



Developing Legal and Regulatory
Framework for the Capital Market

资本市场法制 与 制 度 建 设

张育军◆著



中国财政经济出版社

资本市场法制与制度建设

张育军 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资本市场法制与制度建设/张育军著. —北京: 中国财政经济出版社, 2006.11

ISBN 7 - 5005 - 9510 - 7

I. 资… II. 张… III. ①资本市场-金融法-中国-文集②资本市场-经济制度-中国-文集 IV. ①D922.280.4②F832.5 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 136070 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 32.75 印张 601 000 字

2006 年 12 月第 1 版 2006 年 12 月北京第 1 次印刷

定价: 62.00 元

ISBN 7 - 5005 - 9510 - 7/F·8254

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

目 录

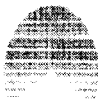
绪 论	(1)
市场失灵与政府边界	
——兼论当前中国股市走出困局之路	(3)
新“两法”实施与投资者权益保护篇	(35)
关于建立和发展我国多层次证券市场体系的法律思考	(37)
“两法”修订开辟投资者权益保护新篇章	(48)
“两法”实施开辟投资者权益保护新篇章	(70)
从投资者权益保护看《证券法》修改	(82)
投资者权益保护的若干问题探讨	(109)
认真贯彻《证券法》 全面推进深交所各项工作	(127)
认真贯彻新《公司法》 切实提高上市公司质量	(137)
自主创新国家战略与中小企业板建设篇	(149)
大力发展多层次资本市场 服务自主创新国家战略	(151)
加快完善中小企业板 拓宽中小企业直接融资渠道	(158)
加快中小企业板建设 提升中小企业治理水平	(162)
利用资本市场平台 打造新兴企业成长力	(167)
中小企业板证券分析大有可为	(171)
大力推进制度创新 加快中小企业板建设	(175)
建立有效资本市场政策体系 加快中小企业板建设	(181)
加快中小企业板建设是实施自主创新国家战略的根本举措	(187)
证券市场结构完善与制度创新篇	(191)

关于振兴股票市场的若干措施·····	(193)
关于股权分置改革的若干思考·····	(198)
股市稳定与上市公司质量问题·····	(204)
保障资产安全 促进优化重组·····	(222)
推进董事会制度建设 提升公司治理水平·····	(228)
券商监管与投资者利益保护·····	(236)
关于促进证券公司转型与创新发展的若干建议·····	(251)
中国金融衍生品市场的战略选择·····	(259)
亚洲地区股市几次暴涨情况简要分析·····	(263)
后股权分置时代资本市场改革与发展篇 ·····	(275)
股权分置改革后中国资本市场发展展望·····	(277)
后股权分置时代监管、创新与市场发展·····	(283)
改革资本市场融资制度的建议·····	(310)
完善询价制度 培育成长性资源 推动市场转变·····	(316)
中国内地企业海外上市利弊分析及相关建议·····	(325)
外资企业在中国内地上市的若干问题分析与相关建议·····	(334)
我国资本市场制度设计研究·····	(344)
金融生态与深圳金融中心建设篇 ·····	(377)
构建完整金融生态链 创新发展深圳金融业·····	(379)
对深圳金融业发展的思考和建议·····	(388)
支持自主创新 把深圳打造成科技创新型企业融资中心·····	(397)
完善市场功能 把深圳打造成为中国的财富管理中心·····	(404)
努力把深圳打造成中国衍生品重要基地·····	(407)
附 录 ·····	(413)
附录一：中国证券市场大事记（2003～2006年）·····	(415)
附录二：深、沪指数历年走势（1991～2005年）·····	(432)
附录三：深成指历次调入调出名单·····	(447)
附录四：道－琼斯指数历年走势（1895～2006年）·····	(452)
附录五：道－琼斯指数历年变动情况·····	(456)
附录六：恒生指数历年走势图（1964～2004年）·····	(482)
附录七：恒生指数成分股变动表·····	(483)
后 记 ·····	(519)

绪 论

市场失灵与政府边界^①

——兼论当前中国股市走出困局之路



一、从理想到现实：市场失灵与政府边界问题的提出

自 1776 年亚当·斯密《国富论》问世以后的相当长时间内，经济学家们便津津乐道于他所描绘的完全竞争市场下“看不见的手”调节市场经济的完美图景。《国富论》这样写道：“每个人都在力图运用他的资本，来使其产品能得到最大的价值。一般说来，他并不企图增进公共福利，也不知道他所增进的公共福利是多少。他所追求的仅仅是他个人的安乐，仅仅是他个人的利益。在这样做时，有一只看不见的手引导他去促进一种目标，而这种目标绝不是他所追求的东西。由于追逐他自己的利益，他经常促进了社会利益，其效果要比他真正想促进社会利益时所得到的效果为大。”（亚当·斯密，1776）。然而，如果价格这只“看不见的手”不能通过市场自身调节机制达到资源优化配置，则表明市场失灵（market failure）。1929 年大危机中触目惊心的市场混乱和失业问题，打破了萨伊定律的著名预言，使那些长期恪守“自由放任”的经济学家开始怀疑市场调节的有效性。1936 年，《就业、利息和货币通论》的出版迎来了凯恩斯时代。这一具有划时代意义的著作，证实了市场不是万能的，阐明了依靠市场自身力量难以完全克服根植于市场经济内部有效需求不足的倾向，由此提出了政府调节经济的必要性和方法。在凯恩斯政府调节经济思想的影响下，西方各国政府纷纷通过实施财政、货币和收入分配等调控政策和手段，迎来了第二次世界大战后持续 20 多年的相对繁荣阶段。但 20 世纪 70 年代出现的经济“滞

^① 本文写于 2004 年 8 月。

胀”现象，使人们进一步对国家干预的合理基础提出了怀疑。所以，70年代以后，新自由主义经济学取代凯恩斯主义在西方国家取得了主流地位。多数西方国家据此又开始加速私有化，减少政府干预，发挥市场调节的作用，以此“寻找回来的世界”。综观西方经济学理论和实践，关于政府与市场界限的争论一直进行着，而且还将持续下去。争论的焦点在于：为了更有利于整个经济资源的最优配置，现实经济中哪些应该由市场来调节，哪些应该由政府来调节？可以说，只要有市场失灵，只要有政府失灵，市场与政府的边界问题将成为经济学研究的永恒命题。

与西方各国在市场中如何引入政府力量以解决市场失灵问题不同，我国是在计划经济体制下逐步引入市场力量，以增强市场在资源配置中的基础性作用，最终建立起社会主义市场经济体制。而要真正建立起市场经济体制，市场化过程应贯穿于中国经济体制改革的始终。事实也正是这样，迄今为止的体制改革过程，总体上表现为市场深化过程。但要在计划经济体制下进行市场深化，绝不是简单的事。因为在体制改革中，随着市场化的深入，中国经济常常出现“一放就乱，一乱就收，一收就死”的奇特现象进一步表明，市场和政府之间经历了许多次反复的角色之争。我们认为，这一问题不在市场化本身，而在市场深化过程中，对于市场发挥作用的条件及其与政府界限的问题没有能很好地理解和把握，其结果，市场与政府角色上的错位经常造成资源的巨大浪费，出现了表象上市场失灵下的政府失灵，或政府失灵下的市场进一步失灵，进一步增加了转轨成本。

中国资本市场走过的历程和目前的状况更清楚地表明，我们在处理市场与政府边界关系问题上也没有很好地把握。对市场与政府的关系经常表现出两种极端态度，要么过分强调中国特色，不相信市场力量，总认为放手让市场发挥作用会出“乱子”，所以，由政府能够解决的绝不让市场染指；要么过分迷信市场，认为市场经济就是市场说了算的经济，不应有国别特色，所以，政府应全面放开，让市场尽显其能。然而，这两种态度都没有带来中国资本市场发展的“理性繁荣”，经过十多年的发展，反而使中国资本市场在国民经济增长中的作用趋于被边缘化的危险中。

困局之因在何处？走出困局之路又在哪里？这是摆在我们面前事关中国资本市场前途和迫切需要回答与解决的重大问题。而要回答和解决好这一问题，必须回到市场与政府边界这一基本问题上来，弄清市场有效运作的基本条件和政府有效调节的条件是什么等一系列基本问题，这有助于我们更准确地理解和把握当前及今后资本市场存在问题的本质，找出其原因，提出解决之良方。

二、完全竞争下市场经济的理想世界

人的欲望的无限性使资源稀缺成为每一个社会不可改变的基本现实。这样,在资源约束下每一社会将时刻面临着选择,以解决生产什么、如何生产和为谁生产等资源配置的基本问题。解决的方式有多种,包括集权的计划方式、分散的市场方式或混合方式。古典经济学为我们描绘了完全竞争市场解决上述基本问题的机制,使我们真正体会到这一市场的完美。那么,在完全竞争市场下,市场机制是如何解决这些基本问题的呢?新古典经济学从斯密的产品和要素价格形成理论中,发展出有关资源配置的均衡及其条件的分析。

完全竞争市场运作模型涉及二个主体,即厂商和家庭;三个市场,即产品市场、劳动市场和资本市场。其中,家庭是要素所有者和产品的消费者,其利益目标是使收入最大化和效用最大化;厂商则是产品的生产者,其利益目标是利润最大化。如果从市场供求来看,家庭通过供给生产要素,取得收入,形成产品需求,或将剩余的收入进行储蓄和投资;而厂商通过金融市场筹措资金,然后从要素市场购买生产要素,生产和销售产品,取得收入,再用收入购买生产要素以供给市场需要的产品。这样,通过产品市场、要素市场和资本市场决定的产量和价格,家庭和厂商得以联系起来。在单个市场上,市场价格是由供求关系决定的,需求一定时,供给增加(减少),价格下降(上升);供给一定时,需求增加(减少),价格上升(下降);供求相等,价格达到均衡。所以,通过价格反映出的产品和资源稀缺程度,可以调节市场供求关系。当我们将所有市场放在一起时,就形成了一种产生价格和产量的一般均衡的市场机制。通过使所有市场上的供求相等,市场经济就同时解决了一个社会所要解决的三个基本问题。

(一) 生产什么取决于家庭的货币选票

企业通过在产品市场上观察家庭支付各类产品价格的高低来决定生产什么,具体表现为,哪类产品价格高,表明此产品供给不足,需要增加生产;反之,则供给充足甚至过剩,需要减产。这样,通过价格机制的作用,可以保证生产出的产品是市场最需要的产品。

(二) 如何生产取决于不同生产者之间的竞争

由于同一类物品可能存在许多生产者,这样,生产者之间就存在竞争。为了在竞争中获取最大利润,必须降低成本,选择效率最高的生产方法取代成本较高的生产方法。这样,通过价格机制的作用,可保证生产市场需要的产品是

最有效率的。

（三）为谁生产取决于要素市场上由供求决定的要素价格

由于要素价格高低决定了要素所有者的收入，从而收入在不同所有者之间的分配取决于各自拥有的要素数量和价格，如此，通过价格机制可保证分配的公平。

在这里，一个“无形之手”始终引导着生产什么、如何生产和为谁生产问题的解决，这就是价格作为家庭和厂商利益的体现，显示偏好的符号，交换信息的机制，始终引导并决定着家庭和厂商的行为决策，通过价格机制内在调节作用，将资源配置到市场最需要的产品中去，而且使用效率最高、成本最低的生产方法，从而最终实现整个社会资源的最优配置，即“帕累托”最优。政府在这里只是扮演着“守夜人”的角色。之后，随着经济货币化和金融化的发展，经济学家们将货币和金融要素引入到模型中来，从而使完全竞争模型中的市场关系趋于复杂化。尽管如此，这一关系并没有改变“看不见的手”的基本原理。然而，这一“看不见的手”在解决基本问题的过程中，要真正实现从单个家庭和厂商的利益最大化到所有家庭和厂商利益的最大化，必须具备相应的条件。

三、完全竞争市场的有效运作：条件与国家职责

（一）完全竞争市场有效运作的基本条件

完全竞争市场有效运作的基本条件主要包括：

1. 原子市场假设。这一条件表明，完全竞争市场意味着在这一市场中存在着大量的买者和卖者，以至于市场中的每一主体都没有能力影响市场价格，他们都是市场价格的接受者。但如果这一市场中的某一主体拥有影响市场价格的能力，则这一主体将按照其利益最大化要求制定和操纵价格，从而这一价格不可能真实反映市场中产品和资源的稀缺程度，进而可能导致资源配置到市场不需要的产品中去，造成产品生产过剩；而市场真正需要的产品由于得不到资源而不能生产出来，造成产品短缺。所以，从价格和产量来看，这一情况将损害市场价格机制的资源配置功能。

2. 私人品与同质性假设。这一条件表明，完全竞争市场下，自由交换的产品都是私人产品，而且产品具有同质性。这里的私人品是指可以无限分割而且具有排他性的产品。具有这种性质的产品需求可充分体现在市场上，并且追求自身利益最大化的供给者，可以利用其排他性阻止未付费者享受其好处，这一性质决定了私人产品生产和交易中发生的成本和收益，不可能外溢到其他与

私人品生产和交易无关的主体。这一特点可延伸出市场经济有效运行的“产权清晰”和“无外部性”条件。正是这一条件决定了市场经济能解决私人品生产和交易中的“搭便车”问题，保证私人品的有效供给。但对于不具有可分性和排他性的公共品来说，其属性决定了市场机制在有效调节公共品供给的失灵。

同质性假设表明，市场中的各类产品具有完全的替代性，这一假设也是保证市场完全竞争的一个重要条件。因为如果产品不同质，则必然出现市场的不完全竞争因素，从而不能保证市场的完全竞争。

3. 资源充分流动性假设。这一条件表明，完全竞争市场下的资源流动具有充分性。这意味着，当价格引导着资源配置时，要求资源流动不存在任何障碍，否则，如果现实中客观存在着阻碍资源充分流动的行政分割、市场分割、地区分割和行业分割，则市场的资源配置功能得不到充分实现。这是由于，虽然价格信息表明了市场对产品的需求情况，但由于资源流动不畅，导致产品成本增加，价格上升，另一方面由于资源供给不足导致产品供给下降。所以，资源流动受到阻碍时，将限制价格机制的作用，导致市场效率的下降。

4. 完全信息与完全理性人假设。完全信息假设条件意味着，市场作用的发挥必须以充分信息为前提。这表明，市场中的任何主体都拥有与交易相关的所有信息，信息在各主体之间是对称的，即任何主体都不可能拥有比其他主体更多的信息。这样，市场中就不可能出现某一主体利用拥有比其他主体更多的信息优势获取额外利润的机会。否则，将不可能为各主体提供有效的决策信息，其结果，通过这一市场配置资源将可能出现某些产品的市场需要得不到满足，而不需要的产品充斥市场，而且还可能产生逆向选择导致的“柠檬”市场，甚至出现道德风险导致的各类问题，包括委托代理问题、激励问题等。另外，这里的完全信息还意味着，每一主体对其他主体及市场未来情况的信息也是完全的，因而，每一主体面临的都是确定性情况。

总之，完全竞争市场是一个完全确定的市场，在这一市场中的每一个主体都能彼此了解对方的所有信息，同时也能对未来信息做到先知先觉。这意味着，完全竞争市场下参与交易的人，都是具有完全理性、全知全能的人。

5. 零交易费用假设。这一条件是基于以上假设而推演出来的延伸条件。资源的充分流动假设，表明了资源在流动中不会产生任何交易费用。完全信息假设则表明，参加交易的人都是具有完全理性、全知全能的人，正由于此，他们之间的交易一拍即合，并且从不反悔。这样的交易世界类似于牛顿物理学中的无摩擦力的绝对时空世界。由此看来，交易费用在完全竞争市场中没有任何位置。如果一旦承认交易费用的存在，则与资源充分流动和完全信息假设相悖。另一方面，这一假设还表明如果交易费用为零，则不同的制度安排不会带

来不同的资源配置结果^①。也就是说，制度安排的不同不会影响到市场效率，从而制度对于完全竞争市场并不重要。

6. 市场经济的道德基础——合作、诚信与信任假设。这一条件在新古典经济学中常常被假定为既定前提，在其理论体系中并没有专门的位置，导致许多人武断地认为，以经济人假设为前提的市场经济必然充满着欺诈和弱肉强食，因而是与道德不相容的。事实上，亚当·斯密在其另一部力著《道德情操论》中，深刻阐明了市场经济有效运作和扩展的道德基础。他指出，“毫无疑问，每个人生来首先和主要关心自己；而且他比任何人都适合关心自己，所以他如果这样做的话是恰当和正确的”，但“追求财富的人们时常放弃通往美德的道路”。尽管如此，人同时作为“经济人”和“社会人”，必然感受到社会压力，“因此，虽然每个人心里确实必然宁爱自己而不爱别人，但是他不敢在人们面前采取这种态度，公开承认是按这一原则行事的”。这样，他必定会克制利己私心，设法与他人和平共处。而且据斯密的看法，同情心是人类天赋的本性，无论怎样自私，总会或多或少地“关心别人的命运，把别人的幸福看成是自己的事情”。正是有了这种一致的天性，人类在相互同情中发展，通过分享快乐共担忧愁来获得更多的乐趣。人们也会遵从风气习惯，尊重一般的行为准则，即斯密所说的“责任感”。这里，斯密已经认识到，市场经济的有效运作和发展，必须建立在合作、相互同情和有责任感的道德基础上。这一道德基础要求市场经济各主体在合作中通过诚信建立彼此间的信任关系，进一步地，“己所不欲，勿施于人”应成为市场经济奉行的基本原则。“损人利己”和“损人不利己”的行为是市场经济的大敌，否则将会动摇市场经济这座大厦的根本基础。由此看来，合作、诚信和彼此信任产生的信心，应该是市场经济有效发挥其功能最为基础性的条件。

（二）产权清晰、法律保护与国家职能

如果以上条件为市场有效运行的内在条件，那么，产权清晰和有效的法律保护，就构成了市场正常运行必需的外部条件。这可以看成是零交易费用假设的自然推论。因为如果产权不清晰，或产权不能受到法律的有效保护，则市场正常的交易将由于产权纠纷、市场秩序混乱使交易成本增加，交易效率降低，结果是市场交易的萎缩。但要使产权清晰，或受到法律的有效保护，必须依靠市场外的第三方力量，因为市场中的任何一个主体，都没有超越其他主体而具

^① 科斯对此进行了具体说明。他在《社会成本问题》中提出了被学界称为的“科斯定理”，即零交易费用下，初始产权制度无论如何安排都不会影响资源配置效果。

有权威性力量。为此,受18世纪自由主义哲学思想的影响,为反对重商主义的国家干预倾向,斯密揭示了在完全竞争市场下,市场交换中所隐含的个人利益将导向社会利益的内在秩序。之后,他从市场正常运行所需的外部条件,直接引申出国家的经济职能,包括制定和实施保障私人财产权的法律,提供个人的安全保护等,从而市场调节的有效性,构成了古典经济学家限定国家职能的全部基础。从这一意义上说,古典经济学家眼中,市场和国家各自的职能范围是很容易确定的。但在市场失灵的情况下,这种界限并不那么明显。

四、市场失灵一般原因、后果与解决之道

前面,我们对市场正常运行所必需的基本条件进行了初步总结和分析,其中隐含的另一层含义是,如果上述基本的前提条件不完全具备,那么,将导致市场不能通过价格机制实现资源的最优配置。这意味着市场并不总是能够达到其完美的理想境界,市场总有失灵的时候。事实上,现实的市场经济不可能充分具备完全竞争条件,从这一意义上说,市场失灵可说是一种“常态”。根据失灵原因的不同,市场失灵有不同的情况和表现。

(一) 市场失灵的一般原因和表现

1. 垄断和不完全竞争。如果原子市场假设不成立,则表明市场中存在不同程度上左右和影响市场价格的主体力量。按照竞争和影响的程度,出现完全垄断和不完全竞争等不同的市场结构。完全垄断意味着市场上只有一个厂商,它供给整个市场。不完全竞争市场结构意味着市场中有几个厂商,每个厂商都意识到其销售量取决于他们制定的价格及采取的广告之类的策略。这又包含寡头垄断和垄断竞争市场结构。

与完全竞争市场结构相比,垄断市场结构下,竞争将受到严格限制,垄断厂商可通过压低产量并将价格提高到完全竞争市场出现的价格水平之上,从而获得高额的垄断利润。与此同时,一些垄断厂商为了进一步增加垄断利润,还对不同消费者或在不同市场上制定不同价格,实现价格歧视。垄断的结果是,价格被人为抬高,产量低于完全竞争下的均衡水平。这一切表明,当市场出现垄断时,将导致市场效率的损失,而且这种损失难以通过市场调节达到资源的最优配置,所以,出现市场失灵。

寡头垄断下,厂商数量如此之少以至于每一厂商必须考虑其对手对他的行动的反应。基于此,寡头之间为使利润最大化而寻求勾结,形成卡特尔,以此将价格抬高至边际成本之上,提高其成员的利润。当然,由于存在自我实施、

成员协调和进入等问题,使勾结存在巨大障碍。尽管如此,寡头厂商仍然利用限制性做法^①减少竞争和阻止其他厂商的进入,其结果可能由于减少竞争并增加对手成本而使价格提高,从而损害市场效率^②。

垄断竞争下,厂商之间是通过销售有差别的产品竞争,从而与产品同质性假设相悖,但厂商可自由进出。可能有两种原因造成垄断竞争市场的非效率:一是均衡价格大于边际成本,这意味着额外单位产量对消费者的价值大于生产这些单位的成本;二是垄断竞争厂商的产量低于使平均成本最低的水平,从而有可能出现生产能力的过剩。所以,垄断竞争市场结构下的失灵表现为价格被抬高,可能出现生产能力过剩导致资源浪费等。

总之,在出现垄断和不完全竞争的情况下,市场非效率表明市场机制在资源配置中的基础性作用没有得到充分发挥,而且通过市场自身调节难以改变这一结果,从而导致市场失灵。

2. 公共品。完全竞争市场交易的物品主要针对可以分割并具有排他性的私人物品,但如果出现不具有上述特征的公共品时,如航海中的“灯塔”,则其需求将不能充分体现在市场,同时供给者也无法阻止那些未花费成本即可享受其好处的其他主体。其结果,一方面无法确定公共品的最优供给,另一方面,即使供给,由于无法解决“搭便车”问题而使产品供给不足。或者,要达到公共品的排他性消费所付出的成本太高,以至于市场不愿提供或尽可能少地提供公共品。所以,公共品引起市场失灵主要表现为“搭便车”现象十分普遍,无法解决排他性成本问题。

3. 资源流动出现人为障碍。当现实中存在行政垄断、市场垄断、行业垄断和地区分割时,必然导致资源流动的不充分,从而使市场机制调节失灵。这一情况下,失灵的表现与垄断和不完全竞争情况类似,但又不完全相同。这是由于市场中如果出现行政垄断,行政将是资源配置的主导力量,在行政的强制性下,资源将按照行政权力的意志配置,从而导致价格被人为扭曲和供给短缺等现象。中国历史上长期以来实行的工农业产品“剪刀差”政策形成的价格扭曲导致产品结构和产业结构的扭曲实际上就是行政垄断的结果。中国证券市场中出现的“股权分置”实际上也是行政垄断的结果,已经导致股市价格的扭曲,严重损害股市的资源配置功能。

当出现地区分割时,将减少资源在地区间的流动,从而限制分工和交换的发展,其结果,市场的交易成本增加,人们将很难获得市场分工和交换的好

① 这些限制性做法主要包括以下情况:独占地区、排他经营、搭售和维持零售价格等。

② 还有一种观点认为,限制性做法也可能因提高效率而降低价格。

处,甚至出现产品供给的短缺现象,市场在资源配置中的基础性作用将被受到人为限制。长期以来,中国各地区之间人为的地方政策限制导致的资源流动不畅,已经造成越来越严重的市场效率损失,进一步拉大了地区之间的差距。

所以,资源流动的人为障碍导致的市场失灵将主要表现为:市场价格的人为扭曲,难以获得分工和交换的好处,产品供给的短缺以及使地区差距进一步扩大等。

4. 人的有限理性与信息不对称。完全信息是完全竞争市场有效的核心条件,这里隐含了市场主体具有无限理性的前提。但在现实经济中,人的理性是有限的,这种有限理性导致的信息不对称无处不在。由信息不对称导致市场失灵的表现主要有:

(1) 逆向选择。在完全信息下,人们将在一定的约束条件下,通过价格机制进行使自身利益最大化的市场选择。但在信息不完全或不对称下,价格的选择机制将失灵。最典型的例子是阿克劳夫的“次品车市场”。假定市场中有高质量和低质量两种旧车,在完全信息下,买卖双方都知道车的质量情况,此时根据价格信号就可以实现最佳的市场选择。即卖方将质量好的车以较高的价格卖给了需要较高质量车并愿意支付较高价格的买者,而将低质量的车以较低价格卖给了愿意支付较低价格因而只能得到较低质量车的买者。但在卖方对车质量的了解程度比买方多的情况下,买卖双方存在对车的信息不对称。此时,市场选择将发生以下情况,即买主由于不能确切估计出车的质量,其价格只能按照市场上全部二手车的平均质量支付,它位于次品车的低价与好车的高价之间。而卖主由于对自己车的质量比买方更了解,所以,如果是次品车,卖方乐意按买方愿意支付的价格出售;但如果是好车,则不能按买方支付的平均价格进行交易,因为它低于该车的实际价值,从而不愿意出售。市场选择的结果是,市场上将充斥低质量的无人购买的车,这就是信息不完全下出现的逆向选择。逆向选择的结果,将使越来越多的人远离市场,市场将由于价格的作用受到很大限制而失败。这一现象在金融市场十分普遍,关于这一点将在后面进行分析。

(2) 道德风险。这一情况是指在合同签订后,合同一方利用信息不对称以牺牲另一方利益为代价而改变自己行为的倾向,其结果,将可能产生合同另一方由于获得信息的成本超过其边际收益而不能防范和弥补其利益损害。从整个市场来看,当某一交易主体利用信息不对称损害交易对方利益时,利益受到损害的主体必然对其他交易主体采取同样的道德风险行为,其结果,整个市场将由于道德风险的泛滥导致每一主体的交易需求下降。道德风险的存在也使市场的分工合作难以进行,彼此信任的关系也难以建立起来。所以,道德风险导致市场失灵主要表

现为, 交易需求下降, 分工、合作和信任关系难以建立起来, 市场秩序混乱而萎缩。

5. 高交易成本。这一情况实际上是资源流动不充分、信息不对称、竞争不完全、产权不清晰、法律不健全等情况的自然结果。交易成本增加导致市场失灵的主要表现与这些情况基本类似。

6. 外部性。完全竞争市场的选择过程中, “私人品”和“完全信息”等假设保证了每一主体在每一交易中能完全承担成本和取得收益, 即具有“责任感”, 因而不可能发生外部性情况。然而, 如果在市场选择过程中, 某些成本或收益并没有包含在交易中, 而是由其他市场主体来承担或无成本地获得, 则外部性就产生了。外部性可分两种情况, 如果某一主体无偿地享有了额外收益, 如公共品, 则称为积极的外部性, 或正外部性; 如果某一主体承担了不是由他导致的额外成本, 如环境污染, 则称为消极的外部, 或负外部性。在存在外部性情况下, 价格并不是真实成本和收益的反映, 所以, 以此价格来调节资源配置必将导致市场失灵。失灵的表现主要有: 正外部性下, 导致产品供给不足; 负外部性下, 导致产品供给过量。

7. 市场道德基础的丧失。分工和合作、信任和信心 and 具有责任感是完全竞争市场有效的道德基础。如果这一根本基础不存在, 市场发挥作用的前提也将不复存在, 从而市场何止是失灵, 还将可能导致市场的消亡。记住这一点, 对于正在向市场经济体制转轨的我国具有重要的启示意义。

(二) 市场失灵的后果

当市场出现失灵后, 如果没有采取及时的纠偏措施, 将产生资源浪费、供给短缺进而导致经济衰退等严重后果。当然, 对于不同的市场以及失灵的不同原因来说, 其后果的严重程度不同。一般说来, 金融市场失灵产生的后果比商品市场和要素市场失灵产生的后果严重得多, 这主要在于金融市场涉及经济中的各个部门和主体, 而其他市场所涉及的主体少得多, 而且金融市场客观存在的不确定性、外部性和“多米诺”骨牌效应也比其他市场严重得多。所以, 一旦金融市场失灵到一定程度产生金融危机, 其后果将不堪设想。它不仅危害金融市场本身, 还将危及整个社会经济的稳定; 不仅危害本国社会经济, 还将危及他国社会经济, 甚至引起世界性金融经济危机。

总结历史上各国发生的金融危机, 金融市场中的逆向选择和道德风险积累到一定程度导致市场不能有效地在储蓄者和有生产投资机会的人们之间进行资金配置, 金融危机就发生了。有五大因素导致金融市场中逆向选择和道德风险问题严重, 进而导致危机, 这就是: 利率提高、股票市场下泻、未预见的价格总水平