

# 政府调控证券市场的有效性

徐海宁

**摘 要：**“个体理性”的总和往往产生的是“集体非理性”，政府干预仍然是必要的。政府作为“游戏规则制定者”应当运用制度变迁来诱导个体的经济行为，从而达到“集体理性”。在现行制度环境中，没有足够的红利回报而追逐市场波动是“个体理性”的，没有稳定的政策预期而崇尚短期投机也是“个体理性”的。但是，这种“个体理性”的总和产生的恰恰是“集体非理性”的坏的结果。实际上，宏观经济发展的变化趋势是在微观经济个体的最优化选择过程中实现的。现在我们应当实行宏观调控微观化，微观分析行为化，理性投资制度化。总量宏观调控和差异化制度设计的有机结合应当成为我国政府有效调控证券市场的基本思路。我国证券市场制度设计的基本原则：保证蓝筹股的红利回报；提高绩差股的重组门槛；稳定市场发展的政策预期。

**关键词：**证券市场；政府干预；有效性

**中图分类号：**F830.91 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-1894 (2008) 01-0009-04

国家上调股票交易印花税的政策使证券市场出现了较大的波动与调整，与此同时，人们关于政府调控股市的议论和评论也纷纷扬扬。在我国的证券市场中，政府调控市场的做法由来已久，甚至不少人认为我国的证券市场是个“政策市”，至少可以认为政府的政策对市场往往具有举足轻重的影响，以至于从一般的大众投资者到专业的注册分析师也都无时无刻不在关心着政府的政策意图与政策动向，其间的打听与揣摩之风盛行。更有甚者，是不少的学者教授和政府官员纷纷出面频发议论，积极建言，颇有“院外游说”之态。

面对如此之现状，我们应当如何来认识这一问题呢？毫无疑问，这里有两个基本问题需要弄清楚：一是政府可不可以调控市场？二是政府应当如何来调控市场？特别是后一个问题对于我国证券市场的健康发展尤其显得现实、迫切和重要。

## 一、市场失效与政府干预

众所周知，我国的经济体制改革是一场“以市场经济为导向”的制度性变革。从理论上讲，按照当今主流经济学的一般认识，在市场经济的运行中，市场有时是会失效的，我们称为“市场失效”，因此，市场是需要“政府干预”的；与此同时，政府对于市场的干预有时也可能是失效的，我们称为“政府失效”，并且认为“政府失效”的后果比“市场失效”的后果更为严重。那么，为什么会产生“市场失效”和“政府失效”的现象呢？那是因为，在市场经济的活动中，每个个体都希望最大化自己的利益，因而作为一个“经济人”是理性的，但

是,“个体理性”的总和并不能保证达到“集体理性”,也即保证社会总效应的结果是好的。恰恰相反,“个体理性”的总和往往产生的是“集体非理性”,其结果是不好的。所以,即使在市场经济制度之下,政府干预仍然是必要的。那么,为什么又会产生“政府失效”呢?那是因为政府采取了不适当的“直接干预”方法破坏了市场经济的基础作用,而不是作为“游戏规则制定者”适时地运用制度设计和制度变迁来诱导作为市场个体的经济行为,从而达到“集体理性”的好的结果。当然,以上这些基础理论特别是关于“政府失效”的理论讨论还有待人们进一步深入研究与探讨。

基于以上的基本理论认识,我们认为第一个问题即“政府可不可以调控证券市场”便自然有了结论,政府是可以而且应当调控市场的。接下来第二个问题就是“政府应当如何来调控市场”,这个问题直接关系到调控的有效性,从而涉及到“政府失效”的问题,因而显得更为重要,也是我们在这里需要重点讨论的。

## 二、政策失效与制度缺陷

毫无疑问,目前的证券市场的确存在着阶段性的非理性行为和市场泡沫化,一个集中的表现就是绩差股的过度上涨和市场筹码的过度换手,这反映了市场的短线投机盛行而长期投资不足。理性地看,这种市场状况对市场的长期健康发展是不利的。在这样的市场中,市场的价格信号已经起不到优化资源配置的作用,反而由于“逆向选择”而产生了“劣股驱逐良股”的结果。那么,到底是什么原因产生了这种情况呢?是中国的投资者天生就不具备理性的素质吗?不是;是政府对广大投资者的风险教育不够吗?也不是。那么,问题到底出在哪里呢?毋庸讳言,我们认为问题就出在我国证券市场的“游戏规则”上,就出在我国证券市场的制度性缺陷中。

在证券市场中,市场的波动是不可避免的,但是,市场的过度波动显然是不利的和不可取的。政府干预的作用就是要平缓这种过度的波动,维持市场的稳定发展,以发挥证券市场优化资源配置的正常功能。市场的过度波动只会扰乱和扭曲市场的价格信号,弱化和破坏市场优化资源配置的正常功能。这里的道理与整个宏观经济调控的道理是一样的,宏观调控也是要防止整体经济发展的过度波动。

众所周知,我国证券市场的大起大落曾经经历过好多次,期间又总伴随着政府“看得见的手”之政策干预。但是,尽管政府这种干预的初衷是为了平稳市场的发展,但是实际结果往往是不理想的。究其原因,是因为我国证券市场存在着两大制度性缺陷:一是没有足够的红利回报;二是没有稳定的政策预期。很显然,在这样的制度环境中,由于没有足够的红利回报而追逐市场波动的资本利得是“个体理性”的,由于没有稳定的政策预期而崇尚快进快出的短期投机也是“个体理性”的。但是,不幸的是这种“个体理性”的总和产生的恰恰是“集体非理性”的坏的结果。

## 三、有效调控的制度设计

笔者认为,要实现对我国证券市场的有效调控,仅仅依靠投资者的风险教育显然是不行的,仅仅依靠传统的财政货币手段也是不行的,而是需要将“宏观调控微观化,微观分析行为化,理性投资制度化”。从理论上讲,我国调控股市的一贯做法还停留在传统的“凯恩斯时代”,希望在宏观上运用财政货币政策手段来达到目的,现在看来是远远不够的。根据当今前沿经济学的最新理论认识,传统的凯恩斯主义强调从经济的总量特征作宏观分析,忽视了宏观经济现象内

部包含的微观基础,导致了宏观与微观经济研究的脱节。实际上,宏观经济发展的变化趋势是在微观经济个体的最优化选择过程中实现的。这种“宏观调控微观化,微观分析行为化”的理论对认识我国宏观调控的有效性至关重要。

其实,从更大范围来看,关于转变我国经济增长方式这一问题上同样存在着如此的困境。我国从1997年亚洲金融危机爆发开始就及时地提出了要转变我国经济增长方式这一任务,即从主要依赖资源消耗的粗放型发展方式转变为主要依赖技术进步的集约型发展方式,但是,至今成效甚微。究其原委,也正在于一些制度性的缺陷。在现行的制度条件中,企业作为个体在经济活动中通过消耗资源和污染环境来追逐自身的最大利益是可行的,从而是“个体理性的”。只有当通过征税等制度设计来改变企业的收益预期,使得节约资源和保护环境反而对企业的预期收益是有利的,企业才会改变自己的行为选择,从而使我们最终得到“集体理性”的好的结果。以上的道理也同样适用于我国的证券市场。我们只有通过制度设计和制度变迁来改变我国投资者的收益预期,使得投资者感到价值投资的收益优于短期投机的收益,如此这样,我们才有可能改变投资者的行为选择,使人们感到在证券市场中进行价值投资对自己是有利的。我们并不反对使用宏观政策手段来调控股市,只是这样政策手段是“无差异化”的,只是在总量上影响市场行为,而起不到我们所说的“结构性调整”效果。结构性的调整效果只有通过差异化的制度设计才能达到。总量宏观调控手段和差异化制度设计的有机结合应当成为我国政府有效调控证券市场的基本思路。

那么,我们所说的制度设计或制度变迁应当包括哪些内容。粗略地讲,笔者以为最起码需要符合以下3方面的要求:一是保证蓝筹股的红利回报;二是提高绩差股的重组门槛;三是稳定市场发展的政策预期。

**1. 保证蓝筹股的红利回报** 我们以美国为例来说明问题。美国证券市场中的蓝筹股往往都是行业龙头,这些上市公司不仅业绩优良,而且红利优厚。据统计,“道指”30成份股在2006年已实施的现金红利分配中,每10股支付现金红利在10美元之上的公司共有15家,占30只成份股的50%。其中,每10股支付红利最高的是运通为76.4美元。分红水平最低的也有近3美元,分红水平低于5美元的只有5家。如此优厚的红利回报是投资者长期价值投资的物质基础,否则就是“空中楼阁”和“纸上富贵”。

许多人喜欢用巴菲特的长期投资故事来举例,而且巴菲特是主张为避免征税而将公司盈利再投资,不主张现金分红,即所谓最大限度地追求复利。这样的投资风格并不适合于广大投资大众。试想一下,如果没有每年稳定的现金分红,诸如养老退休等社保类基金何以维持长期价值投资呢?这些基金又何以满足持有人的现金回报需求呢?片面地用巴菲特案例来引导投资大众是不合适的。更何况按照行为经济学的理论解释,人们的投资行为受短期预期的影响要大于受长期预期的影响,投资者对当期红利回报的重视程度要大大高于对远期投资收益的重视程度。因此,用远期投资收益来鼓励部分群体进行长期价值投资也许是可行的,但对投资大众是无效的。这里的关键是我们不能以个别事例来概括大数法则,只有服从大数法则的普遍规律才能合理解释大众性投资的市场。

应当看到,在我国经济快速增长等一系列基本前提下,上市公司实行优厚分红存在着客观的基础。当然,是否分红属于上市公司自身股利政策的范畴,法律和行政并不能直接规范它。那么,我国的制度设计如何来保证上市公司愿意来实施分红呢?归根结底一句话,那就是要让上市公司感到实施优厚分红比不实施对自己是有利的,从公司治理角度讲对控股股东也是有利的。根据博弈理论的“激励相容”原理,就是要让上市公司从自身利益出发有积极性采取分红的行为。在成熟的资本市场中,稳定高分红的上市公司能够赢得广大投资者的青睐,从而可以导致上市公

司较高的股价,较高的股价自然又可以让上市公司较为容易地从资本市场低成本融资,如此良性循环。但是,这种以市场为基础的良性循环在“新兴加转型”为特征的我国资本市场中并不能自然形成,市场需要培养,关键在于规则。譬如,笔者建议对上市公司再融资的审批就可以考虑加上历年分红的财务性要求等约束性规定。

**2. 提高上市公司重组门槛** 就是要提高绩差股的重组门槛。我国资本市场对上市公司“优胜劣汰”的功能是很差的,就是我国企业破产法的制定与实施也是步履蹒跚,困难重重。这里主要是存在体制性的障碍,其中包括不够完善的社会保障体制和地方经济利益限制。这些问题不仅在上市公司存在,而且在非上市公司也存在,是我国市场经济中普遍存在的一个体制性缺陷。在这种体制性缺陷尚未能得到根本性解决的情况下,设法通过规则设计来提高绩差股的重组门槛应当是可行的和必要的。如果绩差股重组仍然是比较容易的,甚至可以得到不少的财政性优惠,如果我国资本市场仍然是“乌鸦变凤凰”的故事满天飞,那么,市场“逆向选择”的格局仍将继续,理性价值投资的市场氛围就仍然无法建立,证券市场健康稳定的发展依然难以企求。

**3. 稳定市场发展的政策预期** 现在主要的问题还不是政出多门,而是不少政府官员根据个人想法随意发表评论意见,这是很不妥当的。不仅是官员,而且具有官员和学者双重身份的人士也是很热衷于证券市场的评论。如此情况只会造成流言四起,人心惶惶,十分不利于市场的稳定与健康发展,甚至难免有叵测之徒趁机寻租牟取私利。证券市场的健康发展需要有一个稳定的政策预期,稳定的政策预期可以影响人们的投资行为,减少市场的短期投机行为。为维护我国证券市场的公平、公开、公正的基本原则和稳定发展,笔者建议政府有关方面应当尽快完善相关的发言人制度,并可考虑在重大政策出台前先行“吹风”之举,以减缓市场突发性的过度波动。目前我国央行在加息前就CPI等先行指标进行“吹风”的做法值得借鉴。

综上所述,只是就我国证券市场的制度建设提出了一些基本的理论思考和政策思路。总而言之,对于我国证券市场的调控应当微观化,理性投资需要制度化。没有良好的制度规则,证券市场的健康发展是不可能的。要达到市场的健康发展,首先必须从制度性改革开始,这是保证政府调控证券市场有效性的关键。

(作者单位:上海对外贸易学院)

