

论中国证券市场的投机与泡沫

张屹山 郑蕾芸

(吉林大学商学院 130021)

一、适度投机与过度投机

在证券市场中,投机是指根据对证券价格的预期,买卖证券以赚取价差为目的的一种行为。这种行为虽然在形式上与证券投资并没有什么两样,在操作上也难以区分,但是在本质上却有着根本的不同。证券投资是投资者为获取股息、红利等以使资本增殖而买卖证券的行为,具有与实质经济同步成长性;而投机则更多地依赖于对证券价格的预期,与实质经济并没有必然的联系。相对而言,投资具有长期性和稳定性,投机则具有短期性和不确定性。在微观层面上,我们基本上无法区分哪些证券的买卖是投资,哪些证券的买卖是投机,而且在一定条件下,投资可能转化为投机,投机也可能转化为投资。但是在宏观上,二者的作用是明显不同的,二者的数量和比率直接关系到证券市场以及宏观经济的稳定和有序发展。

证券投资对投资者是一种金融资产保值增值的手段,从宏观经济来看就形成了一种良好的企业直接融资渠道,直接推动了经济的发展。投资者的投资风险直接来源于企业经营风险,投资者对风险规避和转移的需要使投机的产生成为必然。当投资者对企业前景预期不乐观时,必然想将手中证券沽出以回避和转移风险,这就要求市场上有对企业前景预期正好相反的证券需求者,如果没有投机者的存在,这种风险回避和转移的实现就只能凭借偶然的巧合,只有市场上存在一定数量的投机者,这种风险回避和转移才能顺利实现。另一方面,市场变化的复杂性和投机者个性与素质的差异性,决定了投机者对市场价格预期的多样性,所以,投机者对买卖差价的追逐使其成为证券市场高风险的承担者。

产生在投资基础上的适度投机对证券市场和宏观经济发展都起着积极的作用,主要表现在:(1)适度投机促进证券市场繁荣和活跃。由于投机的目的在于低买高卖获取价差收益,所以买进和卖出都十分频繁,这既使某些欲更换证券或需要证券变现的投资者目标得以实现,使证券市场的流通性增强,同时也使企业融资更加方便快捷。(2)适度投机对证券市场的价格具有再发现和稳定作用。证券市场的理性投机者通常对国内外宏观经济的发展趋势、政府的经济政策及其对证券市场的影响、证券市场整体的变动趋势、具体的行业发展前景和企业当前业绩及发展潜力等各种因素具有深入的了解、敏锐的观察、超前的预测和理性的判断,对于具有增长潜力的证券低价大量买进,客观上扩大了需求,促使了该证券价格的回升,对潜力企业的潜在证券价格起到了再发现作用,推动了企业的发展;当证券价格上涨到一定程度,投机者将大量卖出证券,客观上又扩大了供给,促使了该证券价格的回落,抑制了证券价格对实体经济的过度偏离。(3)适度投机使证券市场成为整体经济运行的先期反映。由于理性投机者对整体经济运行具有超前的较为准确的预测,对各种经济政策反应极为敏感,而且其行为最终将带动整个市场的相应反应。

当市场上投机超过一定的限度和范围,存在大量的非理性投机或严重的价格操纵行为时,投机即从适度转化为过度,过度投机危害极大,主要体现在:(1)过度投机造成证券市场与实体经济发展的扭曲反映。股市是国民经济的“晴雨表”,宏观上反映整体经济的发展状况与趋势,

微观上反映个别行业和企业的经营状况和发展前景,股票价格和变动趋势的基础在于实体经济的发展,所以价格及其变动趋势在总体上应和实体经济发展一致。过度投机使股票及其他证券的价格远离实体经济的发展,甚至根本与实体经济的发展无关,其变动基本上依赖于在对股票及其他证券价格变动的预期基础上形成的供给和需求,由此形成的各种市场信息必然也仅仅是市场对证券本身预期的供给和需求的反映,对于实体经济的反映来说是一种扭曲,如果我们把适度投机的证券市场比作是“平面镜”的话,它基本上客观真实地反映了一国经济发展与变动的各种状况与趋势,不论对投资者还是对政府和其他相关机构都有着可靠而有效的参考作用;而过度投机的证券市场则是“哈哈镜”,其人为扭曲的影像不论对投资者还是对政府和其他相关机构都是一种误导信息,不仅导致个体错误的投资行为,损害其切身利益,而且促使社会有限的经济资源错误配置,扰乱正常的经济秩序。(2)过度投机形成证券市场风险的自增强机制。证券价格虽然是由市场上供给与需求决定的,但在适度投机的市场中,供给与需求是建立在对实质经济发展的理性分析和理性预期基础上,由于信息来源的不同,分析能力的不同,对于微观经济个体存在着不同的风险收益或风险损失。对于整个证券市场来说,由于适度投机的存在,市场风险呈自渐弱趋势,最终与实质经济的发展保持一致。而在一个存在过度投机的市场中,供给与需求几乎是完全建立在投机者的主观预期基础上,脱离实质经济发展的主观预期,极易受到各种信息诱导和操纵。同时,由于“群羊效应”的存在,即价格越上涨,人们越普遍预期看涨,需求量越大,促使价格越进一步上涨,这种盲目的追涨行为可能令一部分投机者受益,但市场风险却随着证券价格的飙升不断累积,经济泡沫不断增多,当泡沫一旦破灭,累积的风险被释放,轻者引起证券价格的暴跌,重者引发整体经济的连锁反应,甚至导致经济危机。应该说,证券市场价格暴涨暴跌的根源在于过度投机的存在。(3)过度投机促使证券市场上投资不断转化为投机。首先,不法投机者靠操纵和欺诈在短期内获得巨额暴利对投资者具有“示范”的激励效应,使投资者的投资观念发生动摇,投资转化为投机。其次,在不完善、不规范、不透明的市场内,部分企业的虚假报表和机构的操纵行为使得真正的投资者难以区分信息的真伪和有效性,难以进行理性选择,促使投资者或者退出市场或者转为投机,而投机的增加又反过来进一步促使投资的退出,如果不及时加以规范和管理,最终整个证券市场将被过度投机行为所充斥。(4)过度投机造成证券价格与其实际价值的严重背离,是形成金融泡沫、导致泡沫经济的主要原因。

二、自然泡沫与恶意泡沫

在现代金融市场中,证券价格的基础是实质经济,但直接决定因素却是由人们对实质经济发展和证券市场价格分析与预期形成的供给与需求,这些分析与预期一般是在对未来的现有知识和信息缺乏可靠基础而估算得出的,且不同人的主观分析与预期也各异,事实上难以与实质经济的客观发展完全相一致,所以,证券市场里存在泡沫即证券价格与其实际内在价值的背离是不可避免的,关键在于泡沫的程度和泡沫的性质。

根据不同泡沫的性质,我们把泡沫分为自然泡沫与恶意泡沫,二者有着本质的不同。自然泡沫是指由于人们对某一行业或某一产品(如网络)的真实发展前景和实际价值认识不足,对其预期过高而自然形成的,不存在任何故意的因素,一旦预期发生了改变或者对真实发展前景和实际价值有了清楚的认识,泡沫就会自然缩水,以致破灭。而恶意泡沫则是为了赚取投机利润,人为操纵、恶意经营所造成的证券价格与其实际内在价值的严重背离,市场的繁荣和交易的活跃是靠人为操纵制造出来的虚假活跃与繁荣,目的是吸引更多的参与者进来,这些参与者部分是被假象迷惑,而更多的人是被“博傻心理”所支配,相信在泡沫破灭之前,会有新的“傻

子”进来,而自己则会带着投机利润安全退出。正是这种“博傻心理”使得恶意泡沫可以不断自增强,使得泡沫的形成——膨胀——破灭全过程可以被操纵者有效利用。在形成上,自然泡沫是在对实质经济发展预期基础上自然产生的,是正常的,难免的;而恶意泡沫则是操纵者采用合法或非法手段通过市场操作故意制造出来的,是应该而且能够通过市场规范减少和避免的。在运行上,支持自然泡沫增长的是大众对实质经济的看好预期和从众心理或群羊效应,而支持恶意泡沫膨胀的是操纵者赚取暴利的动机、恶意(包括违规)操作市场行为和大众的“博傻”的投机心理;而且自然泡沫运行中具有不断自动回归的特点,一般不会偏离实质经济太远,而恶意泡沫则不同,泡沫一旦被吹起来,就不断自增强,可能会远远偏离实质经济,泡沫的破灭依赖于操纵者退出时机的选择和投机者的心理变动。在作用和后果上,适度的自然泡沫有利于加强投资(机)者的信心,吸引资金的流入,带动产业的发展,繁荣与发展证券市场;自然泡沫的缩水造成的资产减少具有普遍性。而恶意泡沫的破灭结果则是少数人携巨额利润满意而归,大多数人却可能血本无归。任何程度的恶意泡沫对经济的健康运转都不会有任何好处,它只不过将资产不合理地进行了重新分配,同时却累积了整个经济社会的系统风险。

泡沫积聚到一定程度就会形成泡沫经济,这不仅会对证券市场的健康和稳定发展造成危害,而且还会危及整个经济的正常运转。因此,必须通过严格的监管坚决杜绝恶意泡沫的滋生,而对自然泡沫,则须通过各种手段影响预期,化解过多的泡沫。

三、有意庄家与无意庄家

庄家通常是指某种牌戏或赌博中每一局的主持人,此意延伸到证券市场即指在某种证券价格变动中影响很大、具有主持作用的经济个体,它即可能是某个实力雄厚的机构、券商,也可能是某个具有信息优势、资金优势的个人投资(机)者。不论是股市还是其他证券市场,对于某一种具体的证券,一旦某个投资(机)个体投入的资金占到一定比例,即自然成为庄家,其买入卖出的行为就会很大程度地影响该证券的价格,这种影响除了直接影响该证券的供给和需求,还包括一种“信号”作用,通过其他人的“跟庄”行为间接影响该证券的供给和需求。成为庄家,既可能是自主性行为,即有目的有意识地“坐庄”,以影响甚至操纵证券的价格,我们称之为“有意庄家”;也可能是“无意庄家”或“自然庄家”,即投资者在投资之初并无动机要影响甚至操纵证券的价格或者企业的经营和行业的发展,仅仅是由于对企业的经营潜力和行业的发展前景看好而投入了大量的资金,不可避免地自然处在了庄家的地位。

证券市场中庄家的作用如何,完全取决于其自身的行为规范。庄家一般都资金雄厚、信息比较完全,具有相对较强的市场分析与预测能力,如果庄家关注的是企业的经营和行业的发展前景,则其行为对经济的运行起着积极作用。(1)带动资金跟入证券市场。大多数中小投资者市场分析与预测能力都相对处于弱势,信息滞后,风险较大。庄家的进入,除了直接的资金入市之外,还给中小投资者以信心,吸引中小投资者的大量资金“跟庄”进入,使证券市场资金更加充裕,生机更加盎然。(2)发现潜力企业并为其注入资金和活力。庄家携大量资金进入市场,是为了获得较高的未来收益,只有具有成长性和潜在发展前景的企业才可能有较高的未来收益。中小投资者也可能发现这些企业,但是他们的实力有限,难以给企业带来大的影响。庄家则不然,不仅有直接的巨额资金投入,还能引导社会资金的流入,并提供企业发展所需的其他资源,如可靠的信息、有效的建议等等,直接或间接参与企业的发展与改造,提高企业经营质量,催化企业快速成长。(3)引导资金流向,推动产业结构调整。一般来说,作为投资者的庄家不仅要考虑眼前利益,更要考虑长远利益;不仅要研究企业的经营状况、行业的发展前景,还要研究国内外总体经济的变动及其所带来的影响等各种因素,其投资选择一般具有一定前瞻性,尽管不是

每一个庄家的选择都与客观实际相一致,但总体上促使资金流向有发展前景的朝阳行业,客观上推动了资源的最优配置和产业结构的优化。

但是,如果庄家对企业本身的经营、发展和前景毫不关心,而是依据其资金优势、信息优势、技术优势和各种关系,采用钻制度、法律空子,甚至采用各种非法手段,制造虚假信息和市场假象,误导和欺骗大众投资者,操纵市场价格,为自己创造有利的投机机会,则属于“恶庄”行为,这种行为的危害在于:①异化证券市场的投资心态,制造和加速过度投机。②扰乱证券市场的公平原则和秩序,损害大众投资者的利益。③弱化证券市场的功能,误导资源流向,劣化资源配置,降低资源利用效率。④影响企业的正常发展,促使企业短期行为泛起。⑤降低证券法规和监管机构的权威性,使真正的投资者丧失信心。庄家的恶意行为若频繁出现于市场,一方面说明了证券法规的不完善,另一方面也显示监管机构的监管不力。证券法规和监管机构的权威性是证券市场有序运行和公平竞争的保证,也是真正的投资者投资信心的重要来源。

四、中国股票市场的投机与泡沫

中国股票市场从无到有,短短十年走过了西方发达国家几十年甚至上百年的发展道路。伴随着高速增长,困扰股市健康、持续发展的问题也不断呈现,违规运作事件接连不断,作庄操纵已经见惯不怪,恶意泡沫也频繁涌现,过度投机的存在已是不争的事实。

正是基于上述事实才有人指出:中国股市是个大赌场,甚至连赌场都不如。当然这话说得有点过,因为中国的股市尽管有一定赌博的性质,但还不能与赌场相提并论,原因除了不是零和博弈之外,更重要的是从其作用看,赌博除了可以为设赌者带来暴利外,对整个社会和经济的发展没有什么直接好处,而股票市场则不同,在中国经济的转轨时期,建立股票市场的作用目标主要有三个:一是加快实现当前中国企业特别是国有企业股份制改造;二是为企业融资开辟直接融资渠道;三是为众多投资者创造一个良好的投资环境和场所。从股市十年实践来看,股市的建立、运行与发展为国有企业股份制改造起到了不可磨灭的重要作用,这一目标可以认为已经基本达到。在为企业开辟融资途径方面,本意是为那些很有发展前景但目前缺乏资金的企业提供融资渠道,但实际上,由于现有股市规模和股权制度的限制,特别是存在比较严重的不规范运作等原因,许多前景看好、资金匮乏的企业仍然不能通过股市得到必要的发展资金,而许多经营混乱、前景堪忧的问题企业却通过不正当手段包装上市圈钱,这样的企业所占份额还相当不少,并且融到的资金也并没有有效运用到新产品开发或市场开拓上,形成很大的资金浪费。但是,毕竟股市为企业开辟了直接融资的新途径,事实上也为许多企业发展壮大奠定了资金基础,出现的问题是发展中难免的,可以在制度和监管的不断完善中得到解决。所以,这一目标虽然当前并没有完全达到,但也已在相当程度上得以实现。第三个作用,即创造良好投资环境和场所,距离理想目标最远。任何一个国家的股票市场都是投资者闲置资金投资增殖的重要场所,要把闲置资金通过股票市场推进实质经济中进行有效配置,首要条件就是创造良好的投资环境,这一点,恰恰是中国股市存在问题最多之处,中国股票市场上大多数股民都是在投机的心理驱使下从事股票的炒作,极少有通过公司年底的分红来获利的,而我们的上市公司一般也不分红。正是在这方面存在的严重过度投机,使股市呈现出一定赌博的性质。

总体上看,中国股市作用的大部分目标已基本实现,但问题也十分严重,必须及时进行严格的规范和整顿,绝不能因为投机、泡沫和庄家是证券市场发展过程中的必然产物,而予以一概的肯定、支持和放纵。过度投机、恶意泡沫和有意庄家对股市的健康成长有百害而无一利,适时适度的规范和整顿虽然有可能在一定程度上影响股市的活跃,但这种影响是暂时的,长远来看,不仅有利于股市的健康成长,而且也会促进股市作用的更好发挥。 责任编辑:林 旗