

我国股票市场运行与政府行为的相关性及评价

宋玉臣

(吉林大学数量经济研究中心,吉林 长春 130012)

摘要:本文分析政府行为对股票市场的影响,对近年来我国政府调控股票市场的政策行为进行评价。

关键词:股票市场失灵;政府行为;股价异常波动

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A

文章编号:1007-7685(2007)10-0044-03

大量理论与实证研究表明,股票市场不可能绝对有效和绝对无效,而是介于两者之间,我们把无效的部分称为股票市场失灵。市场的有效性是用股票价格对信息的反应程度来度量的,只要没有实现绝对有效就存在市场失灵现象,就有政府的作用空间,政府行为就是促进市场有效。但政府行为并不是在有的时候都会促进市场有效,有时还使市场变得更加无效,即政府失灵。目前,国内外理论界对股票市场政府行为的讨论很多。Yuli Su, Yewmun Yip, Rickie W. Wong(2002)对东南亚金融危机时香港特区政府的干预行为进行实证研究,认为政府行为不仅改变了股票市场的趋势,还减少了价格波动的程度,政府在股票市场健康发展中扮演者重要的角色;政府对股市的宏观调控或干预政策也受到一些经济学家的强烈排斥。1998年,我国香港政府动用基金对危机中的香港股市进行干预的行为,就曾受到众多指责,

他们认为这违反自由经济原则。国内学者吕继宏(2000)通过实证研究认为,中国股票市场受

政策的影响很大,市场上几次较大的异常波动都是由政府政策引起的,政策在短期内稳定市场的作用十分有限;邹昊平、唐利民、袁国良(2000)运用博弈分析法,构建了一个政府与投资者所进行的不完全信息动态博弈模型,对中国证券市场政策的多次干预进行实证研究后,对证券市场的几次重大政策给予肯定;乔桂明、詹宇波(2002)对政府和投资者的行为进行博弈分析,得出了通过政策引导股指走势是非理性的结论,认为应尽可能减少政府对股票市场的干预;曾欣(2003)认为,政府的决策目标是保持股市稳定健康发展,从以往经验看,政府完全有能力也有必要把股市调控到符合国民经济发展的轨道上,它一方面防止股市过热,另一方面也避免股市过于低迷。中国证券市场的政策干预非常有效的改变了投资者的集体预期,从而有效的改变事件的结果;祁光华(2003)以意识形态刚性、认知局限性、临时性政策代替法律和法规、多元利益冲突等角度分析,认为中国证券市场政策变动无常,导致我国证券市场监管中

注:本文得到2004年教育部重大项目(05JJJD790005)、2005年国家社会科学基金项目(05BJY100)、2005年国家自然科学基金项目(70573040)、“吉林大学‘985工程’项目”资助。

收稿日期:2007-09-15

作者简介:宋玉臣(1965—),男,汉,吉林九台人,吉林大学商学院副教授。研究方向:金融与财务决策。

的政策失败。伍戈、廖筠(2003)通过对中国和美国证券市场的对比,认为美国股票市场中的“失灵”是市场失灵,中国股票市场中的“失灵”不是市场失灵而是政府失灵,对中国股票市场的政府政策持基本否定的态度;王春峰(2003)通过实证研究得出了政策周期的运行直接决定了股市周期的运行的结论,并运用 ARCH 模型研究了中国股票市场波动与政策之间的关系,认为政策性干预是驱动中国股票市场波动巨大变化的直接原因;梨元奎(2005)认为,由于种种原因导致中国证券市场政府介入的程度太深,政府行为的未来取向是适度退出。

一、股票市场的政府行为

政府调控的直接理由是股票市场失灵,股票市场失灵就是市场的非有效状态,即没有充分反映决定股票价格的所有信息。为深入研究这一问题,我们把股票市场分成长期和短期两个层次进行分析。从长期看,市场会在其内在机制的作用下自发形成均衡。但在一个均衡周期内会有若干时期出现非均衡现象,即短期的非均衡或非有效性,政府行为对股市的调控是针对股票市场短期的非均衡现象,如果在这种情形下政府不实施调控行为,市场会延长无效或非均衡的时间,造成对经济增长的破坏。

(一)股票市场的长期均衡与短期非均衡。从长期看,市场不会长时间在非均衡状态下运行,股票价格不会永远脱离其内在价值。理论依据就是股票价格的均值回归特征,均值回归是指股票价格无论高于或低于价值中枢(或均值)都会以很高的概率向价值中枢回归的趋势。Fama 和 French(1988)、Poterba 和 Summers(1988)在对美国纽约股票市场进行实证研究的基础上首次得出股票收益率从长期看呈均值回归的结论。Balvers 和 Gilliland(2000)对 18 个具有代表性国家股票市场 1969 年——1996 年数据进行实证研究发现非常明显的均值回归特征;Jeffrey Gropp(2004)对美国证券交易所(AMEX)、纽约证券交易所(NYSE)和纳斯达克(NASDAQ)进行实证分析的结果发现有明显的均值回归证据,说明从长期看

市场会自动形成均衡。即使政府不进行调控,从长期看股票市场也会自动形成均衡态势,只不过市场可能在无效的状态下存在时间较长,破坏性更大。从短期看,市场失灵是经常现象,股票价格恰好等于其理论价格是一种偶然。政府行为主要针对的是短期非均衡现象,最大限度地减少股票市场失灵对经济增长的破坏,充分利用股票市场为经济发展服务。国内很多学者尤其是对政策持否定意见的学者认为股票市场没有政策的干预也会自发形成均衡,提出中国股票市场为“政策市”,实际上就是针对长期趋势来说的。没有政府行为对股票市场失灵的矫正,股票市场也会靠其自身的作用自发形成均衡,只不过是形成均衡的周期更长或自身的破坏性更大,政府行为的意义就在于此。股票市场失灵,不管有多么复杂的原因和表现形式,最终都可从股票市场价格上表现出来。当股市在一定时间段内持续低迷时,就会直接破坏其筹资功能,并进而破坏股市的“晴雨表”功能和资源配置功能。当股市在一定时间段内持续高涨时,就会形成泡沫和过度投机,不但破坏股市的基本功能,而且还会对整个国民经济增长构成严重威胁。政府行为一方面抑制过度投机,另一方面防止股市过度低迷。

(二)政府失灵问题。在矫正市场失灵时,也会出现政府失灵现象。其原因主要有:首先,政府面临不完全信息的问题。这个问题也是私人部门的问题,但公共部门同样存在,而且通常更为严重。政府决策必然依据大量信息,但政府亦不可能获得完全充分的信息,政府的决策也不会绝对准确无误,就会出现政府失灵。其次,政府行为有时会产生寻租。所以,政府行为并不绝对会促进市场有效,有时会使市场变得更无效。当政府干预股市时,企业家们想从政府那里得到政策的扶持,政府官员想的是权力寻租,两者的结合就会破坏股票市场资源配置这一最基本的功能。再次,股票市场对信息的反应有三种情况:过度反应、正常反应和反应不足,政府对股票市场的调控往往是通过政策信息进行的。在市场正常反应的状态下,股票市场准确反映了政府的政策意图,在过度反应和反应不足的情况下就对政府调控的艺术性提出了较高的要求,那就是政策的力度要适度。

二、我国股票市场政府行为与短期波动的相关性

总结我国股票市场的近年来的运行状况,几乎每次政府的监管与调控政策都会引起市场的短期波动,这是我国股票市场需要注意的问题。反过来说,我国股票市场的短期波动有多少是由政策引发的,下面的实证分析提供一些线索。

本文实证检验主要使用由 Wichern, Miller 和 Hsu 于 1976 年首先提出的“异常波动点”方法进行检验,股价波动是以时间序列中收益率的方差变化来表示。样本选择 1990 年 12 月 19 日到 2005 年 12 月 31 日时间段内上证指数,鉴别出市场异常波动点在各年的分布。方差减小点和方差增加点这两种异常波动点有一定的对应关系,当指数由于某种原因剧烈波动后又恢复平静时,往往会产生一个方差增加点和一个方差减小点(但方差增加点和方差减小点不是严格的对应关系)。因而,在考察引起市场异常波动的原因或事项时,一般只需要分析方差增加点所对应的事项。确定重大股市政策事件时,在已知市场异常波动点后还要采取定性分析法,对异常波动点附近时段内出现的股市政策事件进行评判。考虑到政策事件消息的提前泄露,认为方差增加点前 5 天后 20 天时间段内出现的最重要的股市政策事件是重大政策事件,当方差增加点附近同时出现多个股市政策事件时,只确定一个主要事件为重大政策事件。在样本区间内(1990 年 12 月 19 日到 2005 年 12 月 31 日)共有 47 个方差增加点。

经检验得出如下结论:1990 年 12 月 19 日至 2005 年 12 月 31 日,上证指数 47 个方差增加点,有 28 个与政府重大政策相关,说明政府行为是股票市场的重要影响因素之一,其中波动最大的 7 次全部是由政策引起的。同时,股市波动基本上呈递减趋势,因为一方面政府政策逐渐成熟,调控手段越来越完善,在调控过程中为避免股指大起大落,往往采取一些比较温和的手段,并按同一方向连续出台一些调控措施。另一方面,随着我国股票市场规模的壮大,投资者的投资理念也日

趋成熟,由过度投机向理性投资转变。

三、对中国股票市场政府行为的评价

(一)政府行为促进了股票市场的健康发展。我们对几次引起市场较大波动的带有明显政策意图的重大举措进行了分析。在股票市场高涨和低迷时,政府利用利空和利好政策调控股市,如果政策出台后引起股市异常波动则至少证明政策有效,然后再根据股指运行方向评价政府行为。在股市低迷时的几个异常波动点政府都准确地纠正了股票市场持续低迷的运行态势,形成反转走势;在股市高涨时的几个异常波动点政府都准确的抑制了过度投机行为。这些足以证明我国股票市场政府行为促进了股票市场的健康发展。

(二)政府行为引起股票市场的异常波动。在实证研究中也发现,大部分时候政府监管和调控措施都引起股票市场的异常波动,这是政府行为对股票市场的负面影响。事实上,减少甚至消除短期异常波动是政府在股票市场上的行为目标之一,但在很多时候事与愿违,由于股票价格对信息反应的灵敏性特征,最终导致短期异常波动。所以,在监管和调控的手段上政府管理部门还应进一步完善,在一般情况下应尽可能避免力度较大的措施出台,使市场能平稳运行。如,1997 年 5 月,政府连续出台而没有一次性出台多项措施时股市的过度投机得到抑制,同时并没有引起股市暴跌就是一个成功的范例。

股票市场不一定不折不扣的反应政策的方向和力度,这是政府对股票市场调控与监管的难点所在。大量实证研究表明,股票市场对信息既存在过度反应,又存在反应不足的现象,政府调控股票市场必须考虑到股票市场这一信息反应特征。在一项调控政策出台之前,政府也不能完全把握该政策的市场反应程度,很多时候,一样的政策在不同的时间公布都会产生不同的市场反应,这是股票市场有别于其它市场类型的显著特征。调控股票市场不仅是一种手段,而且还是一门艺术。

(责任编辑:张佳睿)