

中、美证券市场效率比较及对我国证券市场启示

汤吉军

(辽宁大学 经济学院, 辽宁 沈阳 110036)

摘要: 本文通过比较中国与美国证券市场效率特征突出我国证券市场存在显著问题是证券市场发育不完善和发展不足, 从而造成政府干预以及出现政府失灵现象。美国证券市场运行环境近似于完全竞争的市场状况, 也存在显著的市场失灵。因此说, 就我国体制转轨时期证券市场现状而言, 旧体制下的重工业优先发展战略所造成的亏损大中型国有企业难以退出市场这一现实是影响政府决策者经济行为, 进而是影响证券市场的运行效率最根本原因, 在这种情况下, 我们提出解决我国证券市场低效率运行一些较为现实的政策建议。

关键词: 证券市场; 沉淀成本; 市场不足

中图分类号: F284 **文献标识码:** A

一、引言

当经济学家在分析经济政策时, 他们常常将市场与政府干预之间的对立看作基本问题。有些经济学家主张市场易于失灵, 政府干预的出现是为了矫正市场失灵, 并且从整体上讲能够胜任这一任务; 另一些经济学家则相信市场运转良好, 政府不是解决市场失灵的良方, 而是导致市场失灵出现的原因。由于现实经济条件的复杂性, 任何试图在这一简单的两分法的努力都会受挫。市场有缺陷, 政府也有缺陷, 这是我们分析问题的出发点, 同时我们也必须承认: 市场和政府都不是完美的体系, 二者都具有不可避免的现实特征, 每一个体系的运转都要受到另一个体系存在的强烈影响。在实际经济生活中, 二者是相互不重叠的过程。

同样, 对于我国证券市场的建立和发展, 国内的经济学者给予了积极的关注, 进行了大量的研究。他们有一个共同的特点, 都从一个隐含的假设前提即从美国等发达国家的市场状况作为证券市场的运行环境出发, 提出有关市场失灵治理措施, 并以此来衡量我国证券市场的发展前景, 从而给予我国证券市场无效率的解释, 从而他们提出的政策建议都与如何完善证券市场的制度安排极其相关。

虽然这种思维有一定的正确性, 即为防止在建立市场机制时出现市场失灵提供一些预防措施, 但是往往具有强烈的规范思想, 仅仅把经济政策的制定和实施视为一个技术, 甚至是一个工程控制问题。然而, 对处于体制转轨时期的中国来说, 其目标是建立完善的社会主义市场经济体制, 证券市场运行的基础极为不完善, 因此, 不能先验地用美国等国类似于完全竞争市场条件下证券市场的运行标准来判断我国现阶段证券市场的运行状况, 而应结合体制转轨时期的特点来分析其建立和发展的过程, 探讨其自身的不完善性缘由, 以实证经济态度寻求解决这些问题的方法。因此, 应该摆脱我国证券市场的运行一定无效率的先验判断, 综合分析其建立和发展的过程, 从中发现存在的问题, 从经济学上找到降低证券市场低效率运行的方案。

为此, 本文的结构如下: 第二部分分析完全竞争市场条件下证券市场有效率运行的经济模型, 并指出美国的市场失灵存在的条件; 第三部分分析中国证券市场建立和发展的初始条件, 并不是简单的市场失灵, 也不是简单的政府失灵, 而是证券市场发育不足和市场发育不完全, 为政府决

策者主导证券市场的制度安排奠定现实基础；第四部分论述国有企业经济性沉淀成本和社会性沉淀成本的存在使它们在亏损时难以退出市场，发展证券市场成为国企摆脱亏损的一条最有效的融资渠道，这就为建立证券市场确立了基础，从而很容易出现政府失灵；第五部分分析中、美证券市场运行的低效率与政府决策者制定的经济政策之间的关系，从中突出中国证券市场，是政府决策者追求自身利益最大化，与国有企业之间合谋的结果，有可能影响政府的制度选择方案；第六部分是结束语，并且提供一些政策建议。

二、美国证券市场运行有效率的经济学分析

虽然美国证券市场也存在失灵，但是我们首先分析美国证券市场完美运行体系的经济模型。在完全竞争市场条件下，任何市场都可以在供求的相互作用下形成均衡价格和均衡数量，证券市场也不例外。经济学中完全竞争市场必须满足下列条件，即：（1）买者与卖者的数量极多，任何单个经济主体都是价格接受者，无法制定或影响市场价格；（2）生产要素充分流动，可以自由进出产业；（3）市场上不存在信息不对称问题，即信息完全；（4）交易成本为零；（5）没有外部性；（6）没有公共物品等。在这些假设前提成立的情况下，证券市场的运行可从资本市场和债券市场两方面来进行分析，图 1 和图 2 分别表示了资本市场和债券市场均衡的形成。

在图 1 中，横轴表示可借贷的资本数量，纵轴为利息率，S 为资本的供给曲线，D 为资本的需求曲线。其中，资本的供给是由储蓄者的行为决定的，利息率越高，资本的供给量就越大，所以资本供给曲线的斜率为正，而资本的需求是由企业等借款人的行为决定的，利息率越高，借款的成本就越大，对资本的需求就减少，从而使得资本需求曲线的斜率为负。资本市场上的均衡利息率 r_1 和均衡资本量 C_1 是由资本供求曲线的交点 E1 决定的，在这一点也只有在这一点上，资本的供给量才等于需求量，整个资本市场才达到均衡。当利息率高于 r_1 时，资本的供给大于对其的需求，供求的相互作用会使市场利率逐步下降直到使供求相等，反之，供求的作用会使利率上升从而达到供求相等，也就是说利率的上下波动可以使得资本市场实现供求平衡。

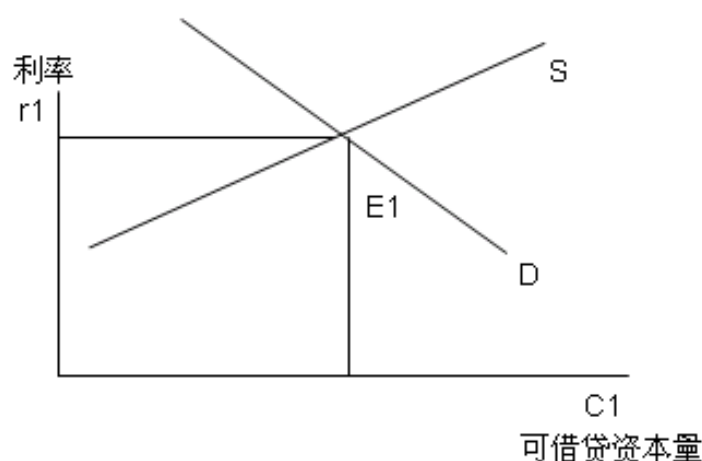


图 1：资本市场运行的效率分析

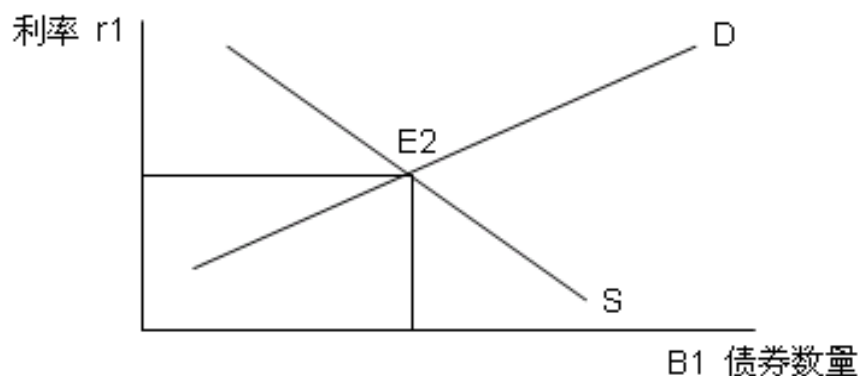


图 2：债券市场运行的效率分析

在图 2 中，横轴表示债券数量，纵轴也表示利息率，D 和 S 分别表示对债券的需求和供给。之所以用债券代表金融资产进行分析是因为债券市场是决定利率的主要场所，而其他金融资产的利率都是随着债券市场特别是政府公债市场的利率浮动的。其中，债券的需求方是资金的供给方，对债券的需求是由储蓄者的行为决定的，利息率越高，储蓄者对债券的需求就越大，因而，与资本市场上的情况不同，债券需求曲线的斜率是正的，即需求曲线向右上方倾斜；而债券的供给方是资金的需求方，对债券的供给是由借款人的行为决定的，利息率越高，借款的成本越大，债券的发行量就会越少，所以债券的供给曲线向右下方倾斜。债券市场上的均衡利率与均衡数量同样是由供求的相互作用即债券供求曲线的交点（E2）决定的，只有在这一点上，债券的供应量从等于需求量。当利息率高于 r_1 时，对债券的需求将增加，供给将减少，供给小于需求，此时，市场上供求的力量将使利率下降，从而实现供求均衡，反之亦然。

实际上，图 1 和图 2 相当于一个硬币的两面，都是在探讨利率的决定问题，只不过是两个不同的侧面进行的。从基本的微观经济学原理可知，影响供求双方任何一方条件的改变都会使均衡点发生变动，即供求曲线本身的移动将会导致均衡利息率的变动，这一点无论对资本市场还是对债券市场来说都是适用的。以债券市场为例，由于债券的发行主要是由资金的借方即企业和政府的行为决定的，所以预期利润率的上升，政府规模及其开支的增加都会使 S 曲线右移，并在较高的利率水平上达到均衡，反之，预期利润率的下降，政府规模及其开支的减少也都会使 S 曲线左移，并在较低的利率水平上达到均衡；同样，当影响债券需求的因素如财富、预期收益等增加时，债券的需求曲线 D 会向右移，并在较低的利率水平上实现新的均衡，反之，当影响债券需求的因素如财富、预期收益等减少时，债券的需求曲线 D 将向左移动，并在较高的利率水平上实现新的均衡。上述因素的共同作用，会使供求曲线同时发生变动，进而影响均衡点的形成。

由此可见，在完全竞争市场上，按照市场经济的作用机制，证券市场的有效运行会对市场信息予以反映，并因此而形成价格。通过市场定价效率，实现价格信号的有效传导，既保证了市场价格的合理形成，又能够实现资本的高效流动，发挥市场对社会资源的动员作用与配置效能。因此，只要市场是有效率的，市场机制的作用就能够充分发挥，而通过市场交易机制和市场定价机制将资本配置到边际效率较高的项目之中，社会资源的有效配置就可以实现。因此，在完全竞争市场条件下，市场的有效性可以通过信号传导与价格形成机制实现资源的优化配置。

由于完全竞争市场假设条件不容易满足，在美国，也很容易出现市场失灵：

首先，信息不对称与企业激励机制。在证券市场上，决定公平价格和证券市场效率的是公开性证券场所提供的真实、准确、充分、及时的信息。由于内幕人员、企业管理者、券商和享有控制权的大股东所掌握的信息与一般投资者所掌握的信息处于非对称状态，因此，对公司管理层的激励尤为重要，因为其道德风险和逆向选择反映在公司治理结构中是非常独特的和严重的。由于信息庞杂性、信息对证券价格的决定性和公众对信息反应的敏感性，使欺诈和内幕交易成为证券市场突出问题。由于美国较流行股票期权激励制度，使得公司管理人员更有造假动力，甚至上市公司与会计部门受利益驱动联合作假，最终造成信息优势的一方可以轻易地获取暴利，而处于信息劣势的一般投资者因此而利益受损。随着金融资产数量的膨胀以及金融工具创新的发展，金融市场发生日新月异的变化，一旦监管的规则跟不上市场变化速度，市场将出现混乱。

其次，信息公共物品特征与“从众心理”。从信息本身来看，它有公共物品性质，上市公司一般不愿意或尽量少提供信息，由此滋生的自然垄断增加了投资者对信息的获取或搜寻成本，从而抑制证券市场上进行“信息搜寻投资”活动的积极性。同时，做出信息投资即付出信息成本的投资者买卖行为可能迅速被他人所效法，并立即会产生价格波动，使前一类投资者无法获取其信息投资的全部利益，这种免费搭车减弱了其搜寻信息的利益驱动。

最后，投资者的投机动机与股票市场负外部性。投资者投机行为的动机完全是自身利益最大化，一旦出现股票价格崩溃的征兆，他们会集体抛售，造成市场狂跌。他们并不考虑其行为对经济实体的影响。实际上，股票价格膨胀一崩溃往往会导致金融机构的破产倒闭，以及其连锁反应将通过货币紧缩破坏经济增长。这种福外部性的存在，一般需要通过征收庇古税进行补偿，或者通过交易成本内部化，以及产权界定进行矫正。但是这些做法因信息不对称造成外部性而使这些方法显得苍白无力。最终，这些经济行为对实体经济产生破坏，引起资源配置不合理。

三、中国证券市场建立和发展的初始条件

虽然中国的证券市场也存在类似于美国股市中市场失灵现象，但是中国股票市场的失灵有着更多的政府色彩，因为在计划经济体制向市场经济体制转轨时期，中国的各类市场，包括证券市场极为不完善，很难实现资源配置作用。作为转轨过程中政府主导的产物，中国股票市场不可避免地体现较多的政府行为，这主要是一个市场发展不足问题，而不是简单的市场失灵问题。

我国证券市场制度建立的初衷是改革设计者为中国经济的快速发展寻求持续的资本供给，而这本身就是在计划经济向市场经济转轨过程中的一项重大制度创新。在我国转轨经济的初始条件下，政府对证券市场的制度安排起着举足轻重的作用。计划经济特定的路径依赖，使政府依旧可以对全社会的资源配置进行强有力的干预，以保证其获得执行特定的产业政策、实现赶超战略所需的资本。由于行政力量能够作用于证券市场并影响其运行，既定制度安排下的信息将难以发挥内在的传导功能，这就会造成市场行为的扭曲，并导致证券市场运行的低效率，定价效率也就不可能得到有效的发挥，进而难以实现市场机制下社会资源的有效配置。可见，中国证券市场的低效率，不是市场本身错了，而是市场运行机制难以发挥配置资源的作用，影响了传递信息的效率。

由于我国处于由计划经济体制向市场经济体制的转轨时期，大中型国有企业是主要的经济活动的参与者，资本供给约束是其面临的主要问题。因此，作为大中型国有企业行为决策者的政府就有必要采取措施为其融资。

在资源稀缺的情况下，特别是在缺乏技术结构和要素禀赋的情况下，依靠市场机制把大量的资源投入或安排到某一特定战略上去，是办不到的。例如重工业优先发展战略要求发展重工业，我们知道，重工业属于资本密集型产业而不是劳动密集型产业，在资本稀缺的情况下发展重工业，如果依靠市场机制把稀缺的资本配置到重工业中，资本的价格即利率就会很高，而比较高的利率价格就意味着在重工业进行投资的成本较高。所以，在传统的社会主义体制下，与优先发展重工业的赶超战略相配合的体制必将是高度集中的计划体制，必须采取人为地压制价格，用计划代替

市场，用生产计划指导一切经济活动（林毅夫等，1997），同时在重工业企业亏损的情况下，政府决策者也必须实行援助之手帮助其摆脱困境以便实现这一战略。在体制转轨过程中，由于退休金和其他福利水平以及冗员过多和价格扭曲的存在，政府的政策负担也难以摆脱。为了支持以前的赶超发展战略，政府决策者仍然以事前的政策偏好和事后的行政补贴为一些企业发展提供动力；另一方面，由于政府决策者与企业之间的信息不对称和协调失灵，政府决策者为了完成某些生产和投资战略，就必须重新配置资源。在没有比较优势的情况下，大中型国有企业没有资本供给，使国有企业难以运行。因此，为了筹集资金，政府决策者制定相应的制度安排以让国有企业生存下去。如果国有企业退出市场，不仅会造成生产资源大量浪费，而且还会给政府决策者带来负外部性，影响政府决策者的政策选择。因此政府决策者在不退出市场情况下，利用证券市场给国有企业融资，这时便会出现政府决策者主导证券市场制度安排的局面。

正是政府过多的干预，造成中国股票市场失灵可能更多是一种政府失灵，而不是简单的市场失灵。具体来说包括：

首先，政府干预色彩浓厚。一般看来，人们认为政府可以扮演积极的角色，喜欢强有力的政府，通过政府，习惯地、多方位地限制甚至替代市场。由于当政府干预证券市场时，缺乏监督和法制，容易造成政府官员如何从企业和事业获取权力租金，而企业家们则想如何从政府那里获得政府的扶持和保护。市场机制在中国股票市场中显得十分薄弱，股市在某种意义上不是成为经济运行的晴雨表，而是成为一种“政府工具”，不是按照市场经济规律运行，造成所谓的失灵。

其次，对国有企业的保护主义。中国是一个以公有制为主体的社会主义国家。国有上市公司本质上为国家所有，因此，国家与上市公司从本质上二位一体，两者缺乏有效的委托—代理关系。国家与上市公司作为上下级代理人为了共同利益而合谋，它们联合起来对付委托人，进而导致国家与企业合谋圈钱。各种会计丑闻的产生与国有上市公司与各种中介组织合谋而形成的，但是政府尤其是地方政府确对国有企业实行保护主义，这更加促成造假行为的猖獗。在此过程中，国家通过手中的权力把投资者手中的钱转移到国有企业和国家手中，供其调配使用。

最后，调控股指与中国股市的特殊功能。从历史演进角度看，中国股指每一次剧烈变动都与政府的干预有直接关系。因为对于处于转轨阶段的中国而言，中国股市还有特殊的功能，那就是为了国有企业融资。当股指过低时，政府会干预股市，这是因为二级市场的低迷不利于国有企业一级市场的融资。相反，当股指持续走高时，企业的软预算约束使得许多公司把募集资金直接或间接投入到证券市场上，开始出现挤压或侵蚀实业投资的情况，这时国有企业投资出现“失误”只能由政府承担。因此，政府对于过高的股指也会保持相当的敏感性，并在一定情况下采取各种形式打压措施。

既然如此，证券市场发育不完善和发展不足，是中国证券市场主要特征，因此很难按照美国那样的完全竞争市场的效率进行运行，那么大中型国有企业处于困境之中为什么还不退出市场，还证券市场运行本来面目？

四、国企沉淀成本与市场退出困难

从微观经济学原理可知，亏损企业是否退出市场取决于沉淀成本的数量。沉淀成本（Sunk Costs）是指由过去导致的，并且不能从以前的投资中得以回收打捞的成本。换言之，沉淀支出部分是指事前的机会成本与其打捞价值（事后机会成本）之差，即从初始生产性活动中退出时不可补偿的那部分成本。由于生产性活动经常需要专业化的资产，而这些专业化的或者专用性很强的资产可能不容易被用于其他生产性活动中，因此，这些资本品支出就构成了沉淀成本。

国有企业在退出市场时，当生产要素事后的机会成本（再出售价格）小于事前机会成本（购买价格）时便会产生沉淀成本，为什么会产生沉淀成本？

首先，国有企业生产要素沉淀成本。它们是企业或产业专用的，一旦投入并承诺了专用用途后便不能转为他用。威廉姆森将资产专用性划分为：（1）设厂位置专用性。例如，在矿山附近建立炼钢厂，有助于减少存货和运输成本，而一旦厂址设定，就不可转作他用，即这些资产不可能流动——它们不能用于其他地方或者需要极大的成本损失。若移作他用，厂址的生产价值就会下降；（2）物质资本专用性极强。设备和机器的设计仅适用于特定交易用途，在其他用途中会降低价值；（3）人力资本专用性。在人力资本方面具有特定目的的投资，主要来自于知识和经验的积累。当用非所学时，就会降低人力资产的价值；（4）特定用途的资产，是指供给者仅仅是为了向特定客户销售一定数量的产品而进行的投资，如果供给者与客户之间关系过早结束，就会使供给者处于生产能力过剩状态。虽然专用性导致严重投资不足，但是拥有专用性资产的所有者将合谋抵制经济政策变化，从而使经济政策进入锁定状态。

其次，产品、要素和资产市场不完善，交易成本极大，也是产生沉淀成本最重要因素。即使投资不具有企业或产业专用性，生产要素在购买之后再出售价格也会下降。因信息不对称也会出现“劣币驱逐良币”现象，被称为“柠檬”问题（Akerlof, 1970），这时也会产生部分沉淀成本，例如，企业设备、计算机等都不是企业或产业专用性的，但是出售价格仍可以小于购买价格，尽管它是新的。此时沉淀成本的产生与交易成本相关，如信息成本和运输成本等，都是引起沉淀成本最根本因素。

再次，由于生产要素帐面价值往往与折旧有关，所以，折旧率也会影响生产要素的沉淀成本数量。例如，生产要素的帐面价值因技术进步或产品更新带来贬值产生的不可补偿成本，则被称为沉淀成本。

最后是社会性沉淀成本。由于政府规制或隐含或显性的制度安排的存在也会产生沉淀成本。例如，国有企业职工在转轨前其利益包括工资、福利和保障，一旦终止原有契约，福利和保障等利益就会丧失掉，从而变成这部分利益无法补偿，形成社会性沉淀成本。这些利益很难得到补偿，造成职工不容易流动。

由于国有企业不仅有经济性沉淀成本，而且还有社会性沉淀成本，因而阻碍国有资产和职工的自由退出。在这种情况下，政府不能轻易地退出市场，为了解决这种困境，只能追求经济性沉淀成本的报酬——准租金最大化，或者补偿投资成本，或者补偿工资福利和保障。

由此可见，当国有企业退出市场时会发生显著的经济性沉淀成本和社会性沉淀成本，所以使国有企业难以退出市场。为了避免生产要素浪费和直接补偿社会性沉淀成本，政府采取不退出市场的方式，进而转向搞活国有企业。这时，资本供给便是国有企业存活的关键所在，因此融资的重要渠道便是建立和发展证券市场，这造成政府主导证券市场这一局面。

五、中、美证券市场运行效率比较与政府的制度选择

由此可知，美国证券市场是在自由竞争和法治比较完善情况下，因市场失灵存在导致证券市场低效率。而中国正处于体制转轨时期，市场经济体制还没有建立起来，只能依靠政府发展国有企业的主要推动力。在这种情况下，政府决策者影响了证券市场的制度供给。这时由于信息不对称造成政府决策者失去信息优势，使自己难以发挥更大的作用，此时，为了不退出市场，政府决策者往往会实行隐性担保。近年来受担保的上市公司越来越多，担保的期限也越来越长，因而累积的风险越来越大。特别是对于大中型国有企业而言，如果他们知道政府先前的政策是不可信的，或者说，没有可信性承诺，特别是在企业出现难关时，政府肯定会帮助其度过难关，于是大企业就会由风险厌恶转向风险偏好，使其常常具有冒险的动机，诸如道德风险和逆向选择行为就会频繁出现，而一旦出现困境就将责任委托给政府决策者这一现象存在，使软预算约束有了存在的环境；另一方面，政府决策者为实现其自身利益最大化而采取的种种措施也会影响企业的行为，如：

（1）实行特定的产业政策。国家会依靠特定的大产业或商业的增长来拉动经济增长、促进出口

和发展赶超战略。例如，保护幼稚工业战略、实施倾斜的出口政策等。当大企业得知，他们与政府决策者之间的关系非同一般，只要出现经济问题，政府决策者就会帮助时，其行为就会受到政府决策者政策的影响；（2）政府决策者推进社会的政策。大量国有企业的存在也是隐性担保或软预算约束存在的又一例证。政府决策者可以在国有企业中推进其就业目标，以便维持政府的声誉，例如在实行充分就业目标或其他的社会目标的前提下，政府决策者会阻止亏损企业破产，此时，政府担保就成为软约束的唯一途径；（3）如果政府决策者加速非可行性产业的发展所导致的政策负担的存在，就会要求企业雇佣更多的工人，提供更低于市场出清的价格，例如，运输、电信和邮政等行业，也会出现隐性担保；（4）即使有些政策没有效率，但是正统观念保证它们继续存在，出现“信赖教义”。具体来说，如果国有企业做出了承诺，即沉淀投资，以期望现有政策继续有效，那么这些期望就不应该落空，同时进行这些投资所耗费的资源成本也应该有所价值，除非存在一些实在的重要补偿。只要越来越多的国有企业进行这种沉淀投资，随着时间的推移，改变一个政策难度变得更为困难。而且，国有企业预期政府不会轻易改变政策剥夺财产，这对于保证长期投资十分重要。

政府决策者为了实现某些目标而有必要维持资本供给时，就会左右证券市场的运行，从而使证券市场难以发挥应有的功能。体制转轨时期，政府决策者面临的初始条件会使政府决策者为了筹集资金而建立和发展证券市场，政府决策者主导证券市场运行机制，往往会出现背离效率目标，造成低效率的现象，这与我们看到，如美国等发达成熟的市场经济国家的证券市场效率时不一样的，进而能够解释它们二者之间的差别，美国是在加深完善市场制度方面下功夫，而中国是在建立和逐步完善市场制度上下功夫，不能离开构建市场经济体制。否则，证券市场难以发挥配置资源功能。

由此可见，从证券市场形成机理来看，一个新型证券市场的形成除了市场本身的需求之外，还必须依靠政府力量加以推动，也就是说市场体系的假设需要在政府的主导下才能形成，而且也只有政府才能确保市场的公平与公正，其它的利益相关者均不能担任。是政府干预多点还是听从市场多一点，这要由市场发展阶段、成熟程度、文化历史背景等等。成熟的美国证券市场也不能避免市场失灵。随着金融资产数量膨胀以及金融工具创新，更加需要强化政府监管作用。中国的证券市场处于体制转轨时期，为了国家的利益，也必须在政府的主导下完成转轨任务。政府作为金融市场监管者，其重要职责是维护市场公平，制定市场有效运作的游戏规则，保护投资者利益。但是，目前，中国政府扮演“双重角色”——维护国家利益和维护市场规则，具有“诺斯悖论”情况，使其市场监管者的功能自然丧失，从而使市场公正性难以确立，有效的市场秩序无法保障，股票市场稳定的发展和发育难以实现。因此，中国政府应该在深化国有企业改革，强化和健全法律法规的基础上，努力朝着股票市场的自由市场方向发展，确立真正的市场经济主体，逐步完善股票市场制度，做好政府的维护市场规则的角色。只有建立和完善证券市场之后，我们才能加深对市场失灵的认识。如果过份地强调市场失灵，有可能阻碍中国证券市场建立的进程。

六、一般性结论及对中国证券市场改革政策建议

本文通过美国与中国股票市场比较可知，美国股票市场运行尽管有失灵，但本身往往是市场本身不完善出现的，需要政府加强监管力度。而中国因大中型国有企业亏损难以退出市场，政府决策者为了筹集资本而发展和建立了证券市场，并不是简单的市场失灵问题，而是一个证券市场发育不完善和发展不足问题。为了改变政府在体制转轨过程中“双重角色”，真正有效地发挥证券市场配置资源的功能，一方面，我们需要大力深化国有企业改革，促进困境企业退出市场；另一方面，加强政府维护市场声誉和形象，完善法律法规制度，目的是矫正证券市场失灵。因此，为了解决中国证券市场低效率运行问题，我们应该做到：

第一，大力完善产品、要素和资本市场，大量引入竞争机制，使没有竞争力的国有企业退出市场，此时政府决策者需要承担起国有企业的历史包袱或一些如医疗保险、失业保险等社会性负

担等问题，尽早建立社会保障体制，为企业创造出自由退出的市场环境。

第二、建立合理的企业退出与进入机制。不仅对企业本身建立自由进入或退出机制，而且还要为上市公司建立合理的退出与进入机制，避免亏损企业无法退出市场而影响证券市场有效率运行，政府应该同时建立确立国有资产流动和社会保障制度，不仅保证国有资产流动，而且保证职工自由流动。

第三、合理定位政府决策者在证券市场中的角色。必须界定清楚政府决策者在证券市场中的边界，不应该完全替代市场，而应该大力完善市场制度，做到“花钱买机制”，而不是进入因交易成本困扰政府干预的恶性循环之中。不允许政府决策者一味地追求自身利益最大化行为，包括充分就业或产业政策实施等。因为这样做会干扰证券市场有序的运行，而是采取间接宏观调控方法。

第四、证券市场必须以市场发展为导向，将市场还给市场，政府决策者需要在法律以及证券市场监管等方面树立威信，逐步确立真正的市场主体，大力降低交易成本，减少证券市场运行的风险，进而有助于生产资源有效率的配置。

最后，政府也可以实行降低沉淀成本的方法，例如政府制定经济政策，如加速折旧、繁荣二手市场，树立承诺形象等。

总之，通过与美国证券市场比较，我们得知，在中国证券市场上逐步引入市场竞争机制过程中，一方面，需要政府决策者退出或淡出直接参与证券市场的角色，确立真正市场主体，还市场机制活力，完善和健全市场经济体制；另一方面，需要在完善证券市场方面给予补充，弥补真正的市场失灵，搞好政府监管的经济定位，降低交易成本，促进交易效率和交易创新。需要指出，政府监管本身也遭受交易成本困扰，因此，需要权衡政府监管的成本—收益分析，不能忽略政府本身也有失灵现象。

参考文献

- [1]徐传谡,孙少岩.国有经济理论前沿报告[M].吉林大学出版社,2003.
- [2]黄宪等.中国与德国的国有银行效率差异及其分析[J].世界经济,2003,(2).
- [3]傅艳.证券监管机构国际协作现状与趋势分析[J].世界经济,2003,(1).
- [4]曹建海.过度竞争论[M].中国人民大学出版社,2000.
- [5]林毅夫等.充分信息与国有企业改革[M].上海三联书店和上海人民出版社,1997.
- [6]杨海明,王燕.现代证券、期货市场[M].上海人民出版社,1997.
- [7]杨瑞龙.面对制度之规[M].中国发展出版社,2000.
- [8][美]迪克西特.经济政策的制定:交易成本政治学的视角[M].中国人民大学出版社,2004.
- [9]Baumol,W.J.,J.C.Panzar,R.D.Willig,Contestable Markets and the Theory of Industry Structure[M].Revised Edition San Diego.Harcourt Brace Jovanovich,1988.

Securities market Efficiency Difference in China and U.S.A

Tang Ji-jun

(Economics College of Liaoning University , Shenyang 110036,China)

Abstract: We have found that the imperfection and underdevelopment in China security market as well as the phenomenon of government intervention and government ineffectiveness by comparing the efficiency between Chinese and American security market. The American security market environment is more approximate to the condition of complete competition and still has significant market ineffectiveness. Therefore, for the present situation of security market in the transitional period, the reality that quit difficulty of large and medium-sized state-owned enterprise by the old system that the heavy industries develops first strategy influences government policymaker, hence impairs the operation efficiency of security market. Under this condition, we suggest some relatively realistic policies that solve the inefficiency of security market in China .

Key words: Security market; sunk cost; imperfection on market

收稿日期: 2004-10-20;

作者简介: 汤吉军 (1971—), 男, 辽宁凤城人, 辽宁大学经济学院博士, 吉林大学中国国有经济研究中心兼职研究人员, 主要从事微观与新制度经济学研究。