

中国股市过度投机现象与治理方法

徐海宁

摘 要:我国股票指数的随机走动是十分发散的,而不是相对收敛的,说明了我国股市存在过度投机的泡沫。我国股市过度投机的根源在于市场的“不稳定投机”与“有限理性”,也在于市场非对称信息博弈的“逆向选择”与“道德风险”以及经济体制上的一些原因。挤出我国股市过度投机泡沫的方法应当转到以市场手段为主的方向上来,完善公司法人治理结构、发展市场敌意收购以及建立经理人市场,是我们应当考虑的一些主要方法。

关键词:不稳定投机;有限理性;道德风险;治理结构

中图分类号:F832.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2002)05-0017-04

在我国股市中,“绩差股驱逐绩优股”是个普遍的现象,这种现象的存在与我国股市的泡沫问题有着直接的关系。股市中的泡沫问题,无论是在中国或是在国外,都是一个经久不衰的话题。不过,这个话题对于中国来说,由于转型经济的背景,因而具有一些特别的含义。我们现在需要了解的是,中国股市的泡沫是否已经形成了过度投机?这种过度投机的根源到底在哪里?以及我们应当如何来挤出投机的泡沫?尤其是后两个问题,是我们关注的重点。

一、我国股市泡沫的统计分析

股市有涨有跌,本是一个正常现象。问题是,我国股市的涨跌,尤其是股市的升涨,是否超出了正常范围,从而脱离了它的真实基础。判断一个股市波动的正常范围,一般来说,市盈率(这里是指股市平均市盈率)是一个基本的标准。所谓市盈率(P/E),是指股票市值与每股收益之比。在发达的市场经济国家,平均市盈率一般保持在不高于 20 倍的水平上。即使在新兴工业化国家和地区,“韩国 70 年代经济增长率在 14% 以上,市盈率一般为 20 倍,仅有两次达到 30 倍,且持续时间很短,只有 1~2 个月的时间。东南亚国家一般为 10~20 倍。香港近 10 几年股市市盈率在 20 倍以内”。^①只有日本是一个例外,“日本在泡沫经济年代曾经保持 60 倍的市盈率,但是由此导致了 1990 年的大崩盘,从此一蹶不振,至今 10 年过去,仍然未出现复苏的迹象”。^②

中国的股市在 2000 年 7~8 月份,上证指数已经越过 2000 点,到 2001 年 6 月更是达到了 2200 多点,平均市盈率在 60 倍以上。时隔半年,上证指数又一度跌到了 1300 多点,跌幅达 40% 以上。国内学者尽管对此有着不同的看法和解释,但是从国际的一般经验来看,我

国股市的平均市盈率确实是明显偏高,超出了正常的范围,表明我国股市中存在着严重的过度投机现象。

我们再从反方向来比较一下。通过对 1885~1993 年道-琼斯工业指数和 1992~1998 年 7 月上证指数单日跌幅超过 7% 的次数统计比较看到,在超过 100 年的时间里,道-琼斯工业指数单日跌幅超过 7% 的只有 15 次,而上证指数 6 年之内就达 23 次;从分布上看,道-琼斯工业指数单日跌幅最大的日期集中分布在美国历史上两次最大的熊市期间,即 1929~1931 年期间和 1987 年期间。而上证指数单日跌幅最大的日期则分布在 1992~1998 年我国经济的增长时期。^③

由此可见,无论市盈率或是股指涨跌的经济含义是什么,也不管国内的专家们对此做何种解释,我们单从统计现象来分析,也可以看出:与国际上相比,我国股市的这些指标远远偏离了正常值的范围。这表明:我国股市波动作为一种随机现象,是一个很不稳定的系统,这个系统是充分发散的,而不是相对收敛的。

二、我国股市过度投机的根源

我国股市过度投机的根源,可以从市场性质、交易者行为以及经济体制等几个方面来加以分析。这里既有市场客体方面的原因,也有市场主体方面的原因;既有一般化的原因,又有我国体制上的特殊原因。

在经济学的含义上,所谓“投机”,指的是这样一种经济行为,即不是为了使用,而是为了再出售(或再购买)而暂时购买(或出售)商品,以期从价格变动中获利。在投机于金融资产的情况下则是指购买是为了再出售,而不是为了获得收益。我们知道,股票市场作为金融市场的一部分,是属于虚拟经济的范畴。在物质经济中,商品的购买是为了使用,从而有一个真实的基础。因此,价格总是在供求均衡点摆动。当一种商品的价格上涨时,生产者就会增加供给,而消费者则会减少需求。正是生产者与消费者之间这种负反馈的机制,会使价格趋向收敛,从而恢复市场均衡。但是,在股票市场上,股票的买卖在很大程度上取决于交易者对未来价格的预期,而这种预期又在很大程度上是个心理现象。因此,股价的波动在统计上就表现为一个随机变量。股价的这种随机走动到底是收敛还是发散的,主要取决于市场的投机活动是“稳定性投机”占主导地位,还是“不稳定性投机”占主导地位。这种划分是由美国著名经济学家弗里德曼提出来的。在这里,稳定性投机是指“高抛低吸”的交易行为,它有助于抑制价格的过度波动;不稳定性投机是指“追涨杀跌”的交易行为,它会助长和加剧市场价格的波动。很显然,如果市场是稳定性投机占主导地位,价格的随机走动应当是趋向收敛的;如果市场是不稳定性投机占主导地位,价格的随机走动则会是发散的。这种价格波动的发散性质,在正反馈机制的作用下会得到加强和扩大,这正是市场过度投机的基本特征。一个市场的危险不在于投机是否占据了主导地位,而在于不稳定性投机占据了主导地位。

弗里德曼关于稳定性投机与不稳定性投机的划分是一个很有价值的观点,但他得出的“稳定性投机驱逐不稳定性投机”和“不可能存在导致不稳定性投机的投机”的结论却是错误的。^④弗里德曼的结论之所以是错误的,是因为它是建立在所谓的“理性”的基本假设之上的。现在,人们普遍接受的观点是,人们的经济行为只具有所谓“有限理性”。^⑤金德尔伯格在论及“经济学中的非理性”时也写道:“经济学中的理性反应并不意味着所有的反应都具有

同样的信息、同等智商、相同的经验和目的。此外,组成谬误也时有理性的反应,但合成之后,却会产生非理性的结果。尽管每一个反应者就象运动场上,每一个观众都想占据最佳的位子,看得更清楚,但结果可能是一片混乱”。^⑥可见,个人只能具有“有限理性”,而且个人理性的总和并不等于集体理性,更何况还有集体非理性的存在。金融泡沫并不是新事物,从最初的郁金香热到如今的因特网热,都是如此。看着旁人个个致富,连最理智的投资者都难以拒绝诱惑,都不得不放弃长远考虑。这种“大众的疯狂”,甚至连伟大的科学家牛顿也不能幸免。牛顿在投机当时的英国南海公司股票而损失了2万英镑以后,于1720年春写道:“我可以计算天体的运动,但无法计算人类的疯狂”。^⑦

除了“不稳定性投机”和“有限理性”以外,我们分析股市过度投机的另一条理论线索是“非对称信息博弈”,即在非对称信息条件下,交易者之间的经济博弈会自发地产生各种过度投机的倾向。在这里,非对称信息指的是某些参与人拥有但另外一些参与人不拥有的信息,博弈中拥有私人信息的参与者称为“代理人”,不拥有私人信息的参与者称为“委托人”。因此,非对称信息博弈的所有问题都可以放到“委托—代理”模型中来加以讨论。从非对称发生的时间来看,可能发生在当事人签约之前,也可能发生在当事人签约之后。研究事前非对称信息博弈的称为逆向选择模型,研究事后非对称信息博弈的则称为道德风险模型。^⑧

不可否认,在我国股票市场上存在严重的信息不对称现象,其中核心的是投资者与上市公司之间的信息不对称。在“委托—代理”模型中,上市公司作为代理人是知道自己的类型的,即是好公司还是坏公司,但是投资者作为委托人并不知道上市公司的类型。因此,在双方博弈中便产生一个“逆向选择”问题。投资者购买了股票以后,并不能象购买伪劣商品时可以退货或得到赔偿,尽管可以“用脚投票”,但仍不可避免地会遭到损失。同时,由于上市公司的信息披露是不充分的,甚至是虚假的,从而在投资者与上市公司的博弈中丧失了“信号传递”与“信号甄别”的功能。最终,投资者选择的自然倾向是绩差股,而不是绩优股。投资者选择绩差股的倾向,还会因为绩差股会资产重组的预期而得到加强。这个“逆向选择”的模型,可以解释为何我国股市中会存在“烂股驱逐良股”的现象。

投资者一旦购买了股票,成为上市公司的股东以后,问题便转到了另外一个方面,即“道德风险”问题。在这个模型中,上市公司作为代理人选择行动,或是能够观察到自然的选择而后选择行动,也就是说,上市公司选择资金的使用,或是能够观察到经济环境的情况而后选择资金的使用。但是投资者作为委托人,只能观察到结果,而不能直接观察到代理人的行动本身和自然状况本身,或者观察到代理人的行动,但不能观察到自然的选择,也就是说,投资者只能看到上市公司投资的结果,但并不能了解投资的过程,更不能了解具体的经济环境的变化。同样,由于上市公司的信息披露是不充分的,甚至是虚假的,从而也丧失了“信号传递”与“信号甄别”的功能。从而,上市公司在博弈中的自然选择倾向是选择高风险的投资。投资成功了,上市公司的管理者可以享受到利益,但投资失败了,他们并不因此而承担风险损失。这就是典型的“道德风险”问题,“一个人可以做出某些风险程度高的决定,一旦出了问题却要由别人来承担责任”。这个“道德风险”模型,可以解释上市公司热衷“圈钱”、“送股不分现”等现象的存在。

其实,“道德风险”在全世界都是个很普遍的问题。从墨西哥的金融危机,到日本的“泡沫”经济,直至美国的储蓄和贷款协会事件,无一不在说明人们在冒巨大风险的同时,却把责任留给了其他人,以至于纳税人、政府直至国际货币基金组织成了“最后贷款人”,来最终地

承担责任。在中国,这种“道德风险”问题又因为体制方面的原因而越发变得流行和严重起来。我国著名经济学家吴敬琏就此指出:“在我国目前从计划经济到市场经济转轨的这个历史阶段上特别容易出现过度投机和经济泡沫,一个重要原因是因为国内企业产权不明晰和所有者缺位”。^⑨在我国股票市场上,由于大量的国有资产的存在,也成为形成“道德风险”和过度投机的一个重要根源。这不过是我国信贷市场上“投资饥渴”和“投资过热”的一个翻版而已。

三、如何挤出我国股市中的泡沫

与国际上的情况相类似,我国的经济泡沫现象也主要发生在股票和房地产这两个领域。我国房地产的泡沫主要靠价格下降的方式来挤掉,但是,由于股票市场是面对社会大众的投资者,所以靠打压股指的方式来挤掉泡沫并不一定是合适的方法。挤掉股市泡沫,降低市盈率的方法有两种,或是降低价格 P ,在分子上做文章,或是提高公司的收益 E ,在分母上做文章,当然也可以双管齐下。在中国的股市中,在相当一段时期内,监管部门的工作主要停留在股市价格的调控上,只是近来才开始把注意力转移到了对上市公司的监管之上。

加强对上市公司的监管,通过提高上市公司的收益来降低市盈率,从而挤掉股市泡沫的方法也有多种多样。例如,严格上市审查,严格信息披露制度,直至实行退市制度,都是一些有效的方法。但是,这些方法基本上还属于行政措施,而且还只是对上市公司的外部监管。我们应当把对上市公司的监管从以行政手段为主转为以市场手段为主,从以外部监督为主转为以内部管理为主。只有这样,我们才能实施对上市公司的有效监管。

为了有效实施对上市公司的监管,我们应当从完善公司的法人治理结构与发展市场的敌意收购这两个方面来着手。我们知道,完善的法人治理结构是上市公司在非对称信息条件下相对最好的一种制度安排,也是解决股东投资者与公司管理者之间“委托—代理”关系相对较好的一种契约安排。在这个基础上,我们才能够有效地运用期权激励机制和解聘惩罚机制,来较好地解决管理者的“道德风险”问题。与此同时,敌意收购也是对管理者经营业绩的一个有效的市场监管手段。如果管理者经营不善,市场的敌意收购就会使其承担被解聘而遭受利益损失的风险。当然,发展市场的敌意收购也要以完善的法人治理结构为基础,如果没有合理的股权结构和完善的法人治理结构,甚至是“一股独大”的局面,或是国有股不能流通,那么,市场的敌意收购也是很难发展起来的。另外,为了发展市场的敌意收购,还需要发展配套的经理人市场,让管理者的行为选择因为信誉的市场价值而受到约束,选择对股东投资者有利的行为。

(作者单位:上海对外贸易学院)

注释:

- ① 齐春宇. 指数 2000 点, 股市的投资价值还有多少? [J]. 新华社《上市公司研究》周刊, 2000, (8).
- ②⑨ 吴敬琏. 十年纷纭话股市 [M]. 上海: 上海远东出版社, 2001. 13-15.
- ③ 波涛. 证券投资理论与证券投资战略适用性分析 [M]. 北京: 经济管理出版社, 1999. 343-345.
- ④⑥⑦ [美] 查尔斯·金德尔伯格, 经济过热、经济恐慌及经济崩溃, 第 29 页, 272 页, 36 页, 北京大学出版社, 2000 年 10 月, 第 1 版.
- ⑤ 谢识予. 纳什均衡论 [M]. 上海: 上海财经大学出版社, 1999.
- ⑧ 张维迎. 博弈论与信息经济学 [M]. 上海: 上海人民出版社, 1996.