

个人储蓄中的集体决策 与金融市场

研究个人储蓄的传统理论通常只是注意个人如何对他可支配的资源作出储蓄和消费的配置。个人储蓄如何被合成以至能够运用，个人在这一合成过程中如何继续对他的储蓄拥有权利、作出他的选择，却一直没有被人们认识到。人们习惯于把个人的选择局限在要不要储蓄、储蓄多少这些领域内，在个人储蓄形成后，个人选择的作用就不见了。人们只是讨论作为整体的储蓄对于社会生产的影响，却不讨论作为个体的储蓄者在储蓄运用中具有什么样的影响力。在日常生活中，人们没有意识到对自己以某种方式交给社会使用的储蓄仍继续拥有使用上的最终支配权，而往往认为只是享有利息索取权。

本文试图讨论个人对于自己储蓄的运用的权利、讨论个人在储蓄过程中如何对储蓄的运用作出的选择、如何与其他储蓄者一道就储蓄的运用作出集体决策；试图分析金融市场对于集体决策的形成具有什么作用，从而对金融市场存在的根据给出解释。本文讨论的储蓄是广义储蓄，即个人可支配收入在消费之后的节余（并且这节余是得到运用的），不管这种节余以什么形式存在。

一、个人储蓄形成过程中的集体决策

本文所讨论的个人储蓄，是那种其运用需要一个合成过程的个人储蓄。在现代社会中，当然不能排除个人以自己的节余独自投资于某一项目、不需要合作伙伴这类情况，但本文要讨论的储蓄，是从发生的角度来谈的，注重的是它所包含的本来意义。从这一角度出发，认为个人储蓄在形成过程中首先存在着一个合成问题，应是合理的。因为，所谓储蓄，是一种对原生产方式和生活方式的变化起作用的节余，而不是仅仅维持简单再生产的储存。生产方式和生活方式的变化，都是社会地发生的，只能是在行为主体（单位或个人）之间发生接触、发生交易的基础上产生。通过行为主体之间的互动，才可能产生新的思路。新思路的产生就造成了人们对原来产品消费的减少，导致了原来活动的缩减，于是，储蓄发生了，投资也就形成，新的思路开始得到实施。储蓄发生与投资形成的这一关系表明，在个人储蓄发生的过程中，存在着一个集体决策问题。只有在若干个人能够就资金的使用达成决策之后，个人储蓄才能发生、投资才能形成。因此，集体决策能否达成，对于储蓄的发生是至关重要的。下面讨论在个人储蓄发生过程中形成集体决策的几种情形。

1. 单个储蓄者参与集体决策时的成本收益计算

一个投资项目对于储蓄者的收益可分为直接收益和间接收益两种。投资项目对于储蓄者的成本表现为，一是储蓄者参与集体决策所要花费的成本，如参加会议、发表意见等，这要占用他的时间和精力；二是了解关于这项投资的全部影响的信息所花费的成本；三是这项投资可能给他带来的成本，或称间接成本。储蓄者还要冒一定的风险，即一旦投资形成、储蓄发生，他的储蓄可

能收不回来或只能收回一部分。储蓄者所冒风险的大小与它的净收益存在着正相关。

单个储蓄者在参与投资形成的集体决策过程中，根据自己的成本收益计算与其他的储蓄者讨价还价，经过讨价还价而达成决策。

2. 投资额固定的 2 人社会

首先考察一个 2 人的社会，假定这 2 人一是农夫、一是猎人，两个人之间的互动使他们产生了办牧场的想法，也就是，存在一个改变社会经济结构的投资项目，所需的投资金额为 100 元。这 2 人经过协商同意了这一投资项目，即，作出了集体决策。于是，在决策之后他们各自从自己原来的生产和消费中节余 50 元，共同出资于这一项目。在这里，假定投资所需的金额与出资者能够形成的储蓄都是固定的，而且二者相等。在这种情况下，出资者之间的一致同意是投资项目得以开始的基本前提。假定农夫考虑到建牧场将使他的农场受到损害，且这一损害大于他从办牧场中可能得到的收益，因此，农夫不同意这一投资项目，两人之间达不成协议。这样，随着集体决策的流产，个人储蓄也就没有必要发生了，农夫与猎人各自都没有必要从原来的生产和消费中节余 50 元。

这一情形实质上体现了农夫与猎人之间按照全体一致的规则来形成集体决策。在这样的规则下，农夫和猎人都可以保证他出资支持的项目其收益至少高于他要付出的成本。个人利益得到了充分的保障，除非他自己要损害自己，否则别人是无法损害他的。理性的个人只有在收益大于受损时，才会同意受损。

还可以把这一 2 人模型作更多的推广。只要投资额固定（不能扩大也不能缩小），出资人数及出资人的节余潜力固定（即储

蓄款固定），且二者相等，那么，全体一致规则就必定发生作用。这里的关键在于作为出资者之一的个人具有“一票否决”，少了一个人，投资额就达不到要求，投资项目就得不到实施。

这个 2 人共同出资模型排除了单个出资者单独投资的情况。上面说过，投资、储蓄都是社会性行为，没有行为主体之间的互动，新的思路、新的项目就不能形成。因此，本文把这个 2 人共同出资模型当作最基本的模型，下面的论述将随着对这一模型的扩大来展开。

3. 投资额固定的多人社会

假定这 2 人社会增加一个新成员，如一个捕鱼者，其他情况不变，仍存在着一个建牧场的投资项目，所需的投资金额仍为 100 元，不能多也不能少，这 3 人各自都具有节余 50 元的潜力。现在，由于人数的增加，带来了储蓄潜力的提高，可能的出资组合增多了，不是仅有一种出资组合，而是至少有两种出资组合，一是这 3 人每人各出资 100 元的三分之一，二是这 3 人中的任意两人出资 50 元。

在前面的 2 人模型中，由于社会成员只有两名，因此，对于某一项投资形成来说，直接参与决策的成员也就是社会的全体成员，一项决策如果得到参与者的同意，也就等于得到了全体社会成员的同意。人口数量的增加即社会成员的增加，使这二者可能不再互相等同。即，对于某一项投资项目来说，直接参与者的全体一致不再等同于社会全体成员的一致同意。3 人社会的模型就表明了这一点。

可以分两种情形进一步讨论这个问题。第一种情形是，这个社会规定所有集体决策（即 2 人以上的决策）都要得到社会全体成员的同意。在这样的规则下，社会成员的增多只能增加集体决策的难度。

第二种情形是，这个社会没有就全社会集体决策赖以作出的规则达成协议，默认集体决策的形成依赖于技术条件、资金总量规模的约束。也就是说，只要能筹集到投资所需的资金数额，投资就可以实施，社会中部分成员的反对也无济于事。例如，虽然农夫不同意建牧场，但猎人和捕鱼者同意这一投资项目，他们两人的储蓄潜力足够达到投资所需资金规模，因此，牧场建设得以进行。

要使集体决策得以形成、要降低形成集体决策的成本（这种成本可能是无穷大，以致无法用成本这一概念来概括），就得打破社会全体成员一致同意这样的集体决策规则。打破这样的决策规则意味着在每一集体决策中，有一部分社会成员的利益可能受到损害。例如，农夫就将因为建牧场这一捕鱼者和猎人的集体决策而受到损害。不过，打破社会全体成员一致同意这一规则并不必然侵犯了个人利益。首先，如果社会决定今后不再实施这样的决策规则，那么，尽管农夫在牧场建设这一决策中受损，但农夫在今后的决策中也就拥有与别人合作并对第三方造成损害的权利。从立宪的角度看，这 3 人都是平等的，从长期看，他们都没有受到损害。第二，从社会整体看，收益与成本之间也必须保持起码的对应。如果牧场的收益不足以补偿它对农夫所造成的损害，它最终也将是建不成的。

4. 投资额可变动的多人社会

仍以 3 人社会为例，储蓄潜力仍为各人 50 元，只不过建牧场所需的资金可在 100 元至 150 元之间变动。这种情形实际上是上述两种情形的综合，当投资所需资金超过 100 元、低于 150 元时，就回到第一种情形投资额固定的 2 人社会，只不过这时决策的难度增加了；当投资所需资金为 100 元时，就回到第二种情形投资额固定的多人社会。

提出这一情形是为了说明，技术进步对于集体决策的形成具有影响作用。技术进步会使一些原来无法形成的集体决策得以形成。不过，技术进步一般来说也是依靠投资而促成的，因此，当讨论某一项特定的投资项目这一集体决策的形成时，可以不考虑技术进步这一因素。所需要考虑的是参与决策的行为主体的数量与集体决策形成的关系。本文讨论的角度也是局限在这一点上的。

上面已经谈到，当社会成员增加时，如果该社会通行社会全体成员一致同意的规则，那么，形成集体决策的难度将随着社会成员的增多而增强，于是，打破这一规则似乎在所难免。但是，这又提出了一个问题，如果社会全体成员之间没有一个共同认可的标准，那么，这个社会又显然是互相分割的。这是一个矛盾，参与集体决策的行为主体数量的增多既有利于集体决策的形成，又成为阻碍集体决策形成的因素。只有当单个行为主体的影响力变为微不足道时，行为主体数量与集体决策形成之间的矛盾才能得到解决。于是，形成一种机制，一种能够产生凌驾于个人之上的力量的机制，就是集体决策难题得以解决所必需的。市场正是解决集体决策难题的场所，它既可以无限制地容纳参与集体决策的行为主体，使行为主体数量足够大（相当数量的行为主体的参与是市场存在的一个基本条件），又使得数量的扩张不成为集体决策的阻碍因素。

二、金融市场与单个储蓄者选择的合成

1. 个人成本收益计算与达成集体决策的分离

投资的形成是一项集体决策。既然是一项集体决策，那么它就是由个人选择合成的。个人的成本收益计算要对集体决策的达成发生影响。不过，随着参与集体决策的人数的增加，个人选择

对于集体决策达成的作用被削弱了。第一部分的例子可说明这一点。尽管个人选择对于达成集体决策的制约随潜在可参与人数的增加而受到削弱，但只要个人仍然具体地参与决策，那么，集体决策就仍然要受参与决策的个人其成本收益计算的制约。以建牧场为例，尽管社会成员可增加到 3 人、4 人、5 人……但只要建牧场仍然要得到两个潜在储蓄者的同意，只要建牧场仍然要与个人的同意与否直接挂钩，那么，个人的成本收益计算就对集体决策的形成起着支配作用。

当投资规模较低时，参与投资形成这一集体决策的储蓄者人数相应地较少，合成个人选择以作出集体决策的难度也较小。随着投资规模的扩大，参与投资形成的储蓄者人数也相应增加，这时，单个储蓄者之间的讨价还价变得更加激烈，作出决策的困难加大了。由于每个储蓄者各有一套自己的成本收益计算，因此，要作出一项使每个储蓄者都满意的决策是困难的。

当全社会参与投资形成的潜在储蓄者人数足够大，以至单个储蓄者的退出不影响投资形成时，单个储蓄者此时自己的成本收益计算、自己的选择，已经无法对集体决策的形成发生直接的影响。于是，单个储蓄者成本收益计算就与投资形成这一集体决策的达成发生分离。

金融市场是这样一种制度，在这一制度下，单个储蓄者的成本收益计算与集体决策的达成（即投资形成）这二者分离了。这一分离是金融市场的标志。金融市场是单个储蓄者之间的集体决策赖以形成的一个场所、一种机制。

由于单个储蓄者的成本收益计算与投资形成这一集体决策发生了分离，因此，投资形成就可以脱离单个储蓄者之间的讨价还价，投资形成这一集体决策难题也就在这一分离中获得了解决。

单个储蓄者的成本收益计算与投资形成这一集体决策的分离，并不说明个人选择对于集体决策毫无意义。每个储蓄者的成

本收益计算没有对集体决策的形成发生作用，那么，集体决策的形成就依赖参与决策的全体个人，于是，一致同意规则也就在新的形式下获得了实现。这并不是对个人权利的剥夺，而是个人权利在新形式下的体现。

为了进一步讨论单个储蓄的选择及选择的合成，下面对金融市场作一些具体分析。在下面的分析中，把金融市场分为直接金融市场和中介化（Intermedjated）金融市场。直接金融市场指在这一市场进行的是直接融资，储蓄者直接选择投资者、直接参与投资项目的决定。中介化金融市场则有金融中介机构参与的市场，单个储蓄者不是直接选择投资者，而是间接地选择投资者、间接地参与投资项目这一集体决策的形成。

2. 直接金融市场中的个人选择

股票 对于股票这一金融工具来说，单个储蓄者确实无法影响和改变股票的价格，只能接受。大多数股民的这一权力形同虚设，没有什么意义。因此，最重要的乃是储蓄者在购买与出售股票过程中对于投资者的选择。储蓄者对某投资项目这一集体决策的参与，就体现在储蓄者是否购买、购买多少这一投资的公司股票。那么，个人是如何选择的、他的选择又是基于什么考虑？

对于单个储蓄者来说，他明白，在他购买股票后他的储蓄将被用于何种项目，因此，对于这一投资项目可能对他产生的间接收益和间接成本，他还是比较清楚的，了解有关这方面的信息所要花费的成本相对也就较低。这是直接融资的特点。另一方面，股票能够给储蓄者带来的收益是不确定的，这样，一是增加了储蓄者的风险，二是增加储蓄者了解有关收益前景的信息所要花费的成本。最后，由于储蓄者购买股票成为股东，所以他就或多或少要花费一定的时间和精力参与决策。总之，股票对于储蓄者来

说，可能给他带来高收益，同时也要储蓄者花费较多的成本，冒较大的风险。

公司债券 公司债券也是一种进行直接融资的金融工具，它具有特定的使用方向。通过债券所筹集的资金将如何运用，会产生什么影响，储蓄者心中是比较有数的。由于公司债券给储蓄带来的收益是稳定的，因此，债券的直接收益和间接收益对于储蓄者来说是确定的。

储蓄者一旦购买了某种债券，就是认可了该种债券所要进行的投资，他是经过自己的成本收益计算之后，认为收益大于成本，才会进行购买的。在购买之后，他还要继续进行他自己的成本收益计算，如果他认为继续持有该种股票或债券将减少收益，他就会退出对这一投资的参与。正是单个储蓄者拥有的这一退出权利，才体现并保证了单个储蓄者对于投资形成的最终决定权。

3. 中介化金融市场中的个人选择

在直接金融市场上，由于储蓄者与投资形成还保留着直接对应关系，因此，个人选择仍对投资形成发挥着影响。不同的储蓄者对于储蓄的期限、收益的高低、风险的大小都有不同的要求，而对于投资者来说，满足这些不同的要求以筹集到足够的资金，成本将是昂贵的。因此，对于投资形成这一集体决策的作出来说，直接金融市场还存在着局限和不足。

金融中介机构为解决个人储蓄中的集体决策的困难提供了新途径。中介化金融市场则为投资形成这一集体决策提供了最为完备的场所。

金融中介机构可提供各种存单及金融债券供储蓄者选择。金融中介机构提供的金融工具都具有这样的特点，即储蓄发生与投资形成是分离的，储蓄者不知道他的储蓄将被如何运用，用于何

处，因此，储蓄者不了解参与投资形成的具体决策，储蓄者通过这类金融工具进行储蓄时，所需要了解的信息是最少的，因而直接由储蓄者承担的成本也是最小的，同时，其风险性与其他金融工具相比，也是小的。所以，这类金融工具一直为广大储蓄者所接受。

不过，正因为金融中介机构提供的金融工具造成了储蓄发生与投资形式的最大分离，储蓄者无法把握投资的用途和去向，所以，通过这类金融工具而吸收的储蓄，其运用最有可能背离储蓄者的意愿，对储蓄者造成最大的间接成本。

4. 个人选择的合成

上面简单叙述了单个储蓄者在金融市场中，如何根据自己的成本收益计算，对不同金融工具作出选择。这些个人选择必须得到合成，才能使投资形成，也就是说，要在这些个人选择的基础上作出集体决策。

这一合成问题说到底就是资金的最低规模问题。某一项投资总有一个最低要求的资金规模，达不到这个规模，投资就不能形成。因此，合成问题就是投资者要得到足够数量的单个储蓄者的推选和同意。在直接金融市场上，是由储蓄者直接推选投资者；在中介化金融市场上，则是由金融中介机构代储蓄者推选投资者。

储蓄者就是通过各类金融工具的价格的上下波动，来表达他们的意见，进行他们的选择，作出他们的推选的。单个储蓄者虽不能决定价格水平，但他有退出参与的自由，正是运用他的这一参与权利，他与其他储蓄者最终地、共同地决定着价格，从而决定哪个投资者能够得到推选或继续得到推选。金融工具价格的上下波动实质就是体现了个人储蓄中的集体决策。而个人选择也就是通过价格水平的确定而得到了合成。

三、结 语

本文的重点是试图从理论上解释金融市场存在的根据。西方经济把市场当作一个合理的存在而接受下来，把它当作既定的前提而展开分析。对于他们来说，没有市场是不可思议的。而对于我国来说，市场的重要性才刚刚为人们所认识，搞清楚市场存在的根据应不是一件毫无意义的事情。

本文的整个讨论有一个基本前提，即肯定个人拥有要不要储蓄、储蓄多少的自由和权利。只有在这一前提下，讨论个人储蓄过程的选择、讨论集体决策才有意义。如果个人不拥有这样的权利，那么，集体决策就会依据独裁的规则来作出，市场的建立也就没有必要了。在相当一段时间里，我国金融是一直存在着这样的问题，即银行是否可以不办理个人储蓄存款业务？这个问题现在听起来似乎有点荒唐，可它却揭示了在传统中央计划经济下个人实际上没有选择权利。从理论上分析，在传统体制下，银行确实可以不办个人储蓄，收入、消费一切都由中央计划安排好了，积累多少中央也是完全可以掌握的。但银行又确实要办个人储蓄，不办不行，这说明个人参与集体决策的权利终究是不能被剥夺的。

参 考 文 献

詹姆斯·布坎南：《民主过程中的财政》，中译本，上海三联书店 1991 年版。

P. 金德尔伯格：《西欧金融史》，中译本，中国金融出版社 1991 年版。

饶余庆：《现代货币银行学》，中国社会科学出版社 1983 年版。

罗纳德·麦金农：《经济发展中的货币与资本》，中译本，上海三联书店 1991 年版。

唐寿宁、江宗辉：“变换的经济与经济的变换”，《金融研究》 1985 年第 5 期。

（原载《金融研究》 1993 年第 6 期）

个人投资者权益与金融 管制模式的选择

自 1978 年以来，中国的城乡个人储蓄存款持续超高速增长，与此同时，个人手中持有的除银行存款之外的金融资产也日益增多。个人投资者对于国民经济已是如此重要，因此，如何有效率地配置个人投资者所委托的资源、保护广大个人投资者的权益，可以说是摆在人们面前的头等大事。

在现代市场经济中，为了保护个人投资者的权益，对金融活动实施一定的管制完全是必要的。关键在于，选择什么管制模式最为符合个人投资者的利益。在我国，金融管制与个人投资者的关系似乎还没有引起人们足够的注意。人们在谈到金融管制时，更多的是注意到金融与产业政策、财政的关系，研究更多的是贷款、货币发行量、通货膨胀、财政收支、企业效益等问题。个人投资者在金融管制中占有什么样的位置、管制对个人投资者将发生什么样的影响、个人投资者对管制又能够起到什么样的作用？至今我们对这些关系的认识都还不明确，一般都只是笼统地认为金融管制是符合广大人民群众利益的，从而也将是有益于广大个人投资者的。

当个人投资者的投资渠道单一且其投资额占整个社会投资额的比重相对较小时，对个人投资者作用的不够重视是有理由的。但是，当这两方面都发生了相当变化时，就有必要认真研究个人

投资者的作用了。本文拟对个人投资者的作用与金融管制的关系作些分析。这里的个人投资者指运用其消费后的剩余进行各种投资活动的个人。

在这里之所以突出个人投资者而不是泛泛的提投资者，主要是考虑到在中国机构投资者绝大部分是国有的，因此，从国家与投资者的关系来说，主要应考虑个人投资者与政府的关系。

一、个人投资者的利益与管制的目标

人们在谈到金融管制时，往往认为它是政府代表广大人民群众的利益而进行的。但是，这一说法是如此的模糊，以致不能说明什么问题。我们甚至可以说，代表人民的利益并不等于代表个人投资者的利益，因为个人可能不是投资者。改革开放以前，个人大多数就不是投资者。我们应该进一步了解，个人投资者的利益是什么？金融制度与个人投资者的活动这两者之间存在什么样的关系？管制的要求又是如何提出来的？

1. 个人储蓄的形成与个人投资者利益的协调

人为什么要把他所掌握的资源的一部分用于积累，而不全部消费掉，他的动机是什么？这是一个看似简单但却一直引起争论的问题，西方学者把这个问题看做是“储蓄之谜”。只有首先搞清楚个人储蓄的动机，才能确定管制的目标。因为，管制的最终目的应该是维护并促进个人利益的。

个人投资者成千上万，他们各自都有着不同的储蓄动机。对这些储蓄动机一一加以分析，是不可能的，恐怕也是不必要的。我们这里所要注意的是，具有不同储蓄动机的个人投资者是如何结合起来的，也就是说，个人储蓄在形成过程中首先存在着一个合成问题。因为，所谓储蓄，是一种对原生产方式和生活方式的

变化起作用的节余，而不是仅仅维持简单再生产的储存。生产方式和生活方式的变化，都是社会地发生的，只能在行为主体（单位或个人）之间发生接触、发生交易的基础上产生。通过行为主体之间的互动，才可能产生新的思路。新思路的产生就造成了人们对原来产品消费的减少，导致了原来活动的缩减，于是，储蓄发生了，投资开始形成，新的思路也就得到实施。储蓄发生与投资形成的这一关系表明，在个人储蓄发生过程中，存在着一个集体决策问题。只有在若干个人能够就资金的使用达成决策之后，个人储蓄才能发生、投资才能形成。因此，集体决策能否达成，对于储蓄的发生是至关重要的。

具有不同储蓄动机的个人投资者在参与投资形成这一集体决策过程中，他们之间当然要根据各自的利益进行讨价还价。个人投资者要按照自己的成本—收益计算提出有利于自己的投资方案，最终的投资决策就是在协调各个投资者利益的基础上产生的。对于个人投资者来说，投资回报率的高低只是说明他从投资中得到的直接收益的大小。某一项投资还可能给个人带来间接的影响，如，在个人投资者住所附近开设一家娱乐中心或一家钢铁厂，个人就会从中受益或从中受损。这种间接影响当然要使个人投资者的成本—收益计算发生变化，只是在现代投资活动中，这一关系变得如此模糊，个人投资者实际上无法确定他所参与的投资将对他发生什么样的影响。不过，随着人们对环境、生活质量等问题的日益关心，这一关系将发生更多的作用。投资项目对于个人投资者所要发生的成本包括：一是他参与投资这一集体决策要发生的费用，上银行存款、购买股票、债券等都要占用他的时间和精力；二是他了解关于该项投资的全部影响的信息所花费的成本。风险意识体现了个人在进行成本—收益计算后所作出的判断，实际上也是个人投资者利益的体现。不同的风险意识代表着个人投资者的不同利益。根据个人投资者的不同风险意识而提供

不同的金融工具，就是对个人投资者不同利益的协调。个人投资者为了达成投资这一集体决策，他们之间要形成各种协议，并制定相应的规则，于是，就形成了种种金融制度。金融制度是个人投资者选择的结果，是经过个人投资者之间的集体决策而确定的。在各种金融制度下形成的投资，就是个人投资者之间依据相应的制度规则而达成的投资协议。因此，金融管制就是个人投资者之间经过协议而制定的各种金融制度。

2. 金融管制的提出及其目标

如果把金融管制本身看做是个人投资者之间所达成的集体决策,那么,这一决策的做出就是个人(包括投资者和潜在投资者)之间利益协调的结果。要不要进行管制，如何管制？管制的目标又是什么？不同的个人对这些问题会有不同的看法。首先，由于金融管制涉及到整个社会资金的运用，因此，潜在的个人投资者也要参与对管制的选择。潜在的个人投资者与现实的个人投资者之间必然有利益不一致之处，他们对于管制的看法也不会是一样的。在个人投资者中间，又会形成不同的利益集团，如大投资者与中小投资者，长期投资者与短期投资者、投资额相当的投资者之间又可分为持不同种类金融工具的投资者。如果就金融管制分别征询持股者与储蓄存款者的看法，那么，将会听到相当不同的声音。

不同的个人投资者有不同的利益，对管制有不同的看法，他们如何就金融管制达成集体决策呢？这里提出了一个问题，即要求进行金融管制的显示机制是什么，这种要求是怎么提出来的，个人投资者的不同要求又是如何协调的？尽管个人投资者之间有各种各样的利益，但有几个原则应是基本的。第一，安全。对于个人投资者来说，他能够承受并愿意承受的风险总是有一定限度，超过这个限度，整个国家就会发生动荡。金融管制的提出，往往是与这一指标紧密联系在一起。我国十多年来的几次调

控，都相应地对个人投资者采取某些保护措施，如保值储蓄、提高储蓄存款利率、严禁乱集资等。这也说明个人投资者对管制拥有最终的选择权。第二，平等。个人投资者应该平等地参与交易、参与投资。权钱交易和内幕交易都是对平等原则的极大破坏。在此次金融调控中，也出台了维护平等原则的若干法规。第三，发展。个人投资者放弃本期消费而储蓄，总是希望能使自己的生活会发生点变化，如果满足不了这个要求，那么，个人投资者将逐渐退出。一位银行家曾说：“证券市场如同一个戏院，台上的演员是上市公司，入场的观众则是投资者。观众到戏院最主要的是要看演出是否精彩、有没有优秀的演员。”

二、个人投资者的预期与金融管制的时限

关于预期问题，已有许多论述。笔者在这里只是想从个人投资者参与投资形成这一集体决策的角度谈谈与预期有关的问题。

1. 个人参与选择的程度与预期的形成

只有当个人投资者能够真正参与投资形成这一集体决策时，个人的预期才有意义，个人投资者也才会真正形成预期。当投资渠道单一时，个人投资者实际上别无选择，预测该项投资对他可能产生的影响，实际上并没有什么意义。在改革开放前，个人消费后的节余只能存到银行，当时，储蓄存款利率的高低对个人投资者的影响是很小的，个人投资者对利率的预期几乎是不存在的。这种情况也说明当时的个人实际上没有参与投资形成这一集体决策。可以说，没有参与就没有预期。

另外，个人投资者参与选择的程度与金融管制的力度也是紧密相关的。当个人投资者几乎不参与投资形成时，金融管制是简单而有力的，随着个人投资者参与程度的提高，管制的难度就会