病。在中国股市今后的发展中，这种慢性的文化疾病将始终成为痛苦的折磨。

对常识的弃守和对规则的蔑视，中国投资文化经历了一次彻底的沉沦。在我们这个市场上，我们开始只相信权力，只相信权力所必然具有的压倒性的力量。这种沉沦发生在 1999 年 5 月之后。投资文化的嬗变必然对应于某种已经发生的趋势和事实。这个趋势就是中国股市的权贵化。

庄家是什么？是权力。只有权力与资本的勾结才能制造天马行空的庄家，也只有权力的力量才能够践踏明示的规则。否则，我们根本就无法解释中国证券市场的现状。垄断资本不仅在市场上以其庞大的资金实力操纵，而且越来越公开和有组织地利用舆论和所谓政策建议。我们现在经常可以看到，每到证券市场走势敏感时刻，一批有明显利益背景的经济学家就准时在最显眼的地方粉墨登场，他们一个接一个地召开研讨会，一篇又一篇地发表“学术”文章，误导舆论、公众和决策层。在一个多元化的社会，每一个利益集团为自己的利益游说本不是什么不道德的事情。但问题在于，在中国，这些貌似客观的“泡沫经济学家”所代表的，是一些特殊的利益集团，他们的惟一使命就是攫取超乎市场规则和伦理之上的经济利益。这可能才是问题的核心，也是绝大部分人憎恶这些游说的原因。有些人曾经将“5·19”行情之后称做中国资本市场的超常规发展时期，但在另外一些人看来，这更像是垄断资本在中国资本市场上的超常规发展时期。

一则可信度很高的消息提醒我们，中国证券市场上垄断资本已经扩张到什么程度。在 2002 年的一次会议上，一批与证券市场相关程度较高的省份，一起向

证券市场的最高管理层发难。在中国，各省份联手就同一个政策公开向最高管理者挑战的事情还相当少见。没有证据证明这些行动之间有某种紧密的串联，但这只是迟早的事情。因为他们有越来越自觉的共同利益。这些人的表演与其说是在指责管理层的政策失误，不如说是在指责这些政策导致了某些人的利益受损。

种种迹象都显示，1999 年 5 月之后的中国证券市场上，垄断资本已经成为越来越举足轻重的角色。与前一阶段他们还藏在暗处相比，他们现在的身影已经非常清晰。这种趋势暗示也暗合了中国社会正在普遍发生的趋势。

现在，中国证券市场已经呈现出这样一种格局：地方部分权力机构作为上一个时期的主角正在逐渐退往幕后，代之而起的是一个强大的垄断资本集团与证券市场管理层的直接和正面博弈。垄断资本不仅通过某些地方权力机构，而且越过地方权力机构直接向证券市场管理层施加影响。民间资本（包括所有的中小投资者）要么被猎杀，要么最终被逐出这个市场。这对中国仍然非常稚弱的民间资本和市民精神不啻于一种致命的吞噬。从这个角度讲，中国证券市场在很大程度上已经权贵化。这到底是发展还是蜕变？

从草根到权贵，中国证券市场又完成了一个可悲的历史循环。这难道也是中国改革的宿命吗？

第二章 谁是庄家

通过中经开、中科创业等一系列所谓“庄家”案例，我们将会发现，庄家并不仅仅是庄家，并不仅仅是一群依靠价格操纵的不法获利者，而是一种制度、一种文化。比庄家的资金及信息优势更加强大的，是站在庄家背后的东西。这才是庄家最令人恐惧的本质。

1、谁套住了谁？

——中科创业再解读

按照吕梁的说法，在中科创业事件中，他首先是一个受害者。

有一段文字是这样描述吕梁的受害经历的：

……事实上，北京机构真正接手康达尔之后，才发现实际已落入投资圈套。康达尔远非 Z 和该企业原董事长（现已藏匿澳洲）所称的业绩良好、成长性惊人、拥有大量土地资源。揭开这些虚假财务报表的黑幕，真实的康达尔其实早已烂掉：传统主业亏损严重；为配合二级市场庄家炒作，包装业绩导致企业财务虚数黑洞巨大；不仅根本没有土地资源，实际还卷入了海关走私、土地炒卖系列等中纪委重点关注的经济犯罪大案。这些巨大的财务黑洞使一批战略投资家的策划面临空前困难。投资决策的错误，一方面导致战略投资家的良好愿望成了水上漂；另一方面严重加大了北京机构重组该企业的投资成本。

在这一段文字中，我们看到的吕梁和所谓的“北京机构”是一个天真无邪的受骗者。但这种形象却与吕梁在业内颇有名气的策划大师的称号以及北京机构的名头不相符合。按照吕梁自己提供给《财经》杂志的资料，收购康达尔的 5500 万流通股及部分国有股大约花掉了“北京机构”7 亿元资金。这还是重组的第一步。如此巨大的资金收购回来的却是一堆垃圾，这无论如何是不能用轻率加以解释的。以吕梁在证券市场征战多年的经历及“北京机构”专业和雄厚的研究背景，这种明显的财务黑洞，只要稍做分析应该是很容易察觉的。但吕梁和这一批战略投资者却轻易落入了圈套。这如果不能说明，吕梁和这批战略投资者是地地道道的冒牌货，那就只能说明，他们是故意落入圈套的。从主观上讲，吕梁与他的战

略投资伙伴当然希望真正收购到一个成长性良好，但价值却被明显低估的上市公司进行重组。但中国上市公司的现状及二级市场价格泡沫决定了，这几乎根本是不可能的。对这一点，吕梁及其伙伴应该是非常清楚的，很容易判定，吕梁及其战略伙伴从一开始就没有把康达尔的基本面放在眼里，他们看中的是二级市场上康达尔已经相当集中的流通筹码，因为这为二级市场的进一步炒作提供了莫大的便利，何况朱焕良还承诺锁定了 50% 的流通筹码呢？所以，吕梁及其伙伴一开始就没有打算重组康达尔，而仅仅是准备炒作康达尔。这一点我们也可以通过中科创业的总经理欧锡钊的话得知。他说，自从大股东入主以来，大股东没有为康达尔带来过一分钱。他甚至连大股东派出的董事都没有见过。

谁都知道，在中国的证券市场上，重组是百分之百的幌子。没有二级市场的炒作暴利，几乎任何重组都不可能发生。这样路人皆知的道理，吕梁却偏要撒谎。我们不能不佩服撒谎者的大胆和心理素质。

指鹿为马，公然撒谎之所以能够蔚为风尚，是有其深刻的文化原因的。这是因为撒谎者不仅没有受到惩罚，反而经常受到奖励。于是，撒谎者越来越多，于是，谎言重复一千遍就真的成了真理。那么，为什么谎言能够重复一千遍呢？是什么导致了谎言的泛滥呢？对于谎言，最好的解毒剂就是真相。但在中国，真相却成为某些人最想掩盖的东西。吕梁是懂得这个道理的，所以他要不断地撒谎，直到谎言成为真理为止。

且不管吕梁想要遮掩的真相是什么，但有一点是可以肯定的，那就是，即使康达尔真的如吕梁所说是由一帮犯罪分子所控制的陷阱，是一个“套”的话，那么吕梁也是主动钻进这个“套”的，他不过是想用这个“套”来制造一个更大的“套”，来套更多的人，套更多的钱。吕梁及战略伙伴不仅是这样想的，而且是这样做的。

于是，在下面的文字中，吕梁及伙伴不仅是受害者，而且从受害者更变成了“天使”：

……为补救投资损失，深陷其中的各机构只好被动地加大投资力度，组织更多的资源投入康达尔重组，注册成立了北京“中科创业”。与中国图书进出口总公司、北京国投、上海风险投、深圳风险投合作中联网，收购中西药业 29% 的股

份,指望用中西药业的高科技项目和其他机构的优质资产来整体置换康达尔的烂账、虚账。这就构成了投资界百思不得其解的:为什么中西药业要把市场极为看好的新生力核酸项目 80%的股权低价出让给康达尔的真实原因。

如此重组,终于将康达尔 80%的业务转移到高科技生物制药行业,但代价惊人。K 工作室组织的北京机构动员了一切可以动员的资源,对参与的各大机构形成极大的资金压力之后,为彻底解决康达尔的财务虚数,铤而走险,试图打造一个新型的财务工具,用股票市值的虚数来填补企业多年积累的巨额的财务虚数。这种国外投行惯用的“钱生钱”操作固然为企业获得处理财务状态的有效投行工具,但系统风险巨大,一旦资金链崩溃,所导致的连锁反应会迅速摧垮整个投资系统。后来人们看到的中科系股票莫名其妙的连续跌停便为这一恶果。

很容易注意到,虽然没出一分钱,但吕梁及其合作伙伴对康达尔的“重组”还是不遗余力的。但如果同时注意到,所有这些“重组”动作都发生在康达尔的股价已经达到历史最高位的时候,我们就会发现,这种“重组”的目的是什么。神智清醒的人都看得出来,这是一个典型的要拉紧绳子的动作,庄家们要结束炒作了。他们放出了“重组”的诱饵,正在静悄悄地等待猎物的上钩。很不幸,面对 7-80 元的股价,这个诱饵不够香。没错,吕梁及其伙伴的确陷入了陷阱,但并不是公司重组的陷阱,而是陷入了二级市场股票价格的陷阱;不是陷入了康达尔的陷阱,而是陷入了自己的陷阱。

对于这种结局,吕梁们是应该有准备的,但他们宁愿很“政治”地相信奇迹。这当然是一种病,但不是吕梁们独有的,它是一种时代的疾病。从这个意义上说,吕梁们不过是杰出地体现了我们这个时代的精神——他们被一根更无形的但却更加无从逃避的绳索套住了。虽然,吕梁们同时也套牢了更多的人。

在整个中科创业的连环套中,我们真的很难分辨,究竟是谁套住了谁?

2、私募之“私”

市场上曾经传说,吕梁在中科系的炒作上,花费了将近 20 亿。对这种说法,在中科系崩溃的危机时刻担任北京中科创业临时发言人的艾晓宁表示不屑一顾。他透露,参与中科系股票操作的资金大概在 70 亿之巨。艾晓宁将这些资金大部

分称为“委托理财”性质，但吕梁则更愿意将这种组织方式称作“私募基金”。

的确，从我们看到的有关吕梁的采访中，吕梁对私募基金表现了强烈的偏爱。比如他就在多个场合暗示过要将中科创业变成巴菲特的伯克希尔·哈撒韦，他也曾毫不掩饰地指出“德隆”系的合金、湘火炬、以及他自己旗下的康达尔已经构成了对传统分析的嘲笑。因为这些股票完全摆脱大市的纠缠。

但吕梁对“私募基金”的这种偏爱并非是毫无来由的。与“委托理财”相比，“私募基金”不仅符合国际规范（有巴菲特大师作证），甚至是一种金融创新（因为国内还没有）。这样时髦和唬人的面目，既可以在管理层那里获得某种合法性，也同时可以在投资者方面发挥号召力。不管你愿意不愿意承认，吕梁是一个非常有鼓动力的人物。不过，这种鼓动力大多建立在似是而非的投资理论基础上的。吕梁嘴中的私募基金就是一例。

所谓私募基金，就是区别于共同基金，面向少数特定人群所募集的基金。其主要特点是，操作策略比较灵活，监管当局的监管也较为宽松。但私募基金这种特点一到中国就变得有点水土不服。而到了吕梁那里，更是对私募基金性质的彻底颠覆。

吕梁曾经表示要向《财经》杂志的记者出示他与投资者所签定的合约，但最终没有履行这个承诺。按照吕梁的说法，这些协议的性质可能导致见证律师坐牢。虽然我们无法知道这些所谓投资协议的具体细节，但按照时下私募基金流行的做法，我们也大致可以知道。无非就是高得离谱的回报率，以及包赚不赔的保底承诺。这显然已经违反了任何基金包括私募基金的“国际惯例”。用任何标准看，在风险投资活动中承诺保本都具有欺诈的嫌疑，虽然这在中国几乎成了所有私募基金包括那些国有券商的通行做法。但通行并不意味着合法，更不意味可以超越投资常识。

所以在吕梁那里，所谓私募基金的“私”其实是“私底下”欺诈的代名词，是见不得阳光的意思。这显然是中国的吕梁们对私募基金的一大“创新”。但这种创新并不能完全怪吕梁。因为在大多数情况下，吕梁们的骗术是很容易识破的。因此，除了那些极少量的无知者和冒险者以外，绝大多数人都是主动受骗的，就如同吕梁主动上康达尔的套一样。从合约双方对信息的掌握程度看，吕梁所签定

的大多数投资协议并不能叫做骗局，而应该叫做合谋。他们在一起合谋以攫取第三方的利益。不管这种利益是那些无辜投资者的还是实际上无人管理的公共利益，这种合谋的性质是确定无疑的。这就是吕梁（当然绝不仅仅是吕梁）的私募基金所谓“私”的第二种含义：以私募基金的形式窃取第三方——主要是国有资产的利益。这是中国私募基金管理者在特殊制度背景下的又一种“天才”的发明。

这种中国私募基金的独门秘诀，在中科创业的已经披露的故事中，袒露得相当充分。

据《21 世纪经济报道》一篇题为“中科创、申银万国翻脸，吕梁幕后融资平台浮出”的文章披露：“一位参与过中科系与申万业务接洽、不愿透露身份的人士介绍：在 2000 年 4 月 16 日，申万给了上海海燕投资公司 1 亿元的委托理财资金，授权对象就是被称之为中科系，‘关键人物’吕梁的最重要操盘手丁福根。据欧锡钊说，海燕投资与中科创业和上海中科没有一点股权关系。而在 2000 年 6 月份成立的上海中科，开业第一件事就是写下字据愿代海燕投资偿还申万给的 1 亿元。到了 2000 年 8 月，申万又给了上海中科一个亿，其用途仍然是委托理财。这两笔巨资从来没有对外披露过，如果不是中科系崩盘后引发的连锁平仓而带出申万不得不诉中科创业的官司，这 2 亿资金有可能永远没人去过问它的出处和归属。”

既然上海海燕投资公司与中科创业及上海中科一点关联关系都没有，为什么上海中科要为海燕投资公司偿还这 1 亿元呢？而且还要在开业第一天就急急忙忙地立下字据呢？很明显，上海海燕与上海中科虽然没有股权关系，但有人脉关系，确切地说，这两家公司肯定有不愿为人所知的产权关联关系。稍微有点阅历的人都应该知道，这种不愿意透露的关系实际上就是一种化公为私的典型模式。但这并不是问题的重点。问题的重点在于，在没有任何担保的情况下，申银万国为什么会轻易地将 1 亿元巨款轻易借给上海海燕做委托理财？而在仅仅四个月之后又再次借给上海中科 1 亿元呢？按照中国资本市场目前的分工，证券公司是最为专业的“理财机构”，一家专业的理财机构为什么会委托另外一家比较业余的公司去理财呢？在 2000 年 4 月到 2000 年 8 月，大盘已经处于相当高的位置，这个时候的委托理财所要承担的巨大风险可想而知。这只能说明一个问题，申银

万国相关的人士在这种交易中获得了极大的好处，而且这种好处大到足以让他们漠视巨大风险的程度。否则，我们无法理解这种不符合常理的默契。

实际上，这种漠视国有资产风险的“默契”在披露的一系列的事件中已经露出了它的底牌。在同一篇报道中，我们可以看到，作为中科上海方面主要资金提供者的顾翠华——申银万国陆家滨营业部总经理，在为上海中科购买别墅的过程中就获得了 500 万元差价。2000 万的交易就“洗”走 500 万，其洗钱的胆量和胃口实在令人惊叹。这当然也是一种默契。在这种交易中，吕梁们与顾翠华们都获得了好处，而惟一的损失方是公共资产。公共资产（或国有资产）肯定应该分，但如此分法恐怕很多人难以接受。

一个数据可以略微反映中科创业这个“私募基金”仅仅在上海的洗钱规模。

“据来自申万法律事务部的一位律师向涉案方的有关人员透露，申万曾经一次性给过中科创业的大股东海南燕园 62 亿。”但有意思的是，这位中科创业的大股东海南燕园公司的注册地址——海口市文明东路山内花园 C1 栋门口，所挂的牌子竟然是“海口市白龙派出所”，门前不仅长满杂草，门锁也早已生锈。就是这么一家子虚乌有的大股东，却让申银万国——这个国内投行翘楚，一次性地掏了 62 亿元巨款。真让人感慨制度之松懈，暴发之容易。

这就是中科创业，这个有中国特色的私募基金，在中国的特殊国情下所带给我们的启示。虽然中科创业不能代表中国私募基金的全部，但却在相当的程度上呈现了中国现阶段私募基金的某种本质特征。

看来，此“私”并非彼“私”。而此“私”的要义在于，用“创新”的金融工具从事财富转移活动，在于静悄悄地进行“权钱合谋”的私有化。

按照夏斌先生主持的《中国私募基金调查报告》所提供的数据，中国私募基金的总规模已经达 7000 亿。而投资客户以企业为主的公司占 69.3%。所谓“企业客户”显然是公共资产的一种更加安全和好听的说法。这个数字提醒我们，在中国证券市场上，仅仅通过私募基金实现的私有化，业已进行到了何种程度。

3、吕梁与朱焕良

2001 年 7 月，长达两年的牛市崩溃了。但谁也没有想到第一个作出准确预

报的是朱焕良——那个炒康达尔（0048）而一战成名的大庄家。

虽然，自诩为战略家、文化人的吕梁看不起他的这位同伴，嘲笑他“到底是乡下人，只喜欢现金”。但就市场感觉而言，运筹帷幄的吕梁比起土头土脑的朱焕良，恐怕就要差好几个档次了。

正是朱这种身经百战而培养出的市场直觉告诉朱：牛市快完蛋了。用资金堆砌的牛市快完蛋了。于是，他选择了抛空，选择了将意义越来越含糊的筹码（股票）变成明白无误的现金。从投资的角度讲，朱完成了一次漂亮甚至是杰出的操作。整个过程系统、完整、无懈可击。而其杰出之处在于，在投资活动最关键的环节上，朱焕良克服了贪婪可能带来的致命误判，作出了理性的决定。从现在可以读到的有关中科创业的故事中，战略家吕梁先生似乎还没有彻底服气。他依然认为，如果不是朱的背叛，不是朱在关键时候所表现出来的、看上去“很猥琐”的现金偏好，中科系的资金链条便仍然完美无缺，用他那套似是而非的理论所一手打造的“中科传奇”便能够得以续写，甚至更辉煌地续写。但K先生吕梁忽视了一个常识：证券市场的资金供给是有限度的，即便是像中国这样一个制度严重短缺，巨量资金脱媒的证券市场也不能例外。资金堆砌的牛市哪怕再牛，也有最终衰竭的一天。朱意识到了这一点，而吕却没有。不过，这也难怪。在整个中科系的宏大工程中，吕是战略家，而朱则是负责二级市场的操盘手。朱比吕更知道盘口的轻重。作为一个投机商人，朱并不是像吕梁后来所讲的那样，只“喜欢现金”，0048在二级市场上最风光的时候，他曾经兴奋地对吕梁说，买盘太多了，压都压不住！在那个时候，朱是绝对不喜欢现金的，因为他知道筹码可以换来更多的现金。而后来朱之所以选择抛股票，则肯定是他已经发现：追涨盘越来越少，兑现的难度越来越大。继续持筹的风险已经远远大于未来的预期收益，天平开始明显摆向抛售一边。而此时此刻，我们的K先生却仍然痴迷于他“讲政治，做大势”的战略梦想，决裂与背叛当然不可避免。中科大厦的倾覆也只是时间问题。在这个新近发生的传奇故事中，我们容易发现，朱是一个头脑清醒、经济理性十足的企业家，而吕则是一个充满政治思维的战略家。在中国——一个刚刚脱胎于政治社会的转型国家中，像吕先生这样怀抱理想主义热情，用政治的思维去做经济的企业家为数不少，这是一个我们早已熟悉的形象。凭心而论，在我们这块文化土壤中，他们成功的概率很高。吕梁只不过是其中极少数不幸运者罢了。而吕

先生之所以倒霉，是因为他将自己的政治智慧用过了头，以至于在常识的阴沟里翻了船。

不管造就牛市的原因有多少种，其心理机制应该是一样的，这个过程大致如下：一批先知先觉的资金进入市场，赚了大钱，示范效应扩散，更多的资金开始进入市场，在推动股票价格上升的同时也赚了钱，直到所有可以而且愿意进入市场的资金都进入市场，将价格推升到无力继续推高的水平，一段煎熬和犹豫之后（市场表现为筑顶），一批资金开始怀疑他们以前曾经坚信不移的神话，陆续撤离市场，股价开始下跌，赔钱效应开始扩散，股价继续下跌。牛市结束。虽然，在牛市形成的过程中，各种因素的相互作用非常复杂，但机理其实就这么简单。如此看来，判断一轮牛市是否到头的关键在于：是不是所有可以而且愿意进入市场的资金都已经进场。换句话说，是不是所有的“傻瓜”都已经作出了傻瓜的行动。如果这种迹象越来越明显，那么再美妙的牛市也走到了尽头。对这个简单的标准，朱焕良拿捏得相当好。

土头土脑的人之所以比有文化的人更加精明而不是更加聪明，原因无非有两条。其一，文化人更相信理念，而像朱一样的“农民”则更相信常识，更依赖常识。理念由于脱离事实经验，经常容易改变。所以那种坚持到底的理想主义者实在是少之又少，虽然他们尤其让人感佩。反过来，“土八路”的常识感却非常牢固，这些常识不仅来自日常经验，而且往往是来自最切肤最重要的经验。朱焕良如果没有以前控盘但被套牢的经验（朱曾经通过上千个个人账户，掌控了深圳证券交易所上市的康达尔公司90%以上的流通盘，但最后还是要请求吕梁出主意帮助解套），这一次就不会溜得这么果断了。作为一个商人，朱讨厌风险，讨厌不确定的未来，现金和现在比什么都来得重要。没有今天的现金就可能什么都没有。没有这种出自常识的控制力，朱肯定会陷入与吕梁同样的灾难。在这一点上，吕梁却正好相反。吕是一个知识分子，是一个浪漫的诗人，他甚至是喜欢冒险，只有不确定的未来对他来说才是合意的。他虽然非常清楚他的前途是全或无的选择，但他宁愿这样。在这里，充满政治思维的吕梁与作为企业家的朱焕良，对风险的偏好程度明显不同。政治家要做大局，企业家要赚小钱。可以肯定的是，我们这个市场上的绝大多数庄家都属于这类“政治家”，我们这个市场上的绝大多数上市公司老板也是这类“政治家”。这当然有些无奈，因为支配游戏规则和支

配他们个人命运的往往都是政治家。所以，他们也只好变成政治家。但实际上，这反映我们这个时代的一些本质特征。如果没有一个疯狂的时代精神，我们怎么可以想象一个疯狂的股市呢？一个脱离常识的股市，肯定是被一群脱离常识的人支配着。

导致朱焕良与吕梁在同一事件中采取不同行动的另外一个可能原因是，他们有不同的约束条件。那就是，朱的钱是自己的，而吕玩的钱是别人的。所以吕敢赌，而朱不敢赌。在整个中科创业的故事中，吕梁更像是一个代理者，说穿了，吕梁更像是一个国营企业的老总，更加准确地说，更像转型期中国权力资本一个典型的代理人。朱焕良不过是出资者之一，他最关心的是他自己资本的最大限度的增值，所以一旦看到继续增值的可能性接近于零时，他当然会毫不犹豫地撤出本来就不牢靠的合约。而吕梁的目的却大有不同，他必须拼命将“局”做大，作为代理人的利益才会更大。至于整个“局”是不是能盈利，并不是他首先要考虑的。这与所有国营企业所表现出的那种扩张冲动并无二致。不过，吕梁比一般的国营企业的老总恐怕有更大的难处。因为他的这个庄家帝国更有可能是一个混合企业。有国有资金，有私有资金，有的想洗钱，有的想赚钱。步调一致只能是非常短暂的，因为一旦股票被控盘、被炒到高位，不同的利益就会立即显现出来。所以，要国有资金和私有资金同时并无限期地锁仓，不是傻子就是疯子。但这却是吕梁要做的。的确，这种风险只有处在代理人位置并具有诗人气质的人物才敢于挑战。吕梁就是这样一个人物。所以，吕梁是在恰当的时间出现的恰当人选。

吕梁将很多人拉下了水，就是没有能拉朱焕良下水。朱焕良的目标很单纯，他只想赚钱。但吕梁以及吕梁后面还没有现身的另外一部分主力就不同了，既要自己的老鼠仓大赚特赚，又要让用以支持股价的国有资金保值增值，天下哪有这样两全其美的好事？吕梁肯定是一个讲故事的高手，但在这样的悖论下，再好的故事也是讲不下去的。在所有的参与者中，只有吕梁自己会把这个故事当真，也不得不把这个故事当真。而在所有参与故事的资金中，也只有一批资金会坚持“锁仓”到最后，那就是实际上无人负责的国有资金。这倒不是因为智力问题，而是由于必须这样麻醉自己，也希望如此能麻醉别人。但看管自己资金的如朱焕良之类却绝对是清醒着的。

吕梁以及吕梁背后的人，与朱焕良实际上是两类人。他们之所以走到一起并讲同一个故事，则完全是出于某种制度的必然。

4、吕梁失踪了

吕梁失踪了。这是惊天动地的中科创业事件留给我们的结尾。或许，对于中科创业的所有当事人来说，这是一个最好的结尾，但对于那些过于认真的看客，这肯定不是一个满意的结尾。

“失踪”这个词，在江湖上现在更多地被叫做：蒸发。用在证券市场上，“蒸发”这个词实在是再确切不过了。这里既然蒸发大笔的金钱，自然也要蒸发不少人。很多年以来，中国证券市场蒸发的人已经不少了，吕梁不过是最新和最有名的一个。但肯定不是最后一个。

当初吕梁跳出来，大揭中科创业内幕的时候，很多人大为疑惑：惹了这么大的乱子，为什么还要主动跳出来。于是有人分析说，吕梁之所以要跳出来，是因为与其让人无声无息的做掉，还不如去监狱待着安全。所以他要不顾一切地跳出来，主动跳到安全的监狱里去。但吕梁还是蒸发了，吕梁身上的秘密比我们想象力可及的恐怕要多得多。

关于吕梁，我们读到的最后文字是这样的：“2001年2月28日凌晨4点，吕梁乘出租车消失在北京的夜色中。”好大一个夜，好大的夜色。但这可不是什么别的夜色，而是隔开中国证券市场台前与幕后的一张巨大黑幕。

不过，幕后的阴谋还是会通过前台的表演表现出来的。中科创业也不例外。在中科创业的故事一直有一个若隐若现的影子，这就是那个神秘的“北京机构”。从最早出巨资在二级市场上购买康达尔的流通股，到后来注入“优质资产”以维持康达尔离谱的股价，这个所谓的“北京机构”就一直闪烁其中。在我们已经读到的有关中科创业的秘史中，“北京机构”曾经在以下关键场合现过身。

1998年年底，吕梁组织的“北京机构”的资金接过了朱手上50%的康达尔流通盘，此后，1999年4月和5月，吕梁又安排（北京）机构资金，两次收购了康达尔34.61%的国家股。在发现上当，并感觉“仿佛落入了一帮犯罪分子中间，而且要迅速被沦为这些混蛋的同伙”后，“北京机构”为了挽救投资损失，又只

好被动地继续加大投资，组织更多的资源投入康达尔重组，并注册成立了北京“中科创业”。

这个“北京机构”的身手的确好生了得。不仅一次性花 5-6 亿元资金接过康达尔 50% 的流通筹码，而且在二级市场上将股票炒到 70-80 元的高位。

按照吕梁的说法，所谓的北京机构是一批机构投资者，牵涉几十家机构。但这种说法令人难以置信。因为同时几十家机构介入一只股票坐庄，违背坐庄的基本常识。如果这样，不仅合谋成本高昂，而且极易走漏消息，老鼠仓可能开得遍地都是。没有严密的组织性，坐庄根本是无法想象的。也就是说，与朱大户最早合谋坐庄的，只可能是一两家核心机构。即便真的如吕梁所说，牵涉几十家机构，那也只能是先后介入，是被吕梁骗来接盘的。但这种在高位接盘的筹码特别容易松动，很难控制。

从 K 线走势上我们看到，在康达尔一路走牛的过程中，几乎没有出现过放量阴线。如果缺乏核心控盘资金，这种走势出现的概率非常小。这种资金可以分散在几十个营业部，但绝对受统一的调度和指挥。如果这种资金分属几家不同的利益群体，吕梁不但不能控制，股票走势也会面目全非。

所以，大致可以肯定，除了朱大户这个最大的老鼠仓外，必然还有一家核心资金在维持康达尔的股票价格。吕梁之所以要将北京机构指认为“几十家”而不是一两家，显然是为了模糊公众的视线，故意替这个核心资金遮掩。

很容易判断，这家核心资金就是吕梁的老板，吕梁不过是其浮出水面的发言人而已。藏在吕梁背后的才是中科创业真正的操纵者。一个真正的操纵者是不会轻易现身的，所以吕梁不是真正的操纵者。而中科创业的崩溃正是这个幕后操纵者的资金本身出了问题，而绝对不是其他诸如老鼠仓之类的问题。

这个神秘的幕后操纵者虽然从未露出其庐山真面目，但从中科创业崩溃后的走势中，我们却可以明显地感受到。在中科创业雪崩后的 2001 年元月 11 日和 12 日，中科创业出现连续跌停后的巨量换手，两天之内换手接近 100%，耗资近十亿。这显然不是其他的投资者在接货，而是同一个主力在操作。没有周密的策划和高度协调的调度，这种走势是不可能出现的。幕后操纵者虽然从未现身，

却一直在从容活动。涉资如此巨大的案件，是谁才有能量让主力如此从容地活动？其实，查幕后的操纵者在技术上是应该是一件非常简单的事情，只需要将主要的交易账号一锁定，就可以查到最重要的线索。但奇怪的是，为什么没有人查一查呢？

此种迷惑，作为中科创业总经理的欧锡钊也同样强烈地感受到。欧介绍说，“中科事件全面爆发后，朱焕良账户上的剩余股票于今年元月 18 日被人神秘卖出。而吕梁等核心人物从容失踪，背后似乎总有一双手在操控着全局。”

他接着发问：“据本月（2001 年 1 月）25 日（中科创业巨量换手后）康达尔公司从深交所查询的股东持股数量显示，持股 10 万以上的股东基本没有变化，这可以大致看出当初买入公司股票的机构并未有大的变动，谁接走了巨额筹码，谁又有如此实力通吃巨额筹码？”

很明显，当吕梁在前台起劲地表演，从而吸引人们的注意力的时候，另外一只有力的手却在幕后有条不紊地继续操纵着撤退和善后。但这个通天的“北京机构”会是谁呢？

从中科创业崩溃到 2 月 28 日失踪，吕梁整整在舞台上大大方方地表演了两个月。这期间，相关的执法部门都在干什么？两个月，所有该做的事情都可以做完了。现在已可以肯定，吕梁自爆内幕之举，不过是缓兵之计。他在掩护一个黑幕的失踪，然后他自己——这个黑幕的最后一点线索也失踪了。然而，如此从容的失踪能算是失踪吗？

吕梁失踪了，黑幕也失踪了，但却以更巨大的形式笼罩着我们。

5、动物凶猛“中经开”

“‘中经开’终于完了。”

一位经历过“327 事件”的朋友听到这个消息后，长长地舒了一口气。

他说，“‘长舒一口气’将是许多人共同的第一反应。”

2002 年 6 月 7 日，一则以“中国经济开发信托投资公司清算组”名义发布的公告称，“鉴于中国经济开发信托投资公司严重违规经营，为维护金融秩序稳

定，根据《金融机构撤销条例》和中国人民银行的有关规定，中国人民银行决定于 2002 年 6 月 7 日撤销该公司，收缴其《金融机构法人许可证》和《金融机构营业许可证》，并自公告之日起，停止该公司除证券经纪业务以外的其他一切金融业务活动。”

人民银行这一纸公告，了结了中经开短暂但却充满神秘色彩的金融生涯。

“中经开”，全称“中国经济开发信托投资公司”，前身为中国农业开发信托投资公司，1992 年 1 月改为现名。中经开成立于 1988 年 4 月 26 日，原隶属于财政部，后由国务院中央金融工委管理，基本核心业务为证券。中经开成立不过十余年，但它在中国股市中的名气可能要远远大于其他老资格的同类公司。其中原因很简单，因为中经开的历史基本上与中国证券市场的历史纠缠在一起。中经开短暂的发展史意味深长地揭示了中国证券市场的某种必然命运。不夸张地说，中经开的历史几乎与中国证券市场所有最著名的丑闻相关。

最早知道中经开是 90 年代初期。一个当时在某券商做营业部老总的朋友，言谈之中经常提起中经开，并充满敬畏之状。于是，中经开作为绝对主力的形象便在心中牢牢扎下了根。不过真正领略中经开的威力，还是后来的“327 国债事件”。

“327 国债事件”虽然已经过去了很多年了，但它留下的疑惑却始终没有被忘记。而这个疑惑并不是大输家万国留下的，却恰恰是大赢家中经开留下的。

1995 年 2 月，上海证券交易所的国债期货交易逐渐变得越来越火爆。其中主角就是以万国为首的空头及以中经开为首的多头，加上不断变化阵营的辽国发，这场最能反映当时中国证券市场基本势力对比的经典大战，实际上有三位要角：一方是以财政部的行政权力为背景的中经开，一方是有地方政府支持的万国证券，第三方则是野路子出身代表草根或民间资本的辽国发。这种势力对比，不仅反映了 1992 年之后中国经济的整体格局，也非常贴切地反映了当时中央政府和地方政府那种紧张的博弈关系，而“327”国债品种恰好将这三方势力奇妙地纠结在一起，并以戏剧性的方式呈现了其中的冲突。

其实，“327”这场惨烈搏杀的结局在还没有开始的时候就已经注定了，但它

还是在 2 月 23 日达到了最高潮。为了挽回败局，万国的总经理管金生，在收盘前的七分钟用 700 多万口空单砸盘，上海证券交易所只好取消最后七分钟的交易。

这场战役不仅导致当时证券市场上最为风光的万国证券公司的关门，也导致了被称为“证券教父”的管金生个人的悲剧人生。但当人们被管金生个人的沉浮和“327 事件”本身的戏剧性所吸引的时候，一个最应该被长久关注的问题却被遗漏了，那就是，作为多方主力的中经开到底扮演了什么角色？

从当事人的回忆来看，将万国当作这场金融灾难的首恶是非常不公平的。起码，违规开仓的就不仅仅是万国，中经开也同样存在类似问题。但这不是问题关键所在。问题的关键是，中经开究竟是凭什么在这场对赌中大获全胜的？其实，这个答案早已明白，中经开靠的是万国想都不敢想的内幕消息。财政部早就决定贴息了，而此时的万国还蒙在鼓里。虽然万国肯定知道中经开的背景，但他们还是固执地以为可以凭自己的智慧赢过对方的权力。如此天真，在那些谙熟“国情”的人那里，恐怕会笑掉大牙。据说，当时万国的操盘手是刚刚从海外归来的金融专业人士，算得上第一批“海归”了。但是直到最后，他们还不知道自己是怎么输的。因为在他们的专业眼光中，对手显然要比自己疯狂得多，但他们还是错了。这当然不仅仅是这批“海归”的悲哀，也不仅仅是万国的悲哀。不难想象，这种冷酷的逻辑将决定性地改变他们一生的思维方式。

可以说，中经开开创了中国资本市场上靠“违规看牌”赢钱的先河。不过，这还不是中经开在“327 事件”中作出的最恶劣示范。最恶劣的示范在于，中经开在“327 事件”中，以最明火执仗的方式开创了中国裙带资本财富转移的新通道。这实际上是中国裙带资本大规模介入证券市场的一个明确信号。

在“327 事件”之前，上海和深圳证券市场虽然已经红红火火，但仍然具有强烈的地方色彩，与成立不久的证监会的关系也处于若即若离的状态。或者更准确地说，它是地方政府权力在 90 年代初期急速扩张的一个标志性领域。由地方崛起的万国证券在当时全国证券业中的无限风头，就是这种扩张的生动写照。许多人都记得万国在虹桥机场树起的那块著名的广告：万国证券，证券王国。其气势与雄心，让人闻之而怦然心动。而国债期货的引入彻底终结了地方性券商的主

导地位。

就当时上交所总经理尉文渊先生的本意看，引入国债期货品种，主要是为了扩大和巩固上海证券市场在全国的地位，但他没有想到的是，国债——这个无论如何也属于中央政府权限范围的品种，不仅将全国性的宏观经济政策带进了证券市场，同时也将一种更加具有操纵性的力量引入了市场。中经开正是这种力量的代表。市场原有的博弈格局陡然发生了变化，天平的倾斜已经在所难免。

有人估算，在整个“327 事件”中，多头的盈利在 70 亿左右。作为多头主帅，中经开自然应该赚得盆满钵满。但奇怪的事情发生了：中经开竟然没有盈利。那么 70 亿白花花的银子究竟被谁拿走了呢？答案已不言自明，靠内幕消息在中经开名下开老鼠仓的人拿走了。可以证明中经开的确没有在“327 事件”中盈利的一个间接证据是，在“327 事件”后不久，中经开公司竟然几次面临支付危机。在挪用客户保证金达 68 亿元的同时，还累积了 70 多亿元的债务，公司几乎被掏空而濒临破产。不过，这仅仅只能表明中经开公司没有盈利，而那些与中经开相关的个人的财产增值情况也许正好相反。中经开作为一个特殊公司的功能及性质，在这里变得一目了然。“327 事件”后有人称，“327”一役，造就了一批亿万富豪。对此，一位朋友笑着问，你能想象一个普通的司机在“327”短短的几天行情中，赚到近亿元吗？不过，最应该问的是，这一批人究竟是谁？

“327”事件后，中央组成了以财政部、人民银行、证监会、安全部等六大部委构成的联合调查组，对事件进行了调查。阵容不可谓不强大，规格不可谓不高。但正如一些人所预料的那样，管金生以个人 17 年牢狱的代价为“327 事件”画上了暂时的逗号。之所以说是暂时的，是因为“327 事件”在以后肯定还会被人重新提及。后来一位更著名的海归派人士——梁定邦提到了这个问题。梁先生用同样不识时务的口气说，应该重新评价 6 年前的“327 事件”。很显然，在中国目前的环境下，他也只能是说说而已。

不管围绕“327 事件”还会产生多少争议，但有一点现在就可以肯定：作为违规的一方，中经开也应该受到惩罚。万国的管金生被判，辽国发的高氏兄弟蒸发，惟独中经开稳如泰山。这个结果，已经充分暗示出中国证券市场的庄家群落自“327 事件”之后一直延续至今的新版图。以“327 事件”为界，中国证券市

场由此折入了一个新的时代：一种全局性的操纵力量开始登堂入室，并逐渐占据主流。

在许多人看来，中经开是不能受到惩罚的，因为它意味着一种超越法律的力量，在这种力量面前，法律是软弱的。这等于是在说，只要中经开不自寻死路，它就依然可以为所欲为。果然，中经开在东方电子的炒作上又上演了它的拿手绝技。

从炒作上讲，东方电子是一个非常成功的典范。这不仅是因为它在4年中累计60倍的惊人涨幅，而且也在于它将科技股高成长性的投资理念，深深地植入了中国证券市场。中国证券市场中的许多投资者，大概都是从东方电子开始认识科技股的魅力的。但可惜的是，这只是东方电子这个传奇故事的前半段，后半段则又是一个让所有投资者魂飞魄散、恶梦连连的梦魇。

导演这个悲喜故事的，又是中经开。

与“327”国债期货几十天赌输赢的情况不同，在东方电子上，中经开似乎经过了长时间的策划。资料显示，中经开不仅是东方电子1997年上市时的主承销商和上市推荐人，而且是东方电子在二级市场上长期的重仓持有者。用庄家一词恐不为过。人们通常将德隆系的几家股票作为长庄的代表，但从时间上推算，中经开介入东方电子的时间应该更早。而其操作时间之长，股价翻番幅度之大，决不逊于德隆系股票。如此看来，中国长庄的开山鼻祖应该是中经开。其实，中经开应该早就在四川长虹上有过类似长庄的努力，只是由于各种原因而未能成功，但这种抱负却在东方电子上得到了近乎“完美”的实现。不过，这一次上阵的中经开已经武装了更新式的武器：基金。在东方电子长期的令人惊叹的涨升中，基金景宏和基金景福都扮演了重要角色。从公开资料能够看出，到2000年末，基金景宏持股达到10669512股，占总股本的1.16%；基金景福持有2737848股东方电子。而到2001年6月30日，这两家基金仍然分别为东方电子的第七和第十大股东。而中经开正是这两家基金的管理人——大成基金管理公司的发起人。虽然这两只基金在规定时间披露的持股量，对于当时流通盘已经相当庞大的东方电子来说，只具有某种象征性，但却为老庄的出货及老鼠仓的出逃起到了决定性的作用。这两家基金首次出现在东方电子的股东名册上的时间是2000年中报，

这个时候已经是东方电子的最高价位区域，傻瓜都看得出，这两家基金所为何来。他们并非是冲着东方电子的高成长性而来，而是为了替庄家高位接货而来。鉴于当时基金在投资者心目中理财专家的高尚而又专业的形象，这两家基金实际上还起到了迷惑投资者并吸引跟风盘的作用。这大概用不着有更多的怀疑。虽然基金的高位接货早已不是什么秘密，但中经开在短短的时间里就将一个为投资者理财的工具，变成了为庄家服务的私器，还是让人不得不感慨于中经开的敏捷与无所顾忌。

这几年，基金的职业操守及专业形象广受非议，但中经开的严重违规却为我们揭示了这个问题的另外一面：大股东对基金公司的控制。有中经开这样的庄家股东存在，基金公司的胳膊又怎能拧过大股东的大腿？在这个意义上，广大的基金从业人员的确相当无辜，他们正在为大股东的不法行为背黑锅。这一次，与撤消中经开的公告同时发布的还有中经开退出大成基金的公告，但愿这能够成为中国基金业重新起步的契机。

在中经开对东方电子的炒作中，大家还可以发现庄家赚钱的另外一个秘密手段，那就是利用内部职工股。中国早期的股份制公司大多发行有大量的价格低廉的内部职工股，这些内部职工股一旦上市，获利将相当丰厚。不过，一般的情况往往是，等到股票上市时，由于上市信息的极度不对称，所谓的内部职工股早已易手。基本上已经掌握在那些对上市信息非常清楚的内部人手上。而许多公司，根本就没有真正发行内部职工股，而是将内部职工股直接装进了自己的口袋。

有人曾经通过 1997 年东方电子的年报计算过，东方电子在 1997 年底，在册职工人数应为 1036 人左右，但其年报则显示，持有其内部职工股的户数为 5444 户。比它应该有的职工数多出 4000 多人。仅此一点，我们就可以判断，东方电子的内部职工股存在严重的问题。要么在上市前有过大规模的换手，要么存在超范围发行的问题。

东方电子在内部职工股上的猫腻，可能正是中经开与东方电子长期“战略合作”的原因——一个美妙的蜜月就此开始。换句话说，没有大量和廉价的内部职工股的集中（更确切地说，是向少数知情人手上的集中）也就没有人有动力去创造东方电子的这个“造富神话”。这个推理应该可以列为常识。东方电子内部职

工股创造富翁的能力的确是惊人的。经过长期的送股，在东方电子职工股上市时，其成本已经降低到每股 0.20 元，最高增值幅度可以达到 200 倍。这样的财富奇迹，的确让普通人躁动不已，不过他们也仅仅只有躁动的份儿。

有趣的是，一家 IT 业的报纸竟然将东方电子的内部职工股模式形容成尊重知识的典范，真是让人哭笑不得。一夜之间批量打造了一批百万富翁不假，但并不是他们想象中的所谓“知识英雄”，而是躲在幕后的“权力贵族”。

以内部职工股的黑箱作为源头，到二级市场上股票价格的延续多年的高成长，我们清晰地看到了中经开在东方电子上的这个“宏大策划”。这当然是一个杰作，但也是一个彻头彻尾的阴谋。

自从“327 事件”以后，很多人就将中经开称为中国证券市场上的“恶少”，这一是形容其树大根深，背景不凡，另一方面则是形容其手法凶悍，行事肆意。但从本质上看，这毋宁是所有裙带资本的统一标签。不过，“恶少”这一标签对中经开仍有不够恰切之处，中经开恶是恶矣，但却早已不“少”。十多年了，中经开早就应该成熟起来了，但让人意想不到的，中经开尚未成熟，便已经死去。惟愿，这仅仅是中经开的自身命运。

在东方电子的炒作中，我们看到了中经开对高科技概念的超强悟性，以及对基金的某种独创性运用。看来，中经开也是懂得“与时俱进”的。

中经开这种“与时俱进”的特征在银广夏的故事中也同样显露出来。

银广夏的故事大家都已经非常清楚了。但绝非偶然的是，在银广夏的操纵案中，我们又一次看到了中经开的影子。

在银广夏崩溃前的股东名单中，中经开的关联公司及关联基金都置身其中。其中中经开物业持有银广夏近 1000 万股；景宏、景福两基金持有 1100 多万股。不用说，这几家与中经开密不可分的关联股东又是在银广夏股票价格大幅拉高之后介入的。其用意与手法可谓如出一辙。

从时间上推算，东方电子与银广夏的炒作在时间上有交叉。也就是说，中经开几乎在同一时间出击两家（也许是数家）大牛股，其路子之野，气魄之大，让人望尘莫及。业内谓中经开凶悍，看来绝非戏言。

由于银广夏事出突然，还有许多老鼠仓未及出逃。于是坊间传说：中经开全力游说高层，希望 0557 无限期停牌，并最终采取琼民源方式重组，这一方案后来由于有人坚决反对而未果。这虽然是一个不太可信的传说，却显示了人们很容易对中经开这类机构所产生的某种联想。但不管这种传说是真是假，有一点是清楚的：中经开的背景仍然是它在中国资本市场上呼风唤雨的尚方宝剑。可悲的是，总有人相信他们能够在这种背景的庇护下分得一杯羹，从而主动地投靠与跟随。很不幸，这可能只是那些被权力崇拜麻痹了的人们的一厢情愿。于是我们发现，在银广夏的牺牲品中，又增添了一批新的刀下之鬼。

这个很不完全的名单是这样写着的：

上海金陵因投资银广夏损失 1 亿元。

轻纺城因投资银广夏损失 7500 万元。

银鸽投资因委托理财投资银广夏 1.2 亿元，损失约 1 亿元。

不管这些牺牲品是主动献身还是真的受骗。但从这些受害者是清一色的上市公司来看，我们发现，裙带资本想要猎杀的目标，已经不单单是中小投资者了。他们的能力与胃口要求他们去捕杀更大的目标。人们普遍认为，银广夏所引发的震撼是央行最终决定关闭中经开的关键因素。将一个地地道道的骗子，化装成一个无可挑剔的蓝筹股，中经开把自己的想象力和“背景”都用过了头。所谓盛极而衰，银广夏遂成中经开在中国证券市场的最后冲刺式的一搏。在这几年信托业争先恐后的倒闭比赛中，中经开尚能逢凶化吉，成为少数幸运儿（2000 年 6 月，中经开成为极少数确定保留的中央级信托投资公司），但最终却没能逃脱自设的银广夏陷阱，中经开是被自己的贪婪与自负击倒的。

在中经开的网页上有这么一段话：“公司（中经开）宗旨是根据国家有关方针政策及法律法规，以支持政府鼓励的开发性、示范性、关键性生产经营项目为重点。”对比中经开在中国资本市场上的种种“开发性、示范性、关键性”的践行，这段话不仅是绝妙的讽刺，也透露了中经开能够为所欲为的天机。权力权力，多少罪恶假汝而行！

中国资本市场 2001 年的噩梦似已过去，市场的气氛复归平静。但在这种平

静的表象下，中国资本市场冷冰冰的吞噬逻辑却依然固我。只要这种逻辑不改变，中国资本市场的明天就将是过去的延续。正如中经开有关负责人在回答某报纸记者提问时向我们所提示的那样。当记者问及中经开与东方电子的“亲密接触”时，中经开有关负责人冷冷地答道：“我能说的只是，到目前为止，中经开已经不再重仓持有东方电子了。至于以前与东方电子的接触，已经是过去的事了，过去的事情了解它做什么？”这位人士还补充说，“中国证券市场需要树立信心，需要向前看，没有必要对一些问题太过渲染。”

是的，中经开的确不愿意回顾过去，因为它的过去太神秘、太敏感。在查询中经开的资料时，我们曾经在网上苦苦寻找中经开的公司网站，但遗憾的是，我们只找到一个挂在和讯网上的残破网页。上面除了寥寥数语的公司介绍外，最醒目的就是通常用来炫耀背景和装点门面的领导人题词，傲慢及神秘与前面那位负责人毫无二致。中经开究竟要隐瞒什么？偌大一个金融公司，竟然没有一个像样的业务网站，中经开对业务的潦草及漫不经心由此可见一斑。从这个角度讲，中经开实际上已经早露败象。

与中国证券市场上其他出身草根或地方的庄家不同，中经开是天生的贵族，出身名门，血统高贵。它一开始就拥有其他庄家期望但却不能轻易获得的权力优势。在这里，中经开无疑更接近中国庄家的典型形象。在中国资本市场中，出身草根的庄家必须通过“赎买”这个中间过程，才能够开始他们的操纵。换言之，他们必须向保护者交纳高昂的保护费之后，才能够开始考虑自己的盈利。而类似中经开之类的庄家则完全可以省略这个中间过程，他们无须更多的武装，就可以直接进行公共财富的掠夺。在这个意义上，中经开实际上是那种所有庄家欲以巴结、投靠和赎买的对象，是那种所有庄家乐于炫耀的所谓“背景”。

对于中国证券市场而言，中经开的消亡，可能昭示着一个时代的结束。这个时代由无限遐想开场，却以凄惶迷茫告终。其中风云诡谲，又岂一个乱字了得。

英雄总被雨打风吹去。幕，开启又合上，我们却始终不得门而入。不过，所有辉煌过后的遗迹，都毕竟为我们树起了警醒的界碑。这可能是中经开带给我们的惟一正面意义，虽然代价不凡。

6、德隆是谁

2004年2月25日，北京，德隆董事局处处渗透着中国式豪华的办公室中，德隆董事局主席唐万里正在接受《哈佛商业评论》的专访。一家在中国土生土长的草根企业能够与世界顶级的管理杂志对话，似乎暗示着德隆正在获得一张特别通行证——成为被世界主流媒体认同的国际化企业中的一员。然而，此时的唐万里心里十分清楚，这是德隆又一次惊险的“危机管理”。现在看来，这次行礼如仪但实际上谁也听不懂谁的对话，更像是一次精心安排的加冕。只不过，它的四周已经树起了高高的防弹玻璃。其惊险刺激的程度只有当事人自己能够体会。在德隆短暂而又奇崛的历史中，“惊险”早已经成为一种生活方式，这一次危机似乎也并无任何特殊之处。所以，当唐万里以一如既往的大将风度侃侃而谈，描绘着德隆种种国际化理想的时候，他可能并没有意识到，这已经是德隆传奇故事的尾声。因为，就在他的脚下，山体彻底崩塌前第一块巨石滑落的声音已经清晰可闻。这一次，的确不同！

一场从一开始就注定是多米诺的游戏终于进入了它最后也最具观赏性的阶段，德隆，这个几乎完全是凭个人意志支撑着的金融帝国即将不支倒地。

在随后的一个月中，德隆老三股从徘徊已久的悬崖上一跃而下，迅速完成了它最后的规定动作，其姿态与所有庄股并无丝毫不同。一个神话最终以落俗的方式自我了断，其结局并不出人意料。但这个神话在中国证券市场上顽强屹立了将近八年，其意义则已经殊为不同。八年，占到了中国证券市场历史的大约三分之二的时间。站在这个角度，德隆，作为一种现象，其意义已经远远超出了中国证券市场所有的重大事件，也远远超出了中国证券市场本身。

庄家德隆

1997年6月，一家在证券市场上名不见经传的民营企业进入了沈阳合金（000633）。这就是后来成为神话的新疆德隆。此时，正值中国证券市场重组之风盛行，各类企业如过江之鲫纷纷假道进入证券市场，藉藉无名的新疆德隆不过是其中的一员。除了雄心勃勃的唐万新自己，当时谁也不会想到，正是这家来自遥远西域的陌生人，将书写中国证券市场上最为恢宏的传奇。时至今日，我还清楚地记得，当德隆进入合金的消息正式发布后，一位朋友敲开电脑上的F10肯定地告诉我，合金有戏。因为曾经听我谈起过德隆，知道我与他们有过一些交道，

他希望我打个电话侧面证实一下他的判断。我不屑地一笑：他们能掀起什么大浪？但后来的事实证明，我错了。德隆来者不善！

继 1997 年 6 月进入地处沈阳的合金股份之后，德隆在当年年底又旋风般地控股了位于中国另一端的湘火炬（000549），加上更早在老家新疆参股的屯河水泥（600737），德隆一下就控股了三家上市公司。其进入速度之快、地域分布之广，令人侧目。德隆在中国资本市场一落子，就显示了它与众不同的“大模样”布局。要知道，在那个时候，即便是背景深厚的大型国有企业在如此短的时间中跨越如此大的行政管理半径，控股三家上市公司也要费尽周折。但德隆却奇迹般地办到了。这一方面显示了中国民营企业对资本市场的灵敏，另一方面也显示了德隆在决策和执行上的高效（这一点似乎一直是德隆的优势并使其他中国民营企业黯然失色）。但就是在这个时候，“世故”的资本市场依然将德隆看作是匆匆来往于这块淘金之地的逐利之徒，以为德隆不过是炒一把就走的现金偏好者，其表现出的气魄也只是初生牛犊们惯有的莽撞和冲动。然而，德隆又一次让人们跌碎了眼镜。德隆不仅不是那种蝇头小利即可以满足的普通逐利者，也不是一般意义上的强庄，它的胃口大得惊人。在这个全新的舞台上，德隆不仅准备大干一场，还要成就一项霸业。这种雄心壮志已经远远超出当时资本市场中凡夫俗子们的合理想象。德隆一出手就控制了三家上市公司，绝不是出于虚张声势的庄家习气，而是一种霸道气质的不经意流露。就我个人对当时德隆的观感而言，在德隆的这种雄心中，更多的是对证券市场的盲目，是一种无知者的“无畏”。但无知从来就不是年轻人的克星。对于一批斗志旺盛，有着强烈企图的年轻人来说，充满机遇的中国新兴资本市场无疑是他们一展英雄抱负最佳的揭竿而起之地。除了时间，没有什么能够阻止年轻人的冒险。就这样，德隆开始了他们在中国资本市场史无前例的冒险之旅。

在控制了三家上市公司之后，德隆依照坐庄惯例一路推高三家公司的股票。但德隆就是德隆，它并没有像普通庄家那样见好就收，而是将三家股票的价格推到了令人咋舌的程度。到 2001 年年底，通过长期的运作，德隆老三股的股价上涨幅度全部超过 1000%，其中最早开始运作的沈阳合金涨幅更是超过 1500%。对股票市场稍有了解的人都知道，如此推高股价无异于将绳索套在自己的脖子上。但德隆的奇异之处也正在于此。德隆不仅没有将绳索扔给其他人，而且在自己的

脖子上越勒越紧。当大胆到难以想象的时候，人们就会怀疑自己的判断有误。德隆正是凭借这种超乎常规的举动，奠定了自己中国第一庄的名声，这个“第一”不仅仅是指德隆的强悍，更是指它与一般庄家鲜明的区别。这种区别已经对人们的常识构成了痛苦的挑战。需要指出的是，德隆老三家股票中的沈阳合金及湘火炬在1999年“519”行情之前涨幅已经相当之大，控盘比例也已经相当之高。如果以前没有出货是因为时机不好的话，那么“519”行情就为这两只股票提供了最佳的出货时机。但德隆不仅没有出货，控盘比例反而进一步升高。这里面只有两种可能。一是德隆对后市充满信心，认为可以找到更好的出货机会，另外一个可能则是，这个时候德隆手上的湘火炬和沈阳合金流通股已经悉数抵押，并成为德隆资金链的源头。第一种可能性并不大，因为再看好后市，对于盈利丰厚的股票无论如何都应该做减仓处理，但数据显示德隆并没有这样做。那么剩下的只有后一种可能。如果是这样，那么就证明此时德隆的战线已经拉得相当广阔，资金链早已紧绷。在这种时刻，资金的抵押源头不可以有半点动摇。有朋友告知，这个时候德隆介入的股票的确相当之多。但无论如何，在监管废弛、行情火爆的1999年，德隆如果强行出货，平安降落的概率还是有的，起码要远远高于此后的阶段。果真如此，德隆就可能在这个市场中活得更长一些。但德隆要的不是这个，他要的是活得更辉煌一些。在欲罢不能的情况下，德隆必须更坚定地出击，并将战线拉得更长。事实上，德隆在金融领域的引人注目的扩张都是在这之后发生的。但这并不能证明德隆是“519”行情中的大赢家，相反，这种反常的扩张可能恰恰在说明这样一个事实：德隆的资金比任何时候都更紧张，必须进行更大规模的融资并将融资手段延伸到有限的证券市场之外。也许，在德隆的逻辑中，活得更长的惟一办法，就是活得更大，活的更辉煌，这当然不是常人的思维，但德隆到底是德隆，因为它一贯就是以超常思维生存的。德隆做出这种选择，一是出于路径依赖（依靠融资生存的路径），二是激进的性格使然。在2004年2月德隆危机爆发初期所安排的一系列“危机公关”中，《经济观察报》对唐万里访谈后的文章标题非常醒目：“唐万里：我不相信激进变革。”但德隆在中国股票市场上看不见的作为显示，德隆的作风其实相当激进。或许，唐万里所说的“激进变革”是针对德隆目前的处境有感而发，另有他意。

牛熊循环乃资本市场之常态，在牛市中已然欲罢不能的德隆，在熊市中的处

境可想而知。2001 年之后，中国股票市场开始了新一轮熊市，这肯定对风险极高的德隆模式构成了考验。更为严峻的是，随着基金黑幕、中科创业等一系列事件的爆发，监管环境日趋严，舆论对庄家越来越不利。但就在其他德隆的模仿者一个个落荒而逃的时候，德隆再一次创造了神话。

不仅老三股在长达三年的熊市和舆论的不断围剿中屹立不倒，而德隆本身也在监管风暴中幸免于难。不仅如此，德隆在金融领域的扩张反而进一步加快，在这期间，德隆进入多间证券公司、信托公司，还将其触角伸展到了核心金融领域：商业银行。一个庄家的德隆正在变成一个金融控股公司的德隆。德隆总是要让人瞠目结舌。在德隆这些惹眼的扩张动作中最引人注目的就是参股深发展（000001），这个参股动作在证券市场已经明显转熊的时候，让大盘一口气反弹了 300 多点，并且创造了中国证券市场有史以来的新高。德隆的胆气的确不可小觑，它甚至准备左右大盘。其“泰山崩于前而不变色”的枭雄本色由此可见一斑。德隆在熊市和监管风暴中的奇异表现在颠覆了人们的常识之余，也引起了广泛的猜测。举其要者，大致有三。一是德隆有某种深不可测的“背景”，这在权力不受约束的中国是特别容易被联想到的。二是德隆的确有钱，而且有很多钱。但 2004 年 5 月 9 日湘火炬为区区 1 亿元将新疆德隆告上法庭的事实表明，德隆并没有看上去那么有钱。起码，它的现金流情况与它 200 多亿的资产规模并不相称。所以，第三种猜测最有可能，那就是德隆在熊市中的反常表现应该被归结为德隆的资金紧张。缓解资金紧张的办法有两种，一是收缩战线，另一条就是进行更大规模的融资以图补救。显然，德隆选择了后者（当然，从来不会束手就擒的德隆此时可能已经别无选择）。排除德隆的背景因素，德隆在熊市中不断控股上市公司、证券公司以及地方商业银行的举动可以这样理解：这不是志得意满的德隆在高歌猛进，而是身陷困局的德隆在继续冒险；不是其他庄家比德隆更愚笨，而是德隆比这些庄家有更大的胆量、更强大的融资网络和更坚强的意志。的确，德隆把局作大了。这虽然符合德隆的性格，但却是一条显而易见的危险道路，在不断扩大资产规模的同时，德隆也在不断放大整个市场的系统风险。匪夷所思的是，言之凿凿要将监管进行到底的监管当局为何独厚于德隆？

有趣的是，德隆的草莽性格和路径依赖困局为德隆意外地赢得了一个好名声：善庄。据朗咸平先生估算，“德隆系”运作成本 70 亿左右，而帐面利润在

50 亿左右。这还是郎咸平 2001 年的估计。事实上，加上 2001 年到 2004 年这段时间，德隆在老三股上的运作成本可能高得惊人。这个成本中不仅包括各种法定的交易费用，也肯定包括应付监管的各种“公关费用”。账面利润毕竟是虚的，但维持成本却是真金白银实实在在堆出来的。我的两位合作伙伴曾经对中国上市公司进行过多次流动性排名，他们惊讶地发现，德隆老三股的流动性赫然排入前列。这是德隆与其他庄股最显著的区别之一。不管是银行还是德隆自己在为老三股提供流动性，但这个结论证实，德隆用以维持股价的成本要显著高于其他庄股。这样算来，德隆在老三股上的盈亏将是一个巨大的负数。如此坐庄，在常人眼里肯定是疯子的作为。但德隆显然不是常人，它是长于算大账的战略家。在德隆那里，除了作为连环抵押的资金源头之外，老三股实际上是一个它要精心打造的品牌，一个具有展示作用的形象工程。在这个形象工程背后，德隆将开辟更为广阔的看不见的战场。老三股没有人接货不要紧，但品牌的威力却是无穷的。有了这块超级庄家的金字招牌，只要听说是德隆的庄，市场上的庄家崇拜者就会趋之若鹜。德隆，实际上是在利用老三股的市场品牌在暗中推销它的其他“系列产品”。就系统性而言，德隆的确是在中国证券市场推进品牌战略的第一人，意识和胆量上都让其他庄家望尘莫及。这个时候的德隆显然已经成长为中国证券市场中的头号战略家。德隆确实敢赌，学习能力和领悟力也非同一般。对于那些持有或者曾经持有老三股的普通投资者（这种人到后期应该已经极少），德隆的确是善的，但对于那些持有德隆坐庄的其他股票的投资者呢？很显然，德隆之善仅仅止于老三股。其实，以中国证券市场普遍被接受的道德标准，庄家无所谓善恶。跟庄可能盈利也可能亏损，庄家自己也如此，庄家的存在实际上已经成为这个市场上一种正常的市场风险。这虽然是一个令人悲哀的道德标准，但却一直是中国证券市场的一个事实。在这个意义上，人们并没有充足的理由责备作为庄家的德隆。德隆利用明面上老三股品牌将自己拔高为所谓善庄，以赢得在中国非常有力量的道德资源，彰显了德隆在 2001 年之后在舆论上的窘迫。但在有常识的人那里，庄家成为散财童子的说法只能是童话或者传说，其说服力为零。如果德隆真正是散财童子的话，那么庄家德隆到哪里找钱去？德隆的失足显然不是在它作为庄家的道德缺陷上，而是在其他地方。

德隆究竟利用它富有想象力的品牌战略坐了多少庄、赚了多少钱，我们不得

而知。但从德隆后期尴尬的现金流状况可以看出，这种战略虽然匠心独具，但效果并不如德隆的期望。事实上，从“爱多”、“秦池”等现成的品牌灾难来看，要在短期内通过巨大投入来打造品牌，其风险远远高于收益。而证券市场投资者的智力，也绝不会比一般市场消费者更低。他们实际上是比普通消费者更难啃的一块骨头，更何况，中国新兴资本市场的容量相当有限。这样，市场的容量和投资者智力就在德隆——这一群雄心勃勃的战略家面前，竖起了一堵高高的围墙。德隆纵有再坚强的意志，再出色的智力，再机敏的反应，也无法跨越这个现实的约束之墙（这其实是中国庄家普遍遇到的一个困境）。于是，一个意外但却必然的结果出现了。德隆将博弈对手转移到证券市场之外，将庄家与中小投资者的博弈转变成庄家与整个社会资源和公共财富的博弈。由于银行、证券公司等掌握公共财富的金融机构以及庞大的国有企业普遍存在的软约束，这个隐蔽的博弈得以成立。而且，其可能产生的“利润”要比证券市场本身具有诱惑力得多。通过将庞大的公共财富（主要是银行贷款及各类国有企业资金）引入证券市场，再利用证券市场几乎完全敞开的漏斗（比如老鼠仓等），中国庄家要比一般意义上仅仅通过市场差价获取利润的庄家活得滋润得多。实际上，通过证券市场转移并重新分配社会公共财富，是中国庄家们最主要的生活方式之一。庄家从社会公共财富那里拿到的要比直接从证券市场中小投资者那里拿到的要多得多，引起的愤怒却要小得多。这种财富剥夺，虽然没有具体和直接的对象，但却是施加于全体公民的一种恶税。不幸的是，这种在中国做“大生意”的通行财技，竟然是中国社会近20年来公认的潜规则。在这个意义上，德隆（以及其他庄家）不过是芸芸众生中的一员，是中国改革文化一个漫画式的人格化代表。以普遍主义的立场，先知先觉的德隆无所谓善也无所谓恶，它的问题仅仅在于：它以激情的方式将这种财技发挥到了极至。德隆这种由领导人个性特征和企业路径依赖共同决定的激进战略，造就了一个独一无二的德隆，也为更大的灾难留下了伏笔。

罕见的魄力、超乎寻常的意志以及令人印象深刻的学习能力（这一点我们将在后面看到）虽然使德隆区别于一般的庄家，但德隆毕竟是庄家。德隆虽然在表面上极力否认这一点，但在心里，德隆自己大概也不会相信。老三股经典的庄股品牌放在那里，德隆要想为自己的庄家“出身”翻案，恐怕很难。德隆既然为自己量身定做了品牌，它就必须为这个品牌付出代价。

在 2001 年监管风暴之前的庄家合法化时代，德隆一直是一场哑剧的主角。但这个哑剧的主角如此显眼，所以，一旦时代开始反省并重新清算的时候，作为一个象征，德隆就将成为首选的被告。哑剧的主角必须开始说话了，它将为自己辩护。现在，我们终于应该知道唐万里“我不相信激进变革”的真正含义了，它的潜台词可能是：作为一个既成事实，人们应该允许德隆从一个庄家渐进地变成别的什么东西，这就是德隆在监管风暴之后急切要告诉人们的另外一个德隆——民企德隆。

民企德隆

在中国证券市场的哑剧时代，德隆一直是以超级庄家的面目示人的。这种以前曾经呼风唤雨的声名，在 2000 年之后，逐渐成为一种沉重的包袱。因为这个包袱，德隆非但得不到道义上的原谅，更容不得有半点财务上的疏失。但德隆既然已经大到无法悄悄淡出的地步（这本身也不符合德隆的性格），那就只好换一副面孔。

2001 年之后，德隆一改从前的低调，开始有节制的在媒体上露面，所要凸现的惟一主题就是：德隆是做企业的。在一次接受记者采访的时候，唐万里甚至用富有感情的语气强调：“我最爱好做企业了，什么爱好都放弃了，一辈子都要做下去。”唐万里的话或许不假，但这与德隆是不是做企业的却是两回事。那么，德隆究竟是不是做企业的呢，或者，德隆在多大程度上是做企业的呢？

做企业与做金融并没有什么道义上的高下之分，也绝无泾渭分明的划分标准。德隆之所以选择前者，一方面是想洗刷自己的庄家恶名，尽快脱掉这一件不中用的行头；另一方面，其更深的用意，则是要说明这样一个问题：无论是过去还是现在，德隆的主要现金流来源都在实业，而不是在金融。换句话说，德隆帝国的地基牢牢扎根于实业，并不会因为金融市场的风吹草动而稍有动摇。德隆介入金融完全是为德隆的实业服务的。这应该是普通人划分金融和实业的标准，也应该是德隆的标准。为了尽量在形象上靠近这个标准，德隆不声不响地做出了巨大的努力。它不仅为自己的实业归纳出了许多特别适合中国人记忆的专用词汇，诸如“白色产业”（乳制品等）、“红色产业”（番茄酱等）、“灰色产业”（水泥等），还不断邀请经济学家、新闻记者到德隆的工厂参观考察。德隆甚至以叫板的方式

点名邀请郎咸平（此人一直与德隆“过不去”）到德隆的工厂走一走、看一看。这种持续的媒体操作起到了部分效果，一个新的实业德隆正在逐渐覆盖它以前留给人们的形象。然而，德隆这种急于昭告于世的新形象却与事实有相当大的差距。

从一家个体照相馆起家，德隆据说已经有了 18 年的历史。用编年史的方法来记述德隆的企业史，不仅乏味，也不是本文可以胜任的。当然，更不符合德隆的性格。因为德隆喜欢精彩。只有足够精彩的故事才能够体现德隆。

在进入中国证券市场并大红大紫之前，德隆已经有一些江湖名声。这源于德隆在京城的一家生意非常火爆的夜总会——这就是后来被媒体寻根刨底挖出来的 JJ 迪厅。这家夜总会现在被许多人认为是德隆的第一桶金。但这可能是一种误解。因为此时的德隆，实际上已经介入了相当多的行业，除了赚钱的 JJ 之外，还有规模不小但相当不景气的其他产业，比如当时非常时髦但在 1993 年经济紧缩之后迅速沦为陷阱的房地产行业。重要的是，所有这一切都是靠银行贷款支撑起来的。这几乎是当时突然“做得很大”的新兴企业的通例。这就是说，德隆在当时的负债已经相当可观。我们不敢断言此时德隆的净资产究竟是负还是正，但德隆此时的情况应该并不乐观。一位早期很接近德隆的朋友在 1996 年的时候曾经绘声绘色地给我讲述过这样一个故事。在 1993 年 6 月银根剧烈抽紧之后，众多靠银行贷款迅速膨胀起来的企业以更快的速度陷入了困境，德隆也是其中之一。但与众多四处躲避银行追贷的企业老总不同，唐万新没有躲避，而是常常将贷款银行的行长们召集起来开会。告诉他们，德隆不仅无钱可还，而且需要继续贷款，否则大家一起完蛋！看来，这种临危不惧、知难而上——后来在证券市场被发挥得淋漓尽致的典型德隆性格，有着更加深刻的历史因由，也在相当程度上决定了德隆后来的企业路径。不过，隐藏在故事戏剧性中最重要的意义，则是彰显了德隆当时艰难的财务困境。这说明，号称年盈利 3000 万（这个由《财经》杂志提供的数据在当时是一个相当大的数字，可信度不高）的 JJ 迪厅，是不是真正使德隆的净资产变成了正数，是一个相当大的疑问。换言之，德隆有没有严格意义上的第一桶金，是一个疑问。至多，此时的德隆只是维持了脆弱的现金流平衡（如果真能这样，德隆在众多靠银行贷款过日子的企业中应该算是不错的）。但无论如何，德隆还是挺过来了。这是性格和意志的胜利。这个苦涩的胜利不仅使德隆体会了“性格即命运”的真谛，也使德隆真正领悟到了金融的第一重要性。

后期的德隆尽管引进了很多知识人，表现出对理论的某种喜爱，但在骨子里却是十足的经验主义者。毫无疑问，在进入证券市场之前的这种铭心刻骨的“缺钱经验”决定了，只要有机会，德隆就会在证券市场中舍命一搏。

与人们通常的印象不同，德隆早在老三股中亮相之前，就已经以各种方式潜入了证券市场。在南方某城市接待一位当时负责德隆金融事务的人士时，这位人士曾经向我透露，德隆当时已经以承包方式控制了西部某省一家驻上海的证券营业部。以当时中国证券市场的低迷状况，很难想象德隆能够在当时的市场中盈利。虽然很难赚钱，但漏洞百出的中国新兴证券市场却是一个“搞钱”的绝佳场所。经过初步的尝试，相信德隆也和其他精明人一样很快就洞悉了个中机巧。对于资金紧张的德隆来说，这无异于在黑暗之中洞开了一扇希望之门。只要发力冲过这扇门，德隆不仅可以浴火重生，而且可以快步登上辉煌的顶点。一夜暴富，是财富时代人性中的普遍弱点，雄心勃勃的德隆当然更不会错过。尽管此时德隆的财务状况完全不足以支持德隆在证券市场采取大规模行动（相信银行贷款在德隆进入证券市场之初起到了重要的作用），但生来就要挑战极限的德隆还是凭着顽强的意志，冲刺而入。

然而，对于没有金融牌照的民营企业来说，在中国证券市场一夜暴富的惟一方式就是坐庄。所以，德隆甫一进入证券市场就立即显示了它的庄家本色。德隆进入湘火炬和合金之后，这两家股票马上呈现出了庄股走势，并在此后“光芒四射”，而成为中国庄股经典。德隆所为何来，实在不问可知。这种庄家动机，从德隆控制湘火炬、沈阳合金之后一路高送配的事实中也可以略窥一斑，因为这是当时庄家操纵股票最得手的手段。在后来致力于塑造自己实业家新形象的时候，德隆一直声辩说：德隆是踏踏实实做事的，但这种自我辩护起码与德隆初期在证券市场上的作为不相吻合。庄家，只要真正赚到钱，就是成功的庄家。成功的庄家仍然可以立地成佛，成为真正的实业家。但德隆真的是一个成功的庄家吗？这一点颇为让人生疑。老三股虽然塑造了中国庄股的绝唱，但它丝毫也不能证明德隆是一个成功的庄家。在头脑清醒的人看来，这种坐庄方式简直就是自杀行为，是一种最愚蠢的坐庄方式。但正所谓大智若愚，德隆在老三股中所表现出的愚笨，也正是它最智慧的所在。老三股惊人的涨幅以及长期屹立不倒的事实，向绝大多数人展示的正是德隆超凡的“实力”。在“实力”就是信用的中国，这足以使德

隆在证券市场、民间借贷市场以及银行方面的融资能力成几何级数般地放大。这实际上也可能是德隆神话中最关键的秘诀。无疑，在中国证券市场上，德隆是在经营一项系统工程。而这种“系统工程”，显然不是那些仅仅准备靠坐庄赚钱的庄家们所能够轻易理解的。以这种融资能力，德隆可以在任何时候讲任何大家喜欢听的故事，又何况塑造几个实业样板呢？于是，当证券市场不再喜欢庄家的时候，德隆就立即为我们奉上了实业家的故事。但德隆从来就不同凡响，它绝不会给我们一个平庸的实业故事，它给我们奉上的是一个更骇人也更加具有智力颠覆性的故事：产业整合。这是德隆倾全力为自己打造的又一块品牌——实业德隆，就像庄家德隆曾经为自己打造的老三股一样。

从理论上讲，产业整合的确有它的迷人之处。但显而易见的是，这仅仅是一种逻辑上的可能性。没有天文数字的资金支持，这种迷人的可能性恐怕就永远只能是水中月、镜中花。更何况德隆是在天然具有分散性的传统行业，并同时多个传统行业中来进行这种整合呢？当然，如果德隆真的具备这种整合能力，只要它愿意，它仍然可以这样做。即便失败了，也可以惊天地泣鬼神，更能够为后继者留下宝贵的遗产。但德隆真的具备这种能力吗？德隆究竟是凭它的行业经验还是凭它的资金实力来完成产业整合？

我们无法确切地知道德隆在成为著名庄家之后的实业情况。但一个明显的事实是，除了以纯粹的金融并购手段取得的老三股以及后来以同样手段取得的汇源果汁（二年之后即告退出）之外，德隆似乎没有在金融市场之外培育出任何一家在行业中具有明显优势的实业公司。如果有的话，德隆一定会将它们注入老三股。这样，德隆既可以更好地整合自己的优势和熟悉的产业，又能够支撑老三股的股价，收回德隆在老三股中的巨大投入。但德隆显然没有这么做，这大概只能证明德隆并没有在某一个行业中积累起“产业整合”所需要的资金以及更为重要的行业经验。难怪在 2001 年的时候，当一位记者向相关研究人员询问合金投资的行业排名时，这位研究人员以不屑的口气回答到：“这有意义吗？它是做这个行业的吗？”这说明，在许多专业研究人员那里，德隆的基本面已经完全失去了研究的必要。德隆，已经不再是可以用正常的专业眼光去观察和研究的上市公司，它是远远超出上市公司之外的某种别的东西。然而，“产业整合”的故事既然已经开始，就必须讲下去。在这种情况下，德隆便只能在老三股上将“产业整合”的

文章做足、做够。显然，德隆是在用别人的钱整合别人的产业，这既是德隆一贯的高明之处，也同时体现了德隆在转型上的无奈。

德隆一直宣称，在进入老三股并进行产业整合之后，老三股的销售额都有了大幅度的增长，在后期，这几家产业整合的龙头据称甚至都有了世界性的份额。在一次《21 世纪经济报道》的采访中，唐万里甚至将德隆的产业整合，描绘成世界性的“德隆机遇”。他说，“这三间公司（指老三股）的产业整合都已经基本完成。现在来买的人多得很。在国外，人家就把这个叫做德隆机遇。”

但稍微研读德隆相关上市公司的财务报告，人们就不难发现，德隆产业整合的效果并非德隆所期望的（如果它真期望的话），更不如德隆所反复宣称的。伴随着规模的不断扩张，这几家上市公司的财务指标都呈现出相当不乐观的发展。其中新疆屯河“截至 2003 年 9 月 30 日，存货为 6.4 亿元，大于同期 6.1 亿元的主营业务收入，速动比率低至 0.27”；合金投资“截至 2003 年 9 月 30 日，应收账款为 7.4 亿，占同期主营收入 8.1 亿的 91%”。

如此财务指标，自然不是什么千载难逢的机遇，而更像是一个独特的“德隆陷阱”。对于德隆及其他人而言，都是如此。看来，德隆的所谓产业整合仅仅体现在规模的扩张上。这种规模扩张在我们传统的国有企业那里，是一件最不难的事情。其惟一的难处就在于要花钱，要花很多钱。但德隆恰好是最不怕花钱的主。自身的造血功能尚且乏善可陈，德隆在实业上的规模扩张就只好借助大量外部资金进行并购操作。事实上，德隆产业整合中最具轰动性的案例——合金股份并购 Murray 所花费的 8000 万美元，就全部来自贷款。

不过，从这一点我们倒是可以看出，德隆借钱和花钱的能力的确相当惊人。很清楚，德隆的所谓产业整合不仅效果不彰，而且靡费巨大。这大概就是德隆在宣布“产业整合”的德隆新政之后，开始马不停蹄在金融尤其是在银行界扩张的原因。一旦德隆金融扩张的步伐受阻，德隆产业整合的故事也将立即停顿。这当然是一场非常惊险的游戏。一位业内人士曾经以赞许的口吻描述德隆：“即使他们是走钢丝的，他们也是走得最好的。”此言极是。但做企业毕竟不是玩杂技。一次成功地走过钢丝，意味着下次走钢丝出事的概率大增。但德隆无论是办企业、还是在玩金融，几乎是步步钢丝，这意味着德隆从钢丝上摔下的概率已经达到了

100%。到现在为止，我们还无法确切地知道德隆最终崩溃的具体原因。但从德隆通过控制的证券公司在 2003 年下半年即开始为老三股接货的迹象上看，在那个时候，德隆资金链已经绷紧到极限。这与 2003 年 8 月交易所国债市场大幅下跌的时间相当吻合。巧合的是，当交易所国债市场在 2004 年 4 月份再次大幅下跌的时候，德隆老三股也开始出现剧烈的跌停走势，始终紧绷着的德隆资金链终告断裂。这表明，国债回购市场可能是德隆极其重要的融资来源之一。作为证券市场中的老手，德隆对如何利用这个市场的漏洞以争取最大限度融资的诀窍应该不会陌生。如果这个判断正确，那么德隆用短期拆借资金去支持三个长达八年的庄股，并试图进行在更长期限内才能见效的产业整合，显然是犯了一个非常低级的错误。当然，对于一直在资金上走钢丝的德隆来说，这个违背常识的错误几乎是必然要发生的。不管怎样，作为一个企业，德隆对外部资金的依赖程度都太大了。这也是德隆（无论是实业德隆还是庄家德隆）的脆弱性所在。这个深深嵌入德隆内部的脆弱性，并不会因为德隆表面上的“国际化”而有丝毫改变。

与牟其中要将“喜马拉雅山炸开一个口子，将印度洋的暖湿气流引入干旱西北地区”的豪情相比，德隆的“产业整合”尽管具有更多的专业色彩和学术深度，但却具有同样的童话结构。当把做企业变成讲童话的时候（这当然不能证明德隆是我们非常熟悉的那种理想主义者），人们就不止是要怀疑其可行性了。一个故事需要一百个故事去弥补，所谓实业德隆不过是一串故事中的一个而已。显然，德隆并不是在踏踏实实做实业，即便是，那也只是一个假故事中的真细节。一位青年经济学者在德隆出事之后，在一个论坛上充满感情地留言说：“18 年来出生入死，含辛茹苦。做实业的艰难，难以尽数。一路珍重，德隆人。”我理解这位学者的情绪，但这毕竟是一个误解。德隆有实业，但牟其中也有实业，许许多多最后崩溃的企业都有实业。但这绝不是他们能够豁免于崩塌的充要条件。

当有记者问唐万里会不会因为德隆危机而卖掉老三股的股权的时候，唐万里断然答到：“因为我的公司的前景和预期很好啊，会真正成为中国的龙头企业。我干啥要卖掉呢？我拿着钱干什么？”唐万里的意思是说，德隆根本不缺钱。这当然不是事实。事实是，德隆不仅缺钱，而且一直缺钱，相对于德隆的欲望来说就更是缺钱。因为缺钱，德隆既玩金融，又搞实业；因为缺钱，德隆既不能成为金融家，也不能成为实业家，它仅仅是一个搞钱者——一个无力也不愿承担风险

的财富追寻者。很不幸，这恰恰是我们这个时代最茂盛的物种。这注定了德隆向任何一个方向的转型都将异常困难。在一个人人都在搞钱，人人都被权力强烈暗示着可以巧取豪夺的时候，实业德隆不过是在一个必须撒谎的时代，在众目睽睽之下又撒了一个必须撒的谎。显然，谎言不仅仅属于德隆。

德隆是什么

在 2004 年 4 月 21 日德隆危机愈演愈烈的时候，唐万里以一句意味深长的话为《经济日报》对他的一次采访做结。他说，“目前，最关键的是各方面要给民营企业发展创造一个更为良好的环境。”

无独有偶，同样是在 4 月份，在一份由新疆工商联副秘书长陈新生个人署名的“关于动用政府信用解决德隆公司资金困难问题的建议”中，更是以质问的口气问道：“然而就在中央提出‘个体、私营等非公有制经济是促进我国社会生产力发展的重要力量’这一重要精神刚刚过去半年……在非公有制经济发展环境从来没有这么好的时候，在全国民营经济日新月异、蓬勃发展的时候，为什么新疆最大的民营企业却遭遇到如此大的困难？”

这里面突出的要点仍然是：德隆是一个民企，而且是新疆最大的民企。民企，作为中国正统意识形态中长期以来的歧视对象，这 20 年来在中国学术界积累了广泛的道义资源。确实，中国民企配得上这种道义支持，也应该具有宪法意义上的法律正当性。实际上，许多学者也正是站在这个角度来理解和同情德隆的。一位经济学者就曾经指斥郎咸平对德隆的批评是“柿子找软的捏”。然而，当民企作为一种新的意识形态，并进而成为一种话语霸权，开始拥有神圣的政治正确性的时候，民企就可能成为 20 多年之前“国营”一样的东西。尤其是，当权力涉入经济已经成为中国改革中一个普遍现实的时候，民企与国企在学术上和现实中的界限实际上已经相当模糊。如果将那些形似民企者统统当作民企加以对待，那就不仅仅是对个别企业的误读，更是对中国问题的误读。在这个意义上，我们必须对“民企”这个话语中所潜藏着的政治正确性保持清醒和警惕。

作为中国的第一民企（有人这样夸张地称呼德隆），德隆无疑具有这种非常流行的政治正确性。而且，从上面唐万里意味深长的结语中，德隆也完全领会了这种政治正确性。然而，德隆是民企吗？如果是，那德隆是一般的民企吗？德隆

之所以成为中国证券市场上一个时代的关注对象，不仅仅是因为它创造了庄股的经典，也不仅仅是因为它提出的“产业整合”的独特理念，更是因为它作为超级庄家长期天马行空但却始终安然无恙所带来的疑惑。在相当程度上，德隆在中国证券市场的影响与其说是德隆的作为造就的，还不如说是德隆带给我们的疑问所造就的。这种疑惑在 2001 年的监管风暴中达到了高潮。

据 2002 年《21 世纪经济报道》的一篇文章指出，“德隆系每年都是证监会的重点监控对象，有 33 名审计师轮番出击，出具了 1500 页的审计报告”。这似乎表明了中国证券管理层一直在默默尽忠着自己的职守。不过，不管这些报告的具体内容是什么，也不管德隆业绩的真实性存有多少争议，德隆在二级市场上的操纵却是铁一样的事实。以德隆股票股东人数之少，筹码锁定程度之高，这甚至是一件不需要调查就能够认定的事情。任何附着在德隆身上的其他事实都不能掩盖这一事实。但为什么在 2001 年以来相继查处了那么多股票操纵案之后，德隆仍然能够巍然屹立，究竟是什么在支持着德隆？中国证券管理层一向后知后觉，但他们在德隆身上的后知后觉确实达到了反常的地步。这种反常引起了广泛的揣测。一种是德隆牵涉甚广，已经成为整个市场的系统风险，管理层投鼠忌器，只能采取分段化解风险的办法。但这种善意的揣测，在其他庄家纷纷成为刀下之鬼的时候，并不能让人完全信服。于是，另外一种更加让人不安也更加耸人听闻的猜测油然而生：德隆有比人们想象的强大得多的背景。在一个权力就是一切的社会中，这种猜测是非常自然和合理的。有心人还找到了不少饶有兴味的“证据”。据《21 世纪经济报道》的同一篇文章称，从德隆控股三驾马车以来，德隆系股票进行了多次配股，并同时展开了大规模的关联交易，但却没有遇到证券监管部门的任何阻力。在有明显价格操纵嫌疑的情况下，德隆的这种“优厚”待遇实在让人百思不得其解。与此形成对比的是，证券主管部门曾经以各种理由阻止过多个问题股的配股方案。更加令人拍案称奇的是，当有人向主管部门提出这些疑问时，“有关人士表示不便作出任何解释。他只是说，对德隆系要有一个平和的心态。”

一位在新疆参观过德隆企业的评论人士在描述他对德隆的印象时说，在那里（新疆），德隆已经像当地政府的某个综合经济部门。新疆是德隆的老家，其扎根之深、影响之大，自然不在话下。以新疆产业基础之薄弱，德隆成为某种亦官

亦商、政商合一的特殊企业种类，也有其独特的历史理由。但本应奉“法律面前人人平等”为圭臬的中国证券监管部门在德隆问题上如此厚此薄彼，就不能不让人浮想联翩了。德隆，早已不是乱世中突然杀出的一路草莽豪强。在 2004 年 4 月 20 日接受《中国证券报》采访的时候，唐万里开宗明义：“德隆是一家民营企业集团，没有特殊的背景。”

以人们所真实感受到的德隆而言，唐万里的话似乎并不可信。背景，是中国近 20 多年来做大生意的又一法门。以德隆之聪颖以及对现实的悟性，德隆当不会自外于这种致富捷径。退一步说，时世如此，德隆再倔强，也难逃这无所不在的裹挟。看来，德隆不是一家一般的企业，它是一家懂政治并且讲政治的企业。

由于某种机缘，在德隆马上就要峥嵘突现之前，本人曾接触过几位德隆的高层人物。而在此之前，因为朋友的关系，对德隆的情况也早有所闻。给我的印象是，这是一家草根性十分强的家族民营企业。老板读书不多，但雄心勃勃。为人处世之间，更透露出对中国政治文化的天然直觉。据手下人称，他们的大老板是一位雷厉风行，坚韧不拔的人物。只要求结果，不讲究手段，霸气十足，纪律严格、赏罚分明。这种秉赋，暗合中国历史上反复出现的枭雄之辈。枭雄者，乱世英雄也。虽与治世的社会规范多有不合，但却总能代表转型时期的某种社会潮流。政治更迭如此，经济转型亦复如此（这是中国专制文化的必然宿命）。德隆这些因领导人个人而生的特殊性格，在后期的德隆身上仍然依稀可辨。平心而论，管理如此之大的资产，拥有如此众多的机构，经历了如此漫长的冒险生涯，德隆竟然没有像其他企业那样因为内部叛卖而出事，唐万新身上的人格魅力的确非同小可。然而，仅仅凭借这些，德隆是走不了这么远的。在经历了十年风云跌宕、险象环生的传奇经历之后，今日的德隆早已不复是从前的德隆，领导人个人的个性和良好直觉已经变成了德隆作为一个整体对时代的一种思想自觉。它终于在这个改革的时代与改革的文化水乳交融、浑然一体。如果说德隆刚刚出道时，还带着原始但非常质朴的英雄主义的话，那么后期的德隆则在英雄主义之外，武装了更多的智慧，处处透着对时代潜规则的透彻理解，处处透着不易察觉的大聪明。

据《财经》杂志报道，德隆曾经自得但明显暗含威慑意味地向《经济学家》杂志一名记者透露：德隆已经大到成为这个市场的一部分。大得不能倒，这句在

西方金融市场上耳熟能详的格言，说白了就是将个别公司的非系统风险扩展为整个市场的系统风险。与一个人绑着炸药包闯进人口密集的公共场所要挟类似。对此，深谙国情的中国人有更加露骨的解释，他们说，做大，然后将所有人套进来。对中国金融市场的这种理解，大概就是德隆不顾风险（绝大部分是别人的风险）拼命做大的原因之一。在这方面，德隆确实是优等生，但也仅仅是优等生。在德隆之前，国有银行、国有证券公司以及其他形形色色的国有机构早就得风气之先。在那个时候，偏于新疆一隅的德隆恐怕还无缘知悉这种已经被众多先行者熟练运用的智慧，是市场本身教会了德隆。德隆的意义只是在于，它以中国西部人特有的剽悍对这种智慧做出了最勇敢、最形象的诠释。然而，这又何止是改革时代中国金融市场上的智慧？

大，不仅意味着不能倒，不能说，也意味着看不清。这是我们在德隆案例中的一个新发现。德隆号称有 170 多家子公司（关联公司更是不计其数），总资产 200 多亿元。如此规模，德隆不可谓不大，但再大，德隆也应该是可以用逻辑来分析的。事实上，在许多人那里，德隆早就不是什么奇迹。但在有些中国经济学家那里，德隆不仅是奇迹，而且是一个不为人知的奇迹。所以，他们急不可耐的要将这个奇迹告诉世人，并用自己经济学家的不容置疑的权威身份让人们相信这个奇迹。一位德高望重的经济学家在考察过德隆之后，以权威的口气教育不懂经济的投资者：“有些人指责它（指德隆）是‘黑庄’，大多也是由于不知。”另外一位专攻金融市场的经济学家也发表文章称：“……‘合金股份’等上市公司的股价上涨是由其经营业绩的成长支持的，并非简单股市炒作的结果。然而，一些研究者在讨论这些上市公司经营活动的任何研究中，均对这些事实避而不谈，的确令人遗憾。”一位更加年轻的经济学者参观过一次德隆就干脆激动地宣布，德隆不久就会成为中国大陆的李嘉诚云云。在中国证券市场中（当然也同样在其他公共领域），一些中国经济学家的道德和智力早已经成为中国学术界最典型的负面形象。所以，他们在“德隆奇迹”中的表演并不令人惊讶。但问题是，在一个迷信经济学家的财富时代，经济学家的权威身份，的确可以蒙蔽许多人的心智。不用问，经济学家这么做，半是出于无知，半是因为别的。能够尽遣中国精锐的经济学家出面为自己捧场，德隆应该深刻理解了“拼命做大”的另外一层好处。德隆能够善用经济学家——我们这个时代最具公共舆论力量的特殊符号，足见它

对时代脉动的精准把握。

到这里，我们终于看到，作为一个庄家，德隆不再仅仅是一群违规的价格操纵者，而是一张网络——一个用制度和文化编织起来的坚强网络，它拥有的力量要比它显示出来的大得多。我们就生活在这样一张充满强制、讹诈和谎言的网络之中。在这样一个网络中，作为一种现象的“德隆”是必然要发生的，而且它真的发生了。一个庄家的一次操纵，抢劫的资源是非常有限的，但作为一种制度和文化的庄家的抢劫目标，却是整个市场，整个社会。这才是庄家最令人恐惧的本质。所以，跟德隆背后的东西相比，作为一个具体庄家的德隆，似乎一点都不重要。德隆出事之后，德隆的一位员工在德隆网站上发表文章称德隆为异类，并为德隆打抱不平：异类有异类的代价，异类有异类的价值。德隆可能要付出代价，但德隆决不是异类。它太了解这个时代了，也太契合于这个时代了。因此，生在这个时代的德隆，就注定同时是政治的德隆、经济的德隆和文化的德隆。感谢德隆这一面镜子，让我们如此真切地看到了这个属于我们自己的时代，看到了我们自己。

在《十年看山》中，诗人余光中有言：

.....

四海漂泊的龙族，叫它做大陆

壮士登高叫它做九州

英雄落难叫它做江湖

.....

今日德隆，回望中国金融市场，回望自己曾经热烈投身的这个改革时代，恐怕会顿生江湖之叹。然而，德隆时代真的结束了吗？

第三章 在庄家背后

作为一种体制和文化，庄家就是一种中国病，一种中国式的改革综合症。从这两个方面看，尽管庄家可能改头换面，但中国的庄家时代还远没有结束。

1、以地方利益的名义

目前，地方利益及地方保护主义在比较正式的文本中已经成为了某种“邪恶”和不道德的代名词，但这并不能否认在合理的宪法安排下地方政府寻求地方利益的合法性。然而，在当下中国，被遮掩在地方利益合法性背后的往往是少数权力集团成员的寻租过程。这恐怕才是问题的症结。换句话说，以地方公共利益的名义并使用公共权力来牟取权力集团的个人利益，已经是当今中国地方主义的一个本质的特征。地方政府在维护地方利益名义下对证券市场的广泛干预，就是这样一个典型的例证。

一种含混但却被轻易接受的观点认为，地方政府对证券市场的干预往往是出于地方利益的考虑。那么，这个地方利益究竟是什么呢？虽然谁也不能给出令人信服的答案，但按照一般的理解，大致包括以下几个方面：第一，地方政府可以通过股票上市来转嫁当地的财政负担，并进而促进当地的经济增长；第二，政府出于维护本地的形象，树典型，求政绩，并在上市公司方面与其他地区竞争；第三，围绕本地上市公司产生了一批利益群体，这个群体特别有动力推动当地政府的干预。

这些被广泛接受的说法，虽然没有说错，但却比说错更容易产生误导。因为它没有揭示本质反而掩盖了本质。我们先来看第一种说法。

不错，地方政府的确可以通过股票市场来转嫁当地的财政负担，上市公司越多，圈的钱也就越多。但所有的数据都说明，上市公司的直接融资跟间接融资相比是一个非常小的比率。也就是说，通过上市公司融资能够为当地经济带来的收益与其他渠道相比是非常小的。起码，这种收益与我们看到的当地政府为上市公司所付出的成本是非常不对称的。这种不对称，在许多地方政府对当地上市公司反复注入资源以进行所谓资产重组的过程中表现得尤为突出。在这些重组案例

中，许多地方政府实际上是在大做赔本买卖。这足以说明，上市融资很难为当地政府带来足够的激励。而在大量资产重组的案例中，这种激励甚至经常是“负”的。所以，地方政府为了本地的经济利益而干预股市的理由并不成立。至少，它不能成为一个主要的理由，这是第一种理解。

第二种理解就更不得要领。不管在正式和非正式的标准中，地方官员的提拔从来就没有与上市公司的数量挂过钩。如果上市公司的数量与地方政府官员的政治前程有某种强相关关系的话，那么，今天中国的上市公司恐怕就不止 1000 多家，而是要远远超出现在这个规模。就像我们看到，一旦文凭成为官员之间重要的竞争砝码，各级官员中就立即充满了博士、硕士一样。所以，所谓地方政府干预上市公司是为了“面子”和“形象”的说法，更是一种远离问题本质的无稽之谈。

第三种说法似乎比较接近事情的真相。但问题是，“围绕上市公司所产生的一批利益群体”究竟是谁？是一大群人，还是那些关键的“少数”内部人？一个上市公司在一个地方影响的群体其实很小，而能够在上市公司相关操作中获益的人可能就更微乎其微。所以，所谓围绕上市公司所形成的地方性“利益群体”，仍然是一个十分夸大的说法。只要稍加分析，我们就会发现，真正与地方上市公司利益攸关的只有极少数人。说白了，他们就是那些掌握着上市公司命运的地方权力集团。只有这些人，才能够真正从围绕上市公司的各种活动中，获得与他们所冒风险相称的巨大利益。毕竟，地方政府围绕上市公司所做的种种安排，不仅违规，而且经常有违法的嫌疑。没有巨大的个人利益的驱动，甘愿冒违法的风险去为当地的广大人民谋利益，这当然只能是欺人之谈。

很清楚，所谓“地方利益”不过是一个口号，一块并不高明的遮羞布，其中包裹的不过是地方权力集团成员的个人私利。其违法的本质也根本不是地方政府的违法，而是少数权力阶级成员的违法。在这里，地方利益的合法性被彻底滥用了，它变成了某些权力集团巧取豪夺的合法性。

如果我们对这个结论还有什么怀疑的话，“康赛事件”中涉案人员的身份可以加深我们的这种印象。康赛，湖北黄石的一家上市公司，在一系列造假和操纵内幕曝光后，已经成为官员和上市公司合谋的“典范”。在多年的欺诈活动中，

这家公司牵涉的各级官员多达上百名，以下就是“康赛案”部分落水官员的清单：

姓名：徐鹏航

原职务：原国家经贸委副主任

所受处分：撤职，留党察看两年

犯罪事实：受贿康赛股票 12.1 万股，获利 113 万元

姓名：吴文英

原职务：原中国纺织总会会长

所受处分：撤销全国政协常委资格，留党察看两年

犯罪事实：受贿 10 万股内部职工股，获利 89 万余元

姓名：陈家杰

原职务：湖北省黄石市原市委书记、市人大常委会主任（正厅级）

所受处分：2000 年 1 月 28 日被依法逮捕

犯罪事实：违规购买康赛原始股票 5 万股，获利 35 万元

姓名：张维先

原职务：原湖北省政府副秘书长

所受处分：留党察看两年

犯罪事实：收受康赛内部职工股 5000 股

姓名：贾虹

原职务：原湖北省民政厅副厅长

所受处分：留党察看一年，降低一档职务工资和一级级别工资，职级降为正处级

犯罪事实：违规购买康赛内部职工股票 1 万股，从中获利 4 万元，并收受现金 5 万

这个名单虽然很不完整，但已经足够让我们看清，在所谓地方利益的名义下，从事上市公司非法欺诈活动的主要受益者究竟是些什么人。很显然，除了童施建和张建萍等少数几个原康赛公司高管人员外（从本质上说这些所谓企业高管大多数也仍然属于传统的行政系列），绝大部分都是本应该与企业正常经营活动无关的各级官员。这些权力集团的成员才是各类证券欺诈案件的真正主角，但他们却与我们平时想象中那些手握重金、智慧超人的证券欺诈者的形象相去甚远。

同样的情形，我们也可以在中国证券市场的另外一只出尽风头的股票上看到。环保股份，中国证券市场第一只环保概念股票，自从 1997 年 5 月上市之后，股价持续走高。最高涨幅达到 10 倍左右，风头一时无两。但这个二级市场上的惊人暴利又是从何而来的呢？

原来，惊人暴利背后的业绩支持，完全是靠沈阳市政府不断的财政注入。沈阳市政府不仅为这家公司提供了巨大的财政补贴，而且还不断许诺注入所谓优质资产。这个“业绩”背景与环保股份二级市场的炒作配合得如此天衣无缝，只有傻瓜才相信这不是操纵。但又有谁能够动用市政府的公共资产来进行股票操纵呢？答案再明朗不过了：沈阳市的政府官员，是能够掌握沈阳市国有资产命运的政府官员。“慕马案”（原沈阳市市委书记慕绥新、市长马向东腐败大案）曝光后披露的部分事实将环保股份的股票操纵直接与地方权力集团的腐败联系在一起。据报道，原沈阳市市长慕绥新的前妻贾桂娥就收受过 100 万股环保股份。很容易推论，在环保股份的操纵中获利的绝不是贾桂娥一人。

与所有股票操纵有相同的特征，环保股份也有大量内部职工股。经过反复送配，到这批职工股上市的时候，其数量已经达到 4914 万股，持有者的获利达到几十倍。很有可能，环保股份的连续多年的市场操纵就是冲着这一批职工股上市来的。

慕绥新、马向东两位大人物在位的时候，环保股份几乎每年都有大笔财政补贴进账，业绩也随之突飞猛进，“慕马案”的爆发，却一夜之间断送了环保股份在中国证券市场的“幸福生活”，也终止了环保股份的成长神话。一个上市公司的兴衰与一批地方官员的命运联系得如此紧密，只能证明，环保股份的幕后庄家实际上就是沈阳市的一小撮权贵。正是这批人，在环保股份的操纵中轻易获得了

普通投资者不敢想象的无风险利润。显然，地方权力集团在“康赛”与“环保股份”的股票操纵中所显露的作用，并不仅仅是孤立的个案，而是具有普遍的代表性。

在中国证券市场十余年的发展中，地方政府起到了至关重要的作用。从表面上看，及至1999年“5·19”行情之前，中央政府一直扮演着某种规范和防范风险的角色，这很容易使人们将中央政府的博弈对手简单地想象为某种民间自发的力量，但事实并非如此。除了最初阶段，民间的自发力量起到主要推动作用以外，中国证券市场始终是中央权力与地方权力的舞台，在这个舞台上尽情舞蹈的是在改革中毫发未损的行政权力，而绝不是新生的民间或民间资本。民间或民间资本的参与，不过是这一出传统剧目的新道具。“政治权力”的导演们意图通过这种别致的方式告诉我们：看，这是一场全新的历史演出，赶快参与吧，你也有机会！

但主角就是主角，在这场史无前例的资本游戏中，民间及民间资本扮演的只能是配角和牺牲的角色。这种权力的独角戏，在地方政府对上市公司反复的重组中，其性质会呈现得更加清楚。

2、重组之“利”

在中国证券市场上，最有号召力的题材恐怕就是资产重组了。在网络、绩优、成长等一系列眼花缭乱的概念黯然失色之后，资产重组的魅力依旧长盛不衰。无论是在牛市还是在熊市，资产重组都是二级市场上最重要的暴利来源。而这其中，地方政府的“积极介入”可以说居功至伟。

坐庄，是一个很复杂的过程，它远不像看上去那么简单。如果坐庄仅仅是一个二级市场收集筹码然后高位抛出筹码的过程，那任何一个资本雄厚者都可以轻易做到。所有的人都知道，吸纳筹码容易，而高位抛出筹码兑现盈利却不是一件轻松的事情。除非在大牛市中，没有“盘”外的一系列条件的配合，出货将变成一件非常困难的事情。这种困难，在资产重组题材的炒作中，表现得格外突出，因为它牵涉到优质资产的注入。有意思的是，恰恰在这个最关键的“盘”外环节上，地方政府总是挺身而出，拔刀相助。这种离奇的案例在中国的证券市场上简直不胜枚举，其泛滥和简单重复的程度让人窒息。我们还是通过一些具体的实例来解读吧。

华信股份（000765），原六渡桥，早在其 1997 年 11 月上市前就已经是一堆垃圾。不仅职工工资无法按时领取，还拖欠职工集资款数千万元。与此同时，作为一个商业企业，还拖欠着供货商的大量货款，企业经营难以为继。在这种情况下，职工经常为工资及集资款闹事。这个时候，地方政府出场重组了，其旗号是如此冠冕堂皇：为了当地社会“稳定”的大局，为了当地政府的“形象”（如果真是对地方政府的形象很在意，六渡桥大概就上不了市了，所以，这个借口才显得尤为滑稽）。于是，1998 年 6 月武汉市行政主管部门一纸批文，就为六渡桥找来一个名头颇有点想象力的大股东，武汉市华中信息技术集团有限公司。对于具有无上权威的当地政府而言，这样的操作只需要通过简单的行政命令即可。注意，当这个所谓的“重组”紧锣密鼓的时候，六渡桥在二级市场的价格正在接近上市之后的最低价，而且密集放量。很清楚，庄家已经开始进场建仓。

然后，必然要出现的奇迹出现了，经过魔术式的一系列关联交易，六渡桥的业绩在短短半年之内就由每股收益 0.04 元“超常规”地跳升至 0.4 元。不出意外，其股票价格也开始水涨船高，到 2000 年 2 月达到接近 40 元的历史峰位，如果算上这其间的送配，庄家获利之巨大可想而知。随着庄家的获利出局，华信股份的业绩也复归其改名前的困窘境地，其 2001 年报所显示的每股收益为 3 分钱，又一次接近亏损边缘。这不是重组失败的迹象，而是操纵完结的明确信号。

一次精心策划的重组操纵就这样完成了，一切都配合得如此完美。那么，究竟是哪些人将操纵二级市场的巨大收益放进了自己的口袋？大部分人可能已经对这个疑问麻木不仁，所以我们就更有必要重复那个简单明了的答案：谁重组谁受益，既然是权力主导的重组操纵，当然是一切收益归“权力”。

有媒体指控，在六渡桥的整个重组过程中，当地政府并没有注入什么优质资产，完全是通过关联交易和报表重组来取得业绩增长的，其勾结当地国有公司和中介机构的手法与所有的重组丑闻如出一辙。可笑的是，有著名的评估机构竟然将华信股份排在了中国上市公司 100 强的第 40 位，成为湖北上市公司中效益最好的一个。这位记者最后悲叹道：“华信神话”真是越来越有点“黑色幽默”的味道了。

如果说华信股份的重组操纵还有点偷偷摸摸的话，湖北另外一个地方政府对

ST 猴王的操纵则完全是明目张胆的。在宜昌市政府通过国有大股东从股市中无偿吸走了 13 亿巨款之后，ST 猴王已经成了一个负债累累的黑洞。因为其金额巨大，手段凶狠，ST 猴王一时成为中国证券市场上大股东掠夺上市公司最有名的案例之一。然而，就在大股东金蝉脱壳，宣布破产不多久，宜昌市政府却开始突然关心起还有些利用价值的上市公司 ST 猴王来了，不仅通过承担债务和解除担保的形式“慷慨”地为上市公司注入资金 4 亿元，而且还找来一家新的大股东上海国策。但世界上没有无缘无故的“慷慨”，说不出理由的慷慨背后就必然有某种不为人知的东西。虽然我们不能确切地知道宜昌市政府为什么要这样做，但我们至少知道，这肯定不是真正为了挽救公司。因为以 ST 猴王的高达“-2.28 元”的每股净资产及其他糟糕透顶的财务状况，它不仅不值得挽救，而且简直就是一个火坑。即便是国有资产，如果没有其他利益的驱动，这种“慷慨”的资产注入也让人百思不得其解。不过，与所有股票重组后的表现一样，ST 猴王在二级市场的价格从 2000 年 4 月份的 5 块多涨到了 7 月份的 8 块多，其启动日期几乎与地方政府“注资”的消息同步。我们不知道谁从这个“消息”中获利了，但可以肯定有人获利了。只不过，ST 猴王的摊子实在太滥，这次操纵好像并不太成功。但 4 亿元的国有资产则铁定打了水漂。

对此类重组过于认真的人注定是要失望的。《大众证券》记者后来的调查证明，曾经为 ST 猴王重组带来无限想象力的新任大股东，上海国策公司，本身也只是一堆废铜烂铁。它与 ST 猴王的姻缘不过是中国股市上一出了无新意的双簧。

在上面的决不鲜见的案例中，我们看到，地方政府对上市公司的重组与公司股票在二级市场上的走势配合几近“完美”。地方政府（实际上是地方权力集团）以公共政策的名义，向上市公司注入公共资产，并通过股票市场合法的私有制形式，将公共资产据为己有。这是一个被操纵的“公私”循环过程。公共资产的最后接收者，正是公共资产的“赠送者”，毫无疑问，他们是同一种人。在这里，重组是外壳，是权力集团化公为私的又一个新式武器。

这种抢劫行为如此野蛮，以至于根本无须顾忌普通中国人的基本智力。因为它惟一相信的，就是权力的力量。这种丑陋的信仰，在 ST 黄河科的精彩表演中体现得淋漓尽致。

熟悉中国证券市场发展的投资者都知道，ST 黄河科是中国资格最老的亏损公司，也是反复重组次数最多的公司。从某种意义上说，ST 黄河科的历史，就是一部中国国有上市公司的重组史。它在中国证券市场上顽强存在，既反映了中国改革背景中传统国有经济的逐渐衰落，也更深刻地体现了在同一背景中中国权力经济强有力的崛起。此消彼长，无非一个“权”字。

ST 黄河科（现已改名为陕西广电网络传媒股份有限公司，股票简称广电网络），作为一家传统的国有企业，上市一年后即开始出现重大亏损。在经历了 1995 年和 1996 年连续两年的亏损后，ST 黄河科开始进行第一次资产重组。这个时间是 1996 年 8 月 22 日，在这一天，公司发布公告，称陕西省委和陕西省政府决定成立长岭黄河集团公司。由其辖下的另外一家大型国有企业长岭机器厂持有黄河科的大部分股份，涉及金额超过四亿元。看得出来，这个时候的重组依然是最老套的政府拉郎配形式，地方政府的重组目的还是以解决当地国有企业的实际困难及维护当地的社会稳定为主。虽然如此，其股票在二级市场的价格却在消息公布后的四个月内翻番。

然而，这种以短期效应为主的重组必然是好景不长。在连续两年微利之后，1999 年上半年公司旋又陷入亏损。这个时候，地方政府又一次出面，不仅为 ST 黄河科专门召开了省长办公会议，并采取各种行政措施为 ST 黄河科增收减负。最能显示地方政府魄力的是：省行政主管部门竟然命令财政厅一次性购买 ST 黄河科 3000 万元多媒体产品，美其名曰政府采购。真不知道，省政府买这么多多媒体产品干什么？不明底细的人肯定会以为陕西省政府要当多媒体的经销商了。但这一次政府出面重组的目的可就不那么单纯了。在 ST 黄河科的 K 线图上，我们可以清楚地看到，在 2000 年 4 月份当 ST 黄河科报出 1999 年度“漂亮”的年报时，其股票价格已经一飞冲天，达到其上市之后的最高价格 18 元左右。鉴于“5·19”之后，中国权力资本对股票市场的操纵已经在事实上名正言顺，我们完全有理由推断，这是一次策划周密、配合默契的操纵。这个特征也可以从市场主力在建仓拉高的时机上明确地判断出来。

不过，只要权力资本的胃口没有被彻底满足，ST 黄河科就还会是一个相当有利用价值的工具，ST 黄河科的故事就不会完结。果然，在 2000 年度，ST 黄河

科又一次让人啼笑皆非地亏损了。但这种亏损对于操纵者来说，则绝对是新一轮操纵的崭新机会——它们可以借此低价吸筹，开始新一轮规模更加宏大的洗钱运动，颇有一点将洗钱进行到底的豪气。

最新一次合谋操纵的结果是：2001 年 10 月，在当地政府的鼎力“扶持”下，ST 黄河科变成了证券市场上最有垄断利润因而也最有长期投资价值的传媒股，几乎在同时，ST 黄河科的股票价格逆市而动，创造了大熊市中最耀眼的奇迹，从 9 元左右一直上涨到 24 元。如果不知内情，庄家又岂能有如此“惊天地泣鬼神”的壮举？涉及如此巨量国有资产置换的知情人又能是哪些人呢？最庸常的头脑也能想到，但却没有任何人有能力阻止。

令人感叹的是，在市场黑幕不断，投资者对庄家一片喊打的背景下，人们曾经一致认为：ST 黄河科肯定要退市了，它再也无法创造耸人听闻的市场“奇迹”了。但结果却又一次侮辱了那些对市场规则抱有最后一丝期望的人们。可以肯定，只要躲在庄家背后的制度背景不改变，ST 黄河科就还会创造人间奇迹。

从 ST 黄河科的重组历史中，我们可以看到，在国有经济轰然倒塌的历史噪音中，权力资本也悄然长大为一个可以四处出击的庞然大物。ST 黄河科最新一次重组的实践表明，中国权力资本的触角已经伸到了国有企业最核心的垄断部门，他们已然有能力将最后这块具有垄断性质的国有资产玩弄于自己的股掌。中国经济的“资产重组”运动（远不止限于证券市场）如火如荼，ST 黄河科为我们揭示了这一“革命”的最新特征和最新进展。

让人绝望的是，在这个广泛蔓延于中国各领域的“革命性”分赃活动中，我们看到了中国几乎所有著名高校争先恐后的参与。在利益面前，这些自诩为“良知”与“精英”的斯文人群体，露出了它们一直隶属的那个权力差序体系的本性，现在人们明白了，他们与所有其他的权力分利集团毫无二致。有时候，他们的面目甚至更为可憎。这种面目，我们已经在深安达、ST 海洋等一系列的所谓高校或科技概念的重组操纵中，看得清清楚楚。在这一系列让人大倒胃口的操纵中，中国的某些著名高校以一种厚颜无耻的“高贵姿态”展示了他们高明的骗术。我承认，在一个骗子横行的文化中，我们令人尊敬的高等学府并不比其他骗子更应该受到指责。但所有的人应该清醒地意识到：中国的高校，它们以前是，今天就

更加是行政权力体系的一部分，无论是在作为群体的道德上，还是作为企业的盈利能力上，他们丝毫也不比其他人更高。如果说地方权力集团在重组操纵中使用的是不容抗拒的行政命令的话，那么在有名校参与的重组操纵中，则更多地使用了“话语霸权”或知识权力。

到此，我们可以简单总结一下地方行政权力在资产重组游戏中所进行的资源循环和分配过程了。这个过程大致是这样的。首先，向已经被掏空的上市公司注入外部公共资源，在二级市场上制造炒作题材。通过对股票的操纵，内幕人士从市场内部的投资者手中吸取资源，与此同时，通过增发或者配股将证券市场内部投资者的资源进一步集中到上市公司，然后通过行政权力再一次将上市公司掏空，开始新一轮循环。只要权力不受到硬约束，这个过程是可以无限循环的。不要以为这个循环是一个无聊的把戏，每一次循环中都会有人大获其利。而这个游戏的关键之处在于，地方政府对上市公司的“壳”资源、地方公共财政资源、地方的金融资源拥有不容挑战的垄断权力。没有这一点，地方政府的这套循环游戏就无法玩下去。有些人经常将地方政府的超乎寻常的重组热情归结为它们对“壳”资源的珍惜，但他们从来就不问：在那些重组对地方政府本身的利益来说明显意味着赔本的时候，地方政府为什么还对保护“壳”资源如此上心？答案非常清楚，只有保住了“壳”资源，才能保住继续操纵的工具；而只要有操纵，内部人就会获利。哪怕这种利润与公共资源的投入再不相称，这种操纵对内部人也是值得的。所以，循环次数越多，内部人获利的机会也就越多，证券市场内部和外部的资源就越向操纵者个人手上集中。这也是为什么各级政府、各个部门对重组乐此不疲的原因。股票二级市场并不创造财富，操纵者个人手中的财富多一点，分配于其他人手中的财富就少一点，地方政府主导的重组对全社会的财富分配格局的影响由此可见一斑。或许，股市内部和外部的资源彻底枯竭之时，就是这个再分配游戏完结之际。

无论重组被人们赋予多么深远的产权革命意义，在当今中国证券市场，它的功能也只能从属于权力阶级的意志。这就是被形式遮蔽的真内容。

3、上海 PT 别样红

在所有地方政府主导的资产重组炒作中，上海市的表现尤其值得记载。

2002 年 4 月，当中国股市服过管理层开出的几剂猛烈补药，又一次陷入心力衰竭的时候，上海股市突然走出了一列骄傲的队形。这就是以白猫股份、商业网点、都市股份所构成的上海 PT 板块。

这几家曾经代表中国国有企业低效率的典型，在经过政府的精心“调养”之后，再度咸鱼翻身。不过，它们重新出场的典礼实在过于隆重。在摘帽复牌之后，这三家股票的价格在短短的几个交易日里全部翻番。如以其在 PT 期间的最低价格计算，其复牌后的涨幅最低也在 5 倍之上，其中都市股份的累计涨幅接近十倍，并创造了连续三十个涨停板的中国股市之最高纪录。在监管风声日紧的 2002 年，这三只股票经典的庄股走势，不啻于对监管当局的一种巨大的嘲笑。

惊叹之余，人们不禁要问，上海的 PT 为什么敢冒天下之大不韪，置沸腾的民意与市场发展的潮流于不顾？

的确，在上海看来，它有太多特殊的理由来挽救它的上市公司。因为上海不仅是中国最大的工业城市，而且是中国金融中心，更是中国向外国投资者表明开放姿态的样板城市。虽然所有这一切都不构成凌驾于市场规则之上的任何理由，但对于上海来说，形象就是一切，其他的都是小节，哪怕这种小节上的失误会贻害无穷。

在中国证券市场中，一直有一种说法：上海的上市公司比较规范，意思是说，上海的上市公司不太愿意与庄家配合炒作。但这几只股票的走势，对这种说法无疑是一种讽刺。所有的人都能看出，这几只著名的 PT 股票在资产重组期间，不仅有庄，而且有大庄。庄家在整個炒作过程中所表现出来的自信，充分显示了他们对基本面情况的了如指掌。换句话说，庄家的炒作与这几家公司基本面的变化配合得相当紧密。虽然没有证据说，重组者即是庄家，但作为内幕知情人的重组主导者却有最大的庄家嫌疑，这是毫无疑问的。从这个角度看，与其说上海的上市公司比较规范，不如说上海上市公司在炒作中的保密功夫更到家。这些重组股票的走势已经将价格操纵的本质清楚地呈现出来。

作为在中国政治和经济中有特殊意义的城市，上海由行政主导的大规模资产重组表现出了一些不同的特点。举其要者，大致有二。

第一，更强大的政府干预。

1997 年，上海市政府率先在全国成立了第一家专事资产重组的政府机构——上海上市公司资产重组领导小组。我们无法确知这个领导小组的行政级别，但从上海这几年资产重组所动用的资源来看，这个名称怪诞的政府机构能量着实不小。与其他地方政府对上市公司零敲碎打的重组不同，上海一开始便“高屋建瓴”地成立了政府班子，统一策划和推动上海市上市公司的重组。按照这个领导小组最近披露的消息，在上海市所属的 115 家上市公司中，已经有大约四分之三进行了重组。谁都知道，公司重组本是市场主体之间的自愿行为，政府主导的“重组”本质上已经不能叫重组，最多只能叫行政性的资源调配，用民间的话来讲就是所谓的拉郎配，是不可能有什么效率的。这与行政性的推荐上市没有任何区别，更是对资产重组本应该具有的市场精神的一种讽刺。但有意思的是，不知是出于无知还是出于要抢其他地方政府的风头，上海竟然将这种对市场赤裸裸的干预当作自己的又一项创新来加以夸耀，甚至还煞有介事地总结出一系列的所谓经验，实在是让人瞠目结舌。上海市上市公司资产重组领导小组的负责人曾经表示：上海将加快推进上市公司资产重组，充分发挥证券市场资产重组的功能。然而，在强大的政府干预下所进行的资产重组，能够发挥证券市场资产重组的功能吗？结论可能恰恰相反，它只能进一步加强政府的行政干预功能，破坏证券市场的市场配置功能。让人奇怪的是，在越来越被赋予中国改革和开放象征意义的上海，竟然对如此低级的逻辑错误熟视无睹。这不能不让我们对掩盖在上海轰轰烈烈的资产重组表象下的精神实质表示深刻的怀疑。这种明显有逻辑错误的资产重组，与其说是一种创新，不如说是对证券市场的一种嘲笑。在中国的政治文化中，一直有一种不言而喻的行动逻辑：只要目的正确，手段就可以无所不用其极。这种陈规陋习在上海的资产重组过程中表现得相当充分。

第二，重组参与方几乎都是国有公司，或者更确切说都是有行政权力背景的国有投资或控股公司。

以 2001 年末上海三家突击重组的公司为例。重组联华合纤（600617）的是上海国际集团与上海纺织控股公司。其中新的第一大股东上海国际是授权经营上海国有资产和国有股权的资产经营机构，注册资本达到 50 亿，其旗下的多家金

融机构很容易让人联想到一个超大型的金融垄断集团。与联华合纤几乎同时被重组的是浦东不锈（600748），其新任大股东是上实集团——上海市政府属下的另一家大型国有企业集团，其旗下的窗口企业上实控股在香港红筹股中相当知名。第三家重组企业英雄股份（600844）的新任大股东是上海农业投资公司，不用问，这又是一家属于上海市政府的投资公司。

从现有的资料看，上海这几年所进行的资产重组中，这种国有资产从左手到右手的特征非常明显。这既是政府主导型的资产重组的一个必然结果，也从一个侧面反映了上海雄厚的“国有经济”实力。换一个穷一点的地方政府，国有经济资源可能早就被“重组”完了。但很明显，这一点都不能说明上海比其他地方更高明，而只能说明上海地方政府比其他的地方政府更有本钱错配经济资源。因为，国有企业的长期经验以及资本市场上不长的重组经验都表明，这些新注入的国有资产迟早会被又一次消耗完毕。如果不是这样的话，上海市主管部门今天就没有必要对其所属的上市公司进行这种换血式的资产重组了。上海市政府一直表示，要让上海本地上市公司的业绩处于中上游水平。大规模的行政性重组大概就是他们兑现这种诺言的主要手段。在这个意义上，掩藏在上海更加丰沛的国有经济资源之后的，是其更加贫乏的市场经济精神，是其相关部门更加强大的行政干预惯性。在证券市场对政府干预的一片喊打声中，上海如此明火执仗的行政干预却很少受到人们的谴责，甚至将其作为资产重组的成功模式加以推崇，又岂非咄咄怪事？

深究下来，上海由行政部门所主导的资产重组虽然具有同样甚至更变本加厉的行政干预本质，但却具有某种与众不同的诱惑性。这就是所谓的实质性重组。

出于对泛滥于中国证券市场的虚假重组的厌恶，投资者对那些有优良资产注入的实质重组感激涕零。上海上市公司的重组大多具有这种业绩提高的表面特征，虽然这种业绩提高注定也是短暂的。这大概也是人们较少对上海资产重组提出抨击的原因。虽然这种重组在短期内对二级市场的投资者有利，但它所耗费的社会成本与其他类型的重组并无二致。以上面我们提到的三家 PT 股票为例，仅仅 PT 农商社一家就赖掉银行资金 4.08 亿，加上作为大股东无偿赠与的价值 3.66 亿元的土地和 1.93 亿现金，在挽救 PT 农商社的过程中，共消耗国有资产 9 亿多

元。换句话说，除了赖掉的 4 亿元银行资金之外，上海行政部门又从属于全体人民的国库中私下掏出了 5 亿多元给 PT 农商社的现有股东。慷全体纳税人之慨以维护一个地方的所谓形象，于理于法都站不住脚。请记住，上海行政部门只是这部分国有资产的管理者，而不是所有者，它根本就无权将这部分资产按照地方政府的意愿甚至是个别地方领导人的意愿来处置。更为严重的是，这种资产重组并不仅仅是国有资产的简单搬家，而是国有资产以一种巧妙的方式被送给了二级市场上的庄家。虽然从表面上看，这种慷慨奉送的主要受益者是 PT 农商社的现有股东，包括国有股东和流通股东，但实际上，最大的受益者却是在二级市场上潜伏已久的庄家。按 PT 农商社的流通股本 1638 万股计算，其在重组后流通市值最高增加约 4.5 亿元，以保守的估计，庄家在 PT 农商社的重组炒作中至少获利上亿元。而这笔盈利，以 PT 农商社现有的盈利能力恐怕一辈子的经营都赚不回来。当然，这并不是全体纳税人为重组 PT 农商社所付出的全部代价，因为在恢复了融资能力之后，PT 农商社马上就会以“都市股份”的名义张开它圈钱的血盆大口。只要这个重组的游戏还能继续玩下去，光一个 PT 农商社就可以成为无止境吞噬社会资源的巨大黑洞。容易想象的是，从四面八方汇聚到 PT 农商社中的资金并不会从地球上平白无故地消逝掉，只不过它已经换了主人。由名义上属于全体公民的资产、投资者的资产，通过政府这只看得见的手(可笑的是，在中国，这只手往往是法律与正义的化身)，变成了庄家的钱、少数内幕人士的钱。用 9 亿元的公共资金换来内部人在二级市场上几亿元的私人利润，这就是 PT 农商社告诉我们的有关重组的本质。对于重组来说，只要这一个本质的目的能够达到，重组就值得进行，而那个被重组的企业是不是能够继续活下去，并不是重组者需要关注的目标。在绝大多数情况下，等待这个国有企业的命运是再一次被重组。在现在谈论的这个案例中，我们指的是都市股份，但愿我们不会不幸而言中。不过，中国证券市场上诸多国有企业反复重组的例子已经为我们提示了这种可能性。同样一部烧钱机器，放到氧气充足的中国证券市场上来，只会燃烧得更加猛烈。将重组限制在国有资产之间，固然可以避开国有资产流失的指责，但它却是国有资产一种更加隐蔽的流失形式。

在这里，我们可以看出，上海的资产重组，虽然表现出了某种不同的特点，但其烧钱与财富转移的本质与其他地方上市公司没有两样。而就其重组过程中所

无偿动用的公共资源的巨大规模以及局限于国有资产之间的封闭性来看，上海的资产重组更是一个负面的典型。因为它建立在社会隐性成本基础上的业绩提高不仅强化了政府干预的合法性，而且也更加加强了政府对上市公司的进一步垄断。上海市主管资产重组的负责人曾经得意地夸耀：“上海本地上市公司的总资产约4000亿元，其中净资产1500亿元，国有股所占资产不到500亿元。通过战略调整，国有资产以持有三分之一的净资产，调控了4000亿元的上市公司资产。”好一个战略调整，不调整不要紧，一调整社会资源更加向政府手上集中了。“调控”当然是客气的话，其实质则在于控制。如果上海的资产重组真有什么创新的话，其创新之处正在于：行政部门学会了用资本市场的手段控制更多的社会资源。这毋宁说是计划经济的一种复辟更加贴切。

我们尤其要指出的是，在资产重组期间，上海上市公司在二级市场上的表现具有所有内幕交易的一般特征。这一点我们在PT农商社、凌桥股份等一系列的股票炒作中看得非常清楚。我们不做赘述，留待有心人一一查证。

4、庄家，拓展中的疆域

“5·19行情”是中国证券市场的一个重要分水岭。

在“5·19行情”之前，中央政府是作为地方政府和庄家的博弈对手而出现在中国证券市场中的。在这一时期，地方政府及一些权力资本是中国证券市场的主要受益者，而中央政府却是最主要甚至是惟一的风险承担者。这种权利与义务的不对称，使中央政府在证券市场上一直扮演着压抑投机、防范风险的角色。在这样一种态势下，中央政府在股市博弈中的地位能够保持较高的独立性。因为它的对手除了地方政府之外，就是基本上还没有什么合法性的权力资本——庄家。所以，我们看到，在此之前中央政府对股市出手最重的一次干预是向下的干预。那就是1996年12月《人民日报》以大批判口吻对中国股市所进行的抨击。许多经历过那场暴跌的投资者肯定还对当时的凄惨情景记忆犹新：人们根本无法抛出自己手中的股票，因为很多股票几乎天天都有大单封死跌停板。虽然这一次干预并不像某些人在亚洲金融风暴之后吹嘘的那样，避免了中国的金融危机，但却暴露了政府在处理经济问题时的那种不可遏制的行政冲动。1996年年底这一次对市场的大规模干预，使人们猛然发现，在我们这个国家中，行政力量(尤其是中

央政府的行政力量)依然是最强大、最值得畏惧的力量。

但我们必须记住的是,这与其说是强化了中央政府的权威,倒不如说是强化了某种不受监督的行政力量的权威。这种重新集中并被强化了权威,为“5·19”特大人造牛市埋下了伏笔。因为,重要的不在于向哪个方向干预,而在于政府有没有干预的能力,有没有干预的合理借口。显然,在“5·19”行情之前中央政府已经在这个问题上取得了相当的成功。我们将会看到,这个“权威资源”马上将会在中国的证券市场上结出硕果。

不知是出于亚洲金融危机之后的经济形势所迫,还是真的意识到了证券市场的“伟大功能”,1999年5月前后,中央政府对证券市场的态度发生了戏剧性的变化,这造就了延续两年之久的最大一轮牛市。1999年5月,为了配合宏观经济政策,政府又一次大规模干预股市。在股市短线飙升400余点之后,《人民日报》发表社论,鼓励投资者入市,并为这次行情起了一个称呼:恢复性行情。自此之后,疑难杂症缠身的中国证券市场开始了一场虚脱式的大跃进。

“5·19”行情的发生,肯定让许多一直跟踪中国经济政策的观察家大吃一惊。如果说积极的财政政策还是可以理解的话,那么,“积极”的股市政策则实在有点超出人们的想象力。

作为金融政策的一个重大转变,“5·19行情”还有一些重要的经济原因。虽然“5·19行情”仍然是刚刚发生的“历史”,但这并不妨碍我们现在就作出一些基本的判断。在我们看来,导致“5·19”大转弯的政策理由无非以下几条。

一是所谓“财富效应”,即股市高涨可以使人们感到财富增加,从而加大消费动机,刺激消费需求。“财富效应”是近几年才流行起来的说法(实际上并不流行,只不过在中国证券市场,被有心人人为地突出了),据称,其灵感来自对美国经济长期高增长的研究。因为有人认为,美国股市的大牛市是美国经济长期低通胀、高增长的主要原因之一。虽然这个观点极其值得商榷,但对于深受经济低迷困扰的中国领导人来说,这仍然是可以一试的药方。增加全社会的财富效应,不仅是一个刺激消费的办法,也同样是一个营造社会安定气氛的办法。

导致“5·19”行情的另外一个经济原因是,国有企业尤其是国有大型企业越

来越紧迫和越来越庞大的融资需求。在“5·19”前后，国有企业对资金的需求与日俱增，这一方面是由于国有企业的确处于日益困难的局面。另一方面则是由于当局在国有企业问题上提出了许多不切实际的短期目标，对于当局来说，国有企业在短期“脱困”已经成为了一项压倒性的政治任务。我们很难知道，这个因素究竟在多大程度上促成了中央政府对证券市场的鼓励和放任态度，但这肯定是一个重要的理由。企图在国有企业问题毕其功于一役，固然表现了政府对中国经济的强烈进取心，但急功近利的色彩也同样明显。更进一步说，将一个涉及数千万人的复杂的系统问题，单纯看成一个经济问题，并试图用简单的行政手段加以解决，实在是过于浪漫。不了解这一点，政府将会继续犯同样的错误。

导致“5·19”行情的第三个经济原因可能是出于社会保障基金的压力。但我们发现，政府的这个企图在发动“5·19”行情的时候并不明显，或者说并不清晰。很有可能，后来演变成证券市场巨型利空消息的“国有股减持”方案，是在“5·19”行情之后才成型的；或者说中央政府在空前的牛市中，“发现”并完善了这个方案。至少，在最早进行“国有股减持”试点的几家股票中，充实社会保障基金并不是第一位的目标。我们看到，在1999年年底黔轮胎的减持公告中，第一位的目标是“支持地方经济发展，建立贵阳市国有资产经营基金”，而充实社会保障基金则是放在第二条中。所以，有理由推断，庞大的“国有股减持”以充实社会保障基金的方案，是中央政府在牛市中逐步发现出来的，是一个过程中所产生的“动机”。在牛市后期，“国有股减持”变成了一个动机非常复杂的行动，是一个“一箭多雕”的方案，既可以解决一股独大，又可以补充社会保障基金，还可以借机抑制股市过热。当然，最拿得上台面的还是社保基金问题。不过在这个问题上，政府还是过于自负了。

如果上述原因因为浮在水面而容易被观察到的话，那么中国证券市场参与主体的结构性变化却是一场静悄悄的“革命”，并不容易为人发觉。而这个被忽略了的“革命”却可能是导致“5·19”行情至关重要的动力源泉。

经过1990年代的发展，到“5·19”前后，中国证券市场的博弈格局正在发生不为人知的深刻变化。标志这一变化的一个重要指标就是：越来越多与中央政府有密切关联的上市公司开始进入证券市场。我们观察到，在“5·19”前后，

几乎所有的中央部委都有了自己的上市公司，在上市即权力的中国股市中，甚至连计划生育委员会这样与企业经营毫无联系的行政部门都有了自己的上市公司。与此同时，一批直属中央的大型金融和企业集团也开始对证券市场发生浓厚兴趣，他们开始通过各种方式进入证券市场从事融资及投机活动。这里面既包括那些境内的大型企业，也包括那些海外的中资和红筹股公司。换句话说，除了地方政府及早期进入市场的权力资本之外，越来越多的中央级企业和公司开始在证券市场看到并拥有了自己的利益。在这些公司中，许多就是直接归属于中央经贸委和大型企业工委的，这样的背景显然要比一般的地方政府牛气得多。这批公司的到来，对那些在以往的股市博弈中势单力薄的地方政府及权贵资本来说，无异于如虎添翼。通过股市，权力资本找到了他们巨大的共同利益，一个藏在暗处但能量惊人的股市利益集团正在快速成型。中国股市对政策的高度敏感以及股市潜在的暴利使这个集团特别有动力去游说最高决策层。如果说，由于决策及利益的分散性使得其他领域不太容易形成有力的利益集团的话，那么利益和决策都特别集中的股市则是形成利益集团的温床。可以判断，在中国股市中所形成的利益集团，是中国改革开放以来，智力水平最高、资金实力最强大、集团意识最自觉的一个利益集团。他们上达天听，触角广泛，网络十分复杂。虽然利益集团乃是公民社会中的正常现象，但在中国目前的情况下，这个利益集团的封闭性和掠夺性则是显而易见的。他们惟一的目的就是将股市外部的各种社会资源吸引进股市，然后占为集团所有。就利益的自觉程度及活动的频繁程度而言，中国股市中的庄家集团是当今中国最强大的利益集团。这虽然是一个不易察觉的事实，也是许多人不愿意承认的事实，但它却仍然是一个事实。

坐庄，是一种明确的证券违法行为，在任何证券市场都被明令禁止。虽然，自证券市场诞生伊始，庄家便与之如影相随，但达到像中国股市这样“无股不庄，无庄不股”的地步，恐怕还前无古人。一句“股不在好，有庄则灵”的股谚，真实地反映了中国股市对庄家的万千宠爱。在中国证券市场中，最卖座的就是有关庄家的消息。翻开大大小小的证券媒体，你就会发现，几乎所有的股评家都成了“庄评家”，而诸如基本面之类的情况则统统沦为点缀。不管你是否聪明，如何熟悉各类投资知识，没有庄家的消息，你就没得混。然而，庄家真的有利于众多投资者的福利吗？答案当然是否定的。否则，在证券市场近 200 年的发展历史中，

各国证券监管当局就不会为如何限制内幕交易而绞尽脑汁了。很显然，证券市场再有中国特色，也不至于离谱得让庄家合法。可是，在相当长一段时间里，这却是中国证券市场的残酷事实。

在“5·19”之后，显示中国证券市场博弈结构变化的另外一个迹象是，庄家集团的实力和雄心发生了质的变化。他们甚至试图操纵大盘。

许多人都注意到，2000 年的中国股市行情，有非常明显的操纵痕迹。这个判断可以从市场的走势中得到部分印证。

以 K 线为例。2000 年 3 月 10 日台湾大选结束，陈水扁当选，大盘短线下跌，接着为神秘资金托起；陈水扁 5·20 讲话前后，大盘又有一轮短线下跌，神秘力量又一次力挽狂澜，再次将大盘导入小幅盘升的上升通道。这与 1999 年的市场特征形成了鲜明对比。1999 年是利好不断，但每一次利好兑现拉出一根大阳线后，便是漫漫不尽的下跌走势。而 2000 年则不同，利好不多，但大盘却后劲十足，升势绵绵不绝。要想维持这种走势，没有雄厚的资金以及周密的策划是难以想象的。毕竟，中国股票市场的流通市值已经足够大，任何单一的机构或集团资金都不可能带着大盘画图。与 1999 年不同，2000 年的大盘有几个明显的特点。第一是资金入市的计划性。如我们在 K 线中所看到的，每当大盘摇摇欲坠之时，便有一批新资金拍马赶到，挽大盘于既倒。如果说这些资金是 1999 年被准许入市的（实际上，2000 年拓宽资金供给的政策并不多），那么，它们为什么不在 1999 年指数较低时入市，而每每要选在大盘十分微妙的时候入市呢？这其中我们不难看到某种周密策划的影子。众多投资者看到的所谓戏剧性的大盘走势，其实早已在大资金的计划之中。2000 年大盘的第二个特点是增量资金具有比较明显的非盈利性。从盘面上看，增量资金大多是在大盘累计涨幅巨大，市盈率风险高企的时候入市。我想任何一个稍有理性的资金管理者都不会这样做。剩下的答案便只有一个，这些资金入市的第一目的不是盈利，而是护盘。与以往的过江龙资金不同，2000 年入市的资金好像一夜间都变成了长期投资者、战略投资者，买进去就不动了。如果这些资金大多是利好兑现就扯腿跑的短线热钱，市道恐怕就不是慢牛盘升，而早就开始上窜下跳了。这大概可以算做 2000 年市场的第三个特点。如果说以往的“政策市”还仅限于证券管理机构发布政策的话，那么 2000 年的

“政策市”看上去就别有玄机。虽然没有直接的证据，但细察大盘走势，我们完全有理由相信：有人在操纵巨额资金顺序入市。一股神秘的力量左右了市场，其资金之雄厚，操盘之老道，入市信心之坚定，板块调度之游刃有余，皆为中国证券市场创立以来之仅见。种种迹象表明，中国证券市场上已经出现了协同行动的超级主力机构。最为重要的是，在这种不同寻常的大盘走势中，我们看到了中国庄家集团在计划和行动上的默契与协调。实际上，现在逐渐披露的信息也表明，一些著名的庄家兵团并不是孤军奋战，这个系那个系之间的联系远比我们想象得紧密得多。他们通过股权、互相担保、以及一些更不为人知的纽带被连接在一起。一个协调行动的庄家集团的清晰形象正在逐渐浮现出来。对 2000 年到 2001 年期间大盘这种被明显操纵的迹象，人大副委员长成思危先生也曾明确提到过，到今天为止，中国仍然是一个政策主导型国家。政策风一刮，政策便成为衡量行为是否合法的惟一标准。许多人一直都有一种隐隐的担心，一个资金及信息（尤其政策信息）严重不对称，充满内部人（不仅仅是企业内部人）控制的证券市场，会不会成为某些特殊利益集团的提款机。如果事情真的发展成这样，一旦政策转向或市场崩盘，股票市场暂时的共赢假象破灭，广大中小投资者跟风喝的“汤”，恐怕就会第一个变成“药”。现在看来，这种担心早就已经在不知不觉中变成事实，只不过我们不知情而已。

中国证券市场博弈格局的重大变化，不仅使管理层发动“5·19”行情的目标全面落空，也使其独立制定证券市场政策的能力受到了极大的削弱。

牛市的結果与管理层以前的估计相差悬殊，这首先体现在国有企业的融资问题上。虽然，在牛市初期，股票市场的直接融资有较大幅度的增加，但与解决国有企业问题所需要的巨量资金相比，这仍然是杯水车薪。更何况，国有企业问题远远不是资金问题这么简单。资料显示，在经过了几年牛市之后，间接融资仍然占据绝对优势的份额。而这种不切实际的希望，随着股票市场泡沫的破灭，已经变得越来越渺茫。最新的数据更表明，在投资人遭到市场崩溃的残酷打击后，中国股票市场的融资功能正在大幅度萎缩并处于半瘫痪状态。2002 年 1 至 4 月，证券市场共计筹资 28840 亿元，同比下降 56.55%。股票市场是何等聪明的所在，该拿走的钱早就被人拿走了，而烂摊子自然只能自己看着。最近中央政府开始重新将融资的目光投向债券市场，就是这个政策目标完全落空的最强烈暗示。而那

边厢，中国国有企业在经过了一阵神奇的“行政性增长”后，亏损额又开始重新扩大。

在另一方面，用“国有股减持”以充实社保基金的美妙设想，显然也变成了政府决策者的单相思。两次国有股减持试点的失败，不仅出够了洋相，而且激起极大的民意反弹，实在是得不偿失。如果政府想在这个问题上投机，投资者会比政府反应更快。在中国股市上训练出来的投资者，投机的智慧绝对是一流的。实际上，在 2001 年 10 月 22 日证监会被迫宣布“国有股减持方案”暂停之后，政府推动牛市的第二个政策目标已告失败。

至于最似是而非的财富效应，北京大学经济学院李振民先生的一项实证研究得出如下几个基本结论：

1、实证分析表明，包括股票在内的资产的消费效应是存在的，但由于中国股市的流通市值较小，参与股票投资的居民的数量有限，而且中国居民从股市获得的收益主要用于股市再投资或投机，很少用于大规模消费，因此，股市的财富效应对刺激消费只具有很小的影响。

2、另外，根据弗里德曼的持久收入假说，股市作为一种风险性资产，其可能的收益具有较大的不确定性，居民从股票上涨所获得的未预期到的收益，只能是一种暂时性收入，因此，对即期消费不会产生大的影响，否则，可能就是消费过度敏感了。

3、财富效应的理论基础在于，为平滑一生的消费路径，理性的、前瞻的消费者利用其一生资源所做的跨时最优化。而中国经济转型期的居民资产存量尚小，人力资本收入仍是其收入的主要来源，这必然会弱化消费者进行跨时最优化的可能，降低了财富效应（在我们的估计中，考虑全部资产，其边际消费倾向 a 也不过 0.02567，远小于安多和莫迪利亚尼对美国的估计值 0.06）。

4、股市的升温、财富效应的产生，本身应当是宏观经济走好的结果，是实体经济带起了股市之后，后者再反过来发生作用。这里经济发展是因，股市升温是果，因果不能倒置。寄望于启动股市以拉动消费、内需的说法，是根本站不住脚的，人为地吹涨股市泡沫，到头来只会对实体经济造成损害。刺激消费，最根

本的还应从提高居民收入、改善居民预期、优化消费环境、调整经济结构、增加有效供给等措施入手，切不可缘木求鱼。

这是我们迄今为止看到的第一项关于中国股市“5·19”行情财富效应的实证分析，其结论明确否定了通过股市拉动内需的臆测。值得关注的是，这项研究成果发表于2001年10月底，其数据收集的时间应该更早，考虑到2001年9月份之后，中国股市仍有相当大的跌幅，中国股市给中国宏观经济带来的财富效应应该是负的，这与当初宏观决策者的期望完全南辕北辙。

熊市显然还在延续，市场的现实离政府当初的政策目标越来越远。与此同时，负面效果却正在日益凸现。虽然熊市还远未闭幕，其灾难性的后果还难以评估，但至少有两点，我们现在就已经看得很清楚。第一点是，此轮人造牛市套牢了大量的公共资源。这两年进入股市的资金绝大部分是国字号资金，无论是国有商业银行、国有保险公司，还是各类国有企业的资金，通通都可以归为社会公共财富。有统计表明，这部分资金已经成为中国证券市场上的绝对主力。近期，中国人民银行对国有独资商业银行违规办理银行承兑汇票业务的分行进行严肃查处，涉及金额1100多亿元。众所周知，承兑汇票是银行资金进入证券市场的一个主要渠道。但显然，现在已经披露的资金只是进入股市资金的冰山一角，连时任央行行长戴相龙本人也坦承：很难计算有多少钱违规进入大陆股市。而根据国务院发展研究中心最新研究报告的数据，“到2000年底，进入股市的银行信贷资金存量高达4500亿至6000亿，占流通市值的28%到37%、金融机构贷款总额的4.5%到6%”。

一轮煽人的牛市之后，毁灭的将不仅仅是虚拟的市值，而是实实在在的公共财富。原本想依靠证券市场减少坏账的中国国有银行，非但没有转嫁包袱，反而进一步增加了坏账。真正是赔了夫人又折兵。可以肯定的是，自“5·19”牛市以来所形成的证券坏账将远远超过90年代初南方的地产狂潮时期。

资产的损失还可以计算，但政府信用的丧失却很难挽回，正是在这里，政府为此轮牛市付出了最为昂贵的代价。不可否认，许多现在正在承受巨大痛苦的投资者正是在政策的强力动员下入市的。《人民日报》的几篇社论在这方面“居功至伟”。什么“恢复性行情”了，什么“风物长宜放眼量”了，在投资者眼中，这些明显带有鼓动色彩的言论在充满政府崇拜的中国不啻为政府所做的书面担

保。但这一次，政府和投资者两方面都打错了算盘，“市场先生”终于开口说话了。随着行情无可挽回的跌落，利好政策每失效一次，政府的信用就多丧失一次。作为弱势的中小投资者或许只能以用脚投票的方式来表达他们的不满，但他们肯定会在心里彻底清算政府的信用。虽然，这对于中国证券市场的成熟未尝不是一件好事，但对于一个领导转型因而急需信用支持的政府来说，这完全是不必要的丧失。

毕竟，从长期来看，市场是会自动出清的，今天所付出的隐性成本，并不会自动的消化掉，它可能会以另外一种形式在未来出现（往往是以更加狰狞的面目出现）。“5·19”行情虽然因行政力量而起，但却在市场规模急剧扩大的同时壮大了市场的力量，这可能是“5·19”行情一个令人意外的结果。现在，市场正在用自己的方式展开它冷峻的逻辑。面对这种力量，政府在证券市场的政策目标只得渐次调低，从最初的投机性圈钱到后来的不得已救市，再降低到现在的救券商，保银行。依目前的行情看，政府在股票市场上的政策期望恐怕还得进一步降低才行。一些冷静旁观者的担心，以出人意料的速度得到应验，这究竟是悲剧还是笑话？

5、左手与右手的战争

“5·19行情”实际上是管理层第一次主动利用股市为其政策目标服务的一次仓促的决策。与政府的意愿相反，这一次牛市的全部成果几乎被权力资本尽收囊中。无论从什么角度看，在今后相当长一个时期内，管理层的政策都将与权力资本的利益发生剧烈的冲突。然而，我们会看到，这将是一场左手与右手的战争。

就像我们在上文中已经提到的那样，我们一直有一个巨大的疑问：在2000年不断进入证券市场的资金究竟是什么样的资金？我们之所以有这样的疑问是因为，这批资金不仅规模庞大，而且具有明显的操纵大盘的企图，更为重要的是，这批资金具有某种统一调度的痕迹。如果这个判断正确，接下来的结论就是，一个准组织化的利益集团已经在牛市中诞生并企图操纵中国股市，股市正在出现性质完全不同的超级主力。这意味着，资源正在通过各种方式向寡头手上重新集中，中国在20年渐进改革中发展起来的民间社会正在受到不可抗拒的蚕食。如果说这与计划经济时期有什么不同的话，它的惟一不同之处仅仅在于，过去是向行政

权力集中，而现在是向以资本面目出现的行政权力的集中。显然，后一种官商勾结的形式并不比前一种更好。

随着牛市的不断崩落，这个悬念开始逐渐有水落石出的迹象。

在中国证券市场中，判断一个主力“实力”的标准就是看它能否抵抗住市场崩溃和监管运动。从任何角度讲，2001 年夏天之后的中国证券市场都属于“艰难时世”，不仅两年多的牛市成果开始获利回吐，而且监管风暴也是历年来最为猛烈的。但沧海横流，方显出英雄本色。正当其他的各路庄家纷纷落荒而逃的时候，一些新型主力开始显露“峥嵘”。他们既不是传统的基金，也不是地方性证券公司，更不是那些名不正言不顺的所谓“私募基金”。在这些新型的主力身上，我们已经看到了具有强大政治背景的金融寡头的雏形。

自 2000 年新一届证监会领导上任以来，中国证券监管层提得最响亮的一个口号就是：市场化。所谓市场化，简单的诠释就是，政府要远离市场，市场的事情市场办。在另外一些场合，这句话被诠释为：不以大盘指数为管理目标。

这个口号一直被作为中国证券市场新旧时代分野的标志，也一度使许多人看到了中国证券市场凤凰涅槃的希望。但好景不长，2001 年下半年牛市崩溃之后，中国证券市场却走向了历史上救市政策出台最密集的时期，这似乎应验了极少数人对市场化前景所一直持有的悲观预言。

在 2001 年 10 月之后，监管当局至少出台了五项重大政策以挽救市场。继 2001 年 10 月暂停国有股减持之后，监管层又连续推出降息、降低印花税、降低佣金以及市值配售。这还不包括管理层发明的符合中国国情的独家救市方法，比如出席各种有明显倾向的座谈会。利好一个接一个，力度一个比一个强，只可惜，市场的反应令管理层大失所望。

如果大家注意到，每一项利好政策都是选择在市场走势恶劣、大盘濒临技术破位的时候发布，我们就能够体会管理当局救市心情之急切。这种无微不至的爱护，甚至被投资者讥讽为“看盘式监管”，意思是说，管理当局的政策已经被市场走势所左右，其角色转化为一个市场操作者。只不过，管理层操作的品种不是股票而是大盘。这种作为，与监管当局言之凿凿的市场化精神，相距又何

止以道里计。

无疑，中国资本市场的市场化实验已经失败，中国监管当局正在市场化的道路上急速退却。同样没有疑问的是，这种退却并不是由于新一代领导层对市场化缺乏足够的决心及诚意。那么，究竟是什么导致了这种悲剧呢？

前面我们已经反复提到，作为“5·19”行情的一个副产品，中国股市中出现了一个新型的利益集团。考虑到他们主要的盈利模式，我们将它称为庄家集团恐怕更为合适。除了准组织化、游说能力强大之外，这个庄家集团还具备另外一个新特点：其挟持的公共资金之巨已经足以影响宏观的金融稳定。这个迹象在市场崩溃时期表现得如此明显，以至于有人口无遮拦地喊出：救市就是救券商。然而，这个庞大的利益集团已经远远不是券商这个概念所能涵盖。券商那点资本金，亏完了不过 600-700 亿，这个庞大的利益集团通过上市公司、国有大型企业、尤其是国有银行输入到股市的资金，已经足以或者接近引发一场内生性的金融危机，这可能才是“救市”的要害所在。在市场无情的崩溃面前，袖手旁观就等于放任这样一种前景：一连串的金融机构破产，并进而影响整体的金融稳定。而这种不祥的后果，在宏观经济增长乏力的背景下，发生的概率更高，而 2001 年下半年之后的中国经济形势恰好提供了这样一个可怕的背景。这完全是一场左手与右手的搏斗。

在左手与右手的战争中，中小投资者除了离开这个市场，他们在这个市场中的惟一命运将是：在各种各样神圣利益的名义下被吃掉。也正是在这样的逻辑指引下，我们以为，只要条件许可，类似“5·19”这样的“做局”行情仍然可能重演。

6、小结

现在，我们终于可以为庄家做一个小小的总结了。

在我们已经谈到的庄家概念中，它包括证券公司、上市公司、各种中介机构，也包括了各类国有大中型企业，它甚至包括了某些地方政府，几乎囊括了所有与证券市场相关的经济和政治主体。这些处于社会各个领域、各个层面的主体结成了一个巨大的网络，并寄生于体制内的合法性资源之中。在纷纷将噬血之管插入

股市的同时，这个利益集团还以驱赶、鼓动、诱导等各式各样的方式将社会公共资源推入股市，以供其自肥。就庄家分布的广泛性及与现体制融合之紧密程度而言，庄家就是这个体制。

在另外一方面，庄家作为一种文化精神，使中国证券市场上的市侩主义蔚为风尚。对于中小投资者而言，追随庄家并参与掠夺是活下去的惟一方式，尽管他们知道这是一种风险极大的生存方式。这种市侩风气几乎渗透进了中国证券市场上的每一个个体。所以，我们看到，“与庄共舞”成了这个市场上的最高智慧和至理名言。在一个大量使用公共资金的市场上，股市不过是一个“全或无”的游戏，赌，是一个理性的选择。

作为一种体制和文化，庄家就是一种中国病，一种中国式的改革综合症。从这两个方面看，尽管庄家可能改头换面，但中国的庄家时代还远没有结束。

第四章 券商的化装舞会

作为新兴行业，券商是中国金融改革的产物。但无论它的业务具有多么新颖和时髦的外表，在当今中国的体制土壤中，它本质上都只能是一种最为古老的剥夺工具，是中国改革中财富转移的一个超级老鼠仓。

1、券商之殇

券商，亏损还是破产？

“券商开始卖官了”，一位财经记者以这样匪夷所思的细节来描述中国券商在 2002 年面临的整体困境。当然，这个噱头似乎并不是该记者为了增加文章卖点而凭空杜撰的。在这篇名为《营业部衰竭》的文章中，他继续写道：“……一位在杭州的朋友神秘地打来电话，称只要能拉来 1000 万资金，就可以做营业部副总，记者当时以为他碰到了骗子，事后了解，确有其事。拉个几百万也可以做个客户经理。”

在中国的历史和现实中，卖官鬻爵并不罕见，但那大多发生在急景灾年，政府急需舒解财政困难，或者发生在吏治崩毁，贪官污吏疯狂中饱私囊的时期。券商虽然不是严格意义上的“官”，但“出卖职位”却是出于同样迫不得已的原因：财务困境。不过，这种困境如果发生在别的传统行业中，人们或许不会感到奇怪，但发生在券商——这个看上去几乎是当今中国最时髦、最“朝阳”的行业中，就多少让人有些拍案惊奇了。然而，中国券商今天狼狈中夹杂着绝望的“悲惨时世”，并没有超出某些悲观者的预言，最多只是比那些预言提前了一些罢了。

显然，卖官鬻爵这种极端的例子，或许是个别券商营业部情急之下而发明出的独特财技，但它所暗示的另外一个主题则要宏大得多。它意味着，中国券商——作为一个行业，很可能就此走入一个没有明确期限的黑暗未来。

2002 年 8、9 月间，中国证监会在前后不到一个月的时间中，连续撤销了鞍山证券和大连证券两家证券公司。在这两起中国证券市场历史上罕有的撤销案中，中国证监会虽然极力保持了低调，但人们还是从这种不同寻常的果断手腕中，看到了事态的紧迫。按照我们对中国金融及新闻的一般理解，事态不发展到实在

无法挽救，中国金融监管部门是不会轻易做出“撤销”这种最后决定的。显然，这是中国金融监管当局在衡量利弊之后做出的断腕之举，所谓长痛不如短痛。但问题在于，这两家偏于一隅的小型券商，究竟在多大程度上代表了中国券商的整体的衰败境况？对于中国券商而言，这究竟是意味着熊市阵痛的结束，还是仅仅意味着一个更残酷时代的开端？虽然各种各样的迹象表明，中国券商正在经历一个最难熬的冬天，但我们想求证的却是：中国券商究竟难熬到什么程度，这个冬天对中国券商究竟意味着什么？

由于中国券商财务上的极端不透明，我们很难对中国券商做出财务上精确的定量分析，这与许多外部观察家在分析中国国有银行问题时所碰到的处境非常相似。不过，这并不妨碍我们对中国券商的整体现状做出定性判断。据中国证监会机构监管部主任李小雪在 2002 年透露：截至 2002 年 5 月底，中国 118 家证券公司的净资产额为 917 亿元，但其中不良资产却高达 460 亿元，不良资产比率超过 50%。所谓“不良”，其实是相当客气的说法，实际上这些“不良”资产早就应该作为坏账予以核销。这个数据公布时曾经引起媒体的一阵哗然，但以中国官方处理敏感数据的传统“技术”而言，这个数据显然是被低估了的。换句话说，官方向我们提供的数据与中国券商的财务真相还有相当差距。个中隐情，相信许多对中国券商实际经营状况有了解的人，都会心中有数。不过，即便我们以官方的统计数据为基准，那么到 2002 年年底，中国券商的情况恐怕也早就不能用亏损来描述了。据中国证监会的官员称，截止到 2002 年 11 月，中国证券公司的年度亏损总额（不包括委托理财业务所发生的亏损）已经达到 220 亿元，而巴黎百富勤在一份研究报告中对同一数据的估计则是 400 亿元。考虑到前一数据剔除掉的委托理财业务（这一项业务实际上是近年来导致中国券商亏损的主要因素，其规模也远比券商自己公开承认的要大得多），我们相信巴黎百富勤研究报告所提供的数据应该更加接近真实情况。如此，在两个基本利润来源（经纪和投行）没有大幅度改善的情况下（根据二级市场的成交量和一级市场的承销量来观察，这两个利润来源甚至有更加萎缩的迹象），我们大致可以测算出中国券商的亏损速度：全行业每月亏损 30 亿左右。以这种亏损速度，从 2002 年 5 月到 2003 年 5 月，中国券商的新增亏损加上过去积累下来的坏账已经达到 900 亿左右，也就是说，已经将全部资本金基本消耗完毕。如果我们上面的粗略推算能够大致描述中国券

商的真实现状的话，那么我们会得出一个令人悲哀的结论：中国券商作为一个行业，在整体上已经处于零资本状态，技术上已经破产。也许有人会觉得，我们的数据都来自中国证券市场最为低迷的时期，因而很难反映中国券商比较长期的经营状况，更没有反映一、二级市场波动对券商行业利润的影响。但在我们看来，从 2001 年 6 月开始的、被许多人认为是不正常的熊市，实际上是中国证券市场未来相当长一段时期中的正常经营环境。与大多数新兴市场相比，无论从成交量还是从 IPO 的情况看，中国证券市场 2001 年 6 月之前的情况都已经相当超前，或者说，大大的透支了。所以，向大多数新兴市场的回归将是中国证券市场的一个长期的和主要的趋势，在这一点上，中国很难成为新兴市场的例外。考虑到中国证券市场积累起来的一些特殊不确定性（比如国有股流通问题），我们以为，中国证券行业在将来所要面临的环境可能比我们上面估计的还要严酷得多。虽然我们不能排除个别券商成为这种经营环境的意外，但从整个行业的命运来说，我们上面的整体描述应该是基本接近真实情况的。实际上，一些官方研究机构对这个问题已经做出了委婉的暗示。在“2003 年中国并购年会”上，国务院发展研究中心金融研究所所长夏斌就说到：“……目前除了四大银行之外，还有 120 多家商业银行，包括证券公司这一批金融机构中已经隐藏着不少问题，有的已经资不抵债，这样的机构在两三年内要支撑下去很难，因此明智者会在 2006 年前，主动寻求合作伙伴。”夏斌先生曾经担任过深圳证券交易所的总经理，对中国证券业相当熟悉，而且也一直关注中国的金融风险的问题，所以，他对中国券商现状的评价——尽管相当克制，应该还是比较可信的。

无论如何，在未来一个不太长的时期内，中国券商的大量破产或者并购重组（这实际上是另外一种破产方式）将是难以避免的。在这个意义上，用“破产”而不是用“亏损”来描述中国券商的现状，恐怕更为准确。

那么，为什么一个无论怎样看上去都应该生机勃勃的行业，怎么突然之间就变得如此黯淡呢？其实，只要简单回顾中国券商的成长历史，我们就会发现，中国券商今天所面临的“悲惨”时代并非是头一次。换言之，这种看上去的“突然”其实根本就不突然。

无成长的扩张

从无到有，从苟活于体制边缘到成为一个上万亿规模的行业，中国券商走完这段路仅仅用了十年时间。正如那些醉心于夸张中国证券业跳跃式发展的人士所经常说到的那样：中国证券市场用十多年的时间走完了西方几百年的历史。在他们那里，这种溢美之词大概尤其适用于中国券商。不过，除了与科技同步的交易技术以及表面上的公司构架之外，中国的券商与西方的券商几乎完全没有相似之处。这一点，在中国一些老牌券商那里表现得相当明显。

中国证券市场是从地方发展起来的，相应的，地方券商最早成为这个市场的受益者，这种新兴行业的暴利迅速催肥了中国的第一批地方券商。在中国证券市场的发祥地之一——上海，三家地方性券商成为当时中国证券市场地方势力的代表，人称地方军。它们分别是万国证券、申银证券和海通证券，其中管金生领导下的万国证券以营业部在全国的迅速渗透以及作风的大胆而最为抢眼。不过，这个当时风头最盛的证券王国却是地方军中最早倒闭的一家，在 1995 年 2 月的“327”国债期货交易中，万国证券一次性亏损 20 亿之巨，草草结束了它的“王国”之梦。这个多少有些让人惊讶的结局，离它开始的时候只有短短几年时间。此后，在地方财政的鼎力挽救之下，万国被并入上海另外一家地方性券商申银之中，这就是我们后来看到的申银万国证券公司。直到现在我们还很难搞清楚，为了这次合并，地方财政究竟耗费了多少纳税人的金钱，也不知道申银证券究竟从万国那里接受了多少坏账。但有一点则非常清楚，这个在中国证券市场历史上的第一次合并大大助长了中国券商作为官办企业尤其是官办金融企业的道德风险。讽刺的是，人们对隐藏在这种行政合并背后的道德风险不仅视而不见，反而欢欣鼓舞，这种态度在官方媒体无知的乐观之中表现得格外明显。在这些媒体愚蠢的怂恿之下，合并之后的申银万国被人戴上了另外一顶巨人的帽子：证券航母。然而，这个在当时看起来规模庞大（在有些奇怪的观点看来，规模与抗风险能力完全成正比）的航母并不如人们想象的那样强大。在 2002 年，申银万国证券公司的承销业务竟然是零，这种让人绝望的经营记录让人怎么也看不出这家大牌券商强大的迹象。

如此，在象征着中国券商地方实力的早期代表中，就只剩下海通证券一家了。这家近年来不断增资扩股的券商（到 2002 年底，海通资本金已经达到 87.34 亿元，成为全国资本金最大的券商），表现了与另外两家同城兄弟截然不同的命运。

其近年来迅速扩张的势头和低调的媒体表现，在外部观察者看来简直就是一个神话。不过，在中国特殊的转型环境中，这种高速成长的企业神话背后所隐藏着的，与其说是经营奇迹，不如说是耐人寻味的神秘。其与中国证券市场上著名战略投资者之间的长期合作关系，更让人疑问丛生。起码到目前，在我们还没有彻底窥清海通的全貌之前，我们还只能将它当作中国券商中一个非常特殊的个案来处理，就像我们处理所有神秘的事物一样。

在中国券商历史上，早期还有另外一股惹人注目的势力，这就是在 1992 年年底由中央政府直接鼓励成立的华夏、南方和国泰。好像是急于要与当时散兵游勇的地方军区别开来，这三家券商一开始就摆出了高起点的架式。这一点，从其原始注册资本（都是 10 亿的注册资本，这在当时是一个非常大的数目）以及其主要参股股东的实力（当时的四大专业银行是这三家券商的主要大股东）上，可以看得非常清楚。然而，十年的发展历史表明，这三家券商不仅没有表现出与他们出身相称的经营记录，反而先后陷入了破产的边缘。在 2002 年中，南方证券虽然一再否认它已经面临财务危机的传闻，但其资不抵债、面临破产的艰难处境似已成为业内公开的秘密。虽然当时很难求证南方证券真实的财务状况，但一个典型的“小道消息”告诉我们：小道消息从来就是真的。对于处在朦胧中的南方证券而言，这个“小道消息”的真实性可以从南方证券高层在 2002 年突如其来的全面换班中略窥一斑。显然，这个由深圳地方政府主导的全面人事调整，也同时意味着地方财政的“慷慨捐赠”和全力挽救。不过，在这种被迫“出血”的命运面前，深圳地方政府似乎并不孤单。几乎与南方证券面临倒闭命运的同时，北京的地方财政也正全力挽救华夏证券，这家与南方证券同样声名显赫的中央军，如今也陷入与南方证券同样的绝境。有传闻说，由于在太极集团等股票上投机失败，出现巨大亏损，华夏曾经于 2002 年申请过破产，但被北京当地政府拦截。当地政府为华夏证券指出的新生之路是：增资扩股，主管金融的北京市金融工委甚至以不容置疑的口气督促：华夏增资扩股，只许成功，不许失败。一北一南，两家同时诞生的中央军，在同一时间面临破产，的确具有非常强烈的象征意义。这大概很难用他们面对着同样的经营环境来解释。虽然深圳与北京在表面上代表了中国的两个截然不同的模式，但从南方与华夏的身上，我们似乎看到了更多的雷同之处。与南方、华夏同时成立，总部设在上海的另外一家中央军——国泰君安

日子似乎没有逃离同样的陷阱。与申银万国一样，国泰君安这个名字本身也昭示了国泰君安的特殊历史。1999 年 8 月，在国泰证券与君安合并时，人们普遍认为是优质的国泰兼并了坏账累累的君安，但当时一份为此次合并提供的审计报表却显示，这两家公司的资产状况几乎同样恶劣，不良资产比例奇高，都处于破产边缘。后来人们知道，上海市地方政府为这次合并注入了 18 亿元的资产，光现金就达到 14 亿元。换句话说，没有上海市政府这一次慷纳税人之慨的帮助，国泰已经破产过一次了。具有讽刺意味的是，这家合并后具有 37 亿资本金的证券公司，又一次被媒体毫不犹豫地吹捧为“中国证券业之最”，意指其实力了得。但就是这种靠国家权力喂养出来的“实力”，还是经不起一次熊市的摧残。有报道称，在 2002 年，这家“实力了得”的庞然大物又一次进行了资产剥离，而接受这些不良资产的又是当地财政。这篇报道以显然非常欣慰的口气说：“国泰君安在大股东之一上海国有资产管理公司的帮助下，置换入大量优质资产，加之实业剥离、核销坏账等手段的综合运用，使资产状况得以大为改善，并于去年年底向证监会递交了上市申请。”不过，国泰君安的这种“资产状况改善”似乎一点都不值得欣喜，相反，它让我们又一次看清楚了官办金融机构难以治愈的劣根性，以及在未来可能引发的巨大金融风险。

到目前为止，中国早期成立的大牌券商几乎无一例外地陷入了危机，更不用说那些处在行政资源更加贫乏省份的地方性券商了。如果不是频繁的行政干预，他们恐怕早就消失在历史的尘封之中了。虽然它们现在具有了庞大的资产规模，未来也可能具有更大的甚至超级的资产规模，但一如我们所看到的，无论它们具有多么强大的外在形象，也永远是一群长不大的孩子。它们骨子里的基因注定了，它们将是一种奇特的公司种类，他们整个的生长历史可以简单地概括为：有扩张，无成长。他们可以在政府的扶持下垒起巨大的资产规模，却丝毫不具备抗击市场风险的能力，不具备自我生长和发展的能力。显然，这种基因特征并不仅仅表现在中国的早期券商身上。在中国金融企业的约束机制还没有得到根本变革之前（它远远不只是一个监管的问题），这些病灶将同样被植入后来券商的体内。与上面的几家老牌券商相比，中信成立的时间较晚，资产质量被普遍认为是中国券商中最为良好的几家之一，在近几年更是成为业界翘楚。但就是这样一家中国新锐券商的代表人物，在 2001 年的熊市之后，也迅速暴露出了所有老牌券商固有

的毛病。在受到特别惠顾成为中国首家上市券商之后不久，中信证券即发布预警公告称，2002 年该公司的经营业绩将大幅下滑 50%以上。让人困惑的是，中信之所以成为中国首家上市集资的券商，正是因为它具有中国券商中屈指可数的盈利能力。以中信证券在中国券商中的地位来看，中信证券的这种黯淡的经营记录，为我们判断中国券商的真实经营情况做出了强有力的提示。不过，我们的问题是：在中国证券市场没有戏剧般的回光返照的条件下，像中信这样已属凤毛麟角的佼佼者，是不是也会像华夏、南方那样的老牌券商一样，在短时间内迅速地“老”去？在不久后的某一天我们是否会看到，政府以一模一样的方式为这些刚刚“新锐”过的券商，注入巨大的财政资源，以维持它们沉重的喘息声？实际上，深入中国券商独特但惯性十分强大的生存模式中，我们就会发现，这是一种概率相当高的可能性。

老鼠仓：中国券商的经营模式

与中国证券市场已经广为人知的中国特色一样，中国券商也有其独特的中国本质。作为中国证券市场具有决定性影响的中介机构，中国券商的本质甚至在某种程度上决定了中国证券市场的本质。

中国券商是在国有经济占绝对主导地位的经济体系中发展起来的，所以，中国券商也不可避免地具有浓厚的国有特色。在中国现有的 120 余家券商中，国有券商几乎一统天下。在这种情况下，中国券商作为一个行业，在整体上就必然具有强烈的软预算约束特征。虽然有许多新的研究证明，软预算约束特征并非国有企业所独有，但无论如何，预算软约束特征仍然是国有企业区别于私有企业的一个主要的企业属性。这一点，在中国券商那里，可谓表现得淋漓尽致。事实上，在中国券商的历史上，我们还没有看到一家券商的破产记载。这当然不是说，中国券商有多么优良的经营记录，正相反，这是在告诉我们，不管经营的多么糟糕，中国券商都无须担心自己的命运。在这种扭曲的激励机制的鼓励下，极端恶劣的经营状况成为中国券商的一种普遍现象也就不足为奇了。换句话说，中国券商符合破产标准的不是太少，而是太多。在中国券商不太长的历史中，我们看到，无论是当初的万国，还是现在华夏、南方，抑或是那些不知名的小型地方券商，政府都在危难之际，充当了最后保护人的角色。一次次挽救，换来的却是一次次更

大规模的破产威胁。由于券商资产在近年来的迅速膨胀，政府放任软预算约束所带来的风险也在膨胀。

当然，对国有企业的预算宽容，并不是政府放纵中国券商的惟一原因。券商作为金融企业的另外一个特征使中国券商软预算约束变得更加恶化。研究普遍认为，由于具有一般企业不能比拟的外部性，金融企业比普通企业具有更加明显的预算软约束特征。显然，这个结论对中国券商也格外适用。实际上，正如我们所看到的那样，每当有券商陷入危机，社会不稳定等外部后果都是政府全力搭救券商的一个最充分的理由。在这一点上，券商似乎看透了各级政府的底牌，于是，券商的胡作非为实际上就获得了某种豁免权。在中国这样一个处于转型时期因而对社会稳定具有特殊敏感性的社会中，这种经营上的豁免权被发挥到了极至。“将所有人都套进来”便成为当今中国券商（当然不仅仅是中国券商）在经营上的一条金科玉律。一些已经披露的资料显示（像上面我们曾经提到的鞍山证券、大连证券等），中国某些券商的经营手法已经与诈骗无异。毫无纪律的集资和庞氏游戏（80 多年前，查里斯·庞氏的骗局在西方股市大行其道。在这个游戏中，庞氏在几个月的时间里吸引了 3000 多名投资者，向投资者许诺投资就能有巨大的收益，并将第二轮投资者的资金支付给第一轮投资者，依次类推。股市中的庞氏骗局就是这样靠一轮一轮的自己投入不断抬高股价，依靠后一轮的资金投入来给前轮的投资者提供收益，一直持续着这样的游戏，并从中牟利。）成为它们金融业务中的重要内容。虽然这种游戏在手法和方式上会具有某些时代的印记，但其本质并没有什么改变。这几年在券商中普遍流行并导致巨大风险的委托理财业务，实际上就是这种集资游戏的最新翻版。2001 年熊市以来，许多委托理财神秘失踪的案例很能够说明这种游戏的本来面目。2003 年 2 月，上港集箱（600018）发布公告称，其托管于西南证券上海定西路证券营业部的 1.47 亿国债神秘失踪。不用说，这笔显然属于委托理财性质的巨款，已经成为券商某种风险游戏的牺牲品。可以肯定的是，由于上港集箱作为上市公司的信息披露约束，这笔巨款的失踪才得以公众所知。这等于是明白无误地告诉我们，还有大量此类资金“失踪”和“蒸发”的故事，由于各种原因而不为我们所知。

作为有特殊外部性的行业，各国政府都对金融行业施以最严厉的监管，但在中国，这种外部性却反而给券商带来了截然相反的“优待”。作为金融企业，中

国券商似乎被赋予了某种“乱来”的特许权。一位在券商服务过的朋友曾经以平淡的口吻向我讲起这样一个故事：她所在的营业部在最疯狂的时候，不是每月、也不是每星期，而是每天按交易量发奖金。面对这种案例，相信许多自以为非常了解中国证券市场的人大概也会大吃一惊。也正是这家营业部，在最后被接管时，仅客户保证金一项所留下的窟窿就达到 3 亿元，可以想见，这家营业部遍布全国的证券公司，在最后被接管时，其蒸发的资金总额有多么庞大。然而，这家证券公司为此所付出的代价则仅仅是：其公司被人接管。留下的坏账被政府以最低调、最慷慨的方式予以填补。中国券商金融纪律的松弛程度由此可见一斑。

不过，仅仅用国有企业以及金融企业来描述中国券商是远远不够的。实际上，就像转型期许多其他的中国企业一样，一些中国券商还是典型的权贵企业。在转型时期，权贵企业的基本组织目标并不是创造利润，而是转移财富。这就意味着，权贵企业不仅需要而且经常会主动创造并维系一种软约束的环境，以便在这种宽松的环境中进行无风险的盗窃及洗钱活动。在这种特殊的转型情境中，某些券商，早已经不是我们从教科书上认识到的那种为盈利而存在的企业组织，而是权力阶级设计出的一种具有欺骗性的金融工具。以中国人更加熟悉的词汇来描述就是，它是权力阶级为自己盗窃和攫取公共财富设置的一个巨大的老鼠仓。而这，才是某些中国券商风险的根源和本质所在。许多人归纳出的所谓管理不善、技术落后等等原因，不过是这种风险的外化而已。这有助于我们解释这样一个奇特的现象：一方面，作为企业的券商不断走向衰败，另一方面，一些特殊的从业人员却反而积累起了巨大的个人财富。人们经常嘲笑中国经济中普遍存在的“穷庙富方丈”，指的就是同一个意思。联合证券在赣能股份上的“表演”可谓这种“老鼠仓风险”的经典诠释。1998 年，联合证券在赣能股份投入巨额自营资金，但经过了“5·19”的超级牛市之后，联合证券在这个项目上竟然不可思议的出现 1500 万元亏损。据《21 世纪经济报道》记者获得的一份内部人士的举报材料称，“联合证券之所以出不了货，其原因是有数位高层人士借公司自营机会设立个人账户，通过各种融资方式大肆买入公司自营的股票，为自己牟取巨额的不当利润。”而这家在成立时规模仅次于申银万国的证券公司，到了 2002 年已经完全陷入瘫痪状态。实际上，熟悉中国证券市场具体操作的人都知道，联合证券的这个例子不过是中国券商一种极其普遍的“生活方式”。

很容易观察到，中国券商的大多数风险，实际上是发生在牛市，而不是熊市。这可能与人们的想象正好相反。然而，如果我们回到券商作为权力企业的逻辑起点上来审视，这个现象可能就非常自然了。牛市，正是权力阶级借助券商这个洗钱平台盗窃公共资源的最好时机，在这个时候，盗窃最容易得手，因而也是公共资源风险最高和最频繁的时候。这不仅是因为牛市中大量的热钱进入证券市场，更重要的则是因为，中国的牛市无一例外的都伴随着监管的松弛，贪污腐败的泛滥。这种情况很容易让我们想起中国经济周期中的同样情形。在中国改革不算长的 20 多年中，中国经济的每一次扩张几乎都与贪污腐败的高发特征相伴随，这多少印证了中国经济周期的某种政治性。权力对财富的觊觎和冲动实际上在暗中推动了中国的经济波动，由于表面上的相象，它经常被误认为经济周期。腐败与经济周期之间的这种相关性在 90 年代中期之前，表现非常明显。这种相关性，在 90 年代后期之后，却显著的体现在中国金融行业中。所以，对于中国权力阶级的盗窃行径来说，没有什么比牛市的名义更加名正言顺的借口了。这就是为什么，在短短的十余年中，我们看到了市场规模的急剧膨胀，但却极少看到真正靠自我积累发展起来的券商的真正原因所在。相反，我们看到的，是这样一种带着鲜明中国标签的幽默：一次牛市消灭一个券商。真实的情况还可能是：一次牛市消灭一批券商。牛市中大规模的财富转移，是权力阶级的节日，但却是券商的祭日。在这个意义上，熊市不过是这个灾难一个迟到的讣告。不幸的是，似乎所有人都相信，是熊市导致了中国券商的死亡，换句话说，所有的人似乎都相信，券商的死亡是一种正常死亡。这种诊断，实在是对中国券商风险本质的莫大误解。

作为新兴行业，券商是中国金融改革的产物。但无论它的业务具有多么新颖和时髦的外表（情况似乎是，由于业务新颖所必然导致的监管滞后反而更容易使它成为老鼠仓的温床），在当今中国的体制土壤中，它本质上都只能是一种最为古老的剥夺工具，是中国改革中权力阶级转移财富的一个超级老鼠仓。这或许就是券商为什么一直被人称为“主力”（与庄家同义）的原因。任何一个行业，一旦沦为社会权势集团任意操纵的私器，其风险就肯定是难以控制的，中国券商的行业风险即植根于此。在更加长远的历史视野中，券商作为中国的朝阳行业，在将来理应还有远远超过今天的规模，但是，被嵌入中国独特改革背景中发展起来的券商，似乎已经走上了一条不归之路。由此我们可以推断，如果不破除权势集

团对券商的垄断，该行业在规模上的每一次扩张，实际上就意味着该行业风险的进一步积累。从目前的种种迹象看，中国券商在这个危险的旅程上似乎又跨出了新的一步。

危险的救亡

虽然在整个经济转型时期，中国证券市场只是一个大规模财富转移游戏中的一部分，但它无疑是最具有诱惑性的一部分，在其中，券商扮演了非常重要的角色。但非常奇怪的是，种种迹象都显示，中国券商正在酝酿着新一轮更大规模的扩张。不用问，这是在中国券商无力自救的情况下，政府的又一次大规模的行政救亡行动。然而，对中国社会而言，这实际上是又一次更大风险的累积。

人们普遍注意到，在 2001 年熊市开始以来，券商增资扩股的脚步已经骤然加快。有人曾经统计，从 2001 年到 2002 年 12 月，有 35 家券商实施了增资扩股，几乎所有台面上的券商都将其资本金扩充了好几倍，有些券商甚至准备将资本规模提高到百亿级别。按照常理，企业的扩张应该发生在对未来收益预期较好的时候，但自从 2001 年熊市以来，中国证券业的未来预期收益可以说相当黯淡。很显然，中国券商在这个时候加快扩张步伐并不是冲着未来的预期收益而来，而是冲着目前的生存危机而来。其中隐情，在中国证监会 2001 年 11 月发布的《关于证券公司增资扩股有关问题的通知》中透露得非常清楚。在这个通知中，证监会明确宣布不再对证券公司增资扩股设置先决条件。这个通知中甚至提到，“在特殊情况下，为及时化解风险，中国证监会可要求证券公司增资扩股”，很明显，中国证监会的通知是为了缓解券商风险而紧急出台的。一位在券商供职的朋友曾经私下里说，他所在的证券公司如果不能增资扩股，就快要发不出工资了，这多少揭示了券商增资扩股的真正目的。有趣的是，证监会对此提出的理由竟然是：“证券公司增资扩股属于企业行为。”但很显然，就像我们在前面已经反复指出的那样，中国券商并非是一般意义上的那种企业，否则，它们就不会在如此黯淡的预期中强烈要求增资扩股了。而几乎所有券商在同一时间提出同样的要求就只能说明，中国券商在企业性质上具有某种特殊的趋同特征。在中国券商非常短暂的历史中，我们甚至发现，在熊市中扩股，已经成为中国券商行业的一个基本规律。

为了掩盖券商增资扩股的真实目的，某些“专家”提出了看上去非常神圣的理由，他们说，券商增资扩股是为了增加券商与外国投行竞争的实力。但明眼人看得清楚，这种以民族利益为诉求的伎俩，不过是一个幌子。不过我们发现，在屡次使用这种扩股招数之后，人们正在逐渐看清其背后的风险，其边际效果正在递减。有些曾经千方百计挤入这个行业的公司正在逐渐撤股。但这并不表明，可供中国券商挥霍的公共资源正在逐渐衰竭，情况可能正相反，作为受到特殊优待的企业，中国券商还可以开拓更多、更新的外部融资通道。于是我们就看到，上市与发债正在成为中国券商趋之若鹜的新型融资手段。其实，对于中国券商来说，这种方式一点都算不得新颖。在许多年之前，券商私下以债券形式募集资金的情况已经相当普遍，其结果却并没有证实债权融资的约束一定要硬于股权融资的理论。而这种说法，正在成为鼓吹者们（鼓吹券商发债）最充分的理由。显然，这并不是理论本身的错误，而是理论运用的错误，中国券商不是这种理论的适用对象。券商上市的理由和效果与此也大致类似。当然，在中国券商艰难的救亡之路上，他们似乎还有另外一条突然光明起来的“坦途”，那就是利用与外商合资的办法来自救，站在民族主义的立场上，这大概是中国券商惟一能够不贻害于中国社会的自救途径。不过，种种迹象表明，这个“绝妙”的算盘并不像看上去那么让人称心如意。道理十分简单，外国投行可不是政府，作为这个行业中的老手，外资投行接受一堆破铜烂铁、做亏本买卖的可能性很小。而他们之所以好像对中国券商表现出了某种“兴趣”，无非是看中了那个牌照的价值，一旦这个牌照不那么值钱，外资投行可以自立门户，中国券商的最后一点希望也将会随风而逝。如此一来，中国券商就只能按原有的生存模式继续生存下去，而其代价就是，中国金融风险的进一步积累。

可以预见，在政府的默许、鼓励甚至直接帮助下，中国券商将会动用更多的社会资源来为自己解套。情况越是危急，他们的这种冲动就越是强烈。但毫无疑问，在目前给定的制度条件下，这种“水多了加面，面多了加水”的把戏将在更大程度上套牢全社会。这样的教训，中国证券市场已经领教过无数次了。在这个意义上，从现在开始，对中国券商应该严格的按照市场规律实施破产，截断它向社会转嫁风险的渠道。否则，迟早有一天，我们的券商将会变成“大得不能破产”的怪物，这与我们今天在国有银行上的处境相似。南方、华夏等券商今天“破而

不得”的现实提醒人们，中国券商离这种情况并不遥远。实际上，就可能引发的金融风险而言，中国券商现有的资产规模已经相当庞大。2002 年初，中国社科院的一位人士估计，光券商代客理财一项，就涉及资金 2000 亿元。虽然有人引用各种资产负债比例的国际对比数据，以证明中国券商的风险并不大。但在中国信息极端不透明的背景下，轻信这种数据恐怕就过分天真了。如果我们没有猜错的话，中国的证券监管当局大概也不知道中国券商真实的资产状况。至少，中国券商过往各种疯狂的经营手段已经说明，他们丝毫也不在乎风险，相反，他们有超乎寻常的风险偏好。连地地道道的诈骗勾当都敢，造点虚假的财务数据又有什么不敢的呢？最近两年爆出的一系列事件表明，中国券商在这方面并没有什么值得注意的改善。从我们上面已经反复强调过的中国券商的本性观察，中国券商的这种风险偏好实在是一件非常自然的事情。因为他们可以通过软约束将风险转移出去。他们也无需关心企业本身的成长，他们要关心的仅仅是内部人在短期内的巨额收益。在这种情况下，风险有多大以及风险转嫁给谁，就很难在他们的视野之内。如此观之，如果进一步放任券商任意抽取社会公共资源，中国券商就可能成为一架不折不扣的“风险积累机器”。爆发得越晚，爆炸力就越大，给中国经济和金融造成的痛苦指数也就越高。到那时候，我们大概又要像解决银行坏账一样，为中国券商单独成立类似的资产管理公司了。虽然我们在上面不断使用风险一词，但就中国券商行业而言，它显然已经不是指个别券商所面临的不确定性，而是整个券商行业带给中国经济的不确定性。这肯定已经远远超过了风险本身所能容纳的意义。一个金融改革的成果，到头来却变成了一个风险巨大的金融隐患，实在是中国改革的一个标准寓言。然而，这何尝不是中国大多数后起行业同样的宿命呢？

2、“6·24”阳谋

2002 年 6 月中旬的一天，上海陆家嘴金融贸易区汇丰大厦内，一位知情人士以调侃的口吻向我们“发布”了几条有关券商狼狈处境的消息。其中一条颇为传神，一位大型券商的老总半开玩笑式的向他找生意做，荒唐的是，这位人士与券商业务几乎毫无关系，熟人而已。对于券商最新一次的“艰难时世”，我们虽然早已从逻辑上推论到，但以如此具有戏剧性和真实感的方式被证实，还是让我们颇感意外。

随后的几天中，有关券商资产问题的耸人听闻的消息陆续传来，很有点风声鹤唳的味道。显然，经过将近一年熊市反复折磨，6月的中国证券市场已经处于极度焦灼和绝望的状态，人们一直在等待和猜测的某种破产事件即将水落石出。

许多人又一次在等待新的低点的出现，不过，在一起探讨行情时，还是有朋友脑筋急转弯，给出了一个典型的中国式预测：会不会像“5·19”一样，发动一次危机行情？他进一步提示，深圳重组股已经有明确迹象。

果然，6月24日，行情爆发，深沪股市以比我们想象的更加夸张的方式证实了这位朋友的预言。这种夸张，在历史天量和高达90点的跳空缺口中得到充分彰显。就中国证券市场内外交困的背景环境而言，这种夸张更像是一种虚张声势，所以，当市场人士半真半假的狂呼“井喷”时，在私下里，我们却一直将“6·24”讥之为一次“痉挛”。因为，这不仅是中国证券市场痛极之后的失常抽搐，而且还是一次目标明确的政府抢救行动。

从2001年10月的“暂停”到2002年“6·24”的“停止”，国有股减持政策的变化虽然只有一字之差，但却意味着政府一次非常痛苦的抉择。无论从长期还是从短期角度看，国有股减持进而流通都是中国改革所必须；而从社会保障资金需求的角度，国有股减持甚至是社会稳定所急需。对于这一点，政府似乎有十分清醒的认识。政府最高领导人在多个场合不加掩饰地谈到过这个问题的紧迫性。即便在国有股减持暂停之后，朱熔基总理仍然敦促相关部门要尽快拿出国有股减持的可行办法，急切之情溢于言表。对于“暂停”的解释，朱熔基曾经强调：“本届政府期间不再考虑减持”，个中意义相当明显，国有股减持只是“暂停”而非“停止”。这证明，迟至2002年6月24日，政府在这个问题上的立场仍然相当坚定，减持的时间可以推迟，方式可以迂回，但大方向并没有任何变化。而“6·24”改变了这一切，从“暂停”到“停止”不仅仅是方式上的变化，而是方向上的转折。也就是说，政府曾经下大决心、花大代价要推动的国有股减持政策被彻底地“一风吹”了。

那么，究竟是什么能够使政府朝令夕改呢？或者问，从2001年10月到2002年6月之间究竟发生了什么，能够让政府对中国证券市场如此忧心忡忡，倍感不安呢？

2001 年 10 月的“国有股减持暂停”被普遍认为是一次挽救券商的救市行为。但那时，市场新痛，券商及其他国有机构投资者仍然凭借着对中国证券市场的惯性认识，以为只要政府出台一个利好政策，并辅之以时间的疗效，便可以从容地再次逃过一劫。而在政府方面，对于中国证券市场的问题以及可能引发的连带风险估计也相当不足。然而，市场并不像他们估计的那样听话，更不像“5·19”那样可以被玩弄于股掌。在这种情况下，券商以及其他国有投资机构迫使政府连出利好，从印花税到佣金改革，可以用的利好几乎全数用上，而在不为人知的另一面，银行资金从证券市场撤离的时间表也只好一再推迟。但多年积累的市场风险以及特殊利益集团在股市中“乱砍滥伐”所引起的信任危机并不会在短时间了断。于是，我们看到，在 2002 年 6 月，市场又一次逼近了所谓 1500 点的政策底部，而在这个底部之下，则是一个难以预测的金融黑洞，其势岌岌乎危哉！比起 2001 年 10 月，中国证券市场在 2002 年 6 月的恶劣形势了无改进，大量委托理财及机构资金越陷越深，银行贷款的回收已经变得遥遥无期，金融领域的系统风险一触即发。与一般人想象的不同，2002 年上半年才是中国券商以及国有机构投资者最痛苦的时候，这种痛苦由于时间的延续而逐渐变成了绝望。而在另一方面，随着中国证券市场严重问题逐渐浮出水面，政府也有了比去年市场刚刚开始下跌时远为清醒的认识，显然，这种清醒使政府大为惊骇。这就是国有股减持最终停止的真实背景。

如果人们对中国证券市场以及可能引发的系统风险还没有足够深刻的印象的话，我们愿意在这里贡献几个具体的案例。

华夏证券，中国资格最老的券商之一，注册资本 10 亿（后扩大至 37.47 亿），但据《经济观察报》的一篇报道，“根据天华会计师事务所出具的 2002 年度审计报告，华夏证券截至 2001 年 12 月 31 日，公司的净资本为负值。”而其在太极集团一家股票上的持仓就达 14.2 亿元。很清楚，华夏已经在破产边缘。

南方证券，与华夏同时成立的三大券商之一，由于经营不善，公司自 2001 年以来破产传闻不断。虽然新任老总一再澄清，但从其委托理财的庞大规模及全面换班的情况看，其真实的经营现状恐怕只会比传说中的更为严重。

银河证券，中国目前最大的券商，但在“6·24”之后却被内部工作人员形

容为“已经渡过了‘最艰难、最危急’的时刻”，其在“6·24”之前的艰难情况由此可见一斑。清楚的是，南方、银河以及华夏的困境绝非是中国证券公司中的特例，而是一种非常普遍的现象。南方、银河、华夏仅仅是浮出水面的几家，在水面之下，由于数额远远超过人们估计的委托理财资金的套牢，则可能更是暗流汹涌。显然，中国券商的情况已经不能用“亏损”二字描述，他们更加接近于一种整体性的破产危机。

然而，券商危局并不能从总体上呈现中国证券市场在 2002 年 6 月之前的风险状况。就我们对中国证券市场近几年的亲身经历而言，通过其他渠道进入证券市场的银行资金以及其他国有资金的数量大概决不在委托理财之下。而这些资金在本质上所具有的“利益输送”性质，决定了它们必然是各类老鼠仓的套牢对象。我们不愿在此提及那些我们完全认可其真实性的可怖传闻，因为人们完全可以凭借常识而推知。

由此我们知道，在 2002 年 6 月，中国证券市场的风险已经远远扩散到了证券市场之外，它十分接近触发一场未曾预料的金融和社会危机（虽然有“多事者”预料过，但谁也不相信它会真的发生）。更加关键的是，如果不采取紧急措施，这一场危机就有可能发生在极端敏感的时期。只有这样，我们才能够解释，为什么政府会突然中断一场信誓旦旦而且意义重大的改革。

“6·24”痉挛之抢救运动的本质，我们也可以从市场的其他侧面发现。

一个明显的事实是，当大盘携带天量跳空之后，仅仅冲高 1748 点便再也无力上行，随后就再一次进入人们已经熟悉的阴跌走势，直至今天，所谓“6·24”行情仅仅是一个只持续了两三天的牛市。但它在 60-70 点的窄幅区域中所堆积的巨额成交量，却意义深远，这个意义就是，大批券商和其他国有投资机构又一次借不光彩的手段逃脱了市场惩罚。一位非常熟悉券商委托理财业务的人士透露，6 月 24 日到 6 月 26 日的三天时间内，券商手里的委托理财资金大概有 700 亿元“胜利大逃亡”。银河证券旗下的多个具有委托理财性质的强庄股在“6·24”行情中的表现，也非常精准地说明了同一个问题。但是，谁来为他们的逃亡买单？当然是那些不那么重要的投资者，包括那些急于扳本的普通投资者，包括那些自以为谙熟中国国情的短线客，这些牺牲品中甚至包括了众多基金。当然，与券商

相比，基金在政府眼中的权重要小得多，原因很简单，基金的钱仍然是老百姓的钱，它们是可以甚至值得被牺牲的。据我们了解，在“6·24”行情爆发的时候，许多基金的确不知情，他们是在消息公布之后迫于业绩压力而匆忙建仓的，因此，他们也只能是牺牲品。

然而，“6·24 抢救运动”真的成功了吗？也许是，因为它成功地抢救了一批国有资金和一批既得利益者。但被换进去套牢的人真的就比上面那些人更不重要吗？难道因为这些人的沉默就一定意味着他们更没有力量吗？这个答案非常之不肯定。最近一段，当有人终于发现“6·24”不过是虚晃一枪的时候，他们发问：“6·24”究竟谁赚了钱？但这个问题并不准确。在这些人看来，市场就算不是多赢，也至少应该是零和，所以必须有人赚钱。他们似乎从来就没有考虑过市场有时候可能是多输的。很遗憾，我们现在的市场就是这种情况。惟一可比的，是看谁输得更少些。

中国证券市场有太多值得人们记起的日子，“6·24”就是一个。不过，其欺骗性仅仅对一个愚昧及市侩的民族起作用，在这个意义上，“6·24”是一个阳谋！

3、券商何去

2002 年 5 月 1 日，注定要成为某些券商刻骨铭心的日子。

我们一直认为，中国的券商与中国的国有银行有某种酷似之处：既高度垄断又过度竞争。只不过，新兴产业的暴利表象遮蔽了其垄断企业的惰性本质与过度竞争的行业生态。

但无论这种被基本经济制度所决定的行业特征如何坚固，它终究会受到市场规律强有力的挑战。经过 10 余年的演进，佣金下调了——中国的佣金自由化进程终于迈出了关键的一步。虽然证监会的这个决定被广泛理解为维持二级市场稳定所出台的利好，但毫无疑问，受到最强烈震撼的将是中国的国有券商。以此为起点，中国券商可能遭遇近十年来未有之变局。

目下，佣金的价格竞争才刚刚开始，但其间“血腥”之味已时有所闻。继江南证券与宏源信托一北一南叫响年费制之后，川财证券更是挂出颇有点像街头“放血大甩卖”的零佣金幌子，而在业内屡屡有惊人之举的青海证券也赶在 5

月1日之前正式宣布跟进。虽然，这批后起券商的冒进策略尚不足以决定性地影响券商经纪业务的行业生态，但一场起于青萍之末的巨大风暴已然刮起。这一事态的最新进展是，在短短的一周之内，川财证券的客户猛增千余人。看来老牌券商的加入也将只是时间问题。据说，一些在业内具有领袖地位的大券商表面上处变不惊，但实际上内部早就处于“高度戒备”状态，这种外松内紧的情绪可以从一个个旨在引导竞争的研讨会中感受到。这表明，大型券商已经以另外的方式加入了佣金价格大战。同样的惶恐，也体现在各地匆忙出现的佣金“价格同盟”之中——尽管它看上去与彩电及民航业的类似同盟具有同样的闹剧性质。

按道理，经历了十多年的行业历练，中国券商早就不应该对佣金的自由浮动如此敏感，作为一个合格的市场主体，价格和服务的竞争是券商每天都要面对的问题，早就应该是见惯不惊。所以，中国券商对佣金自由化政策的反常敏感让我们怀疑：这些券商究竟是不是真正的市场主体？一场佣金价格战究竟会将这些长期依赖政策庇护的中国券商带向何方？

一个被普遍预测即将发生的趋势是，佣金浮动将掀起中国券商前所未有的重组浪潮。一些著名的研究人员甚至大放危言，言之凿凿地认定：在可以预见的未来三年，至少一半以上的券商将面临“退市”。

据统计，中国现有证券公司120多家，证券营业部2700多个。行业内部过度拥挤的现象由此可见一斑。如果考虑到经纪业务在券商尤其是中小券商业务中所占的比重（有数据表明，经纪业务在中国券商收入中的比例达到50%左右），中国券商即将面临的压力的确是摧毁性的。但由此认为佣金浮动必然导致中国券商大规模的兼并及重组，则可能失之肤浅。道理非常简单，中国券商并不是真正的市场主体。众所周知，每一个券商后面都有大大小小的地方政府或者行政部门作为背景，其企业性质依然是清一色的国有或者官有。而与其他国有或者官有企业不一样，中国的国有金融业更是当今中国最为强大的利益集团之一。既然不是真正意义上的市场主体，自然就很难用市场手段加以甄别和淘汰。这就像大量麋集于中国证券市场的国有上市公司一样，到今天为止，我们又看到过几家中国的上市公司被淘汰出局？而金融业牵涉存款人和投资者资金安全的特殊敏感性，更使券商的破产和兼并平添操作上和政治上的难度。事实上，现在已经符合破

产和兼并条件的金融企业不胜枚举，但与此相反，我们看到的金融破产案例却微乎其微。对于许多“企业官员”来说，与其被吞并而变得一无所有，还不如出卖“牌照”更能够维护他们的个人利益。实际上，这是中国诸多垄断行业一种典型的低效率生存方式。因为在当今中国，对于亦官亦商的企业官员来说，企业的实际控制权比合法的企业产权，来得安全和实惠得多。

从本质上讲，中国券商代表的是一种垄断权力，而权力是无法通过市场方式被重组的。这是我们理解中国券商问题的一个必须牢记的基本前提。

退一步说，即便在券商之间会发生形式上的所谓重组或兼并，那也不会按照市场规则来进行，而是遵循别的也许是被认为更符合中国特殊国情的方式来进行。记住，垄断权力是无法自动破产的。在权力与权力的搏弈中，某一方的赢就意味着另一方的输，甚至是彻底的一无所有。这远离市场公平交易中的双赢精神，因为它更多的是意味着行政权力的扩张，而不是效率的提高。所以，对于在这种制度框架下所发生的券商兼并和重组，我们不抱任何乐观的期望。极有可能，我们换来的将是，更大的垄断。这只能增加整个行业的惰性，对中国券商的长期发展有百害而无一利。

当然，如果管理层能够审时度势，在推行佣金市场化的同时，打破高高竖起的行业垄断壁垒，把“圈起来”的竞争变成全社会所有经济主体之间的竞争，那也不失为中国券商从此步入良性发展的一个绝妙契机。问渠哪得清如许，惟有源头活水来。只有允许真正的民间力量公平和自由的进出，中国券商才能谈得上充满活力因而也是美好的明天。否则，行业的整体陷落，未必就是无稽之谈。

对佣金自由化所引发的激烈竞争，还有另外一种比较流行的预测，即市场竞争的加剧可能让券商变压力为动力，使券商之间的竞争告别传统的价格竞争，真正走向服务的竞争，产品创新的竞争。与“机遇与挑战并存”一类司空见惯、令人生厌的空话一样，这种说法又一次彰显了主流舆论一贯的虚伪和愚蠢，虽然它完全迎合了我们民族文化中那种根深蒂固的犬儒主义和自卑心理。这种以掩盖危机为目的的“乐观主义”的后果，往往不是将挑战变成了机遇，而经常是相反。中国券商（当然不独是中国券商）将机遇变成挑战的“特殊能力”我们已经不止见识过一次。最新的证据是，在经历了 1999 年至 2001 年的特大牛市之后，中

国券商竟然面临“如果不采取将委托理财资金作债转股处理等缓解措施，我国绝大多数券商将破产或濒临破产边缘”（杜恂诚语）的绝望境地。风险防范能力尚且如此之弱，又何谈产品之创新、服务之提升？坦白说，在目前中国证券市场整体风险高企的情况下，券商能够提供而投资者又愿意购买的新型服务并不多见，这一块的利润空间相当狭窄。将“新的利润增长点”寄望于此，恐怕在短期内于券商的困境无补。中国券商目前这种戏剧性的“艰难时世”也同时揭示，中国券商的困窘绝非始于今日之佣金改革，而是其来有自，早有时日。佣金自由化可能进一步恶化中国券商生存环境，但决不构成中国券商从此涅槃的充分条件。对于中国券商而言，挑战就是挑战，它与机遇无关。如果不能从企业性质以及制度土壤上进行根本性的配套改革，那么佣金自由化这种单兵突进式的改革，就可能导致事与愿违的另外一种结局。那就是，加速券商这个新兴行业的提前衰败。

但不管怎么说，佣金自由化毕竟是中国证券市场在市场化道路上迈出的又一大步，其积极意义在于它可能使中国证券业逼近这样一个更加具有本质性的改革难题：究竟是自由竞争融解最后的产权壁垒，还是坚固的产权垄断反过来扭曲竞争性质？答案依然是未定之天。

第五章 公司之变

伴随着民企合法性的日益提升，在相当一部分官员眼中，民企业已成为他们将权力化作私有财富的最佳通道。就像在计划经济时代，国有企业担负了许多企业之外的功能（比如就业和政治控制）一样，转型期的部分民企实际上也承载了转移社会财富的功能，鉴于中国改革正在逼近产权大规模转移的关键阶段，部分民企的这种功能将变得越来越明显。

1、股市中的私人知识

许多人可能都已经观察到了这样一个现象：人们不太愿意买当地上市公司的股票。

究其原因，是因为人们对这些上市公司有比较真实的了解，或是亲自去过，或是听亲戚朋友讲过。只要知道这家公司下岗人数的多少，工资待遇的高低，人们就很容易决定这家公司值不值得投资，根本不需要借助正式的财务报表。而人们之所以“敢”或者愿意买外地的股票，原因则正相反，因为他们对这些公司的印象通常是从正式的报表或股评中来的，他们看到的往往是经过加工的“报表中的公司”。

记得红光刚刚上市不久，我的一位四川的朋友就告诉我，这家公司不能买，早就发不出工资了。看来，人们还是比较愿意相信自己“私人的知识”的。

那么在中国，“报表中的公司”与真实公司相差有多大呢？下面是我所亲历的两个故事，讲给大家听听，或许能够为我们增加一些有用的“私人知识”。

去年我老家有一家公司上市，开盘价高得离谱。凭我对家乡的了解，我断定这可能又是一个报表讲的“故事”。

春节回家，见到一位在建行当行长的好友，问到这间公司的情况时，他大笑，然后他告诉我，这间公司上市，最高兴的就数他们建行。因为他们1亿元的贷款终于有着落了。不过最让我长见识的，还是我这位朋友要债的经历。

自从这家公司上市以后，公司的老板就从债主的视线中消逝了。我这位朋友

从当地追到省城，又从省城追回当地，来回折腾了好几回。最后，这位行长心知再这样搞下去，贷款恐怕永远要不回来，只好使出杀手锏。他电话通知那位上市公司的老板：我这里有一个密码箱，你知道这里面是什么，如果再不还钱，我就要对不起，把它送到证监会去了！

这一招果然生效，没几天工夫，1 亿元的贷款就回到了当地建设银行的账上。

我不懂财务，也不知道这 1 亿元对这家公司的报表会产生什么影响。但我知道，靠募股资金才能还贷的公司，肯定不是什么好公司。可笑的是，从去年到今年，大量股评一直在推荐这家公司。但讽刺得很，上市还不到一年，这家公司已经重组过一回了，可股价却还在 17 元以上。我真不知道，那些看报表听股评而买了这只股票的人，何时才有解套的机会。没准，哪天爆出更猛的“料”，这些投资人可就真惨了。

第二个故事虽然有些久了，但也值得一提。

这是一家南方沿海的上市公司，成立于 90 年代初的地产高潮时期。到 98 年上市之前，这家公司除了几块晒了很多年、已经严重贬值的地皮之外，惟一有点现金流的产业就是一家桑拿浴。在拿到上市指标的时候，这家公司几乎奄奄一息。但拿到了上市指标，苦日子总算告一段落。为了不至于露馅露得太大，承销商一次就给了几千万，让它先修修围墙，买买制服，装点一下门面。

如果仅仅是这样，这个故事显然不够精彩。最精彩的是，这家公司上市的时候是以高科技的面目“横空出世”的，而且开出了令人叹为观止的天价。说真的，对于中国股市，我已经算是一个有足够想象力的人了，因为实在见惯不惊了。但这家公司弄出这么大的场面，还是让我感到非常诧异，一是佩服他们艺高人胆大，二是感慨报表捉弄人。顺便要提醒各位看客的是，这家公司目前的价格还在天上。

听完了这两个故事，你还对大盘目前的指数有信心吗？

2002 年，三位研究信息经济学的学者获得诺贝尔奖，其中史宾斯的理论曾被应用于股市过度分红问题的研究。对照一下中国股市的现实情况，不得不承认经济学还真有点用。

股市也是一个信息严重不对称的市场，为了改善这种状况，加大获取信息的

成本就成为必然。所以，业绩良好的公司总是采取多分现金红利的办法，以期区别于那些分不出红的股市中的“劣币”，哪怕这样做会由于双重征税而加大成本。毕竟，会计报表是可以玩很多花样的。

的确，如果我们没有更可靠、更廉价的“公共信息”的话，现金分红就是检验一个上市公司优劣的试金石。

5、华融开张卖破烂

华融终于开张卖股票了。从 2000 年 9 月获得股票承销资格，到 2002 年 8 月太行水泥发行，经过将近两年的操练，华融终于坐上了主承销商的位置。

其实，获得股票承销资格后的两年中，华融一直也没闲着。先是在 2001 年成功分销了中石化 A 股，接着又在今年 7 月担任青岛黄海橡胶股份有限公司 IPO 的副主承销，可谓练兵不止。今次作为主承销商承销太行水泥，正是华融在中国证券市场多年演练后的成果。按照华融自己的说法，这是华融证券业务取得的“重大突破”。

华融，全称中国华融资产管理公司，成立于 1999 年 10 月 19 日，注册资本 100 亿元人民币，主要从事对中国工商银行不良资产的收购、管理和处置业务。

由于中国改革的特殊模式，中国国有银行尤其是四大专业银行，积累了大量的坏账，其比率相当惊人，这种巨大的隐形债务在亚洲金融危机之后变得格外刺眼。1999 年，为了减少不良比例，继信达资产管理公司（中国建设银行）先行试点之后，中国政府又对口成立了三大资产管理公司，分别为华融（中国工商银行）、长城资产管理公司（中国农业银行）、东方资产管理公司（中国银行），以处理从各大银行剥离出来的不良资产。其中华融一次从中国工商银行接受不良资产 4077 亿元，数额为各大资产管理公司之首。中国工商银行成立最早，历史包袱最重，所以华融接受的不良资产也最多，这一点非常容易理解。

对于以资产管理公司的形式来化解银行不良资产是否有效，是非常有争议的。资产管理公司的灵感来自于美国，20 世纪 80 年代末期，美国储蓄信贷机构纷纷进入高风险领域，导致大量不良资产。为了解决这一问题，美国联邦存款保险公司设立了债务处理信托公司（RTC），接受储蓄信贷机构的不良资产。由于这

一模式在美国的成功，各国纷纷效仿。中国近年来逐渐为普通人所熟悉的四大资产管理公司就是 RTC 的仿制品。说穿了，资产管理公司的核心业务就是在最短的时间里以最好的价格将不良资产变现、盘活。但这个简单的业务在中国却可能变得复杂起来，其中最重要的原因就是中国没有成熟的资本市场，不良资产很难定价。

实际上，四大资产管理公司成立以来，处置不良资产的进度十分缓慢，各方人士评价负面。现在看来，四大资产管理公司原来设定的十年存续期将被大大突破，甚至变成一个没有固定期限的永续机构。这种尴尬状况凸显了中国资产管理公司的某种特殊困境。在这样一种情况下，中国股票市场便成为中国资产管理公司突围的一个可能途径。中国四大资产管理公司正是在这个背景下获得股票承销资格的。所以，在这个意义上，华融并不是一家普通的证券承销商，它的主要任务仍然是变现不良资产，证券市场不过是变现的一个手段而已。或者换句话说，华融再次获得主承销资格，实际上是打通了中国国有银行巨额不良资产存量与中国证券市场的通道。鉴于中国证券市场的特殊性，垃圾当作黄金卖的情况将不是耸人听闻。与国有商业银行相比，资产管理公司在处理坏账方面并没有多出三头六臂，不良资产就是不良资产，并不能一夜之间凭空消失。虽然资产管理公司是专业的不良资产处置机构，多了一些专业性，但其管理体制以及国有企业的固有惰性都并没有表现出可以观察得到的改进。这一点，让我们颇为担心。

中国证券市场是一个价格信号失灵的市场，配置资源的效率相当低下。就制造不良资产的能力而言，中国证券市场一点都不比国有银行逊色。更让人担忧的是，中国证券市场一直就是一个“化腐朽为神奇”的地方，一堆废铜烂铁，一旦进入中国证券市场就奇货可居，身价百倍。所以，专职处理废铜烂铁业务的资产管理公司进入中国证券市场，就更应该引起人们的关注与警惕。实际上，四大资产管理公司在过往打包出售不良资产的时候，海外投资者的出价是相当低廉的。惟愿我们的资产管理公司不要因为国内投资者的盲目，而玩出不道德的帽子戏法。

华融此次主承销的太行水泥股份有限公司，成立于 1993 年 3 月，是一家定向募集的公司，河北邯郸水泥厂是其独家发起人。该公司 2000 年实施债转股改

造，其中华融转股债权 19600 万元，信达资产管理公司债转股 6500 万元。所谓债转股改造，就是将银行的债权变成股权，从而减少企业的利息负担，并增加企业的报表利润。由于中国国有企业负债率极高，这一政策一经推出，即受到大量国有企业的热烈喝彩。但非常清楚，债转股后，虽然可以马上改善国有企业的报表表现，但并不能从本质上提升国有企业的盈利能力。准确地说，几乎所有实施债转股的企业都是还不起银行利息的企业，否则，就没有必要债转股了。比较滑稽的是，作为一家债转股企业，太行水泥在招股说明书中声称：“本公司是河北省建材行业的骨干企业之一，在银行历来保持有良好信誉，被中国工商银行评定为 AA 级信用企业。”。我们无法考证太行水泥的真实情况，但我们要提醒投资者对此类债转股公司保持必要的怀疑。

据华融网站介绍，除了太行水泥正式进入 IPO 后，华融资产管理公司还有“两家公司已经进入证监会发行审核通道，有 4 个项目正在进行上市辅导”。如果考虑到其他三大资产管理公司的上市项目，中国证券市场极有可能形成一个有相当规模的“债转股”板块。作为这个板块的第一家上市公司，我们希望华融承销的太行水泥，不要让投资者过分失望。

3、太行股份如期变脸

用“哭笑不得”来表达我们对太行股份（600553）最新公告的感受，恐怕最为适合。因为太行股份几乎用最快的速度 and 最粗鲁的态度，应证了我们不祥的预言。

应该说，我们前面的质疑是极其克制的。之所以克制，是因为我们对中国上市公司寄予了某种绝望之后的善意期待。我们期待在经历了严酷的熊市之后，中国上市公司能够知耻而勇——就此“悔过自新”。

在太行水泥上市之后发布的第一个重要公告中（此时离太行水泥上市的 2002 年 8 月 22 日刚刚一个月），太行水泥就狠狠地打了投资者一个响亮的嘴巴。

这则公告称，“河北太行水泥股份有限公司于 2002 年 9 月 23 日召开三届九次董事会及三届四次监事会，会议审议通过如下决议：一、通过了中止控股设立河北省冀中水泥有限责任公司的议案，涉及募集资金 20000 万元……”。

太行水泥在 2002 年 8 月，曾经以每股 5.73 元发行 5000 万公众股，共募集资金 27558 万元。20000 万元占募集资金总量的 70% 强，这意味着太行水泥上市时告知投资者的所谓“项目”，可能根本就是一个子虚乌有的幌子。滑稽的是，这个所谓项目，一直被许多人当作太行水泥的卖点。上市不到一个月，这个卖点就被管理层毫不迟疑地出卖了。对于这个赤裸裸的失信行为，太行水泥公司是这样解释的，由于“募集资金迟迟不能到位，原合作三方河北省建设投资公司、石家庄市建设投资公司、石家庄水泥厂未与其沟通已联合其他投资人启动该项目，目前公司已不便再介入该项目”。好不容易争取到上市资格，募集到急需的资金，一不留神就被人卖了，太行水泥的管理层也未免太容易上当受骗了吧。即便退一步讲，太行水泥真的是上当受骗了，那么投资者就有充分的理由怀疑太行股份管理层的能力。白纸黑字写好的协议，被合作伙伴轻而易举地废了，太行水泥的管理层似乎一点都不生气，一点都不在乎。他们似乎早就成竹在胸。不过，准备“长期分享太行水泥的利润”的投资者，恐怕多少要心里打鼓了。当然，对于见惯不怪的中国证券市场的投资者来说，太行水泥这种变脸实在见得太多。我猜想，投资者对太行水泥的这种作为恐怕更多地会表现出麻木。惟一让他们感到些许兴奋的可能是，太行股份竟然如此准确地与他们无奈的预期相吻合。对我们来说，上市公司变不变脸已经丝毫不具备智力上的挑战性，我们要准确预测的只剩下上市公司究竟以何种速度变脸。像太行水泥这种变脸速度，无疑又创造了中国证券市场的一项新记录：光速变脸。如此下去，要不了多久，中国股民恐怕只能在上市公司变脸的速度上去寻找所谓炒作概念了：“快变脸概念股”和“慢变脸概念股”。

不过，“光速变脸”还不是太行水泥给我们的惟一“教诲”。在寻找新项目的速度上面，太行水泥似乎也无人出其右。在同一个公告中，太行水泥的管理层迅速为投资者找到了几个“优质”项目，一是“出资 7800 万元投资控股组建保定太行和益水泥有限公司”；二是“出资 5700 万元收购北京建宜建筑工程有限公司所持有的北京太行建宜水泥有限公司 57% 的股权”。7800 万加上 5700 万，凑起来大概 14000 万左右，虽然离原来的投资意向总额有点距离，但总算是对投资者有个交代。不过，如果以为太行股份的管理层是心怀愧疚才提出这种弥补方案，那我们就大错特错了。在回答《证券日报》记者提问时，太行股份董事会秘书臧志宪告诉我们“新投资项目回报率会相当不错……新项目的国内外市场前景更加广

阔。”照这个意思，投资者不仅不应该责怪太行股份的管理层，反而应该对他们如此“高效率”的负责精神而感激涕零。变脸无罪，变脸有理，这就是太行股份给我们的第二个“教诲”。如果这个道理成立，广大投资者的确应该好好接受中国上市公司的“再教育”。说的虽然是反话，但从太行股份管理层就其变更募集投资的简短访谈中，我们确实感觉到了某种盛气凌人的教训意味。教训得有没有道理，我们不敢说，但在一两月之内就找到的“优质项目”，能够“优质”到哪里去，投资者心里多少会有点谱。当然，这些所谓新的“优质项目”可能并不是在这一两个月才确定的，太行股份的管理层早就心中有数了，只不过太行股份的管理层要像对待浪漫的恋人一样，给投资者一个惊喜。如果真是这样，投资者在跟太行股份以后的恋爱中就要时刻当心了，因为它随时可能给你一个让你再也醒不过来的惊喜。加入这种“恋爱”实在是一种风险莫测的投资事业。

在经历了一年多损失惨重的熊市之后，许多投资者（包括我们自己）仍然对中国上市公司心存最后的侥幸，在这个意义上，太行股份的“如期变脸”所带来的教育，对所有的投资者都无异于醍醐灌顶，恰逢其时。

4、谁套牢了蓝田

20 年来，民营企业一直是中国经济中最活跃的成分，为中国经济增长提供了强大的动力。随着国企无可挽救的衰落，民营企业的快速健康成长已经成为中国未来经济的决定性力量，其重要性无论怎么形容也不过分。惟如此，我们才应该将更大的关注投入到这个可能决定我们未来的新生力量上。

比之国企，民营企业之“新”，新在其产权制度，新在其市场精神。这种“新”，与其说是中国民营企业本身具有的，不如说是出于我们对旧体制的厌恶而主动投射到民营企业上的。时光流逝，经过 20 年漫长且缺陷多多的渐进改革，我们的民营企业还是原有的民营企业吗？或者换句话问，民营企业还是我们想象中的那种动力十足，天然具有市场精神的民营企业吗？蓝田的崩溃或许能给我们带来一些重要的启示。

蓝田的产权明晰吗？

既然产权明晰被自由主义者标榜为中国民营企业的最大优势，那么民营企业

产权是否真的明晰就成为推导其未来发展前景的第一个问题。现实的情形是，在中国，民营企业的产权并不是我们想象中的那样明晰，起码是值得重新打量的。围绕在蓝田股权上的种种谜团为我们的审视提供了一个切口。

据公开资料披露，蓝田在 1996 年首次发行上市时，其第一大股东为沈阳蓝田经济技术开发区公司，占有 36.36% 的股权。而沈阳蓝田经济技术开发区公司的前身则是由隶属于沈阳市财贸干部学校的三家企业的资产合并而来，其性质为集体所有。按照我们通常的理解，90 年代初期的所谓隶属应该更准确的表述为“挂靠”。说白了，就是企业向主管单位交一点管理费。换句话说，沈阳蓝田经济技术开发区公司是挂着集体招牌的民营企业。这一点我们也可以从瞿兆玉先生一位亲戚不经意披露的一个秘密中得知，她说，“蓝田”即瞿兆玉先生的小名。但不管是私营还是集体，沈阳蓝田经济技术开发区绝对与国有无缘。然而，出人意料的是，从 1999 年中报开始，沈阳蓝田经济技术开发区突然变成了农业部全资拥有的中国蓝田总公司（性质为国有）的控股公司。一个个好端端的民营企业怎么一夜之间突然变成国有企业了呢？在一个普遍患有财富焦虑症的时代，我们只听说过化公为私的事情，还从未听说过主动将自己的资产充公的奇闻。我们只能推测，瞿兆玉先生遇到了什么过不了的难关，不得已才将自己的资产拱手奉献给了农业部。更让人迷惑不解的是，中国蓝田总公司——这个民营企业的国有母公司竟然早在 1989 年就成立了。而在公开披露的资料中，我们怎么也找不出 1992 年成立的沈阳蓝田经济技术开发区与农业部有任何瓜葛的蛛丝马迹。难怪有人语带玄机的讽刺：瞿兆玉是不是农业部的官员？我们要问的是，蓝田究竟是谁的？

由蓝田而其他，我们看到了中国民营企业产权上的一个特殊现象：模糊性。如果我们将这个现象放在更为深远的渐进改革的制度背景中，我们就会得出这样的结论：中国大量的民营企业的产权与其说是明晰的，不如说是模糊的；与其说是私人拥有的，倒不如说是“官商共有”的，或者更准确说是“权私共有”的。何时归私人，何时归“权力”，则完全顺应形势需要。在蓝田的个案中，我们发现蓝田与农业部最早的关联是在 1995 年 12 月蓝田上市之前，正是在这个时候，蓝田股份公司中很少的一部分国家股 1828 万股由沈阳市国资局划拨给农业部持有。很清楚，没有这 1828 万股所有权的转移，蓝田是拿不到上市指标的。也就

是从这个时候开始，蓝田股份的最初本来很明晰的产权开始变得模糊起来。为了获得只有“权力”才可以获得的特许权力，蓝田不惜模糊其产权，开始与权力结盟，因为只有与权力结盟，蓝田才可能获得权力控制着的巨大资源。在蓝田的盘算中，产权的牺牲是值得的。从蓝田一路走来的股权变更中，我们看到了中国民营企业一个普遍的困境：不与无所不在和难以抗拒的行政权力结盟，民营企业的发展只能是举步维艰。令人惊异的是，这不仅是我们亲眼目睹的这一代民营企业的独特处境，而且是中国历史上一再出现的现象。对此，我们不由得感慨，从草根起家到无奈的“权私共有”，大概是中国民营企业必然的历史宿命。

我们很担心，在这种产权安排下，我们天天为之高唱赞歌的民营企业还是真正的民营企业吗？那种由于产权明晰而带给民营企业的强大的自我激励会不会变成别的东西？虽然我们很难现在就得出某种肯定性的结论，但我们至少可以指出，民营企业的经济人本性将极大的被“权力”的“政治人”本性所取代，它们将更多地对行政体系而不是对市场信号作出反应。这对中国的民营企业将是一个不祥的路向。果真如此，我们将对中国民营企业以及民营企业带给中国经济未来的潜力，表示深刻的怀疑，乡镇企业的快速衰落就是对我们这种怀疑的有力支持。前车不远，值得借鉴。

蓝田具有真正的市场精神吗？

如果说具备明晰的产权是民营企业造福全社会的一个必要条件，那么，无时无刻不在感受着市场压力并由此而在骨子里被植入了市场精神的民营企业，才是民营企业成为社会健康力量的充分条件。在这个环节上，蓝田又给了我们什么样的启示呢？

与中国证券市场上不断涌现的造假明星一样，蓝田造假的手法一点都不高明。这就引出了一个问题，为什么如此拙劣的造假却在掩盖多年之后才被发现呢。按照最后给了蓝田封喉一剑的中央财经大学刘姝威女士的说法是：“我没去过蓝田，就能看出这么多明白摆着的毛病。最基础、最简单的分析方法就能看穿的骗局，怎么早没人吱声呢？”刘女士的问题虽然是一个很常识的问题，但却是一个很难回答的问题。不过，在最终揭开了蓝田神话之后，刘女士自己所遭遇的凶险处境已经部分回答了这个问题。蓝田，已经不仅仅是一家民营企业，而是一种权

力，一个权力集团浮在水面上的经济承载物。面对这种力量强大的庞然大物，即使有人想吱声，也未必敢吱声。刘女士一介书生，未必懂得这其中的厉害，难怪她要在记者面前痛哭失声。支持这个结论的另一个事实是：如果蓝田仅仅是一家普通的上市公司，是不可能在短短几天之中，就获得对自己极为不利的属于机密的内参文章的。显然，蓝田并非一家普通的上市公司。我们并不关心蓝田背后究竟是谁，我们只想提醒，站在蓝田背后已经是合法化的体制力量，这种力量不仅与权力的合法性连接在一起，而且正在凭借权力赋予的超市场力量在疯狂攫取超市场的利益。一个蓝田这样做不要紧，怕就怕有千万个蓝田。如果真是这样，那只能是市场精神的彻底毁灭。

企业并不是天生就喜欢市场竞争的，也并不是自动地就能够有利于全社会的福利的。正相反，任何企业和个人本性上都厌恶竞争，遑论平等之竞争。企业被驱赶进入市场完全是一件迫不得已的事情。正是在这种“迫不得已”的外部规制和约束下，企业和个人的创造力和企业家精神才会被激活，这种竞争才会增进全社会的福利。这个道理对所有的企业都应该适用。如果一个企业能够获得比通过市场竞争成本更低的方式来积累财富，它还能够喜欢市场吗？它还愿意通过平等的市场竞争来造福于我们的社会吗？答案当然是否定的。在蓝田事件中，我们看到的恰恰是：新兴民营企业在“权私共有”的产权安排下，对市场精神发自内心的蔑视，它们已经堕落为彻头彻尾的权力资本。由于大量的资源仍然垄断在行政权力手中，权贵企业对市场规则的这种蔑视是非常必然的。在蓝田的案例中，蓝田向各家银行贷款达到 20 多亿，其中包括农业银行 9 亿、工商银行 10 亿。我们很难想象银行对蓝田存在的明显财务缺陷没有丝毫察觉。与这种不同寻常的“疏忽”相印证的是，这几年，证监会三下蓝田，竟然全部无功而返。究竟是什么东西让蓝田获得了其他企业想都不敢想的超市场待遇呢？答案不言而喻：权力。取之于权力，回报于权力。但蓝田却给纳税人留下了一个巨大的包袱：不仅套牢银行 20 多亿元贷款，而且在二级市场上同步蒸发投资者流通市值 25 亿元。这样的民营企业难道不是在毁灭财富吗？在一个完全缺乏规制的市场，泛滥成灾的权力对任何企业都是一种腐蚀剂。不独是国有企业，民营企业也同样容易感染权力的毒瘾。由于受到文化和制度挤压更甚，民营企业甚至比国有企业有更强烈地投靠权力的动机。这种艰难的处境，我们可以在瞿兆玉在家乡人面前大搞慈善事业

的举动中看得清清楚楚。这种一箭双雕（既争取社会同情又炫耀经济实力）的慈善事业好像已经成为中国民营企业的惯用手腕。只不过，与国外资本家的慈善有所不同，中国的许多民营企业拿的是银行的钱。但可以预见的是，民营企业投靠权力成功之日，即是民营企业的市场精神荡然无存之时。蓝田是一个典型的投靠成功的范例。在这里，我们看到的，是一个以毁灭全社会资源为代价而快速进行私人财富积累的过程，你难道相信这能够同时增加全社会的福利吗？至少我不相信。

值得所有的观察家玩味的是蓝田掌门人瞿兆玉先生的一句话。他说：“1999年蓝田股份承认股票发行上市中的四项违规事实，这是我最后悔的事情，人们动辄就以此说事。”据他说，此后沈阳市政府专门给证券监管部门发过公函，说明此事非蓝田所为。

既然并非蓝田所为，蓝田为什么又要充当吃黄连的哑巴，不将他的苦衷和盘托出呢？既然敢追杀刘姝威，蓝田又为什么不敢挑明事实真相？其实仔细想来，我们就很容易理解瞿先生的苦衷。根深叶茂的权力之网罩住了瞿兆玉，也罩住了蓝田。凭人力之三头六臂，恐怕很难挣脱。可见蓝田与现有权力体系融合之紧密。

我们的论述可以归结为这样一个结论，在一个存在大量超市场机会的社会中，市场的惟一功能只能是迷惑良善之辈的道具。它不仅不能增加社会财富，而且会毁灭所有人的市场精神。在资源和市场日益加深的双重约束下，中国民营企业如果不想在这个伪市场中被迫消亡，就必须加速逃离这个市场而萎缩于权力的庇护之下，从而彻底沦为权力资本的附庸。我们尤其想指出的是，一场民营企业大规模消亡和投靠的戏剧，已然在市场的幕后上演。

对于民营企业，蓝田提供给我们的警示是：以权力为惟一推动力量的中国渐进改革所形成的制度环境，正在大规模吞噬曾经生机勃勃的中国民营企业，这不仅是指民营企业的精神，也包括民营企业的财富本身。如果我们不能从制度上消除这种外部环境，民营企业全面蜕变将只是时间问题。果如此，我们就会不幸地重温中国历史上反复出现过的现象：弥漫的私人经济却伴随着普遍的腐败和长期的停滞。形式或许会稍有不同，但悲剧的性质却毫无二致。到那时，历史就会给我们这些一直热切地期许着私有经济的人们一个巨大的嘲讽。但愿我们不要播下

龙种，收获跳蚤。

蓝田固然套牢了社会，但又是谁套牢了蓝田呢？这是我们不得不问的一个问题。

5、民企变质

福布斯的尴尬与民企的冬天

1999 年，一个英国小伙子开始以福布斯的名义为中国富豪正式计算身价。从此以后，这个每年一次的排行榜就成了中国公众与新闻媒体翘首以盼的新闻事件。那些一直以来只有机会分享外国资本家成功故事的中国人，现在终于可以观赏发生在自己这块土地上的财富传奇了，其引起的兴奋和好奇可想而知。

在中国，进入主流媒体的报道范围，实际上意味着“富豪”这个题目已经得到官方的正式认可。而了解中国改革历史的人都知道，官方对民营企业的态度已经发生质变。这似乎也颇为符合胡润——这个福布斯中国富豪榜策划者的本意：透过中国富豪的财富神话来展示中国 20 年的变化。然而，令福布斯和胡润感到尴尬的是，在短短的三年之后，他们苦心孤诣排定的中国富豪榜就迅速沦落为人们的笑柄，而这个富豪榜的发布日，简直就成了具有娱乐性质的愚人节。这倒不是因为这个富豪榜的专业水平太低，而是因为这个富豪榜正在以令人吃惊的频率演变成中国民企的丑闻榜、问题榜。

自从 2002 年年中刘晓庆因税案入狱之后，从富豪榜上消失的富翁数量成加速度增长。而更让人感到难堪的是，2001 年分列中国富豪榜二、三位的杨斌和仰融竟然也在“摘牌”之列。当然，这并不仅仅是福布斯的尴尬，更是中国民企和中国改革的尴尬。

与国内的这种趋势相对应，在香港上市的内地民企也成为投资者避之惟恐不及的烫手山芋。继格林科尔、欧亚农业之后，超大农业也受到审计师的广泛质疑。这等于宣布，象征中国民企高速成长奇迹的民企“四大天王”，在短短时间中已经折损了三家。讽刺的是，就在前不久，香港还试图将大力引进内地民企作为维持金融中心地位的重要砝码，并掀起了一股民企上市热。但好景不长，对于内地民企，目前香港基金经理最大的感慨就是：让人睡不着觉。不过，最近的事态表

明，民企不光是让基金经理睡不着觉了，那些推荐民企在港上市的保荐人也要睡不着觉了。许多愤怒的投资者和政治人物已经扬言要追究这些保荐人的经济责任。

许多中国问题专家几乎一致认为，中共十六大的一个关键议题就是，将把在体制外徘徊多年的中国民企纳入体制内。而一些权威人士更透露，十六大之后将有民营企业进入地方领导行列。这一切似乎暗示，在经过 20 多年艰难跋涉之后，中国民企将迎来他们的春天。然而，中国富豪快速凋零的事实却显示：民企在没有等到这个决定性的春天之前，即重又进入了冬天。实际上，许多富豪的快速消失一点都不令人奇怪。因为在我们看来，作为企业家，他们从来就没有存在过。他们仅仅是富豪，而不是企业家。

所谓民企，不过是私有企业的别称，而比较宽泛的意义则是指国有企业之外的所有其他企业。在这个为了规避意识形态而发明的奇怪称呼之后，隐藏着中国民企早年的特殊坎坷。在中国民企最新一次发轫之初，民企不仅要在经济的夹缝中寻找企业的生存之道，还要在意识形态的夹缝中苦苦寻求合法性。与现在的风光景象相比，中国民企当年胼手胝足的艰辛和如履薄冰的心态，大概早已经被人们忘却。不过，中国改革 20 多年的历史证明，民企的确有着相当顽强的生命力。他们不仅在日趋激烈的市场竞争中生存下来，而且成为中国经济中再也不能忽视的一股新兴力量。这与国有企业令人绝望的表现形成了鲜明的对比。也正是因为这个原因，无论是在西方观察家还是在中国自由主义改革派眼中，民营企业都无可辩驳地成为了未来中国经济增长的源泉。这是一个近乎完美的信念，完美的像另外一种无懈可击的意识形态。但很显然，这种信念正在受到上述一系列民企丑闻的严重伤害。这种伤害在杨斌事件中达到了高峰。

杨斌，这位有着中国暴发户典型行为特征的中国传奇人物，以一次眼花缭乱但却惊世骇俗的角色转变（由一个富豪一夜之间转变为异国的特首，然后再在短时间里沦为阶下囚），将中国民企最近一段越来越精彩的戏剧演绎到了极致。很难说以后还有没有超越杨斌的后来者，但在中国民企 20 多年的历史中，杨斌似乎已经“前无古人”。对于那些一直对民企怀有偏见的人来说，杨斌事件不过进一步印证了他们的偏见，而对那些沉溺于民企迷信并将民企当作医治中国经济灵

丹妙药的自由主义者而言，杨斌事件则不啻于当头一棒。看得出，杨斌事件带给中国自由主义的冲击是相当巨大的。仅就我们初步的检索，杨斌事件爆发后，就有三家颇具影响的自由主义媒体发表了社论，它们分别是香港老牌财经报纸《信报》、中国内地的《财经》杂志及《经济观察报》。有趣的是，这三篇社论不仅立意相同，而且题目也非常相似。《信报》社论的题目是“瑕不掩瑜，民企潜质远胜国企”，《财经》杂志胡舒立的文章是“实事求是地对待民营企业”，而《经济观察报》社评文章的题目则更是直截了当：“欧亚农业只代表它自己”。显而易见，杨斌带给中国新兴民企的创伤是相当沉重的。所以，这三家自由主义媒体在震惊、失望、沮丧之余，一口咬定：杨斌及其欧亚农业仅仅是个案，人们不能由此而推导出中国民营企业的整体情况。的确，就杨斌充满创造力的政治技巧而言，杨斌的确是独特的，个别的。但掩盖在这种技巧之后的，却是中国民营企业一种非常普遍的生存状态。换句话说，杨斌及其欧亚农业并非是个别的，独特的，它所代表的样本群体，在中国民营企业中占据相当的比例，决不可以统计意义上加以忽略。这个事实，或许是许多人不愿意看到的，但欧亚农业及其他一系列事件提醒我们，这是所有对中国民营企业抱有某种期望的人们，所必须直面的事实。

自由主义者之所以看好民企，乃是出于这样一个常识：民企是产权明晰的，而这种产权特征将对民企产生远胜于国企的强大的自我激励，从而从根本上改善企业的效率表现。然而，中国民企真的是产权明晰的吗？它强大的自我激励在任何制度条件下都能够增进社会的整体福利吗？

民企：想象的异邦

恕我直接照搬一本书名作为本节的标题，不过在我看来，没有比这个题目更能准确描述民营企业在中国自由主义者心目中的民企形象了。在这种想象中，民企不仅产权明晰，充满活力，而且是天然的市场主义者。然而，遗憾的是，这种民企只存在于自由主义的教科书中，只存在于那些由这些纯粹概念建构起来的自由主义者的大脑中。也因此，中国许多自由主义者和经济学家所言说的民企（无论它多么美妙），并不是现实中的民企，更不是中国现实中的民企。

在两极化的思维中，产权形式无非两种，要么公，要么私，没有中间形态。然而，在中国近 20 年的改革尤其是最近几年中，我们似乎看到另外一种具有中

国特色的产权形态：“公私共有”，或者更确切说是“权私共有”。这种产权由控制着关键资源的行政权力与企业家共同所有，权力在产权中所占的份额以其控制资源的大小而决定。这种隐形但却无处不在的独特产权形式，我们可以在近几年一系列陆续曝光的民企案件中看得一清二楚。以杨斌的欧亚农业为例，虽然人们普遍认为，杨斌是因为税务问题而出事，但很显然，杨斌案件牵涉到了更为复杂的背景。这个背景就是杨斌与权力的勾结。

杨斌资产的主要构成是荷兰村的土地。正是这片土地使杨斌一夜之间变成了坐拥 70 多亿资产的中国第二富豪。但有媒体披露，荷兰村土地大部分是划拨。所谓划拨，不过是无偿赠送的一种委婉说法。这种现在已经极少使用的土地出让形式，却被杨斌轻而易举地得到了。更让人称奇的是，杨斌居然一次性拿到了 3000 亩划拨土地。显而易见的是，虽然杨斌先生在名义上拥有这些资产，但实际上，在杨斌的资产构成中有相当一部分属于政府。如果我们不排除这些案件中通常所牵涉到的官员腐败，我们可以进一步说，杨斌的资产中有相当一部分属于那些有权力无偿赠予这些土地的政府官员。不管这些官员出于什么理由这样做，但杨斌显然并不完全拥有欧亚农业的产权。极端的情况甚至是，杨斌只是这些资产在一段时间中的代理人，他根本不可能独立地处置这些仅仅在名义上属于他的资产。换言之，欧亚农业并不是装在杨斌私人口袋中的私有产权，而是杨斌与那些与欧亚农业命运息息相关的“权力”所共同拥有的。杨斌既然不能一次性通过行购买断产权而将欧亚农业变成一个边界分明的私有企业，那么欧亚农业的现在和未来的剩余索取权就远不是杨斌一人所独有。那些在欧亚农业中占有干股的官员，随时都可以从欧亚农业中索取他们需要的政治（政绩）和经济利益（金钱），这种索取也许在今天，也许在未来，没有人知道会在什么时候，杨斌也不例外。在这里，我们已经可以看到，杨斌的欧亚农业实际上是一个典型的“官商共同体”。值得指出的是，在某些关键的制度变革变得遥遥无期的情况下，这种官商共同体有可能成为我们经济生活中的一种产权常态，这可能与一些经济学家的想象相去甚远。在他们的设想中，一次性的赎买可以达到产权的彼岸。然而，现实的产权变迁并不是在理论环境中运行的。经常的情况是，过程可能决定结果，在欧亚农业的丑闻中，我们看到的恰恰是这种模糊不清、过而不渡的产权共同体。

这种产权形态在仰融的案例中表现得可能更为充分。在经历了十多年的和平

共处后，仰融最终还是与他的产权伙伴闹翻了。在被辽宁省检察机关批准逮捕后，仰融在大洋彼岸的美国对这些指控提出了反驳。但他还是承认：“……虽然我当初用了他们的招牌，但即使以无形资产计算，也不会超过百分之二十到二十五吧？总不能全都拿走吧？”这等于是说仰融已经承认，特殊的权力在华晨发展壮大中占有重要的地位。其实，即便仰融不承认，人们也能清楚地发现“权力”在华晨的发展中所起到的举足轻重的作用。如果不是行政权力赋予仰融这种特殊的“公私共有”的产权身份，华晨是断然不可能在 1992 年就在美国上市的。而没有这关键的一步，华晨就不可能有今天这样的规模。在华晨的发展中，仰融个人经营能力和努力究竟占多少股份，特殊权力的助力究竟占多少，恐怕是一个谁也说不清楚的问题，更不是仰融单方面推算的“20%到 25%”那么简单。但这并不是问题的关键，问题的关键在于，权与钱在华晨的成长中根本就是一个须臾不能分开的因素。他们是一个不能拆开的共同体，不分彼此，缺一不可。如果仰融的个人能力在华晨的发展中还占有相当大成分的话，那么，许多短时间内崛起的富豪（就像杨斌一样），则完全是靠权力的“慷慨”赠与而迅速膨胀起来的。一些幼稚的经济学家曾经为这种有中国特色的产权形式大唱赞歌，但今天我们已经知道，在制度环境没有革命性变革的情况下，这种产权形态一经形成就可能长期存在，变成转型社会的一种难以医治的肿瘤。实际上，许多被我们书生气地认做真正民营企业的伪民企，已经成为这种肿瘤的一部分。这些伪民企，亦官亦商，与我们想象中那种凭借自己天赋和努力创造财富的民企相去又何止十万八千里？赖昌星一手打造的远华帝国，可能是这种伪民企的最好例证。

无需深究我们就很容易观察到，赖昌星控制的远华集团已经远远不是一个商业帝国，而是一个庞大的官商共同体，赖老板也远不止是一个民营企业家，而俨然是一位封疆大吏。因为远华不仅具有了各种政府给予的特许权力，甚至具有了实质上的税收权。也就是说，远华实际上已经成为一级地方政府。在这个案例中，政府权力与商业利益联系得如此紧密，以至于没有政府官员以税收形式的股权参与，远华帝国就会在顷刻之间崩塌。远华集团在产权上的“官私共有”性质在这里变得一目了然。我们尤其需要看到的是，如果没有外力的介入，远华集团的这种产权将会一直维持下去，因为没有什么途径比这种近乎掠夺和搜刮的形式更容易积累财富了，也没有什么产权形式更让那些官员和赖老板感到安全、惬意了。

在当今中国，这种产权形式也许是最能够让官员和企业家两方面都感到满意的一种安排。既如此，我们就很容易推导，官商双方将必然达成一种行动默契：致力于维持、巩固以及强化这种制度环境。这就是“官私共有”产权在中国迅速弥漫的秘密所在。这种产权形式几乎可以在爆发的每一个民营企业的丑闻背后看到，其在中国社会中蔓延扩张的趋势由此可见一斑。无论是渐进改革，还是激进改革，最后都牵涉到一个产权大规模私有化的过程，但私有化过程和方式本身，就可能决定私有化的最终结果。这里面，过程逻辑经常会发挥巨大的作用。而中国社会普遍蔓延的“官私共权”的现状是否说明，我们已然陷入了进退维谷的改革泥潭？

许多人已经注意到中国民营企业在产权性质上的这种畸变。韩少功先生在一篇名为“人情超级大国”的文章就曾经指出，从春秋时代的“井田制”伊始及至毛泽东、邓小平时代的土地改革，中国社会的产权形式都由“公私共权”而一脉相承。在经过了1949年之后一场纯粹、浪漫的产权革命之后，“公私共权”的这种产权形式似乎又一次要在中国社会中卷土重来。或许是参透了其中的某种宿命，韩先生似乎要暗示：这种产权制度可能更符合中国的传统和国情。但很显然，这并不是宿命，而是一种制度的“故意”，是中国改革模式在逻辑上的必然结果。不过，与历史上“公私共权”的情形相比，当今中国的“公私共权”在规模上可能远胜以往。其中最主要的原因则在于：在今天中国，控制在政府手中的资源在比例上可能远远超过历史上的任何时期（在政府权力没有受到任何成文和不成文法律限制的体制中，政府所控制的资源可以任意伸缩）。这必然导致那些雄心勃勃的商人与政府中腐败官员普遍的合谋。更加致命的是，相比政府官员所拥有的权力，中国民间社会对政府官员的监督和约束也似乎处于历史上最为软弱的时期，于是，最契合于目前制度环境的“官私共有”产权形式在中国经济中的泛滥就不足为奇了。

发展到今天，我们已经很难甄别谁是真正的民营企业了。他们的产权性质如同一团墨水，让人难辨真伪。在我们视野中，一眼即能分辨的纯粹民企，大概只有那些个体户、夫妻店。因为他们既没有能力也没有资格与权力“合营”。也正是由于这个原因，我们根本就难以比较民企与其他企业在绩效上的表现。那些将所有非公有制企业统统当作民企的做法，只能是理论上的一种错觉，而那些将远华及欧亚农业这类企业也误认为民企，并不分青红皂白一味对所有民企高唱赞歌

的人，则肯定是出于一种产权迷信。我们深深理解这种迷信的来由——这大抵是出于对旧产权制度极端厌恶所引起的一种条件反射。不过，无论这种迷信的历史原因多么值得同情，迷信终究是迷信，现实中的民企并不会因为我们概念上一厢情愿的误置而自动变成我们想象中的那种民企。

如果我们对中国民企产权性质上的判断，有相当的真实性的话，那么，接下来的问题就是：在“权私共有”的产权安排下，中国民企在经营行为上会发生哪些变化？

民企之变

正如我们已经在许许多多的案例中看到的那样，在“权私共有”和“官私共有”的产权安排下，民企作为企业的经济人本性，发生了一些值得注意的和可以观察到的偏离：“权私共有”必然要导致的“权私合营”的经营方式已经成为中国经济中相当稳定和“合法”的结构，用腐败加以形容似乎远不足够。由于要素资源（比如土地、资金等）非常集中的控制在政府权力手中，民企的经济人本性正在逐渐蜕变为某种“政治人”本性，民企天然的“逐利性”也因此越来越蜕变为某种“逐权性”。在这种本性的支配下，民营企业可能更多的是对政治信号而不是对市场信号作出反应。特别值得提醒的是，中国民企的这种特征在最近几年有愈演愈烈的迹象。当所有的人都在为杨斌突然出任朝鲜新义州特首，而震惊得张口结舌的时候，就有密切关注这一事件的观察家指出，杨斌先生演的是一出自救的把戏，其目的是想借这个具有外交豁免权的职务来一个金蝉脱壳。虽然杨斌这一次将资本追逐权力的游戏玩到了国际舞台上，有些过了头，但纵观杨斌的快速发迹史，我们就不能否认，杨斌实际上是这个游戏巨大的受益者。杨斌带有鲜明个人性格特征的表演可能过于戏剧化，但就这种行为背后所隐藏的一般动力而言，杨斌并不仅仅代表杨斌。由于民企在与权力结盟一路走来的发展中存在诸多“原罪”，所以民企只能依靠与权力更加紧密的结盟，方能避免这些原罪不被清算，这是转型期中国民企一种典型的路径依赖。杨斌如此，赖昌星如此，其他许许多多民企亦复如此。

粗略划分，中国的民企大致有两个阶段。第一个阶段以城市个体户及乡镇企业为主。在这个阶段中，民企主要从事的是填补大量市场空白的工作。从事民企

经营的也都是城市下层阶级和地地道道的农民。这批人基本上处于中国权力链条的最下端，无缘与政治权力结合。当时一句颇具嫉妒和歧视意味的民谣：“不三不四的发了财”，就很典型地反映了当时民企在身份上的卑贱地位。但讽刺的是，现在看来，正是这一时期的其貌不扬的民企，才是中国最草根最纯粹的民企。

1992 年之后，中国改革逐渐由农村转移到城市，一大批知识分子以及在传统序列中身份更高的人开始进入和创办民企，民企不仅在规模上不断壮大，在主流文化中的合法性也日益增加。也正是因为这个原因，民企与政府权力的接触也开始变得非常频密，中国民企的“民间本色”逐渐消退。民企的这种蜕变，在进入 20 世纪 90 年代中后期之后，开始加速。这一方面是由于市场空白越来越少，市场竞争也变得越来越激烈；另一方面则是由于在这一时期，中国改革实际上已经进入了要素资源的竞争（说“争夺”可能更为合适）。这种格局决定了，在这一时期快速成长的民企将必然带有浓重的“权贵特色”，原因无他，要想在这场竞争中胜出，就必然要与政府权力结盟。从某种意义上讲，要素资源的竞争与其说是一场创造财富的游戏，倒不如说是一场财富分配的游戏。社会监督的缺失和要素资源的高度垄断，使这场游戏的财富再分配色彩在中国变得尤其鲜明。这是一场快速致富的比赛，没有什么比这种比赛更容易成批量地制造富豪了。只要“操作”得法，你几乎可以在一夜之间坐拥亿万身家。在一个完全缺乏规制的市场中，这场游戏的真相其实与掠夺无异。从本质上讲，中国改革是一个政府不断从手中释出资源的过程，存在大量与政府进行“交易”的机会，而这些“交易”正是许多民企可以大展身手、迅速完成原始积累的最佳契机。留心一下我们的“富豪榜”，人们很容易发现，绝大部分富豪都诞生在地产、金融这些要素领域以及与政府权力十分接近的公共事业及基础建设（实际上是财政资金）领域。这一点，绝非偶然。从任何意义上讲，要素领域都是一个经济的核心部分，所以，在要素领域展开的争夺，标志着中国经济改革已经进入最后的质变阶段。对于任何一家有雄心的民营企业来说，这都是一场输不起的战争。一位值得尊敬的自由主义者曾经在网上与我争辩说：在任何制度条件下，私有企业的效率都是最优的。但我所担心的是，在一个允许掠夺的制度条件下，私有企业掠夺的效率也可能是最高的。在这种制度环境中，民企强大的自我激励就很可能变成藐视市场伦理的原始冲动，并导演出另外一种事与愿违的结果。当然，作为个体的民企并不能左右它所生存

的制度环境。但在中国，民企本身无疑已经成为这种制度的一部分。与国企相比，民企缺乏与政府权力接触的体制内通道，这种匮乏状态使民企有更加强大的动力与政府权力结成共同体。

当然，政治权力与民企的结盟动力并不仅仅来自民企一方，这种结盟也相当符合转型期政治官员们的需要。将权力转化成财富一直是中国市场改革的核心逻辑。在这种逻辑的强制下，民企就被政治权力主动赋予了一些其他的功能。伴随着民企合法性的日益提升，在相当一部分官员眼中，民企业已成为他们将权力化作私有财富的最佳通道。就像在计划经济时代，国有企业担负了许多企业之外的功能（比如就业和政治控制）一样，转型期的部分民企实际上也承载了转移社会财富的功能，鉴于中国改革正在逼近产权大规模转移的关键阶段，部分民企的这种功能将变得越来越明显。基于这样一个判断，我们以为，中国部分民企有的不是“原罪”，而恰恰是“现罪”，它正在参与一场极不公平的分赃活动。在这样一种“视界”中，今天的许多中国民企显然已经不再是一种仅仅为了利润而设立的单纯的企业组织，它更像是一个从事超经济分配的组织。从逻辑上判断，这种组织更倾向于掠夺财富而不是创造财富，原因很简单，因为只要拥有这种权力，掠夺财富显然要比创造财富成本更低。从这一点出发，许多民企对市场伦理的蔑视，实在是一件顺理成章的事情。

由于民企在与权力的结盟过程中所达成的是一种期限不确定、彼此权利义务非常不明确的契约（它取决于加入游戏的官员的当权时间和政治改革的明确时间表），而且随时有被清算的可能，所以，许多民企在产权上就被注入了一种机会主义的本质，其经营行为表现出非常强烈的短期化特征和不可预测性。与此相适应，许多民营企业家身上经常显示出的那种天马行空，恣意妄为也就不足为奇了。中国民营企业家的发家史经常与某种神话与传奇联系在一起，但仔细推敲，这些“神话和传奇”不过是乖戾、狂热、玩世不恭的另外一面。在产权与预期不稳定的双重夹击之下，民企在行为的短期化方面比国企似乎有过之而无不及。这种短期行为有时候表现得如此夸张，甚至达到连自己都欺骗的程度。一位早期曾经跟随牟其中的朋友讲述过这样一个故事。

一位人士找牟其中借 3500 万，由于数目较大，心中非常忐忑。但让这位人

士意外的是，当他向老牟提出这件事的时候，老牟连眼睛都没有眨一下，脱口答曰：这样吧，凑个整数，借你 5000 万。当然，下文肯定是没有的，因为老牟根本就拿不出这笔钱。听完这个故事之后很久一段时间，我一直不能理解老牟的这种行为。朋友给出的解释是：吹牛一定要吹到让人家不得不相信的地步，因为常人的思维模式是，没有人敢吹这么大的牛，有人敢吹这么大的牛，那一定是真的。老牟后来那些要将喜马拉雅山炸开一个口子之类的弥天大谎大概都出于同样的动机。不过，我现在似乎找到了更有力的解释，那就是，老牟根本不需要考虑自己的声誉，因为他只需要凭借这种伎俩成功一次，他就可以融进大笔资金，然后迅速贴现。隐藏在这种行为背后的，是一种赤裸裸的短期行为和贴现主义动机。而在老牟这样极端的个案中，这种短期行为甚至变成了一种不假思索的行为习惯，他几乎不会去考虑在具体的情景中（就像我们在上面提到的那个故事），这样一种行为会不会给自己的目的带来损害。老牟的这个故事虽然是一个极端的例子，但它却体现了普遍附着在中国民营企业身上的那种乖戾、神秘、总会有“惊人之举”的经营风格。

中国民企在产权和经营手段上的这些特点必然反映在中国民企的绩效表现上。虽然许多人举出各种宏观和微观数据以论证民企在绩效上优于其他企业。但我们所看到的数据却并不支持这种观点。

有统计表明，2001 年，中国证券市场 1073 家公司的平均 EVA 为-1442 万元，即每家上市公司平均损毁财富 1442 万元，1073 家公司共毁灭财富 1547 亿元。而同一项统计显示，中国上市公司中的 98 家民企的 EVA 为-17 亿元。如果这个统计可信，我们就能得出下面的结论，民企每家平均毁灭财富 1734 万元，显然这个数字高于上市公司的平均数字。考虑到民企的资产规模普遍小于其他上市公司，我们可以进一步得出结论，民企上市公司单位资产毁灭财富的数字比其他上市公司的同类数字还要更高。我们看到的最新统计是，2002 年上半年，中国沪深两市 1204 家上市公司平均每股收益 0.08 元，而民营上市公司的每股收益为 0.103 元。这个数字虽然表明中国民企上市公司的每股收益要高于其他类上市公司，但并不显著。

虽然我们的样本均来自中国证券市场，很难描述中国民企的全部。但我们至

少可以说，在中国证券市场上，民营上市公司的绩效并不显著优于其他类上市公司。那些认为民企绩效一定优于国企的说法，起码没有得到中国证券市场经验事实的支持。这个结论不仅出乎那些民企迷信者的预料，也出乎我们自己的预料。显然，民企并不像我们想象的那样生机勃勃。

当然，与许多民企的坚定支持者一样，我们仍然认为，只要制度环境能够得到澄清，民企就能够逐渐接近较为理想的状态。因为无论从任何角度讲，民企都是中国经济的未来。但这并不意味着，在民企问题上我们可以粉饰太平。因为，民企只能是现实制度环境中的民企，粉饰太平，就可能遮蔽导致民企蜕化的制度背景。而这，才是中国改革的当务之急。否则，我们这些曾经热切鼓吹民企的人，就可能亲眼目睹一代民企彻底蜕变的悲剧。昨日的希望之星就可能变成明天官商勾结的典范，这将是 中国改革无法承受之痛。

6、逆配置的市场

中国证券市场存在“逆配置”吗？

谁都知道，证券市场应该是一个有效配置资源的地方。简单说，它应该将稀缺资源配置到最能为社会创造财富的企业中去。但证券市场的这种功能并不是自动实现的。如果证券市场的基本制度不健全，或作为证券市场制度基础的外部制度有问题，证券市场就很难完成这个功能，甚至出现“逆配置”。它会将稀缺资源配置到那些“糟蹋”财富的企业中去。在我看来，中国证券市场就有这种危险。

虽然我们没有定量的办法来衡量中国证券市场的配置效果，但直观的认识可能更能帮助我们看清楚这个问题。

资金无疑是中国目前最稀缺的资源，那么中国上市公司从投资者手中募集的成千上万亿的资金，是不是创造了更多的财富呢？答案显然是让人忧虑的。

截至 2001 年中报，上市公司每家平均闲置资金为 3.11 亿元，同比增长了 43.32%。有 10 家公司闲置资金超过 20 亿，最多的一家更高达 38 亿元。与此同时，大量的上市公司却将宝贵的资金用于在证券市场上委托理财，使大量资金在证券市场空转，制造泡沫。资料显示，与上市公司不断扩大的融资金额相呼应，上市公司委托理财的数字也在同步攀升。2001 年 1 到 7 月份上市公司共募集资

金 700 多亿，而公布的委托理财数字已经达到 300 亿左右，这不能不说是一个非常惊人的对比。中国上市公司资金的使用效率实在让人不敢恭维。显然，这些从投资者那里随意募集资金又不知道怎么用，只好拿来炒股票反过来剥夺投资者的公司不是什么好公司。将资金交到这样的上市公司手上，它能为社会创造更多财富吗？

如果上面的数据仅仅说明上市公司效率低下的话，那么诸如银广夏之流的造假专业户的所作所为，则是中国股市毁灭资源的明证。从琼民源到郑百文再到银广夏……这个黑名单几乎可以无限制的列下去，这些“烧钱机器”不仅将从投资者手中募来的大量资金损毁一空，还通过官商勾结的方式，不断将各类社会资源注入股市，以供他们毫无约束地肆意挥霍和攫取。既如此，中国股市便只好陷入随意圈钱——随意烧钱——再随意圈钱的低效率陷阱。以 ST 黄河科为例，该公司从 1994 年上市的次年便开始无休无止的亏损怪圈。几乎是每年亏损，每年重组，以其重组次数之多，资格之老，绝对可以称得上中国证券市场上的“重组之王”。有心人可以算一算，以“ST 黄河科”这七八年的折腾，究竟耗费了多少投资者的资金，又无偿耗费了多少外部社会资源，这个账恐怕相当吓人。出一个“ST 黄河科”不可怕，怕就怕出一批“ST 黄河科”，怕就怕出 70%-80% 的假账公司。这个数据虽然不是什么正式的资料，但绝非是哪个人随便杜撰出来的。重要的是它符合我们多年来的经验。起码就我个人对上市公司的了解，还有相当比率的“假账”公司仍然没有曝光。换言之，像银广夏这样的公司并非个别现象，而是相当普遍。银广夏之所以成为出头鸟，是因为其在二级市场的表现太过招摇。面对如此残酷的事实，我们不得不怀疑，中国证券市场存在着某种“系统性”的配置障碍。

不仅如此，顽强植根于中国证券市场制度缺陷中的投机文化，使得中国证券市场形成了另外一种更可怕的恶性循环：越是胡乱烧钱就越是出题材，越是出题材，投资者就越是愿意给它送钱。仍以“ST 黄河科”为例，就是因为出了一个重组题材，在 2001 年中报仍然亏损的情况下，其价格硬是从年初的 9 元炒到后来的 20 元。一年不到，翻倍有余，到了年底，只要庄家从炒作利润中稍稍拿出一部分注入上市公司（甚至庄家根本不必操心，自然有“好心人”拿钱），获得增发资格，不知道又要从投资者手中圈走多少真金白银。无疑，大量劣质公司充

斥证券市场，使得中国证券市场本来就为数极少的优质企业生存空间日益狭窄。即便他们采取成本极高的形式（比如现金分红），也很难把自己从劣质公司中区分出来，反而因此可能受到投资者的嘲笑。正所谓“劣币驱逐良币”，在恶劣的投机文化的驱迫下，中国证券市场已经沦为彻头彻尾的“柠檬市场”。很显然，在这样一个市场中，“李子”（优质品种）是很难找到的，即使偶尔碰上了，你也不敢或不愿相信，所以干脆不相信。于是乎，大量宝贵的资金只好以消耗的方式围绕一个极容易破灭的泡沫寻求危险的收益。

有资料显示，2000 年 1000 多家上市公司年创造的税后利润不足 1000 亿元，而同年的印花税和券商手续费也是 1000 亿元。考虑到上市公司利润的虚假部分，后者，也就是维持这个市场的运行成本恐怕要远远大于前者——这个市场创造的新财富。与此同时，云集在股市的资金大约 2 万亿元。如果我们将股市看作一个企业的话，这意味着这个坐拥 2 万亿流动资金的巨型企业的税后利润为负值。在这种情况下，谁敢说我们的股市创造了财富！而这一点，与美国股市的情况恰好相反，美国上市公司每年提供的红利要远远大于上市公司从股市中的融资数量。这就是为什么人们说是美国上市公司养活了华尔街的缘故。

虽然没有更好的分析框架和数据来更加严谨地证明中国股市的资源配置效果，但上面看到的现实，已经足够让我们有理由判断：中国证券市场存在严重的资源“逆配置”趋势。

“国有股市”软约束是造成“逆配置”的主要原因

那么，中国证券市场究竟是怎样实现“逆配置”的呢？

中国股市是一个特殊的国有股市，这一点只要看一下中国证券市场的参与主体就会一目了然。我们的上市公司是国有的，交易所是国有的，券商是国有的，投资基金是国有的，用于炒作的核心资金是国有的。在我们这个市场中，惟一不是国有的，大概就是普通的中小投资者。但就是这些人，也经常自觉不自觉将自己看做是国家的人。在他们的意识里，还顽固存有一种观念：国家应该也会对自己的投资亏损负责。一言以蔽之，中国证券市场就是政府经营着的一家特大型国有企业，而且是负无限责任的国有企业。只不过，这个企业的名称变成了有点不那么“国有”的股市。起码在目前，对中国股市的这个判断是非常准确的。

大家都知道，国有企业之所以绩效不彰，乃是因为其普遍的“预算软约束”特性。所谓“预算软约束”大致包含两个方面的内容。一是政府与企业之间有密切的行政联系，企业管理层往往兼有行政领导职能。这一点在我们的股市中恐怕再明显不过了，举个例子，（0888）峨眉山 A 自上市以来，法人代表就长期由峨眉山市的副市长担任。副市长显然不是我们这个股市里最大的官，在我们这个市场中，还有两家公司的董事长曾兼任过“名头”吓人的中央候补委员。而最近爆出特大丑闻的主角银广夏的高管人员，几乎清一色来自政府部门。如果我们愿意，这个清单的长度还能增加很多。如此多的政府官员进入股市，你可以想见，我们这个市场的“行政”或干脆说“权力”色彩会有多么浓厚。

预算软约束的第二个特点与第一个特点有紧密关联，那就是，企业与政府可以就财务状况进行事后协商。无论是亏损还是盈利，他们之间讨价还价的余地始终很大。一般的企业是，盈利是自己的，亏了也得自己扛着，不会也不能期望政府的补贴或别的什么好运气，所以他们会努力争取盈利而避免亏损。但作为官商或国有企业就大不相同了，由于预算软约束的存在，他们的行为就特别具有短期特征，换句话说，是以企业实际控制者的即期利益最大化为特征的。反正亏了有政府补贴，或者以拖欠银行的贷款方式索要隐形的政府补贴。实在不行，他们就可以采取更加具有“中国特色”的方式，以破产和社会稳定作为谈判筹码，以求得更有利于自己的协商结果。在最新一次的政府救市行动的背后，带有明显官商特点的中国券商，就是以“破产”和引发金融动荡为要挟，迫使管理层放弃原来的“减持”方案的。这是中国股市“软约束本性”的一个最新个案，但决不是最后一个。再微观一点看，我们就会发现这种现象在中国股市实在是俯拾皆是。

说完了上面的东西，我们已经看到了一幅中国股市完整而清晰的图画：维系中国证券市场所有参与者的几乎每一节链条，都具有超乎寻常的软约束特性。让我们用这样一个框架来观察一下中国证券市场。

国有企业上市本意是转变机制，使它从对上级行政命令负责的传统企业转变为对股东利润负责的现代企业。但正如我们所看到的，由于国有股不能流通以及其他的制度问题，国有上市公司非但没能改变以前的软约束状况，约束反而进一步软化。对上级主管部门可以以公众公司的名义巧妙的抵制，而对其他股东则可

以凭借其一股独大的超然地位“胡作非为”，股东制约形同虚设。以前借银行的钱虽然可以赖账，但总还有人催着。而现在从股东手里拿钱，则根本没有“还”这个概念。国有上市公司从以前的一家管（上级主管部门）变成了现在的“谁也管不着”。这种现象从国有企业上市之初就体现得相当明显。早在 90 年代初，苏南的一位副市长就提到过，他开玩笑地对我说，我们那家上市公司完全是一家“几不管”企业，谁都管不着。果然，这家公司在上市后的七八年中，始终没有摆脱反复重组的命运。在这样的约束条件下，想要提升国有上市公司的业绩，我们大概只能期望公司管理层的“道德”和“善心”了。但显然，这只能是与虎谋皮。

上市实际上是将一个国有企业变为公众公司的过程。这不仅意味着将国有企业置于公众股东的监督与制约之下，也同时意味着将国有企业置于普遍法律规范的制约之下。但不幸的是，我们的法律约束似乎更加“软”。当银广夏、亿安科技这类公司公然干着明确无误的违法勾当时，我们的法律竟然无可奈何，受到严重侵害的股东们得到的竟然是“暂停受理”的答案。中国证券市场已经如此之大，影响已经如此广泛和深刻，我们的相关法律却如此“落后”，实在是让人绝望。当然。这里不仅仅是相关法规滞后的问题。与许多人一样，我根本就不相信，我们找不到一条相关的法律来保护中小投资者的利益。

对照一下美国证券市场不久前发生的安然事件，我们就会发现中国投资者所受到的法律保护是何等薄弱。安然丑闻爆发之后，有十几家律师事务所对安然及安然的高管层迅速提出了集团诉讼，美国国会也在第一时间进行了数次紧急听证。而事态的发展则表明：保护美国投资者的法律武器已经直指白宫。根据美国律师界的判断，针对安然的集团诉讼胜诉的可能性相当大，如果胜诉，在特定时期买进安然股票的投资者可以获得将近 40 亿美元的赔偿。与事前的监管防范相比，这种事后的法律行动虽然是不得已的下策，但它毕竟在事后为受害者的利益竖起了巨大的屏障。此情此景，让同是虚假披露牺牲品的中国投资者情何以堪？

如果上市公司是证券市场赖以生存发展的基础，那么券商则算得上证券市场上最重要的中介机构，它是连接上市公司与广大投资者的桥梁。如果券商的约束能够“硬”一点，整个中国证券市场的绩效就多少会有些改善。但在这个关键的环节上，我们看到的仍然是一批地道的官商企业。考虑到证券行业的垄断性质，

这批新出笼的纯正的“国有企业”就更增加了一层“权力资本”的特征，这种特征比传统国有企业的软约束有其更加可怕的一面。

券商的权力资本性质决定了，它不会对投资者负责，也不会对自己负责，而只会对内部人的短期利益负责。券商的这种行为特征在中国证券市场上大量的虚假包装上体现的格外突出。如果“南方证券”真的在乎自己日后的发展，像“麦科特”这样的劣质企业根本不可能上市。小孩子都不会相信，这是由于“疏忽”造成的，在许多人看来，这完全就是“故意”的。道理很简单，多承销一家公司，就可以多得到一笔承销费用，投行部门就可以多拿到一笔可观的奖金，公司在每年一度的相关评选中，就可以多往前面排一排。至于这对证券市场会造成什么损害甚至灾难，则不是他们需要担心的。这与传统国有企业的做派有什么两样吗？要命的是，像“麦科特”、“通海高科”这样的现象实在是相当普遍。这也不奇怪，因为这与国有企业的本性相符。如果情况相反，那倒是真有点奇怪了。大量劣质的国有上市公司正是在同样是国有企业券商的“故意”庇护下，充斥了我们的证券市场。

在二级市场上，券商的软约束“天赋”就表演得更加“精彩刺激”了。券商委托理财所爆发的危机事态就很能说明问题。随着行情的持续下挫，券商的委托理财普遍出现问题，“南方证券”更是遭到投资者挤兑。虽然相关负责人出来辟谣，但明眼人看得清楚，这种“谣”不辟也罢。因为从券商委托理财的规模和性质看，这种“谣言”迟早会变成现实。有些券商以国外数据为自己辩护，认为其委托理财的金额与自己的资本金相比，并没有什么风险。但我们想问的是，国外的券商敢像中国券商这样承诺保本吗？敢在如此高风险的市场中承诺 10%以上的年收益率吗？这种在任何初通金融的人看来都匪夷所思的“业务”，号称“专业”机构的中国券商却在乐此不疲。两相比较，国内券商漠视风险的“胆量”实在要比国外同行大得多！最可笑的是，对于这种情况，有些券商竟然认为是由于没有相关法律所造成的。难道，一种从商业常识出发就可以知道的“自杀”行为，还需要法律禁止吗？商业机构的“逐利本性”到哪里去了？如果我们不能将其判断为“疯狂”的话，我们就只能怀疑这些券商是不是真正意义上的商业机构。

为什么在经历了“327 事件”、“君安事件”以及“5·19 行情”之前几乎全

行业倒闭等一系列的“惊险劫难”之后，中国券商根本不屑于吸取教训，反而在“蔑视风险”的道路上越走越远呢？答案只有一个，因为他们是“软约束”的国有企业。万国倒闭了，可以由上海财政兜着；“全行业负资产”可以由更高的当局发动“5·19 行情”，用全社会的资源来为券商输血。如此宽松的环境，中国券商还需要担心别的什么吗？他们尽可以由着性子胡作非为，而根本就不需要担心受到惩罚。这样的中介机构为投资者看门，证券市场当然只能是鱼龙混杂，配置效率低下。

我们再来看一下中国证券市场的另一个主角：机构投资者。这两年，在市场化口号下，中国证券市场的机构投资者膨胀得很迅速。但查一查他们的背景，你会看到同样的景象：这里仍然是国有或权贵企业的一统天下。从广义上讲，中国的机构投资者包括一直活跃于中国证券市场的各类庄家（在允许三类企业进入股市之后，这个队伍日益庞大）及新近涌现的大量证券投资基金。庄家早已为人们所熟悉，他们做庄所依凭的核心资金依然是国有和信贷资金，只是其资金动员能力及动员规模已经远甚以前。庄家在中国证券市场中的作为早已为大家所熟悉，但庄家做庄的动力，许多人认识得并不清楚。一言以蔽之，庄家之所以敢冒着巨大的市场和道德风险做庄，乃是因为他们利用的是国有和信贷资金，他们不过是另类的国有企业。那么，作为更有“专业色彩”的机构投资者新锐——投资基金是不是有些不同呢？结论似乎也非常暗淡。自从“基金黑幕”曝光以来，普通投资者开始对头顶“光环”的基金产生怀疑。人们开始以审视的目光关注：这些以少量的国有（和权贵）资本控制了大量投资者资金的基金到底在干些什么。如果说张志雄先生在“基金黑幕”里只是地含蓄地点出了“放量”这个特征的话，那么景系基金在银广夏以及数码测绘（最新一轮的跳水明星）中的表演则赤裸裸的给出了“放量”的谜底。原来，他们在干着与庄家同样的营生——在替老鼠仓抬轿子。只不过由于有公开披露义务，而显得更肆无忌惮一点而已。“老鼠”在股市里搬走的财富，自有普通投资者和国有资金垫底。有这样毫无约束的市场“主力”，我们的投资文化能不“恶劣”吗？我们的泡沫能不大吗？我们的稀缺资源能不误配吗？

我们尽可以按照这种思路想下去，将中国证券市场的所有参与主体做逐一的分析。我们将会看到：连接所有强势集团之间以及加诸于所有强势集团外部的约

束都是“软”的，他们永远都不必担心成为输家，因为他们永远有“事后谈判”的充足空间。中国股市这种无处不在的软约束特性，构成了中国股市独特的“食物链”景观：由上市公司、券商、“机构投资者”等构成的强势集团在同时分享两份免费大餐：一份是在明处的中小投资者的财富，另一份则是看不见但更加丰盛的（属于全体纳税人的）“社会资源”。

在这两份免费大餐还没有吃完之前，中国股市中的强势集团根本不需要考虑如何苦心经营，降低成本，创造财富。这是一场百分之百的“财富再分配”游戏，在其间，我们很难找到新增财富的蛛丝马迹。既如此，完全处于“软约束”状态的中国证券市场，其配置资源的效果恐怕只能是“负”的。

第六章 股市食物链

1、谁掐住了证监会的脖子

自中国证监会推出市场化改革以来，证监会谨守自己的本份，除了正常的监管之外，一直采取远离市场的态度。用证监会主要领导在多个场合表述的话来说，就是：不以市场指数涨跌为监管目标。言之凿凿，决心颇大。不幸的是，这一切在 2001 年的 10 月 22 日又一次被改变。

2001 年 10 月 22 日，当上证综合指数即将跌破 1500 点关口的时候，中国证监会被迫食言，宣布暂停“国有股减持”方案。为了平息市场派的愤怒，许多人替证监会解围，说这不是救市，而是纠错。但事情果真是这样吗？

就在“暂停”方案出台前两天，周小川先生还在说，“国有股减持”方案的决定权不在证监会，而在国有股所有者手里。这话虽然有些无奈，但透露出一个信息：证监会虽然对这个方案不感冒，但没有决定权。很明显，在这个时候，“暂停方案”根本还没有放到周主席的办公桌上。可以证明这个判断的另一个证据是，几乎在同时，财政部副部长还在 APEC 会议上对“国有股减持”方案大唱赞歌。据此，我们可以断定，“暂停方案”是在一个极短的时间内紧急出台的。

那么，一个对市场有重大影响的方案怎么可能如此匆匆忙忙地出台呢？只有一个答案，证监会被逼急了。看看那两天市场极端“恐怖”的走势，所有的人就会心知肚明。财政部可以不对证券市场走势负责，但证监会恐怕就没有那么超脱了。我们可以猜想，在市场走势最恶劣的那几天里，中国证券市场中一定发生了一些不寻常的事件，让证监会坐不住了。如果不是这样，证监会完全可以将“暂停方案”放到对市场影响比较小的时候再推出。很清楚，证监会又一次被导入了行政干预的陷阱。

那么，究竟是谁掐住了证监会的脖子？

这个谜底几天之后即告揭盅。原来，在市场不断下跌的日子里，券商危矣！用某位高层人士坦率但却刺耳的话来说便是：救市就是救券商。这件事的一个公开背景是，南方证券广东顺德大良营业部遭到投资者挤兑。《中国经营报》在 10

月 26 日的报道中是这样描述当时的情景的：“股民提着一堆一堆的现金，还动用了运钞车。到下午两点多钟，事态还在继续。而且旁边百惠超市是当地最大的超市，购物的人比较多，所以消息一下子被疯传开去。直到第二天，还有人在排队。”

如果仅仅是由于这样一起孤立的事件，我们很难想象证监会会违背自己不干干预市场的诺言而自打嘴巴。一个涉及全局的政策改变一定会有更加系统性的风险背景。对此，中国人民保险公司投资管理部总经理张鸿翼先生做出了最好的注释。他说，“如果跌到 1300 点，现在的券商、基金公司、整个盘面会全面崩溃，这些证券操作机构与银行之间的资金链条会马上中断，从而会严重影响到银行资金，进而导致中国金融的系统性风险的发生。”不过，他得出的结论却非常滑稽：“如果券商破产，就事必连累股民保证金，连累背后的银行贷款，连累到上市公司委托理财用的钱。无论是国家的钱，还是股民的钱，只要考虑到这两点，就不能让券商破产。”这就好比说，我偷了你的钱，你不能枪毙我，否则你的钱就还不了了。

到此，我们基本看清了“国有股减持”暂停的内幕。很清楚，证监会被既得利益集团挟持了！让人啼笑皆非的是，在国有股减持暂停之后，有著名证券媒体竟然用“市场的胜利”的大标题来表示欢呼。难道几个濒临绝境的券商和机构就能代表市场的利益吗？恰恰相反，他们代表的是反市场的利益，或者更确切说，他们代表的是旧体制、旧权力的利益。在我看来，在我们这个市场中，券商是市场化程度最低的一个集团，是市场化进程中最隐蔽和最大的障碍。讽刺的是，他们也是这个市场上最有话语权的集团。所以，在这个意义上，带有明显权贵资本特色的中国券商，应该是市场化革命的首选对象。现在，在享受一顿牛市大餐之后，他们又开始寻求政策的庇护了。当然，他们不会以自己的名义，他们会借用那些不幸落入虎口的中小投资者的名义来表达自己超市场的诉求。一旦事过境迁，中小投资者就会继续成为他们眼中的猎物。

所以，许多人将证监会的政策讥讽为“解套券商，再套散户”就一点都不奇怪了。市场的后续发展证实了这种担心。

在政策面两次护盘失败，政策底被彻底击穿之后，那些在 1600 点踊跃入市抄底的投资者又一次被政策放在了山腰。如果熊市不改，他们的命运大概只能是

割肉以求了断。在 1600 点轻信政策入市的投资者有多少，看一看 K 线上画出的巨量就知道了。我们或许不能怀疑，证监会在出台政策救券商的同时，也有顺便救一把散户的意思。但事实证明，这样的“好心”既害了散户，也救不了券商。而证监会作为一个裁判的声誉却受到了巨大的伤害。

一场失败的救市闹剧过去之后，对于中国证券管理层来说，输掉的恐怕不止是这一场比赛本身，还可能是整个游戏。因为经此一役，所有普通投资者都会发现，在一个权力集团掌握了话语权因而游戏规则随时可以改变的市场中，他们永远只能是受虐者。

必须提到的是，在中国股市中，可以掐住管理层脖子的权力资本集团远非只有券商一家，券商不过是浮在台面上的而已。这是一个庞大的分利集团，它深深植根于中国渐进改革的各种体制缝隙中，破坏和软化规则是他们的天性。因此，规范这些封闭性分利集团的行为当是中国股市市场化之首务。没有这一条，市场化就只能是少数强势集团的天堂，大多数弱势群体的地狱。

2、中国股市中的利益生态

与中国证券市场的历次熊市相比，从 2001 年开始以来的熊市似乎颇有些不同寻常之处，其中最大的不同就是，媒体比以往任何熊市时都要热闹。这种热闹在股市继 2002 年 6 月之后再一次跌破 1500 点政策底之后，变得越来越具有“看点”。2002 年 11 月 23 日，北京《证券日报》发表题为“维护资本市场关乎国家利益”的文章，这篇文章以一种惯常但显然更加焦躁的“阴谋论”思维，将股市暴跌归咎为所谓“推倒重来”论和其他“谣言”。就在这篇文章发表前十几天中，深沪股市在“利好”刺激下不涨反跌，正在直扑年内新低。一些人逐渐由迷惑而至绝望，《证券日报》的这篇评论文章正是以这种绝望心态写就的“奇文”。这篇文章之所以“奇”，并非“奇”在其观点，而是奇在其行文风格。这篇通篇散发着“党八股”气息的文章，以貌似权威的口吻教训道：“它（推倒重来）在理论上是荒谬的，在政治上是不反动的，在实践中也是行不通的”，并继而得出结论说：“呵护市场，就要旗帜鲜明地批判所谓推倒重来之说。”虽然政策市在中国股市中已经是人们习以为常的事实，但以如此严厉的口吻（政治上是不反动的）对一种论点进行政治定性好像还是绝无仅有的第一次，其威慑气味甚至远远超过了

1996年12月的那一次《人民日报》评论员文章。有趣的是，上一次发出“恐吓”的是空头，而这一次发出“恐吓”的却是多头。期间“角色”转换，与这几年中国股市中的利益生态颇为契合。如果放在以往，这种“杀气腾腾”的口气很可能达到该报欲以达到的效果的（这种用心可以在该文的署名中看出，这篇文章的署名模仿曾经屡屡起到杀伤效果的格式，用了一个“本报特约评论员”的头衔），但时势毕竟不同，被这种“权威”文章折腾怕了的投资者并不理会，更何况这个《证券日报》并不是什么“指定媒体”，其“评论员”再“特约”，层级也高不到哪里去，当然更“权威”不到哪里去。这种市场反应让《证券日报》很是“不爽”，于是，不甘寂寞的《证券日报》只好退而求其次，开始以自我炒作自娱自乐。在紧接着的第二天发表的文章中，《证券日报》大肆广告，自我吹嘘“本报特约评论员文章激起强烈反响”云云。如果不是这个后续广告，股市中的许多人还真不知道《证券日报》有此“惊人”之作，我们就是第二天在这篇自我炒作的广告中才知道这篇来历不明的“评论员文章”的。正应了那句老话，谎言重复一千遍就成了真理。

不过，不管是不是谎言，《证券日报》这篇文章确实代表了股市中一个极为重要的利益群体：既得利益派。这个术语可能不太准确，但这个派别的确与股市既得利益群体有较大的吻合。这一派主要由券商、银行、各式各样的国有机构构成，他们在十几年的股市发展中获取了最多的利益。所以，在市场和舆论上，此派经常表现为“做多派”和“发展派”，因为只有“发展”，他们才能从“发展”的泡沫中获利（更多的时候是寻租）。这是中国股市中最重要的一个利益群体。他们有关“发展”的惯性思维比任何一派都来得强大。不幸的是，这个利益群体在最新一次惨烈的熊市中被套，甚至比任何一次都套得更深、更遥遥无期。这种遭遇与该利益群体骨子里具有的“近视”基因有关。表现在市场作风上，就是狂热、掀起狂热，然后乱砍滥伐，以至于最终导致股市严重的生态失衡。所谓熊市，不过是股市利益生态失衡的另外一种叫法而已。在暂时吃光了所有可以食用的东西（一大批中小投资者以及一大批银行资金），又没有新物种可吃的情况下，该派就只能吃自己的原始积累了。显然，这个过程是非常痛苦的，于是我们就听到所谓大力培养“新物种”的呼声，这就是所谓要“维护”（更准确说是培养）投资者的信心。我们很难判断这种可供食用的“新物种”会不会诞生，但常识告诉

我们，培养这个新物种最起码是需要时间的。很多朋友在一起讨论牛市何时会到来的时候，我只给出了一个判断指标，那就是要看什么时候有一批新物种茁壮成长。在这些人的记忆中，必须没有熊市的经历，更没有因为不公平的规则而被“屠宰”的经历。否则，我们可能看到反弹，但绝对看不到牛市。清楚的是，这样的“新新人类”的成长不仅需要时间，而且需要极其苛刻的条件（比如年轻一代财富的增长，以及监管的到位等等）。在这个意义上，牛市还相当遥远。

具有讽刺意义的是，在目前，既得利益群体与他们昔日对手——中小投资者的利益有相当大的重合之处。道理非常简单，所有被深套的中小投资者都希望尽快解套。不管你把这叫做“挟持”也好，叫做“共患难”也罢，他们在急切盼望牛市的心态上完全一致。在这一点上，既得利益群体的确在相当程度上代表了民意。事实上，既得利益群体经常就是打着为民请命的旗号出现的。由此而观察，《证券日报》标榜自己“很好地说出了投资者的心里话”也就很难说完全是谎言了。

当然，要争夺“为民请命”这面旗帜的并不仅仅是股市中的既得利益群体。另外一派最近声调也颇为响亮，这就是所谓的民粹派。如果说既得利益群体站在中小投资者一边是因为不得已，多少还有点假惺惺的话，这一派打出“为民请命”的旗号就显得正宗多了，他们拉出队伍的目的更多的是争夺话语权力，而不像既得利益群体那样出于直接的利害关系。在更大的视野中，这一派与经济学界的非主流派以及思想领域的“新左派”暗合。所以，我们看到，这一派在股市争论中，最响亮的论点就是“反洋”，股市中“阴谋论”就是这一派的发明。虽然他们还没有打出更加不着边际的“爱国”旗号，但股市的熊市如果发展下去，他们亮出这个在当下中国特别具有诱惑力的旗号恐怕只是时间问题。在最近《南方周末》举办的一个很有点幽默意味的评选中，一位人士就自命为“人民自己的经济学家”而在网上到处拉选票。这个聪明的“发明”在让人哑然失笑之余，也提升了我们的警觉。因为这种民粹主义色彩浓厚的自命，再往前走一步，就可能和“义和团”相当接近了。熊市可以毁灭人，但同样可以造就英雄。股市中的民粹主义者是这个英雄“职位”的主要候选人。他们既反洋务，又天然地代表中小投资者，没有什么人比他们更有竞争力了。

一个是要解套，一个是要维护既得利益，一个是要乘势（乘熊市之力）而成为英雄，昔日琴瑟不合（甚至是相互冲突）的三股力量，以一种不可思议的方式发出了同一个声音：拒绝熊市。当然，算盘还是各打各的。于是，有人绘声绘色地描述有“台湾机构”恶意做空导致股市大跌以便外资全面抄底，也有人干脆提出允许庄家合法化这样荒谬的主张。文革式的政治棒喝中隐隐夹杂着爱国主义的古老诅咒。难怪有香港财经媒体称：中国股市舆论大乱。不过，作为隔岸观火、无关痛痒的香港媒体很难体会在这种舆论大乱表象之下所隐藏着的，是熊市给中国股市带来的难以承受的痛苦。当然，熊市以及熊市的痛苦不仅仅属于市场参与者，也同样属于管理层。

除了极小一部分提前逃离熊市的幸运儿之外，惟一能够在这场熊市大火中“心安理得”的，大概就是所谓“洋务派”。这一批主要由有西方教育背景的研究人员构成的派别，经常被人调侃地称为“海龟”。2001年股市大跌之后，有关海龟的黄“段子”也在私下开始迅速流传，其中半是刻薄，半是发泄，海龟们招人怨恨的程度由此可见一斑。虽然有人经常将“海龟”们扣上外国投行代理人的帽子，而民粹派则索性毫不掩饰地将他们称为买办。但公平的说，这群人更多的是一个知识共同体，起码利益代言色彩不如既得利益群体强烈。而这群人之所以被扣上利益集团的帽子，则是因为他们出于同一种教育背景而对中国股市得出的一致结论。在当今中国的经济领域，海龟派的话语影响力出奇的大，虽然这种影响与他们对中国现状的理解能力并不相称，但将他们与外国资本的利益等同起来，多少是出于某种习惯性的阴谋联想（我们并不排除海龟们在未来以某种不道德方式与外国资本勾结在一起）。或许是为了撇清干系，或许是市场巨大的做空能量已经代表了他们，海龟们在最近一段保持了奇怪的沉默。他们在等待什么呢？难道他们曾经预测过（实际上不仅仅是他们预测过）并且已经成为现实的熊市，真的像他们所说那样不会引起其他的连锁反应吗？在这个问题上，海龟们可能会犯极大的错误。他们看到了泡沫，但并不了解泡沫的中国原因，因而他们很难知晓泡沫破灭的后果。

在这个股市的冬天，熊市还在延续着它的冷清和寒气，但围绕股市的舆论却越来越热闹，越来越诡谲，所有的利益集团都在粉墨登场。站在这个角度看，股市实在是中国社会的一个标准缩影。

3、基金经理为何翻脸

在中国证券市场，机构投资者（基金、券商及暗地里的庄家）与上市公司的关系向来暧昧不清。在过去很长一段时间里，他们一直是同一条战壕里的战友，属于同一阵线。与他们的对手——数量庞大但却一盘散沙的中小投资者相比，这无疑是中国股市中一个强势的利益联盟。不过，这个联盟出现了逐渐崩解的迹象。这一点，我们可以在中兴通讯与投资基金发生的激烈争吵中看到。

事件的起因是，深圳中兴通讯股份有限公司 2002 年 7 月 20 日发布公告称，拟在香港增发 H 股，集资约 3-5 亿美元。由于香港市场定价远低于内地，将使中兴通讯 A 股持有者的权益遭到极大摊薄。这引起了内地 A 股股东的强烈不满，这其中尤以重仓持有该股票的内地投资基金的反应最为激烈。有报道指出，多家持有中兴通讯的内地基金经理表示，他们不仅将在临时股东大会上投反对票，而且还会进一步将此事反映到更高层面。由于阻止中兴通讯的希望极其渺茫，一位基金经理以半带威胁的口吻表示：“……希望证监会从大局出发认真考虑，如果有大批蓝筹股效仿中兴通讯，A 股市场可能会作出激烈反应。”

在人们的记忆中，基金经理以如此恶狠狠的口吻对上市公司以及证监会说话，应该还是第一次。不过，这并不是一个普通的第一次，其中蕴涵的意义非常重大。因为这可能意味着中国证券市场的博弈格局正在发生某种“质”的变化：机构投资者依靠市场泡沫而维系的与上市公司的利益联盟正在土崩瓦解，他们正在意识到他们应该具有的正确立场。由于基金投资的特殊性，基金成为这批机构投资者中最早的觉醒者。

在此之前，中国机构投资者之所以能够也可能与上市公司结成某种暧昧的利益联盟，乃是因为中国证券市场上存在巨大的泡沫。在这个泡沫中，机构投资者（包括基金）与上市公司各得其所。上市公司可以以畸高的价格募集资金，机构投资者也可以在远离价值的炒作中获取利润。所以，在这个时期，机构投资者与上市公司都是这个泡沫的受益者，他们之间的关系是谁得的更多一点和谁得的更少一点的关系，并不是你赢我输的零和关系。那个时候的所谓“双赢”或者“多赢”，实际上就是这些人的“双赢”或“多赢”，至于赢的多一些还是少一些，那是可以商量的，不至于撕破脸皮、对簿公堂，闹得满世界都知道。但现在不同了，

中小投资者不玩了，进入股市的国有及银行资金也逐渐衰竭，而这两块资金正是维持股市泡沫并向强势利益集团输送利润的主要来源。在泡沫逐渐破灭的时候，机构投资者过往的利益均沾就变得越来越不可能。现在的格局是，上市公司与机构投资者之间的关系正在越来越接近于零和博弈。这意味着，上市公司多拿一点（就像这次中兴通讯一样），机构投资者尤其是重仓持有上市公司股票的机构投资者就会多亏损一点。在这种情况下，争吵自然在所难免。不过在我们看来，这种争吵是非常有益的，因为争吵是相互约束的第一步，是强势利益集团最终走向自律的必要条件（虽然它远远不是充分条件）。这是熊市结出的硕果，没有熊市，中国股市中强势利益集团就不会这么早意识到，他们之间联盟的基础原本如此脆弱，竟然经不起一个轻描淡写的熊市。

我们特别注意到，一位基金经理在这次争吵中说的一句话。他强调指出，基金与中兴通讯的争议并非是增发价格，问题的关键是中兴通讯侵犯了中小股东利益。真是此一时，彼一时，基金终于意识到自己也是中小股东。这虽然是被中兴通讯逼的，但基金总算明白了自己的真实处境：天大地大不如非流通的国有大股东大。只要大股东的股票不流通，大股东就永远不会真正关心流通股东的利益。不幸的是，我们的基金只能靠买卖流通股取得收益。不流通的大股东与流通的中小股东利益之间的矛盾，没有什么时候比在中兴通讯的增发案例中表现得更为突出的了。但就在 2001 年末，当人们热烈讨论“全流通”问题时，我们的基金公司却对这个事关证券市场长远发展的重要问题保持矜持，不置一词。此次单独跳出来挑战全流通问题，实在是利益所在，形势所迫。看来，利益的约束远要比理论的认知更有效，所谓形势比人强。

与中国经济一样，中国上市公司的增长也是典型的投资推动型。上市公司与宏观经济增长实际上存在着惊人的同构，这个判断正在被越来越多的经验和数据所证明。换句话说，没有不断的投入，中国上市公司的业绩增长将难以维持。在中兴通讯的增发案例中，这个问题也表现得非常清楚。中兴通讯去年才以 32.70 元/股增发过 5000 万 A 股，集资约 16 亿元，时隔刚刚一年多，中兴通讯就迫不及待的要增发 H 股。虽然中兴通讯对这种投资需求给出了种种堂而皇之的理由，但有一点是非常清楚的，世界通讯市场的现状并不乐观，起码其增长幅度远不如中兴通讯的投资增长幅度。

中国上市公司的这种特殊增长模式，对中国证券市场的泡沫程度要求非常之高。所以，二级市场的泡沫只要稍加挤压，中国上市公司的日子就会非常难过。这就是我们看到，为什么当市场市盈率仍然高达 40-50 倍的情况下，中国证券市场的集资功能却几近瘫痪的原因。同理，这也是为什么许多上市公司在泡沫高涨时期纷纷“海归”，而今天又突然要纷纷“归海”的原因。据了解，受到中兴通讯的启发，许多业绩尚可的公司都准备效仿中兴通讯的“A-H 模式”。一个中兴通讯不要紧，要紧的是一批中兴通讯。今次基金经理强烈反弹，可能正是出于这个担忧。

但担忧归担忧，在不能全流通的市场上，上市公司大股东的地位是无法动摇的，也很难与流通股东的利益保持一致。因而，只要合法，大股东就可以胡作非为。看清了这样的前景，流通股股东的选择实际已经很少，用脚投票恐怕是惟一值得尝试的。在基金与中兴通讯争执未有结果的时候，中兴通讯的股票在 8 月 9 日大幅放量下跌，应该是基金经理用脚投票的结果。但愿这一次，基金经理们是在玩真的。

4、流动性疑问

在基本体制还没有得到廓清的时候，中国证券市场已经开始走向非常技术化的阶段。这一方面体现中国证券市场的进步，另一方面也同时体现了中国证券市场某种特殊的尴尬。就像我们今天已然在开始热烈讨论诸如管理层收购（MBO）、交易所基金（ETFs）等新品种的时候，我们却仍然不得不面对一个股权割裂的市场。这种尴尬在我们这一次“深沪股票流动性研究”中也以同样“夸张”的形式被表现出来。

我们进行“流动性排名”的本意是为投资者尤其是机构投资者在构造投资组合时提供一个重要的技术参考，但正如读者已经看到的一样，在深沪股市 1000 多只股票的流动性综合排名中，一些著名的庄股，赫然“位列前茅”，如一年来综合排名第三位的合金股份（000633）、排名第 37 位的啤酒花（600090）、第 41 位的金路集团（000510）和第 42 位的罗牛山（000735）等。虽然我们相信，所有的投资者都能够一眼分辨出其中的陷阱，但我们还是对其中可能出现的误导而深感忧虑。

所谓流动性，就是指一个股票在单位价格波动区间内的成交量，它衡量的是一只股票提供给投资者的变现能力。按照这个定义，庄股尤其是控盘极高的庄股，由于筹码的高度集中，应该表现出流动性很低的特征。换句话说，就是在庄家高度控盘后，参与交易者应该极少，成交量应该极小。但事实证明正好相反。一些著名庄股表现出了极好的流动性。难怪这些庄股给人们带来了极大的“欺骗性”。难道是我们的常识发生了问题？显然不是。我们的两位研究者对此给出的解释是，有人提供流动性补偿。但问题是，为什么有人愿意为这些股票提供流动性补偿，他们究竟是庄家还是别的人？要知道，为这些股票提供流动性补偿是要付出极高成本的。除了因为连续不断的巨大成交量而要付出法定的费用之外，这里面还牵涉巨额的时间成本，或者说资金利息。以一些庄股持续数年的炒作时间推算，其中成本应该非常高昂。

于是，可能的答案就只有以下两种：一是庄家凭借其资金实力自己为自己提供流动性，以此制造假象、塑造品牌，与此同时利用这种假象和品牌以连续抵押贷款的形式在其他股票的炒作上牟利，最终弥补这些成本。也就是说，我们看得到的庄股，不过是庄家苦心经营的品牌，在看不到的地方，庄家还有其他的“系列产品”，这些产品才是庄家真正的“利润增长点”，所谓堤内损失堤外补。但以目前的监管环境和投资者的老练程度，这种模式已经很难生存。那么剩下的就只有第二种可能性，那就是有人为庄家“义务”提供这种巨额的流动性补偿。在我们可以观察到的中国机构中，能够“义务”提供这种补偿的只有国有银行和其他性质类似的国有机构，因为只有这些机构的资金是可以没有成本的。当然，明白人容易看出，所谓“义务”仅仅对这些资金的名义上的拥有者（国家或者社会）适用，那些真正能够控制这些资金的代理人个人应该是会有回报的。否则，我们就只能判断这些代理人为白痴。事实上，在国有银行一统天下的中国社会中，这种代理风险实在比比皆是，不胜枚举。而这种风险往往不是证券市场本身，更不是某种技术（如我们的流动性研究）能够识别的。这种风险是那种比我们通常称作“系统性风险”更大的一种风险，我们姑且可以把它叫做“体制性风险”。值得注意的是，这种体制性风险在中国证券市场表现得尤其突出，这既是技术的悲哀，更是我们这个已经发展了十多年的证券市场的悲哀。不过，这种悲哀却提示我们，如何修正我们的模型和指标才能够使一项技术更好地将中国证券市场的一

些“特殊性”更清晰地呈现出来。当然我们深知，要一种技术去甄别一种“体制性”风险，的确有些勉为其难。

5、症结在市场之外

中国股市是什么？——中国股市在中国改革中的功能性分析

如果不自欺欺人的话，我们必须承认中国证券市场的问题非常之多，非常之严重。那么，究竟用什么方法来观照中国证券市场的这些问题呢？迄今为止，我们一直站在市场内部来分析中国证券市场，更多的是以成熟市场的标准来讨论：中国证券市场应该是什么或不应该是什么。沿着这一路径，我们已经走了太长时间，花费了太多精力。但坦率说，这绝对是一条绝望的路径。因为这样做，我们就可能忽略造成中国证券市场扭曲变形的真正的外部原因，而在我看来，这些外部的原因才是导致中国证券市场大部分(如果不是全部的话)问题的基础和关键所在。

按照“结构功能主义”的看法，证券市场作为一种“社会结构”是一定要服务于某种功能的。中国证券市场作为诞生以及成长于中国“改革”(我讲的是现实中的改革，而不是理想中的改革)中的某种结构，它当然要服务于“改革”——这个当今中国最大的命题。更直接一点说，它一定要服务于中国改革中的“利益重新分配”的功能要求。正是这个巨大的外部力量才能也必然使中国证券市场严重偏离在成熟市场经济中的功能，也就是我们喜欢的那种“应该是什么”的状态。所以，必须首先搞清楚中国证券市场“是什么”，我们才能更有说服力地告诉自己和别人：中国证券市场为什么会这样。

注意，我的问题是：中国股市是什么，而不是应该是什么？或者换句话问，现在的股市作为中国社会的一个子系统在迄今为止的改革中扮演了什么样的角色？发挥了什么样的功能？在《谁黑了中国股市》一文中，张维迎先生提出了非常有启发性的视野，他把中国股市放在更加宏观的改革背景中来看待。很显然，在张先生的视野中，中国股市不是也不可能是一个孤立的系统。他认为：中国股市与其说是赌场，还不如说是寻租场。由于文章十分精彩，我必须将其主要观点引述如下：(1) 政府不断地把属于全社会的资源往股市里送，形成财富不断地在股民与非股民之间的分配，而这个再分配比股民内部的再分配要厉害得多。(2)

政府不一定是有意维持这个泡沫，而是没有办法，客观上形成了所有进场的人都不会亏。

我非常同意张先生的分析思路，但我很难同意张先生的结论。张先生的推理中其实隐含了一个假设，政府是中立或比较中立的。但在我们看来，改革中的政府根本就不是也不可能是中立的。政府是什么？政府难道是几个出于某种改革理想的道德高尚的人吗？仅仅是中央政府中一个价值中立的精英集团吗？显然不是。我们不能说盘据在权力链条各个环节中既得利益分子有明确的合谋，但他们对那些有利于保留和扩大自己既得利益的决策绝对有天然的默契。这就是左右中国证券市场的最大力量。理解了这一点，我们就很容易理解，中国证券市场的泡沫为什么越吹越大，而不是越吹越小。虽然我们也看到，曾经屡次有使泡沫变小的努力，但都始终不能改变“变大”的趋势。在“银广夏”和“康赛”的黑名单中，我们看到的几乎全是各类政府和准政府官员，这很能说明问题，但这决不是特例。只要愿意睁大眼睛，我们就很容易发现，在每一个丑闻背后都有“权力”的影子，这大概已不是什么秘密。很明显，在表面上波诡云谲的股市的幕后，有强有力的“权力”之手在按自己的意愿洗牌。

那么，中小投资者为什么愿意参与这个明显不利于自己的游戏呢？在这一点上我也不能同意张先生的结论。中小投资者既无垄断权力，又何来寻租之说？即使由于在股市中股民比较集中，客观上形成了某种“集体投票权利”，但也绝对与寻租无缘。况且，股民与非股民之间的再分配也远远没有张先生想象的那么大。我不否认，有中小投资者赚了钱，而且还有人赚了大钱。但这种财富并非是政府注入的外部资源，而是来自后来的中小投资者。这不仅与我们的经验相符，在理论上也同样可以得到解释。要知道，股市不是一个玩一局就玩完的博弈，而是一个在时间上对未来开放的游戏，它永远有未来。那些幸运的中小投资者用从后来者身上赚到的钱告诉后来者：看，你也可以跟我一样。人们是乐于相信这类并不可靠的神话的。而中国证券市场的基数较小，“后来者”的队伍相当庞大，所以这个击鼓传花的游戏还在玩。从总量上说，中小投资者在这个市场中的“投入”要远远大于“回报”。“权力”只需要投入非常少量的资金就可以塑造足够的“赚钱典范”和“资本英雄”，以吸引大量社会资源（不仅仅是中小投资者的资金）参与并维持这个游戏。

我的观点非常明确,“权力”在不断推动各种资源注入股市的同时,在中国证券市场中攫取了远远超过其“投入”的资源。操纵这个过程的就是转型社会中有着强烈“利益再分配”冲动的权力。这个逻辑虽然冷酷,但却很接近真实。实际上,有心者可以留意一下,在证券市场每一个暴富的故事背后,是不是站着权力或接近权力的人。中小投资者的参与和存在不过是为这场台面下的游戏增加了不容置疑的合法性而已。“权力”以及“权力资本”非常清楚,任何私欲(这本身并没有什么不好)都必须假以“公众”神圣的名义,它们必须首先混迹于“公众”的喧嚣声中。中小投资者不过是“权力”对抗可能到来的道德审判的某种“证据”,如果末日真的来临,中小投资者就可能进一步沦为人质。从这个意义上说,中小投资者在中国证券市场中所收取的最多也只能算是替人“洗钱”的微薄的中介费用。但总有一天,这种中介费用也可能会拿不到。

明白了这一点,我们就很容易明白现实中的股市在中国改革中的定位,它也只能服务于转型社会“利益再分配”这个压倒性的“功能”;它是也只能是完成这个“功能”的洗钱场所。这,就是中国股市与中国经济、社会体系之间关系的全部秘密。

成熟证券市场之所以能够达到“比较理想的”有效配置资源的状态,与它外部权力“比较理想的”分配状态是对应的,所以,要想中国证券市场逐渐接近“比较理想的”状态,就必须首先改变中国证券市场外部的权力分配结构。舍此并无其他的捷径。

中国证券市场与国有企业:一个历史的迷误抑或是另外一个借口?

谈到中国证券市场的功能,我们就特别需要谈到中国股市与国有企业的关系,因为这里面充满了迷误。

在谈到中国证券市场的问题时,许多观察家尤其是海外观察家几乎都一致认定,国有企业是造成中国证券市场当前现状的一个重要原因。梁定邦先生在近期的一次谈话中,就将国企问题列为第一项。但事实果真如此吗?

就像我们在上面已经论证了的那样,中国证券市场是服务和服从于转型期的“利益再分配”逻辑的。如果国有企业上市筹资是这种“利益再分配”的一个目

标的话，那它也绝对是一个非常非常次要的目标，或者说，它只是掩护“权力”进行“利益再分配”的一个借口（所谓社会保障的需要也同样），一个达到主要目标的手段。事实上，明确提出股市为国有企业融资的政策也只是最近几年的事情。在1998年明确提出国有企业三年脱困的政策目标之前，这种声音在证券市场中一点都不响亮。1998年之后，由于国有企业脱困已经具有了时间上的紧迫性和强制性，中央政府对股市的依赖开始变得越来越强烈。在这种情况下，盘踞在股市中的各类权力资本自然非常乐意迎合这种需要，以为股市争取更大的合法性，拉大旗，做虎皮。也正是从这个时候开始，为国有企业筹资才成为“维持中国证券市场现状”的另外一面更加神圣的旗帜。不管这个目标是否神圣，到目前为止，它还仅仅是一面旗帜。

1998年以前，在国有企业上市趣闻中，我们经常可以听到这样的笑话：我们的钱根本用不完，之所以上市是因为政府觉得我们是惟一拿得出手的企业。1998年之后，这种笑话变成另外一个版本：为什么上市？骗钱呗！

我想要澄清的是，中国股市从来就没有“真心”把为国有企业筹资当成一个目标，有了这种动机，证券市场为国有企业服务当然只能流于形式。我想，我的意思已经明白，我是在提醒大家注意，必须警惕下一个更加有“道德正确性”的口号：股市为社会保障服务。

什么是信用——在一个普遍失信的社会中，你能期望中国股市单独成为信用的绿洲吗？

什么是信用？许多人都可以得出自己的解释。但在这里，我更愿意强调信用作为一种文化的意义。从文化上说，信用是指人们对成文契约和不成文契约一种普遍的、自动遵守的状态。所谓“自动的”是指，人们在守信时根本不需要复杂的算计过程，文化早就告诉他，这样做是好的，是成本最低的，是会得到报偿的。除去了这种复杂的中间计算过程的行为，就会成为一种习惯，而当这种习惯弥散于社会所有的公共和私人生活领域时，就会构成一种普遍的文化行为。作为文化上的信用，有两点特别重要，一是自动，二是普遍。社会之所以要形成文化，乃是因为文化的行为是一种成本最低的行为。举一个最简单的例子，如果人们都能借钱还钱，就省略了打官司的巨大的中间成本。

如果社会中的少数人(注意我强调的是少数人)不遵守普遍认同的文化规则,就必须有作为制度的某种强制性手段出面,使这些人受到惩罚,付出代价。以维护这种低成本的文化运行。很显然,强制性手段是作为文化的一种辅助手段出现的。它只针对少量的、不经常出现的违规行为,是一种高成本的运行方式。比如像银广夏、亿安科技这样的公司,只要有一个就够股民和证监会受的了。而与这种高昂的惩治成本形成鲜明对比的是,你可能根本拿不回什么,他们早就打算破产了。哪怕你使用最严厉的惩罚措施,让它付出再高昂的代价。

必须明确,中国证券市场的普遍的失信行为并不是孤立存在的,它只是中国社会文化在中国证券市场中的反映。你很难想象在一个讲求信用的社会中,会出现中国这样的证券市场,反之亦然。如果社会中与股市中都存在强烈的失信文化,其结果必然是它们的相互强化。

客观地讲,中国社会中的失信状态从来没有像今天这样泛滥。这里面的原因非常之多。但我想指出一个我认为最重要的原因:“关键的少数”的失信。建立一种文化的最便捷的方式莫过于“关键的少数”的示范。所谓“关键的少数”就是指社会中特别具有影响力和号召力的群体和人物。而中国恰恰在这里被导进了失信文化的陷阱。看看我们的社会里哪些集团和人物可以不讲信用吧。恰恰是那些国有企业,权力资本,恰恰是许多“成功人士”和“大人物”,恰恰是那些与“权力”有着各种密切关系的集团和个人。正是他们可以借债不还,可以该破产不破产,可以不讲信用而不受惩罚,甚至获得巨额奖赏。正是这批“关键的少数”的恶劣示范,才导致了弥漫于整个中国社会的大面积的失信文化。“关键的少数”之所以能够得逞,是因为我们的社会中存在着大量的对“关键的少数”的制度软约束。但这已不是本文讨论的范围。

在精英分子都不对“失信”抱有耻辱感甚至沾沾自喜的时候,你能指望其他人恪守信用吗?在这个意义上说,中国的老百姓对此没有任何道义上的责任。最近的一个农村调查的结果表明,中国农村个人之间的借贷非常流行,但失信情况却极其少见,这与我们主流文化中的失信趋势形成了鲜明对照。对此,中国的文化建设者们真的应该感到耻辱。

如果我们把正在讨论的信用作为一种普遍的文化规则的话,那么在中国,信

用就根本不存在重建的问题，因为它压根就没有过。在我们的文化中，你即使可以找到某种可以转化为现代信用的文化因素，但你绝对找不到与现代市场经济相配套的信用文化。因此，我们必须提醒自己：我们不仅仅需要在股市里做修修补补的工作，更需要给全社会提供一整套公民文化。现代市场经济国家的历史告诉我们，只有公民文化才是建立现代市场经济最坚实的基础。这是一项长期和极其艰巨的事业，容不得我们有半点沮丧，文化的演进向来如此。

在我看到的一篇文章中，陈彩虹先生提供了一条建立这种文化的路径。他的基本观点是“必须借助强有力的法律制度与执行权威”首先在中国股市中建立信用秩序，然后再将这种秩序扩展到全社会中。在陈先生那里，这种从股市内部做起的办法叫做“以小博大”。但问题是这种“以小博大”的方法失败的概率相当高：第一，“强有力的法律制度和权威”是否中立？我想我的这种疑问是有经验和理论两方面的根据的，如果外部的权威不能中立，股市显然也无可奈何。第二，法律制度的确立与执行是需要文化中普遍的“支援”意识做基础的，没有普遍的文化认同，法律不可能有权威，更谈不上执行了。所谓“法不责众”讲的就是这个道理，如果“失信”是一种众人的行为，你就很难对这种行为进行法律惩处。起码，你缺乏某种实质正义的支持。换言之，惩治“失信”的法律在普遍的失信文化中根本就很难有合法性。那些因为失信而获得巨大利益的人根本就不会有道德上的压力，而那些没有因为失信而获得相应收益的人也顶多只能感叹自己的运气不好。如果 1000 家上市公司有 80%都处于失信状态（而这恰恰是中国证券市场中的残酷现实），我根本就不相信惩罚几个银广夏能扭转这种局面。我想，在看到银广夏连续跌停，参与者损失惨重的时候，更多的人更多想到的是：瞧，这家伙运气真够差的！我的意思是，中国证券市场的信用应该首先从外部构建。如果没有整个社会的信用文化作为基础，中国证券市场就算是短期内建设了一种良好的秩序，也迟早会被重新毁掉。执行制度的是文化中的人，没有“内化”过信用文化的人，制度的效果如果不是完全没有的话，也肯定会大打折扣。

在中国整个 20 多年的改革中，公民文化建设的欠账是最多的，惟其如此，这项工作才如此困难和令人生畏。我们很难期望，在一个“失信”的文化沙漠上为中国股市单独建立一个信用的绿洲。换句话说，中国证券市场的失信，不过是整个中国社会失范的一部分。从外部和基础上建设一个与未来社会相适应的公民

文化，才是中国股市建立良好信用的必由之路。但这决不是股市本身可以完成的任务。

理性与智慧：市场是最好的老师

经常可以听到这样的评论：中国股民太不理性。言下之意是：中国股民只知道短线投机，不懂得中长线投资。如此论者，要么是不懂装懂，要么是对中国股民的真实处境太缺乏了解。投资的前提条件是，必须有可供投资的对象，而中国证券市场恰恰不能提供这个基础的条件。曾经有人将银广夏吹捧为中国的第一蓝筹，号召人们长期投资，一路持有，也的确有一些天真的股民相信了，但结果怎么样呢。也曾经有不少权威媒体将东方电子列为中国高成长科技股的明星，但经过几年神奇的“成长”之后，大家看到的又是一个泥足“巨人”。不要以为直到今天，中国股民才知道真相。阅历稍深一点的股民，早就对这些“神秘的事物”保持了适当的“敬畏”。他们比谁都清楚，在这个市场上投资，无异于一种自杀。如果不想离开市场，剩下的惟一选择就只能是投机，再投机！什么是理性？不就是收益最大化吗？市场一直在教育我们，投机是在这个市场上实现“收益最大化”的惟一可行的方法（如果你没有本事开老鼠仓的话）。在这个意义上，中国的许多股民实在是充满了智慧，他们比谁都更理性。虽然这与我们惯常对理性的解释相反。

一位投行经理与记者的一段对话，真实地描述了中国股民所处的恶劣生存环境：“那你觉得在一千多家上市公司里，有问题的会有一半吗？”记者试探着问。“我想，或多或少、或大或小，如果定义很严格的话，得有百分之七八十吧。”

这让我想起了令人尊敬的吴敬连先生在 1995 年提出的“大智慧”，事实证明，如果按照吴先生的办法去投资，“大智慧”肯定变成了“大愚蠢”、“大失败”。这当然不是吴先生的错，但市场仅仅是嘲弄了吴先生吗？

中国的股民一点都不比谁愚蠢，因为市场才是最好的老师。

全民炒股，一种合理的选择

排除庞大的农村人口和城市下层收入者，中国证券市场的参与程度已经相当高。如果进一步排除股民中极少数的长线投资者，给中国股市送一顶“全民炒股”

的帽子，恐怕恰如其分。这里面有一种含蓄的批评：中国投资者太缺乏专业分工意识了。这当然是很正确的批评，但更加重要的是，我们应该探究造成这种现象的原因。

除了文化和法律的因素之外，严重的失业和隐性失业可能是造成“全民炒股”的另一个关键原因。众所周知，人们之所以分工，是因为分工能够带来更高的效率和更高的收益。没有这一条，分工实际上很难展开。用这个简单的道理来观察中国的股民，我们就很容易理解中国的“全民炒股”。中国股民中有相当一部分处于失业半失业状态，他们的时间、精力都是不值钱的。闲着也闲着，只要花几块钱买几份流行的证券期刊和报纸，他们就很容易成为自己的“专家”，这比他们冒着极高的法律风险，以各种形式委托他人理财，成本要低得多。何况，他们还可以从中找到“就业”的乐趣和尊严。你很难想象一个收入丰厚、职业稳定的人会丢弃自己的工作去专职炒股，因为这样做是得不偿失的。而创业成本的高企和无所不在的权力寻租，更强化了这种趋势。中国股市虽然很“烂”，但客观地说，与中国社会的其他领域相比，中国股市恐怕算得上最透明、最公平的地方了。在这里，我们起码可以少忍受一点工商税务及形形色色的执法机关的骚扰。一位生意做得很不错的朋友曾经无奈地告诉我，他之所以放弃生意做股票，完全是为了找回自己基本的人格尊严。

我下海的同学，现在都几乎不约而同地选择了炒股票。这个样本虽然特殊了点，但也很能说明问题。

由此可见，股市已经成为中国城市大量失业和半失业人口的最佳的就业场所。如果就业情况不好转，专业投资代理机构的信誉不改善，成本不降低，“全民炒股”的情况就很难改观。股市，将继续成为这些人谋生和追求“成就感”最合理的选择。当然，对于全社会而言，这无疑是一个糟糕的选择。

关于市盈率的一种误解

最近两年，为了配合牛市的需要，市场中将一个关于市盈率的旧理论发扬光大了。这个理论把市盈率与银行利率相比较，以衡量一个市场的投资价值。比如现在中国的银行利率是 2%，那么中国证券市场的市盈率 50 倍左右就应该是合适的。这实际上是在闹一个久已有之的笑话，因为这完全混淆了高风险市场与低风

险市场的区别，因为隐藏在两个同样的 2%收益率背后的是完全不同的风险。在银行 2%利率背后的是低风险，与此相反，隐藏在股市 50 倍市盈率背后的是高风险。如果这个理论能够成立，你是不是可以任意找一个银行主管告诉他：看，市盈率都降到 50 以下了，给我贷一大笔钱，我保证可以稳赚不赔。我敢肯定，你遇到的是一通嘲笑。其实，这里面的道理十分简单，因为你很有可能被高风险所伏击，你很有可能买到像银广夏这样的股票，你甚至有可能血本无归。你必须明白，市场平均 50 倍的市盈率是以无数参与者的亏损甚至破产为代价的，这个平均的收益率是市场中无数人相互博弈后的一个事后结果。你根本就不能肯定你就是其中的幸运者。这个道理如此明了，以至于推广这个理论的人自己也不会相信。很有可能，他们只是讲给人家听、让别人相信的。他们只是想推动这个牛市，抓住这个千载难逢的发财机会而已。我很疑惑，这个颇有点幽默意味的理论最近两年为什么这么热闹。

监管，乱世用重典？

对于监管，我们现在寄予了过高、过多的期望，有点“阶级斗争，一抓就灵”的意思。但恕我直言，这既不现实（前面我们已经从政治及文化两个方面论述过），而且特别容易导致另外一种我们早已习惯的错误——对行政干预的依赖。

中国是一个“强国家，弱社会”的格局，许多本应由社会和公民自己解决的问题，都被国家包办代替了。这种与市场经济特别不相适应的特征，自然也会反映到股市中来。一旦股市出现问题，导致大量投资人受损，要求行政干预的“民意”就会特别高涨。在这种“民愤”的推动下，管理层就很容易采取激烈的行政措施来满足这种要求（这经常给人留下搞“运动”的印象）。所谓“乱世用重典”就体现了投资者及管理层两方面的市场和法治精神的匮乏。

什么叫“乱世用重典”？难道“治世”就可以用“轻典”或者不用“典”了吗？难道同一条法律可以因为不同的需要而作出不同的解释吗？这显然不是法治的精神，但却恰恰是我们经常做的。牛市（大概是许多人理解的“治世”）的时候，个个闷声发大财，个个跟庄没商量，管理层也乐得无所作为。一到市场崩溃，投资者就开始怨声载道，管理层也紧急出动，大搞“从重从快从严”。殊不知，“乱世”本来就是平时不用“典”和用“轻典”的结果。现在中国股市是“乱

世”，好像中国股市曾经有过什么“治世”一样，真正一个荒谬的隐含假设！如果投资者的抱怨无可指责的话，那么管理层以行政干预的方式来回应这种呼声则是一个不容置疑的错误。我的意思是，在任何情况下，监管者都应该拒绝行政干预的诱惑，坚决捍卫市场和法治的精神。我们一定要明白，即使在市场混乱不堪的情况下，采取行政干预也最多只能给投资者以错误的暗示。从广义上讲，监管不仅仅是自上而下的监管，也应该包括所有市场参与者之间的相互制约（比如股东对上市公司的集体诉讼权利）。如果只寄望于前者，而忽视作为基础设施的后者，我们日后的失望肯定会大于今天的期望。

监管，必须做它应该做的，也只能做它应该做的，它不能对除此之外的任何其他东西负责。我们欣喜地看到，一种以市场和法制为依归的监管精神正在萌芽，这可能是当今中国证券市场的惟一亮点。

批资本还是批权力？

我们所说的庄家，简单的解释就是：利用资金和信息优势，操纵股票价格以获得不法收益的资本。这很容易让我们把庄家与某类富人或资本家联系起来，但这实在是一种有害的误解。因为在当今中国，能够拥有资金和信息优势并且愿意进入证券市场的资本，并不是我们通常理解的那种逐利而动的“无旗帜”的资本或资本家，而是带有明显“权力”特色的国有和权贵资本。因为只有国有资本与权贵资本的软约束特性才能满足“坐庄”独特的“风险收益”要求（这一点我们在后面还要论述）。我不能排除极少数比较偏爱风险的民间资本进入了证券市场，但这并不影响我们的判断在整体上的正确性。

目前已经有的数据足可以证明私募基金和委托理财是中国证券市场的绝对主力，而这两块资金（加起来接近1万亿）的主要来源就是银行信贷资金和其他各种类型的国有资金。对此，本人曾在另外一篇文章中有过比较详尽的估计。但在这里我仍然想举出一个例子来说明这个观点。在中科创业没有出事之前，市场上非常乐意将它描述为一个非常有实力的集团，但随着中科神话的破灭以及内幕的逐渐曝光，我们越来越清楚地看到了一个真实的“中科系”：这个曾经翻江倒海的巨鳄，不过是一个靠借贷过日子的小老板，站在它后面的是巨额的国有信贷资金。如果说中科创业还是“土八路”巧妙地撬动了国有资金的话，那么中经开

就绝对是正宗的权贵资本。熟悉中国证券市场历史的人，对中经开当不会陌生，因为它与这个市场太多的丑闻有关。从最近的银广夏、东方电子到稍微久远一点的“3·27 事件”，中经开都扮演了极其关键的角色。而在最为经典的“3·27 事件”中，中经开几乎是在一夜之间将另外一个显赫的对手一举消灭，这哪里是一场平等的资本游戏，这简直就是一场权力的较量。在这里，中国资本市场可能第一次以震撼性的方式体会到了权贵资本的力量。中经开之所以可以历经劫难而屹立不摇，不是因为别的，而仅仅是因为它是权贵资本。前一段《21 世纪经济报道》上有一个标题很传神：《中经开究竟是何方神圣？》显然，中经开是权力，而不是资本！

如果你有足够的耐心，你将会发现，中经开和中科创业已经完整地刻画了我们这个市场的庄家形象。到这里，我们的问题已经有了明确的答案：庄家姓“公”不姓“私”。

为什么要坐庄？

提出这个问题许多人一定会觉得奇怪，因为答案再简单不过了，赚钱呗。但事实上庄家远没有我们想象中那么呼风唤雨，个个赚得盆满钵满。经验和研究都表明，庄家赚钱，其实很难。

对证券市场有较深了解的人都会知道，拉高容易出货难。那些所谓高控盘股票则完全是自拉自唱，要想兑现账面盈利几乎不可能。这一点，在中科创业和银广夏的崩溃中，大家应该看得很清楚了。宋国清教授针对坐庄设计的一个研究模型，也从实证的角度得出了同样的结论。这些都表明，坐庄不仅可能不赚钱而且还有可能导致巨大亏损。这也是我们为什么判断真正的私有资本很少敢坐庄的原因。当然，我不否认有些“胆小”（实际上是聪明）的庄家利用牛市赚了钱。但我想，大量庄家对坐庄的巨大市场风险，心里是非常有数的。

那么，既然赚不了钱，为什么还有那么多人对坐庄趋之若鹜呢？坐庄，其实有另外的理由。这个理由就是，内幕人士可以借助老鼠仓的形式大发横财。作为坐庄核心资金的国有资金套不套牢无关紧要，跟庄的老鼠仓在短期内翻跟头却是十拿九稳。产权不明的资金总是愿意承受巨大的风险而追求较少甚至是负的回报的，只要内部人可以获利就行。这就是坐庄的动力——一个一点都不新鲜的秘密。

可以想见，那些有能量操纵巨量国有资金进场坐庄的内幕人士都是些什么人。这也间接印证了我们前面的观点，股市是中国改革中一个巨大的洗钱场所，把小的快速“洗”成大的，把“公”的快速洗成“私”的。一个正确的改革方向很可能被太不公平的手段所葬送。

批资本还是批权力？

行情下跌以来，市场中充斥了批“庄”之声，声势之大，多年仅见。但我却很忧虑。如果批“庄”变成了批资本，事情就可能本末倒置。资本是无旗帜的，诚实和规范的资本只会促进我们这个社会的整体福利。我们一点都不能低估中国文化中对资本的深层厌恶，事实上，这种厌恶情绪不仅潜伏在最新一次的批判中，也一直潜伏在我们对市场经济中出现的种种不道德行为的讨伐声中。我们总是批着批着，就把板子不由自主地打在资本身上。基于这个理由，我们一定要搞清楚，应该批判的不是资本，而是躲在黑庄背后的“滥权”。“好”的权力会带来“好”的资本，而“坏”的权力则必然导致资本的堕落。作为外部环境的“权力结构”一天不改变，中国证券市场的庄家时代就一天也不会结束！我们必须牢记：只有腐败的权力，没有腐败的资本！

证券市场在中国改革中的历史定位

十年历程，中国证券市场已经从小市场变成了大市场，已经从边缘走向了主流，它开始并将继续以日益深刻的影响力进入我们的日常生活。面对中国股市目前这种可以预料的荒诞格局，我突然很奇怪，我们为什么整整沉默了十年？我很奇怪，我们为什么任凭那些早就可以解决的问题积累到今天这样的程度？中国经济中一个包袱最轻，最有希望的“增量”为何又变成了一个需要大动手术的“存量”。我敢担保，中国股市的十年发展绝对不是出于我们对证券市场的无知。我们可以也完全有能力避免许多基础性错误（比如国有股流通问题）。历史虽然走出来了，但本来可以改写。就中国证券市场的建设，我根本就不相信有什么“路径依赖”。

我不知道中国股市是否面临拐点，但我觉得，中国股市的确需要一场高分贝的讨论。因为，如果我们继续“依赖”现有的路径走下去，我们将付出更加高昂的代价。

十年回眸

股市十年，不算长，也决不能算短。十年，美国已经出了雅虎，出了思科，日本也出了软银。而我们呢，我们出了什么？我们出了银广夏，出了环保股份，出了东方电子。如果把中国股市与美国相比有点过分苛刻的话，那我们也不至于出大批做假账的上市公司吧。要知道，中国股市如此这般的“伟大成就”是在中国宏观经济连续高速成长的情况下取得的。强劲的宏观背景下，为什么掩盖着如此凋蔽的微观景象？我真不知道，那些对中国股市“爱护有加”，口口声声要把中国股市比做“婴儿和孩子”的人，他们的“爱”从何而来，他们的信心又从何而来？难道我们一定要变回“弱智”，我们才不“偏激”，我们才是善良和善意的吗？

2001年年初，吴敬琏先生说了一声“赌场”，算是为中国股市做了一个总结。这立即刺激了一些人的神经，有些人甚至大搞诛心之论，翻出十几年前的旧账，说老先生十几年前就反对股市。然而，现在的中国股市真的就比一个赌场更好些吗？我看未必。

衡量一个股市“好坏”的惟一标准，就是看这个股市能不能有效的配置资源，能不能将稀缺资源配置到那些更有效率，能够为社会创造更多财富的企业中去。比照这一标准，中国股市恐怕只能算“坏”的股市。因为它将大量资源配置到低效率的国有企业中去了，配置到“专业造假”的企业中去了。从整体上讲，中国股市实际上是在对社会资源进行“逆配置”，它正在毁灭资源。有些人将中国股市十年的成就总结为“挽救了非常多的国有企业”，这在我看来，这恰恰是中国股市毁灭资源的确凿证据。事实非常清楚，那些进入证券市场的国有企业，除了圈了一笔又一笔的钱以外，什么东西也没有学会，所有固疾依然如旧。而中国证券市场股东制约的缺失，使国有企业的软约束特性变本加厉。中国股市实际上成了国有企业另外一个任意提取的“财政黑洞”，中国证券市场根本就是一个无效甚至“负效”的市场。用一种大家都熟悉的方法来概括，中国股市顶多也就是个倒三七开。如果一定要为中国股市找一点什么成就的话，那可能就是：我们从巨大的代价中学到了点什么。

谁重组谁？

证券市场本是历史送给中国改革一份天大的礼物，但可惜的很，我们又与机遇开了一次玩笑。

按照渐进改革的思路，证券市场属于“增量”部分。与其他“增量”相比，证券市场无疑是包袱最轻，潜力最大的“增量”。它对中国经济的影响力无论怎么估计都不过分。这一点，中国知识界并不是今天才认识到的。所以，证券市场在中国经济改革中的历史定位一开始就是非常清晰的：它是重组国企以及以国企为代表的中国旧经济的一件秘密武器。这是一个重组的市场。重组，是证券市场贯穿中国经济改革始终的惟一使命。对于许多改革者，这是一个惊天动地但却不可告人的“阴谋”。这个天机，被人一语道破：重组中国。语言虽然诗化，却是击中要害。

然而，就像我们今天所看到的那样，证券市场非但没有能重组国有企业，没有重组旧经济，反而被旧权力、旧经济、旧文化彻底重组了。中国证券市场变成了“国情”的受难者，变成了徒有其表的改革道具。难道，这就是中国证券市场的历史宿命吗？

是的，我们是历史中的人，但我们同样是可以创造历史的人。是的，我们有“路径依赖”，但这并不代表我们不可以另辟蹊径，有所作为。如果我们只能是历史的奴隶，中国证券市场只能依赖过去的“路径”一路走下去，那我们凭什么对这个市场的未来抱有信心呢？是凭愚蠢的盲目乐观还是凭无为而治的哲学信念？如果是中国所谓根深蒂固的“国情”造就了证券市场的今天，那么我们又有什么理由期望，一觉醒来，这个国情就彻底改变了呢？中国证券市场的这种畸形格局再也不能继续下去了，任何犹豫与拖延都只能使股市挟持的人质更多，都只能使问题更复杂，代价更巨大。幸好，还有“入世”，这是又一个天赐良机，机不可失，时不再来。现在，是所有关心中国证券市场的人主动行动，创造历史的时候了。

全流通，一个不容回避的激进改革。

中国证券市场的问题既然很难从内部解决，我们应该试一试从外部解决的办法。以压促变，虽然有些权谋的意味，但也绝对是一个名正言顺的解决之道。“入世”正是为中国股市提供了一个操刀激进改革的绝好机会。

不管出于什么原因，流通股和非流通股的人为划分，已经成为中国证券市场最可怕的顽疾。当初对国情一个不经意的“依赖”，竟造成中国证券市场十年剧痛。无论是一股独大，还是重组操纵，这种荒唐的“人为划分”都难辞其咎，其中利害，大家早已了然于胸。那么，国家及法人股在一个较短的时间内全面流通，究竟会让我们付出多少代价呢？

或许，我们会继续损失几千亿甚至上万亿的市值，但这些市值本身就是被虚拟出来的，本身就是中国股市特有的一种泡沫。看看国有股高价减持的情况，我们就会很清楚，要想按泡沫价格兑现，是多么的一厢情愿。全流通，只会使这个市场真实的价值增值，而不是减值。或许，投资者会遭受惨重的亏损，但实际上，这种亏损早已发生，不过是潜亏变明亏而已。如果我们相信中国经济和中国股市还有未来，投资者暂时的亏损是可以在未来得到补偿的。而如果解除中国股市这个最大的“悬念”，市场的不确定性将会大大减少，中国投资者被严重扭曲的政策预期将会得到有效矫正，我们可以从此告别对政策的依赖，我们可以按照市场本身而不是别的什么标准去放心投资。最坏的可能是，我们将会看到一批证券机构的破产并由此引爆银行的潜在问题，形成一场局部的金融危机（绝不能低估这种风险），但这也没什么。因为问题又不是今天才存在，它早就在那里了。用市场化的手段消灭一批劣质金融机构，重整中国金融，早就是应该做而一直没有做的事。用两三年的低迷甚至休克换中国证券市场几十年的长治久安，怎么算都值得。所有人都想回避痛苦的改革，试图用“小聪明”找到捷径，但这往往演变成贻害无穷的讳疾忌医。趁着中国证券市场还没到病入膏肓的程度，动一次大手术是非常必要的。

2001年9月上旬，当人们还沉浸在“9·11”事件的震惊之中，中国政府已经悄悄宣布：外资可以以控股方式收购各类（包括大型）国有企业。这对中国股市意味着什么呢？这意味着中国股市全流通的最大的意识形态障碍已经被清扫，意味着中国股市已经走到一次激进变革的门口。万事俱备，只欠东风，现在东风就要来了。有些人希望把中国股市做成一个大“局”，然后再让外资来接盘，这当然有点痴人说梦。但如果中国经济能够向着正确的方向走，中国的股市能够得到有效的清理，一旦技术性障碍被端掉，大量外资流入中国证券市场的确是可以预期的。这就是中国证券市场可以搞激进改革但却能够免于死亡的最大理由！

当然，一次激进改革也不能使中国股市一了百了，但总算可以还它一个“应该”有的状态，总算可以还它一个正常的功能。

第七章 我们得了什么病

这种以集权主义文化为基础的国民性的一个典型特征就是：自我负责精神的严重缺失。在这种文化的逻辑中，政府的政策是个人行动惟一或最重要的根据。他们当然地认为，只要按照政府的政策去做，就理应而且肯定会得到回报，而根本不必顾忌这种行为是否违背理性。他们无须对自己的行为负责，原因很简单，因为政府会对自己负责。

1、李老板的老鼠仓

李老板长得又高又胖，天生一付老板的身材。但他穿着随便，又慈眉善目，所以大家也就很少拿他跟大老板联系起来，一般都亲热地叫他“李哥”。李哥人缘极好，属于非常喜气的那种。最能显示李老板身份的，大概就是那台最老式的大得像砖头一样的摩托罗拉手机了，就是大家在香港警匪片上看到黑社会老大经常拿的那种。那可不是一般的象征。在 90 年代中期，拿着这样一部手机，就意味着主人是最早发起来的那一批富人。

所以，在那个时候的深圳，人们还经常可以看到有人用这种又笨又重的家什来显示自己的身份。不过，李老板大概不是这个意思，他是因为舍不得换。与李老板那辆破旧、打起方向来有点像干体力活的桑塔纳轿车配在一起，我一直觉得，李老板在骨子里是很有点真正的企业家精神的。用我这个读书人的眼光看，这当然是在中国社会中最为匮乏的一种气质。

李老板早年来深圳，担任内地一家小型官办公司驻深圳的代表，好像有一个什么办事处主任之类的头衔（这是当时官办企业很流行的一种称呼）。经过几年苦心经营，实际上无非搞点走私贩私的名堂，李老板积累了一笔不小的个人财富。

腰杆渐渐粗了，摆脱“公有制”的想法也就慢慢强烈起来。这一方面是为了撇清干系，另一方面也是因为公家实在也没有什么油水了。加上李老板以前干的那一行越来越不景气，李老板终于来到了股市。这是 1996 年年中。

李老板文化水平不高，初入股市只有听我们传道授业的份。但李老板对读书人的话是很警惕的，对于那些玄而又玄他不能理解的东西，他宁愿坚守自己的常

识。经过多方求证之后，李老板买了“深发展”，这虽然与当时所谓“价值发现”的投资文化相一致，但还是遭到我们这些短线客的私下嘲笑。我们自认为在经验和智力上都高李老板一截。

如同李老板的面相一样，李老板的运气真是好极了。“深发展”帮他赚了大钱。看着深发展不断拉出的阳线，心中暗数着股票账户上的财富增加，李老板长线投资的理念更加坚定了。虽然大家经常提醒他应该获利了结了，但对李老板来说，“财富增加”的切身经验比什么都来得更有说服力。

但李老板的运气没有持续太长。那一年的冬天，《人民日报》的特约评论员文章让李老板损失不少。这个时候，我们这些投机客的话慢慢对他发生作用了。不过让李老板改变观念并不是一件容易的事情，李老板最终还是选择在“深发展”上做被动的长期投资。

到了1997年5月份，随着深发展的股价创出了历史最高价格，李老板的股市人生也达到了辉煌的顶点，而所谓长期投资也成为李老板在股市中的惟一信念。不过这个时候，李老板依然很谦虚，很诚恳。但看得出来，他的成功动摇了大户室里不少人的信念。

接下来的故事大家都知道的。深发展步入了漫漫熊途，深发展每跌一点，李老板的财富就少一点，心里虽然很疼，但李老板还是用顽强的意志坚守着他的投资理念，并主动收集有利于维护这种投资理念完整性的各种信息。但很显然，在那样的市道中，李老板并没有太多的事情可做。于是，在短线客忙完了之后，大户室里突然安静下来的时候，大家经常可以听到李老板沉重的鼾声。这个时候的李老板已经成为大家善意取笑的对象，而营业部的经理则更是在背后骂他交易量太少。

李老板还是天天来大户室睡觉。但渐渐地，李老板“福相”的脸上有了憔悴之色，开着车请我们出去到处吃饭的机会也少了，他好像开始在思考什么。

众人还是依旧取笑他，但随着李老板财富的递减，取笑的声音也逐渐微弱。

在经过漫长的煎熬之后，终于有一天，李老板大彻大悟了，他开始特别相信消息了。我们并不确切地知道，李老板的醒悟的具体过程。但人们发现，李老板

经常很神秘地跟据说是一些重要的人物打电话，也经常打听来一些消息。李老板交游极广，上至证券公司的老总，下至江湖神汉。我就见过一位他称为师傅的但谁也不知道什么流派的佛教朋友。没有人知道这位朋友是否真是高僧，但李老板似乎很崇拜他，大家也一致认为，这家伙比李老板长得还要像“佛”。有意思的是，这位师傅也经常给他弄点消息。不过对于这类消息，大多数人也就是一笑置之。

李老板的电话明显多起来了，他那大砖头手机刺耳的振铃声经常把我们“盘”中惊醒。每当这个时候，我们会笑着问：又有什么消息？

但工夫不负有心人，李老板消息的“威力”终于把我惊呆了。

那是 1998 年四五月份，本人由于看好 VCD 的火爆而买进的厦新电子，在经过好几个月的套牢之后终于解套了，于是毫不犹豫的悉数平仓出局。但令我吃惊的是，李老板却在我卖出的同时以 16 元重仓买进，而且还在 18 元以上继续加码。凭我当时对这只股票以及对后市的判断，我觉得李老板肯定要吃一个大套。但奇迹发生了，厦新电子成了当年最牛的股票，李老板几乎也在接近 40 元的最高价格出货。

几个月之后回深圳，李老板向我道出了原委。

原来，操盘手的密友知道了厦新电子即将被暴炒的绝密消息，但这位密友没有本钱开老鼠仓，只好找到了李老板。他与李老板达成协议，让李老板出钱帮他买一些厦新电子股票，盈利全部归那位密友，出货后再将本钱还给李老板。作为回报，他将这个消息告诉李老板，并允诺在出货的时候告诉他。李老板自然是大买特买，快乐地开起了他的老鼠仓。经过厦新电子一仗，李老板的投资观念发生了剧变，从一个糊涂的长期投资信徒变成了一个只相信老鼠仓的聪明人。看来，李老板在对中国股市的理解上又上了一个层次。

在中国股市中，听消息、传消息的人很多，但能够开老鼠仓的人则是极少数幸运儿，因为这几乎是制胜的惟一法宝。开老鼠仓比打听消息可能只高出一个级别，但却是高出了最关键的一个级别，它甚至比做庄本身还要稳当得多。

离开李老板的日子已经很久了。听朋友说，在 2001 年秋天李老板又在“九

江化纤”上开了一个不小的老鼠仓。我连忙打开图形看，想追踪一下老朋友的发财踪迹。不过这一次李老板好像没有那么幸运，九江化纤连续的跌停让李老板输得很惨。朋友末了开玩笑说，李老板最近直嚷嚷着要破产，深圳呆不下去了要回老家了云云。这当然有些夸张，但对李老板的好不容易建立起来的“老鼠仓迷信”却肯定是一个打击。我真的不知道，李老板下一步该相信什么了。

股市里充满了快乐，但也充满了痛苦。但不知道哪一种感觉更真？股市似人生，人类智慧的有限性，决定了我们在股市里的前程是无法被计算的。

所以，人在股市，大家还是偷着乐吧。

2、1500 点祭

1500 点政策底被破，是中国证券市场历史上一个非常有意义的事件，值得大书特书。

何故？“政府”之失败，市场之胜利也。撇开那些已经成为这场惨烈战役牺牲品的投资者的感情，所有的市场主义者都有理由为此击掌欢呼。

翻开中国证券市场的历史，你会发现这是一部赤裸裸的政府干预史。政府干预几乎渗透到市场的每一个方面，每一个环节。无论是包装上市，还是摘牌退出；无论是利润操纵，还是虚假重组，我们都可以看到那只自诩为“理性”之手的操控。自然，大盘行情本身也无法逃脱这种操控。不幸的是，在中国证券市场过往的记录中，这只手百战百胜，未有败绩。这不仅膨胀了操纵者的狂妄，也强化了被操纵者对操纵者的膜拜和依赖。而 5·19 行情正是在这两种畸形心态的共振之中所产生的一次“非理性狂热”。虽然到目前为止，市场的崩溃还未有结束的迹象，人们还很难完全清理这一次“非理性狂热”的灾难性后果。但我们现在就可以宣布的是：这是一次失败的操纵，操纵者和被操纵者都已经并将继续为此付出巨大代价。

在种种被利益所遮蔽的舆论纷扰中，弄清这一次崩溃的原因是很有必要的。这是因为，这是一次清扫中国投资文化的难得契机。不如此，政府和投资大众两方面就很难从痛苦的“经验”中吸取正确的教训，确立对市场的尊重和敬畏。

在许多似是而非的舆论那里，本次股市崩溃是由于政府的反向干预所造成

的，这种反向干预可以归结为两个主要方面，一是加强监管，二是国有股减持。我们先来看监管，抛开监管在道义及法理上的正当性不论，单从逻辑上说，监管也不是本次暴跌的主因。从 5·19 行情到去年 6 月，大盘涨幅已接近翻番，许多个股更是上涨几倍有余，庄家兑现是迟早的事，即使是那些身陷泥潭、举着扛铃的庄家，其斩仓出局也是可以预料的事情。在股价严重脱离上市公司基本面的情况下，庄家与跟风者的结盟只能是短暂的，因为对跟风者的屠杀是庄家惟一的获利手段。没有监管，这种零博弈关系不仅不会消失，甚至会变得更加残酷。监管的到来不过是加速瓦解了这种本来就虚假的“亲密关系”。所以，监管顶多也只是提前了暴跌的时间，而决不是暴跌的理由。

不管有多少人在心里将这次暴跌诿过于监管，但正如前述，监管毕竟具有道义和法理上的正当性，于是，“国有股减持”便成为人们泄愤的替罪羔羊。我们赞成这样一种观点，即当时的“国有股减持”方案具有强烈的剥夺色彩，是非常不道德的。但问题的关键在于：“国有股减持”好不好是一回事，是不是市场暴跌的原因则是另一回事。一个简单的算术是，每年新增 200 亿元流通量难道会对这个 1 万多亿流通市值的市场产生如此大的杀伤力吗？如果是，那么为什么在 2000 年及 2001 年上半年，在增加了几千亿新股流通市值的情况下，市场还会牛气冲天呢？答案显然是否定的。假如不健忘的话，我们应该记得，在国有股减持方案最初出台的时候，一些有心的舆论是将它作为利好来炒作的，市场还为此狠狠地炒作了一把所谓“国有股减持”概念。退一步说，就算是“国有股减持”方案是造成暴跌的元凶，那么在证监会暂停了“国有股减持”方案之后，这个理由也已经不再存在，为什么市场还会暴跌如许呢？可见，众人皆曰该杀的“国有股减持”并非是罪魁祸首。借机说事者不过是项庄舞剑，意在沛公，逼管理层放松监管或出其他利好而已。

回顾 2001 年的市场，除了上述两个因素之外，政府没有出台任何实质性影响资金供求的利空政策，相反，政府还适时推出了诸如开放式基金等多项利好。其实，在任何一个常识健全的人看来，这个市场暴跌的理由实在不胜枚举。如此高的市盈率，如此多的假账公司，如此“黑”的庄家和机构投资者，如此缺乏基本职业道德的中介机构，如此不稳定的政策。这些难道还不是暴跌的充分理由吗？由此看来，引发 2001 年暴跌的是市场自身的力量，是一次再正常不过的市

场回归。将暴跌解释为政府的反向干预完全是心理学所说的“归因偏差”，就像自己在高速公路上乱闯被车压死，非要说被仇家谋杀了一样。

那么，投资者为什么不愿意相信自己的健全的常识，而一定要委罪于政府的反向干预或操纵呢？依我之见，其中有两个原因，一是投资者的常识的确出现某种错误，他们真的认为政府的反向操纵引发了市场暴跌。在这些投资者眼中，政府是无所不能的，想让大盘上就上，想让大盘下就下。这种常识的扭曲被政府一次次成功的干预所强化，算是投资者对中国政府的一种适应性预期。第二个可能原因是，投资者“故意”让政府承担责任，引诱政府在内疚心理的趋迫下出利好救市。但不管是前者还是后者，都有一个前提假设，那就是政府是有能力操纵至少是调控股市的。他们天真地相信，只要政府改变干预的方向，他们就可以解套甚至盈利，而政府的能力在他们那里似乎从来就不是问题。这种对政府能力的绝对信任的心理其来有自，源远流长。

中国改革 20 年，经济进步不小，但国民性的改造却原地踏步。换句话说，今日中国之国民性依旧停留在计划经济时代，与市场经济所要求的公民文化相距甚远。这种以极权主义文化为基础的国民性的一个典型特征就是：自我负责精神的严重缺失。在这种文化的逻辑中，政府的政策是个人行动惟一或最重要的根据。他们当然地认为，只要按照政府的政策去做，就理应而且肯定会得到回报，而根本不必顾忌这种行为是否违背理性。他们无须对自己的行为负责，原因很简单，因为政府会对自己负责。正如中国股市中那句荼毒甚广的股谚所言：戴花要戴大红花，炒股要听党的话。这句完全漠视证券市场基本规律的格言能够走红本身就说明，中国证券市场的投资文化已经发生严重畸变。然而，作为分散和无组织的个人，投资者只是文化的被动适应者，他们无力也不可能去主动改变这种文化。维持并强化这种文化的，恰恰是政府，正是政府一次次以行政干预的力量强化了投资者对政策的依赖。如此，政府的理性便轻而易举地取代了投资者个人的理性。投资者对政府政策不假思索的响应，虽然可能有助于政府某些短期目标的顺利实现，但却可能对政府的长远计划造成致命的伤害。用证券市场的术语来表达叫作：短炒。令人困惑的是，管理层在迷恋于这类明显具有饮鸩止渴色彩的频繁“短炒”的同时，却对中国证券市场致命的制度性缺陷视而不见，比如全流通问题，比如外部的法制建设问题。自我膨胀必然导致悲剧性的冒险，5·19 行情就是这种自

我膨胀的一个逻辑结果。然而，这一次管理层不仅高估了自己，也低估了它的敌人。市场之手终于祭出了这杯酿造已久的苦酒。

但管理层似乎并不愿吞下这杯苦酒，眼见自己一手炮制的“人造”牛市即将陷入绝境，在沉默了一年多之后，又一次故伎重演，出面救市。这一次救市虽然多少有些被迫，但仍然表现了行政力量对市场那种一贯的傲慢。

与以前的历次救市相比，管理层这一次不事张扬的救市，在力度上却是空前的。对此我们有必要稍做回顾。

在 2001 年 10 月 22 日，当上证综合指数跌至 1514 点的时候，证监会出台政策，暂停“国有股减持”方案。市场为之大涨，创下大盘涨停的疯狂纪录。但好景不长，利好很快被耗尽，11 月 15 日财政部只好再次发布利好，宣布大幅降低印花税。有意思的是，在国有股减持方案上多有分歧的证监会与财政部这一次却非常一致，一前一后，在不到一个月之内，联手推出两项实质性利好。由此可见，1500 点不仅是证监会的底，也是财政部的底。所以将 1500 点看做政府必守的指数底线是非常准确的。对于这一明确的政策信号，许多市场中人的本能反应就是如何以最快的速度建仓，至于是否能够赚钱则是完全不必要的杞人忧天。值得一提的是，2002 年元月 11 日，当大盘即将第三次跌破政策底的时候，证监会对一则流传并不广泛的所谓谣言出面辟谣，说新的国有股减持方案仍未确定，一定要争取多赢云云。虽然这次辟谣不动声色，但我们仍然可以察觉到证监会对政策底悉心呵护的程度。由此观之，那些指责政府不护盘甚至砸盘的人，实在是错会了政府的苦心。政府不仅没有做空，反而一直在默默做多。但此一时，彼一时，市场最终还是以暴跌的方式无情地击穿了政府精心维护了两个多月的政策底。毕竟，市场已经长大了，它已经被赋予了自己的力量。对它的任何漠视和僭越，无论是出自政府、庄家，还是普通投资者，都将遭到这种巨大力量的惩罚。在市场的力量面前，所有的自负都变得如此可笑。政策底的破灭，就是有力的佐证。

看一看管理层手中剩下的牌，我们就会发现，对于 1500 点的防守，管理层实在是有心无力。正所谓：无可奈何花落去。

虽然，我们无法乐观地认为 1500 点政策底被破，就是中国证券市场与政策市的最后诀别，但巨大的代价毕竟教育了人们，尤其是政府。想到管理层高喊了

10 余年的投资者风险教育，我突然觉得既悲哀又滑稽，其实，在我们这个市场中最应该接受风险教育的，是政府。现在，是所有人直面市场的真实面目的时候了。

随着政策底无可挽回的崩溃，被埋在这座马其诺防线废墟之下的，不仅是被操纵者的财富以及根深蒂固的政府迷信，还有操纵者自己的信誉。然而，只要市场参与者都能够记住一句网友的评论——“政策底有多销魂就有多伤人”，那么，这次迟到的崩溃就可能成为我们这个市场新生的机缘。

是为祭。

3、政策：有多销魂就有多伤人

观察家们已经注意到，自 2001 年中中国股票市场暴跌以来，中国证监会辟谣的次数越来越多，频率越来越高。从国有股减持到指数期货，从外资全流通到三板问题，证监会几乎每说一次话，就要忙不迭地跟着辟一次谣。以至于证监会的一位负责人在媒体上大念苦经：为什么证监会的每一项政策都会被人误解？当然，误解是假的，市场从来就没有误解过证监会。但市场处于不断下跌之中，投资者要寻找出气筒，证监会自然就成了最好的泄愤对象。正如那句油嘴滑舌的歌词所唱到的那样，“所有的愤怒都由证监会扛”。在中国全能政治的词典中，政府是至高无上的权威化身。除非吃了豹子胆，哪个敢在媒体上如此明目张胆的骂政府主管部门？但证监会却在这个地方开创了历史。不仅挨骂，而且持续地挨骂；不仅持续挨骂，而且被骂得六神无主、自打耳光（经常改变政策），这倒是破天荒的新鲜事。但证监会毕竟是一个博士如云的地方，素质涵养都高人一头，明知代人受过，却也只能忍气吞声，颇有点民选官员的风范。一点都不夸张地说，在所有中央级政府主管部门中，中国证监会虽然是学历最高、用心最苦，但却是积怨最大，挨骂最多的。其逆来顺受“苦命”的公众形象，在让人同情之余，更让人有几分“人民公仆”的感觉。不过，2002 年 11 月 20 日这一次，证监会终于没有忍住，爆发了。

原因是 11 月 20 日、21 日两天，深沪股票市场连续大跌。在下破 1500 点政策底部之后，进一步跌破 1400 点，全年 1339 点的最低位岌岌可危。这两天的下跌被证监会归咎为有些人曲解了周小川前两天在香港的讲话，并大肆做空的结

果。在这个讲话中，周小川表示要通过继续增发大盘蓝筹股来稳定市场，而不是采取停止新股发行的消极办法。平心而论，作为市场的参与者，我们丝毫也没有察觉到市场下跌跟周小川的讲话有什么关系。在我们看来，这两天的暴跌非常正常，完全在趋势和预料之中。许多人甚至是在证监会辟谣之后，才知道周小川有这个讲话的。也就是说，在证监会辟谣之前，并没有人造谣，至少这个谣言的扩散程度并没有达到严重影响股市走势的地步。对证监会的讲话市场存在各种理解并不奇怪，奇怪的是证监会竟然坚信，是因为谣言以及谣言的传播才导致了市场的暴挫。不仅如此，一向温文尔雅的证监会这一次摆出了不达目的誓不罢休的架势，扬言要追究造谣者的责任。果不其然，在强大的“政策”攻势下，有人出来招供了，就在证监会发出谣言“追查令”的第二天，也就是11月22日，一直风头甚劲的《国际金融报》出来承认错误了。在这篇道歉声明中，《国际金融报》说自己曲解了周主席的讲话，产生了负面影响，并为此道歉。不过，只要对比《国际金融报》与香港当地主流财经报纸对同一讲话的报道后，就会发现《国际金融报》的报道与事实相去不远。换句话说，《国际金融报》在市场的敏感时刻当了替罪羊。证监会为什么会在长达一年半的时间中忍辱负重，而这一次却在这件事情上小题大做呢？原因恐怕要从“十六大行情”说起。

中国证券市场是一个具有浓厚中国特色的证券市场，就像逢年过节要有所“表示”一样，在“十六大”如此重大的事件之前，股市涨一涨表示一下热烈祝贺之意也在情理之中。实际上，中国的投资者已经早就习惯了这种特色，虽然他们似乎从来没有在所谓的“庆祝行情”中赚过钱。但这一次的庆祝行情却与往年的很不相同，这不仅是因为“十六大”比任何其他事件都来得重要，更因为股市经过长时间的熊市已经是奄奄一息，弱不经风。一方面是必须护盘，另一方面却是有心无力。对于一个必须对涨跌负责的有中国特色的证监会来说，这实在是一个非常艰难而痛苦的选择。所谓特殊时期要有特殊措施，于是我们就看到了自2002年以来监管当局最为明确的一次行政干预行动。就在那几天，我们听说了一个惊人的消息，券商等金融机构接到指示被要求全力护盘。起初我们还以为这是被套主力惯用的那种伎俩，没有放在心上。但后来的事实却证明，我们的判断完全错了。因为有券商朋友明确告知，他们已经被限制卖出。这个消息让我们不得不相信确有其事。显然，这已经不是什么护盘了。这虽然与我们对本届证监会

非常市场化的印象相反，但在逻辑上还是容易理解的。毕竟在当今的中国，无论有多么良好的市场化的主观愿望，证券监管当局仍然承担着调控股市涨跌的责任。这一点，我们在 2001 年以来监管当局出台的空前多的利好政策中可以看出。许多投资者一直将市场下跌的原因归咎为证监会的打压，但这一次护盘行动证明，他们不仅错怪了证监会，而且完全是恩将仇报。证券监管当局不仅一直小心呵护市场，而且一直在以看不见的方式甚至是直接的行政措施维护股市。然而，市场就是不领证监会的情，在刻意选择十六大当天放出 QFII 这个重大利好之后，市场的涨势仅仅维持了一天，便开始猛然掉头向下。利好出尽是利空虽然是一个常识，但 QFII 的效果如此苍白实在是出乎我们最悲观的预测。不仅如此，市场还在随后几天的交易中，又一次击穿用无数利好政策堆积起来的 1500 点政策底，直奔新低而去。正应了那句老话：屋漏偏逢连阴雨。此情此景，怎不叫一直忍辱负重的证监会英雄气短，“恶”从胆边生呢？一贯受气的证监会现在要反过来寻找出气筒了。于是，撞在证监会气头上的《国际金融报》成了冤死鬼。当然，如果我们以为证监会这一非常之举，仅仅是为了出气，那就太低估证监会的雅量和良苦用心了。作为一群对证券市场相当熟悉而且具备宽阔国际视野的管理者，证监会深知，在没有利好政策可出的情况下，消除利空就等于利好。这大概就是证监会频频采取辟谣手法来维护市场的原因。这种手法，在中国证券市场一年多的熊市实践中监管当局已经反复使用过多次，国有股减持从暂停到最终被明确停止所引发的市场沸腾就是明证。聪明的监管者多少从这几次对市场进行的心理学试验中获得了某种启示。虽然我们宁愿相信，他们并没有把市场的长治久安寄托在这种调整预期的手段上，因为这种手法的最终效果，已经在所谓“6·24”行情的彻底幻灭中而彰彰明甚，才高志大的证监会不可能看不到这一点。祭出这个手段实在是不得已而为之，在国有股减持彻底停止之后，管理当局的政策仓库中，已经囊中羞涩，利好无以为继。所以，我们就看到即便是那个国有股减持的利好政策也是掰开分两次用，先是暂停，然后再停止。个中窘迫，绝非对利好政策望眼欲穿的投资者所能体察。

在经历了十多年的发展后，在绝大多数投资者眼中，政府的力量依然是无所不能的。直到最近几天，还有一位投资者言之凿凿与我打赌说：只要政府发一篇社论，股市就立即可以上去。为了证明他此言不虚，他甚至模仿《人民日报》的

口气拟好了社论的题目，坚信不疑的神情中夹杂着一丝对熊市的迷惑和对利好政策的渴盼，这让我既震惊又悲哀。的确，我很难理解，为什么在经历了如此惨痛的熊市洗礼之后，我们的投资者怎么还会对政府能力如此迷信。我更难理解，在经历了十多年的发展之后，我们这个证券市场，为什么还会留下如此深厚的政府烙印。远远看去，那就像是一枚硕大的印章，上面似乎写着：未经允许，市场不得随意波动。

不过，诚如我们已经看到的，从毫无节制的滥发利好，到利好省着用，再到以消除利空为能事，中国证券监管部门的政策手段正在发生某种值得注意的质的转变。在这种转变中，一方面是市场自发力量的日长夜大，另一面则是政府力量在这个市场中遭到的无情剥蚀。那一枚法力曾经无远弗界的图章正在迅速退去它的光环，沦落为一枚徒增笑柄的橡皮图章。政策一言“兴”市的时代正在成为过去。

与许多人的印象相反，中国证券市场并不是一开始就是现在意义上的政策市。就其早期地方政府主管，主要由民间参与的特点来说，中国证券市场甚至是中国要素市场中最具民间特色和市场精神的地方。这种自发市场的特色在尉文渊被戏称为“中国最大的处长”之后的 20 世纪 90 年代中期开始蜕变。在这个戏称中，我们很容易找到中国股票市场蜕变的关键原因，那就是中国股票市场影响力的日益扩张。在这种情况下，更强大的力量以政策的名义开始鱼贯而入。由于所有这些政策都寄身于当代中国股市两个最不容挑战的主题（一曰发展，二曰监管）之中，其合法性可想而知。于是不幸也不可避免的结局出现了：证券市场变成了政府的政策工具，而不是投资者自主投资的场所。中国证券市场的政策市本质由此抵定。这个分野在中国证券市场的历史上相当关键。由此为起点，政策的幽灵在中国证券市场中开始频繁出没。这个不祥的发展在“5·19”行情中达到了极其荒谬的顶峰。在那一刻，中国股票市场被政策的强大惯性挟持着并不断地刷新“历史”，所有的人都为自己能够躬逢这段“一支独秀”的历史而激动得发抖。愚昧和疯狂的情景让我们不由得想起 40 年前出现在同一片土地上的“大炼钢铁”，所不同的是，上一次捐献的是家中的铁锅，这一次捐献的则是家中的储蓄；上一次是为信仰，这一次却是为了利益（这似乎是惟一的进步）。让人奇怪的是，40 年过去了，这个民族为什么还会在民众与政府两个层面上表现得如此幼稚？

或许，我们根本就没有好好记录过那些同样让人发抖但却是悲剧得让人发抖的历史？中国证券市场的现实明确显示，因为“激动”而导致最后休克的历史正在重演。有人计算过，以现在 1400 点的指数计，中国股票市场的价格水平已经与“5·19”行情之前无异。这就是说，用数万亿资金堆砌起来的巨大牛市，实际上只是水中月，镜中花。这个迅速兑现的“现世报”，不仅让政策制订者失望，也让绝大多数以为可以分得一杯羹的投资者失望。当然，对后者来说，教训可能更加刻骨铭心。因为与前者相比，他们损失的是实实在在的金钱。所谓“政策有多销魂就有多伤人”，那些在“5·19”、“6·24”等形形色色的政策狂欢节中纵情销魂的投资者，现在应该比所有人都更懂得这个道理。然而，政策所伤的仅仅是投资者吗？普遍的信任乃是经济发展最重要的社会资本，经济学家不懂或者故意不懂这个道理可以，但决策者不懂恐怕就要贻害久远了。在这个意义上，“5·19”人造牛市中受伤最深的大概就只能是我们这个社会了。这种由于信任腐蚀而导致的社会伤害，因为另外一个正在浮现但并不容易察觉的后果，而变得日益深重。我们特别想指出，牛市虽然是虚幻的，但财富的转移却不是虚幻的。那些看上去在牛市中已经灰飞烟灭的财富（由银行资金、公共财富以及中小投资者的损失构成），实际上已经被巧妙的转移到了另外一部分人手中，他们是在人造牛市中惟一能够销魂到底的赢家。感谢这个虚幻的牛市，它又一次让我们有机会对一条古老的真理温故而知新。这是“5·19”人造牛市给中国证券市场（当然不仅仅是中国证券市场）留下的一批丰厚遗产，还有什么比亲身体会到的切肤之痛更让人记忆深刻呢？

无论从哪个方面看，中国证券市场“5·19”之后的狂飙突进，都像是被所谓“利好政策”的激素所催生出来的古怪品种。在这种意义上，我国证券市场患有严重的“利好”依赖症，就像一个对“利好”上瘾的瘾君子，不仅对剂量的要求越来越大，而且一旦离开，就可能一病不起。同样的逻辑，对我们这个市场来说，没有利好就是利空。看看管理层手中还剩下的利好牌，我们就有充分的理由担心：等待这个市场的是不是漫漫长夜？但愿我们在这篇文章发明的新的“测市”方法，不要成为现实。不过，我们还是要提醒那些苦苦等待着利好政策的投资者，曙光可能还远远没有临近。

4、经济学家一预测，上帝就紧张

人类一思考，上帝就发笑。

放在中国股市，这句话应该是，“经济学家一预测，上帝就紧张”。

上帝本与经济学家扯不上什么关系，但物质主义时代来临，与世俗财富最近的经济学家就多少分担了点上帝的角色，有点沾亲带故的意思。尼采说，上帝死了。这话只对了一半，上帝虽然死了，但上帝的侄儿，经济学家还活着。在刚刚告别贫困的当今中国，经济学家活得就更像上帝，甚至是一个正值壮年的上帝。老年的上帝肯定不打诳语，但中国的经济学家就敢。不是吗？你看看那些每日忙着指点江山的经济学家，虽然高处庙堂，却好像无所不知。宏观到历史趋势，微观至乡下人生孩子结婚，随便什么领域都能插上一杠子。有人说，这是经济学帝国主义，但明白人都知道，这是耐不住寂寞，顺便也偷偷地做做俗人，换点银子。对于股市这个热闹所在，中国的经济学家自然更不会放过。

某日，有一位著名经济学家说中国股市要涨到 3000 点，吓了很多人大一跳。然定神一看，发现是经常喝醉酒，喜欢在街头说胡话的那位，众人于是释然。知道不会因为听错声音，而错过大行情，失去了发达的机会。

不过，经济学家再神秘，也得用我们听得懂的语言说话，至少也要让我们似懂非懂。否则，他们怎么向我们传达那些具有绝对律令性质的“经济规律”呢？好玩的是，我们的“经济学传教士”经常在这个环节上露出凡人的本色。

在中国社会科学院的“2002 年经济前景春季报告”中，我们的经济学家是这样传达中国股市的“福音”的：“因为我国经济高速增长水平，我国 A 股市场有望在未来进入类似于美国、日本历史上曾出现的十年周期的大牛市。”天啊，十年大牛市，那该是什么飞黄腾达的景象，还不赶快买了股票回家睡觉！不过，这种不容质疑的口吻，虽然足够显示经济学家们的权威，但却有太大的破绽。

在这个简短的推理中，“我国经济增长的高水平”是因，“十年牛市”是果。但常识告诉我们，这里面并没有 $1+1=2$ 的逻辑关系，换句学术一点的话，叫做没有“决定论”的关系。更让我们怀疑的是，中国股市前十年的历史实际上告诉了我们相反的事实。统计表明，虽然中国宏观经济不断增长，但上市公司的业绩却是逐年下滑，一年不如一年。显然，中国股市与中国宏观经济之间有我们还没有

搞清楚的联系，但中国的经济学家们却管不了那么多，他们只管按照教科书（是不是圣经我不知道）说，也不管对与错，也不管误人子弟，害人钱财。不过，我们经济学家在这个判断上的草率和学术的粗鲁还不止于此，因为他们的第一个预设就有问题。因为并不是所有人都相信，中国经济能够再继续增长十年的。起码中国的下岗工人和农民不太相信，头脑清醒的人不太相信，中国经济学家的许多外国同行也不太相信。

将这样一个有严重争议的结论作为推论的逻辑起点是非常不严肃的。至于将美国与日本的历史经验和中国的未来发展等同起来，就更显示出这批经济学家思维上的“跳跃性”了。美国、日本的十年前的经济跟现在的中国能一样吗？可能思维稍微正常一点的人都不会忽视这中间的巨大差距。如果真一样，我们现在的农业人口比率及失业率就不会是今天这个样子了。可见，这个“美、日、中”之间类比的逻辑基础是多么的夸张，多么的不牢靠。真是“大胆假设”，却少了“小心求证”，也难怪中国经济学家的叔叔——上帝要紧张呢。

大概是为了缓解上帝的紧张，社科院的经济学家们又补充了下面一段很“高深”的话：“统一指数股板块、优质低价大盘股板块、房地产板块、具有全球竞争力的制造业板块和外资并购板块等有可能成为市场热点。”这当然是在告诉我们，他们不是胡说八道，他们是很“专业”的。不过，在逻辑思维上已经显示出脑子“坏”了的人，再专业也只能是错误的专业。况且，诸如“板块”、“统一指数”这类术语上的“专业”，在股市中属于“地球人都知道”的那类，好像唬不住一般的投资者。

当然，在股市低迷之际，作为官方的智囊机构，这批“庙堂”经济学家为股市吹吹热风，引导引导预期，也是容易理解的。只不过，在许多投资者刚刚遭受熊市洗劫、旧伤未愈的时候，这批经济学家就急着跳出来信口开河，就多少有点不对味了。毕竟，在许多投资者眼中，社科院的经济学家们既是无所不知的上帝，又代表着无所不能的政府权威。

从短期看，中国的经济学家的这个老毛病恐怕是断不了根了。若真是如此，未来几年，中国民间肯定会流行一句新的俗话：经济学家一“预测”，上帝就脸红。如果上帝真的不在了，天下的读书人就替他们脸红吧。

5、中国股市日本病

20 世纪 80 年代末期，听日本著名的社会学家富永健一先生讲过一堂关于日本经济奇迹的课。他提到了一个当时十分新的概念：后发优势，意思是说，后现代化国家可以通过简单的模仿和“拿来”，移植西方的市场及其他制度，减少甚至消除现代化过程中的痛苦，迅速地追赶现代化国家。十多年过去了，那堂课的绝大部分内容我已经不甚了了，但“后发优势”这个概念却依然历历在目。这不是因为别的什么，而是因为这个包含了政治、经济、文化多方面的含义的概念，乃是解释日本甚至整个东亚奇迹的非常有用的概念。但讽刺的是，随着日本经济的长期低迷以及亚洲金融危机的爆发，这个概念越来越多地暴露出它硬币的另外一面，“后发优势”变成了“后发劣势”。在许多自由主义学者眼中，这个概念已经完全沦为“日本病”的一个别样标签。

所谓“日本病”，在文化的意义上可以解释为，重集体目标的达成而忽视个人的自主创新。而在经济上则表现为，强调国家对市场进行某种自认为正确的“增强”和“补充”，忽略市场的自发演进过程。用哈耶克的观点看，这里存在着一种“致命”的自负。事实上，正如大家已经看到的那样，20 世纪 90 年代以来，日本经济正在为这种“自负”付出高昂的代价。显然，日本只是“日本病”的一个缩影、一个代表。文化上的高度同构决定了“日本病”将是侵蚀整个东亚国家经济的一个致命“病毒”，中国也断难例外。而作为具有明确“后发”特色的中国证券市场，更是这种文化基因滋长蔓延的绝佳场所。

与其他市场相比，资本市场本是更典型和更“高级”的市场，但中国的经济文化以及政府长期的计划经济历史，使中国政府一开始就对证券市场心存疑虑：分散的个体凭借各自的经济理性所做出的交换决定会在事后有利于集体和国家的目标。所以从一开始，中国政府超强的行政干预之手就从来没有离开过证券市场。而转型期社会稳定对股市所施加的硬约束，更强化了政府的这种干预。较之其他的新兴市场，中国政府对证券市场干预的频繁程度绝对是破记录的。我想，熟悉证券市场的人一定会对这种干预的“威力”记忆犹新，敬畏有加。

翻开深沪股市不长的历史 K 线，我们就很容易发现，几乎所有的大阴大阳都是政府干预的杰作。这种干预在 1996 年 12 月和 1999 年 6 月达到登峰造极的程

度，这两次，政府对证券市场的干预竟然是以在中国最具影响力的《人民日报》社论的形式出现的，市场随之而来的震撼可想而知。但如此一来却形成了一个非常严重的后果：政府的理性代替了投资人的理性，市场参与者对政府的行政方向产生了高度的依赖。投资人的交易决策不再是因为投资对象本身具有价值，而是因为这种投资行为对政府有价值。于是，我们可以看到，所有的人包括机构、散户、股评人士都在忙不迭地猜测政府的倾向和底线。对于证券市场来说，这当然是很荒唐的。但荒唐的行为之所以存在而且流行，乃是因为人们从中获得了奖励。

所谓“炒股要听党的话”总结的就是这样一个荒唐的道理。如果这种趋势持续并且被强化，中国证券市场将不再是一个个人对自己投资行为负责的地方，它将演变成为一个中国政府独资开设的无限责任公司。当有朝一日，政府真需要投资人为自己的投资损失负责的时候，所遭受的怨恨及抵抗将是完全可以想象的。最近，由于对政府干预的批评日渐增多，政府的干预好像平静了许多，但我想提醒的是，作为深植于灵魂深处的一种文化基因，政府对证券市场近乎本能的怀疑和实用主义反应还会以这样或那样的形式发作出来。

“日本病”在中国股市的第二个症状是，预算软约束问题严重。由于历史原因，中国股市一开始就是国有企业的天下，其比例之高举世无双，这个现象到现在为止还没有实质性的改变。从中国制度变迁的起点出发，许多人将它作为一种无奈的“特色”接受下来。但问题是，究竟是用证券市场来改造国有企业，还是用国有企业来改造证券市场。客观地讲，股市十年下来，我们看到的更多的是后一种情况。“特色”变成了“本色”，暂时的妥协变成了中国证券市场向国有企业低效率的全面投降。

中国的国有以及准国有企业正在按照自己的游戏规则毫无顾忌地改造着中国股市。这就是为什么这么多国有企业从四面八方跑到中国股市来放肆圈钱的原因。与其说是中国股市的泡沫价格吸引了各路豪客，到不如说是中国股市的软约束特点吸引了他们。银行的钱尚要还利息，而在股市里拿钱，既无上级部门的监督，更不需要对股东负责，不在这里圈，到哪里去圈？中国证券市场变成了国有及官僚企业发挥其预算软约束本性的天堂。所以我们现在越来越多地看到，只要有机会，中国股市的圈钱机器就会隆隆作响，至于这些钱圈回来干什么，你们当

然管不着，我先圈回来再说。有统计表明，截至 2001 年中报，上市公司平均每家闲置资金为 3.11 亿，最多的达 38 亿，这个数字是比去年同期增长了 43%。

拿回去这么多钱，而其回报却低得让人难以忍受。对大量国有企业进入证券市场，许多人曾经有过讽刺：说是吃完了财政吃银行，吃完了银行吃股市。而我的判断是，在股东及法制文化都极其欠缺的情况下，没有比中国股市更符合国有企业胃口的地方了。这两年，随着政府对国有企业日见加重的紧迫感，国有企业进入股市筹资圈钱有了越来越“合法”和“正当”的理由。

问题的危险性在于：大量进入股市圈钱的企业都有中央或地方政府提供了某种“隐含担保”。这使得大量改制上市的国有企业对自己作为公众公司应该承担的义务处于完全麻木不仁的状态，反正搞坏了有各级政府担着。在各级政府对越来越多的劣质上市公司的积极重组中，这种“隐含担保”的负面作用已经体现得相当充分。政府耗费大量的财政资源对自己管辖范围内的上市公司进行重组，一次不行来第二次，二次不行来第三次。在我的印象中，有些公司已经重组了四、五次之多。整个经济体系的软约束与证券市场的软约束互相强化，使中国股市成为无偿消耗财政资源的又一个黑洞。难怪有人会说，中国股市将套牢全社会。

我清楚地记得，我所阅读的第一本证券书籍中就明确写到：证券市场的主要功能是有效地配置资源。但现在，中国股市的功能被越来越公开地简化成：为国有企业筹资解困。每当我听到这种言之凿凿不容争辩的高论，我就怀疑是不是自己听错了，要么就是自己太幼稚。这哪里是什么“特色”，这简直就是异化，是对证券市场的一种毁灭。

现在有很多人在谈上市公司的质量问题，认为这是证券市场健康发展的基石，我不反对这种说法，但我想提醒的是，上市公司的问题很难在证券市场内部得到单独解决，原因在证券市场之外。只要政府对国有企业还负有道义和经济上的责任，股市就不可避免地会成为履行这种责任的有用工具，中国股市的软约束现象就很难从根本上得到治理。从国有股的高价减持政策中，我们可以清晰地看到，国有企业与政府的相互依赖究竟有多么的深！这种互相担保的趋势是多么的难以逆转！如果说日本政府的产业政策导致了許多日本企业普遍的软约束，进而引致了沉痾难起的日本病的话，那么中国政府对国有以及其他企业的政策倾

斜所引发的预算软约束，将使中国股市染上同样严重的顽症。中国的银行系统即是前车之鉴。

日本病在中国证券市场的第三个比较突出的表现是，过分重视“后发”优势，片面强调“赶超”，与此同时却轻忽市场文化的长期匮乏及路径依赖等诸多问题所可能带来的资本市场的严重变形；强调市场的超常规发展，忽视市场的自然演进。对后发国家来说，“赶超”一直是一个让管理者十分着迷的字眼。这本身也没有什么错，人类社会发展到今天所积累的智慧，也的确可以让“后发国家”在市场发展的过程中，减轻痛苦，少走弯路。但如果把这种“智慧”夸大到可以完全省略必须的“生长”过程的程度，“后发优势”就可能变成“后发劣势”，补课将不可避免。这一点，在中国证券市场所谓超常规发展机构投资者的“大跃进”中表现得格外突出。不错，成熟证券市场是以机构投资者为主体，但这是西方证券市场经过漫长演进的结果，是经历了无数次熊市考验和残酷竞争自然“生长”出的结果。如果美林、摩根士丹利、高盛这些公司是按照管理者的意志超常规发展出来的，那么到今天他们也许早就消失在尘封的历史中了。而我们这个市场中的机构投资者的来历却颇有些可疑。直白说，他们根本就是某种行政命令的产物，他们根本就没有经过市场的考验和必要的资本积累，凭借政府的扶持一夜之间就占据了市场的有利地形。且不说这是否公平，仅凭其出身我们就有理由怀疑它的生命力。这几年大量机构投资者在市场中的表现就很有说服力。

那么，他们在干些什么呢，他们在借助政策优势获得新股的超额配售；他们在操纵价格欺骗投资者；他们与庄家暗通款曲，高位接货以自肥；他们用从广大投资者手中募集来的巨额资金，反过来进一步掠夺投资者。凡是这个市场中有的不道德行为，他们都干过了。部分机构投资者变成了彻头彻尾的机构掠夺者。“淮橘而北枳”，在部分机构投资者身上体现得淋漓尽致。这种自上而下“超常规”发展机构投资者的办法，根本就是对市场本身筛选和淘汰功能的蔑视。与其让这些带着某种“国家信用”的机构投资者来败坏本已贫瘠不堪的市场文化，还不如让那些在市场中坚强生长出来的私募基金合法化，投资者自己的选择要比管理者自以为是的超前决策有效率得多。这样一种顺乎市场自然演进的办法也许很难符合管理者迫切的“赶超”心态，但磨刀不误砍柴功，市场发育到一定程度，高质量的机构投资者就是水到渠成的事情。速度可能慢一点，但总比现在这种拔苗助

长像大炼钢铁那样炼出一堆废铜烂铁好吧。顺乎市场自然演进秩序的另外一个重大好处在于，这样做可以培养出一种良好的市场文化。

证券市场的发展，不仅是制度的建立，更是一种文化的培育。制度是现成的，从美国拿过来就行，但文化的培育则需要更多的耐心，更多的时间。光有好的市场制度，而没有与之相适应的市场文化，制度的效用会大打折扣。诺思的“适应性效益”讲的就是这个意思。必须非常清醒地看到，支持西方成熟证券市场正常运转的契约、诚信、个人负责以及创新精神等文化气质正是我们这个文化中所极度短缺的。在这样的地基上盖摩天大楼需要格外小心。弄不好，就要从头再来。

显然，“日本病”在中国证券市场上的表现还远不止这些，有些方面比如“政商勾结”等弊端甚至比日本还有过之而无不及。这虽然是中国改革很难摆脱的“路径依赖”，但放任这种趋势恐怕也此路不通。

20 世纪 90 年代以来，日本经济长期萎靡不振，股市已从最高峰的 39000 点跌落到如今的不足 10000 点，金融系统坏账如山，这与 80 年代大量脱媒资金进入股市及房地产所制造的泡沫直接相关。昔日引领大和民族创造繁荣奇迹的“菊花与刀”，现在却变成了让人难堪的“日本病”，两相对比，可谓天上人间。虽然我们不能说中国就是日本，但文化同宗，实为殷鉴。

6、市场，人之道还是天之道？

2001 年 9 月，当股市投资者被几根突如其来的阴线打得目瞪口呆，还在焦虑中为牛市掐指算命的时候，一场静悄悄但却价值不凡的讨论开场了。这就是《财经时报》发起的“重建股市信用与规则”的讨论。而《泡沫与唾沫》一书即是这次讨论的精华版。

之所以选择静悄悄的方式，与讨论的主持者的立场有关。两位主持人似乎都比较相信市场的自发力量，相信那只神奇但又看不见的手。所以，他们刻意选择了低调，希望在市场发展的敏感时期，尽量减少对市场的冲击。尽管从道理上讲，这场讨论本身就是市场自发力量的一部分。我揣度，主持人是有意要跟那些自信可以操纵市场的人们打一个赌：究竟是我们应该服从市场，还是市场应该服从我们。前者是天之道，后者是人之道。可悲的是，不管是在政府还是民间，我们到

处都可以感受到那种藐视和操纵市场的虚妄和僭越。这部分是出于利令智昏，部分则是出于无知。在这个意义上，政府、庄家、普通投资者都需要一部经典的熊市教材。呈现在读者面前的这本《泡沫与唾沫》，不过是一本参考书而已。当然，对于那些笃信庄家模式和政策模式的投资者来说，这本书应该列为必读书目。

本书几乎涉及了中国证券市场的所有方面，从投资文化到监管理念，从上市公司到中介机构，从外部的法治环境到证券市场内部的结构性问题，举凡中国证券市场的热点难点，均在本书的观照之中。虽然涉及面极广，但绝非流于粗浅。其中有相当多的独到见解和精彩分析。有意思的是，由于作者的学科背景纷呈，观察股市的方法也大异其趣。你会发现，在本书的这一群作者眼中，中国股市已经不单单是一个经济现象，而是一个文化现象，社会现象甚至政治现象。如此多视角的会诊中国股市，在中国证券市场的历史中恐怕还是第一次。这个特点决定了本书的可读性（但决不有损于该书的严肃性）。当然，本书并没有仅仅满足于对中国证券市场现状的解析，还有诸多前瞻性的研究与讨论。比如对未来可能出现的金融创新的探索以及 WTO 对证券市场的影响等等。所有这些，都使本书具有了一般证券书籍很难具备的品质。

本书的另外一个特点是，大多数作者都是一些从事实务工作的朋友，但我们却惊奇的发现，这些在旁人眼里明显带有利益色彩的作者，却表现出了超乎寻常的冷静与客观。这与那些本来应该更客观更冷静的经济学家们的浮躁形成了鲜明的对比，这是一个非常奇怪的现象。那么，在这个奇怪的现象背后，隐藏着什么呢？不同的人可以从同一个现象中发现不同的真理，而我看到的却是：市场正在以现身说法的方式教育这一批市场中人。他们已然发现，无规则的市场可以让他们得逞于一时，却可能遗害他们于一世。如果没有规则或人们可以不按规则出牌，除了极少数幸运者外，所有的参与者将无一幸免地成为牺牲品。大概正是出于对这个不幸结局的恐惧，市场参与者的信用与规则意识正在苏醒。此种萌动在本书作者的笔下已经表现的格外清楚。说到这里，我们不能不对市场本身的启蒙力量肃然起敬。

较之于实务工作者的切身体验，市场对某些“股评经济学家”的教育似乎还远不足够。但我想，这一天恐怕不会远了，市场会无情地堵住他们的嘴巴。用张

志雄先生的话来说就是：市场会将他们 ST 或 PT。很多年以来，这些一点都不“经济”的经济学家，将大量无知和不道德的唾沫撒在中国股市上，构成了中国证券市场的另一种泡沫。这也是本书要极力避免的窠臼。是否做到了，读者自有明鉴。

一轮特大牛市的破灭，受伤者之众与受伤程度之深，必然会引发人们沉重的反思。从这个意义上说，本次讨论选择在牛市摇摇欲坠的时候开锣，与其说是组织者有意的安排，倒不如说是市场本身的内在要求。所谓火借风势，水到渠成。到目前为止，中国证券市场历史上最煽情的一轮牛市还没有完全落幕，其灾难性的后果和其兴起的复杂原因还远未被我们清楚的把握，这当然也包括本书的作者们。但无论如何，读一读这本刚刚出炉的新书，再去品味一下今后的市场发展，我们就会发现：只要坚守常识和理性，我们原本可以损失得更少些。

本书的讨论开始于 2001 年 9 月初，结束于 12 月初，在这段不算长的时间里，中国股市在市场自发力量和政策力量的来回拉锯中，构筑了一个箱体。在这个政策与市场的最新一轮拔河比赛中，许多人又一次雾失楼台。极少数持悲观论调的人曾将这个箱体称为消灭聪明人的箱体。这里说的聪明人，是指那些自以为掌握了国情因而也就能够很好地体会政策意图的人。事实是不是这样，相信市场很快就会给出答案。

讨论结束了，但在泡沫和唾沫之间，中国证券市场要走的路还很长。

7、“全流通革命”不能缓行！

十年之痛！

十年之后，重新来问这个证券市场最基础的问题，虽然有点滑稽，但却一点都不唐突。谁都知道，全流通是证券市场的常识，但我们却偏偏搞了一个大部分股票不能流通的证券市场。这样一个市场不仅诞生了，而且在我们眼皮底下成长了十年。现在，这个怪胎居然有了接近五万亿的市值。毫无疑问，这是中国人在证券市场历史中创造的又一个“世界第一”。然而，这究竟是对我们的嘲弄，还是对中国文化“独特智慧”的重新发现呢？答案显然没有看上去那么简单。因为直到现在为止，所有参与者，包括政府、上市公司和投资者，都在这个市场上过得挺好。要收税的收得到税，要圈钱的圈得到钱，要发财的好像也发得了财，真

是不亦乐乎。难道，我们真的可以按自己“任性”的方式创造出一个与众不同的证券市场吗（这让人联想起“人有多大胆，地有多大产”）？我们真的不曾为这种可怕的“特色”付出过代价吗？我们在这种畸形结构中的“幸福时光”真的可以继续下去吗？

现代证券市场的发展实际上是民主秩序和民主精神在市场中逐渐扩展的一个过程，表现在股权结构上，就是股权的逐渐分散。大股东越来越被置于一种有效的监督之下，使它们不能（或者很难）在代理过程中过分偏离全体股东的利益。这就是现在呈现在我们面前的所谓“法人治理结构”。但我们必须注意，这种“法人治理结构”的出现是有条件的，这个条件就是股权的流动性，相当于民主选举中选票的流动性，没有被收购和被“选下台”的约束压力，有效的“公司治理结构”与有效的“国家治理结构”同样都只能是缘木求鱼。如果我们将提升上市公司效率作为完善证券市场配置功能的根本途径的话，改革现有的“公司治理结构”就是其基础，而股权的自由流通就是基础的基础。没有这一条，证券市场只能是乱象丛生。而理解了这一点，我们也就很容易理解中国证券市场的种种“痛苦”。

以虚假重组为例，由于有流通股和非流通股的人为分裂，重组者可以用远低于流通市值的成本控制一家上市公司，并通过这种控制权，操纵二级市场，从而完成一次利润丰厚的炒作。在这里，争夺控制权只是在二级市场获取暴利的一个步骤。我们可以设想，如果虚假重组者面对的是一个全流通的市场，他的一切收购和炒作行为都必须在二级市场上完成，它的收购成本会有多么高昂。在这种情况下，形形色色的虚假重组者还会有在二级市场上做庄的动力吗？显然，这样的收购门坎一定足以使许多虚假重组者望而却步。

中国证券市场的大量问题，实际上来源于上市公司与市场操纵者之间的合谋，如果有有效的公司治理结构，这种合谋的成本将非常巨大，如果它不想把公司丢掉的话。而在我们这种股权结构下，比如银广夏，管理人员甚至不惜弄垮公司也要在二级市场上操纵股价。道理非常简单：公司又不是自己的，操纵股价的利润（它经常比努力经营公司的利润要来的快得多）则可以尽入私囊。

在中国证券市场上，“廉价”的公司控制权与二级市场畸形的流通市值之间形成了一个巨大的利润落差，这就是上市公司管理层漠视企业经营却热衷于市场

操纵的根本原因。所以，消灭这个落差，就极大地削弱了上市公司与市场操纵者之间的合谋动力，二级市场上的价格操纵现象就能够在源头上受到遏制。

如果愿意按照这个思路思考下去，我们就会发现，目前充斥中国证券市场的种种头痛问题，都导源于这个制度上的根本缺陷。无论是上市公司的绩效，还是二级市场上的价格操纵以及其他各种顽症，都与此直接相关。不仅如此，这个缺陷还为来自证券市场外部的负面干扰提供了绝好的可乘之机。比如说它直接加大了监管的成本，成倍放大了行政干预的力度等等。假如仅仅从证券市场内部来观察，我们完全可以说，股票的自由流动障碍已经成为中国证券市场的“万恶之源”，而其他种种痛苦症状不过是这个制度缺陷的显性并发症而已。

或许，有些人可能会以亚洲和欧洲也有“一股独大”现象来反驳这种判断。但我们必须清楚，亚洲和欧洲的“一股独大”是建立在所有股权可以流通的基础上的，而我们的“一股独大”是建立在大部分股票不能流通的基础上的。换句话说，在我们这个市场上，无论你采取什么样的办法，你都无法撼动我的地位（除非采取非市场的行政手段，而这恰恰为寻租提供了大量机会），而在一个股权流通的市场上，大股东的这种地位是随时可能被市场力量“接管”的。而这种可能被“接管”的约束正是证券市场促进微观经济新陈代谢从而完成资源配置的一个前提条件。

毋须讳言，中国证券市场已经为这种人为设置的股票流通障碍付出了巨大的代价。我们之所以能够在这种畸形的市场中“活”得很好，是因为我们透支了未来，而借债总是要还的，不是不报，时候未到。令人困惑的是，所有的人都对这种即将到来的灾难视而不见。也许，这个市场的痛苦实在太多，以至于我们不得不对这个最大的“痛苦”进行“选择性遗忘”。我们只能故意游离于这个迫在眉睫的主题，以一种貌似务实和渐进的精神干头痛医头的事情。但是，当断不断，反受其乱，如果我们继续搞这种瘸腿的超常规发展，放任非流通股的恶性膨胀，中国证券市场未来的痛苦肯定将更加巨大。到时候，所有的市场参与者就会领教“创深痛巨”的滋味。

为什么要全流通？

现在有一种非常有害的倾向，要把国有股流通（我不愿意用“减持”这个说

法，因为如果仅仅是“减持”，只会进一步扭曲投资者的预期，加剧市场秩序的混乱）与其他完全不相干的目标联系起来，比如充实社会保障基金，服务于国有企业改革等等，这根本就是风马牛不相及。在我看来，国有股及法人股的全面流通只有也只能有一个目的，那就是从基础制度上重建中国证券市场的游戏规则——一个所有股票自由流通的证券市场。与建立这样一个符合国际惯例的，能够有效配置社会资源的游戏规则相比，其他的目的都不能是目的。国有及法人股流通不能服务于除此之外的任何其他目标。至于国有及国有法人股卖掉后拿去干什么，那是另外一个公共决策。你可以拿去搞社会保障，可以拿去搞国防，你也可以让它重新进入证券市场。但这与证券市场无关。从这个意义上看，以《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》为题目的“国有股减持方案”根本就是驴唇不对马嘴。这个方案不仅偷换了国有股流通的主题，而且为这种偷换加上了一个神圣的理由。这个方案似乎在暗示我们：股市还有为社会保障基金募集资金的功能，这显然是很荒唐的。这种论点里面隐藏着更为荒唐的观点是：股市不仅要为社保基金募集资金，还要为它更好地募集资金创造条件，不如此似乎就显得股市太势利，太不道德似的。这就离题更远了。证券市场就是证券市场，它只对有效配置资源负责，而不能对诸如筹集社会保障基金之类不相关的任何其他目标负责。否则，证券市场就永远只能是政策市场！

在这个问题上，我还想对另外一种流行的观点提出自己的批评。这种观点认为国有股流通要服务于政府调整其投资布局的战略目标。政府必须在有些行业退出，在有些行业更大力度的进入。如果这种观点成立，我们就等于承认，政府也可以配置资源，甚至比市场更有效更“聪明”地配置资源。因为政府似乎能够比市场更早地“知道”从哪些行业退出，在哪些行业进入。在这里，我们显然看到了带有浓厚计划经济色彩的产业政策的影子。这恰恰是“国家权力”不愿退出经济活动的另外一种更加“时髦”的托词。假如政府能够完成这个功能，退出的就不应该是国有股，而应该是中国证券市场。事实早就证明，证券市场在“发现”并调整产业布局方面，要比政府做的好得多。一个最有力的证据是：“发现”并推动新经济的是 NASDAQ，而不是美国政府。这本应该是常识。所以，轻重缓急的优先秩序应该是：先建立一个有效（或比较有效）的证券市场，然后，它会毫不吝啬地告诉我们一切有关“进入”或“退出”的信息。

很明显，在这种说法中，政府调整产业布局的战略目标已经凌驾于证券市场重建游戏规则的目标之上。惟其如此，这种观点才更值得警惕。

游戏规则高于一切

游戏的起因。

首先让我们来看一下目前的二级市场价格是如何形成的。目前的二级市场价格看似市场价，实际上是建立在一个隐含假定上的。那就是政府曾经以这样或那样的形式暗示过，占三分之二的非流通股在相当长一段时间是不会流通的。所有的投资者都是在得到过这种“担保”的前提下入市的，没有这种“隐含担保”，二级市场的股票价格显然不会是今天这个样子。换言之，目前的市场价格是所有投资者充分考虑过中短期内中国证券市场的流通规模以及资金供给情况作出的一个交易决定。不管政府如何辩护，中国证券市场十年历史就是在这种“隐含担保”下发展起来的，这就是我们这个市场仍然被大家默认的游戏规则。现在政府想单方面改变这个游戏规则，市场参与者的激烈抵制是很合理的。毕竟市场已经长大了，政府不能说什么就算什么。但很显然，这个游戏规则寿终正寝的时刻已经为期不远。无论是市场发展的内部要求，还是外部环境的驱迫，政府单方面毁约将是短期内可以预见的事情。当然，政府肯定要为这种违反规律的“担保”受到惩罚，不是经济上的补偿，就是政府信用的严重伤害。

国有股到底值多少钱？

由于市场暴跌，大量投资者损失惨重，围绕“国有股流通”问题也随即展开激辩。虽然客观讲，“国有股减持”方案绝非市场暴跌的主凶，但市场急于寻找替罪羊，“国有股减持”也自然成为最好的猎物。

仔细分辨这场争论，其焦点似乎在国有股减持的价格上。财政部坚持国有股按市价减持，认为这符合市场化方向。但诚如前述，目前的二级市场的价格实际上是一个“政府担保价格”，根本不是什么“市场价格”。所以，财政部所坚持的“市价减持”没有任何理据。因为我们根本就不知道市场在哪里，就更谈不上市场价格了。70%的股票不能流通的市场在任何意义上都不能算是一个真正的证券市场。说白了，财政部并不在乎市场化还是非市场化，其潜在的目的无非是想

趁牛市多圈些钱，尽量填补社保基金的空账罢了。而反对这种方案的人（主要是现在仍滞留在场内的各色投资者）则算起了历史账，认为必须按净资产或稍高一点的价格来减持。这种说法虽然值得同情，但同样站不住脚。因为你凭什么为“国有股”定出一个“净资产”的交易价格。事实上，许多国有股在场外是以远远低于净资产的价格在进行交易的。为什么会这样呢，很简单，公司的价值并不能由账面价值决定。这种说法其实也是项庄舞剑，意在沛公，其根本目的在于，阻止市场下跌，逼管理层出利好。他们天真地以为，只要按净资产减持，市场就会重返牛市，他们就可以避免损失。但这些人的记性实在太差，上一次黔轮胎、中国嘉陵不是按他们的意愿减持的吗？结果怎么样呢，还不是跌得一塌糊涂。对于这种结局，有些人是非常清楚的，他们不过是在盗用中小投资者的名义，为自己解套。我在另外一篇文章里曾经说过，在市场发展的关键时刻，我们一定要警惕民粹主义，这种东西是非常有害的，它不仅不是民主，而且是反市场反法制的，投资者不应该推卸自己应负的责任。民粹主义这个东西，在中国是相当有市场的。当然，政府也必须对自己的错误负责。所以，目前围绕国有股减持价格所展开的激烈争论，实际上是围绕一个“错误”的问题展开的“错误”的争论。因为争论双方完全没有统一的游戏规则，因而也就不可能为国有股找到真实的双方都认可的市场价格。

既然市场化方向是必须坚持的，国有股也必须流通，那么，怎样才能为国有股找到一个市场价格呢？方法其实很简单，只不过谁也不愿正视而已。只要政府立即宣布取消它以前的所做的非流通股不能流通的“隐含担保”，还市场以本来面目，市场就会在短时间内自动给国有股定价。注意，政府必须全面而不是部分取消这种错误的担保。不仅包括国有股，也必须同时包括法人股，不是部分上市，而是全面流通。比如政府可以给出一个时间表，宣布：在两个月之后，所有的非流通股都可以上市交易。这个信息如此简单，如此透明，两个月时间足够市场充分消化了。两个月之后，国有股法人股爱怎么流通就怎么流通。这样，中国证券市场为资本定价从而有效配置资源的功能就可以在短时间内得到恢复，这个时候的国有股价格恐怕任何人都没有话说。一句话，只有在一个全流通的市场上，国有股才能找到一个真实的，随时可以变现的市场价格，而不是现在的具有中国特色的“泡沫价格”。

我的意思已经非常明确，国有及法人股必须以市场价格流通，但这个市场必须是一个被充分预期过的，全流通的市场。

我们一定要明白，股票市场是一个用钱投票的地方，国有股价格是我们用钱投票“投”出来的，而不是什么人（无论是政府还是投资者）用嘴“定”出来的。监管当局只能保证投票程序不被毁坏，候选人是不是做假，其他与这种选举相关的单位有没有违法现象。你可以选这个而不选那个，你也可以弃权，不参加这种选举。你可以退出这个市场。但所有各方都必须尊重同一个游戏规则，游戏规则高于一切。所以，建立一个全流通的，统一的游戏规则乃是中国证券市场的当务之急。

“多赢”幻象

上面这个方案如此明了，操作起来也极其简便，一个具备入门知识的人也能设计出来，为什么所有的专家、学者都对此视而不见呢？最大的可能是，这种方案在短期内的成本太直接，太清晰，出于回避痛苦的本能，我们不愿直面它罢了。我们还是要绕着走那条曾经被证明是正确的“渐进改革”之路。在这个问题上，我们一直有一个“多赢”的情结。

为此，许多人提出了各种替代方案，归纳起来有两种。一种是将非流通股转移交易场所，以避免对流通市场的冲击。比如国有及法人股的场外拍卖及协议转让等等。另外一种则是分阶段流通的设想，试图在一个相当长的时间内逐步释放非流通股的流通压力。

显然，第一种方案的主要目标是国有股的“退出”，而不是流通。梁定邦先生就是这种观点。在上面，我们已经不惜笔墨试图为大家确立一个观念，非流通股流通的惟一目的是还中国证券市场一个正常的游戏规则，而决不是其他。比照这一标准，第一种方案除了进一步破坏中国证券市场的游戏规则之外，实在没有任何其他的积极意义。按照这种方案，场外的非流通股数量将会越来越大，而最终也不可避免地要上市流通。随着中国证券市场的发展，到所有的非流通股将不得不上市的时候，非流通股的数量将是一个异常庞大的数字，对证券市场造成的冲击将更加骇人。现在看上去很美妙的“多赢”将是未来某个时候的“全输”，而且要比现在的“赢”输得更多，输得更惨。正应了那句歌词：我用青春赌明天。

这个方案的另外一个漏洞是，将非流通股转移到一个更加缺乏透明度的市场中，其中可能产生的腐败、内幕交易等问题将会更加让人难以忍受，在中国目前的情况下，这是想都不要想就能知道的结果。我们已经有一个市场了，它就是为资本定价的，莫非我们还要搞一个信息更加不对称的市场吗？如果现在这个市场不能为资本定价，它还有存在的必要吗？说得尖刻一点，这种方案实在是好心人出的“馊”主意。

那么第二种方案是不是比第一种方案更好些呢。我的回答非常肯定：决不！这首先是因为，这种方案耗时将极其漫长，如果以每年 200 亿的速度减持，两万多亿的非流通股存量，需要整整 100 年时间。按这种蜗牛爬行的速度，我们孙子辈的股民都能赶上炒一把“国有股减持”概念。这意味着，中国证券市场在未来几十年的时间仍将处于国有股一股独大的局面。几十年，这些毫无约束，反复无常的大股东将在中小投资者身上搜刮走多少财富！如此“黑暗”的预期，不要说精明的老外，就是尚未启蒙的中国股民恐怕也不敢进入这个市场。不用说，在这种情况下，市场将会逐渐死掉。这种代价大概就不是现在的万亿或千亿的数量级了。所有的人都要算大账，全流通，就是要在短时间内剥夺“国有及法人股”将股市作为“提款机”的特权，就是要将国有及法人股从股市里的贵族变为平民，就是要在股市里彻底建立与公民社会相称的“民主”制度。

更为关键的是，中国股市十年历史已经表明，二级市场实际上只有一个大赢家，那就是大大小小的权贵资本。权贵资本蛊惑、引诱、挟持普通投资者进入二级市场，以作为他们洗钱活动的掩护。与此同时，权贵资本通过“权力”之手将属于全体纳税人的社会资源源源不断地注入股市，供他们任意攫取。如果市场制度不发生根本改变，这种“合法”洗钱活动的规模将变得越来越巨大。只要这个冷酷的逻辑仍然有效，中国证券市场将只会也只能有一个赢家——权贵资本。过去是这样，将来也必定是这样。过去的十年，正是透过严重畸形的中国证券市场，贪婪的权贵资本和低效的国有企业已经透支了巨量的社会资源。这种活动随着近年来资本市场的迅速扩张，已然有席卷之势。我们马上就要替人还债了。

以中国股市目前的泡沫价位，国有及法人股任何形式的流通，都将是实质性的巨大利空，而不可能有其他的结果，市场将按照它本来的趋势复归。我们早就

是输家了！基于此，我们也坚决反对那些将国有股流通与市场涨跌联系起来的观点。

知道了这些，我们还敢奢望一个“多赢”的方案吗？所谓“多赢”，不过是存在于我们头脑里的幻象。所以，对国有及法人股流通的比较现实的原则应该是：尽量少花时间，因而也就尽量少付代价。

第八章 创新的游戏

中国正在逼近大规模私有化的门槛，这应该是一个不可逆转的趋势，不管你喜不喜欢。但可以也必须逆转的，是我们一直在进行着的私有化的方式——少数人操纵和只有少数人参与的不公平、不正义的私有化。因为它不仅不能为中国的经济发展带来进一步的动力，相反，它可能陷整个改革于没顶之灾。

1、偷渡

不管愿不愿意，我们得开始熟悉一个新的名词了：MBO。就像许多热门的舶来名词一样，MBO 在中国的前景虽然还难以预料，但其迅速走红看来已经不可避免。对于内外交困、充满焦灼的中国新兴资本市场，这个洋名词决不仅仅意味着好奇和盲目，更多的可能是一种希望。而如果将这个名词放在中国当下最急迫的产权困境中来看待，MBO 的意义则可能已经远远超过了它作为一种收购技术本身而显得别有深意。

所谓 MBO (Management Buy Out)，就是管理层收购，那么，它究竟具有什么魔法能够让中国的资本英雄如此一见倾心呢？

缘起

谈 MBO，不能不谈 MBO 的开山祖师 KKR 公司。

1976 年，三位美国人 Kohlberg, Kravis 以及 Roberts 以他们的姓氏组成了 KKR 公司，开始了他们与众不同的金融生涯。他们创立这家公司的理由非常简单，因为在一起合作的 8 年时间中，他们发展出了一套颇具新意的收购技术，即大量利用借贷资金来收购那些现金流充沛，经营良好的小型公司。其时，债务或者杠杆收购已经不是什么独家秘诀，但 Kohlberg、Kravis、Roberts 三人小组（他们共同服务于一家投资银行）的杠杆收购的独特之处却在于，他们给予目标公司主要管理人员以股权。这不仅将这种杠杆收购从声名恶劣的敌意收购中区别出来，更直接激励了目标公司管理层的经营潜能的发挥。换句话说，目标公司管理层不再是解雇对象，而是与收购者结成了利益共同体，形成一损俱损的紧密关系。MBO

即由此而来。在组建 KKR 合伙公司之前，他们三人已经有了很多次成功的类似收购，积累了相当的人脉资源和经验，这使他们意识到，他们已经有足够的能力另辟蹊径，开创新局。虽然他们坚信，这里面有值得开掘的巨大金矿，但他们还是没有料到，他们即将开创的事业，将成为世界金融年鉴中的重要事件，而他们自己也将跻身于 80 年代杠杆并购潮流中最具象征性的代表人物之列。在 MBO 最为显赫的 80 年代中后期，KKR 成为美国金融界最有权力的公司之一，一次性的购买能力达到 500 亿美元。Kravis 家庭聚会中名流如潮，桂冠云集的盛大场面，正是 KKR 公司鼎盛时期炙手可热的写照。在这个三人组合中，Kravis 无疑是 KKR 当之无愧的形象代言人，他精力充沛、雄心勃勃并且擅长交际。前者是他的导师，后者则是他的表兄。

在 KKR 的收购历史中，最为公众所知的是对烟草巨头 RJRNabsico 的收购。这起发生在 1988 到 1989 年的大型收购，轰动全美，动用资金达到 310 亿美元。虽然这与 90 年代大交易时代的动辄上千亿美元的巨型并购相比并没有什么了不起，但在 80 年代，这已经是并购历史上的天文数字了。也正是因为这个缘故，KKR 的名声由圈内扩大到圈外，变成了一个公众舆论的关注焦点。事实上，中国资本市场中的许多人正是通过描写这一事件的《大收购》一书开始认识 MBO 的。在成功尝试了许多中小企业的 MBO 之后，KKR 迫不及待地要将他们的经验移植到巨型企业身上，对 RJRNabsico 的收购就是这种雄心壮志推动的典范之作。不过，对 RJRNabsico 的收购虽然可能是 KKR 历史上最为轰动的收购，但却不是一次成功的收购。从此之后，由于垃圾债券市场的崩溃（垃圾债券一直是 KKR 从事管理层收购的主要融资来源之一）和其他一些原因，MBO 呼风唤雨的时代成为过去。虽然在其后，MBO 作为一种并购技术和金融遗产仍然被保留下来，但很显然，与 80 年代蔚为潮流的风光景象相比，MBO 已经远没有以前那样让人目眩神迷，受人追捧了。一句话，MBO 已经退潮。MBO 门庭冷落车马稀少的状况可以从下面一组数据中看到，1996 年，美国共发生并购交易 6000 起，而其中的杠杆收购仅有 150 起，占有率仅仅为 2.5%。

KKR 的成功固然与 KKR 合伙人老练的技巧与天才的直觉分不开，但另外一个因素可能更为重要，那就是 KKR 公司的努力无意中契合了一种潮流——对经理资本主义的拨乱反正。在 KKR 公司创立前后，曾经被引为楷模的美国式经理资本主

义已经走到了它的反面，表现出了强烈的反效率色彩，委托——代理冲突日趋激烈。企业经理层为自己牟利而不是为其委托人牟利的所谓经理机会主义甚嚣尘上，职业经理们正在将企业变成自己的独立王国。他们更热衷于自己的薪酬和福利，而不是股东们的利润。在这样一种逻辑支配下，错配自由现金流成为大型公司普遍存在的问题。这就为杠杆收购的盈利提供了财务上的可行性。更为重要的是，这种将本来属于股东们的现金分配给股东们的收购策略，符合股东们的利益，因而受到股东们的热烈喝采。一位深受杠杆收购之害的职业经理曾经将这种收购比喻成“魔鬼亲自在地狱里制定的方案”，可见这种收购对经理们的打击之大。但很显然，潮流站在股东以及杠杆收购者一边。KKR 发明的 MBO 正是借助了这种潮流的推力才得以迅速崛起的。所以，我们必须记住，KKR 及 MBO 的兴起，实际上隐含着一个前提条件：大量隐藏着庞大自由现金流公司的存在。从这里我们也可以看出，MBO 本质上是一项由金融投资家所主导的一种新的投资方式和收购技术，它的惟一目的就是通过这项技术盈利，它既不是为了提高公司治理效率而来，更不是为了理清产权而来。虽然有许多经验数据证实，MBO 的确提高了被收购公司的效率，但清楚的是，这只是这种收购技术的副产品。

不过，与所有的投资技术一样，要保证这种收购技术成功并达到它期望的效果，不仅与其使用者的素质相关，而且也需要相当严格的条件和配套的制度环境，诚如 Kravis 自己所说，我们并不仅仅依靠计算机所输出的几十页相关公司的财务数据。在 Kravis 那里，MBO 更接近一门不可模仿的艺术，而不是一项能够轻易复制的技术。这也是为什么，人们能够轻易理解 MBO 的技术原理，但却很少有人从 MBO 这项技术中赚钱的原因所在。出于同样的道理，我们对 MBO 在中国的前途深表怀疑，而对它在中国特殊改革时期所可能造成的负面效果持有高度的警惕。这不仅是因为在中国根本没有成功实施 MBO 的配套条件，更是因为它直接涉及一个社会正义的问题——产权改革，而这个问题正是中国改革的核心问题。

困境

KKR 在美国的成功（虽然它备受争议），与美国高度发达的资本市场密不可分。实际上，在大量 MBO 案例中，高风险债券（垃圾债券）都占有整个杠杆融资的相当部分（有数据显示，垃圾债券在整个 MBO 融资额中占 20%左右）。这种对

垃圾债券的融资依赖，在 80 年代中后期 MBO 逐渐将收购目标转移到大型企业时变得尤其显著，甚至可以说正是由于垃圾债券市场的崩溃直接导致了 MBO 的退潮。MBO 对垃圾债券市场的依赖之深，由此可见一斑。反观中国，企业债券市场几乎完全不存在。即便有，也只是为极少数垄断企业所专设。这种现状决定了，中国的 MBO 缺少了其技术上的核心一环：债券融资，而这正是 MBO 作为杠杆收购的秘诀之一。

在美国 MBO 的实践中，银行贷款也是一个杠杆融资的重要来源，在融资总金额中，银行贷款约占 40% 左右。在这个融资渠道中，中国的 MBO 也遇到了关键的障碍。中国现有的《公司法》及“贷款通则”等相关法规及规章都明确规定，董事及企业高层不能利用企业股权作抵押融资。由于中国的银行几乎是清一色的国有银行，其最终责任人是政府，而 MBO 又是一项高风险投资，所以，即便能够在实际操作中绕过这些法规，那么，以国家信用担保的银行资金为私人 MBO 投资贷款，也存在道义上的严重问题和经营上的极大风险。在银行坏账高起的情况下，大规模的 MBO 融资无疑将会使中国国有银行的危局雪上加霜。不管如何，在可以预见的将来，期望银行为高风险的 MBO 进行融资并不现实。

处在这样一种融资的技术困境中，在中国现阶段有能力实施大型 MBO 的，大概必然具有某种外资背景。

MBO 作为一项技术的秘密在于它的高杠杆融资，没有高杠杆就没有 MBO。所以在上述两个主要融资渠道被堵死之后，中国 MBO 实际上已经失去了最基本的技术支撑。更为重要的是，高杠杆的债务之所以在美国可行，是因为这种高杠杆所形成的债务约束是硬的，而不是软的。这是一个不能忽视的制度背景。在这一点上，中国目前的信用现状与美国形成了鲜明反差。换言之，在中国，债务融资所形成的约束完全是软的，借债人完全可以仅仅因为借到一笔钱而成为富人，同时可以不因不能如期还款而受到惩罚。中国国有银行的大量坏账正是在这样一种可有可无的债务约束下形成的。具体到 MBO，债务人完全可能借 MBO 之名，行借钱之实，而不是相反。在资金极端短缺，信用意识极其淡薄的当下中国，MBO 可能只是为套取银行贷款增加了另外一个时髦的理由。了解中国金融现实的人都会知道，这种奇怪的动力对那些形形色色的金融投资家具有相当大的“激励”作用。

高杠杆的 MBO 的本意是，通过大量负债形成严格的债务约束从而刺激经理人改进企业效率，管理层和投资人最终通过比较长期的效率改进而获得投资回报。这种良好的意图放在中国制度背景下，就极有可能得到另外一种结果。所谓播下龙种收获跳蚤。在中国现在的土壤之中长出的 MBO 之花，很有可能就是这样一种怪物。这种噩梦，在中国资本市场诸多金融创新之中，我们已经经历过太多。MBO 这个最新引进的技术大概也很难例外。

不过，除了信用制度之外，另外一项关键的制度缺失也对中国的 MBO 构成了难以逾越的屏障，这就是资产定价问题。美国的 MBO 是建基在一个比较有效的资本市场基础之上的。这种有效性体现在：能够为资产确定比较合理的市场价格。这是 MBO 能够开展的最基础的制度条件。而中国的证券市场根本不具备这个功能，其国有股与流通股人为割裂以及强大的行政干预都使这个市场效率大打折扣。期望这样的市场为目标公司的资产寻找合理的价格无异于缘木求鱼。事实上，中国不多的几次 MBO 案例正是在定价问题上广受争议和质疑。虽然我们并不认同按净资产定价这种明显的非专业意见，但缺乏一个公平、透明、具有定价功能的证券市场却是一个显而易见的重大缺陷。原因很简单，没有大家认同的游戏规则，这种游戏是没有办法玩下去的。而在中国证券市场目前的格局下，证券市场的弱势投资者（他们对大股东的行为完全没有制约能力）成为 MBO 私相授受的牺牲品就是一个可以预料的结果。实际上，就现有的案例来看，已经实施 MBO 的上市公司已经对流通股东的利益形成了潜在的巨大伤害。以中国最早实施 MBO 的粤美的为例，管理层持有上市公司 22% 的股份，股份总数约为 1.07 亿股，转让价格约为 3 元每股，购买成本共约 3.2 亿元。如果按照粤美的现在的流通市价 7 元每股计算，这些股份一旦获得流通权（以中国证券市场的情况看，全流通已经只是时间问题）就可以轻易在股市中套现 4 亿元，其回报率高得惊人。值得提醒大家的是，现在的市价是按照大盘处于 1400 点左右的历史低位计算的，也就是说。如果二级市场市况好转，管理层可以套现的数额还可以大大增加。这种投资收益，恐怕 MBO 的祖师爷 KKR 也只好望洋兴叹。我们并不关心管理层通过 MBO 获得多少收益，我们关心的是，这种收益是在什么样的游戏规则下取得的。如果管理层可以购买非流通股，那么其他投资者也应该具有同等的权利。在没有其他相关利益人充分参与竞价的情况下，管理层以任何价格获得非流通股股权都不符合公平原

则。在这里，管理层没有任何理由优先于其他投资者。更重要的是，在流通股与非流通股之间存在的潜在暴利很可能扭曲 MBO 的本意，把管理层变成一个无风险的纯粹投资者（亏了归银行，赢了归自己），而不是绩效的改进者。在这种暴利的激励下，管理层醉心的肯定是如何套现，而不是如何提升管理，改善绩效。这是一个用都不用问就能知道的结局。或许，与我们的愿望相反，中国 MBO 设计者和响应者要的正是这样一种结果：一个打着 MBO 幌子的中国魔术。

鉴于 MBO 在中国特殊环境中可能带来的伤害，我们以为，通过购买非流通股实施 MBO 的上市公司应该首先终止上市，变成私人公司，待企业改造完成后重新履行上市程序，方可重新上市。这不仅符合 MBO 的惯例，也符合 MBO 的本意。最为重要的是，它可能杜绝管理层借 MBO 之名，行股票炒作之实。

退一步讲，即便管理层获得的股权不能流通，那么，在目前的监管条件下，一股独大的管理层也可以像一股独大的国有股一样，采取各种手法掠夺中小股东的利益，衡量一下成本收益，我们就会发现，通过掠夺而不是辛勤的管理来获取财富成本要低得多。其他转型国家如捷克等的例子，充分说明了，在获得企业的实际控制权之后，管理层可能做出的多种选择。崔之元先生在一本描述俄国私有化的名为《逆取顺守》的著作中这样写道：“私有化以后的企业的新所有者（有控制权的股东）面临一个选择：是创造企业价值还是掠夺（build value or loot）？如果新所有者选择改善生产，他在新增企业价值中可以得到与他的股份相应的份额。但是，这个份额可能小于他选择掠夺的所得。在此，‘掠夺’是指有控制权的股东盗窃企业的‘自由现金流’（freecashflow），把原本应归企业其他利益相关者的资金（如工资，少数股东的分红，应偿债务和税收）据为己有。布莱克和克拉克曼以大量材料证明，在未来高度不确定的宏观经济背景下，以掠夺起家的新所有者将继续盗窃自己控制的企业，将资产转移到海外，而不是改善发展生产。”企业家的这种掠夺式选择，是我们这些没有完整经历过私有化全过程的中国人所不熟悉的。在我们过往的逻辑推理中，私有企业家掠夺自己的财产完全是一件不符合逻辑的事情，因而也是根本不可能发生的。实际上，不需要看俄罗斯，看看中国自己的证券市场中那些淘空企业的诸多例子，就足以得出同样的结论。在同样不确定的转型条件下，我们不能期望中国的企业家比其他转型国家的企业家表现得更善良、更理性、更具备长远眼光。出现这种结果的可能性，由于中国

的监管环境以及证券市场的特殊性而变得陡然增加。利益可以激励人，也同样可以让人发疯。无论中外，这个逻辑通通适用。

事实上，粗略考察几家实施了 MBO 的上市公司，我们就可以发现，其业绩并没有显著的提升（有人统计，最早实施 MBO 的几家上市公司在实施 MBO 后，宇通客车和粤美的净利润分别同比增长 23.17% 和 3.11%，但深圳方大同比则滑坡 47.84%）。虽然时间的短暂和样本的匮乏，都不足以支持任何有关中国 MBO 绩效的结论，但现在的数字还是增加了我们原本就有的担心。起码，它为一个常识提供了旁证：MBO 并不具备点石成金的神奇魔力。就像 KKR 的合伙人 Paul Raether 所说，“交易完成之时，就是工作开始之际”。他的意思是说，收购交易只是整个 MBO 中极小的一部分，是人人可以模仿的简单技术，真正创造财富的工作是如何协助管理层提高绩效。这个工作不仅枯燥乏味，而且漫长艰辛。所谓魔鬼在细节之中。

既然在中国实施 MBO 缺乏基本的技术条件和制度支撑，MBO 本身的历史也证明，MBO 并不是手到病除的神医，那么为什么还有那么多人对在中国实施 MBO 如此热衷、齐声吆喝呢？难道他们真的看不见这些明显的技术限制和可能带来的危险吗？当然不是，他们看重的是 MBO 在当今中国的另外一种功能。否则，我们就很难解释 MBO 在当今中国为什么会如此红得发紫。

偷渡

自从粤美的开中国 MBO 风气之先以来，MBO 的炒作声浪逐渐升高。除了已经公布的十几家案例之外，有报道称，实际进入 MBO 操作的上市公司已经有上百家之多，跃跃欲试的公司则更是难以统计。不过，私下的动作可能更能说明问题。据我们所知，各种 MBO 研讨会已经成为金融会议组织的热门生意，而无论在海归还是本土的金融精英们那里，MBO 都已经成为当仁不让的中心话题。一则正在流传的笑话精彩地呈现了 MBO 时下在中国的热度：现在上市公司老总们见面时最时髦的问候语就是：你们 MBO 了吗？这个笑话虽然夸张，但与“2003 将是中国 MBO 年”的媒体预测倒是颇为呼应。

如果你以为这完全是出于幼稚和狂热，那就错了。中国的金融猎鲨者（当然不仅仅是这批人）已经敏锐地察觉到：他们正在顺应一种即将澎湃而起的潮流：

私有化。而时髦的 MBO 技法正是他们乘风弄潮的最佳工具。如果将 MBO 在中国的躁动放在这样一个背景中来看待，我们就很容易理解了。也正是在这个意义上，我们判断，中国的 MBO 参与者将获得巨大的助推力，正所谓好风凭借力，送我上青云。只不过，他们所从事的再也不是教科书上的 MBO 了，而是有明确中国内容的 MBO。这就是我们为什么必须特别关注中国 MBO——一个看上去似乎没有什么前途的事业的原因所在。到这里，我们也可以清楚地看到，中国 MBO 与美国 MBO 在目标上的本质区别。如果说美国 MBO 指向的是代理问题，那么中国的 MBO 指向的则是产权问题；如果美国 MBO 的标的是产权明晰的资产，那么中国 MBO 的标的则是那些在渐进改革中形成的大量产权模糊的资产（准确地说，其中相当部分资产是全民在过往年代中积累的财富，这尤其体现在那些国有企业中）。简而言之，美国的 MBO 是针对个别企业的一种技术，中国的 MBO 是一个范围广泛得多的社会财富转移，因而必然涉及全体公民利益的国家战略。由此我们已经清楚，中国最新一次 MBO 不是别的什么，它仅仅是私有化——一种更具匠心的整体的私有化方案。虽然我们不排除，许多好心人出于对中国产权改革严重滞后的失望而热衷于 MBO，但在全面私有化这样一种战略背景下，我们很容易推论，在中国最新一次 MBO 运动中最起劲的将是那些“国有和官僚企业家”。大量产权模糊资产的存在，为中国最新一轮 MBO 的蓬勃兴起提供了肥沃的土壤。也正是在这个层面上，中国 MBO 必须取得宪法意义上的全民（作为卖方）认同。

其实，对于这种带有明显中国特色的 MBO，人们并不陌生。早在 90 年代中后期，中国各个层次的企业就在广泛的范围内试验过。其中最典型的范例就是苏南的乡镇企业。从 90 年代中期开始，苏南的乡镇企业几乎全部实施了管理层收购，其主要做法就是以各种各样的方式将企业卖给原来的创业者和管理者。在那段时间，一位一直在苏南担任乡镇企业厂长的朋友经常与我谈起他们的私有化改革（这在他那里更多地被叫做“改制”），他不断地向我传播一个信息，“苏南的乡镇企业不行了，要向温州学习”。而温州，正是中国改革中私有经济一翼的典型代表。作为一个土生土长、没有念过什么书的乡镇企业家，他的直觉与敏锐给我留下了深刻印象。虽然最后他自己并没有成为改制后的私有企业家，而是选择了更为安全的村支部书记的位置。从那时开始，一场静悄悄的革命（抑或是葬礼）就在苏南展开了。到现在，在号称中国乡镇企业摇篮的苏南，乡镇企业已经彻底

成为历史。具有讽刺意味的是，在一些经济学家的话语中我们还经常可以听到乡镇企业如何如何等煞有介事的描述。殊不知，中国的乡镇企业早就在他们的不知不觉之中被 MBO 了。我们很难评价苏南乡镇企业 MBO 的成效，但一个显见的事实是，MBO 并没有为这些企业带来奇迹。至少，我们知道取乡镇企业而代之支撑苏南经济发展的是外资企业，而并不是这些 MBO 后的乡镇企业。这或许是一个必然的进程，但并不是一个必然会带来奇迹的进程。

在我们的印象中，苏南乡镇企业的负债率相当高。那么在苏南大范围的 MBO 过程中，究竟留下多少银行坏账、逃废了多少债务、隐性地攫取了多少公共资源？这一点值得存疑。

与苏南乡镇企业 MBO 的进程相适应，几乎在同一时期，中国传统的国有企业也开始偷步 MBO。由于这一发展是在所谓“抓大放小”的模糊政策指示之下开始的，所以更多地被局限在市、县级以下的国有企业之中。放眼望去，除了几个沿海发达地区之外，市县两级传统的国有企业到今天已经名存实亡，它们要么垮掉，要么已经被 MBO。与同一时期在乡镇企业中实施的 MBO 相比，在城市中小企业中实施的 MBO 遇到了更强烈的反弹。原因大致有两条，一是因为在 MBO 过程中必然带来大量失业问题，这个特征在美国的 MBO 中也表现得相当突出。实际上，在美国反对 MBO 的主要力量之一就是工会组织。这个难题在冗员充斥的中国国有企业中会变得更加严峻。中国的工人示威正是从这个时候开始变得日益频繁的。乡镇企业的工人在失业后可以回家当农民，而城市国有企业工人失业后则可能面临生存绝境。这是中国乡镇企业与国有企业的一个重要区别，这个区别决定了乡镇企业的 MBO 可能比较平顺，而城市中小企业的 MBO 将步履维艰（正如我们已经看到的那样）。但很显然，这并不是中国国有企业与乡镇企业的最重要的区别。与乡镇企业相比，中小国有企业的一个显著特征是：它的产权边界要比乡镇企业更加清楚。如果说乡镇企业在整个发展的过程中，企业家的努力和天才还占有可以观察得到的重要份额的话（虽然他们也借助了相当多的并不是每个人都可以公平得到的银行贷款，以及其他的公共资源），那么在国有企业和官僚企业的发展过程中，所谓国有企业家个人的贡献就非常不值得一提了（如果不是没有的话），在绝大多数国有企业中，这些所谓国有企业家的贡献甚至是负的。换言之，所有国有企业的资产几乎百分之百都是依靠银行贷款和财政拨款累积起来的，理应属于

全体公民，与那些国有企业家的个人努力风马牛不相及。在整个国有企业资产的积累过程中，国有企业家们（并非全部）既没有证明他们的企业家才能，也没有付出特殊的努力，更没有证明他们的个人操守，那么，又有什么理由将国企资产卖给他们——这些本质上完全属于行政官员的人？仅仅因为他们挂着厂长、经理的头衔，就判定他们能够经营好企业，是一种纯粹的臆断。没有任何证据证明一直进行着的中小国营企业 MBO 是成功的，而其引起的负面效应则非常明显。这不仅是因为中小国有企业 MBO 过程中所带来大量公共资源的不公平转移，更是因为它严重伤害了正义原则。而这种对正义的践踏正在最大的程度上腐蚀着中国改革的内在合法性。实际上，在一个缺乏监督、不透明的社会和市场环境中，MBO 只可能是以损害公共利益为代价的内部人交易，只可能是权钱合谋的代名词，其遭到的民间反弹和被清算的可能性相当之大。在这个关乎中国改革最敏感的产权问题上，“闷声发大财”的赤裸裸的市侩逻辑恐怕行不通。

然而，在上一轮以私有化为明确指向的 MBO 还未结束之际，新一轮的 MBO 已经鸣锣开场。不过这一次，中国 MBO 的先生们已经将他们的目光放到了更有诱惑力的猎物上：更大规模的国有企业甚至垄断企业。从中国证券场所发出的信号看，一场更大规模的可能也是最后一次私有化围猎业已拉开序幕。与前几次一样，这场围猎虽然同样不事声张，但一点也不影响它对中国改革的决定性质。这就是中国最新一轮 MBO 的实质所在。虽然这个过程才刚刚启动，我们还很难看清它的全貌，但我们现在就可以指出，这将是一场由权贵主导的，有外国资本和本土企业家联袂参与的戏剧。那些西装革履，公文包里夹着各式各样 MBO 方案的金融家们，不过是这一场古老瓜分仪式的现代招牌。现在，一切都准备妥当，只需等着“最高政策”一声不经意的暗示，围坐在这顿最后的免费晚餐前的食客们就可以大快朵颐了。

不过，那些满怀期望、急不可耐的食客们这一次恐怕要有些失望了。因为这实在是一块难啃的骨头。这不仅是因为这顿晚餐门槛极高（参与人员在体制序列中的位置必须很高）、门票奇贵（没有大量的外资参与不行），而且最重要的是，它可能被门外愤怒的呼喊声打断。一场少数人主导和参与的瓜分，瓜分的却是全体公民的福利。这当然不仅仅是逻辑上的悖论。它既然没有必要理会公正，自然也就不可能带来公正。常识告诉我们，不正义的所谓改革可能得逞于一时，却不

可能得逞于一世，更遑论培根固本、发之久远。

我们必须承认，中国正在逼近大规模私有化的门槛，这或许是一个不可逆转的趋势，不管你喜不喜欢。但可以也必须逆转的，是我们一直在进行着的私有化的方式——少数人操纵和只有少数人参与的不公平的私有化。因为它不仅不能为中国的经济发展带来进一步的动力，相反，它可能陷整个改革于没顶之灾。所以，在没有取得全民的基本共识之前，以公共财产为私有化目标的 MBO 必须缓行。

2、企业债离垃圾有多远

“我还没有拿到手，就已经卖掉了。”

一位在证券公司工作的朋友这样描述他现在的企业债承销生意。去年，他已经离开了工作多年的投行部门，转到公司的债券部了。我的这位朋友极机敏，他的这种职业转折，很可能意味着一个新的热门投资市场的萌动，这就是企业债。

企业债，没有空头的市场

今年以来，业内不断有人发出预测：企业债要火。这个预测并不完全是出于市场分析人士那种惯有的造势习惯，而是有其深厚的现实背景的。跟中国股票市场政策市一样，中国的企业债市场同样受到政策的深刻影响，其政策市的特征甚至远远超过股票市场。但也正是在这一点上，中国的企业债市场正在获得强大的动力。

2002 年 3 月 27 日，中国人民银行行长戴相龙在“中国发展高层论坛”2002 年年会上发表演讲时说：一要在规范证券市场管理的基础上，支持符合条件的企业上市，支持机构投资者和个人购买上市公司股票；同时，要支持符合条件的企业发行企业债券。

在紧接着的 4 月，中国证监会主席周小川又在中国国际投资论坛上表示，要进一步推动公司债券市场的发展。与此相呼应，国家计委有关负责人也在京指出，民营企业发行债券不存在法律障碍。

在不到一个月的时间里，作为中国金融和证券市场的最高负责人先后表态支持企业债发展，对于冷清已久的中国企业债市场，毋宁是一个明确的政策信号。

而国家计划及发展委员会的有关负责人的表态则更具有政策上的宣示作用，因为长期以来，国家计委就是企业债券的实际主管部门。毫无疑问，政策正在成为推动中国企业债市场发展最大的多头力量。

2001 年以来，中国证券市场巨幅下跌，市场筹资功能几近瘫痪，与此同时，持续了 5 年之久的积极财政政策也因为遇到越来越大的反对声浪和不断升高的赤字负担而难以为继，而在另一方面，民间投资启而不动，银行也因为坏账高企而继续惜贷。这种情况，对于严重依赖投资推动的中国经济而言，无疑是非常严峻的局面。在所有的办法都已经使用完毕的情况下，启动企业债以维系中国的投资增长并进而维持宏观经济的稳定，可能是剩下的惟一选择。这个宏观经济的背景可能是管理当局在企业债问题上由冷转热的最为重要的原因。

或许正是看穿了这样一个背景，与企业债相关的各类参与主体似乎比以往任何时候都具有信心。不仅债市专家开始登台亮相，有关企业债的文章也日渐增多。而券商更是厉兵秣马，备战正急。各类券商纷纷组建和重建债券部门，增加有关债券的研究、交易及承销人员。那些以前没有承销资格的券商也正在积极争取债券承销资格。这种景象，与前几年股票火爆的时候，形成了鲜明对比。在股票市场仍然看不到决定性的复苏迹象之前，债券尤其是企业债将成为券商新的利润增长点。很明显，对于推动企业债的发展，受够了熊市折磨的中国券商与政府有着同样迫切的心情。毕竟，15%左右的债券承销费已经是一笔可观的利润。

同样，掌握着大量资金却缺少投资渠道的基金也可能成为企业债市场主要的多头力量。华安基金管理公司透露，他们有意推出新的收益型债券基金。其旗下华安创新的基金经理也明确表示，为了提高资金运作效率，将考虑将投资组合中留存的现金投入企业债。南方基金管理公司也将筹备发行新的基金以投资于企业债及其他债券品种。

与这种不太容易为人察觉的乐观情绪相称，企业债市场也出现一片旺销市况。2002 年 6 月，由华夏证券主承销的中国航空技术进出口公司发行的 10 亿元企业债券，刚一上市即被抢购一空。

在企业债狭小的二级市场——交易所债券市场上，在国债的利率风险日益高企的情况下，企业债也正在成为被逼出股票一级和二级市场的大量资金的追捧和

投机对象，成交量明显放大。龙头券种 120102 自 2002 年 4 月份上市之后，短短一个半月时间就涨了 10.52%。这与以前企业债市场日成交只有 2000 万元的场面完全不可同日而语。一位债券交易员这样描述债券交易市场的情形：在这个市场上，现在惟一响亮的声音就是，买进，再买进，似乎只要有了债券就能赚钱。虽然他不无忧虑地将这种情况与股票非理性狂热时的情形类比，但对于大多数人来说，他的这种担忧现在还只配待在角落里。因为现时的情况就是，企业债是完全的卖方市场。

如果投资者对企业债的追捧还是出于投资渠道狭窄而迫不得已的话，那么对于发债公司来说，企业债券则是满足他们资金饥渴症的又一条新途径。在 IPO、增发、配股等股权融资方式（在许多企业看来，这是一种成本最低的融资方式）前景日见暗淡的预期下，大量上市和非上市公司正在将眼光逐渐转向企业债（包括转债）市场。统计表明，在经历了 2000 年企业债发行低潮之后（该年企业债发行 89 亿，为 90 年代以来最低），企业债正在逐步走出底部，业内人士估计，2002 年的企业债发行将超过 230 亿。这个曲线看来的确反映了企业债市场某种强劲的牛市意愿。

种种迹象表明，在中国的企业债市场上，正在集结着中国企业债历史上最强大的多头力量。他们对这个市场所倾注的热情比以往任何时候都更加炽烈。

然而，前景真的如这些多头们所期望的那样美妙吗？

无知并非幸福

企业债，又称公司债，是一种债务融资方式。作为证券市场的另一个轮子，中国的公司债券发展严重滞后。一个被反复提到的数据是，在成熟的证券市场，公司债的融资量远远大于股权融资，前者一般是后者的 3-10 倍。以美国证券市场为例，在 2001 年度，共有 1200 家公司发行公司债券，而发行股票的仅仅有 200 多家。而在中国证券市场，情况却正好相反。2000 年，中国证券市场股票融资 1400 亿，而企业债融资只有 89 亿元，加上可转换债券也只有 123 亿。两相对比，差距确实十分惊人。这种差距也经常被那些大力主张发展企业债券的人士用来推论中国企业债市场的潜力。不过，起码在目前，这种说法仍然是一种非常不严密的简单类比。因为，隐藏在这种差距背后的是完全不同的信用支持体系。

与其他市场一样，企业债市场，也是社会信用体系高度发展的产物。没有完善的民间信用体系，企业债市场就缺乏最根本的基础。即便有再高的热情和再热烈的期望也于事无补，拔苗助长的结果只能是适得其反。也正是在这一点上，中国的企业债市场与成熟市场有着巨大的区别。在成熟市场上，企业债券的投资者、发债公司以及其他中介机构之间完全是靠信用连接在一起的。而在我国，这种信用纽带却十分脆弱，在各种经济主体之间不讲信用已经成为一种常态，而这种状况并不是一天两天可以改变的。在如此贫瘠的信用基础上，发展企业债市场无异于沙滩上的大厦，盖得越高，崩溃得越惨。在这个方面，中国股票市场已有前车之鉴。仅凭良好的愿望及利益集团的谋利冲动，而无视中国社会信用极其匮乏的现实，中国企业债市场纵然出现短暂繁荣，也只能是吹出了另外一个泡沫。所以，与成熟市场的差距并不必然能够转化成中国企业债市场的潜力。在差距与潜力之间，中国企业债市场还有相当漫长的路要走。很可能，信用基础上的差距正是横亘在中国企业债市场发展道路上的一个看不见的巨大空头力量。

事实上，中国企业债市场今天的萎缩状态并不是偶然的，它实际上是中国企业债上一个泡沫崩溃之后所遗留下来的后遗症。在中国股票市场还处于热身时期的 1992 年，中国企业债市场已经热火朝天。在这个意义上，企业债并不是什么新玩意儿。1992 年，中国的企业债券发行达到了创纪录的 683.71 亿元。考虑到当时的经济总量，这是一个非常惊人的数字。这实际上是中国企业债券市场一个巨大的泡沫时期，只不过由于时间久远而为人们逐渐淡忘了。虽然有人有意无意地省略这一段历史，但在中国企业债发展面临重大转折的今天，旧事重提很有必要。

从 1987 年到 1992 年，中国企业债经历了一个迅猛的发展阶段，企业债规模急剧膨胀。许多企业纷纷通过发行企业债圈钱，并从事各种高风险投资活动。这与今天通过股票圈钱的情况有相当大的雷同之处。这个圈钱狂潮的直接后果就是，大量到期企业债券无法按时兑付，实际上是永远无法兑付。1993 年的《企业债券管理条例》正是在这个背景下出台的。中国企业债市场也由此跌入漫漫熊市。由于许多企业债券是通过银行发行的，银行在债券持有人的压力下，只好用银行资金替发债企业进行兑付，这实际上是将企业风险转嫁给政府。当时许多企业债券留下的历史包袱直到现在还没有完全消化，一些地方最后只能将其债转股

了事。尤其值得一提的是，轰动全国的沈太福及邓斌非法集资案就是在这时期发生的。其实，当时许多企业发行的企业债券在性质上与沈太福及邓斌的非法集资毫无二致，只不过由于没有像沈案与邓案引起全国性的反响而不那么引人注目罢了。

许多人将 90 年代初期中国企业债的大溃败归咎于监管不严，但很显然，这是一种不得要领的说法。诚如中国股票市场一样，监管只能在社会具有良好的信用文化的基础上才能起作用，90 年代初期中国企业债的崩溃，其根本症结还在于社会信用文化的严重缺失。非常遗憾的是，经过了十余年的发展，中国社会信用体系的建立仍然付之阙如，信用文化的败坏比当年有过之而无不及。如果当年的发债企业以及中介机构是因为无知而导致了失信的话，那么今天，中国的许多企业及中介机构则是故意设计骗局。这种现状，相信我们在中国股票市场及其他诸多领域已经感受至深。在十多年之后，如果说中国企业及中介机构有什么长进的话，那就是“骗技”大增，不仅有了更新的概念，而且还增长更多的会计技术。与十多年前相比，一切都没有改变，惟一改变的是更加膨胀的胃口。可以预料，在所有因素中，社会各经济主体信用意识的普遍缺失，将是长期制约中国企业债市场发展的最为致命的瓶颈。在这一点上，无知以及佯装无知的侥幸都不能使我们变得更加幸福。

国有债市

到目前为止，中国的企业债市场仍然是地地道道的国有债券市场，这个特征甚至比中国股票市场表现得更为突出。从发债主体看，基本上是清一色的国有大型企业和国有垄断企业。这些企业虽然在各方面受到政府不遗余力的扶持，但问题仍然相当严重。这些企业不仅资产负债率高，盈利能力低下，而且公司治理结构有严重缺陷。由于长期享受优惠待遇，这些企业对股东及投资者利益极端漠视，最近爆发的茂炼转债事件就突出地说明了这个问题。为了满足中石化的所谓“企业整合”需要，茂炼公司毫不犹豫地撕毁了当初上市时对债券持有人的承诺。尤其值得一提的是，项目总金额 156 亿元的茂炼项目是在自有资金只有几千万元的情况下上马的，其他资金全部由银行贷款解决，其实际资产负债率之高由此可见一斑。这也难怪，茂炼公司以绩优公司的面目登场，却在第二年就发生巨额亏

损。虽然贵为垄断企业，但茂炼公司的盈利能力远不如看上去那么强。容易推论的是，在未来相当长一段时间内，即使发债资格放宽，中国企业债市场仍将是国有企业的一统天下。

企业债市场的另外一个重要参与主体是各类中介机构，即各类承销商、会计师事务所以及债信评级机构。目前我国企业债的主要承销机构是国有证券公司、信托投资公司和企业财务集团公司，其企业性质仍然是标准的国有性质。而会计师事务所及债信评级机构也是国有或准国有性质。

从企业债的投资者角度看，经过 90 年代的企业债券崩溃之后，机构投资者正在逐渐成为企业债券的主要投资者。以“99 三峡债券”为例，机构投资者占认购总量的 87.9%，个人投资者只占 12.1%。许多专家想当然地将中国企业债券发展滞后的原因归结为机构投资者的缺乏，但实际情况并非如此。退一步说，如果机构投资者是缺乏自我约束的国有机构投资者，机构投资者对发债公司形成制约的效果也非常让人怀疑，换句话说，机构投资者并不必然导致市场的理性并降低市场风险。在这方面，中国股票市场机构投资者大跃进的教训值得记取。目前，中国公司债券的主要买家仍然是保险公司、社会保险机构、证券公司及各类企事业单位，其性质也大多为国有。

凡此种种，无不说明，中国企业债券市场仍然是一个国有债券市场。这样的特殊构架构成了中国企业债市场的一种独特风险。那就是，参与企业债券市场的各种经济主体实际上都借用政府信用在牟取企业利益。这种风险与收益的不对称性使各种参与主体随时可以将企业风险转嫁给政府并最终转嫁给全社会，使政府和社会成为企业行为的最后承担者。因为所有参与的国有机构（无论是券商、发债主体及机构投资者）都没有独立和可以执行的微观信用，债权人根本难以对他们进行及时有效的清算。一旦发生违约（实际上，以往发行的 A 级以上企业债券大多数出现支付违约），清算风险则由承销券商而国有商业银行，由地方政府转嫁中央政府，逐级传递，最后而至全社会。这一点，与中国股票市场的情况极其相似。究其根源，乃是因为中国市民社会的发育极端缓慢，社会中缺乏对自己行为负责的经济主体。当然，这也与企业债券市场的长期的高度管制有关。

中国企业债券原来的监管模式是，国家计委管理额度，中国人民银行审批并

进行利率管制，但现在模式已经有所改变，国家计委负责额度和审批，人民银行只进行利率管制。国家计委在企业债券上的话语权进一步扩大。而在交易所的企业债二级市场上，负责监管的又是证监会，多头管理情况严重。虽然修订后的《企业债券管理条例》可望在利率管制及审批制度上有所放宽，但其实质仍然将是高度的政府管制。这种管制的后果是，政府必须对企业债券的兑付负最后责任。按照民间老百姓的话来说就是谁审批，谁负责，既然政府仍然是审批者，政府当然是最后的责任人。这种政府管制色彩浓厚的监管模式，将企业债市场的风险完全集中到政府而无法分散。政府已经为中国股票市场、国有商业银行、国有保险公司提供隐含信用担保而付出了巨大的代价，如果企业债券市场的发展仍然沿用老套，一旦出现大面积的兑付问题，其包袱将是政府难以承受的。近期，随着中国企业债券的升温，中国企业债券市场化的呼声也日渐高涨。这主要集中在两个方面，一是利率的市场化，二是核准制。

在企业债券的利率问题上，人民银行一直有“不高于同期银行存款 40%”的利率管制。这被普遍认为不符合“高风险、高收益，低风险、低收益”的市场化原则，但利率问题并不是企业债发展的关键障碍。一个明显的事实是，为了吸引投资者，现在几乎所有的发债企业都将利率水平定在政策限制的最高位。这充分说明，中国发债企业的风险意识仍然相当淡漠。而产生这种意识的根本原因则是我们上面已经讨论过的问题，发债企业不是真正对企业行为负责的经济主体，对资金的饥渴仍然是发债企业压倒性的第一需要。所以，简单地放开利率管制并不会自动带来我们期望的市场化结果。很有可能，为了卖出债券，企业会不断抬高发行利率，形成事实上的垃圾债券。90 年代初期发行的数量高利率债券即属于这种性质。

在核准制方面，由于现时中国企业仍然存在普遍的资金饥渴症，其效果也值得多多追问。过去，企业债券发行的程序是，国家先批项目，再批额度，然后再发行债券。而核准制的要义是，只要符合发债条例，企业即可以发债。可以肯定的是，如果实行真正意义上的核准制，中国企业债发行规模将会在短期内急剧膨胀，企业债市场将立即变成一个新的圈钱天堂，这实际上是不可能发生的事情。所以，在可以预料的相当长的一段时间里，核准制度仍将是变相的审批制，对企业债券负责的仍将是事实上的审批者——政府。股票市场核准制的实验清楚地说明

明了这一点。

中国企业债券市场的特殊的监管模式以及特殊的市场结构，是中国企业债市场与成熟市场的一个重要区别，也是中国企业债难以市场化的根本原因。在中国，没有政府信用的保证，企业债市场难以发育，但有了政府信用的保证，则完全与市场化的初衷背道而驰，市场就不能成其为市场。这对中国的企业债市场来说，无疑是一个尴尬的两难之境。没有成熟的市民社会，就不会有真正的市场，因此，要想培育真正的市场，则必须首先培育具有自我负责精神的中国市民社会。否则，市场化就只能是一种政府行为，任何市场化的后果也只能由政府买单。这个道理不仅仅适用于中国企业债市场。

AAA：离垃圾有多远？

2002 年企业债市场值得关注的一件事是，中国金茂股份有限公司在 4 月 28 日至 5 月 30 日发行了 10 亿元的企业债券。这次发债之所以受到关注，是因为它有几个新颖之处。一是由中国建设银行上海分行提供了不可撤消担保，这是第一个由国内商业银行提供不可撤消担保的企业债券。这次发债的第二个新颖之处是，企业债募集资金用途方面突破了现行政策方面的相关规定。按照金茂公司有关部门负责人的说法，金茂是次发债主要是用于中国第一楼——金茂大厦的所谓债务置换，即用企业债券募集到的资金归还银行贷款和结清工程尾款。

对于金茂此次发债，传媒发出了一片跟风式的喝彩。然而，我们对包装在“债务置换”等时髦术语背后的实质颇为怀疑。

据金茂提供的数据，截至 2001 年年底，金茂的贷款余额为 24.18 亿元，贷款利率为 5.70%，每年仅利息支出就达 1.37 亿元，债务负担相当沉重。发行 10 亿元企业债券后（利率为 4.22%），每年财务费用减少 1400 万元。这笔减少的财务费用是金茂此次发债最重要的收获。那么，1400 万元的财务费用真的对金茂这样一家总资产 55.61 亿元，净资产 27.33 亿元的公司有那么大影响吗？值得金茂如此费力地争取国务院的特批吗？简单的计算是，1400 万的财务费用对金茂的净资产收益率仅仅发生 0.5%左右的影响。据此次为金茂债券提供担保的建行人士称，为金茂提供担保的主要目的是“留住优质客户”，但业内人士则认为，如果是优质客户，贷款利率绝对不可能达到 5.7%，通过各种技巧甚至可以将贷

款利率降低到与金茂债差不多的水平。换句话说，金茂通过发债在财务费用减少方面所获得的收益可能远少于每年 1400 万元，可见，金茂发债的目的并非像他们所宣称的那样，而是另有原因，或者债务置换根本就是一个幌子。从银行的角度讲，如果金茂真的是优质客户，他们为什么又要主动放弃这个优质客户以及它所带来的利润呢？要知道，中国所有的银行都在为巨大存差而苦恼，优质客户对于他们无疑是极其宝贵的资源。由此看来，担保方建设银行将金茂打扮成所谓“优质客户”，并不是出于真心，而仅仅是讲给投资者的一个好听的“故事”。

在金茂发债之前，金茂曾经发布过一系列利好，其中之一就是，“金茂大厦在 15 年之内就可以收回投资”，这个速度超过国外同类大厦一般 20-30 年的投资回收期。但根据我们计算，金茂如想在 20 年内收回投资的话，利润率至少要达到 8%，相当于每年要产生 4 亿元的净利润，而金茂 2001 年净利润仅有 4882 万元，以此基础计算，金茂大厦的净资产收益率仅为 1.78%，与 8% 之间的差距有四倍之多。而且，作为计算基础的金茂大厦 2001 年的净利润还是在上海地区写字楼租金达到顶峰时获取的，以后有没有这个利润还是未知之数。金茂所谓“15 年收回投资”的预测，不知如何计算而来？

值得注意的是，金茂的债券评级是 AAA 级。AAA 是信用评级中的最高级别，其安全性已经接近国债。基于我们对金茂企业债券的种种疑问，我们非常怀疑，中国目前的“AAA”究竟会有多少水分。这个疑问，不仅是出于金茂这个个案，而且是出于我们对目前中介机构执业水准和职业道德的普遍担忧。由金茂而其他，引出了中国企业债市场的另外一个重要问题：债信评级。

所谓债信评级，就是由债券评级机构对发债主体的财务情况及还本付息能力进行综合评估，并用符号加以表述的过程。可以说，债信评级是衡量发债主体的财务风险及债务兑付能力的一个至关重要的指标。

中国债信评级开始于 80 年代晚期，但是都由各地人民银行组建。1997 年前后，人民银行总行指定了 7 家具有评级资格的机构，以对企业债进行评级。目前，在中国企业债评级中市场占有率最高的是中诚信。

但正如中国其他领域的中介机构一样，中国债信评级市场也存在不可忽视的问题，信用评级业务完全是走过场，形同虚设，很难起到应有的作用。一个突出

的例子是，中国现在发行的所有的企业债券全部都是 AAA 级别。这种状况虽然与目前企业债券发行数量少有关，但还是遭到了投资者、券商甚至评级机构本身的嘲笑。

与国外评级机构出售评级报告以取得收入不同，中国的评级机构直接向债券发行人收取评级费用，这种情况使中国评级机构的独立性受到严重伤害。这种伤害还来自于银行及政府，因为几乎所有发行企业债的公司都与政府及银行有高强度的利益牵涉。企业债评级市场的激烈竞争，也使评级机构的公信力大打折扣。据了解内情的人称，一份几亿元的企业债券，评级费用最低可达到 5 万元。

所有这一切，都不能不使我们对债信评级机构本身的信用产生巨大的疑问。如果中国企业债市场在这个关键的问题上失足，那么，中国所谓新兴的企业债市场与垃圾债市场恐怕相去不远。所不同的是，垃圾债券的风险是明示的，而我们的企业债却是被包装着的。

第九章 刀刃上的舞者

中国金融体系的改革，在最近的十多年中，并没有取得明显的进展。其中所蕴含的巨大风险，并不是牺牲一批甚至是一代金融人所能化解的。当然，我们愿意相信，金融改革的迟滞并不是金融本身造成的，隐身于金融体制之后的，还有更具压迫性的体制力量。

1、金融家命运启示录

海南：失败的突围

河豚，一种剧毒鱼类，主要产于长江入海口一带，需要经过有经验的厨师经特殊方法烹饪方可食用。在江南，每年都有人因为食用河豚而丧命，但由于其味道鲜美，食客们仍前赴后继，趋之若鹜。

上海某郊县，一群朋友围坐在一起准备吃河豚。其中一位性急，举筷欲先尝其鲜，另外一位连忙阻止说：“还是我先来，万一有什么事情还可以为我们家留个香火。”说这话时，这位男子表情悲凉。

这位男子就是李建民，原海南赛格国际信托投资公司总经理，而那位性急者则是李的弟弟。其时，作为海南信托投资公司中的后起之秀，海南赛格国际信托投资公司被最终关闭的命运已经注定。接下来的，将是一连串的清算。对于近在咫尺的牢狱之灾，李建民肯定已经心知肚明，惟一不能确定的，是这场牢狱的期限。此情此景，也难怪这位曾经在海南金融界叱咤风云的人物在席间大发悲声。

听闻这个故事几个月之后，赛格信托案即告宣判：李建民被一审判刑 3 年。这项判决还同时判处李的两位助手万善颐、阮庆生有期徒刑 2 年半。这项由海口市新华区人民法院做出的判决称，在 1997 年到 1998 年，“海南赛格国际信托投资公司未经国家主管部门批准，采取超额发行、重复发行、变相发行的手段，擅自发行公司债券，数额巨大，后果严重，其行为已构成擅自发行公司债券罪”。

虽然我们无法详细索解赛格信托案的真实内幕，但可以肯定的是，李建民及其同事所重复的不过是中国金融界近年来一再发生的故事：利用模糊的规则打擦

边球，这实际上也是中国金融乃至整个改革一直沿用的核心潜规则。对于这个终于到来的判决，李建民应该感到庆幸，因为它毕竟没有与具有强烈政治化色彩的腐败联系起来。而这种特殊勾连在我们见过的金融案件中几乎成为一种惯例。如果是那样，李建民面临的指控将会严厉得多。

对于大多数人来说，李建民并不知名，但对于海南，对于中国的金融改革，2002年8月由海口这个区级法院所作出的判决，却具有十足的象征意味。这意味着，作为中国最大的经济特区，海南，正在悄悄地了结那场轰轰烈烈但却十分尴尬的巨大实验。事实上，早在1993年南方地产泡沫破灭的时候，海南的正剧就已经落幕。这场由海南发端然后又迅速燃及整个南方的地产狂热，差一点就导致了一次金融崩溃。据说，由于当时全国各地的资金争先恐后加入南方的地产炒作，许多内地银行都濒临关门的危险。相信，亲历过那场狂热的人们，都不会怀疑这种说法的真实性。当时中央银行头寸的紧张状况，为1949年建政以来之仅见。面对这种紧急情况，政府采取了严厉的处理措施，这也最终导致了从1994年开始的新一轮金融改革。从那个时候开始，在中国20多年的改革史中，海南即成为一个无人问津的遗迹，一个“其兴也勃，其亡也忽”典型案例（历史现象）。而最近几年陆续曝光的海南金融案，不过是那个时代就已经撞击出的历史回响。令人扼腕的是，这些回响大多是以当年英雄们的个人悲剧形式出现的。

现在的青年们已经很难体会到海南当年那种独特的精神魅力了。在他们眼里，海南不过是一处美丽的海滨度假地，那里不曾发生过任何惊天动地的故事。而对于我们那一代青年，海南简直就是一个圣地，曾经引发了中国改革之后最大的一次人口集中迁移，其主体成分是青年学生和青年知识分子。经历了80年代启蒙运动的一代理想主义青年，在遭遇到突如其来的幻灭之后，将海南这个带有神秘色彩的边陲海岛当作他们理想和激情的避难之地。于是，“到南方去！”，成为那个特殊时代最富魅力的选择。能够准确刻画这种魅力的，是我一位朋友的例子。这位从小到大都小心谨慎的上海孩子，在大学毕业分回上海一年之后，也被犹犹豫豫地卷入了去海南的潮流。在海南一个洗钱公司干了一年多之后，这位朋友还是做出了现在看来非常聪明的决策，重新回到了上海。现在，我的这位朋友早已经当上了上海一家老牌四星级酒店的老总，其时不过32岁。而那些死守在海南的同学们，许多仍然在海里艰难地漂着。

客观地说，这批青年人对海南的冲动是非常复杂的，其中既夹杂着强烈的政治热情，也包含了强烈的经济企图。所以，在 90 年代初期汇聚在海南巨大的喧嚣中，有一种声音一直不愿隐退，那就是：不仅要将海南建成中国的经济特区，还要将海南变成中国的政治特区。这样的人口成分与这样的信念，构成了海南独树一帜的改革模式。当时对海南很经典的一个概括是，深圳是西化的，但海南是中国的。对深圳的概括未必准确，但对海南的描述却非常到位。的确，海南是中国的，这不仅是指海南的主要经济成分是中国，更是指海南独特的氛围：它是由一群带有鲜明时代烙印的青年知识分子构成的独特世界。在那里，一群怀抱强烈企图心的青年知识分子以一种理想主义的姿态塑造着他们自己的独立王国。实际上，活跃在当年海南风云际会的舞台上的，正是这批急欲突围的年轻人。中国的特区大多选在传统行政体制控制能力比较薄弱的边远地区，深圳如此，海南亦复如此。此种原由，也为这些急于成就事业的年轻人提供了更多个人发挥的空间。但现在看来，海南并不具备成为任何一种特区的基本条件。海南，对于这批年轻人来说，只是一个灾难性的历史误会。这种历史的误会注定了，海南的辉煌将是短暂的。这一点在海南金融业上表现得尤其明显。

在中国所有的经济领域中，中国金融业的改革是最为滞后的。这虽然与金融业的特殊敏感性有关，但最主要还是受制于中国改革具有强大惯性的总体模式。出于这样的原因，在 1994 年之前，中国金融改革采取了与其他领域一样的所谓双轨制模式，信托业就是当时并立于传统金融体制之外的最大一根“轨道”。虽然从 1979 年中国国际信托投资公司成立开始，中国信托业几经整顿，并最终在这几年被彻底“推倒重来”，但在那个时期，信托业无疑是中国金融体制改革最“繁荣”的一个领域。换句话说，信托业是中国金融领域的一个最大的“特区”。两个特区加在一起，海南的信托业自然就成为“特区中的特区”。这种特殊的土壤，造就了海南信托业空前绝后的荣景。据我们统计，海南信托业全盛时期，海南的信托投资类公司竟然达到 21 家之多。这个数量让几乎所有的省份都瞠乎其后。在那时的海南，信托业就是金融业，金融业即是信托业。就连海南在 1995 年成立的唯一一家地方商业银行——海南发展银行，也是由五家当地的信托投资公司合并而成。信托业当时在海南举足轻重的地位由此可见一斑。然而，如此多的信托投资公司挤压在这个没有任何产业基础，没有任何地缘经济优势的狭小孤

岛上，其生存空间可想而知。不过，有了这一批极富想象力和充满激情的年轻人，奇迹是迟早要发生的。当时海南流传甚广的一句语录非常贴切地表现了这批青年知识分子旺盛的企图心：没有做不到的，只有想不到的。于是，海南的特区之“特”（可以炒卖地皮）与信托业的金融之“特”（可以大量融入资金）开始同时发挥作用。在资金大量聚集但又没有任何资源可以依凭的情况下，脚下的土地就成为惟一可以下注的筹码，一场史无前例的地产炒作“会战”就此登场。在海南及北海炒地最狂热的 1992 年，许多生怕错失机会的外地炒家，经常是直接驾驶装满现金的小车奔赴目的地。由于涌入的资金太多，当地银行的营业部经常出现 10 元面额的钞票（那时候还没有百元大钞）堆积如山的情形。这些地处边远银行的职员经常发出的一个疑问是：从哪里冒出来这么多钱？以现在的眼光看，那绝对是一场想象力与勇气的比赛。但在那个时候，已经没有任何东西能够约束这帮年轻人，商业经验的苍白和对经济的浅薄理解都不能构成障碍。在他们面前，只剩下辉煌的个人成就和豁然洞开的金钱诱惑。这一刻，海南如流星般短暂的辉煌及日后绵绵不断的痛楚同时铸就。而这其中，海南信托业居功至伟。在海南地产最狂热的时候，一位海南信托业的闻人曾经气壮如牛地发誓：要将海口所有的地皮都买下来。这句今天看上去无论如何属于商业噱头的豪言壮语，在当时却十有八九是发自内心的，其中底气来自海南信托业早期的巨大成功。在早期的地产炒作中，海南信托投资公司凭借其资金优势大发横财，资产规模在短时间内急剧膨胀。一时间，那些导演这些天方夜谭的金融家们，个个变成了点石成金的英雄，海南滚烫的土地上到处都有这样的传奇人物。笔者的一位好友当时曾经供职于海南省信托投资公司，他不止一次地向我提起这家只有 1000 万注册资本的公司在短短几年中快速发迹的神话，语气中充满羡慕与景仰。而让这个神话特别具有诱惑力的，是因为创造这些神话的，竟然是几个与我们几乎同龄的年轻人。显然，这并不仅仅是海信的神话，而是整个海南的神话。由海南信托业为主力所创造出来的表面繁荣一度被誉为“海南”模式，并在全国广受推崇。在一段不短的时间中，海南曾经作为与传统体制完全相反的另外一极而受到人们的顶礼膜拜。本人曾经亲眼见识过 90 年代初期上海商人对海南金融人的毕恭毕敬。当我上面提到的那位朋友奉命在沪上筹备第一家证券营业部时，上海当地人跑前跑后帮忙的热情表现，直到现在我还很难忘记。对于有浓厚优越感的上海人来说，这种发自骨子里

的尊敬是非常少见的。这也反衬出当时海南金融业带给人们的神秘和感召力。就在那段时间，笔者有幸与海信的一位副总共进过一次晚餐。谈吐之间，这位年轻副总所流露出的自信与见识，让人自惭形秽。不过，这已经是遥远的往事。在随后的年月中，我这位朋友所在的公司前后有两任老总携款潜逃，不知所踪。让人感慨的是，这种结局几乎是所有当年海南金融巨子共同的命运。除了我们上面提到的李建民之外，这个名单上还写着：

李耀祺，原海南港澳国际信托投资公司法人代表，2002年3月被海口市中级人民法院以贪污罪、挪用公款罪和私分国有资产罪判处死刑。该判决还同时判处苏国华（海南国际信托投资集团公司原总经理、副董事长）有期徒刑15年，判处霍文铭（海南国际信托投资集团有限公司原副董事长）有期徒刑13年，判处张澄光（海南国际信托投资集团有限公司原副董事长）有期徒刑13年。这个判决意味着，当年在海南威风八面的港澳帝国的主要人物几乎被一网打尽。

李耀祺领导下的港澳国际在90年代初期曾经创造出令人眩目的历史。其旗下不仅有电厂、鞋厂等各类实业，更有各类金融公司和上市公司，投资遍及南方几乎所有热点地区。由于在海南初期开发中所起到的重要作用，李耀祺曾经被评为“海南特区拓荒创业先行者”及“优秀企业家”。

但是，李被捕后的审计却发现，港澳亏损巨大，资产质量低下。与此同时，李个人的财富积累却达到7000万元。据说，李是1998年9月以“商谈相关工作”的名义从广州被诱至北京并最终被捕的。在长达3年多的时间中，海外曾经一度传言李自杀身亡。饶有意味的是，李耀祺是在离任后被逮捕的。这实际上表明，海南十年前的旧账仍然远远没有算清，千金散尽，掀起一场巨大的泡沫，但人却成了历史的抵押。

朱帮益，原海南南方信托投资公司法人代表兼总经理，1998年被逮捕，罪名是非法提供金融担保构成诈骗。荒唐的是，朱早在1991年即被人行海南分行暂停职务，但朱帮益却是在1996年为一笔1.18亿元的贷款提供担保的。同样荒唐的是，检方认定朱无权提供担保因而构成诈骗的理由竟然是，“从1991至1996年原人行海南省分行再没有对朱帮益的职务问题下发文件。”海南信托业当时混乱的情况由此可见。排除个人贪欲所起的作用，在导致海南金融家纷纷跌入深渊

的过程中，荒谬的制度安排实在难辞其咎。

在李建民即将宣判的前夕，一位非常熟悉海南早期情况并幸运逃过海南劫难的企业家告诉我，“海南当初的风云人物已经差不多抓完了”，语间充满隔世之感。说这句话的时候，他肯定已经注意到了，就在 2001 年年底，海南仅存的几家信托投资公司也被同时关闭。其中也包括在岛外颇有名气的海南华银和海南汇通。

种种迹象表明，随着海南最后一批信托投资公司的关闭，还会有更多当年的金融名人将陷入深渊，我们上面那个远不完备但已经足够让人唏嘘不已的清单将会进一步加长。不过，现有的事实已经足够可以说明，建立在特殊金融模式下的海南模式已经彻底崩溃。海南将从中国改革的中心舞台彻底退隐，重新回到它原来的边缘位置。海南，依然是那个美丽、迷人，甚至有点挑逗意味的边陲之国，是一个流放者孤独的歌吟之地。蓦然回首，我们开始懂得，海南曾经有过的重要意义，原本是为一种青春的想象力所赋予。

20 世纪 90 年代中期前后，在经过了漫长的等待和煎熬之后，许多青年知识分子包括我的许多朋友开始逐渐向内地回流。他们一部分开始重新回归那个他们曾经摒弃的体制，更多的人则是再也回不去了。他们要么留在南方，要么回到内地。但无论是哪种，有一点是共同的，他们主要是在旧体制中新生长出的灰色地带寻求机会，而这个灰色地带总是更多的与政治中心相重合。不过，他们不再是一个同质的整体了，他们被以个体的方式安放在一个个利益集团中。他们是分散的、无奈的、被动的，南方已经消耗掉了他们一生的激情。当然，崩溃带来的不仅仅是死亡，也同时带来了成熟甚至世故。实际上，现在不少在舞台上甚为活跃的民营企业都是从海南的废墟下爬出来的。他们今天的成功与在海南惊心动魄的历练是分不开的。但不知道他们是否意识到，他们有今天并非是由于他们更聪明，而是由于他们更走运。因为从严格的意义上说，他们一开始就是玩金融起家的，以后在内地的很多年里，他们仍然是准金融家，而他们今天的事业与当初海南的事业并没有本质的区别。惟一不同的是，他们逃离了海南——一个太容易水干见底的地方，而留在那个快速干涸的池子里的金融家们，则陆续被渴死了。更应该提醒这些过来人的是，他们实际上并没有上岸，他们仍然身处同一个模糊的体制之中，这个体制依然没有（甚至比海南时期更没有）清晰的规则，他们只能

凭直觉、本能、随机应变的机会主义智慧采取行动。所以，与过去相比，他们一点都不安全。

当初在海南，人们就是想利用制度的模糊而乱中取胜，但大多数人最终反过来被这种模糊所吞噬。在中国改革的词典中，特区的准确解释就是制度性模糊。它并不明确地告诉你可以做什么，不可以做什么，只有语义模糊的政策暗示，只有精明人对这种暗示的借题发挥，诚如那句著名的鼓励中所包含的意义一样，“要敢于闯、敢于试”，但如果闯出了问题，试出了问题，制度是没有任何责任的，最终的代价只能是当事人自己付。眼见着一批金融人成为阶下囚，一位信托业人士相当委屈地说，以前从来没有规定什么可以干什么不可以干，怎么到头来全都变成违规了？

虽然，在绝大多数情况下，许多当事人都是因为个人原因而利用制度空白故意试错的。但是，既然有制度空白，负主要责任的就不应该是当事人，而应该是制度制定者。而我们经常看到的悲惨事实却是，为了平息所谓民愤或者其他原因，当事人轻而易举地成为了最大的牺牲品。当然，我们非常清楚，在过去的很多年中，这种制度空白不仅为制度制定者偏爱，也为实际执行者所喜欢。但很显然，实际执行者的风险要比制度制定者大得多。而我们在海南金融人士的个人悲剧中所看到的，正是这样一种畸形的风险收益比例。一些人赌赢了，更多的人却被埋葬。赌赢的人未必明天还能赢，而赌输的人却永远被埋葬了。遗憾的是，我们今天仍然生活在这种悲剧的阴影之中。但愿，在牺牲了无数人之后，人们会越来越清醒地意识到，公平和清晰的规则，不仅有益于经济的长期发展，更直接关乎我们个人的旦夕祸福。

从总体上看，海南模式，是中国整体改革模式与中国第一阶段金融改革模式在海南这个特殊时空上的一种混合。在这个意义上，海南模式并不特殊，它在其他特区及内地大城市都不同程度的存在着。而这种模式之所以在海南被发挥得如此极端，则主要是因为海南当时特殊的人口构成。虽然在海南的实验中，也有一些如李耀祺式的旧官僚，但其主体仍然是我们前面所提到的青年知识分子，这其中不乏优秀的金融才俊（虽然他们还远远不是金融家，但他们在当时非常罕见的专业背景使他们比别人更有希望成为未来的金融家）。经验的缺乏与激情的过剩

都很容易使这些年轻人失控。与大部分旧式官僚不同的是，这些年轻人对海南的激情并非完全出于对金钱的冲动，然而，在极短的时间中，这批意气风发的年轻人就与旧官僚殊途同归，实在让人慨叹体制无所不在的强大同化力。这也是为什么我们一想到海南，就特别伤感的原因。的确，在决定个人命运的所有因素中，较之于制度，个人的才智、性格及修养，实在太过渺小。制度无常，命运即无常。

如果说海南模式有什么特别之处的话，那就是海南实在太脆弱了。无论是基础设施、产业基础、地缘条件，海南都无法与其他特区及内地其他大城市相比，而金融根本无法脱离这些基础而单独繁荣。就像我们已经看到的那样，虽然海南的金融人在地产泡沫崩溃之后，也曾作过艰难的挣扎，并将业务伸向内地和其他诸如证券之类的新生领域，但无奈海南大本营的资源实在过于贫瘠。所以，这种模式才在海南崩溃得如此迅速、如此彻底。但这并不意味着这种模式在其他地区不会崩溃。实际上，最近的迹象已经显示，其他特区和内地大城市正在面临同样的困窘。以这个角度观察，那些在中国其他地区从事同样金融冒险生涯的金融家们，不过是走运的时间更长一些。他们偷吃了河豚，却没有死去。但很显然，这只是一种巧合。

十多年了，我们被大潮裹挟着东奔西走，左冲右突，从未有时间仔细端详我们的过去。十年的时间只是历史的一刹那，但对于我们这一代，对于中国改革，海南短暂的历史却显得格外凝重。远远的回头望去，那些被埋葬在废墟之下的昔日英雄，就像陈列在改革祭台上的祭献。在中国，这或许是一个必然的仪式，但没有什么仪式比这更原始、更让人不堪回首了。

上海——深圳：边缘的游走

在讨论培养金融人才这一话题的时候，一位朋友很黑色地幽默道：金融人才都在监狱里。

仰融：看不见的金融家

从 1993 年年中实施的紧急宏观调控开始，中国的金融改革即进入第二个阶段。虽然这个阶段在金融的宏观体制方面作了某些新的尝试，比如设立政策性银行、外汇体制改革等，但从总体上说，这一阶段的金融改革仍然服务于中国改革

的整体思路，表现出渐进和不透明的鲜明特色。这与第一阶段的金融改革在精神上实际是一脉相承。不过，在这一阶段中，中国金融领域衍生出一块更大的体制外生存空间——中国证券市场。与当初局限于某一区域的信托业相比，中国证券市场不仅是全国性的，而且其聚集资金的能力也远远超过当年的信托业。以今天中国证券市场动辄几千亿的进出，当年的信托业简直就是小打小闹。毫无疑问，这是一个更加让人眼热心跳的巨大舞台。于是，一批老英雄和一批后来者，在这里开始了他们更加宏大的淘金之旅。由于传统行政官员对证券市场几乎完全无知，所以，在这个舞台上尽情舞蹈的又是一批年轻人。

仰融，中国资本市场最神秘的人物之一。其神秘倒不是因为积累了号称 70 亿的身价，而是因为在这个在我们眼皮子底下成长起来的富豪，我们对他的过去竟然浑然不知。以至于有人猜测，仰融原本不姓仰，因为在中国姓氏中根本就没有“仰”这个姓。仰融这个名字是后来改的，其意为“仰慕金融”。这位人士进一步发挥想象力猜测到，仰融曾经因为某种特殊原因而整过容。虽然，对这种传言的真实性，我们必须保持必要的怀疑，但在一个透明程度仍然止步于传统社会的舆论环境中，小道消息的流传是非常容易理解的。实际上，今天这种对仰融们莫衷一是的传言，正是对我们的公开舆论长期缄默的一种历史报复。我们现在看到的有关仰融的简历是如此残缺：仰融，45 岁（？），安徽人（？），西南财经大学经济学博士（？）。之所以一一加上问号，实在是因为我们无法考证这些最基本的事实。在 2002 年 1 月发表在《经济参考报》上的一篇我们认为比较可信的文章中（这是惟一一篇似乎直接采访到了仰融本人的访谈），作者在介绍仰融的籍贯时，也只是称：“经国外专业调查公司查证，籍贯安徽的仰融与中国政要们没有任何亲属关系。”很显然，这种介绍方式非但不能撇清人们对中国富豪惯有的背景联想，也同时表明作者对这个问题并无真正的把握。一个在中国资本市场拥有数家上市公司的公众人物，其最基本的情况竟然要靠外国调查公司提供，这不仅与信息披露的基本原则不符，更远远不能满足公众的好奇心。在中国，新富阶层的麻烦，经常发韧于公众这种带有强烈民愤色彩的好奇心。仰融深谙这种国情，所以仰融明智地保持了将近十年的低调。这种风格与中国许多暴发户愚蠢的炫耀冲动形成了鲜明的对比，足见仰融超凡的克制与冷静。不过，仰融还是出事了。

2002 年 4 月之后，有关仰融出事的消息，一直是中国资本市场上一个最热门的话题。小道消息无奇不有。有人说仰融已经被有关部门“双规”，也有人说，仰融已经远走他乡，避走于美国、加拿大一带。最有想象力的猜测是，仰融正在有关部门的严密看守之下，在缅甸一带清收资产，因为仰融在当地设立了多家洗钱公司。铺陈如此具体的细节，猜测者肯定是想证明消息的可靠性和权威性。猜测归猜测，但苏强——这位追随了仰融十多年的左膀右臂，还是间接证实了老师的下落。在一次采访中，苏强说，我很尊重仰总，我们这帮年轻人都是仰总带出来的……但我们是职业经理人。话语中替恩师惋惜，与恩师告别的意思已经一目了然。以苏强与仰融几乎一样的沉稳性格，这句话其实已经证实，仰融出事了。这批在混乱时代追随仰融并逐渐完成了原始积累的后生们已经意识到，他们必须挥别过去，在一个新的时代成就他们更加名正言顺的宏图伟业。毕竟，他们还年轻，有着同时代人根本无法企及的金融及管理历练，有比恩师传承的更加可为的事业前景。然而，混乱时代真的结束了吗？苏强们的职业经理人之梦真的可以就此开始了吗？游戏规则真的已经天翻地覆了吗？恐怕到目前为止，这依然只能是苏强们的一种个人愿望。作为华晨神秘内幕的见证者，苏强们肯定已经忐忑地意识到，历史并不能轻松割断。这大概也是苏强们——这批青春岁月即遭逢混乱时代的青年们无法摆脱的特殊困扰。混乱造就了这批年轻人，恰如造就了他们的仰总，但混乱会毁掉他们吗？这究竟是幸，还是不幸？

那么，仰融与华晨究竟有什么样的不为人知更不愿为人知的历史呢？

就我们现在所能知悉的公开材料，仰融的华晨帝国发端于两个公司，一是 1990 年注册于百慕大(Bermuda)的“华晨控股有限公司”(Brilliance Holdings Ltd.)。仰融以董事长身份代国家国有资产管理局持有 100%的股份。第二家则是 1991 年 2 月注册于香港的“华博财务公司”(Broadsino Finance Co.Ltd.)，出资人为仰融及郑金海，仰融占有股权 70%。以这两家公司开始，仰融开始了气势恢宏的金融跋涉。现在熟悉资本运作的人们大多已经知道，在百慕大成立公司意味着资本运作的第一步。但在 1990 年，这个即便是中国金融专业人士对这类操作也相当陌生的时期，仰融就有了这种不同寻常的眼光。这个事实足以说明仰融是中国资本市场最早的觉醒者。而仰融在其后一系列稳健而成功的操作更进一步证明，仰融不只是一个敏锐的先行者，而且还是一个老练的金融资本家。实际

上，在仰融之后的黄鸿年所缔造的“中策模式”，虽然更为轰动和知名，但远远没有仰融成功。而 90 年代中后期在中国资本市场诞生的所谓庄家，与仰融相比，更是等而下之。从专业角度讲，仰融的确是一个不可多得的金融资本家。不过，这种天赋并不是华晨成功的惟一因素，更不能保证仰融能够继续做他的金融家。决定仰融命运的还有仰融不能回避的“出身”。

已经有许多人注意到，仰融的履历中有让人非常疑惑的残缺。他的履历总是从 1990 年开始。那么，在这之前，仰融在干什么？按时间推算，1990 年的仰融应该只有 33 岁。为什么 33 岁的仰融即具有如此广泛的国际视野？为什么仰融在那个时候即能够轻松游历世界？这就为仰融的神秘提供了某些可以追寻的线索。据我们直接采访到的一位策划了华晨在美国上市的当事者回忆，在他被介绍与仰融认识后不久，仰融曾经给他放过一段很有“背景”的录像，以显示自己的树大根深。不过，此后的仰融一直低调，人们也就逐渐忘记了华晨的这些特别之处。此种特殊的“国有出身”，大概就是仰融和华晨的“原罪”。虽然仰融一直声称，在华晨的“奇迹”中，国家没有投一分钱（站在仰融的角度，这可能是对的），但仰融可能忘记了，直到今天，他的这种“特殊出身”依然是可以卖钱的，又何况在 90 年代初期呢？换句话说，作为金融家的仰融如果没有这种特殊身份，他能够顺利地贷到款来取得他的第一桶金吗？如果没有第一桶金，仰融又如何能在以后大展其金融天才的身手，并逐渐建立起他的华晨帝国呢？没有这种“特殊出身”，仰融又如何能够在十年的资本运作中如此顺风顺水呢？我们倾向于相信，仰融已经在账目上还清了所有的原始贷款，拥有比较稳健的财务状况（这在中国地下的私有金融家中可能是非常少见的），但站在赋予仰融“特殊身份”的那些国有部门的角度讲，仰融还远远不能是一个干净的“私有者”，赋予仰融以特殊身份，即是赋予了华晨巨大的无形和有形资产。在这些人看来，仰融的这些成就应该归属于某种“职务发明”行为，仰融个人的努力和天赋是微不足道的。而仰融恐怕很难这样看待自己的这些成就。然而，中国社会目前被贫富悬殊以及制度性腐败所激发出来的愤怒情绪，恐怕对仰融的这种自我申辩非常不利。这大概是一个打不开的死结。棘手的是，发生在仰融身上的这种产权纠葛，并不仅仅是仰融所独有。仰融代表的不仅仅是仰融，而是一批人。在这个意义上，仰融实在是一个符号，一个准确反映了中国改革 20 多年“地下路线”的符号。仰融戴上了

一顶特殊而且脱不下的红帽子。

确实，这顶特殊的红帽子曾经给仰融及华晨带来过特殊利益。有媒体查证，1999年3月，华晨曾经在几天之内火速成立了“珠海华晨控股”。在极力保持了多年的低调之后，仰融突然调转枪口杀回国内，很明显是冲着国内的资本布局而来。1999年3月，正是中国证券市场“5·19”行情发生的前夜，是中国证券市场政策发生根本性转折的关键时刻。如果这不是巧合的话，那就只能证明，仰融及华晨的消息已经准确到了令人难以置信的程度。仰融在国内的根基由此可见一斑。不过，到今天，仰融恐怕要为当初的决策后悔了，真所谓成也萧何，败也萧何，这就好比在一个巨大的老鼠仓上下错了注。在一次接受记者采访时，仰融曾经提到他与宝马董事长相谈甚欢，他将这种彼此投缘归结为他们的共同之处：用自己的钱心疼。但现在看来，仰融对华晨的产权归属还是过于乐观了。

在中国证券市场上，还有许多如仰融的地下金融家。这其中包括我们熟悉的这个系那个系，也包括许多我们可能完全不知其姓名的“厉害角色”。虽然这些人都声称他们有这样和那样的实业基础，但明眼人看得很清楚，他们实际上都是地地道道的金融家。这固然是中国大量民营企业一直以来的基本生存状态，但就真正的实业基础以及财务状况而言，他们大概很难与仰融的华晨相提并论。以此判断，他们面临的处境丝毫也不坏于仰融。不过对于这些地下金融家们，目前真正的危险可能在于，如果不能迅速地从制度上舒缓中国中下层的民生痛苦，他们就可能沦为汹涌民意的发泄对象和短期镇痛措施的牺牲品。在中国的文化中，反腐败从来就是被指向个人，而不是制度的，目的是牺牲个人而保护制度性利益。虽然这些金融家们一直是这种制度性利益的受益者，但他们应该悟到，混乱的时代可能成就他们于一时，也完全可以置他们于非命。因为在这个时代中，法律的执行可能完全取决于形势的需要，取决于关键人物的好恶，甚至取决于台面下的私相授受。

现在，在我们还未来得及看清仰融的真实容貌时，我们却看到了他远去的背影，像一名神秘的过客，也恰如我们这十多年。

管金生及同行们

与仰融们不同，管金生代表了中国证券市场上的另外一类人物。他们有体制

赋予的合法的金融家身份，但却在从事体制外的边缘金融事业。或者换句话说，他们从事的是未被体制明确规定界限的所谓创新工作。这可能是这类金融家们独特的工作风险。问题的关键还在于，这些金融家们不仅是在从业务创新，而且实质上也是在从事某种体制创新，他们的行为具有鲜明的跨体制特色。在这样的情况下，我们究竟是以体制内的原有规范来界定他们的行为，还是以体制外的规范来判别他们的罪与非罪，就成为一个非常困扰的问题。因为，在一个全面失范的体系中，我们已经失去了统一的评判标准。将他们定义为罪犯是很容易的，将他们塑造成英雄也同样容易，实际上，不光是他们，我们所有人都处于这样一个翻手为云、覆手为雨的时代。这不仅是我们这些评判者所面临的困境，更是这些当事人所面临的困境，在体制中如囚徒般无力的管金生们的人生挣扎由此而来。

管金生，男，1947年5月19日生，硕士文化程度，原上海万国证券公司总经理，1997年2月被上海市第一中级人民法院以受贿等多项罪名判处有期徒刑17年，现被关押于上海非常有历史的提篮桥监狱。从1995年5月19日被逮捕时算起，管已在高墙中度过了9年。9年，中国证券市场已经天翻地覆，大多数人也早已经忘记管金生。只有在申银万国证券公司这个奇怪名称的背后，我们才能依稀看到管金生当年的峥嵘岁月。看到今天的中国股市，不知管金生会想些什么？惟愿他已经心如止水，毕竟他还有数年的铁窗生涯。到那个时候，管将是年近古稀的老人，一切都将与他无关，甚至包括生命。

有业余的堪舆专家曾经对我说，管金生面相不佳，遂有“327”之祸。不过，在管金生的悲剧中，我们看到的更多的却是有迹可寻的体制局限，而不是乱力怪神的无情捉弄。无论从哪个角度讲，“327”都是一场赌局，但这场赌局的发生并不是管金生个人可以左右的。当人们无力左右制度的时候，我们往往容易将灾难归咎为当事人的性格缺陷。但可以肯定，这只是对制度一种惯有的绥靖。具体到“327”，我们可以问，如果管金生即将输掉的20亿元人民币不是国有资产，管金生还会如此狂热吗？如果万国当时的决策权不是管金生一人独揽，而是有较为健全的治理结构，万国会在一夜之间输得干干净净吗？如果……无须所有的条件都一一具备，只要一条具备，管金生与万国的结局就可能大相径庭。虽然，我们很难排除在这场灾难性赌局中，管金生个人性格所起的作用，但人之所以为人，

就是因为他有缺陷。体制应该尽量限制这种缺陷，而不是放大这种缺陷。但很显然，在“327”事件中，我们看到的是后者。进一步说，如果将体制缺陷及个人性格共同造成的灾难，完全归结为个人责任，则肯定是出于对制度的无知和人性的险恶。当然，从“327”管金生失控的表现中，我们发现，管既不是一个好的行政官员，也远远不是一个称职的金融家。他仅仅是一个与时代同步被时代局限的乱世英雄。但这并非都是管金生的错，他不过是被时代推上了这个位置。不过，对于管金生来说，最滑稽的可能是他的罪名。谁都知道，管是由于“327”所导致的巨大亏损而惹祸的，但他的罪名却是受贿及挪用公款，如此张冠李戴，也难怪管金生不服。管金生在庭审中的姿态很能够说明他对这次判决的态度：他坚持不请律师，也不接受法院指定的律师。

在中国证券市场短暂的历史中，管金生和万国无疑象征着一个时代，接下来的是君安和张国庆时代。然而，这又是一个短命的时代。

在1996年发起于深圳股市、时间接近2年的牛市中，张国庆率领的深圳君安证券公司大出风头，一举奠定中国证券市场的霸主地位，人称“君安时代”。但无论从哪个角度看，所谓君安时代，都只是中国证券市场江湖上的一种名不副实的传说。实际上，据君安知情人称，在1995年年底，君安已经发生巨额亏损，财务状况极端恶劣，接近破产边缘。在这个意义上，96年并不是君安发动了行情，而是行情挽救了君安。而在这个也许是中国证券市场最大的牛市之后，君安的财务状况也没有根本好转，这一点，在君安后来与国泰合并时提供的审计报告中可以看得非常清楚。讽刺的是，这与“5·19”行情之前以及今天中国券商的情况极其相似。也许有些人会觉得奇怪：大牛市的利润到哪里去了？其中原因其实非常简单，大牛市的利润都通过证券公司这个洗钱机器被转移了。所以，君安时代不过是中国证券市场资产大挪移的一个段落，而君安作为一个新锐券商，也只能是这个魔术舞台上的布罩。

谈君安不能不谈到张国庆。张国庆，湖北人，出生于1956年，曾任人行深圳分行证券管理处处长。这个与仰融一样有着谜一样身份的人物，在1992年创办君安证券公司，并担任总经理。其后，君安在张国庆的领导下，成为国内最具创新意识的券商，一时领风气之先。对于君安的背景，坊间传说甚多。以至于有

人将“君安”两字不无附会的拆解为军队（君）和安全部（安）。虽然对这种猜测我们根本无法确证，但君安股东中的确有军队单位。这也多少证明，这种猜测并不完全是空穴来风。有海外媒体曾经报道，君安出事后，中国国家审计署有关工作人员在前往深圳君安核查账目时，曾经遭到该公司具有部队身份的保安人员的阻拦、扣押和强行驱逐。而君安公司在业务上与军队公司之间的频繁交往，也可以作为该公司复杂背景的一个佐证。但不管君安背景如何复杂，它依然带有转型期中国企业普遍具有的那种“暗箱”特征。这种暗箱特征在下面的一个例子中可以看到。

笔者的一位朋友曾经在君安总部的财务部门任职。当时君安一位高层人物曾非常神秘地托付这位朋友保管一个他的个人股票账号。于是，这个账号便成为这位女士观测老鼠仓动静的一个重要窗口。但奇怪的是这个账号很少有动作。有一天，这个账号终于有了动作，这位女士马上兴冲冲地跑来告诉我们。但让诸位老乡扫兴的是，这只股票不仅不动，而且每天放量小跌。其时，97年的行情已经接近尾声。这个时候大家才最终明白，君安高层以一个当时最翻新的方式让大家吃了套，老鼠仓变成了老鼠套，而真正的老鼠仓是决不会让你看见的。虽然君安在当时的券商业务上有不少创新，但君安在私下的创新也实在不遑多让。

不过，最能体现君安创新意识的，还是张国庆在处理产权方面的技巧。如果说管金生犯的还是纯粹国有企业的错误的话，那么，张国庆的失误，就更加具有某种与时俱进的特征——一种在管金生之后越来越流行的“公私合营”企业的错误。导致君安出事的直接原因是，张国庆及杨骏等君安高层通过一系列复杂的股权操作，将君安装入了自己的口袋。这最终引爆了“君安之变”。然后，张国庆失踪（一说为被捕），杨骏及多名君安高层被捕。不知张先生今日无恙否？如果他今天能够重战江湖，他一定是中国证券市场大大的红人，因为他当初对君安的操作，正是现在中国证券市场如火如荼的MBO。不仅有人做了，而且还有更多的国有企业正准备做。在这一点上，张国庆绝对是中国吃MBO螃蟹的第一人。可惜的是，张先生这一口吃早了两三年。短短几年，政策已经面目全非，张国庆有一万个理由感叹自己的运气太差。一位张国庆早年的司机曾经告诉本人，张国庆很相信面相，也凭面相提拔过君安的多位高层。相信经过君安之变，张国庆恐怕要“灵魂深处爆发革命了”，对体制无常之痛也当刻骨铭心。

在写作此文时，有朋友告之，张国庆等人已经出来了，也不知是真是假。但君安高层出事已经多年，一直不见正式的审判或释放的消息，倒是颇为蹊跷。看来，中国证券市场依然在黑箱中徘徊。

如果张国庆真的获得了自由，那么他曾经的同事，湖北证券董事长陈浩武的命可要差得多。陈在 2001 年 6 月已被检查机关提起诉讼，罪名铁板定钉：受贿。不管金额多少，这个罪名一旦成立，陈浩武恐怕都很难翻身了。虽然 20-30 万的金额与陈浩武对湖北证券的贡献比起来实在不算什么，也因此有内部员工将陈比作红塔的褚时健，但既然拿了钱，陈只能自认倒霉。

与中国证券市场许多第一代创业者不同，陈浩武具有典型的学者形象：儒雅、斯文，在湖北当地是一位颇有影响的经济学家，以著作等身、廉洁奉公、思想新进而著名。据说，正是由于这些原因，陈在证监会也颇能搞得掂，吃得开。更有意思的是，陈还是中国第一位提出要追求阳光利润的人。以此观之，陈大概是一个货真价实的博士。然而，就是这样一位 1991 年 39 岁时就担任湖北证券董事长，已经成功规避了种种凶险的读书人，也最终蹈入了陷阱，不能不让人感受到这个新兴行业无所不在的高风险。

管金生、张国庆、陈浩武代表了中国证券市场不同的时代，不同的路数，但却不约而同地踏入了同一条河流。那么，他们的后来者呢？

中国很有智慧的经济学家谢平先生曾经将 1997 年之后划分为中国金融改革的第三阶段，并将此阶段的核心内容明确定义为整顿金融秩序，防范金融风险。但仅从证券市场的情况看，这个风险似乎越防范越大，公正和透明的秩序离我们还非常的遥远。亚洲金融危机虽然使我们半夜惊醒，但我们却服下了一颗安眠药。显然，我们并没有因为危机而早起。“5·19”直到今天的事实表明，中国证券市场还远远没有走出混乱的年代，在这个乱局中冒险闯荡的老老少少的金融家之中，恐怕还会出现更多的管金生、张国庆、陈浩武。而今天中国券商比之从前有过之而无不及的艰难时世，实际上已经充分暗示：中国金融家的失踪和“阵亡”名单还会成批量地增加。

体制内：政治的金融

朱小华出事后，一位在港的红筹公司老总称：我们活在刀锋上。

1996 年 11 月，朱小华赴港履新，出任光大集团第三任董事长。对这位年仅 47 岁，但已经具有中国金融系统完整履历的技术官僚来说，光大可能是他更上层楼之前的最后一次外放。虽然他还是一名地地道道的体制内官员，但香港毕竟给了他更大的个人发挥空间，所以，他要利用在光大的机会，放手一搏。然而，朱小华没有料到，光大之任，竟成为他仕途及职业金融家生涯的最后一程。

1999 年 7 月，朱小华回到北京，一下飞机即被中纪委“双规”。其时，朱在光大董事长任上不足三年。此后的朱小华如人间蒸发一样杳无音讯。

2002 年 8 月，事隔 3 年之后，朱小华失踪之谜终于尘埃落定。一则 2002 年 8 月 15 日发自新华社的消息称：“近日，中央纪委、监察部通报了中国光大(集团)总公司原董事长朱小华严重违纪违法案件的查处结果。经党中央、国务院批准，中央纪委、监察部决定给予朱小华开除党籍、开除公职处分。”随后的几天中，朱小华案以超级速度开庭审理。朱小华被控犯有受贿罪，且“数额特别巨大”。

有知情者描述庭审情景时称：朱小华在法庭上神智清楚，表情平静，并全力反驳对他的指控。但起诉书上的一句“数额特别巨大”已经明确无误地显示，朱小华已无回天之力。这意味着，中国金融界又一颗耀眼新星就此陨落。当然，他并不是最早陨落的一个。

朱小华，浙江鄞县人，1949 年出生。1966 年 17 岁时下放北大荒。1977 年回上海，进入上海银行系统，正式开始他的职业金融生涯。与当时所有被耽误了大学之梦的年轻人一样，朱小华一边工作，一边开始进入上海财经学院夜大上学。朱小华这个不起眼的夜大学历，在博士如林的中国金融新秀中，显得格外奇特。不过，这也显示了朱小华与众不同的基层经历。的确，朱小华是从基层一路打拼上来的。他曾经做过人行上海分行金融研究所的副所长（实际上最初只有 3 个人），然后是处长，再然后在 20 世纪 80 年代末期成为上海人民银行的副行长。正是在这个副行长任上，朱小华时来运转，开始了他从一个地方官员跃升为中央级官员的关键转折。此后，朱小华进入了作为候补阁员必要的储备及快速升迁时期。他先是出任新华社香港分社经济部副部长，以增加必要的海外阅历（朱曾经担任过上海人民银行外汇管理处的处长），然后于 1993 年 7 月直接升任中国

人民银行副行长并于 1994 年年初开始兼任外汇管理局局长。很显然，取得这个位置意味着，朱小华已经成为当时政府中最重要的成员之一。

朱小华的噩梦始于光大任上。光大，作为最老牌的红筹公司之一，其人事关系之复杂、资产质量之低下，可谓水深浪急。本人一位在光大任职的同学，曾经参与过光大内部一个资产及人事摸底的临时小组。在了解过一些情况后，他非常坚决地放弃了后来的机会。在问到其中原因时，他只说了一句话：光大这个地方，水太深。由此可见，虽然在香港，朱小华面对的环境约束，一点都不比他呆过的其他地方好。其风险程度甚至远甚从前。而对于香港这个市场，朱小华虽然也有出任新华社香港分社经济部副部长的短暂历练，但这毕竟还是一个陌生之地。但朱小华还是出手了。

在短短的一年多时间中，朱小华在光大展开了一系列的并购活动，扩张势头十分迅猛，其势汹汹，颇有让光大脱胎换骨的味道。时值香港回归前后，炒家借势发力，光大系股票扶摇直上，成为红筹股中最热门的炒作对象。一时间，朱小华变成红筹公司当之无愧的形象代言人。有香港媒体更直接将此归纳为所谓“朱小华热”。一个事实可以证明朱小华当时在香港炙手可热的显赫。九七前后，笔者一直呆在深圳，印象中经常可以在香港各大电视台节目中看到朱小华和光大系的新闻。

从专业角度讲，无论是快速并购还是股市热炒，朱小华已经卷入了一场很不理智的亢奋。而从政治角度看，朱小华这种惹眼的出镜活动就更加不合时宜。有趣的是，在内地多年的职业生涯中，朱小华一直是以克己、低调著称。虽然他思想活跃，但决不激进和张狂。一个真实的故事可以证明朱小华这种谨慎作风和良好的风险控制意识。90 年代早期，上海股市初创，但已经相当狂热。就在即将离任之际，朱小华在《上海证券报》上发表文章，直指股市市盈率过高。文章一经发表，股市即告大跌，惹得当时主管的副市长直接询问此事。一位亲历过此事件的朋友回忆说，直到现在他还叹服于朱的理论说服力。而在那个时代的上海股市，能够保持如此清醒头脑的人恐怕就更加少见。据说，在光大的朱小华变得十分霸道，这种形象与他早年同事印象中的谦和、平易，似有天壤之别。然而，经过多年艰苦跋涉，险峰在即的朱小华已经顾不上那么多了。

很明显，在香港，朱小华已经变成了另外一个人。我们很难判断，朱小华在香港的高调作为，究竟是出于一个金融家的金融理念，还是出于一个政府官员的政治理性。不过，在中国，哪怕是一个纯粹的技术官僚，大概也很难把持住自己的政治冲动，而这种冲动，已经彻底淹没了朱小华作为一个职业金融家应有的稳健立场和风险控制意识。

现在已经非常清楚，无论是在政治上，还是经济上，朱小华在光大的冲动表现，都是他整个人生中的一个致命的败着。在这里，我们仿佛又看到了管金生的影子。于是，同样的灾难刹那间降临。不过，从朱小华的灾难中，我们看到的，更多的不是一个优秀金融家的夭折，而是一个活生生的关于人的悲剧。朱被“双规”之后，其妻任佩珍在逃往美国后自杀，其在美国念书的女儿朱蕴受到极大打击，精神几近崩溃。一封我们认为可以采信的家书，可以更真切地让我们感受到这个个人悲剧的彻骨。下面是朱小华在狱中给女儿的一封信。

朱蕴：

我想你是收到了我的传真。圣诞节到了，马上又是千禧年，这是一个值得庆祝的日子。今天通过传真算是寄张圣诞卡，和你说上几句话。总之，我是十分想念你的。希望你能愉快地度过节日和休假。你也应该向长辈们问候一下。利用假期，你应再把功课好好温习一下，以迎接最后一个学期的学业。什么也不要多想，最后的冲刺要抓好，不要半途而废。我一直强调，自己的前途在自己手里，不是别人的恩赐或受谁的庇荫。我不会再给你压力，只要你能以正常的状态投入，问题是不大的。

我的身体和精神均好，请不要挂念。

圣诞节和新年快乐！

爸爸

以朱小华狱中度日、生死茫然的绝望境况，尚能对女儿的学业督促得如此严厉，看得出朱的确是一个事业企图心极强的人物。但惟其如此，我们才更能够感受到人性伟大和温暖的力量。一句“我是十分想念你的”，虽然充满克制，但却悄悄流露出了朱小华作为一个人的、难以泯灭的舐犊之情。而这，可能已是维持

朱小华及朱蕴父女在这个世界上继续走下去的惟一精神脐带。这当然是一个悲剧，一个关于人的悲剧。无视这个悲剧，一个民族的精神、制度离开文明的距离就相当遥远。

将朱小华与十恶不赦的腐败分子联系起来是非常简单的，但这只能表明我们民族的健忘。因为朱小华这个名字所隐喻的，是一个异常庞大的群落。且不论这十几年中国金融系统如过江之鲫的失踪、入狱人员，仅与朱小华同一级别的年轻高官，就还有王雪冰、李福祥、段晓兴等多人。

王雪冰，1993 年出任中国银行行长时年仅 42 岁，比朱小华升任同一级别时还年轻两岁。虽然出身工农兵学员，但风云际会，使王雪冰有机会很早就来到纽约这个世界金融中心。由于其在纽约表现出了杰出的交易员才能及长袖善舞的交际能力，遂得以步步高升，直至中国银行行长。在 2000 年转任中国建设银行行长两年多之后，王雪冰被撤职。无疑，王雪冰的人生已经就此断送。

李福祥，曾经与王雪冰在中国银行共事，1998 年 45 岁时即担任国家外汇管理局局长，2000 年在北京一家医院跳楼自杀。虽然官方对李的死亡事件未有任何公开披露，但绝大多数观察家认为，李的自杀与某些复杂的经济案件有关。

相信，随着中国严重金融问题的逐渐暴露，还会有更多的人被添入这个名单。

与我们前面列举的所有人物不同，朱小华、王雪冰、李福祥代表了这十年来中国金融家中另外一批截然不同的人。他们身在体制内，决定性的人生经验都在体制内完成。这就决定了，虽然他们都有某种专业背景，但本质上仍然是官员，而不是金融家。所以，这批人的腐败，就绝不仅仅意味着金融家的腐败。在绝大部分时候，我们看到，他们的失足与其他官员并没有什么两样。赤裸裸的贪污、受贿和渎职成为他们身陷覆辙最具标志性的原因。虽然在某些特殊场合，我们不能排除这些金融人才倒霉的其他因素，但无论如何，他们总是被人抓住了把柄。许多外国观察家在对中国金融家表示同情的时候，总是认为导致这些人最终掉进陷阱的原因，是因为他们作为金融家的收入太低。但他们究竟是金融家，还是政府官员？这显然是一个极大的问题。在中国，很多规则都是模糊不清的，微观到鉴别一个金融家的身份。这经常被许多人称之为中国人在 20 年改革中所表现出的独特智慧。然而，看看这些金融家们的悲剧，你能相信，这是真的吗？

导致这些金融官员翻船的另外一个原因是，虽然身为金融官员，但这批体制内的金融人实际上相当缺乏必要的市场磨炼。一旦进入真正的市场，他们的许多理论错觉就会经受到市场的严峻挑战，作为一个行政官员对市场的极度不适应症状随之而来。朱小华在香港的失败，就是一个生动的例证。也正是在这个意义上，我们很难将朱小华们看作真正的金融家。如果朱小华们不是真正的金融家，那中国还有金融家吗？是的，只要你去看看中国国有银行的现状，你就会发现，那里根本就没有诞生金融家的土壤。在那里，中国的银行更像是一个行政机关，而不是一个商业机构。它们的行为更多的是出于政治考虑，而不是商业考虑。这种尴尬实际上也深刻反映了，中国核心金融体系的改革，在十多年中，并没有取得明显的进展，完全不值得认真评价。其中所蕴含的巨大风险，并不是牺牲一批甚至是一代金融人所能化解的。当然，我们愿意相信，金融改革的迟滞并不是金融本身造成的，隐身于金融体制之后的，还有更具压迫性的体制力量。

但愿，朱小华、王雪冰等将是中国金融改革拂晓前的最后一批罹难者。

而实际上，朱小华们——这批因改革而声誉鹊起的年轻金融家们，如流星般地纷纷坠落，已经急切地昭示：中国改革已经走到了无可彷徨的十字路口。

尾声还是引子：不期然跳出的历史

证监会一个出其不意的公告又一次将我们拉回了海南。显然，历史并不愿意就此了断，它是有记忆的。这种顽强的记忆力可能出乎许多人的意料之外。

2002年9月7日，证监会不动声色地发布了关于大连证券停业整顿公告，这则公告称：“鉴于大连证券有限责任公司严重违规经营，为了维护证券市场及金融秩序稳定，保护投资者和债权人的合法权益，中国证券监督管理委员会根据《中华人民共和国证券法》和国家有关规定，决定会同辽宁省及大连市人民政府成立停业整顿工作组，自即日起对该公司实施停业整顿。”2002年9月7日《上海证券报》。

这是中国证监会开始行使关闭证券机构权力之后，在一个月之内关闭的第二家证券公司。不过，不要以为这是刚刚过去的那次股市崩溃的后果，实际上，这是我们在为中国证券市场更早的历史买单。由于中国证券市场中的许多大鳄都是

从这段混乱的历史中走出来的，证监会在发布公告时的低调是很容易理解的。对于如此事关重大的事件，证监会甚至超乎寻常地选择了指定媒体的很不起眼的位置。不过，在这种“低调”中，我们还是看到了中国金融监管部门表现出的巨大不安。毕竟，历史并不能轻易绕过。

与鞍山证券相比，大连证券的关闭恐怕更加意味深长。因为，大连证券的大股东——华银信托，更能够反映这十多年中国金融体制外生成的全貌，它几乎参与了从信托到证券的所有历史。

华银信托，全称为海南华银国际信托投资公司，主要股东为华远集团、中国金融学院以及中国银行北京分行，1989年1月12日开业。在90年代早期，华银信托一度是中国证券市场上主力的代名词，凶悍名声如雷贯耳，其主事者也是海南信托业声名显赫的闻人。以至于市场一有行情，便有人猜测为华银所为。90年代中期之后，华银在公开媒体上突然选择了低调，但私下里，华银在证券市场中仍然凶猛如常。看得出，这种低调是刻意选择的。然而，再低调，也有水落石出的一天。据知情人称，华银信托2001年11月被关闭后，一座潜伏多年的巨大冰山开始浮出水面，大连证券及仰融的华晨不过是其最早撞翻的两艘船。大连证券及华银信托虽然直到今天才翻船，但祸根早在90年代中期即已经埋下。知情人表示，华银信托及大连证券早年涉及大量的国债卖空事件，多年来资金链一直紧绷，资产质量之低下非外人能够想象。不过，经历过1995年国债回购市场崩溃的人，对事件牵涉的资金规模及内幕应该心领神会。令人奇怪的是，许多亲身参与者一直担心的清算和审判居然没有发生。然而，正当在那场崩溃中积累了巨大财富的人们以为，时间即将彻底尘封这段往事的时候，历史不期然跳到了我们的面前。在那场崩溃后，一些人销声匿迹，静悄悄地离去，一些人改头换面，继续在这个市场上厮杀，并成为鼎鼎大名的庄家。但如此大的资金流动，如此大的财富再分配毕竟有迹可寻。作为一直浸淫于这十几年中国金融改革灰色操作地带的代表，华银可能正将一部隐秘的历史带到世人面前。我们无意指责任何当事人，更不愿意看到有人为此付出牢狱甚至生命的代价。因为，在我们看来，他们只是一个混乱时代的必然产物，是附着在某种制度上的一个人格化符号。但是，历史既然无法回避，我们就不应该继续保持缄默，否则，被清算的就是我们自己。就中国改革的全民族反思而言，现在，可能仅仅是历史的开始。

2、站在坏账上的央行行长

我们不愿意用“十六大”这样明显具有宣传色彩的政治符号来标识中国的改革阶段，但如果注意到这次会议在时间上恰好巧合于中国改革一段非常特殊的时期，我们就很难不对“十六大”赋予某种特殊的意义，寄予某种特殊的期望。所谓特殊时期，是指这样一种改革背景：在经过上世纪 20 多年漫长的渐进改革之后，与财富同时高速积累起来的社会问题，正在直逼临界点。这表现在严重的失业、急剧扩大的贫富悬殊以及如山火般蔓延的权力腐败等诸多方面。深入中国社会的内部，我们就很容易发现，这些社会问题的积累速度一点都不逊于中国社会的财富积累。

2002 年 12 月，在新一届政府总理还未正式出炉之前，中央任命了两位内阁成员。一位是公安部部长周永康，另一位则是央行行长周小川。无论是从惯例还是从速度上看，这项任命都是不同寻常的。这种不同寻常的背后，则将中国新一届政府将要面对的改革难题显示得一清二楚。的确，了解中国经济情况的人都知道，金融领域积累了中国改革的几乎全部代价，其灾难程度远非外人所能想象。换句话说，仅仅就经济领域而言，金融改革将是中国新一代领导人所要面对的最急事务。如果在未来某一天中国经济会爆发危机的话，那么首先引爆的就将是中国的金融领域。对周小川的任命，可以被理解为中国新一代领导人面对未来金融困局所作出的第一个反应，是中国领导人启动新一轮金融改革的第一个步骤。在这里，一个庞大的反金融危机计划已经正式浮出水面。从这个意义上说，中国新一代财经首长与其说是承前启后的一代，倒不如说是为危机而生的一代。他们从上一代手里继承的挑战远比他们继承的机遇大得多。在一片歌舞升平的表象之下，很有可能，他们将要度过的执政岁月，将是中国 20 年改革以来最为艰难的时期。但不管是失败还是成功，他们注定要因为他们不能选择的历史际遇而在中国的改革史上留下深刻的印记。

周小川：激进还是渐进

周小川，1948 年生，2002 年 12 月 28 日被任命为中国人民银行行长——一个越来越重要的职位。与他的前任戴相龙不同，周小川是从学术界直接进入政界的。在此之前，周小川从来没有像他的前任以及金融界的许多其他同事一样，在

基层金融部门服务过。这种经历构成了周与前任在背景上的显著差异。许多人喜欢用周小川在国际会议上所表现出的熟练外语能力以及对国际金融趋势的精确理解，来证明周与众不同的学术背景。但很显然，这并不是长期的学术和思想训练带给周的惟一秉赋，更不是最重要的秉赋。如果人们注意到，周小川在 80 年代曾经是中国最活跃的青年理论家之一，人们就会发现，周小川并不仅仅只是一个金融专家，而且还是一个持续追踪中国各种问题的思想型学者。这一点，人们可以在周小川涉及广泛的著述中看得非常清楚。在所有最高级别的中国政治官员中，周小川恐怕是学术著述最为丰富的一位。

1985 年之前，周小川主要作为研究人员从事中国经济体制改革方面的政策性研究。1986 年，周小川进入当时极具影响力的中国经济体制改革研究所，并担任副所长。熟悉当时中国历史的人都知道，这个主要由青年学者构成的机构，实际上是中国 80 年代一系列改革的策源地。容易想象，在 80 年代风云激荡的改革背景中，这个圈子里肯定弥漫着血气方刚、舍我其谁的氛围，其激进倾向在所难免。与当时大多数青年理论家一样，在整个 80 年代，周小川都是一位激进的经济改革者。这种激进思路，在周小川最早的著作《中国经济改革的整体设计》（与吴敬琏等人合著）一书的书名中就能看到。所谓“整体”，无非就是一揽子解决的意思。在那个时代，这个术语，与系统改革完全是同一种意义，其激进色彩相当明显。不过，这种激进思路很快就被 80 年代末期急剧转变的政治现实所打断。90 年代之后，周小川对改革的理论兴趣似乎逐渐转向了更加专业的领域。这从他 90 年代一系列的有关银行、财税体制，外汇体制以及公司治理结构等方面的专著中可以看得非常清楚。这种转变，一方面是由于周小川已经进入了更加具体的行政操作领域，另一方面也肯定与他对 80 年代改革的反思有关。实际上，年龄的增长、阅历的增加每时每刻都在改变着人们，更何况思维活跃的周小川呢。我们有理由相信，中国 80 年代末期的改革现实已经将周小川从一个浪漫的理论家改造成了一个更加稳健、更加老练的改革操盘手。但这并不意味着周小川在原有的激进立场上全面后退，彻底转变成了一个对现实亦步亦趋的渐进主义者。只不过，他对尺度的把握以及时机的拿捏有了更加熟练的技巧。毕竟，他已经不只是一位仅仅对鼓吹负责的理论家，而是一位要对实际改革后果负责的行政官员。在一本 2001 年 9 月出版的显然汇聚了周小川最新思考的书——《转轨中的风险

应对》中，周小川这样表达了他对激进与渐进的独特理解。

中国改革的一个特点是采用渐进改革，而没有像原苏联和一部分东欧国家那样采取休克疗法。……但是，在此我想表明的是，实际上，没有任何一种做法是十全十美的。各种做法均有其利弊。因此，我们必须及时考虑趋利避害，及时调整以便达到最好的效果。如果我们事事都满足于渐进式，满足于求慢求稳，或者满足于以前阶段在改革、稳定、发展三者中取得的微妙平衡，而未充分研究新问题、新特点，不见得就能在各个方面把握得很好。因此，在我们大张旗鼓地阐明渐进式改革的好处时，我认为，也需要认识到渐进式改革的成本和缺点。即在改革的一定阶段，征途中会有一个或数个陷阱。没有一定的速度和惯性就不容易闯过去，处理不好就会越陷越深。为此，有人将这种陷阱称为 GradualismTrap，因此，应尽可能在没有陷得很深之时，及时作出特殊努力而自拔。

这是周小川 1999 年 7 月在“如何处理不良资产，把商业银行办成好银行”国际研讨会上的一个讲话。针对的虽然是银行不良资产问题，但也凸现了周小川在改革思维上的某种整体逻辑。显然，周小川认为非常有必要在改革的某些阶段采取激烈的手段。不仅是为了赢得主动，更是为了避免蹈入陷阱而全军覆没。在他眼中，久拖不决的不良资产问题显然就是中国金融改革中一个深不可测的陷阱。其实，作为最早参与中国经济改革的那一批年轻学者，周小川具有的这种改革紧迫感丝毫都不值得奇怪。在他看来，今天的改革不过是 80 年代改革的延续，而在那场改革中，周曾经投入了巨大的激情。区别仅仅在于，那时候的周小川只是一个满怀理想的年轻理论家，而现在的周小川却已经是一位具有丰富战术经验的行政官员。官场的浸润和岁月的流逝似乎并没有消解周小川作为理想主义者的改革信念。

周小川对激进改革的认同，也充分体现在他对 1994 年外汇体制改革的积极评价上。周小川在多个场合非常热烈地称赞了 1994 年的外汇体制改革。而这一次改革被许多研究者一致认为是中国金融体制改革中最成功的激进试验之一。事实上，目前中国节节攀升的外汇储备多少证明了这次改革的确取得了意想不到的成功。这种成功，或许连当初的设计者也很难想象。或许正是受到这一成功先例的鼓舞，或许是出于某种信念上的执著，周小川在甫一接任中国证监会主席之后，

便急切地在自己这块自留地上展开了声势更为浩大的改革试验。

中国资本市场的“周小川试验”

在 2000 年年初——一个极具象征意义的时点上，52 岁的周小川接任中国证券监督管理委员会主席。在这之前，周小川已经在中国金融所有数得出的部门获得过经验。他先后在央行、外汇、国有商业银行担任过主要领导职务。资本市场似乎是他惟一没有涉足过的金融领域。不过，对于中国资本市场，周小川并不是无备而来。作为一位对现代金融有完整把握的经济学家，周小川对中国资本市场的积习与症结看得非常清楚。果不其然，周小川下车伊始，就在中国证券市场启动了一场“市场化”的大戏。

周小川用一句通俗易懂的话表述了他的“市场化”纲领：市场可以解决的问题交给市场解决。这句话后来成为中国证券市场周小川“新政”时期，使用最为频繁的一句，对中国资本市场投资文化的矫正功不可没。所谓市场化，简单说就是要减少行政干预。而这个弊端在中国证券市场表现得比任何其他地方都突出。对中国证券市场来说，周小川的市场化纲领可谓对症之药。在极力呼吁地方政府减少干预的同时，周小川尽其所能地缩减了证监会本身的行政干预。取消新股发行的审批制度就是周小川市场化努力的一个显著例证。虽然在中国目前的环境下，这种市场化改革究竟能深入到什么程度是一个非常大的疑问，但周小川毕竟为积弊丛生的中国证券市场树立了一个正确的标竿。在缩减证监会行政职能的同时，周小川在另外一个方向上强化了证监会的职能，那就是强化监管，保护投资者利益。在周小川新政时期，周小川做的最具象征意义的一件事就是，将“保护投资者利益是我们工作的重中之重”这句话，挂在证监会网站最显眼的位置上。在这个意义上，正是周小川，为中国证券监管部门找到了正确的定位。无疑，周小川深得现代资本市场之要义。

周小川在证监会主席任内极力推进的另外一个进程是所谓“国际化”。周小川虽然没有明确提到过这个术语，但周与国际经济学术界的频繁交流以及深厚的学术背景，必然使他具有浓厚的国际化倾向。事实上，周小川一直就被外界（尤其是国际金融界）认为是中国最具国际视野的金融官员之一。细细体会周小川两年多的施政，周小川的国际化在两个方面呈现出清晰的脉络。其一是中国证券市

场的对外开放，比如实施 QFII（合格境外投资者），成立合资基金以及合资证券公司等等。另一方面，也是最重要的一面，就是促使中国证券市场尽快向国际惯例靠拢。在这个方面，周小川最大胆的举动就是推动国有股的减持和流通。因为无论是从公司治理结构的角度，还是从证券市场应该发挥的基本功能来看，国有股和流通股的人为划分都是现代资本市场基本规则所不能容忍的。实际上，在中国证券市场推动激烈的国有股减持方案，非常符合周小川独到的“激进与渐进”的辩证理论。或许，在周的心目中，国有股流通正是中国资本市场最后要实现的“惊险一跃”，正是他曾经提到过的为了避免越陷越深而作出的“特殊努力”。但是，周小川低估了中国资本市场的扭曲程度，更低估了中国证券市场已经形成的既得利益格局。在这个意义上，并不是周小川的理论有什么错误，而是中国证券市场这个“渐进主义陷阱”实在是挖得太深了，已经很难自拔。国有股减持方案的最终结局证明了这一点。为此，周小川差点赔完了自己辛苦积累起来的声誉。就在 2003 年 1 月 1 日，周小川离开证监会履新的同时，网易网站上发起了一次投票。在这个名为“您对周小川担任证监会主席工作的总体评价”的投票中，对周小川做出负面评价的人数竟然高达 86%。这个投票调查的专业性虽然有待质疑，但这个结果与我们的日常观察相当吻合。一个高举“保护投资者利益”大旗的证监会主席，在离任时却得到投资者如此恶劣的评价，实在是中国证券市场为我们留下的最黑暗、最荒诞的讽刺。与周小川留给中国普通投资者的印象截然相反，周小川在国际金融界以及中国真正的头脑清醒者当中，获得了一致赞赏。其好评如潮的程度，他的任何一位前任都无法企及。当然，他的任何一位前任似乎也从来没有在普通投资者之中激起如此大的反感。如此尖锐的两极评价，应该可以提醒我们思考一下市场之外的问题。事实上，到今天，正如周小川在逻辑上曾经推断到的那样，中国证券市场（当然不仅仅是证券市场）已经深深陷入了那个“渐进主义陷阱”。任何系统改革都可能引发巨大的利益调整。与 1980 年代的改革不同，系统改革所激起的将不是恐慌，而是有组织的，目标明确的游说，就像我们在国有股减持中所看到的那样。而问题的真正困难之处却在于，我们很难判断这种游说的正义性到底有多大。正如在国有股减持的改革上，首先伤亡的往往是最弱势的中小投资者。这种窘迫，不仅仅是中国证券市场的写照，也是中国所有经济领域的写照。任何一个愿望良好的改革方案都会通过一个扭曲的市场机制

将改革成本迅速地转嫁到弱势群体身上。改革正在失去它的敌人！仅仅通过纯粹的经济手段恐怕已经很难奏效。

客观地评价，周小川在中国资本市场上的改革试验并不成功。起码我们看到，在几个最主要的方面，周小川并没有达成他的目标。这其中的原因其实非常简单，诱致中国证券市场高度扭曲的原因并不是来自证券市场内部，而是来自外部。仅仅从证券市场内部来解决证券市场的问题，结果只能是缘木求鱼。但不管如何，我们都相信，这一场轰轰烈烈的改革试验，一定会馈赠给这位年轻改革者以弥足珍贵的记忆，并为他在更宏大的舞台上一展抱负武装更多的智慧。让人振奋的是，周小川在证监会主席全部任期内的表现证明，周小川并不是一个原则模糊的机会主义者。因为就在其改革计划遭遇挫折的最后一段任期内，种种迹象都在显示，周小川仍然在尽最大努力默默地推动他的资本市场改革方案（虽然这些方案即便从专业角度看也可能有很多争议）。这足以说明，周小川是一位意志和信念都足够坚定的改革者。这种品格，为我们预测周小川在央行行长任内可能发动的改革提供了某种有用的索引。

站在坏账上的央行行长

由于证券市场的公众参与性以及对信息的高度敏感，所以证监会主席的公众知名度这几年越来越高。但这种知名度似乎并不是什么好事，因为它实际上意味着把这个职务置于更透明的公众监督之下。与中国政治现代化的整体进展相比，这种监督多少有些“超前”的成分。也正是因为这个原因，历任证监会主席都将自己比喻成坐在火山口上。周小川能够离开这个火山口并更上层楼，是因为无论从专业能力、资历的完整性还是从年龄优势来看，在所有看得见的竞争者中，周小川都是中央银行行长的不二人选。

有外国金融评论家称赞，周小川是中国最顶尖的货币专家，并据此认为央行行长是周最适合的职位。但很清楚，中国中央银行行长所要面对的局面，都远远不是一个“货币问题”所能概括。在这一点上，周小川恐怕不能期望自己像格林斯潘那样，活得潇洒自在。平心而论，坐格老那个位置，需要的仅仅是技巧，再加上一点点运气，而中国央行行长这个位置则可能需要更多别的东西。尤其是在中国金融体系面临大规模重整的时候。毫无疑问，周小川要面对更多的不测。

与证监会主席的职务不同，央行行长的职务虽然不那么为普通公众所瞩目，但却牵涉数以亿计存款者的公共利益，这个数字与证券市场动辄被人引用的6000万投资者数目相比，显然不是一个数量级的。而从整个中国经济体系对直接融资和间接融资的依赖程度看，银行体系的分量则更是举足轻重。显然，刚刚出任中国人民银行行长的周小川，已经站在中国经济一个更加富有战略意义的高地上。不过，这却是一个“坏账”垒起的山头。

中国银行系统的不良资产问题，一直是中国金融体系中的重大隐患。也是最众说纷纭的一个问题。但不管以什么口径统计，这个数字都是所有大国中的最高纪录。我们看到的国际评级机构的最新统计是，这个数字已经达到5000亿美元。这就是说，刨掉国有银行微不足道的资本金以及其他股东权益，中国银行的资产中，有40%已经为不良资产侵蚀。这无论如何都是一个惊人的比例。作为一个训练有素的银行家，周小川早就注意到了这个问题。虽然他一直谨慎表示“中国仍旧有足够的潜力及资源能够解决银行的不良资产问题”（1998年8月19日周小川在中国国际金融公司举办的“中金论坛”上的讲话）《转轨中的风险应对》，第8页。，但看得出，他充分意识到了这个问题潜在的严重危害。在同一个讲话中，周小川以他惯有的坦率说道：“我个人确实认为中国不良资产从比例上看是一个相当不小的数字，是国民经济中一个沉重的包袱，解决好这个问题是中国金融体系的一个非常重大的课题。”同上书，第3页。

简单研究一下周小川在这方面的思路，能够为辨识中国金融改革未来几年的走向提供一些帮助。在周小川的视野中，解决中国不良资产可利用的资源有下列几个，一是财政资源，即利用财政收入补充国有银行资本金。二是市场资源，利用上市在市场上为国有银行补充资本，即所谓再注资。当然，他也提到了他认为“在政治上十分危险”的办法，那就是通过通货膨胀侵蚀银行负债方的利益。说得通俗一点，就是让储蓄者的银行存款贬值。不过他提醒到，不到万不得已，这不是一个好办法。现在，离周小川发表这个讲话的时间已经过去了接近5年，但中国银行体系不良资产问题的解决似乎进展不大。虽然各家银行自报的数据都声称，在这个问题上已经取得了进展，但大部分观察家都对其真实性表示怀疑。他们更倾向于相信，中国在不良资产问题上已经陷入进退维谷的艰难处境。事实上，在1998年建设银行行长任内，周小川就已经悄悄开始推动解决不良资产的改革。

以剥离建设银行不良资产为目的而成立的信达资产管理公司，是中国国有银行剥离不良资产的第一个试点。这个仿造美国为处理储贷机构危机而建立起来的短期机构，后来才陆续为其他三家国有商业银行效法。仅仅从这一点，我们就能窥见周小川在这个问题上的进取姿态。不过，一如周小川以及其他许多人所担心的那样，这种改革的效果可能只是“将灰尘（不良资产）扫到了地毯之下”。从目前几家资产管理公司的情况看，这个有存续期限的公司很可能遥遥无期地存在下去。由于种种原因，我们很难判断中国国有银行不良资产在剥离后的真实现状，但有一个迹象则颇能够说明一些问题，那就是，二次剥离的呼声已经越来越高。但这个方案明显忽视了这样一个事实：中国财政潜力经过多年高速增长之后，已经释放殆尽。这一点，在刚刚过去的那个财政年度已经表现得相当明显。除掉可能引发的道德风险之外，中国捉襟见肘的财政本身，也很难支撑这个二次剥离的设想。

那么，周小川为我们提供的第二种解决办法，也就是利用市场为国有银行再注资的办法，怎么样了呢？应该说，周小川对这个方案相当有好感。我们注意到，他在多个地方表现了对这个方案的倾向性。在 1999 年 9 月一篇题为《国有商业银行如何充实资本》的建行内部讲话中，周小川为银行在海外和国内资本市场上市进行了强有力的辩护，并罗列了多种好处。我们甚至猜测，周小川担任证监会主席期间，用超常规的手段急剧提升中国资本市场规模的做法，就是为大型国有银行上市悄悄放下的铺垫。事实上，在周小川担任证监会主席时期，中国大型国有银行上市的准备工作已经大大加快。所以，在今后一段时间内，如果有国有银行整体上市，人们不应该感到奇怪。当然，国内资本市场不能容纳，还有国际资本市场一条路可走。但以目前中国国有银行的质量和极低的财务透明度，这条路可能会相当崎岖。

以此观之，从证监会主席高升至央行行长的周小川，实际上已经站在了一个危如累卵随时可能坍塌的“坏账”之颠，这是一个更加充满凶险的位置。不过，对于一个怀抱大任的改革者来说，这恰恰是值得欢迎的挑战。所幸的是，周小川并不是一个喜欢挑战但仅仅只具备激情的冒险家。在他看来，与其被动解决银行资产的存量问题，不如主动进行改革，解决中国银行的增量问题。周小川对银行不良资产的一个通俗的三分法给人留下了相当深刻的印象。他认为在银行不良资

产中，80 年代、90 年代早期经济过热时期以及 94 年金融改革之后所形成的比例各占三分之一。周小川的这个判断实际上驳斥了那些在中国银行界十分普遍的推卸责任的说法，即现在的不良资产问题是历史留下的包袱。他含蓄地嘲笑说，“我们脱离计划经济已经不少年了，……到现在说过错都是过去的体制留下来的，恐怕自我批评的精神也不够。”《转轨中的风险应对》，第 4 页。这等于是说，中国金融体系的大量不良资产实际上是增量问题，而且还在不断积累之中。这是一个相当清醒的判断。在周小川看来，彻底解决中国金融体系问题只有一条路，那就是：进行金融改革，将国有商业银行真正办成“好银行”，让中国金融逐渐步入良性循环。这虽然是中国下一步金融改革的治本之策，但很显然，这是一个极其漫长的系统变迁过程，不仅牵涉金融本身的变革，更牵涉整个经济体系、政治体系和文化体系的再造。从这个维度思考问题，短期内解决中国银行体系不良资产问题的希望，的确相当渺茫。诡谲的是，随着外资银行的步步进逼，留给中国金融改革的时间已经非常有限。

即将到来的改革

从制度主义的立场出发，我们更倾向于相信制度对个人行为的影响。但中国是一个制度远未到位的转型国家，而对中国金融而言，事态的压迫性可能比个人的主动性更容易发生作用。中国的那句古话，时势造英雄，应该就是指这种情形。在这个意义上，今天的中国正在逼迫新一代财经领导人去创造历史，他们并没有太多的选择余地。按照有些权威人士的认识，中国的金融风险已经到了“不解决不行”的时候了。央行的业务范围以及央行行长的职责，并没有赋予周小川负责全面金融改革的决定权，但作为新一届政府的首席财经智囊，周小川将在金融改革的所有领域里拥有广泛而重要的发言权。在周小川到任央行行长后发出的第一次公开信息中，周小川强调：要保持各项金融政策的连续性和稳定性。但谁都不会怀疑，周小川的到来将会为中国的金融改革带来新的动力。

那么在未来可以预见的一个时期，周小川可能在哪些方面改变中国金融系统的颜色呢？周小川关于中国金融改革的设想和论述很多，我们挑选比较有可能的几项，以勾勒即将到来的中国金融“周小川时代”的新特征。

1986 年 8 月，在北京友谊宾馆召开了一个“中国——迈向金融现代化”国

际研讨会。事不凑巧，准备到会宣读论文的默顿·米勒先生却在临行前突然生病。于是，周小川只好亲自将论文译出。这篇文章的题目是：《中国应避免美国银行业的错误》。这篇文章的脚注称，周小川之所以要亲自翻译这篇文章，是因为这篇文章具有“高度重要性和学术上的难度”。那么这篇文章究竟讲了些什么，值得周小川如此重视并一定要呈送给决策层参考呢？其实，这篇文章讲的就是大家现在已经熟悉，或许还会越来越熟悉的“格拉斯—斯蒂格尔法案”，即美国金融的分业经营问题。按照默顿·米勒的说法，“格拉斯—斯蒂格尔法案”之后的美国银行体系是“美国的悲哀”，是“法律导致违背意愿的后果”的经典法学实例。

如果这个引自周小川著作中的故事在细节上没有错误的话，那么我们就会发现，周小川早在 80 年代就已经开始关注金融业的混业经营问题，是这个专题上当之无愧的先行者。这几乎成为周的一个情结。只要有会，周小川就会对中国金融现行的分业模式提出“异见”。这个“异见”在 1999 年美国国会正式取消“格拉斯—斯蒂格尔法案”之后，正在逐渐成为“主流”。对于这个问题，周小川不仅持续关注，而且相当有研究。他不仅从理论上认为“格拉斯—斯蒂格尔法案”是人们“误读了历史”，而且也从他在商业银行服务时的具体经历中，为我们详尽陈述了混业经营的种种好处。大体说来，周小川认为混业经营有这么两大好处，一是可以完善贷款企业的公司治理结构，增强银行对企业的约束力，另外一个好处则是，在国际金融界都趋向于搞混业经营的时候，中国金融界将在竞争中吃亏。按照周小川的说法，“这种变化（混业经营的国际趋势）将会给我们很大的冲击”。虽然作为一个严谨的学者，周小川没有对分业经营模式进行过于极端的贬斥，但很显然，在周小川那里，分业经营是一个老的不能再老的古董，是谬种流传后的遗毒。如果在 80 年代，周小川因为仅仅是一个年轻学者而只能“递奏折”的话，那么今天，手握重权的周小川已经有充足的资源来清理“格拉斯—斯蒂格尔法案”在中国的遗毒了。事实上，周小川的这种观点，在金融界有相当多的响应者。中信金融控股公司的成立，就是这种观点在中国正式获得合法性的一个明确信号。就在周小川即将卸任证监会主席的最后几天，中信金融控股公司旗下的中信证券在证券公司中第一个获得上市地位，可以看作周小川支持混业经营的一次间接表态。

不过，“格拉斯—斯蒂格尔法案”及其精神是不是真正“误读了历史”仍然

是相当有争议的。毕竟，美国取消“格拉斯—斯蒂格尔法案”的历史还很短，其效果值得观察。而一直奉行混业经营模式（在日本是“主银行”，在欧洲大陆则是“全能银行”）的日本金融体系，在最近十多年中深陷泥淖，为混业经营提供了一个相当负面的示范。当然，日本金融困境成因非常复杂，并不能简单归咎于混业经营模式。这一点，是周小川在考虑中国金融分业经营改革时所不应该遗漏的。

不管怎样，在周小川执掌央行后，我们有极高的概率看到中国现行分业经营模式的大幅度改变。这是我们有望在中国金融周小川时代看到的一个新景观。

在我们看来，周小川第二个有可能迈开步伐的改革是，利率市场化改革。简单说，所谓利率市场化就是，在央行确定基准利率的基础上，各商业银行可以根据不同风险水平及盈利情况自主确定存贷款利率。在这样的情况下，央行只需通过基准利率的调节以及其他货币政策工具来调节市场的利率水平。这本是市场经济国家的惯例。但由于各种利益集团的杯葛，中国在这方面一直进展缓慢。中国金融体系严格的利率管制，严重阻碍了中国金融竞争环境的形成。周小川曾经表示过，在中国国有银行所有制问题很难短期内改变的情况下，要想将中国的银行逐步办成真正的好银行，首先应该推动金融界普遍竞争环境的形成。显然，在就任央行行长之前，周小川已经找到了可以先行着力的地方。作为形成这种竞争环境最基本的价格信号，利率市场化肯定在周小川的改革视线之内。

周小川有一个非常有趣的“风险谱”理论。他认为近几十年来，金融市场上的低风险业务越来越少，而高风险的业务却越来越多。即所谓风险谱向右移动。针对现代经济中的这种风险趋势，商业银行有理由在利率上做出反应。周小川屡次提到渣打银行在非洲——一个风险极高的地方，也可以盈利的例子。他以为其中诀窍就在于针对风险的具体情况拉大利差。为了加强这个例子的吸引力，他甚至“故弄玄虚”地说道，“那个利息你看到会吓一跳”。当然，利率市场化带来的好处还远不止于商业银行本身的盈利增加，还直接关系到周小川自己的“悠闲”程度，即做一个象格林斯潘一样只管货币政策的央行行长。否则的话，没有了敏感的价格信号，他的货币政策失灵的可能性相当高。在 2003 年元月新华社播发的一篇文章中，周小川明确表示：要推出利率市场化改革。虽然他同时表示，利

率市场化改革必须稳步推进、逐渐探索、选择品种，时机和实施步骤非常重要。很清楚，利率市场化改革，在周小川上任第一天就已经开始。需要我们进一步判断的，只是这个改革的范围和力度。当许多人还对中国金融改革的整体图景有些茫然的时候，周小川已经为大家写出了清晰的第一笔。

在近期可能到来的改革中，周小川可能开辟的第三个战场是：外汇体制改革。这个改革在最近可以推测的尺度是：拓宽人民币的波动幅度。就在周小川即将接任中央银行行长的消息刚刚传开的时候，一年期人民币不交收远期汇价发生较大幅度波动。这显然是市场对周小川新职务做出的反应。不过，这并不是市场惯有的那种非理性波动。而是可以在周小川一贯的观点中找到根据的。在 1997 年 6 月的一个讲话中，在回答中国应该采取哪些对策防止金融风暴的时候，周小川明确提到：“防止人民币汇率制度的运作给人以盯住美元的印象，可适时扩大汇率波动范围。”在中国国内一片庆幸，纷纷认为是因为人民币没有放开才使中国得以幸免时，周小川的这个讲话不仅相当大胆，也相当进取。在亚洲金融风暴一片风声鹤唳之时，周小川在这样一个敏感的问题上做如此敏感的发言，是很需要一点勇气的。的确，如一些接触过他的人所描绘的那样，周小川具有相当坦率的个人作风。不过，除了勇气之外，最为重要的是，周小川的这种态度，符合他对这个问题的一贯立场。

在外汇问题上，周小川似乎有一种信念。他曾扼要但却非常准确地谈论过这个信念：货币自由则优，不自由则劣，货币不自由表明当局信心不足。这是我们看到过的周在货币自由兑换方面最为明确的表态。不过，曾经亲眼目睹过金融风暴所卷起的惊涛骇浪的周小川，深知汇率问题对中国的特殊敏感性。在同一个问题上，他也曾不无困惑的问道：“人民币完全可兑换好不好，资本市场完全对外开放好不好？对此不能轻易下结论。”这多少有点自问自答的味道。这种发问方式体现了他在这个问题上的某种两难和犹豫。不过最终（但却十分艰难），他好像还是说服了自己：“信心与货币可兑换程度有密切关系，从经常项目可兑换到资本项目可兑换，对提高信心有积极作用。”但从一个旁观者的眼光看，投资市场（当然包括国际外汇市场）的经验表明，投资者对货币的信心从来就是难以捉摸的。它与货币可兑换性之间的联系，起码不像逻辑上来得那么清楚。量子基金、长期资本管理基金等对冲基金惊险的投机历史表明，这个市场上人性因素所造成

的波动，相当骇人听闻。索罗斯就曾经透过他二流哲学家的眼光，以艰涩的语言描述过这个市场的复杂性。在我们看来，这个市场“晦涩难懂”的程度远远超过索罗斯的语言。

纵然有这些困惑，但我们还是相信，以周小川对“适时”的理解，在不远的将来，人民币扩大波动范围的时机正在到来。注意，周小川先生在 1997 年年底，中国外汇储备刚刚 1000 亿美元的时候就已经表示：“我国补充储备不足的目标已经实现，可不刻意追求外汇储备的增长。”而截至 2002 年 9 月底，这个数字已经达到 2600 亿美元。显然，周小川就任央行行长的时候，已经是“适时”的时机。调整汇率波动范围，不仅在他的职权范围之内，也同时关系到他是否能够很好地履行另外一项更为重要的职责。因为不断膨胀的外汇占款所引发的基础货币的大量投放，将直接增加基础货币的管理难度。而这，将与周小川作为央行行长的法定职责发生冲突。因此，我们判断，如果周小川的思路在这几年没有发生不为人知的重大变化的话，那么可以预期，在人民币可兑换性问题上，周小川将有所作为。

对改革的改革

在完成了对周小川时代中国金融改革——不算短但显然非常不完备的描述之后，我们还要做一个“不太专业”的总结。

我们要特别提示：实际上，无论是中国证券市场还是中国银行体系所潜伏的巨大风险，都来源于一种我们所称的“体制性风险”（或许还有比这更恰当的表述）。这种风险超过在金融市场为大家所熟知的“系统性风险”，更远远超过由于个别制度缺失而发生在个别领域的所谓“道德风险”。这种风险不仅体现在金融领域，而且“暴露”于转型期中国的几乎所有领域。它无所不在，但又超过任何一个专业术语所能把握的范围。那么，什么是“体制性风险”呢？简单说，它是由文化及政治双重败坏所导致的，蔓延于所有公共领域和私人领域的普遍失范状态。一句话，它是一种价值体系被全面颠覆的状态。在这种状态中，个人、组织的行为几乎完全失去了可预测性。在中国的经济领域中，这种风险经常体现为制度的缺失，和技术的单调。但实际上，这只是一种假象。就像在中国证券市场以及其他领域中所体现的那样，我们防范风险的制度和技术不可谓不多，但人们

怎样理解和怎样使用这些制度和技术，却可能导致非常不一样的风险控制后果。

公平地说，这种风险是每一个转型国家都会遇到的问题。所谓转型，首先是而且最终也是价值体系的转型。于是，价值体系的转型是所有转型最核心的意义所在。在这一点上，我们与那些惟经济甚至固执到惟增长主义的信徒，有着根本的分歧，抑或截然相反。在他们看来，那些发生在（或者仅仅是表现为）经济领域的风险，可以通过专业工具甚至可笑的数学公式加以发现、控制、缓解、直至消除。这种倾向，在中国一些经济学家那里表现得格外突出。但事实上，这只是一种荒谬绝伦的错觉。在这方面，我们可以举出很多例子，以坏账为例，当所有的人都有足够的道义上的理由欠账不还的时候，银行风险实际上已经无所不在了。一个很黑色的笑话嘲讽了中国的这种现状：现在，连乡下的老农民都知道获得贷款是一条致富的捷径。当然，老农民是绝少有这种机会的。而这种现状，恰恰是中国缺乏精神目标的转型所导致的。换句话说，这是我们前面 20 年改革的一个“重要成果”。在这个意义上，改革的敌人正是“改革”本身。这是许多人都不能接受的事实，但它的确是中国下一阶段改革（如果有的话）的一个基本历史背景。

第十章 一个时代的背影

中国的金融改革可能已经在不知不觉中进入了全面的发动阶段。对于中国的经济管理者来说，这可能的确是一个难以抉择的艰难时期。不过，凭借中国改革者高度的紧迫意识和在金融改革上多年来的知识及经验积累，我们宁愿相信，中国金融的一个新时代正在脱壳而出。风险迫近之时，可能也正是际遇降临之际，所有的大时代都具有这种令人紧张而又兴奋的戏剧性。

1、一个时代的背影

痛苦的经历是一种财富。对中国这个新兴的证券市场也不例外。经过两年多熊市的磨砺和反思，从 2003 年年末开始，熊市的痛苦似乎正在中国证券市场上结出果实。重要的是，它不仅仅反映在行情的回暖上，更反映在行政主管部门的成熟和政府的勇气上。中国证券市场已暖意渐浓。

在这短短半年的中国“证券史”中，首先应该提到的，是南方证券的崩溃。

在 2003 年 5 月份我撰写的《券商之殇》一文中，我试图“不合时宜”地为中国的财经读者确立这样一种印象：中国券商的实际处境远不是景气周期所导致的亏损，而是技术上的破产。之所以“不合时宜”，是因为在当时看来，像南方证券这样的大型券商的倒闭，简直就是一件不可能发生的事情。而凭借一种学术“天真”，口无遮拦的直言，在成熟而世故的同胞们那里，就更是显得在故意夸张和耸人听闻了。然而，南方证券还是倒了，倒得那样突然，其速度甚至超出我们的预料。虽然对于一个早已存在的事实，我们早在半年前所作的“准确预测”，更像是一种讽刺，但无论如何，它都以一种迟到的方式透露了政府的勇气和决断。这种勇气和决断，正是南方证券事件的“突然”和“意外”之处。也是中国证券市场逐渐走上新路的一个强有力证据。

对于历史短暂的中国证券市场来说，南方证券崩溃所揭示的意义并不是中国券商在经营模式上的幼稚，更不是个别券商在管理风格上的浪漫，而是转型期中国证券市场在本质上的一种蜕变危险，那就是：洗钱。

作为一家与中国证券市场同步发展起来，欣逢中国证券市场盛世的大型券商，按理说，南方证券应该已经积累起了巨大的财富。但结局却非常嘲讽。12年之后，南方证券留下的是巨大的亏损。很难确切了解南方证券留下的亏损和坏帐“遗产”，但业界普遍的估计在百亿之上。这个估计可以从监管部门为料理南方证券后事所准备的应急资金的规模上，大致可以得到证实。不过，这个最后的静态数字与南方证券在12年持续经营中所“转移”的财富相比，恐怕就微不足道了。正是这种在金融面具下持续的利益输送，造就了南方证券一批又一批内部人的暴富。在中国的转型期，这种个人财富的迅速积累，在很大程度上都是建立在掠夺的基础之上的。换言之，它是建立在另外一部分人的损失之上的。我们很难在道德上指责这些内部人，因为在我们看来，他们只是一个体制必然要产生的一批“幸运儿”，不是他们，就是另外一批人。真正可疑和可议之处则是，为什么这种体制能够长期存在？

在中国证券和金融界，像南方证券这样的“金融搬运工”所在多多，绝非个案。当南方证券将垮而未垮，中国财经媒体将矛头聚焦于南方证券的时候，南方证券最后一任掌门人阚治东颇为不平：像南方证券这样的公司，又不是一家！不经意间，阚治东道出了中国证券市场一个让人将信将疑的秘密。虽然阚治东对中国证券业的判断是建立在某种揣测之上的，但这个判断可能十分接近真实情况。有趣的是，几乎所有的迹象都显示，从进入南方证券到离开南方证券，就连阚治东自己，也自始至终没有搞清楚南方证券的黑洞究竟有多深。因为就在南方证券被行政接管之前不久，阚治东还铁口直断，南方证券只需要20亿资金即可以起死回生。但实际情况与他的估计显然相去甚远。阚治东没有说谎，他真的搞不清。有报道称，在南方证券最重要也是窟窿最大的委托理财部门，办公室的主任竟然是公司孙姓老总的太太。这样的“人事安排”，阚治东能搞清楚才怪。当然，搞不清楚“黑洞之深”的远不止于像阚治东这类金融机构的老总们。作为中国证券市场最高监管部门的中国证监会，恐怕也未必搞清楚过中国券商们真实的财务状况。否则，我们就很难解释，行政部门在为接管南方证券准备应急资金的时候，其金额为什么会一再突破。中国监管部门在南方证券事件中所表现出的这种狼狈，在中国的银行那里，也表现得同样真切。在南方证券出事之后不久的2004年1月8日，中国新成立的银监会紧急召集各大银行，赴京参加内部会议

并下令银行收缩券商的融资贷款业务，此外，还要彻底清查各行对券商提供融资服务的真实情况。显然，南方证券真实的财务状况让他们始料不及。然而，作为证券公司主要资金供给者的银行，竟然到现在才“大吃一惊”，未免有些匪夷所思。这种事到临头，所有当事人才一齐“大梦初醒”的演出，似已成为中国金融界不成文的标准“剧情”。当然，在所有的利益相关者中，的确有一部分人不知情，那就是广大的储户和纳税人，他们实际上是中国国有金融机构最大的债权人。这些债权人不知道，在对各类金融机构（四大国有独资银行除外）一次又一次的行政接管中，央行耗费的再贷款已有上千亿之巨。央行虽然是管钱的机构，但并不能凭空创造出这些钱。这些钱实际上是以稳定的名义强加给全体储户及纳税人的一种“税”，不管这是以通货膨胀税还是以其他的税收形式出现的。

置之死地而后生，南方证券之死是不是意味着中国证券市场之生，我们不知道。但一个具有标志性的券商之死，肯定是对其他机构的一种有力警醒。这大概也是政府决定接管南方证券最深的用意所在。毕竟，接管这样一个大型券商所费不菲、震撼不小。对于政府来说，这显然是一个痛苦的决策。也正是从政府在南方证券事件中所表现出的“断腕”之痛中，我们看到了中国证券市场浴火重生的希望。

中国证券市场的新生迹象不仅体现在政府对南方证券以及其他多家证券机构的整肃上，也同样体现在政府对市场操纵现象的严打上。从 2003 年下半年开始，一批历史最悠久、代表性最强的庄股，开始逐渐被逐出中国证券市场。这批庄股甚至在中国证券市场最严酷的熊市中都一直傲然独步。但显然，它们现在已经被告知，属于它们的舞台正在落幕。

啤酒花，一家新疆的上市公司。自 1997 年上市之后，就开始了它堪称经典的走势。无论牛市熊市，这支股票都一直按照自己的步调演绎着自己的神话。体现在 K 线上，这个神话就是那与众不同的走势。除了周期性的拉升之外，这支股票的走势几乎就是一条直线，颇有一点“不管风吹浪打，胜似闲庭信步”的豪迈之风。更绝的是，与其他庄股不同，啤酒花的走势几乎从来就不需要题材。其他庄股还多少要炒炒题材，而啤酒花似乎干脆就在“炒走势”、“炒 K 线”。对这种走势以及走势之后隐藏着的极端的人格特征，不知情者谓之“牛”，知情者谓

之为玄，而在大多数人看来，则是一种不折不扣的荒唐和可笑。让人跌眼镜的是，这个荒诞不经的神话差一点就挨过了中国证券市场最严酷的熊市。然而，神话终归是神话，在熊市的最后一刻，它露出了荒诞可笑的本来面目。2003 年 11 月 3 日，运作了将近 8 年的啤酒花终于倒下了。它以迅雷不及掩耳之势，创造了中国证券市场的又一个纪录：

连续跌停 14 天，在 K 线上画出了一个近乎完美的“悬崖”。这倒是与庄家喜欢惹人注目的性格非常一致，不论是涨还是跌。8 年辛苦的庄家之旅，换来的是一场“经典”的笑话。无疑，这个显然是用大量银行贷款所支撑起来的“经典”闹剧，消耗的银行资金将不是小数。

到现在为止，我们还很难厘清啤酒花最后崩溃的具体原因，但政府对证券市场监管意志肯定起到了重要的威慑作用。在中国证券市场的庄家中，啤酒花肯定属于最顽强的之一。但最顽强如啤酒花者也轰然倒塌，则可能预示着中国证券市场正在告别它的旧时代。这一点，我们或许可以从德隆系股票在 2004 年开春之后的走势中看的更加清楚。

2003 年年底，经过两年多在投资理念、监管制度等诸多方面的清理之后，一轮行情蓬勃而出，在大多数人眼里，这无疑已是牛市重来。然而，就在这个牛市中，有几只股票的走势却格外扎眼。这就是德隆系的湘火炬（000549）和新疆屯河（600737）。在大盘一片涨声之中，这两只德隆系的嫡系部队开始一反常态的下跌。以湘火炬为例，从 2004 年 1 月 2 日开始，这支股票连续下跌，丝毫没有止跌的迹象。在短短的三个月中，这支股票下跌了将近 30%。这在德隆系股票的走势中几乎是前所未有的。有意思的是，德隆的这两只股票开始下跌的时间都选择在了 2004 年开始后的第一个交易日，不管这种时间上的选择究竟是巧合，还是刻意所为，但它的确悄悄为 2004 年的中国证券市场蒙上了一种“新桃换旧符”的转折气氛。要想了解德隆系股票走势中所隐含的意义，必须了解德隆以及德隆在中国证券市场的象征地位。

德隆自从在 90 年代中期在中国证券市场横空出世以来，不仅创造了独一无二的股票操作模式，也集中了最多的争议和疑问。赞之者认为，德隆是中国产业整合的典范，而贬之者认为德隆是一个公开的神话。毁誉交加、莫衷一是。这种

争论和疑问直到今天仍然没有结束。在这个意义上，德隆实际上就成为了中国证券市场一个最大的秘密。或许，就如许多心平气和者所认为的那样，这是一个转型时期必然要出现的一种现象。但不管德隆最终的真相是什么，几乎所有人都一致公认，德隆是中国股市中庄股的典范。

与在 90 年代不断“突然”崛起的所有神秘企业集团一样，德隆的早期历史已经无法考证了。据刻意透露出来的零星资料，人们知道，德隆奇迹般的创业史发轫于一家个体照相馆，可以说有纯粹的草根血统。这当然符合一个从白手起家到最终成功的创业资本家的典型形象。由于这个缘故，德隆不但代表了庄股，也成为了中国草根民营企业的形象代言人。不过，这远远不是德隆所代表的全部。自德隆进入中国证券市场之后，中国证券市场不仅经历严酷的熊市，也经历多次监管风暴，眼见得一批批德隆的模仿者随风倒下，但作为庄股代表的德隆不仅没有倒，而且变得越来越活跃。这当然不是指德隆在二级市场上的作为，而是指德隆在中国资本市场上令人眼花缭乱的收购兼并动作。这种姿态，让人疑问丛生之余，也让人们对德隆的所谓“背景”浮想联翩。在今日中国，这显然是一种十分合理的联想。集中了如此之多的身份，被赋予了如此之多特殊时代标识的德隆，其地位显然不是任何一家企业任何一只股票可以比肩。所以，观察德隆，实际上就是在观察中国证券市场一个时代的走向。正是在这个面相上，德隆股票的走势有深意焉。

虽然人们还不知道德隆系股票在 2004 年之后一反常态的下行，究竟意味着什么，但其归去之意已经昭然若揭。德隆没有选择轰然倒下，而是选择了悄悄地离去，这既表现了德隆的高明，也表现了德隆的无奈。而在后面艰难推动这个进程的，则是一种巨大的意志——一种呼唤公平、透明的强烈愿望。在经过刻骨铭心的剧痛之后，在政府和市场两方面，这种意愿都变得比以往任何时候更加强烈。与此同时，在这种举重若轻的娴熟技巧中，我们也看到了来自政府和市场两方面的成熟及睿智。事实上，这种睿智和成熟一方面体现为旧式庄家的迅速凋零，另一方面则体现为新生力量的培育和成长。在 2004 年之后，我们看到以基金为代表的新的机构投资者正在以前所未有的速度迅猛发展。虽然这些机构投资者存在着新生力量必然具有的幼稚和缺失，但显而易见的是，它们在信息披露上以及法规上所受到的制约，已经与（以庄家为代表的）老一代机构投资者不能同日而语。

看来，中国的经济管理者们深知，在一个典型的信心市场上，是不允许有机构投资者的空白的。显然，这正是维系市场新旧转换最急需的宝贵智慧。

如果我们的判断正确，那么，德隆黯然隐去的姿态，实际上就是中国证券市场一个时代行将结束的明确信号，是一个旧时代渐行渐远的背影。于是，我们对明天的期待就有了乐观的理由。我们有理由期待一个由新的意志，新的规则主宰着的未来。

2、破壳而出的新金融

改革开放以降，中国的金融风险一直在经济高速发展的同时持续积累。所幸的是，在 90 年代晚近，中国的政治领袖们对此已经表现出深切的忧患意识。种种迹象也都表明，中国的新一代领导人在经过多年的思考之后，正在金融改革上迅速地进入角色。从南方证券的行政接管到两大国有银行的再注资，再到国务院发表的“关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见”，2004 年一开头的几件金融大事中，几乎桩桩都透着“金融改革”的气息。中国金融似乎正在全速进入又一个改革时代。然而，风起于青萍之末，这些看似突兀的改革实际上已经酝酿多时。这种酝酿不止是意味着金融风险本身的逐渐集聚和迫近，也同样意味着中国政治领袖们应对这种风险的知识和经验积累。

在南方证券以及近几年类似的金融机构接管案例中，我们发现了一个特别具有中国特色的现象：中国的储户及证券公司的客户们表现得异常平静，丝毫没有出现恐慌的迹象。这种平静与那些行将破产的金融机构恶劣的财务状况形成了鲜明的对比。在一个有着悠久国家崇拜传统的民族中，我们大致可以推测这种文化心理的由来。在中国老百姓看来，他们完全无需为这些金融机构的破产担心，因为国家一定要为他们的损失买单。至于国家究竟是央行还是财政部，或者是别的具有国家形象的行政部门，他们不知道也无需知道。他们只需要懂得以上最基本的原则就足够了。这个原则就是：中国的金融机构是国家信用的一种体现。这大概就是当中国的金融机构坏账如山的时候，直接的利害关系人反而表现得最为平静的原因。这显然不是一种正常的现象，但不幸的是，事实却一再证明中国百姓的这种传统智慧。这个现象既可以被解读为中国人对政府信用的信任，也可以被解读为他们对政府信用的依赖。然而，国民对政府的信任（这是一种巨大的财富）

被金融机构“借”走了，但“依赖”所造成的巨额或有负债却不断堆砌在政府身上。在这样一种风险收益完全不对称的游戏中，金融机构巧妙的窃取了国家信用，而政府则成了没有收益但却承担巨额负债的冤大头。由于体制的原因，隐含在中国金融机构中严重的道德风险，正在一步步侵蚀着我们的国家信用，将这种或有负债变成真正的真实的负债。清楚的是，这个游戏绝不是无止境的。如果放任中国金融机构对国家信用的予取予求，那么这个游戏总有一天会因为透支过甚而嘎然而停顿。尤其是当这种透支被用于支付“洗钱”和腐败的代价时，更是如此。一旦老百姓意识到，国家信用已经不足以为这些坏账买单时，他们的智慧在相反的方向上也会表现得同样执拗。

值得庆幸的是，对于这种可能的前景，中国的政治精英们已经表现出了难得的清醒。在 2004 年 2 月 10 日召开的“全国银行、证券、保险工作会议”上，温家宝总理不仅清楚的将金融描述为现代经济的核心，也将金融安全摆在“事关全局”的高度上。从 1998 年担任中央金融工委书记算起，温家宝已经在中国金融领域热身多年。凭借对中国金融问题的长期观察和深入了解，温家宝对中国金融风险所表现出的高度警觉，就不能被理解成照本宣科的泛泛之论。显然，这是一种建立在对事态发展有充分掌握的基础上、发自内心的紧迫。

中国政治精英们的这种紧迫感，在最新一次为建设银行和中国银行的注资行动中显露无遗。2004 年 1 月 6 日，国务院决定动用 450 亿美元的外汇储备为中国银行及中国建设银行补充资本金。算起来，这是在 1998 年之后中国政府第三次动用国家信用为中国的四大银行注资了。其累计投入的金额，也已达到数万亿之巨。与这个巨大的数字相比，南方证券等非银行金融机构所造成的灾难，显然就是小巫见大巫了。对于是否再一次为国有银行注资，一直存在相当大的争议。所以，当它以出人意料的速度突然来临的时候，人们从中看到了中国领导人金融攻坚的急切和决心。

用外汇储备为国有银行注资，虽然是技术上的创举，也同时绕开了法律上的限制，但其本质内容与前几次注资并没有太大不同。从理论上说，用外汇储备为国有银行注资，实际上是通过扩大基础货币发行从而摊薄货币的实际购买力而得以实现的。换句话说，这仍然是通过转移国民财富，而对金融机构的一种利益输

送，是对金融利益集团道德风险的一种宽容。

如此重大，关乎每个国民切身利益的决策引起争议是相当自然的。对此，经济学家蔡重直先生有直率但精辟的评论。他说，他很反对 450 亿美元的注资，觉得有一种被“愚弄”的感觉，有一些欺负老百姓不懂专业的味道。蔡先生的意思很明确，不应该进一步放任中国金融业的道德风险。否则，长此以往将不可收拾。对于此类反对意见，央行行长周小川这样解释说：“向中国银行、建设银行注资，是国务院作出的决定。作出这个决定的程序事先经过了很长时间的酝酿、研究和论证。程序研究论证过程包括国务院的法制主管部门找了法律方面的专家，以及人大专门委员会中负责和研究的重量级人物。因此，这个程序应该是符合我国现行法律和有关规定的。”《央行行长周小川银监会主席刘明康答记者问》，<http://cn.news.yahoo.com/040311/55/20mad-10.html> 接着，他也谨慎地肯定了这次注资在技术上的可行性。不过，透过周小川对这次注资空前慎重的心态，我们可以发现，中国金融改革的主导者们对可能引发的争议早已提前预知。而在提前预知种种激烈反对声音的情况下，中国金融改革者们仍然发力向前，这就只能说明，他们的处境实际上已经相当艰困。所谓两害之中取其轻，可能正是中国政府在这一次注资决策中真实处境的写照。对于中国金融改革的两难处境，温家宝表达得更加坦率。在 2004 年人大的记者招待会上，当香港《南华早报》的记者问到这一次注资的问题时，温家宝说：“……我是善于说老实话的。在这两方面，我确实也不太放心，但是没有其他的办法了。这次改革对于我们来讲，叫做背水一战。只能成功，不能失败。我们采取这样有力的措施，确实是一场输不起的实践。我们必须下大的决心来保证这次改革的成功。”《国务院总理温家宝举行中外记者见面会（全文）》，<http://news.sina.com.cn/c/2004-03-14/19423022512.shtml> 好一个“输不起的实践”，将中国金融的困境及决策者的危机感刻画得淋漓尽致。毫无疑问，无论是这一次注资还是以后我们将会看到的更加重大的改革举措，都将是金融改革者在布满陷阱的改革之路上奋力向前的见证。在这个意义上，不管这一次注资存在多少争议，都应该是一种积极的事态发展。毕竟，我们已经听到了轮子转动起来的声响。

这种积极的声音在大病初愈的中国资本市场上也清晰可闻。就在国务院决定动用外汇储备注资之后不到一个月的时间里，国务院在 2004 年 1 月 31 日又发表

了“关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见”。老实说，这个“意见”在时机上的敏感和出台的规格，都让我们不安地联想起了 1999 年的人民日报社论。虽然这个“意见”在遣词造句上已经具备了非常专业的色彩，但其鼓吹政策牛市的强烈愿望仍然依稀可辨。有媒体披露，中国证券市场的主管部门在游说国务院出台这个文件的过程中功不可没。站在证券主管部门的角度，在投资者几近绝望、证券中介机构亏损累累的时候打气鼓励，其用心可表。但是，在市场基本建设（比如全流通问题）以及外部环境（比如舆论监督问题）没有得到本质上的改善之前，出台这种利好，就可能仍然是新包装下的旧事物，也很难避免“用化解风险的方式积累风险”的老错误。以个人之见揣度，国务院的这个文件恐怕还有更深的用意。比如搞活证券市场以呼应几大国有银行的上市。从扭转中国资本市场和货币市场畸形的比例来看，这样做无疑是一个正确的方向，但诚如前述，如果没有进一步的配套措施，银行风险就可能被转嫁而不是被分散到资本市场。其中悖谬，不能不防。但无论如何，与以前所有高规格的利好相比，这个“意见”都装备了更市场化的思路、更现代的监管思想。显然，这凝聚了中国证券监管者在剧痛之后的反思。也因此，它值得我们驻足凝视。

在 2004 年刚刚开始的第一个月中，中国金融领域就相继出现了南方证券的接管、建行和中行的注资以及国务院“关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见”。大事一桩接着一桩，颇有点让人目不暇接。这既说明中国可能进入了又一个金融风险的高发时期，也同时说明中国的金融改革可能已经在不知不觉中进入了全面的发动阶段。对于中国的经济管理者来说，这可能的确是一个难以抉择的艰难时期。化解风险自然是当务之急，但在中国，化解风险的手段往往就意味着风险的进一步集聚，这是行政性市场经常出现的路径困局。不过，凭借中国改革者高度的紧迫意识和在金融改革上多年来的知识及经验积累，我们宁愿相信，中国金融一个新的时代正在脱壳而出。风险迫近之时，可能也正是际遇降临之际，所有的大时代都具有这种令人紧张而又兴奋的戏剧性。

后 记

出于惯例，我要在后记中对本书的来由作一个简单的交待。

2001 年年末，正是中国股市经历了一场销魂蚀骨的特大牛市之后，开始惊魂失魄的转折时期，我写了几篇关于中国股市的文章。一位书商朋友看过之后颇感兴趣并向我约稿，让我写一本关于中国股市的书。从 1992 年算起，我虽然在证券市场呆了十来年，对这个市场十分熟悉，但一直没有写股市的兴趣，总觉得这个东西与自己的学术兴趣相距甚远。但当我将中国的股市置于渐进改革的背景中仔细端详的时候，我突然发现，中国股市实际上非常精准地反映了中国改革的内在逻辑和精神。这个发现，将中国股市和我个人的学术兴趣很好地结合在了一起。于是，我欣然应允，并开始构思、写作。

事有凑巧，正当我写完本书的前三章的时候，财经杂志《价值》创刊。张志雄先生的力邀，让我不得不中断本书的写作，开始我的媒体生涯。一年多来，我撰写了不少关于金融和证券市场的封面文章和财经评论。现在最终呈现在读者面前的这本书，就是由前三章与这些发表过的文章合并而成。很容易理解，这与我最初对本书的构思已大相径庭，结构上也略显松散。好在我后面撰写的这些文章大多是围绕金融和证券市场的，这可以使这本书在整体上保持题材上的一致。而游离于证券市场之外的某些文章，也正好可以弥补本书在题材上的单调。这就是为什么这本书看上去有些不伦不类的缘故。既像一本书，又像一本集子，这种风格让我深感苦恼。但愿这不会为读者带来阅读上的不便。

通读全书，读者会轻易发现作者在观念上的某种“固执”。但我以为，隐藏在这种“固执”背后的，更多的是一种信仰。用不同的姿态去捍卫一种信仰，应该是知识分子在今天中国的存在意义，不管他处于什么样的位置，也不管他属于何种职业。在这个意义上，本书就完全不是一部专业领域的著作了。

在初入媒体的这一年多时间中，我所获得的肯定与鼓励，远远超过了我自己的期望。毫无疑问，这些肯定和鼓励已经变成了本书另外一种重要的精神资源。在此，我要感谢所有鼓励过我的朋友和读者。

袁剑

2004 年 2 月 5 日

于南京茶南