

证券市场中的“失灵”：中国与美国的比较

伍 戈¹, 廖 筠²

(1. 复旦大学 国际金融系, 上海 200433; 2. 复旦大学 经济学院, 上海 200433)

摘要: 文章对美国与中国的证券市场的现实进行了对比分析, 笔者发现近年来这两个市场中都存在着“失灵”现象, 有着类似的表现形式, 但是它们的成因却是不一样的: 在美国股市存在的“失灵”是一种“市场失灵”, 而处在新兴市场的中国股市在更大程度上是一种“政府失灵”。笔者针对这两种不同的“失灵”, 提出了相应的政策建议。

关键词: 股市; 市场失灵; 政府失灵

中图分类号: F810.91 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-9952(2003)05-0034-04

一、引言

二战以后, 国际资本流动和金融自由化取得了巨大的发展。金融资产的数量已经远远超过了实体经济的规模。无论是发达国家还是发展中国家, 金融资产的增长速度都高于本国 GNP 增长速度 2—3 倍。而且, 对经济整体而言, 虚拟经济与实体经济有脱离的趋势(Drucker, 1986)。同时我们看到, 这些现象在优化整个社会资源配置的同时, 由于金融市场具有巨大的不稳定性和脆弱性, 对实体经济可能产生灾难性的后果。

金融价格的过度波动(Boom-bust)是一种市场上的“失灵”, 从本质上讲, “失灵”是一种价格与价值的脱离, 从而使得市场、价格机制遭到破坏。事实上, “失灵”在任何金融市场上都会存在。本文就美国与中国这两个典型国家的股市进行对比分析。近来, 这两个市场中都存在“失灵”现象, 有着类似的表现形式: (1) 暴露会计丑闻(美国的 ENRON 等事件, 中国“银广夏”); (2) 存在股价剧烈波动现象, 出现“非理性繁荣”; (3) 腐败现象不断出现, 投资者利益极度受损, 最终对实体经济产生破坏, 引起整个社会资源配置的不当。但是笔者认为, 它们的成因不同, 因此政府的对策也应有所不同。

二、美国股市中的“失灵”——市场失灵

1956 年, 美国麻省理工学院巴托教授首次创造并使用了“市场失灵”这一概念, 本来意义的“市场失灵”是指资源配置无效率。造成美国证券市场失灵的原因突出表现在:

1. 美国证券市场失灵的原因之一: 信息的非对称性与企业的激励机制

在证券市场上, 决定证券公平价格和证券市场效率的是公开性的证券场所提供的真实、准确、充分、及时的信息。由于内幕人员、企业管理者、证券商和享有控制权的大股东所掌握的信息与一般投资者所掌握的信息处于非对称状态, 因此对公司管理层的激励显得尤为重要, 因为其道德风险反映在公司治理结构中是非常独特的(难以察觉)和严重的(数额巨大)。证券市场信息的

收稿日期: 2003-02-11

作者简介: 伍 戈(1976—), 男, 湖南长沙人, 复旦大学国际金融系博士生;

廖 筠(1979—), 女, 四川成都人, 复旦大学经济学院硕士生。

庞杂性、信息对证券价格的决定性和公众对信息反应的敏感性,使得欺诈和内幕交易成为证券市场的突出问题。由于美国较流行股票期权激励制度,使得公司管理人员更有造假的动力,甚至上市公司与会计部门受利益驱动联合作假,最终造成信息优势的一方可轻易获得暴利,而处于信息劣势的一般投资者因此利益受损。随着金融资产数量的膨胀以及金融工具创新的发展,金融市场发生着日新月异的变化,一旦监管的规则跟不上市场变化的速度,市场必将出现“混乱”。

2. 美国证券市场失灵的原因之二:信息的公共产品特征与公众的“从众心理”

从信息本身来看,它具有公共产品的性质,上市公司一般不愿意或尽量少提供信息,由此滋生的自然垄断增加了投资者对信息的获取成本,从而抑制证券市场上进行“信息搜寻投资”活动的积极性。同时,作出信息投资即付出信息成本的投资者的买卖行为可能迅速被他人(未作信息投资的投资者)所效法,并会即时产生价格波动,使前一类投资者无法获得其信息投资的全部利益,从而减弱了其搜寻信息的利益驱动。Shiller(2000)在《不理性的繁荣》一书中分析了美国市场上投资者不理性的原因,他们的逻辑就是“搭便车理论”:既然上百万研究人员和投资者都在研究股价并且对其表现予以了肯定,那么还有必要浪费时间去试图找出合理的价格吗?这样就形成了一种“集体不理智”的股价猛涨,加之一些会计报表的失真,更加助长了股市的“不理性繁荣”以及未来的市场“失灵”的可能性。

3. 美国证券市场失灵的原因之三:投资者的投机动机与股票市场的“负外部性”

证券市场失灵的另外一个原因在于股票市场的负外部性效应。这是指投资者投机行为的动机完全是自身的利润最大化,一旦出现股价崩溃的兆头,他们会集体抛售,造成市场狂泻。他们并不会考虑其行为对实体经济的影响,而实际上,股票价格的膨胀一崩溃往往会导致金融机构的破产倒闭,以及其连锁反应将通过货币信用紧缩破坏经济增长的基础(Michael D. Bordo and Olivier Jeanne, 2002)。按照福利经济学的观点,外部性可以通过征收“庇古税”来进行补偿,但是由于金融活动具有巨大的杠杆效应——一个别金融机构的利益与整个社会的利益之间存在严重的不对称性,显然使这种办法苍白无力。最终,这些行为对实体经济产生了破坏,引起资源配置的不当。另外,科斯定理从交易成本的角度说明,外部性也无法通过市场机制的自由交换得以消除。因此,需要一种市场以外的力量介入,从而限制金融市场的负外部性影响。

三、中国股市中的“失灵”——政府失灵

虽然中国的股市中也存在类似美国股市中“市场失灵”的现象,但是中国股票市场上的“失灵”有着更多的“政府”色彩。作为计划经济向市场经济转轨过程中政府主导的产物,中国股市不可避免地会体现着较多的政府行为。然而,正是这种政府的过多干预,造成了中国股市中的“失灵”更多的是一种“政府失灵”^①。

1. 中国证券市场失灵的原因之一:政府干预与“亚洲价值观”

总体而言,西方一般比较崇尚自由的思想。而在东方的“亚洲价值观”(Asian Values)更多地强调国家、政府和当权者的权威和利益,忽视甚至不惜牺牲个人的作用和利益。在东方社会,人们认为政府可以扮演积极的角色,就是贤人政治^②。正是在这样的价值观背景下,大部分亚洲国家都组建了强有力的政府,而人民则表现出了温顺的品德。政府在经济上是强干预的,即通过政府或者准政府行为,习惯性地、多方位地限制甚至替代市场。这些对国家建设与经济发展起到过有利的作用,包括稳固国内秩序、调和社会矛盾、消除精神文化危机和“泛西方化”的消极影响,以及增强民族自信心和归属感、引导民众集中精力发展经济等等。但是,当政府干预股市时,由于监督与法制的缺乏,容易造成政府官员想的是如何从企业和商业中获得“权力寻租”,而企业家们则想的是如何从政府那里获得政策的扶持、保护。市场机制在中国股市中显得很弱,股市在某种程度上已成为一种“政府工具”,而不是按市场经济规律运行的市场,造成了中国股市的失灵。

2. 中国证券市场失灵的原因之一:会计丑闻与中国政府对国企的“保护主义”

中国是一个以公有制为主体的社会主义国家。国有上市公司本质上为国家所有,因此国家与上市公司从根本上是二位一体的,两者缺乏有效的委托—代理关系。国家与上市公司作为上下级代理人为了共同利益而“共谋”,它们联合起来对付作为委托人的社会公众投资者,并进而导致国家与企业共谋圈钱(鲁云海,2002)。各种会计丑闻的产生往往是由国有上市公司与各种中介机构“勾结”而形成的,但是政府尤其是地方政府却对国有企业实行“保护主义”,这更加促成造假行为的猖獗。在此过程中,国家通过手中的权力把投资者手中的钱转移到国有企业和国家手中,供其调配使用,国家的权威性表现得淋漓尽致。

3. 中国证券市场失灵的原因之三:调控股指与中国股市的“特别”功能

从历年中国股市的走势图上,可以看到中国股指的每次剧烈波动都与政府的干预有直接关系。因为对于处在转型阶段的中国而言,中国股市还有着特殊的功能,那就是为国有企业融资。当股指过低时,政府会干预救市,这是因为二级市场的低迷不利于国企一级市场的融资。相反当股指持续走高时,企业的“软预算约束”使得许多公司把募集资金直接或间接地投入到证券市场,开始出现挤压或侵蚀实业投资的情况,这时国有企业投资出现的“失误”只能由政府承担。因此,政府对于过高的股指也会保持着相当的敏感性,并在一定情况下采取各种形式的“打压”措施。

四、结论

自从市场经济产生以来,有关政府与市场的关系就一直成为各个经济学派不断探索、阐述和争论的重要话题。20世纪初以来,一些经济学家认为斯密的自由放任主义并不适合于现代市场经济,提出了“福利经济学的失灵”概念,凯恩斯主义以后的主流经济学更积极地主张在市场失灵下,由政府加以干预来弥补市场的不足。即使20世纪80年代的新自由主义,也并不否认政府作用的必要,只不过认为政府也会失灵,对政府的作用范围要加以严格约束,需要在两者之间加以权衡(晏智杰,1997)。事实上,世界上没有“天生”就完美的市场。干预与自由不能一概而论。无论对于哪种市场,“有形的手”与“无形的手”都是必须的。从证券市场形成机理来看,一个新型证券市场的形成除了市场本身的需求外,还必须靠政府力量加以推动,也就是说市场体系的建设需要在政府的主导下才能形成,而且也只有政府才能确保市场的公平与公正,其他的利益相关者均不能担当此任。是干预市场多点还是听任市场多点,这要由市场的发展阶段、成熟程度、文化历史背景等因素来决定。成熟的美国市场也不能避免“失灵”,随着金融资产数量的膨胀以及金融工具的创新,更加要强化政府监管的作用。需要指出的是,新兴的中国市场干预是有其一定合理性的,我国证券市场目前相对发达国家来说还是一个新兴的市场,且正处于转型调整期,为了国家的利益,也必须在政府的主导下来完成转型调整这一使命。政府作为金融市场的监管者,它的最重要职责是维护市场的公平,制定市场有效运作的游戏规则,保护投资者的利益。但是,目前中国政府所扮演的“双重角色”,使其市场监管者的功能自然丧失,从而使得市场的公正性难以确立,有效的市场秩序无法保障,股市健康稳定的发展难以实现。因此,中国应该在深化国有企业体制改革以及强化法制的基础上,努力使股市朝着更加自由的“市场市”方向发展。

注释:

①在1970年代“滞胀”时期,以布坎南为首的公共选择学派首先提出了“政府失灵”。

②见“杜维明教授谈东西方价值观”,刊于《联合早报》1995年9月4日。

参考文献:

- [1]Michael D. Bordo and Olivier Jeanne. (2002), Boom-Busts in Asset Price, Economics Instability, and Monetary Policy[R]. NBER Working Paper NO. 8966.

- [2] Robert J. Shiller. (2000), *Irrational Exuberance* [M]. Princeton University Press in Association with Arts & Licensing International, Inc.
- [3] 李晓慧. 股票市场与经济运行均衡发展新论 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [4] 彭文平, 肖继辉. 股市政策与股市波动 [J]. 经济管理, 2002, (6).
- [5] 胡金焱. 中国股票市场政策市评价 [J]. 经济理论与经济管理, 2002, (8).
- [6] 鲁云海, 陈黎萍. 中国股票市场的制度性缺陷及其成因分析 [J/OL]. <http://www.drcnet.com.cn/>, 2001-04-11.
- [7] 晏智杰. 亚当·斯密以前的经济学 [M]. 北京: 北京大学出版社, 1997.

The Failure in the Financial Market: Comparison between U. S & Chinese Stock Market

WU Ge¹, LIAO Yun²

(1. *Department of International Finance, Fudan University, Shanghai 200433, China;*
2. *School of Economics, Fudan University, Shanghai 200433, China*)

Abstract: After making comparison between the stock market of China and that of America, the author finds out that there exists the phenomena of “failure” in both markets, whose manifestation is very similar, but whose causes are different. The failure in the U. S stock market is a “market failure”; while in most cases, the failure in the Chinese stock market as a new market, is a “government failure”. Finally, the author offers corresponding policy suggestions in light of these two different “failures”.

Key words: stock market; market failure; government failure

(上接第 33 页)

- [4] 温海滢. 支持西部企业发展的财税政策 [J]. 财政研究, 2001, (7).
- [5] 张琳, 陈本燕, 邹敏. 关于西部大开发中发行地方政府债券的思考 [J]. 财政研究, 2001, (1).
- [6] 张馨. 公共财政论纲 [M]. 北京: 经济科学出版社, 1999.
- [7] 米什金. 货币金融学 [M]. 北京: 中国人民大学出版社, 1996.

A Study on the Issuance of Local Public Debt against the Background of Upsurging Development of the Western Regions of China

DENG Jian

(*School of Economics and Finance, Xi'an Jiaotong University, Xi'an 710061, China*)

Abstract: The thesis argues that local governments in China should be granted the authority to issue local public debt (LPD), and the priority to issue LPD should be granted to the governments of the western regions of China. The paper first plainly reviews the history of the issuance of LPD in China and then it conducts a systematic discussion on the following four perspectives in turn, i. e. necessity, feasibility, structural design and subsidiary measures.

Key words: local public debt; development of the western regions of China; experiences of the U. S. and Japan