

Criterion for Judging Effectiveness of Supervision in Capital Market

Renjie Huang, Xuguang Hao

Institute of International Economy, University of International Business and Economy, Beijing
Email: renjiehuang@sina.com

Received: Nov. 5th, 2013; revised: Nov. 11th, 2013; accepted: Nov. 25th, 2013

Copyright © 2013 Renjie Huang, Xuguang Hao. This is an open access article distributed under the Creative Commons Attribution License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

Abstract: This paper puts forwards a beforehand criterion for judging the effectiveness of supervision in capital market, which makes use of agency by agreement model and concept of encouragement and consistent measurement. Based on this criterion, this paper holds that the higher the encouragement and consistent measurement, the more effective the supervisory policy. An analysis on beforehand criterion for judging has been made in this paper. This analysis shows that if we lay down an effective supervisory policy, we must reform the system of encouragements and penalties to the investment institutions, impel them to do something which benefits the investors and development of the market, and make speculation declined steadily in Chinese stock market. This paper not only makes an assessment by variation in super-profit, but also makes an overall assessment of the supervision policy in capital market through the estimation of fluctuating rate in the market around the exercising supervisory policy, and holds that we must reduce the ratio of fluctuation. This is a goal of the supervisory policy.

Keywords: Effectiveness of Supervision; Encouragement and Consistent Measurement; Ratio of Fluctuation in Stock Market

资本市场监管有效性的判断标准

黄人杰, 郝旭光

对外经济贸易大学国际经济研究院, 北京
Email: renjiehuang@sina.com

收稿日期: 2013年11月5日; 修回日期: 2013年11月11日; 录用日期: 2013年11月25日

摘要: 本文提出了利用委托-代理模型和激励相容度的概念来判别一个监管政策的好坏的事前标准。基于这一标准, 本文认为激励相容度越高则监管政策越有效。对我国监管政策有效性的事前判断的简化分析表明, 在我国证券监管中, 要制定一个有效的监管政策, 首先要改变目前我国监管政策中对券商和投资者行为的不合理惩罚和激励制度, 建立有助于促进券商和投资者选择有利于投资者的长远利益和市场的长远发展的行动, 不断减少我国证券市场中的投机行为。为了更为全面地评价监管政策, 本文不仅通过政策实施前后市场超额收益变化来判断, 还通过对政策实施前后市场波动率的判断, 主张降低股市波动率是我国监管政策的主要目标之一, 并对政策实施前后的股市波动率进行了评价。

关键词: 监管有效性; 激励相容度; 股市波动率

1. 引言

从我国证券场所暴露出的问题来看, 我国监管

政策有效性程度不高, 而且如何在政策执行前给出一个监管政策有效与否的量化标准是比较困难的。目

前,我国证券市场上有政策下有对策的现象极其普遍,政策制定者的本意与市场的反应往往南辕北辙,所制定的一些政策原本是要解决一些现存的问题,结果却是旧的问题尚未解决,反而又引起了一些新的矛盾。而且,市场上的主要参与者上市公司和券商造假、欺诈、违规等缺乏诚信的行为极为普遍。这些事件使我们有理相信证券监管机构所制定的相关监管政策不能激励证券市场上的主要参与者们积极遵守;或者说,相关法规的处置不够严厉,不能有效地约束市场参与者的违规行为。因此,需要研究我国监管政策有效性的事前事后判断标准,以作为判断监管政策有效性的依据。

2. 资本市场监管目标及其有效性

资本市场监管是由监管主体为了实现监管目标而利用各种监管方法、手段对监管对象(被监管者)所采取的一种有意识的和主动的干预和控制活动。监管,作为有目标的管理活动,其目标对监管的重要性是不言而喻的。从监管有效性的含义看,有效性本身与目标有关,有效性指的就是目标实现的程度^[1],由此可见,目标是评价监管是否有效的前提和准则。因此,确立资本市场监管目标,也是提高资本市场监管有效性的重要依据。

中国资本市场监管的根本目标是,矫正市场失灵,促进资本市场机制的正常运行,发挥资本市场的功能;保障资本市场稳定、持续、健康、高效发展,以促进整个国民经济的稳定和发展,维护社会秩序,保证社会安定、和谐和健康发展^[2]。在这里需要强调的是,投资者保护,是要让潜在的投资者进入,而不是静态地注重现有投资者的账面亏损;既要考虑现在投资者的利益,也要重视未来投资者的利益;既要重视未来投资者的声音,也要经得起现有投资者的质疑和指责,但不能以现有投资者的这些质疑和指责为监管决策的依据,而是以其中的理性分析成分作为决策的参考。重视投资者利益的保护,不是说要保证每个投资者在这个市场都稳赚不赔,而是强调其不要受到欺诈和歧视。证券监管目标首先要强调保护投资者,尤其是中小投资者,既要体现出一般经济目标的核心——效率与公平,又要体现出资本市场的特点——确保“公开、公平、公正”,从而降低系统风险。明确

监管目标对于证券监管的实践具有重要的指导意义,而确保公开、透明,降低市场风险,既是保护投资者的有效措施,又是实现公平和效率目标的途径。

结合资本市场监管的特点,监管活动仅仅有效率是不够的,监管者还应关注效果,也就是制定、实施监管政策和措施以便达到监管目标。从实现监管目标的角度来看,资本市场监管有效性可以理解为:监管机构为了实现监管目标,引导市场健康发展,所制定的法规、政策,符合市场运行的规律并能得到切实有效的贯彻执行;在所实施的监管活动和过程中,关注监管者与被监管者的互动作用,强调监管的结果导向,以达到预期的监管目的。由此可见,资本市场监管强调的是目标与结果的一致性和有效性。

判断任何一件事是否正确,任何一项活动是否合理,任何一项工作是否有效,都需要有明确的标准。要提高证券市场监管的有效性,从逻辑上看,首先要确定证券市场监管有效性的评价标准,也就是判别标准。判别标准指的是判别监管有效性的准则,实际上就是判别监管活动和结果是否有效的尺度^[3]。判别监管是否有效,应该从事前与事后两个方面进行判断,监管政策制定前进行事前判断,政策实施后进行效果评价,即事后判断。要提高监管的有效性,需要明确监管的事前与事后标准。

3. 判断监管有效性的事前标准

本文将委托-代理理论应用于证券监管的研究之中,提出了判别一个监管政策效果好坏的事前标准。为给出这一标准,本文提出了激励相容度的概念——激励相容度越高则监管政策就越有效。要研究激励相容度,则首先要了解证券市场各参与者的行为特点。

3.1. 政府主导下证券市场中各参与主体的微观行为分析

证券市场各主体的微观行为是这个市场运行发展的基础,没有微观主体行为分析作为基础,证券市场的监管就是无的放矢^[4],因此要研究证监会、上市公司、券商、基金公司、投资者这些市场中最主要的行为主体如何根据自身的条件、市场运行的特点和其他市场主体的行动来确定各自的行为方式。

3.1.1. 监管者的行为

目前,中国的证券监管当局既是市场的组织者又是裁判员,还是国家管理经济的一个职能部门。多重的身份使得监管部门无论从权力的内容还是行使都有许多新的特点。

证监会,作为政府一方的代表,作为监管者,要制定公司发行证券和证券在市场交易的规则,并制定约束相关公司和参与交易的各方行为规范,同时,在证券业的发展完善过程中,证监会还要不断制定和修正其政策以保证证券市场的正常运营。证监会制定这些规则,规范和政策的目的是要确保证券交易的持续进行,因此它要保护市场参与各方的利益,在我国证券市场中,保护中小投资者的利益更是证监会的重要责任。作为政府代理人,证监会在保护各方的利益不受损害的情况下,它还要力求推动社会利益最大化。因此,其政策要推动证券市场的壮大,要确保证券市场的利益分配的公平性,以鼓励各种投资者的积极参与。

3.1.2. 上市公司的行为

上市公司是证券市场的基础。上世纪 90 年代我国政府为解决国有大中型企业资金不足的问题,借鉴国外发展的经验,建立证券市场,批准一些国有企业上市。在上市之初,相当一部分上市公司只追求从股市融得资金,而获得资金后,相当多的企业没有按规则行事,把大量资金用于非盈利项目,最终导致我国一些上市公司经营不善,并最终影响到我国股市的发展。由于我国相当多的上市公司简单认为上市就是敛取资金,不去追求股东利益最大化,于是,众多上市公司在通过上市获得资金之后纷纷将资金挪做它用,甚至一些资金为某些地方政府所用,最终导致大量上市公司在上市后经营不善甚至倒闭。上市公司的经营不善直接引发人们对我国股市发展问题的担忧。

3.1.3. 中介机构的行爲

券商与基金公司,为上市公司证券的首次公开发行和再融资服务,从中收取佣金和赚取价格差额来获取利润。在我国证券市场中,由于监管不严,证券公司和基金公司的从业人员常常利用他们所拥有的上市公司的非公开信息获取超额收益,甚至于券商之间相互合谋赚取中小投资者的财富。在我国证券市场

中,证券从业人员炒卖股票十分普遍,严重影响我国股市的健康发展。证券从业人员对证券市场的风险意识不强,因为我国券商大都发起于国有企业,他们都深信国家会作为他们的终极保险人,确保证券业的发展。这也是我国部分券商损失惨重但不汲取教训的原因。

3.1.4. 中小投资者的行为

由于缺乏对证券市场的专业分析,中小投资者常常采取跟风策略进行投资。在我国证券市场中,由于上市公司的行为不规范,常常侵害投资者的利益,不能确保投资者获得公平的利润,因此,中小投资者对上市公司极度不信任,其投资行为常常是投机性的。中小投资者常常在牛市时,积极投资股市,在熊市时,纷纷撤资。这加重了我国股市的不稳定性。

3.2. 委托 - 代理模型、“激励相容度”与事前标准

3.2.1. 委托-代理模型

米尔利斯-霍尔姆斯托(Mirrlees-Holmstrom)模型可表示为:

$$\begin{aligned} & \max_{a, s(\pi)} \int v(\pi - s(\pi)) f(\pi, a) d\pi \\ \text{s.t. (IR)} & \int u(s(\pi)) f(\pi, a) d\pi - c(a) \geq \bar{u} \\ \text{(IC)} & \int u(s(\pi)) f(\pi, a) d\pi - c(a) \geq \\ & \int u(s(\pi)) f(\pi, a') d\pi - c(a'), "a' \in A \end{aligned}$$

其中 $v(\cdot)$ 为委托人的效用函数; $u(\cdot)$ 为代理人的效用函数; \bar{u} 为代理人不接受合同时所能获得的最大期望效用; A 为代理人的行动集合; a 和 a' 为 A 中的任意元素; $s(\pi)$ 为激励合同; $f(\cdot, \cdot)$ 为参数化后的分布函数; $c(a)$ 为代理做出行动 a 后的成本。

如果要利用该模型研究证券市场监管,可以把 $v(\cdot)$ 解释为证监会的效用函数,而 $u(\cdot)$ 为券商或者上市公司的效用函数; A 为券商或者上市公司对于监管政策的应对策略集合; $s(\pi)$ 为证监会对券商或者上市公司执行监管政策的奖惩办法。具体应用于某一证券市场时,需要对上述参数和函数($v(\cdot)$, $u(\cdot)$, \bar{u} , $s(\pi)$, A)进行分析和估计。有了各参数和函数的估计值,便可利用参与约束(IR)和激励约束(IC)建立一项判

断监管政策的有效性与其有效性高低的标准。具体方法将在下面介绍。

其次，借助上述委托-代理模型的参与约束和激励相容约束还可以判断一项监管政策的可行性。如果一个政策满足参与约束和激励相容约束条件，则可以预期该政策将是可行的，否则将不可行。

3.2.2. “激励相容度”

在委托-代理框架下给出一个监管是否有效的标准是相当困难的，目前还尚未有这方面的文献。在国内外学者对激励相容的研究中，激励只有“相容”或“不相容”两种相反的状态^[5]。实际上，这是不完整的。本文力图通过对激励相容概念的研究给出一个标准。

激励“相容”运用在监管中，即监管政策所涉及的各个成员(尤其是执行者)的效用最大化目标与该项政策的总体目标保持一致的状态^[6]。显然，这种完全一致的激励相容是一种理想化的状态，在现实中几乎是不可能存在的。因此，需要深化激励相容的研究，可以提出激励相容度的概念来更准确地表达现实中可能存在的状态。它表示的是各个成员的效用最大化目标与政策目标相一致的程度，它反映了激励相容在不同状态程度上的差别。如果按数学习惯表示，激励相容度的取值范围是 $[-1, 1]$ ，取值为1，表示成员目标与政策目标完全一致，即激励相容状态(或者称为“完全的正激励状态”)；取值为-1，则表示成员目标与政策目标完全相反，呈现出对立的状态，可以称为激励互斥状态(或者称为“完全的负激励状态”)；取值为0，则表示成员目标与政策目标的相关性为零，两者并不互斥。一个目标的实现，并不必然导致另外一个目标的实现，两个目标的实现之间并没有任何直接的关系，可以称为激励不相关状态。取值在 $(0, 1)$ 区间时，可以称为不完全的正激励状态，而取值在 $(-1, 0)$ 区间时，可以称为不完全的负激励状态。可以用下图1示表示处于不同的激励状态：

提高监管政策有效的激励相容度，从根本上来说，就是提高政策目标与成员目标一致的程度，而提高激励相容就是提高监管的有效性，因此，可通过建立模型给出一个政策激励相容度的大小来判断一个监管政策有效性的高低。一个政策处于激励互斥时，将很难执行甚至不可执行；一个政策处于完全激励相容时，将会很好的执行；处于中间段的政策将随着激励相容度的提高将会执行得更好。判断激励完全相容或完全互斥相对容易，而判断不完全负激励与不完全正激励这样的中间状态，无论从数学技术还是监管实践的角度来看，都是比较困难的。

3.2.3. 判断监管政策有效的事前标准

在委托-代理模型和“激励相容度”概念的基础上，本文给出判断一项政策有效的事前标准。为便于分析，本文假设委托人(证监会)追求社会财富的公平分配，保护中小投资者利益不受侵害(其具体目标假设可以由一效用函数 $v(\cdot)$ 来代替)；代理人(上市公司或券商)追求其公司市值的最大化(其具体目标假设可以由一效用函数 $u(\cdot)$ 来代替)。因此，本文假设奖惩办法 $s(\pi)$ 是一份按风险分配上市公司或券商利润的合同。

尽管近年来证监会已经加强了对证券监管的力度，但是目前我国已有的相关法规对于券商及其从业人员的惩罚力度非常小，尤其是对证券从业人员违法操作，几乎没有什么惩罚措施，这就导致了目前我国证券从业人员普遍违法操作的现象。因此，在我国证券监管中，对于券商的任何一个行动(或者其从业人员的行动)—— a ，其成本 $c(a)$ 可以非常小，可以近似假设为0。因此，本文的委托-代理模型中起决定作用的因素就只有券商的利润 π (在既定的市场中，券商行动 a 对利润分布的影响是确定的)。这一简化的结果可以解释目前我国证券市场中的券商及其从业人员的短视行为，即仅仅关注证券行业的短期利润，几乎没有人关心投资者的长远利益和市场的长远发展。这些短视行为也加剧了我国证券市场的波动性，使得证

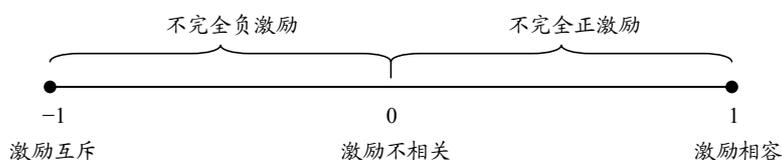


Figure 1. Incentive compatibility degrees and its state (figures on lateral cooperation represents incentive compatibility degrees)
图 1. 激励相容度与激励状态(横坐标的数字代表激励相容度)

监会常常忙于救市和干扰市场的行动中，也给世人留下了政策市的印象。这些都使得人们相信：无论我国证券市场处于多坏的境况，政府总是会出来干预的。这一信念也加剧了券商和国际游资在我国的投机行为，而证监会也似乎总是乐于给世人留下自己救市的“美名”。

我国证监会和政府部门的许多监管政策都是为干预市场而设立的，其政策目标是为了稳定市场，缺乏长期的适用性。这一短期政策目标在短暂稳定市场的同时，也给了券商和国际游资在市场投机的机会，从而加剧了我国市场的投机性，因此，这些监管政策在制定伊始就注定是无效的。这表明，在我国证券监管中，要制定一个有效的监管政策，首先要改变目前我国监管政策中对券商和投资者行动 a 的不合理惩罚和激励制度，建立有助于促进券商和投资者选择有利于投资者的长远利益和市场的长远发展的行动，不断减少我国证券市场中的投机行为。

从激励相容度和监管有效性之间的关系来看，要提高我国证券监管政策的有效性就要提高监管政策的激励相容度。因此，必须改善监管者(委托方)的激励措施和机制，以激励券商和上市公司(代理方)为实现社会利益最大化目标而服务。在制定监管制度、监管政策和实施监管时，应考虑证券市场各方参与者的利益和监管对象的利益；把证券市场作为一个整体，尽可能全面地考虑各项影响因素；力求监管活动前后一致，各项监管制度、政策和活动相互协调；重视各种相关影响因素的一致和协调。总之，在证券监管的实践中，在制定和实施监管制度与政策时，监管者不能忽视激励相容，对参与市场微观主体的行为和政策反应机制应当有足够的认识，应当了解、考虑、重视被监管者，如上市公司、中介机构的利益、运行特点和它们的困难，建立与可能受政策影响的对象进行磋商的程序，从政策制定到出台要开展广泛的咨询和听证工作。

4. 判断监管政策有效性的事后标准

前文从监管政策制定前的角度研究了监管是否有效的事前标准，如何进行事后评价，则应从政策实施后的效果对政策进行事后评价。从已有的事后评价标准来看，主要是通过政策实施前后市场超额收益变

化来判断^[7]，鲜有对政策实施前后市场波动率的判断。为给出更为可信的评价，本文一方面使用这一评价标准，另一方面尝试使用对政策实施前后的股市波动率进行评价，因为降低股市波动率，避免股市的大起大落，是我国市场监管政策的一个主要目标。

4.1. 事件研究与 GARCH 波动率模型

本文使用事件研究法和 GARCH 模型进行实证分析和评价。为此，对事件研究法和 GARCH 模型做如下简要介绍。

4.1.1. 事件研究法(Event Study)

事件研究法通常分为七个步骤进行研究：

- 1) 事件定义，在进行事件案例研究时，我们首先需要确定所要研究的“事件”，并确定事件窗口。
- 2) 选择标准，确定所要研究的受到事件影响的对象。
- 3) 计算正常收益和超额收益(Normal and abnormal returns)。
- 4) 估计。
- 5) 检验。
- 6) 给出实证结果。
- 7) 解释并给出结论。

为方便分析，我们记 T_0 为估计窗口的起始日期， T_1 为估计窗口的终止日期， T_2 为事件窗口的起始日期， T_3 为事件窗口的终止日期。

在计算正常收益和异常收益时，本文将采用常均值模型(Constant-mean-return Model)，计算过程如下：

$$R_t = \mu + \xi_t$$

其中， $E[\xi_t] = 0$ ， $Var[\xi_t] = \sigma_t^2$ ， ξ_t 服从均值为 0 的正态分布， R_t 表示资产组合在时刻 t 的收益率。

那么资产组合在时刻 t 的超额收益率为：

$$AR_t = R_t - \bar{R}$$

其中 $\bar{R} = \frac{1}{L_1} \sum_{t=T_0}^{T_1} R_t$ ， $L_1 = T_1 - T_0 + 1$ 为估计窗口时间长度¹。

资产组合的累积超额收益率为：

$$CAR = \sum_{t=T_2}^{T_3} AR_t$$

¹ 本文实证分析中使用 2003 年 3 月 18 日到 2003 年 11 月 28 日的上证综指收益率数据。

为检验事件的影响,假设事件对资产组合的收益没有影响(即 H_0),则检验统计量为:

$$SCAR = \frac{CAR}{\hat{\sigma}}$$

其中 $\hat{\sigma}$ 为累积超额收益标准差的估计值。

由常均值模型假设,可知 $SCAR$ 服从自由度为 $T_1 - T$ 的 Student-t 分布。

值得指出的是,在本文分析框架下,事件专指证券监管政策。因此,一个事件的发生指的是一项新监管政策的执行。在此意义下,本文认为可以借助事件研究法在事后评价一项监管政策是否有效。本文的判断标准是:如果某一政策执行前后,其所要影响的股票收益朝着预期的方向变化,就可以认为该政策是有效的,否则就是无效的。这一标准对于判断是否存在内幕交易等事件有较好的效果。

同时,由于我国股票市场正处于发展阶段,政府监管股市的一个重要目标是稳定股票市场,以促进股市健康发展。因此,为了全面地评价我国证券监管政策,还应考察我国证券监管政策执行前后股市的波动有无降低。为此,本文通过 GARCH 模型来度量我国监管政策执行前后股市波动率的变化。

4.1.2. GARCH 模型

GARCH 模型是鲍勒斯列夫(Bollerslev)在埃格勒(Engle)的 ARCH 模型的基础上改进而成的,在预测金融资产收益波动性方面获得了广泛应用^[8]。GARCH(p, q)模型可表示如下:

$$p \geq 0, q > 0 \quad \varepsilon_t | \psi_{t-1} \sim N(0, h_t),$$

$$h_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^p \beta_i h_{t-i},$$

其中, $p \geq 0, q > 0, \alpha_0 > 0, \alpha_i \geq 0, i = 1, \dots, q, \beta_i \geq 0, i = 1, \dots, p$ 。

4.2. 实证分析

4.2.1. 事件研究分析

在我国证券市场发展过程中,有多个重要监管政策实施,本文对如下三个与监管有关的事件做出分析:

1) 事件一

为推动我国股市健康发展,2004年2月1日,国

务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》。选择上证综指作为分析对象,本文试图分析2004年2月1日国务院所发文件对于上证综指是否存在显著影响。首先,本文选择事件发生前的一段时间作为估计窗口,给出上证综指的正常收益率。在计算中,本文选择2003年3月18日到2003年11月28日作为估计窗口。而事件窗口选择为2004年1月2日到2004年3月2日。²通过计算得平均收益率 $\bar{R} = -0.03\%$, 累计超额收益率 $CAR = 12.29\%$ 。检验统计量 $SCAR = 12.14$,该值明显大于其95%显著水平下的关键值1.96。

2) 事件二

为了保持市场稳定、保护投资者特别是公众投资者的合法权益,2005年4月29日,证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,并宣布启动股权分置改革试点工作。

本文试图分析2005年4月29日证监会所发文件对于上证综指是否存在显著影响,选择2004年11月18日到2005年3月28日作为估计窗口,事件窗口选择为2005年3月29日到2005年5月30日。通过计算得到:平均收益率 $\bar{R} = -0.13\%$, 累计超额收益率 $CAR = -7.09\%$ 。³检验统计量 $SCAR = -5.964$,该值的绝对值显著大于其95%显著水平下的关键值1.96。

3) 事件三

为完善我国资本市场层次与结构,拓展资本市场深度与广度,并为数量众多的自主创新 and 成长型创业企业提供资本市场服务,以强化资本市场对国民经济发展的支持,2006年5月18日,证监会发布的《首次公开发行股票并上市管理办法》正式实施,“新老划断”全面启动。

本文试图分析2006年5月18日证监会所发文件对于上证综指是否存在显著影响,选择2005年12月18日到2006年4月18日作为估计窗口,事件窗口选择为2006年4月19日至2006年6月19日。通过计算得到平均收益率 $\bar{R} = 0.26\%$, 累计超额收益率 $CAR = 3.27\%$ 。检验统计量 $SCAR = 3.49$,该值明显大于其95%水平下的关键值1.96。

² 本文对事件窗口的选择是为了得出使得我们的检验统计量满足大样本。而估计窗口的选择仅仅是为了获得上证综指的正常收益率,事实上,可以使用更多一点或更少一点的历史数据来获得。

³ 该累计超额收益率为负值,反映了股权分置改革对股市是利空消息。

4.2.2. 波动率估计

对应于上述三个事件的波动率，估计结果如下：

第一，下面是本文使用 GARCH(1,1)模型对 2004 年 2 月 1 日前后上证综指的日波动率计算的结果(见表 1)。

第二，本文使用 GARCH(1,1)模型对 2005 年 4 月 29 日前后两年上证综指的日波动率进行计算(见表 2)。

Table 1. The results of daily volatility in Shanghai Composite Index calculations around February 1, 2004
表 1. 2004 年 2 月 1 日前后上证综指的日波动率计算结果

日期	GARCH 模型估计的波动率	日期	GARCH 模型估计的波动率
2004-1-6	1.436%	2004/2/2	1.424%
2004-1-7	1.384%	2004/2/3	1.471%
2004-1-8	1.349%	2004/2/4	1.470%
2004-1-9	1.354%	2004/2/5	1.519%
2004-1-12	1.379%	2004/2/6	1.463%
2004-1-13	1.457%	2004/2/9	1.420%
2004-1-14	1.402%	2004/2/10	1.417%
2004-1-15	1.385%	2004/2/11	1.374%
2004-1-16	1.335%	2004/2/12	1.336%
2004-1-29	1.308%	2004/2/13	1.304%
2004-1-30	1.343%	2004/2/16	1.260%

Table 2. The results of daily volatility in Shanghai Composite Index calculations around April 29, 2005 for two years
表 2. 2005 年 4 月 29 日前后两年上证综指的日波动率计算结果

日期	GARCH 模型估计的波动率	日期	GARCH 模型估计的波动率
2005-4-14	1.628%	2005-4-29	1.479%
2005-4-15	1.611%	2005-5-9	1.457%
2005-4-18	1.614%	2005-5-10	1.573%
2005-4-19	1.628%	2005-5-11	1.524%
2005-4-20	1.576%	2005-5-12	1.507%
2005-4-21	1.574%	2005-5-13	1.550%
2005-4-22	1.554%	2005-5-16	1.501%
2005-4-25	1.509%	2005-5-17	1.491%
2005-4-26	1.491%	2005-5-18	1.445%
2005-4-27	1.449%	2005-5-19	1.400%
2005-4-28	1.465%	2005-5-20	1.357%

第三，使用 GARCH(1,1)模型对 2006 年 5 月 18 日前后两年上证综指的日波动率进行计算(见表 3)。

5. 结论与建议

5.1. 结论

本文的分析表明：如果仅仅使用事件研究法，容易使人认为我国政府的监管政策是有效的。而事实上，这一结论恰恰表明了我国股市的政策市特征；从本文分析的三次事件发生前后上证综指的日波动率计算结果可以看出，监管政策稳定股市的根本目标并没有实现。就其原因而言，本文认为从根本上我国股市仍然是一个投机市场。要稳定我国股票市场，就必须实行红利分配政策，增加投资者长期持有股票的收益。只有增加了投资者的持有收益，才能从根本上减少我国股市的投机行为，进而从根本上促进我国股票市场健康、持续、稳定的发展。

从上文的计算结果来看，三次事件 SCAR 的绝对值均显著大于其关键值，表明本文假设的三次事件对我国股市没有影响是不成立的。也就是说国务院和证监会的这三项政策对我国股市均有显著影响，且在较大程度上促进了我国股市的增长。从本文关于事件研究标准的介绍中，本文认为：由事件研究标准所得出的结论认定我国政府的监管政策是相对有效的。政策执行前后，我国上证综指收益率有较为显著的变化。

Table 3. The results of daily volatility in Shanghai Composite Index calculations around May 18, 2006 for two years
表 3. 2006 年 5 月 18 日前后两年上证综指的日波动率的计算结果

日期	GARCH 模型估计的波动率	日期	GARCH 模型估计的波动率
2006-4-26	1.167%	2006-5-18	2.011%
2006-4-27	1.169%	2006-5-19	1.950%
2006-4-28	1.137%	2006-5-22	1.987%
2006-5-8	1.171%	2006-5-23	1.922%
2006-5-9	1.497%	2006-5-24	2.063%
2006-5-10	1.549%	2006-5-25	2.011%
2006-5-11	1.513%	2006-5-26	1.943%
2006-5-12	1.477%	2006-5-29	1.905%
2006-5-15	1.774%	2006-5-30	1.911%
2006-5-16	1.956%	2006-5-31	1.849%
2006-5-17	2.076%	2006-6-1	1.812%

然而，正如上文所指出的，我国证券监管政策的目标之一是稳定股市。因此，不能由此断定我国政府的这一政策促进了我国股市的良性发展。事实上，2004年到2006年我国股市再次出现了大幅涨跌。我国政府试图稳定发展股市的政策并没有达到预期的效果。关于这一点，可以从上文关于三次事件前后上证综指的日波动率计算结果看出，在国务院和证监会稳定股市政策实施前后，我国股市波动率仍然较大。其中，在2004年2月1日之前一周内，由GARCH(1,1)所给出的上证综指波动率均在1.3%~1.46%之间，而在2004年2月1日之后一周，上证综指波动率均在1.3%~1.52%之间；在2005年4月29日之前一周内，由GARCH(1,1)所给出的上证综指波动率均在1.44%~1.63%之间，而在2005年4月29日之后一周，上证综指波动率均在1.35%~1.55%之间；在2006年5月18日之前一周内，由GARCH(1,1)所给出的上证综指波动率均在1.13%~2.08%之间，而在2006年5月18日之后一周，上证综指波动率均在1.81%~2.07%之间。就其原因而言，本文认为，从根本上说，我国股市仍然是一个政策市、投机市。本文的实证分析也说明了这一点。

5.2. 建议

监管要遵循市场规律，确定合理的监管目标。证券监管，就是要达到特定目的，而目的来源于监管原因。从现实来看，克服市场的缺陷，弥补和矫正市场失灵，诸如信息不对称，垄断，外部性等，既是证券监管产生的原因，自然也是证券监管的目的。监管的根本和长远目标就是解决市场失灵，促进证券市场机制的正常运行，发挥市场的功能。而证券市场的本原功能，就是资源配置、价格发现、投资和融资。其中，最重要的就是资源配置。因此，监管的根本目的，还在于保证证券市场本原功能的正常发挥。

要规范监管者的定位。监管者应该注意充分发挥促进市场健康发展的功能，把主要精力投入市场的基础建设。例如，各项制度的建设，尤其是促进、加强证券市场的基石——上市公司诚信制度的建设。然而，在监管实践中，监管层却舍本逐末，有着明显的功利性取向，过分关注大盘指数，有着无法摆脱的指数情结。例如，指数大幅下跌时，发社论、出政策、降税率、压供给、救机构；大幅上涨时，则查违规、提税率、增供给。可恰恰正是这些意在稳定市场的措施，

却又成为市场剧烈波动的根源之一。过分关注指数涨跌，监管就不大可能以“三公”原则、防范系统风险和投资者保护为目标，就会不自觉地时常要调控和干预市场，也就不可避免地忽视了政策对市场的促进功能，并由此带来许多弊端。由此可见，监管当局对市场随意进行调控和干预，会影响证券市场的正常发展。为了减少或避免监管者功利性的取向，监管层部门要避免试探性的调控市场，避免对市场行为的过度干预，避免市场对政府的依赖性，使市场完全按其自身规律运行。

当然，在非常时期，比如，汶川地震、暴风雪等，为了避免市场参与者的极度恐慌而非理性抛售从而引发市场的暴跌，影响社会的稳定，可以采取严厉的手段，甚至可以先停市，就像911事件当天美国果断宣布停市那样。但它只能是一种特殊的措施，它只是短期实施的某一次特殊政策的具体目标，而不能成为一种常态。因为指数的涨跌会受到很多因素影响，监管者关注指数，应该关注影响指数的基本因素而不是指数本身，更不能被市场的其他参与者倒逼着被动地维持市场指数的涨跌，更不能让一些大资金“绑架”着实施救市政策。否则，监管当局在监管过程中就缺乏主动权。监管者应该把精力和监管重心放在基本的监管目标，把重心放在优化市场环境以及市场的基础建设，这样，就从制度上保证了市场参与者没有倒逼监管者实施调控指数的政策的预期，一定程度上可以避免市场的暴涨暴跌，维护市场的平稳运行，防范市场的系统风险。

参考文献 (References)

- [1] 陈工孟, 高宁 (2005) 我国证券监管有效性的实证研究. *管理世界*, 7, 57-58.
- [2] 姜洋 (2001) 证券商监管制度研究. 中国金融出版社, 北京.
- [3] 张育军 (2003) 中国证券市场监管能力和监管效率分析. *证券市场导报*, 7, 14-16.
- [4] 林国春, 段文斌 (2006) 行为金融学及博弈论应用. 南开大学出版社, 天津.
- [5] 龙超 (2003) 证券市场监管的经济学分析. 北京经济科学出版社, 北京.
- [6] 项韶明, 王方华 (2004) 政策效应、政策效率与政策市的实证分析. *当代财经*, 3, 21.
- [7] 吴晓晖, 姜彦福 (2006) 我国资本市场新兴治理力量监管有效性的实证分析. *金融研究*, 12, 34-35.
- [8] 谢亦, 张太原, 曾志坚 (2007) 中国股票市场存在流动性溢价吗?——股票市场流动性对预期收益率影响的实证研究. *管理世界*, 11, 42-44.