



信毅学术文库

中国证券市场的 金融约束政策效应研究

黄飞鸣 著

复旦大学出版社



信毅学术文库

本书系国家自然科学基金项目“金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究”
(编号: 71263017) 的阶段成果

中国证券市场的 金融约束政策效应研究

黄飞鸣 著



复旦大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场的金融约束政策效应研究/黄飞鸣著. —上海:复旦大学出版社,2015.12
(信毅学术文库)
ISBN 978-7-309-11912-1

I. 中… II. 黄… III. 证券市场-金融政策-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 265879 号

中国证券市场的金融约束政策效应研究

黄飞鸣 著

责任编辑/姜作达 徐惠平

复旦大学出版社有限公司出版发行

上海市国权路 579 号 邮编:200433

网址:fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>

门市零售:86-21-65642857 团体订购:86-21-65118853

外埠邮购:86-21-65109143

江苏凤凰数码印务有限公司

开本 787×960 1/16 印张 14.25 字数 201 千

2015 年 12 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-11912-1/F·2216

定价:29.00 元

如有印装质量问题,请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。

版权所有 侵权必究

总序

Preface

书籍是人类进步的阶梯。通过书面记载,语言、文字、图画能够较为完好地保存下来,可以大量印制和快速传播,大大地方便人类的阅读和学习。当下,国家和社会对创新性知识的巨大需求促成了中国学术出版的新一轮繁荣。学术能力已成为当前高校综合服务水平的重要体现,是学校价值追求和人才培养的关键影响因素。

科学合理的学科专业结构、能够引领学科前沿的师资队伍、作为知识载体和传播媒介的优秀作品,是高校作为学术创新主体必备的三大要素。江西财经大学较为科学合理的学科结构和相对优秀的师资队伍,为学校的学术发展与繁荣奠定了坚实的基础。学校教师中教材、学术专著编撰出版活动活跃。

为加强学术专著出版管理,锤炼教师学术科研能力,江西财经大学与复旦大学出版社经过充分磋商,达成共识,分批次推出高品质专著系列。为此,我们根据江西财经大学“信敏廉毅”的校训精神,将之命名为“信毅学术文库”。前期我们已分批出版了“江西财经大学学术文库”和“江西财经大学博士论文文库”,为打造学术精品,突出江财特色,现将上述两个系列整合汇编为“信毅学术文库”。

本期“信毅学术文库”共选取了9部学术专著予以资助出版。这些学术专著囊括对经济、管理、法律、社会等各方面内容的研究,关注了社会热点论题与有重要研究和参考价值的选题,有一定的学术价值和现实指导意义。专著的作者既有学术领域的资深学者,也有初出茅庐的新聘博士。资深学者学术涵养深厚,且精于写作,他们专著的出版必定能够带来较好的学术影响和社会效益。作为青年学者,优秀博士学术思维活跃,容易提出新的甚至是有突破性的学术观点,从而成为学术研究或学术讨论的焦

点,把他们的学术研究成果编撰成书,其社会效益不言自明。一般而言,国家级课题项目的研究在专业领域具有较强的创新性,必须达到国内甚至国际的领先水准,基于此,我们也吸纳了部分国家级科研课题项目的研究成果。

“信毅学术文库”将分期分批地出版问世,我们将严格质量管理,努力提升学术专著水平,力争将“信毅学术文库”打造成业内有影响的高端品牌。“信毅学术文库”的出版,得到了复旦大学出版社的大力支持,对他们的敬业精神和远见卓识,我感到由衷的钦佩。

王 乔

2014年11月6日

前言

Foreword

中国证券市场经历了 20 多年的快速发展,规模已赶超许多西方发达资本市场,但其成熟度和规范度却远远落后,制约其健康发展的制度性因素已开始暴露,像对投资者利益的侵蚀与保护等深层次矛盾已逐步尖锐。现有文献对中国证券市场的管制政策诟病颇多,但将管制政策提升到金融约束政策层面认识则较为鲜见。

金融是现代经济的核心。金融约束理论是金融发展理论中的一个重要理论。在发展中国家,因金融制度尚未完善,金融市场尚不发达,无法通过市场机制为经济发展提供足够的资金供给,而需一种政府干预的特殊的过渡性制度安排,金融体系借此制度安排为经济发展提供了金融支持。改革至今,中国金融约束现象一直明显存在,如利率管制政策使银行业长期依赖“吃利差”生存。但是,目前对金融约束的研究多集中在其是否有助于金融发展和经济增长。国内学者还增加了对中国适用性的研究,而从金融约束的视角来分析对股票市场运行效率的影响很具开创性。我国证券市场的发展虽然只有短短二十多年时间,但其发展速度和规模却异常惊人,证券市场对经济增长和其他经济变量的影响也越来越大,在宏观经济中的地位不断提高,因此,证券市场的运行效率如何对中国经济发展起至关重要的作用,已逐渐为政策当局所重视。

本书从金融约束政策的视角研究中国的股票市场效应问题,围绕着中国的金融约束政策与股票市场发行流通体制以及股票泡沫之间的关系,以及这种金融约束政策租金对一般投资者利益造成的损害程度有多大这两个研究目的来进行。我在攻读博士期间就对金融约束政策问题开始思考和研究,2011 年年底以“金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究”为题,书写、论证、申请了 2012 年的国家自然科学基金项目,并被

批准立项(立项编号为 71263017);本书合作者陈学识博士是我的同门师弟,在金融约束政策研究方面颇有建树,他于 2013 年 6 月完成博士学位论文“金融约束政策与 A 股市场泡沫”。本书的完成是我和学识师弟多年研究思考的一个小结,也是国家自然科学基金项目“金融约束的居民消费抑制和经济动态效率研究”(71263017)的阶段成果之一。

本书的主要观点有五个方面。一是根据金融约束理论的本质把其分析框架拓展到股票市场,并提出我国股票市场存在两种形式的金融约束政策,即价格型金融约束政策和数量型金融约束政策。二是对金融约束政策的股票泡沫的生成机制进行了深入的探讨:对于价格型金融约束政策,我们分析了利率对股价的直接影响和间接影响机制,并实证检验了利率与估值之间的关系,从而阐明了人为压低利率的金融约束政策必将会产生股票价格泡沫;对于数量型金融约束政策,我们从股市供求关系对股价的影响入手,从理论分析了股票需求曲线倾斜的原因,并使用事件研究法对限售股解禁的效应进行实证分析,结果表明股票需求曲线倾斜这一命题成立,这意味对股票供给数量的控制,必将会使股票供需失衡,进而导致股价高估形成蕴涵政策租金在内股价泡沫。三是金融约束政策支持下的租金形成、转移或在不同利益主体之间的分配对一般投资者利益造成了损害。四是实证分析了中国股权分置改革的金融约束租金效应,认为金融约束政策租金的大小与股改支付对价不合理程度之间存在紧密的联系,政策租金经 IPO 高定价行为与股权分置政策而得以累积,又通过股权分置改革中不合理的对价支付水平而得以释放,并通过测算得到的合理对价率与实际对价率的偏离程度核算出了非流通股股东对流通股股东侵占的政策租金规模,得出股改并没有很好保护中小投资者免受解禁供给冲击的结论。五是股票市场上金融约束政策租金的测算使被掩盖于各种形式的对价支付下的流通股股东利益受侵的事实得以揭露。自 2008 年以来,中国经济的增长率一直是名列前茅,而中国股市却连续多年“熊”冠全球,其根本原因就在于上市公司“融资圈钱”、大股东掠夺中小投资者的政策格局并没有随着中国股权分置改革而从根本上得到改变。“大小限”解禁套现造成的大股东对小股东政策租金掠夺的现象仍然存在,一方面造成广大投资者的财产性收入没有得到增长甚至是减少,另一

方面打击了广大投资者对中国股市的信心。这在一定程度上解释了中国股市多年称“熊”全球的部分原因。

针对中国的金融约束政策所造成的股市效应问题进行研究具有以下三个意义。第一,在金融约束的内涵上增广了资本市场,进一步发展了金融约束理论。第二,股票市场上金融约束政策租金测算所涉及的样本数庞大,为了追求精确,需要通过大量精细的数据排查。所采用的合理对价率的估计方法对股权分置改革中对价合理性的评价具有一定的实际意义。第三,在中国,政府通过金融约束政策为金融机构和国有企业、上市公司创造租金、提高金融市场的效率的同时,一方面侵害了居民的财产性收入,另一方面制约了作为解决就业问题主要渠道的民营经济的发展 and 居民劳动收入的提高,进而抑制了居民消费的能力、影响居民消费水平的增长,从而不利于国民经济增长方式向消费主导型的模式转变。根据经典的经济增长理论,如果实际经济运行偏离了最优增长路径,政府应该通过适当的干预措施,使经济运行重新走上最优的轨道。因此,这就为政府实施适当的金融约束政策提高经济动态效率提供了理论依据。

我们在借鉴前人研究成果的基础上,努力探索,力求创新。对在成书过程中所参考的相关文献资料的作者表示感谢。在写作过程中得到了厦门大学金融系的邱崇明教授悉心指导,得到江西财经大学金融学资深教授胡援成、首席教授吕江林、金融学院院长汪洋教授、副院长刘兴华教授的鼓励和帮助,在此向他们表示感谢;对应俊萍师妹所提供的帮助表示感谢;对我夫人胡源源女士的支持表示感谢;对这几年来关心与支持我的各位师长、领导和挚友亲朋也表示感谢。

对金融约束政策所造成的股市效应问题进行研究尚处于开创性阶段,由于我们的研究水平有限,纰漏之处在所难免,望专家、读者不吝赐教。

本书可供政策当局者决策参考,理论研究者、证券从业者作文献参考,以及对金融政策和证券市场感兴趣的社会各界人士阅读。

黄飞鸣

2014年11月于南昌

目录

Contents

第 1 章 导论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.2 相关概念界定	5
1.3 研究思路、内容结构和研究方法	7
1.4 创新之处和研究不足	11
第 2 章 金融约束与金融泡沫理论文献综述	14
2.1 金融约束理论的文献综述	14
2.2 金融泡沫理论的文献综述	22
第 3 章 金融约束政策理论内涵与政策主张	27
3.1 金融约束的本质内涵及思想基础	27
3.2 金融约束政策租金的创造机制	30
3.3 金融约束政策租金的作用	33
3.4 金融约束论的政策主张与管理	34
第 4 章 金融约束理论框架在中国股票市场上的拓展	38
4.1 中国证券市场的金融约束政策产生的经济背景	38
4.2 中国证券市场的金融约束政策的研究历程	40
4.3 金融约束政策在中国股票市场的表现形式	43

4.4 中国证券市场数量型金融约束政策的主观初衷和客观效应	47
第5章 价格型金融约束政策对股票价格的影响机制	52
5.1 利率与证券市场价格的关系	54
5.2 低利率政策对股票价格的直接影响机制	58
5.3 低利率政策对股票价格的间接影响机制	61
5.4 利率对股票市场估值影响的实证分析	66
第6章 证券市场数量型金融约束政策的泡沫产生机制	70
6.1 中国证券市场数量型金融约束政策设计	70
6.2 数量型金融约束政策对股票价格影响的理论分析 ——基于股票需求曲线形状的讨论	74
6.3 限售股解禁效应与股票需求曲线：一个个案分析	81
6.4 供给冲击的外部性——股票市场需求曲线是水平的吗？	85
第7章 中国证券市场限售股解禁的股价效应分析 ——基于事件研究法	94
7.1 事件研究法与研究假设	94
7.2 对股改限售股解禁的分析	96
7.3 对IPO限售股解禁的分析	111
第8章 金融约束政策下的股市泡沫对投资者利益的损害	126
8.1 股市泡沫的存在与金融约束政策租金的攫取	126
8.2 金融约束政策租金规模的测算方法和指标	129
8.3 股票市场金融约束政策租金的测算结果	141
8.4 泡沫的破灭对投资者利益的冲击	155

第 9 章 中国股权分置改革的金融约束租金效应的实证分析	159
9.1 股权分置对价支付与金融约束租金的关系分析	159
9.2 合理支付对价模型的构建与偏离度分析	160
9.3 数据选择与租金测算	164
9.4 本章研究结语	171
第 10 章 研究的进一步思考与政策建议	173
10.1 基于消费抑制对研究的进一步思考	173
10.2 政策建议	182
参考文献	199

第 1 章

导 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

1999 年《证券法》的颁布实施标志着中国证券市场的法律地位得到确立。随后,一大批相关法律法规、规章及规范性文件和多项改革措施的推行。尤其是 2005 年以来证券市场实行了多项重大政策和改革措施,使中国证券市场进入了逐步规范、快速、创新的发展阶段。截至 2013 年年末,中国沪深两市共有 A 股上市公司 2 489 家,总市值 23.60 万亿元;证券公司 115 家,总资产 2.08 万亿元;证券投资基金管理公司 89 家,公募证券投资基金共计 1 551 只,合格境外投资者(QFII)共计 251 家。但是,在中国证券市场快速发展的同时,因建立初期的整体环境和市场制度设计上的局限,证券市场积累了一些深层次问题和结构性矛盾。这些问题与矛盾在一定程度上制约了市场功能的有效发挥,阻碍了市场的进一步发展。可以说,经历了 20 多年的快速发展,中国证券市场的规模已赶超许多西方发达资本市场,但其成熟度和规范度却远远落后,制约其健康发展的制度性因素已开始暴露,像对投资者利益的侵蚀与保护等深层次矛盾已逐步尖锐。

从全球范围看,市盈率是投资者衡量股票投资价值及投资风险的常用标准之一。尤其在中国股市的现阶段,由于缺乏价值投资的平台,国外

投资者常用的许多评判股市投资价值的标准或模型在我国均不太适用,市盈率由于只考虑股票的价格和收益,在较大程度上代表了股价的相对高低,因此被市场参与各方作为一个标尺而广泛采用。

A股沪市2007年10月估值达到峰值69.64倍,过去十年中,A股沪市平均市盈率波动范围大致为15~70倍,均值为33.3,中值为33.2,中值和均值高度一致。对比S&P 500 P/E Ratio变化指数,标准普尔500指数在1881年以来的PE值波动范围为5~45倍,中值为16倍。从这个意义上比较,符合一个经常性被提及的观点:“A股是一个恒时高估的市场。”其中,A股沪市估值的峰值出现在2007年10月的69.64倍,低值出现在2008年10月的14.09倍。市盈率超过60倍有两次,分别是2001年的3月到4月和2007年的9月到10月份。市盈率跌至15倍左右有三次,分别是2005年的下半年、2008年10月到12月以及最近的2011年8月至今。

从图1-1可以看出,我国大陆股市市盈率大部分年份都处于30~40倍之间,有些年份随着股市泡沫的膨胀增长到了50~60倍,紧接着泡沫破裂后的极度萎缩,市盈率降到了15倍左右。我国大陆股票市场从1995—2009年平均市盈率为33.53倍,标准差为13.19,而国外发达国家和地区市盈率大都为15~20倍,新兴市场国家和地区的市盈率也明显没有我国大陆的高,可见,市盈率偏高,波动幅度大是我国大陆股市一个基本特征。

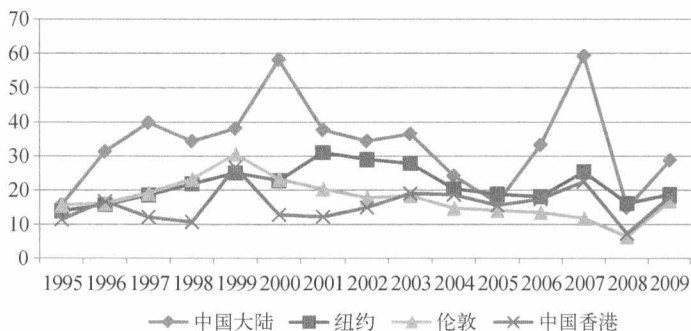


图 1-1 证券市场市盈率的国际比较

数据来源:《中国证券期货统计年鉴》

进一步深入分析可以发现：过去十年中，A 股市盈率变化曲线实际上可以分为三个阶段（图 1-2）。

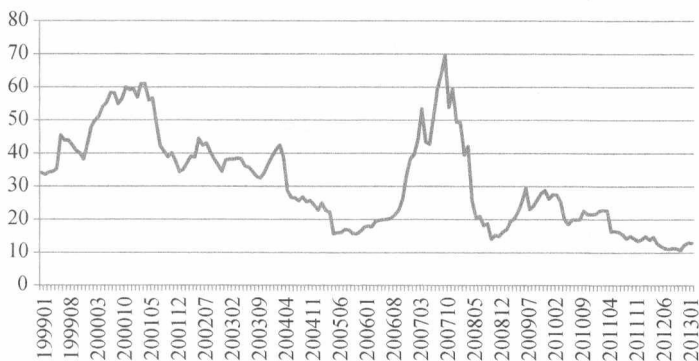


图 1-2 1999 年以来中国股票市场的市盈率（沪市）

数据来源：上海证券交易所

第一个阶段，从 1999 年至 2005 年 4 月股权分置改革正式开始。这一时期，A 股市盈率波动范围实际上在 20~60 倍之间，均值超过 40 倍，沪指在 2001 年铸就了 2 245 点大顶。2001 年 6 月 14 日，国有股减持办法出台，26 日国有股减持公司浮出水面，因恐惧国有股减持，上证指数从 14 日最高 2 245.43 点下跌至 2002 年 1 月 22 日的 1 348.79 点，跌幅 39.93%。2003 年以后，在我国股票市场股权分置改革酝酿、试点和铺开过程中，我国股市经历了很长时间的调整期，沪综指从 2003 年 1 月 1 320 点到 2006 年 3 月的 1 298 点，最大波动基本没有超过 20%。

第二个阶段，从 2005 年 5 月到 2008 年 12 月，A 股经历了其历史上最波澜壮阔的过山车行情，因股改启动，2006 年 4 月开始蓄势上升，一路上涨，到 2007 年 10 月一度达到历史最高点 6 124 点，涨幅达到 124.5%，同样因市场“全面解禁”，在 2007 年铸就了 6 124 点的大顶，后又暴跌至 1 664 点；市盈率则从 15 倍左右上升到接近 70 倍，随后又跌回 15 倍左右。三年半时间，实际上完成了一次轮回。这一时期，A 股的市盈率均值大约为 30 倍。

第三个阶段，从 2009 年开始，A 股市盈率的波动范围已经逐渐向 15~30 倍的区间靠拢，平均市盈率接近 20 倍的水平。A 股估值水平的

持续走低,与 A 股近年来持续不断的扩容和 IPO 抽血密不可分。2001 年的国有股减持、2007 年的中石油等红筹股回归、2008 年的中国平安和浦发银行再融资、中国建筑 120 亿股 IPO 申请过会、中国南车发行上市、“大小非”和“大小限”^①、解禁股洪潮等,无不成为大跌或促成股指加速探底的主要诱因。

从历史的角度来看,2005 年的股权分置改革在 A 股估值变化的曲线图上具备里程碑式的意义,而 2009 年开始的 A 股扩容的意义足与其比肩。

1.1.2 研究意义

金融是现代经济的核心。金融约束理论是金融发展理论中的一个重要理论。在发展中国家,因金融制度尚未完善,金融市场尚不发达,无法通过市场机制为经济发展提供足够的资金供给,而需一种政府干预的特殊的过渡性制度安排,金融体系借此制度安排为经济发展提供了金融支持。改革至今,中国金融约束现象一直明显存在,如利率管制政策使银行业长期依赖“吃利差”生存。但是,目前对金融约束的研究多集中在其是否有助于金融发展和经济增长。国内学者还增加了其对中国适用性的研究,而从金融约束的视角来分析对股票市场的影响较为鲜见。因此,针对中国存在的金融约束政策所造成的股市效应问题进行研究具有以下研究价值:(1) 在金融约束的内涵上增广了资本市场,进一步发展了金融约束理论。(2) 股票市场上金融约束政策租金测算所涉及的样本数庞大,为了

^① 为了准确界定“大小非”和“大小限”这两个概念,先看一下股权分置改革中的“新老划断”界限。所谓新老划断,按照中国证监会在股权分置改革中所给出的定义就是:划定一个时间点,对此时间点后,首次公开发行的股票不再区分上市和暂不流通的股份。新老划断的界限意味着全流通式新股发行的开始。这个时间点是 2006 年 6 月 19 日中工国际挂牌深交所中小板。在 2006 年 6 月 19 日之前所存在的没能上市公开流通的股份,通过股改而陆续上市的可以按历史惯例称为“非流通股”。其中,占总股本 5% 以上的简称为“大非”,5% 以下的为“小非”,两者合并被称为“大小非”。“大非”在股改三年以后方可全流通;“小非”在股改一年后即可全流通。而 2006 年 6 月 19 日之后新上市公司所带来的还未上市公开流通的股份,被普遍称为“流通股限售股票”,简称为“限售股”。其中,发起人持有的股份通常要有三年的锁定期,简称为“大限”;而如果在上市前 12 月内以增资扩股方式认购的股份,锁定期仅为一年,简称为“小限”。“限售股”将在公司上市之后的 1~3 年期间限制出售,过了 1~3 年的限售期,它们将自动解除禁止出售的限制。

追求精确,需要通过大量精细的数据排查。所采用的合理对价率的估计方法对股权分置改革中对价合理性的评价具有一定的实际意义。(3) 在中国,政府通过金融约束政策为金融机构和国有企业、上市公司创造租金、提高金融市场的效率的同时,一方面侵害了居民的财产性收入,另一方面制约了作为解决就业问题主要渠道的民营经济的发展 and 居民劳动收入的提高,进而抑制了居民消费的能力、影响居民消费水平的增长,从而不利于国民经济增长方式向消费主导型的模式转变。根据经典的经济增长理论,如果实际经济运行偏离了最优增长路径,政府应该通过适当的干预措施,使经济运行重新走上最优的轨道。因此,这就为政府实施适当的金融约束政策提高经济动态效率提供了理论依据。

1.2 相关概念界定

1.2.1 股价泡沫的概念

所谓泡沫,是指某种或一系列资产的市场价格偏离其基础价值的一种经济现象,它主要产生于投机性,也可能产生于对基础价值的高估,并通常表现为泡沫的形成、膨胀、破灭或逐渐收缩的运行状态(董贵昕, 2005)。这里所定义的泡沫也就是通常所说的经济泡沫(economic bubble)。王子明(2002)认为:泡沫是一种经济失衡现象,可以定义为某种价格水平相对于经济基础条件决定的理论价格(一般均衡稳定稳态价格)的非平稳性向上偏移,这种偏移的数学期望可以作为泡沫的度量。导致价格泡沫的原因是复杂的,在实际经济活动中,与预期相关联的过度投机行为、幼稚投机者交易行为、规范失灵、诈骗行为和道德风险等都可能成为导致泡沫现象的原因。

一般来说,在投机性泡沫发生时,资产价格往往会出现突然攀升,价格的攀升趋势可能会使市场产生进一步价格上升的预期,并且吸引新的买主,形成自我实现的正反馈过程。当价格泡沫一旦被市场发现,就会产生和原来相反的预期,出现使市场价格回归理性价格的市场力,价格可能迅速而急剧地下降,导致泡沫的破灭。

本书认为,泡沫不仅与过度投机行为、幼稚投机者交易行为、规范失灵、诈骗行为和道德风险有关,还可能和制度因素有关,由制度因素导致的泡沫,其运行规律将取决于制度变迁,这种泡沫是理性的。

所以,本书对股票价格泡沫的定义是:由于制度环境的约束的理性行为或非理性行为,导致投资者对价格预期引起股票资产价格对于其价值的偏离,这种偏离可以分为正负两面,因此股票价格泡沫也相应可以分为正负泡沫。

1.2.2 金融约束的概念

金融约束(financial restraint)理论是在 McKinnon(1973)和 Show(1973)的金融抑制-金融深化论遭遇理论和实践两方面的挑战后,由 Hellmann 等(1996,1997,1998,2000)提出的。他们定义金融约束指的是一组动态的金融政策,如对存、贷款利率加以控制,对金融市场的进入加以限制和对来自资本市场的竞争加以限制等。这些政策旨在在金融部门和生产部门内制造租金,或是旨在提高金融市场的效率,突出了政府在金融发展中的积极作用,有助于金融深化。

传统的金融约束政策主要包括以下三个部分:第一,政府对存贷款利率的控制;第二,限制竞争,包括市场准入限制、限制银行信贷市场、资本市场的竞争等;第三,限制资产替代,即限制居民将正式金融部门中的存款转化为其他资产。它通过利率控制、金融机构准入限制和资产替代限制等政策来诱使金融部门中的经营主体去进行一些在市场中提供不足却有利的金融活动。

金融约束在本质上是指政府通过一系列的金融政策在金融部门和生产部门内创造租金机会,以激励其促进经济增长。根据这一本质特征,在中国,除了在银行存贷款市场上,通过利率管制,为银行提供稳定的存贷利差收入以维护银行经营稳定、为企业提供低成本资金来源以维持生产利润。还存在另外一层的金融约束:在资本市场上,则通过股权分置、大小非进入流通所支付的过低对价、对大小限股票进入全流通的期限锁定和降低再融资的门槛、监管宽容等措施,来降低股票融资成本,并人为地造成股票相对稀缺,使 IPO 得以高溢价发行等政策措施为生产企业创造