

投资选择权约束、意见分歧与中国股市风险

王晋斌

刘元春

(中国人民大学农业经济系 100872) (中国人民大学经济学院 100872)

内容提要: 特定的股票总是被市场上特定的投资者群体持有,以反映该投资者群体对投资资产价格的评估意见。投资者意见的分歧会导致股票市场的资产出清价格偏离均值,股票价格趋于均衡的波动幅度也会变大。中国股市上投资者投资选择权的约束加大了投资者的意见分歧。扩大投资者的投资选择权来促进投资者意见分歧程度的缩小能有效降低中国股市的风险。

关键词: 投资选择权 意见分歧 风险

在 2001 年为期不长的国有股减持套现社保资金的实施过程中,中国股市价格也经历了一个大的下跌过程。在同年 10 月 22 日中国证监会宣布停止执行该项政策后,次日深沪两市分别跳空高开 279.96 点和 121.56 点,几乎所有股票涨停。如何看待这一股价波动现象?许多理论工作者和业内人士参与了讨论。争论的焦点集中在两派观点上:一派观点认为国有股定价方式不被市场接受(董辅礪,2001),这个规则本身是不公正的(吴晓求,2001);另一派观点认为中国股市本身存在泡沫,高市盈率和低成长性的公司是不正常的(吴敬链、许小年,2001),股市价格因此需要调整。对于这些争论,我们认为,如果国有股定价不合理,判断价格合理的基础是什么?是不是市场上现有的流通股股价是合理的?降低国有股的价格,无疑会获得市场的支持,但考虑量的问题(2001 年国有股计划减持的数目只占整个市场流通市值的 1%左右),把市场价格下跌的原因归结于这一政策本身很难具有说服力,因为中国股市上过去一直存在的较大波动是否也仅仅是由于某项政策措施造成的?(图 1)。同时,我们也认为上市公司的低成长性和高市盈率是中国股市的一个重要问题,但为什么 ST、PT 股票也在宣布终止实施该方案后出现涨停?这就引出了一个关键问题:中国股市股价形成与波动的机理是什么?对这一问题的回答是判断上述争论合理性与否的前提条件。因此,要对这一问题有更深入地讨论,必须探究中国股市价格的形成与波动机理。

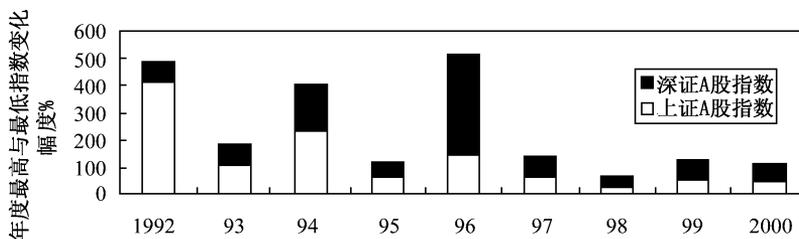


图 1 中国股市年度波动幅度

注:本图根据《中国证券期货统计年鉴》2000 和《中国人民银行统计季报》2001 年第 3 期的数据绘制。

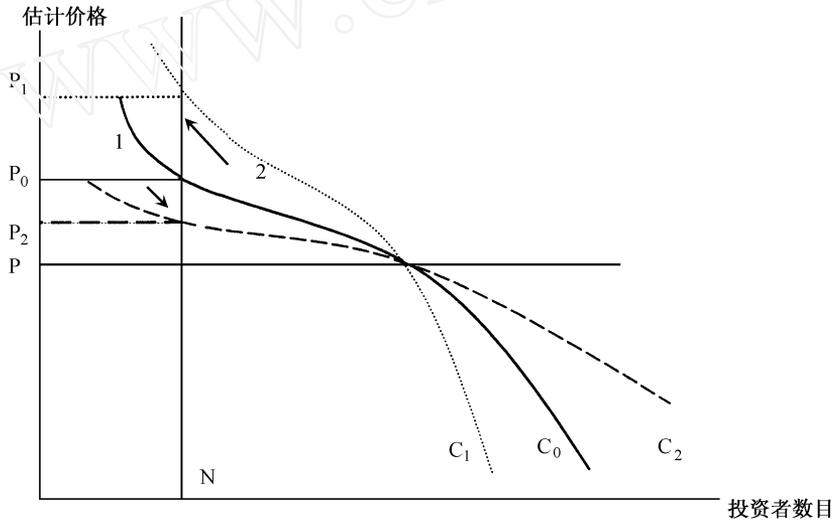
在《财经》2001 年 11 月 5 号的“中国经理调查”中,76.9%的被调查的上市公司总经理认为“原来政策不合理”是停止出售国有股的政策出台的原因。对国有股减持与股价波动的这些争论还可参见《财经》2002 年第 2 期,本文在参考文献中未单独列出。

与此相关的现象是 2000 年上半年 15 支 ST 公司严重亏损,但其股票价格在半年之内却上涨 200%—300%不等。

一、投资者意见与资产价格的形成与波动:一个模型及其说明

在股票市场上,投资者可以对拟投资项目的评估表达不同的意见,以决定项目融资的可能性和成本。因此,股票市场是投资者对拟投资项目表达不同意见的场所,投资者的意见决定了资产价格并影响资产价格的波动。本文在 E. Mill (1977, 2000) 关于不完全市场上投资者意见分歧会影响资产价格的形成与波动的研究基础上,通过引入投资者选择权与投资意见之间的可能关系,来动态解释中国股票市场资产价格形成与波动的特征。

假定在不完全市场上,一家企业发行 N 股股票为一个项目筹资,1 年后清算;假定每个投资者存在资本预算约束,可购买 1 股股票。这家企业的股票被市场上特定的 N 个投资者持有。市场上潜在投资者被分为两类:一类为知情者,一类为不知情者。他们对该项目的价格评估意见存在分歧,下图表示了在投资者不同的意见结构下,投资者对股票价格高于某一确定值评估的累计分布函数,也表示在特定的价格水平下,投资者愿意持有的该企业的股票数目。



图中所表示的累计分布函数即为该股票在市场上的供给与需求曲线。它表明在投资者意见和资产价格之间存在以下几种可能的关系:

1. 如果投资者意见一致,资产价格将是市场潜在投资者的平均估计值,即价格为 P ,这类似于完全市场条件下投资者同质预期的情形。
2. 从静态上看,如果此时市场上投资者意见是图中需求曲线 C_0 ,该项目股票资产的价格将在 P_0 达到均衡;如果投资者意见的分歧更大,需求曲线为 C_1 ,资产价格将在更高的价格 P_1 上出清;如果投资者意见分歧较小,需求曲线为 C_2 ,资产价格将在一个较低的价格 P_2 上出清。
3. 在动态上,假定投资者的意见曲线为 C_0 ,如果股票价格低于 P_0 ,那么会有更多的投资者购

完全市场条件下的 CAPM 模型 (Sharp, 1964; Lintner, 1965) 中的投资者预期是同质的,即由于投资者拥有同质信息,意见不存在分歧。Lintner (1969) 在异质投资者条件下,并假定完全市场和存在卖空限制,如果所有投资者不交易市场上的所有资产,资产价格将反映真实持有该资产的投资者意见的平均评估。Mayshar (1983) 指出 Lintner 并没有意识到持有这种资产投资者特征的差异,因此,其分析实质上是 Keynes and Williams 的边际投资者理论,而一旦意识到投资者特征的差异和市场的不完全性(交易成本),投资者意见分歧对资产价格的形成是重要的。在这些模型中,信息和投资者意见是同一个意思,即同质信息代表了意见一致。Varian (1989) 引入了投资者在接受信息而进行贝叶斯决策的过程中会产生信息的“可信性”问题,区分了信息和意见之间的差异。在他的模型中,投资者意见分歧也会影响资产价格的形成与波动。本文并没有区分信息和意见的差异,我们只是合理地假定在不完全市场上,信息非同质代表了意见不一致。

买,投资者之间的竞价会使价格回到 P_0 ;反之,如果一部分投资者认为股票价格过分高估,会以低些的价格卖出以吸引投资者购买,股票也会回到 P_0 ,市场达到均衡。

4. 在动态上,假定投资者的意见曲线为 C_0 ,并假定投资者意见的需求曲线会变化,资产价格均衡时价格波动的幅度会变大。如果一部分投资者认为股票价格过分高估,会以低些的价格卖出以吸引投资者购买,但随着时间的推移,关于该项目运作的信息会增加投资者对项目价值评估的准确性,此时市场上投资者知情者的比重变大,投资者意见分歧变小,需求曲线假定变为 C_2 ,价格会在 P_2 上出清(低于价格 P_0 ,箭头 1)。但也可能存在这样的情况:如果股票价格低于 P_0 ,且关于该项目的信息变得复杂,此时市场上知情者比重变小,投资者意见分歧变大,需求曲线变为 C_1 ,投资者之间的竞价会使价格在一个更高的价位 P_1 上出清(箭头 2)。

上述分析表明,市场上的特定股票总是被特定的投资者群体持有,投资者意见的分歧会导致资产市场出清价格的变化。投资者意见分歧越大,资产价格将在一个更高的价格上出清;反之,投资者意见一致,此时资产价格反映了所有潜在投资者的平均估计值(均值)。

二、投资者投资选择权与投资者意见

从历史记录来看,中国股票市场是一个高换手率的市场,反映了投资者对于股票价格评估的意见(严格地说是相对意见)分歧一直较大,资产价格也因此会在一个较高的价位上出清。相对于成熟的市场来说,中国股票市场上的投资者面临着许多特殊环境,这些特殊性影响投资者意见分歧的程度。为区别于发达资本市场上投资者面临的投资环境及其投资者意见的分歧状况,本文从投资者的投资选择权角度构造了下述关系来刻画中国股市上投资者意见分歧来源的特征。在技术上,我们把投资者在进行投资时所面临的投资选择权的含义定义为受以下三个条件的影响:1、是否存在投资者合意的备择市场或产品,这直接涉及到市场投资的选择权;2、信息质量的高低直接影响投资者所选择的标的资产的安全性,进而涉及投资选择权的“有效性”;3、标的资产价格形成与波动影响因素的可识别难易程度直接涉及识别成本,影响不同投资群体投资选择的执行。可以用函数关系表示如下:

$$RIC^+ = f(A^+, I^+, C^+) = DOI$$

RIC^+ :投资者投资选择权; A^+ :备择的市场或产品; I^+ :标的资产的信息质量; C^+ :标的资产信息特征识别的难易程度; DOI^- :投资者意见分歧程度。表 1 列举了 4 种(共 8 种)较易识别的投资者投资选择权、投资者意见和资产市场出清价格之间关系。

表 1 投资者投资选择权、投资者意见和资产出清价格关系的可能组合

组合	(A^+, I^+, C^+)	(A^+, I^-, C^-)	(A^-, I^+, C^+)	(A^-, I^-, C^-)
投资者投资选择权	充分,存在较低的交易成本	有投资选择权,但交易成本高	市场选择权约束,可能拥挤	市场选择权有限,交易成本高
投资者意见	分歧小,趋于一致	存在分歧	存在分歧	分歧大
资产出清价格	略高于均值,甚至可能趋于均值	高于均值的幅度较大	市场拥挤,价格高于均值	偏离均值的程度大

注:备择市场或产品充分或较为充分记作 A^+ ,不充分记作 A^- ;标的资产的信息质量高或较高记作 I^+ ,信息质量差记作 I^- ;标的资产信息特征识别容易或较容易记作 C^+ ,信息特征识别难记作 C^- 。 RIC^+ 表示投资者投资选择权充分或较为充分; DOI^- 表示投资者意见分歧程度小。

从表 1 中所描述的投资者投资选择权、投资者意见和资产市场出清价格之间关系来看,对于非常成熟的市场来看,投资者可以在不同市场或产品中作投资选择,信息质量高(或较高),影响标的资产价格形成的因素相对稳定或较为稳定(如公司业务专注、主营业务突出),信息识别的难度也相

对较小,资产价格的形成与波动的幅度不大。但由于交易成本的存在,投资者之间由于交易成本问题(如信息搜集成本的承担)会产生意见上的分歧,但这种意见分歧的程度低。这是组合 I 所描述的极端情形。组合 IV 描述了另一种极端情形:可供投资者选择的市場或产品相当有限,信息失真,影响标的资产价格形成的因素不稳定(如公司业务不专注、主营业务不突出),依据历史信息识别影响资产价格因素的难度也较高,资产出清价格高,波动的幅度大。组合 II 和 III 是中间情形。组合 II 表明,投资者可以在不同的市場或产品上进行投资选择,但由于信息失真,投资者难以对标的资产的确切值(即所有潜在投资者的平均估计值)形成一致的意见,加上交易成本较高,资产均衡价格代表了一个较高的市場出清价格。投资组合 III 表明投资者在不同的市場或产品之间的投资选择权受到约束,即使信息真实,但由于市場可能拥挤,且存在交易成本,投资者意见也会存在分歧,资产价格也会在一个高于均值的价格上出清。

可见,在不完全市場上,投资者意见的分歧会导致资产价格在一个高于均值的水平上出清。在信息真实、备择市場或产品投资选择权充分的条件下,交易成本的存在会导致投资者之间意见的分歧;如果可供投资者选择的市場或产品很有限,市場会存在拥挤现象,再加上信息失真,影响标的资产价格形成的因素不稳定(如主营业务不突出),资产出清的价格和恢复均衡的波动幅度会更大。如果中国資本市場具备一些导致投资者意见分歧变大的投资环境,中国股市的价格形成会偏离均值(真实值),恢复均衡的波动幅度也会较大。问题是:中国股票市場上投资者投资环境具备哪些导致投资者意见分歧变大的因素?他们是如何形成的?其证据是什么?

三、金融控制、投资选择权约束与中国股市价格的波动

要探讨中国股市价格形成背后的投资者所面临的投資选择权及其意见的分歧,必须深入考察中国的制度背景。为此,我们对上述组合分析作一个区分:意见分歧的共存形态和特殊形态,来突出说明中国股市上投资者面临的投資决策环境特征对投资者意见分歧的影响。

1. 投资者意见分歧的共存形态:交易成本

在不同的现实市場上,交易成本的存在会使投资者的意见产生分歧,如证券交易税和佣金等交易成本会降低信息效率,导致投资者意见分歧的变大。投资者群体特征的差异,如投资者自身的知识存量和资金存量的差异会导致投资者意见的分歧。即使市場信息质量较高(一阶共同知识),但由于投资者自身的人力資本问题,对于处理信息而得到的关于资产的分析结果(二阶共同知识)也会存在差异;同样,受制于資本存量(投資规模),如果投资者意识到自身搜集信息的成本过高,信息就不能有效传递给投资者,投资者意见也会产生分歧。在信息失真的情况下(任何市場都存在不同程度的信息失真),关于标的资产的评估失去了客观的基础,这种意见分歧的极端情形会导致参与交易的一种特殊情况:群体之间为交易某种资产而获得收益,“博傻”行为会出现,甚至变成一种普遍现象,资产价格完全偏离投资者基于资产真实信息评估的价值(均值)。同时,信息失真情况下的投資评估会造成资产价格更大的波动。在股票市場上,我们可以看到这样的现象:如果企业业绩不能够支持现实投资者意见分歧状况下的股票价格,或某些内部信息的披露,促进了投資重新评估自己的投資意见,那么,由于原有的意见分歧是在缺乏客观基础之上的分歧,此时投资者意见会在很短的时间内就明确的信息达成一致,股票价格会有一个较大幅度的下跌。

K. Habermeier and A. Kirilento (2001) 的研究表明,证券交易税通过降低證券市場的价格发现功能、波动性和流动性来降低市場的信息效率。

信息失真是我国股市的一个重大问题,“郑百文”、“琼民源”和“银广夏”等案例体现了这一点。《财经》2001年9月号“我国經理調查”在“您认为我国类似“银广夏”的上市公司还存在多少”一项中,回答不超过100家的占被調查者的42.9%,认为还有200至500家的占被調查者的57.1%。

2. 投资者意见分歧的特殊形态 : 风险释放与“租金”的双目标约束了备择投资

一般来说,不论社会文化背景如何,一个社会中总存在不同风险偏好的投资者。只有投资者的风险偏好差异在金融市场上显现出来,投资者对资产评估的真实意见才能在资产价格变化中得到体现,这要求市场上必须有相应的金融产品和机构来供投资者选择。在这个意义上,金融系统的核心功能在于实现投资者—风险的应对,不同投资意愿的投资者可以找到符合自己投资意愿的金融制度安排,并逐步形成自己特有的投资群体,金融制度由此而演变(唐寿宁、王晋斌,2001)。中国的金融改革采取了不同于传统金融与经济发展理论(麦金农,1973;赫尔曼和斯蒂格里茨,1996)所强调的通过银行利率管制或信贷配给来获取租金的改革战略。在传统理论所倡导的改革战略下,整个社会的金融风险将通过信贷渠道由银行(国家)全部承担。由于各个部门都与银行打交道,部门之间不存在风险转移途径;个人(居民)只是被动地储蓄资产,不参与风险交易,所获得的收益只是被抑制的低利率;对企业来说,这种一致性的低利率成本不能激励企业节约成本、改进财务状况和提高市场竞争力。结果,尽管在一段时期内国家或机构(企业)能够获取一定的租金,但整个社会管理风险和化解风险的能力得不到培育,因此,这些政策是一个单一获取“租金”的单目标政策。对于市场化改革的战略来说,金融抑制或金融约束政策是一种逆市场化政策,存在内在的逻辑冲突。中国的金融改革采取通过股票及其他证券市场而不仅仅是银行来获取改革资源的“租金置换”战略,股票市场由此成为风险社会化的途径。金融市场改革的目标函数变为双目标:既获取租金,又要释放改革过程中出现的风险,而这要求通过特定的市场——股票市场来达到。但这种金融控制政策也会造成金融资产的结构变化可能跟不上投资者管理风险的需要,因为它不能满足一些市场化的主体基于自身管理风险的要求来创新金融制度,这意味着金融控制政策下的投资组合和投资者期望的投资组合之间存在差异。由于产品市场性的不平衡,某些投资者即使想退出股票市场,但受机会成本的约束,难以找到合意的备择市场,其退出市场的投资意见也难以反映为资产价格的下跌。投资者会滞留在股票市场上,市场因此可能存在拥挤,特别在社会可支配资金较为充裕的情形下,存在这种情况就变成一种能够观察到的实情。因此,备择市场或产品限制使一部分持不同意见的投资者退出市场的机会成本较高,影响了投资者意见分歧的缩小。

3. 投资者意见分歧的特殊形态 : “时滞”与投资者意见分歧

市场化改革的过程是政府职能和市场权力的重新界定、政府和市场之间摩擦和协调的过程。市场发育、成长和政府在某些领域的退出构成了这一过程的两个方面。但在这个过程中,某些本应通过市场来完成的制度安排还不能通过市场本身来完成,即市场本身还不能及时来完成原来由政府承担的职能,这意味着在这两者之间存在一个时滞。这个“时滞”对投资者评估资产价格意见的含义是:一旦政策允许某种市场化的金融创新,投资者的意见就会代表原有管理部门的意见,投资者意见和原有的管理者意见之间存在分歧,由于原有的意见不是市场投资者的意见,而且随着时间的推移其参考价值会有一个较快的下降,投资者需要一个过程去适应这个市场的评估过程,投资者意见的分歧也会使资产价格会出现一个较大的波动。因此,每一次股票市场上较为重要的行政规则的市场化都会带来股票价格的较大波动。

四、影响投资者投资选择权的一些相关证据

中国股市的信息失真问题甚为严重,交易成本较高,信息搜集的成本难以得到补偿,这严重约束了投资者评估资产价格的依据,投资者意见的分歧由此产生,高换手率便是佐证。此外,从历史

在本文中,我们正式把中国的金融控制政策以获得租金的方式与传统理论所倡导的政策区分开来,称之为“租金置换”,即通过股权市场,而不仅仅是通过银行获取租金。

上看,中国股市上的股票发行和上市公司本身也存在不利于缩小投资者意见分歧的证据,主要体现在:2000年以前的股票发行的审批制度除了造成股票一、二级市场的价差外,还导致了企业资本结构的“外生性”,这意味着中国上市公司的资本结构使得企业不是根据未来产品市场上的现金流量来考虑筹资成本。市场成本的“一致性”不利于市场投资者甄别企业的真实优劣。一旦其股票进入市场交易,投资者的意见替代了审批部门的意见,投资者意见分歧的存在会导致价格有一个较大的波动。上市公司本身业务不够专注,没有充分突出企业特征。主业不主,而其他收益对利润构成贡献度很大(蒋义宏,魏刚,2001),增加了投资者预测其未来收益稳定来源的难度,投资者意见的分歧会相对变大。在公司治理结构上,小股东的意见难以得到表达,小股东没有激励去仔细搜集企业信息并长期持有一家企业的股票。在一个以小股东为主的市场上,这会极大地降低信息搜集、传递的效率。上市公司不分红或分红低,使投资者通过红利这一测算股票价格的重要依据变得没有意义。在股票评价基本公式失去作用的情况下,股票价格的评估也就失去了客观基础,投资者意见分歧会增大。研究表明,上市公司中不分配股利的公司比例在1994年是9.28%,到了1998年这一比例上升到58.44%(吕长江等,1999)。另一证据显示了同样的情形:1995年中国上市公司现金分红比率为2.7%,到2000年只有0.83%(许小年,2001)。资本市场上的并购更关注“壳”资源的融资功能,没有强调业务的关联性和专注性,过分强调通过资本运作来快速扩张和套现,结果并购后,公司的核心能力并没有得到相应的提高,投资者预测公司未来稳定收益来源的依据特征并没有变得清晰,意见分歧并不能缩小,甚至会加大。

上述行为或现象,不利于显示上市公司的某些特质,增加了投资者分析企业特征差异的难度,投资者评价资产价格的不确定性加大,意见分歧增大,中国股票市场上的股票也因此会偏离真实值并存在较大的波动幅度。

六、缩小中国股市投资者意见分歧的若干思考

资本市场上有限的市场或产品增加了投资者退出股票市场的机会成本,较为严重的信息失真程度和股票价格评估依据的脆弱性,这些因素约束了投资者的投资选择权,加大了投资者对标的资产价格评估意见的分歧,股票价格由此呈现出脱离基本面并表现出较大波动幅度的特征。股市历史收益的记忆和银行利率之间明显的资本成本差异又推动了可支配资金以各种方式流入股市,在股票市场上的信息成本得不到补偿时,过多的资金为取得预期的投资收益会加大投资者意见的分歧。在信息失真的情况下,投资者外在的教育并不能有效阻止股市上投资者意见分歧的变大。

本文的分析也表明了中国股市较大的波动是渐进改革逻辑所要求的改革过程的结果,而不是仅仅取决于某一项改革政策。在这个过程中,投资者的意见分歧程度会随着市场化进程的推进,投资者投资选择权的扩大逐步缩小。以下改造资本市场投资结构措施的顺序和效果值得考虑:

1. 如何快速培育起市场长期收益的预期来帮助投资者缩小在投资预期收益差别上的意见分歧。东南亚金融危机和发达国家资本市场创新的路径表明,企业中、长期债券市场的培育和发展对投资者树立良好的市场收益预期具有重要作用,因为它提供了长期市场收益基准,并提供给投资者跨市场投资的选择权。通过实行国债承销一级自营商制度,中国目前已培育起良好的国债市

王晋斌(1997)论证了审批决定的市盈率是造成新股申购产生超额报酬的主要原因。审批制下的新股申购高回报也激励了投资者热衷于申购,而不是去仔细搜集有关企业发展前景的信息。

Xiaonian Xu and Yan Wang(1997)对中国上市公司董事会结构的研究表明,小股东在董事会中的人员数目远低于其持有股份比例应具有的数量。

R. J. Herring and N. Chatusripitak(2000)论述了企业债券市场的发展对投资者配置金融资产的重要性;D. M. Yoshitomi and D. S. Shirai(2001)论述了企业债券市场对改造东南亚金融市场投资者行为的重要性。

场利率,可考虑在此基础上构建企业债券利率的市场化,但对于何种企业应该首先进入债券市场需要探讨。

2. 从现阶段共同基金行为的历史记录来看,共同基金可能不是一种中国目前投资者所合意的投资形式。经验研究表明,合约性储蓄机构(人寿保险、养老基金等)持有资产的特性能够有效促进资本市场的健康发展(M. Catalan, et. al, 2000)。这类机构持有的资产特性能够满足特定群体的投资要求,会对特定资产的风险收益(如高信誉债券)形成较为稳定的投资意见,而这类机构在目前中国股市发展中的作用并未体现出来。因此,应考虑如何加快让这类机构来参与资本市场投资结构的形成。

3. 对于国有股和法人股的转让,特别是涉及到上市公司之间的并购,要强调业务的关联性,不应过分强调通过资本运作来推动企业规模的快速增长,因为主营业务(专注性或核心竞争力)越不突出,投资者评估该企业股票价格的难度越大,投资者意见分歧也越大。而且,从产业资源整合的角度来看,在日趋激烈的市场竞争环境压力下,我们很难指望通过多元化去培育竞争优势,获得长期稳定的收益。

4. 如何进一步强化投资者的教育工作。投资者教育是纠正投资者认知偏差和意见分歧的重要手段。2000 年监管机构明确提出了这一问题,但应研究具体实施的效果,是由监管者实施,还是由中介机构实施,还是共同实施?如何分担投资者教育的成本?如何评估?等等。只有这些具体问题解决了,投资者教育才会起到应有的缩小投资者意见分歧的作用。

参考文献

- 蒋义宏、魏刚,2001:《中国上市公司会计与财务问题研究》,东北财经大学出版社。
- 罗纳德·I. 麦金农,1997:《经济市场化的秩序——向市场经济过渡时期的金融控制》,中译本,上海三联书店。
- 唐寿宁、王晋斌,2002:《投资者选择与金融系统演变》,载《金融系统演变考》,《奥尔多投资评论》第 1 卷第 2 辑,中国财政经济出版社。
- 托马斯·赫尔曼、凯文·穆尔多克、约瑟夫·斯蒂格利茨,1998:《金融约束:一个新的分析框架》,载青木昌彦等主编《政府在东亚经济发展中的作用》,中译本,pp183—236,中国经济出版社。
- 王晋斌,2000:《金融控制、风险化解与经济增长》,《经济研究》,第 4 期。
- ,2001:《中国资本市场的改革与发展:一种政治经济学的观点》,《中国人民大学学报》第 4 期。
- 许小年,2001:《股市调整拉开序幕》,《财经》10 月号。
- Edwards M. Miller, 1977, "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion", *The Journal of Finance*, vol XXXII, pp1151—68.
- ,2000, "Equilibrium with divergence of opinion", *Reviews of Financial Economics* 9, pp27—41.
- Mario Catalan, Gregorio Impavido and Alberto R. Musalem, 2000, "Contractual Savings or Stock Markets Development: Which Leads?", *The World Bank, Working paper*.
- Dr. Masaru Yoshitomi and Dr. Sayuri, 2001, "Designing a Financial Market Structure in Post-crisis Asia", *ADB Institute Working Paper*.
- Joram Mayshar, 1983, "On Divergence of Opinion and Imperfections in Capital Markets", *American Economic Review*, vol. 73, No. 1.
- Hal R. Varian, 1989, "Difference of Opinion in Capital Markets" in Courtenay C. Stone (ed) *Financial Risk: Theory, Evidence and Implications*, pp3—37, Kluwer Academic Publishers.
- Richard J. Herring and Nathporn Chatusripitak, 2000, "The Case of Missing Market: The Bond Market and Why it Matters for Financial Development", *ADB Institute / Wharton Seminar*.
- Xiaonian Xu and Yan Wang, 1997, "Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies", *WB, Workingpaper*, no. 1794.

(责任编辑:石村)(校对:凌)

Constraint on the Right of Investment Choice , Divergence of Opinion and the Risk of Stock Market in China

Wang Jinbin & Liu Yuanchun
(School of Economics ; Renmin University of China)

Specific investor groups always hold specific stocks to reflect their opinion of investment. Divergence of investor 's opinion can result in the clearing price of market diverting from the average estimate of potential investors , higher volatility thus follows. Constraints on the right of investment choice will aggregate the divergence of investor 's opinion. Expanding the investment choice right of investors to reduce the divergence of investor 's opinion is the efficient way to lower the risk of stock market in China.

Key Words: Constraint ; risk of Stock Market ; Investment group

JEL Classification : G180 ,D810 ,D710

Income Determiners of National Public Servants

Zhao Zichen
(Nanjing Institute of Politics)

This paper demonstrates by analyzing the income of servicemen that the supply of public goods can help increase the overall economic output in proportion to which is the increase of public servants ' income ; the income of public servants is equal to their opportunity cost in private sectors of the economy , and is a balanced income determined indirectly by the market. The basic orientation of national public servants ' pay system reform is to establish a mechanism which will enable the public servants ' income level and growth to keep up with macroeconomic indexes , such as economic growth rate , and to keep balance with the distribution of individual income in the market.

Key Words: Supply of Public Goods ; Public Servants ; The Contribution to Economic Growth by Servicemen ; Income Balance

JEL Classification : D310 ,H410 ,O490 ,J450

A Super-multilateral Issuing-bonds Treaty Model Designed For China

Fang Hongsheng
(School of Economics , Shanghai Financial University)

First , This paper points out two theories that don 't support current bilateral issuing-bonds treaty. Then , it establishes a super-multilateral issuing-bonds treaty model designed for China. Finally , it expounds several policy suggestions that are beneficial to carry out foregoing treaty.

Key Words: Fiscal theory ; Non-Ricardian ; Folk theorem ; Speculative impact

JEL Classification : H630 ,O110