



股票市场的政府风险分析

宋玉臣 禹 妍

(吉林大学商学院 吉林长春 130012)

风险是指未来结果的不确定性或波动性, 这里的风险我们把它定义为相应主体利益上的损失。风险是相对不同的活动主体而言的, 股票市场活动的主体有投资者、上市公司、证券经纪商(把证券商的自营业务归为投资者)和政府, 我们在分析股票市场风险时往往都是站在投资者角度来分析的, 不同的股票市场活动主体承担的风险不同。作为股票市场活动主体之一的政府主要有以下风险: 第一, 短期波动风险, 就是在较短的时间内, 股票价格出现暴涨暴跌的现象。这是针对政府来说的风险, 对于投资者、上市公司、证券中介机构来说可能未必一定是风险, 对于证券经纪商来说是机遇, 因为剧烈波动一般都伴随着成交量的放大, 佣金收入会相应增加。第二, 股票价格偏离内在价值风险, 即长期风险。股票价格脱离内在价值有两种情况: 一是股价过高, 形成股市泡沫; 二是股价过低, 亦称负泡沫。前者会使股票市场的系统性风险加大, 极易引起股票暴跌和经济动荡, 各国政府对股市泡沫都非常重视的; 后者会使股票市场降低甚至失去筹资功能, 这种风险对于投资者和上市公司也一样是风险。第三, 公平交易。创造公平、公正、公开的交易环境是各国政府追求的共同目标, 没有这些, 市场就可能出现欺诈、内幕交易等现象, 这对于股票市场健康发展十分不利, 这也是政府股市风险的主要表现之一。

一、短期波动风险的政府行为

股票市场短期波动也就是股票价格在较短时间内暴涨暴跌的情形, 这是各国政府都不愿意看到的股市现象, 它对经济稳定乃至社会稳定都是不利的, 政府应利用各种手段减少这种现象的发生。在中国股票市场上, 政府的监管与调控行为有时不仅没有消除或减少

短期波动的现象, 反而由于政府的监管与调控行为引起了一些短期波动。在公布一个对股票市场产生较大影响的政策或措施时, 往往造成股市的剧烈震动, 这是股市投资者和政府调控手段都不成熟的表现。

在股票市场高涨和低迷的时候, 政府利用利空和利好政策调控股股市场。在股市低迷时的几个异常波动点(如 1994 年 8 月“救市”、1996 年 5 月鼓励投资者投资股市、1999 年“5.19”行情、2001 年“6.24”行情等)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, 政府都准确的抑制了过度投机行为。这些是可以证明中国股票市场政府行为促进了股票市场的健康发展, 至少在大方向上是正确的。但是, 大部分时候政府监管和调控措施都引起了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, 很多时候却事与愿违, 由于股票价格对信息反应的灵敏性特征, 最终却导致了短期异常波动。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, 使市场能够平稳运行。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。大量的实证研究表明, 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。调控股股票市场不仅是一种手段, 而且还是一门艺术。

二、股票价格偏离内在价值风险

股票价格偏离内在价值会导致股票市场失灵。一方面, 股票价格高于内在价值过多会产生股市泡沫, 直接构成股票市场风险; 另一方面, 股票价格低于其内在



价值过多会使股票市场丧失筹资功能。两者都会破坏股票市场的资源配置功能。市盈率是从盈利能力角度判定股价高低的一个指标,当市盈率过高时,表明股价已高于其价值;当市盈率过低时,则表明股价低于其价值。

从我国 A 股市场市盈率的历史变动来看,目前市盈率已经处于 10 年来的低位,而且由于企业盈利增长,2001 年以后市盈率的下降更快于股票指数的下降。风险溢价最高的沪深股市分别为 173% 和 216%,买股票不如存款的收益率高是显而易见的,2005 年底,风险溢价水平已分别降为 -71% 和 -64%,股票市场低迷和股票投资价值的特征显现。

从世界主要股市的比较中,我们可以发现,纽约、伦敦、韩国、新加坡、泰国股市的市盈率在 1996 年前的大多数时间都在 20 倍以下波动,而东京和台湾股市的市盈率则相对较高,主要是因为消化 80 年代末期市场过度炒作累积的泡沫需要有一个滞后的过程。不过由于不同市场上市公司的产业结构和产业发展阶段差异很大,不同市场的风险溢价水平也不尽相同等许多因素的影响,市盈率不能进行简单对比。由于中国的经济增长速度比较快,经济的成长性较高,实际市盈率一般会高些。

从世界范围看,股市的平均市盈率因受到多种因素的影响而变动,最主要的有两个,即该市场所处地区的经济发展潜力和市场利率。从成熟股市的经验来看,市盈率会随着诸多因素的变化而在一个投资区间内上下波动。因为较高的市盈率水平意味着较高的投资风险和较低的投资价值,表明市场投机气氛较浓,泡沫成分较大,因此总体偏高的市盈率水平将难以长期维持。而任何过度投机的行为必然会受到市场法则的处罚,股价必然会向合理的价值中枢回归。从目前情况看,中国股票市场已处于较低的水平上,无论从纵向还是从横向比较中都具有较高的投资价值,由于股票市场自 2001 年后的几年熊市,使股票价格相对较为低迷,已经构成对经济增长中的不利因素,因为市场低迷的直接影响是对股票市场筹资功能的破坏,并进而危机到资源配置和“晴雨表”功能的发挥,政府应对中国股票市场进行扶持。

三、股票市场的政府的调控与监管行为

证券监管的目标是创造“公平、公正、公开”的市场

交易环境,这是股票市场健康发展的标志。为了有效应对证券市场失灵所带来的问题,保障投资者利益,维护证券市场的安全与稳定,促进证券市场发展,并藉此推动经济社会的持续稳定协调发展,必须健全政府的调控与监管。在成熟市场,政府监管的主要任务是清除西方经济学所描绘的市场经济制度本身所无法逾越的那些障碍,如垄断和操纵行为,信息失灵所导致的内部性问题等等。相对于新兴市场而言,美、英等国监管者一般较少从“发展”的角度来审视其监管职能,去考虑诸如实现证券市场筹资量的一定数额,时时留意并维持股指的一定水平和波动幅度之类的问题。更多的时候,这些问题被留待市场自身解决,市场“发展”依靠“看不见的手”自发调节。

新兴证券市场则不同,如果把发达国家政府的监管职能笼统地称为“规范”职能,新型国家政府除此“规范”职能外,还要多一个“发展”职能,而且被政府优先放置。任何新兴市场均无例外地需要解决更为严重的由垄断、操纵、信息不完全所造成的问题。然而,当我们赋予新兴证券市场失灵现象以更为丰富而深刻的含义并揭示出其背后的特殊原因之后,新兴市场的政府监管者在这个意义上需要承担比成熟市场更多样、更复杂的职责。一是政府对证券市场的制度创新和培育,同时,“积极地”为保证证券市场发展而营造宏观经济环境。二是政府“有意识地”更多地关注与证券市场相联系的其他社会经济层面,新兴证券市场的监管制度选择面临更严格的约束条件。

证券市场失灵问题存在的必然性和经济社会对证券市场功能的正常作用的客观需要决定了监管存在的必要性。由于证券市场失灵的存在,政府理应积极介入证券市场。但政府在处理与证券市场的关系上,实质是要如何在市场失灵和政府失灵之间实现均衡,计算政府放任自由和政府干预之间的成本。目前我国证券市场实行的是集中统一的监管体系,即以政府监管为主导,集中监管和市场自律相结合的市场监管框架。中国证券监管的未来趋向是:逐步完善和细化证券市场监管的法律,使之形成连贯的,具有较强可操作性的法律体系;真正实现我国证券市场的集中、统一的监管;政府行为既不能缺位,也不能越位,明晰股票市场政府职能,给股票市场的政府行为科学定位;还要加强中国证券市场监管中的自律管理,完善自律组织的职能