

极推进各方面的配套改革。

1、必须继续大力推进我国股票发行制度的改革。我国目前股票发行制度实行的是核准制，这对于审批制来说是一大进步。但核准制不仅容易造成投资者对证券监管机构的过度依赖，还使得那些发展前景较好、成长空间较大但风险也较大的企业难以通过股市筹资；而且我国现阶段实行的核准制实际上仍是一种变相的审批制，核准过程中的主观人为因素干预着发行市场，因而弱化了市场的自我调控能力，制约了二级市场风险的释放。因此，核准制仍然不是高效率的发行监管制度，而是我国发行监管制度演进过程中的过渡性制度安排。为实现我国股票发行制度的市场化，必须继续改革股票发行制度，让股市向全社会所有企业开放，最终实现发行制度由核准制向注册制的完全转变。从股市的本质要求和世界各国股市长期发展成熟的经验来看，发行注册制已经是基本趋势和选择。随着我国股市的逐步改革，将来也终将选择注册制。

2、实施保荐人制度，积极进行发行监管方式的配套改革。保荐人制度可以提高上市公司信息披露的质量，保证信息披露的真实性、准确性和合规性，尽量降低发行公司和投资人之间的信息不对称，提高市场的有效性。保荐人制度还为监管部门放松行政管制准备了有利条件，在实施保荐人制度的同时，积极进行发行监管方式的配套改革，放松对发行市场的管制，这将有利于促进股市的规范运作，提高上市公司的整体质量。

3、加大新股发行方式的改革力度。以累计投标方式为核心的发行定价模式应是我国新股发行定价改革的方向。但由于环境和条件还不很成熟，在我国IPO市场采用累计投标方式并没有完全取得降低新股发行抑价的预期效果。针对我国股市发展的特定时期，还应该采取一些过渡性措施予以避免。如通过合理机制发掘投资者对新股发行的真实需求，充分发挥股市价格发现的功能，建立法人投资者考核标准，逐渐形成有差别的新股配发政策，激励法人投资者不断改善申购报价的真实性。

4、进一步强化信息披露制度。一是进一步完善有关法律体系，规范信息披露制度，对必须披露的内容、披露时间、披露方式以及违反规定后的处罚做出更详尽的规定，使其具有较强的可操作性。二是建立完善的信息发布渠道。从企业和中介机构两方面强化企业的持续信息公开制度，尽可能避免发行公司或券商利用虚假信息误导投资者，以减少股票市场的噪声交易；改进上市公司信息披露的手段，建立上市公司信息披露电子化系统。三是要加强政府监管，从行政控制转向市场化监管，建立有效的反欺诈法律制度体系和市场机制，建立上市公司诚信评级和公告制度，建立诚信档案。

另外，要大力促进机构投资者的发展，重视对中小投资者的教育，提高投资者鉴别信息和解读信息的能力，形成理性的市场价值投资理念。

(作者单位：中央财经大学投资系)

责任编辑 闵超

## ● 词条

**噪声交易** (Noise Trading) 理论是20世纪80年代以来西方经济学界兴起的一种研究金融市场运行和行为的理论，是在对有效市场假说(EMH)进行批判的基础上建立起来的。基于有效市场假说的传统金融理论认为，由于交易者都试图搜集和研究信息，并从中取得超额回报，所以与金融资产价格相关的所有信息能够完全充分地反映在价格上，该价格基本上接近于金融资产的内在价值。但是其理论基于几个重要的前提假设：信息是无成本的，所有交易者同时接受信息，所有市场参与者都是理性的，并且追求效用最大化。然而在现实的金融市场中，信息的收集是需要花费成本的，不同交易者基于自身情况的限制，收集、分析信息的能力存在差异，在市场上所占有的信息也是不充分和不完全的。因此基于这一前提下的交易所形成的价格也是不充分和不完全的，金融资产的价值存在了一定的偏差。而对如何产生这一偏差的研究就导致了噪声交易理论的产生。

噪声交易理论认为，由于非对称信息的存在，导致了金融市场上存在噪声交易者和理性交易者两类交易者。噪声交易者，或者说非理性交易者，是依据所谓的“噪声”进行交易的交易主体，他们或者错误地认为掌握了有关金融资产未来价格的特殊信息，这些噪声信息可能是来自于市场上一些未经证实的政策、消息等，或者对将来价格表现出过分主观的错误看法，总体而言，他们在信息不完全下对未来价格的判断是错误的。与之相对的则是信息相对完全的理性交易者。在金融资产的价格发现过程中，由于理性交易者对信息的发掘和分析，价格向内在价值靠拢。而噪声交易者由于判断失误，遭受损失，被逐出市场。但是，De Long等(1990)认为，当理性交易者进行套利时不仅要面对影响价格的基础性因素变动的风险，还要面对噪声交易者非理性预期变动的风险，作为风险厌恶者，他们可能放弃套利机会，不与噪声交易者的错误判断相对抗。在这种情况下，噪声交易者暂时统治市场，市场价格偏离价值，证券市场失效。所以，从某种意义上讲，信息的价值不在于是谁创造的，也不在于是否与公司或宏观经济的基本面有关，而在于利用这条信息进行买与卖的交易者的寡与众。由于“羊群效应”的作用，利用某一信息的交易者越多，他们就越有可能从该信息获益。