

制度关联、广义内部人控制与股市泡沫

——我国股市泡沫的制度分析

贾明德, 王峰虎

(西北大学 经济管理学院, 陕西 西安 710069)

摘要:从我国转轨经济的制度背景出发,通过股市制度变迁中时间维度的历时性关联与空间维度的共时性关联机制,指出由于我国股市制度变迁中政府的行政性干预,股市制度安排出现了以政府为核心的政府、中介、上市公司、机构投资者四个层次的广义内部人控制。股市广义内部人控制导致从投资者→国有企业→内部人的单向利益流动机制,这种利益的单向流动机制破坏了股市中正常的聚财、用财、生财的双向利益流动机制,从而形成了我国股市潜在的体制性泡沫,即股票的市场价格过度上涨,股票的内在价值不断下跌。最终根据制度变迁的关联关系提出了深化产权改革、通过市场竞争培育真正的市场主体的制度对策。

关键词:制度关联;广义内部人控制;股市泡沫

中图分类号:F830.91 **文献标识码:**A **文章编号:**1000-2731(2002)04-0076-06

引言

根据经济学对“泡沫”的定义,股票的价格泡沫可以表述为股票的市场价格与股票的内在价值之差。若用 P 表示股票的市场价格,用 V 表示股票的内在价值,那么股票价格的泡沫 B 就等于

$$B = P - V \quad (1)$$

对于持续经营的企业来说,股票的内在价值是企业股票未来收益的贴现,即股票的理论价格为:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (2)$$

其中: D_t 表示 t 期的股票分红, k 表示投资者的期望收益率,一般取无风险利率。

现有对股市泡沫分析的文献大多将成熟的市场经济制度作为既定前提,分析微观市场主体行为对股价的影响,认为股市信息不充分、不对称,使非理性主体大量产生,形成了股票市场投机泡沫(戴园晨,2001)。本文认为,股价泡沫取决于 P 和 V 两个因素,现有文献仅适用于解释短期内 V 不变时个股价格泡沫的形成,不足以解释我国股市投机盛行及股

市泡沫长期居高不下的根本原因,也难以解释目前股价大幅下跌反而导致泡沫程度加重的现象。

现有文献的局限性在于忽视了制度因素对市场主体行为的决定性影响。从制度经济学的角度看,泡沫是一种价格现象,是市场主体互动的结果,价格是影响市场主体行为的各种制度因素的概要表征,制度变迁受时间和空间维度关联性制度共同影响(青木昌彦,2001)。因此,分析股市泡沫的成因,需要分析最根本的制度因素,特别是要结合我国转轨经济的特殊制度背景分析我国股市泡沫的根本成因。

一、我国股市泡沫成因的制度分析框架

1. 制度关联与我国转轨经济中广义内部人控制的成因

从制度经济学的视野看,一项制度并不是孤立存在的,而是与时间维度上历史制度环境和空间维度上其他制度安排有着密切的关联,即制度变迁过程中存在历时性关联和共时性关联机制(青木昌彦,2001),一旦制度变迁走上某一路径,就会通过报酬递增和自我强化机制,在制度之间形成一种强烈依

收稿日期:2002-06-25

作者简介:贾明德(1960-),男,陕西合阳人,西北大学经济管理学院教授,博士生导师;王峰虎(1970-),男,陕西宝鸡人,西北大学经济管理学院博士研究生。

存关系,甚至进入一种锁定状态(诺斯,1990b)。

传统意义上的“内部人控制”是指这样一种现象:作为委托人的股东(所有者)要追求利润最大化,而作为代理人的经理人要追求个人利益(包括货币收入和非货币收入)最大化,代理人利用手中掌握的企业的实际控制权侵害股东(所有者)的权益的行为。内部人控制是核心问题是对经济效率的影响,导致资产收益率下降。为消除内部人控制的消极影响,就需要建立一系列的制度安排,使代理人的行为与委托人的利益达到激励相容,这些制度之间有着时空上的关联关系。

西方成熟的股票市场制度建立在私有产权基础之上,以股份公司为核心建立了股票市场的制度体系。这种体系通过公司外部的控制权市场、经理人市场、产品市场、以及公司内部法人治理制度形成了一种互补的制度安排,形成了市场层次的激励与约束机制。同时,在市场主体一致同意的基础上,对私有产权保护的市场制度安排通过政治程序上升为法律,以法律强制力保证实施。通过多维度的互补的制度安排,建立在私有制基础上的股票市场的制度体系形成了自我强化机制,最终达到委托人与代理人激励相容。由于各国时间维度的历史制度环境和空间维度的并存制度不同,出现了美国的外部市场治理、日本的主银行制的相机治理以及德国的共同治理等多样性的股票市场的基础性制度安排。

我国传统的计划经济是以公有制为基础的,由国家代表全体人民行使最终所有权,国有资产的实际控制权由中央政府通过行政分配分解到不同的使用者手中,形成了一种多层次、多环节的委托—代理关系,中央政府对代理人的控制主要通过党政系统的干部任免完成。这种任免类似于日本公司的内部劳动力市场,具有以隐性契约规定的终身雇用、内部晋升、报酬后置等特点(赵增耀,2002)。这种隐性契约形成了对代理人的长期激励,对代理人的制约则通过“老三会”的监督以及代理人之间的潜在竞争完成。因此,计划经济下对代理人控制权配置的制度体系是互补的,基本能达到激励相容的目标。由于没有代理人自由进入与退出的市场机制,代理人的人力资本难以变现,从而使这种制度安排也存在一定的缺陷。一是对晋升无望和身居高位的代理人的激励作用会减弱,这类代理人会通过隐蔽信息、隐蔽行动而追求自身效用最大化;二是一旦代理人退休就会失去控制权,在这种情况下,就会产生 59 岁现象或者以培养接班人方式保持控制权的现象。

在我国转轨经济中,由于代理人的人力资本和控制权可以在市场变现,计划经济下的委托——代理关系的利益分配格局就发生了变化。转轨经济中,代理人长期晋升的不确定性增加,长期激励相对减弱;与此同时,代理人可以在市场上将控制权和人力资本变现以获取垄断利润,对代理人的短期激励相应增强。若以 X 代表长期行政控制权效用的现值,以 C_x 表示追求长期行政控制权效用的成本,以 S 表示将人力资本和行政控制权变现获取垄断利润的效用,以 C_s 表示将人力资本和行政控制权变现获取垄断利润的成本,这样,在某一特定时点,代理人就会在以下三种情况进行选择:

① $X/C_x > S/C_s$, 即追求长期控制权的边际效用大于追求市场垄断利润的边际效用,应追求长期行政控制权。

② $X/C_x < S/C_s$, 即在市场上变现寻租的边际效用大于追求长期行政控制权的边际效用,应在市场上变现寻租。

③ $X/C_x = S/C_s$, 即二者边际效用相等,可择其一而行之。

从长期动态的策略看,代理人可以利用在市场上寻租中获得的垄断利润向上级行政部门寻租,以追求更大的控制权,获取长期的垄断利润。于是,代理人同时也在市场和行政部门寻租就成为长期占优策略。由于计划经济体制和市场经济体制的产权基础不同,转轨时期市场经济体制发育不完善,“老三会”职能被削弱,“新三会”机制又不完善,代理人寻租的成本 C_x 和 C_s 都相对下降,对代理人的短期激励有余而约束不足,难以形成有效的激励与约束互补的制度安排,就会出现形式上仍由中央政府掌握国有资产的控制权,但实质却由各个层次的代理人掌握控制权的现象。这种转轨经济中国有资产的多层次的内部人控制就形成本文分析的广义内部人控制。广义内部人控制使形式制度供给与实际制度供给发生偏离,从而形成转轨经济特有的制度缺陷。

2. 广义内部人控制与我国股市泡沫的制度成因

我国股市的制度变迁是在转轨经济的特殊制度背景中进行的,在时间和空间维度的制度关联机制影响下,形式制度供给与实际制度供给相偏离就形成了我国股票市场的制度缺陷。由于通过行政手段配置的控制权难以通过市场机制进行替代,并且有可能通过代理人的寻租活动在行政体系得到强化,所以广义内部人掌握的控制权转化为股票市场中壅

断的特权。在存在制度缺陷的情况下,这种特权导致了股票市场利益分配的单向流动。

即:普通投资者 → 国企 → 广义内部人

股市利益分配的单向流动使股票市场聚财 ↔ 用财 ↔ 生财的双向利益流动的市场机制被破坏,股价失去业绩支撑,形成了我国股票市场潜在的体制性泡沫,即 P 过度上涨, V 不断下跌,从而使股票市场泡沫不断增大,这就是从制度层面分析的我国股市泡沫的真正成因和实质。

二、我国股市泡沫制度成因的具体解析

1. 我国股市制度变迁中的制度关联与广义内部人控制

在我国股市的制度变迁中,政府一直处于主导地位,主要是基于以下几点原因:(1)我国公有制的经济基础和意识形态这种存量制度环境决定了政府在股市制度变迁中的主导地位。(2)市场经济体制处于培育之中,微观市场主体难以承受设立制度的

初始成本,不可能成为制度形成的主体。(3)企业亏损和银行呆帐形成的风险最终转嫁到政府身上,迫使政府主动发展直接融资以缓解压力。(4)居民储蓄持续增长,给银行经营形成很大压力。原因(1)和原因(2)构成了我国股市制度变迁的时间维度上的客观制度环境,原因(3)和原因(4)构成我国股市制度变迁的空间维度上的互补的制度安排。基于上述历史和现实因素的影响,股票市场建设的目标定位在为国企融资服务,政府仍通过控股国企保持形式上的控制权。时空维度的制度关联决定了我国股市制度变迁由政府主导的具体路径。在这种政府主导的变迁路径下,通过行政干预形成了我国股市一系列的制度安排,政府仍掌握着形式上的控制权,但实际上却以政府为核心形成了政府、中介、公司和机构投资者的四个层次的内控人控制(见图1)。在存在制度缺陷的情况下,掌握控制权的内部人的寻租行为形成了我国股市的体制性泡沫。

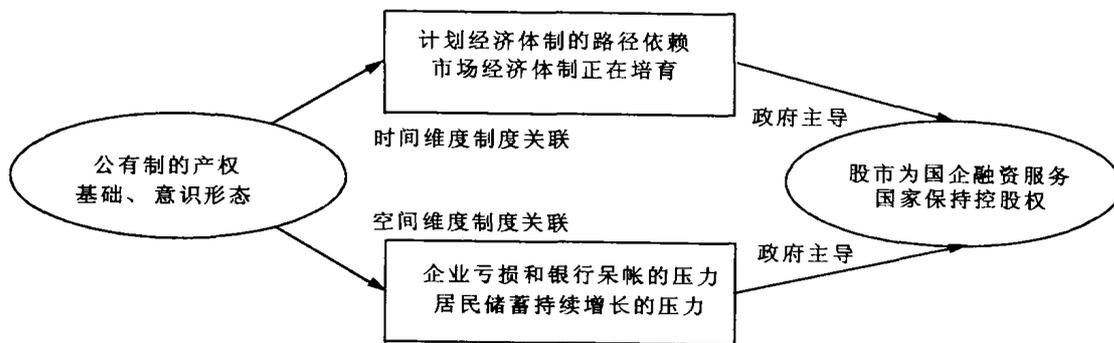


图1 我国股市制度变迁中的制度关联

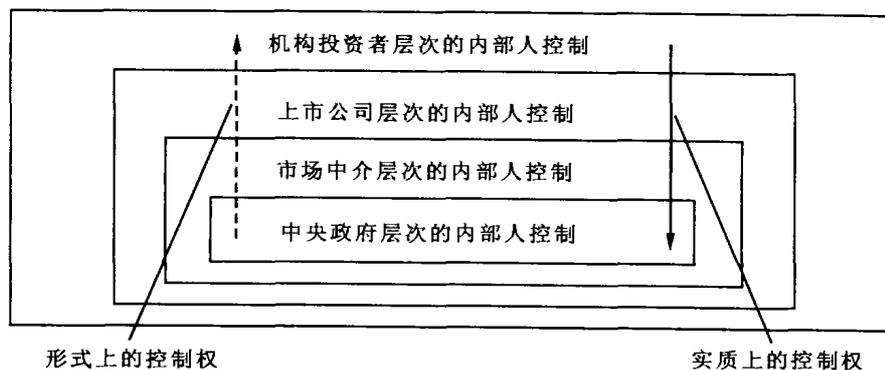


图2 政府行政干预形成的股市广义内部人控制

2. 我国股市中的广义内部人控制与股市泡沫的形成

(1) 政府层次的内控人控制与股市泡沫 在我国转轨经济中,政府在股市中具有市场建设者、市场

维护者、市场最大股东等多重身份,掌握着资源的控制权。政府作为国有利益的代理人也会利用自身的控制权追求效用最大化,政策干预的公正性就不能保证,结果是以纵向的行政手段取代横向的价格机

制,政府的行为发生扭曲。表现在:

① 股票发行管制。在我国,股票发行优先考虑国有企业,并对股票发行主体、发行规模、发行价格、发行时间、发行程序保持着严格的控制,实际上是以政府对股票发行上市的严格管制取代了市场机制。政府的管制导致两种严重后果:一是企业为追求上市完全按上市标准进行包装重组,没有真正按股份制要求转换机制,长期发展难以保证;二是在信息不对称的情况下,往往使一些不符合条件或不该上市的公司也能上市,上市公司质量难以保证。股票发行管制为上市公司业绩下降埋下了隐患。

② 股票交易管制。我国股票市场对银行、国有企业、储蓄机构、保险机构等实行严格的市场进入管制,大量的机构资金缺乏合法的入市途径,只能以违规游资形式进入股市,一方面使市场缺乏稳定的资金供给,另一方面加剧了市场的波动。

③ 股票市场分割。为保证政府对资源的控制权,我国股票市场中国有股、法人股加起来占市场总股本的60%的股票不能流通,加之我国居民投资渠道单一,除了银行储蓄就是股票投资,在储蓄利率大幅下调的刺激下,流通股一直供不应求,这为股价暴涨、过度投机创造了条件。

中央政府对股市的干预主要通过证券监管部门来完成。证券监管部门是市场秩序的维护者,应保证监管行为的公正与公平。但由于我国证券监管部门隶属于中央政府,加之我国证券市场监管的法律环境不健全,因此监管部门的监管行为缺乏独立性,也没有完善的法律依据,从而使监管行为发生扭曲。

① 监管行为扭曲。我国证券市场目标是为国企改革服务,这样,就出现了一个比较特殊的现象:在股市低迷时,证券监管部门由于需要市场上涨以便为国企融资创造条件,对市场违规行为予以默许,于是游资带动股市上涨;当股市过热,监管部门又不得不采取措施进行打压,以维护宏观经济的稳定,于是游资撤出。市场监管变成了股市运动,缺乏长期性、稳定性。监管活动的行政化、短期化、随意化造成了股票市场的大起大落,加大了市场的泡沫。

② 监管执行不力。市场监管的核心是投资者的利益保护问题。保护投资者利益就是要保证投资者在信息获得上的公平和禁止市场操纵,特别是要对弱势群体(中小投资者)进行保护。但由于市场需要机构游资创造股市热点,也需要维护国企融资的形象,监管部门出于自身利益对机构和上市公司的违规行为的监管就会放松,以至于黑庄盛行,坐庄炒作

成为股票市场公开的秘密。监管制度执行不力,投资者的利益得不到应有的保护,从而使中小投资者行为取向短期化,加大了市场主体的投机动机。

(2) 市场中介层次的内控与股市泡沫
股票市场中中介机构的作用在于:① 把私人信用转化为社会信用,扩大了交易范围;② 提高信息的真实性、及时性和透明性,降低了市场搜寻和鉴别信息的交易成本;③ 是市场监管与社会监管体系中的重要链条,也是监管决策的出发点和基本依据。

在我国股票市场中,中介机构却难以起到相应作用。我国的证券公司是股票市场最重要的中介机构,由于大部分证券公司产权不清晰,证券公司违规行为经常发生,其次是会计师事务所、律师事务所等中介机构的造假。中介机构造假行为的原因在于:① 中介机构及其内部人的造假成本远小于造假的收益;② 中介机构自身没有形成独立的财产,没有形成独立的人格,在中介活动中不能处于中立地位。由于企业上市与否取决于政府,中介机构及其内部人就会对政府政策进行寻租。中介机构造假必然导致中介市场的混乱和无序,最终会导致股市发生信用危机,股市泡沫加大。

(3) 上市公司层次的内控与股市泡沫
由于政府干预,我国上市公司的内外部公司治理机制均不完善,对内部人激励有余而约束不足,从而导致了上市公司的内部人控制以及经营行为扭曲,成为股市泡沫的重要来源。

① 上市公司内部人控制现象严重。在我国的上市公司中,国有股在上市公司中占主导地位。国有股一股独大,不能流动,加之流通股分散在中小股东手中,导致公司外部难以形成有效的股票市场、控制权市场和经理人市场。在这种情况下中小股东在上市公司中的利益难以保证,大股东利用控股权侵害中小股东的利益成为一种普遍的现象。在公司内部,由于最终所有者的缺位,难以在上市公司内部形成有效的治理结构,内部人控制成为最普遍的现象。这样,内部人控制与大股东控制相结合,公司经理人的意志就上升为公司的意志,上市公司内部人控制的现象愈演愈烈。

② 上市公司行为发生扭曲。由于公司资产规模的扩大会给内部人带来更大的利益,所以,公司管理层就有一种强烈的投资和扩张欲望。在国家对股票供给的人为控制情况下,股票发行不仅能给上市公司带来大量的廉价资金,还能带来大量的溢价收入,使公司资产在短期内迅速增殖。所以,公司内部人不

惜以各种手段对上市额度与指标进行寻租,造假行为层出不穷,形成强烈的股权融资偏好。在一级市场圈钱的同时,不少上市公司内部人还利用信息优势和资金优势,发布有利信息或者联手操纵市场,谋求二级市场投机差价。通过上市公司造假、虚假信息披露、内幕交易、委托理财等等途径,大量的募集资金回流到二级市场,从而使股价虚假上涨,泡沫增大。

上市公司内部人控制导致股票市场聚财↔用财↔生财的机制被破坏,上市公司业绩持续下降,出现了“一年绩优,二年绩差,三年亏损”的现象。上市公司业绩是股价和市场信心的基石,上市公司业绩普遍下降,使市场泡沫加大。

(4) 机构投资者层次的内部人控制与股市泡沫

在国内,投资者的构成以个人为主,机构投资者占少数,这种以散户为主的投资者结构使社会潜在资金的动员能力受到极大限制。由于资金扩容与股市扩容的矛盾没有得到解决,股市缺乏稳定的资金供给,表现出随股市扩容节奏大起大落的发展状态。

尽管个人投资者在数量上占优势,大机构投资者在入市资金上却占很大比重,并且在信息来源、处理能力等方面均有很大的优势,可以通过资金实力对股价施以决定性影响。由于缺乏合法的入市渠道,我国股市中大部分机构投资者的资金来源不稳定,投机性强,短期行为明显,属于一种游资。在市场法规不健全、监管技术不完善以及监管不力的情况下,这些机构游资会对政府政策进行寻租。政策支持,游资大量入市,股市迅速上扬;反之,游资则纷纷离市,股市大幅下挫。机构游资的根本成因仍在于机构中的内部人控制。这种内部人控制一方面表现为对国家政策的内幕控制,另一方面表现为由于制度不完善,内部人只享收益不承担风险。中小投资者在机构投资者内部人控制的二级市场中只能处于“跟风”的被动局面,形成投资预期趋同的“羊群行为”。

无论是机构投资者还是中小投资者之所以会在高风险的情况下进行投机,原因在于形成了政府会提供“隐性担保”的预期(张宗新,2001)。我国股市设立的目的是为国企筹资,政府通过提供非流通股不流通的“隐性担保”,使流通股供不应求,股价居高不下,从而使国企获取了大量的发行溢价,缓解了间接融资积累的巨大风险。但这种“隐性担保”是政府在历史与现实条件约束下的一种机会主义的选择,并没有从根本上化解国企转嫁给政府的风险,只是将一部分风险转嫁到投资者身上。随着上市公司业绩的持续下降,政府提供这种“隐性担保”的风险也日

益显现。与此同时,政府还面临迫切的外部压力:一是社保基金缺口的压力;二是加入WTO后国际化、规范化的压力。基于内外部压力,撤销“隐性担保”,将国有股上市变现就成了政府的理性选择。由于此前流通股股东已经为获得股票流通权付出了代价,而国有股减持的政策是按市场价格无成本变现国有股,违背了市场公平的原则,沉重的打击了市场投资者的信心。面对两倍于现有流通股的国有股变现冲击,股市没有新增资金支持,原有的资金也在寻机出逃,这使得股市资金的来源发生断流,从而使原来的潜在体制性泡沫变成了一种现实的泡沫。股市从2300点到1300点的暴跌,就是对这种体制性泡沫破灭的初步反应。但股市的泡沫并没有因股价下跌而缩小,反而随信心的丧失而有所加大。这就是我国股票市场为什么股价下跌反而泡沫增大的原因。

可以看出,政府行政干预下形成的股票市场的制度安排存在缺陷,内部人可以通过控制的资源获取暴利,但相应的责任与风险却转嫁给国企,从而使国企成了内部人对政府进行寻租的“人质”。政府行政干预形成了内部人控制市场的特权,股市泡沫表现为内部人寻租引起的体制性泡沫,即P过度上涨,V不断下跌。这种体制性泡沫不仅影响股市资源配置的功能,还形成一种单向利益分配机制:

普通投资者→国有企业→广义内部人

这种单向利益分配机制要求有持续的新增资金流入股市,以保证我国股市潜在的体制性泡沫不会破灭,于是形成对新增资金的刚性融资需求,迫使政府不断加强对股票市场融资的行政干预,形成一种对政府行政干预的倒逼机制。在股票市场为国企筹资服务的制度安排下,潜在体制性泡沫导致的对新增资金的刚性融资需求将政府深度套牢,股市制度安排陷入一种低效的“锁定状态”。这种“锁定状态”使我国股市始终面临不断扩大的潜在泡沫变成现实泡沫的体制性风险。

三、消除内部人控制, 减少股市泡沫的制度对策

我国股市泡沫产生的根本原因在于转轨经济背景下政府行政干预导致的广义内部人控制。解决这一问题的思路就是根据制度变迁的时空关联关系,从最根本的产权制度改革入手,通过市场竞争培育真正的市场主体,减少行政干预,消除广义内部人控制的制度基础。

1. 减少行政干预,加速非流通股流通

首先应消除行政干预的制度基础,重构股票市场的统一股权基础,把非流通股转化为普通股。为减少非流通股流通对市场的冲击可以采取两个战略步骤:第一步是终止非流通股增量;第二步是一步到位化解非流通股存量。

2. 加快法制建设,提高监管水平

主要包括:完善监管的法制环境,特别建立适应市场经济要求的法律体系;建立完善的多层次监管体系,使监管活动市场化;建立证券民事责任与赔偿制度,加强对弱势群体的保护。

3. 深化产权改革,规范中介机构

规范中介机构的目标是让市场机制发挥作用,将中介机构转变为真正的市场主体。包括:深化中介机构自身的产权改革;加大中介市场竞争和监管力度。

4. 加强公司治理,完善激励与约束机制

公司股权结构与治理机制之间具有相关性,通过调整公司的股权结构可以完善公司的治理机制,包括:法人治理结构的重构;对内部人控制的控制;经理人激励与约束机制的强化。

5. 改变投资者结构,培育机构投资者

我国股市投机盛行的主要原因是由于机构投资者太少,股市缺乏稳定的资金供给和有效的市场竞争,因此应大力培育机构投资者。包括:超常规发展开放式基金;加快金融机构上市的步伐;扩大保险基金和社保基金入市的比例。

总而言之,股票市场的制度变迁因受到时空维度的制度关联关系的制约是一项复杂的系统工程,政府的退出也是一个缓慢的过程。政府退出过快,市场微观主体发育不足,反而会强化内部人控制,加大市场泡沫。因此,以国际化、规范化强调政府尽快退出,短期内强行挤压泡沫有将“泡沫气球”挤爆的危险,反而会使问题恶化。股市过度下跌可能引发的后果应该引起警惕。

参考文献:

- [1] 王开国等. 中国证券市场发展与创新研究[M]. 上海:上海人民出版社,2002.
- [2] [美]科斯等. 财产权利与制度变迁[M]. 上海:上海三联书店,1994.
- [3] 胡继之. 中国股市的演进与制度变迁[M]. 北京:经济科学出版社,1999.
- [4] [美]道格拉斯.C. 诺斯. 制度、制度变迁和经济绩效[M]. 上海:上海三联书店,1994.
- [5] [美]青木昌彦. 比较制度分析[M]. 上海:上海远东出版社,2001.
- [6] [德]柯武刚等. 制度经济学—社会秩序与公共政策[M]. 北京:商务印书馆,2001.
- [7] 戴园晨. 股市泡沫生成机理以及由大辩论引发的思考[J]. 经济研究,2001,(4).
- [8] 张宗新等. 中国证券市场制度风险的生成及化解[J]. 经济研究,2001,(10).
- [9] 赵增耀. 内部劳动力市场的经济理性及其在我国的适用性[J]. 经济研究,2002,(3).

[责任编辑 卫 玲]

Institute Linkage, Insider Control and the Bubble of Stock Market

— An Institutional Analyses on Chinese Stock Market

JIA Ming-de, WANG Feng-hu

(Faculty of Economics and Management, Northwest University, Xi'an 710069, China)

Abstract: Based on the theory of institute linkage, the paper points out that it is the insider control in government, market media, listing corporation, institute investor that cause the bubble of stock market in China, and we give some strategies of ownership innovation on how to reduce the bubbles.

Key words: Institute linkage; Insider control; Bubble of Stock Market