

吴敬琏教授作序推荐

集作者二十年观察、积累、思考之大成

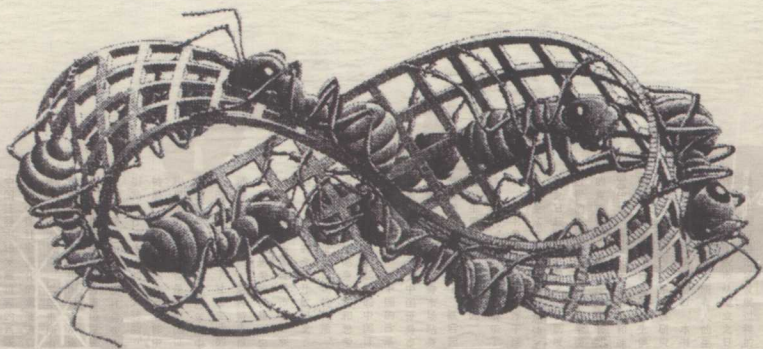
对中国证券市场发展历程全景式的记录和评述

# 闲不住的手

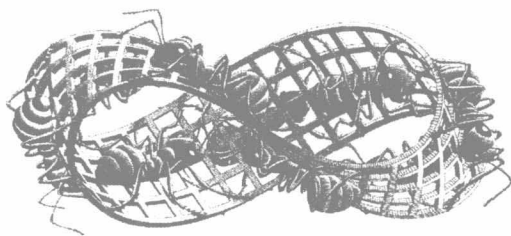
——中国股市体制基因演化史

陆一◎著

在改革开放三十年和证券市场创建将近二十年以后，我们有必要反思整个改革从计划经济体制走向市场经济体制的演变历程，反思政府在这其中表现出的不同角色和言行，反思整个证券市场发展中不同利益主体面对错综复杂的政治因素和经济因素相互缠绕和相互错位的互动博弈过程……



中信出版社  
CHINA CITIC PRESS



# 闲不住的手

——中国股市体制基因演化史

陆一◎著

中信出版社  
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

闲不住的手——中国股市体制基因演化史 / 陆一著. —北京: 中信出版社, 2008. 12

ISBN 978 - 7 - 5086 - 1374 - 1

I. 闲… II. 陆… III. 股票 - 资本市场 - 经济史 - 中国 IV. F832.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 171602 号

闲不住的手——中国股市体制基因演化史

XIANBUZHU DE SHOU——ZHONGGUO GUSHI TIZHI JIYIN YANHUASHI

著 者: 陆 一

策 划 者: 中信出版社策划中心

出 版 者: 中信出版股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 17.5 字 数: 240 千字

版 次: 2008 年 12 月第 1 版 印 次: 2008 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5086 - 1374 - 1/F · 1494

定 价: 42.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

<http://www.publish.citic.com>

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

## 序：管住“闲不住的手”

我们生活在一个风雷激荡的伟大时代，理应有反映这个时代的作品问世。而跟踪观察社会事件、富有敏感性和长于创作“非虚构性文学作品”的亲历者，无疑是这类历史故事最合适的讲述人。陆一君的这本《闲不住的手》，为我们讲述了20年来中国股市演进的全本故事。

我和陆一君认识已经超过20年。当年我的诸多文章在奋力为中国改革鼓与呼的《世界经济导报》上发表。陆一在该报担任要闻部副主任，我们因文字之缘而成为忘年之交。20世纪90年代初，陆一进入上海证交所以后，长期在做《上市公司》杂志的编辑工作，在我们的交往和交流中他就常常和我谈起他在改革开放以来对证券市场发展的诸多观察和感触。这次他把自己亲历而得的观察、思考和研究结果编著成书，并托嘱我为此书作序，我感到非常乐意。

中国的改革开放引发了社会生活的巨大转型，30年来所有人的生活节奏和速度都加快了。许多观察者满足于对这个千变万化的社会匆匆一瞥，难以沉静下心来作长期、深入、认真的观察、思考和研究。而陆一君这一本前后花费20年时间观察、积累、思考所写成的书，显示他尽管不在新闻界，却延承了老一辈新闻工作者的优良传统，完成了一个记者和研究者应该承担的历史和社会责任。

跌宕起伏的中国证券市场是观察30年来中国社会变化的重要窗口，可是对证券市场的发展历史进行系统研究的著作还是屈指可数。世纪之交曾出现过几本就实论虚、有自己的思考的著作。这几年股市再度走热，有认真思考的著作反倒出得少了。陆一的这本《闲不住的手》，是其长期浸淫于证券市场贴身观察和思考的结晶，也是对中国证券市场发展过程的系统性研究，较为全面地揭示了中国证券市场的特质。他把这种特质看做中国股市从建立之日起就与生俱来的“体制基因”。

陆一的研究表明，证券市场从一开始就受到“看得见的手”的管制。从最初的国有企业股份化改革开始，到中国股市的诞生，围绕其中的争议

是中国股市是一个自发形成的市场过程，还是有特殊的政治需要考虑？现代经济学理论较为推崇自发形成的秩序，但在中国的现实发展中经济发展却面临多重约束，而政治上的考虑就是一个重要的约束条件。陆一考证的结果是：1989年成了证券市场的诞生契机，政治考量推动了股市的建立。

中国股市不仅在开市时带有强烈的政府色彩，而且在开市以后也难逃政府之手的多方面干预。证券市场的管理当局明白地宣布：中国是一个社会主义国家，证券市场要为国有企业服务。一些具体的制度安排，例如IPO的额度控制、股权分置等，都与这一目标相适应。这也使得股市一直未能摆脱“政策市”的阴影。1991年1月，深圳市证券市场领导小组为了在股票市场剧烈波动的非常时期平抑股价，决定建立深圳市证券市场调节基金。基金资金主要来源于证券交易时征收的印花税、股票溢价发行收入、基金利息收入和其他收入等。其使用由市财政局、体改委、监察局三家派代表组成调节基金管理小组，负责监督基金的筹集及运用。这是中国证券市场第一次设立的政府干预基金，由此开始了政府主动进场买卖股票、调整市场指数、干预股价起落的先声。

与消费品市场政府的逐渐退出不同，股市上政府退出要缓慢得多。更加值得警惕的是，政府对市场的直接干预造成了广大的寻租环境，使腐败活动得以蔓延。某些有权力背景和本身就执掌权力的官员可以利用这种环境大发横财，并且不会受到法律的惩处。这也就是我在《十年纷纭话股市》的序言中说股市是一个“没有规矩的赌场”的原因所在。

2000年10月，《财经》杂志发表了一篇题为《基金黑幕——关于基金行为的研究报告解析》的文章，引起了巨大反响。我当时在接受中央电视台《经济半小时》采访时指出，《财经》杂志的文章揭示了中国证券市场长期存在的一个公开秘密，即违法违规的内幕交易、操控市场、“对敲拉升”、“造势做局”等活动盛行。对此，可以说从平民百姓到政府高官都是早就心知肚明的。这种活动发展下去的趋势则是权力与资本相结合的“权贵资本主义”。因此必须建立严明的监管规则和法律秩序，做到有法可依，违法必究，制止这种危险的发展趋势。

我同意此书中的基本论点，中国证券市场问题的症结，正在于一些政府机构的那只“看得见的手”老是“闲不住”。正像一些分析腐败寻租活动的经济学著作早就指出的那样，问题的根源在于“闲不住的手”束缚住

了“看不见的手”。而在中国证券市场的创建和发展历史上，在中国的整个改革过程中，市场那只“看不见的手”往往由于政府之手的压制而萎缩。中国改革是从“放权让利”开始起步的，但在改革30年之后，有些政府机关却想以“集权争利”来驾驭市场经济体制。政府之手一直“闲不住”，过多的干预，加上“政大于法”的“潜规则”，使得“看得见的手”不仅“闲不住”，而且也由于法治没有建立而“管不住”。30年改革进行至今，市场经济有了长足的发展。但是，中国会不会因为权力对经济活动干预的强化、寻租活动基础的扩大而走向权贵资本主义的道路，却是摆在我们面前的严峻考验。

2007年我在《呼唤法治的市场经济》一书里引述过现代经济学的一个重要论断：徒市场不足以自行，它的有效运转需要有其他方面的制度，例如宪政下的法治、有利于发展的意识形态等等的支持。市场经济有两个基础，一个是道德基础，另外一个法治基础。改革开放30年，市场经济的这两个基础并没有明显壮大，反而可能有所衰退，尤其是在道德方面。中国股市的问题尽管有制度上的问题，但在道德观念上也有偏颇，而下一步改革的推进，需要建立一个公正法治的市场经济。让市场经济拥有道德和法治两条健康的腿，改革才能大步向前迈进。

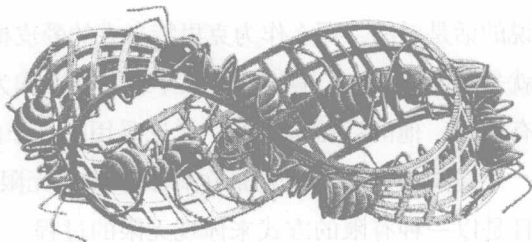


2008年10月31日

## 引论：怪圈、悖论与自我相关

如果把一条长15厘米、宽1厘米的纸条两头顺着粘起来，就成了一个纸圈，如果抓一只蚂蚁放在上面，它永远只能在一个面上走，要么在纸圈的外面，要么在纸圈的里面；但是，如果把这纸条的一端翻个面后和另一端粘起来，那就成了一个拧着的纸圈，这时如果把蚂蚁放在上面，它就可以从里面走到外面，从外面走到里面……

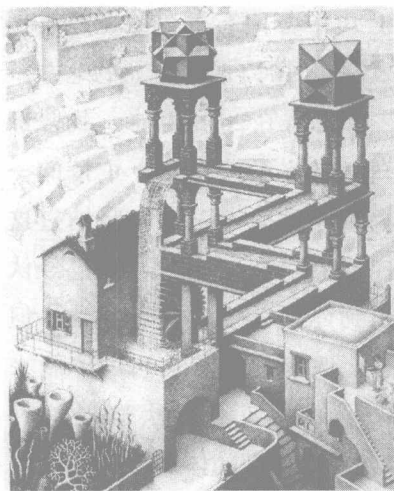
这就是著名的莫比乌斯(Möbius)带(曲面)。那是一个可以打通内外面、具有特殊数学曲面空间分析特质的纸圈。



莫比乌斯带

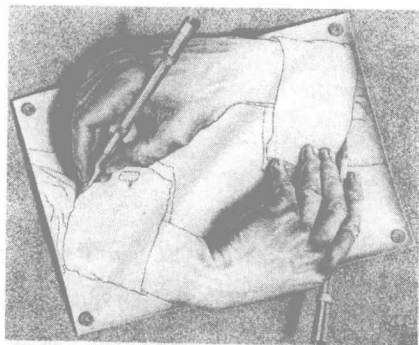
在艺术品中与此相似的是荷兰著名画家艾舍尔(M.C.Escher)所创造的一系列极具智慧的画，其中许多画体现了奇妙的悖论、错觉或者双重的含义，为此他的画得到了许多物理学、化学和数学方面的知音，杨振宁先生所著的《基本粒子发现简史》中就用了艾舍尔的“骑士图”作为插图。

艾舍尔的画往往表现了一些很深刻的思想，怪圈(Strange loop)就是极具代表性的一种。看一下那幅奇怪的版画《瀑布》，在画面的中央，瀑布倾泻而下，水花四起，还推动了水轮。汇集到水池中的水则顺着水渠哗哗地流去，一级一级地下降。突然，水又流到了高处的瀑



瀑布

布口！真是不可思议，可在画面上却表现得明明白白。我们只能把这种周而复始的圈称做怪圈。类似莫比乌斯带的东西在艾舍尔的画中也有，那就是《绘画的手》。而实际上艾舍尔也画过几幅《莫比乌斯带》。



绘画的手

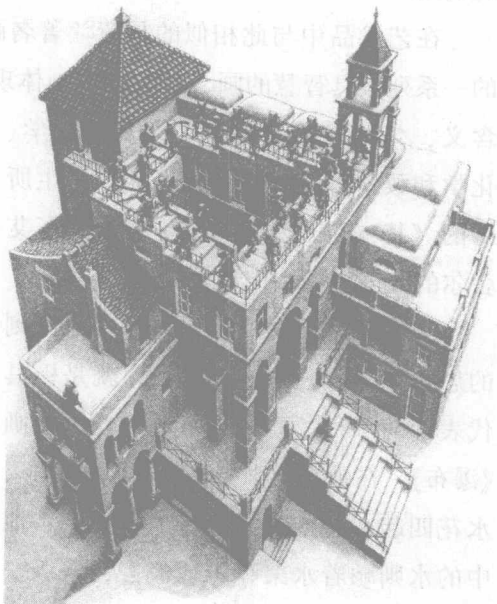
在怪圈中包含着深刻的数学原理。在20世纪，有一个影响深远的重大数学发现，那就是哥德尔（Gödel）定理。哥德尔定理在数学系统中发现了怪圈，这种怪圈可以说是起源于一个古老的逻辑悖论，它在历史上被称为“爱皮梅尼特悖论”（Epimenides paradox）。

爱皮梅尼特是克里特岛人，他说：“所有的克里特岛人都撒谎。”假如他说的话是对的，那么作为克里特岛人的爱皮梅尼特就是在撒谎，那么他的话就是错的；反之，假设他的话不对，那么作为克里特岛人的爱皮梅尼特就没有撒谎，他的话就是对的。无论采用哪一个假设，都无法自圆其说。

怪圈的内在含义就是在有限中包含无限的概念。它不仅是一个圈，而且是以一种有限的方式来体现无限的过程。

可以这么说，所谓怪圈，就是指这样一种现象，我们在某一个等级系统（Hierarchy）中逐步上升（或下降），结果却意外地发现又回到了原来开始的地方。

记得在20多年前，我曾经在《世界经济导报》主持的一场全国性的大讨论中归纳过这样一个悖论：“尽管我们已经认识到体制有毛病，需要改，但怎么改却是由有毛病的体制来决策的。我们无法选择这种‘要在不合理的体制里尽可能作出稍微合理一点的决策，使改



上升与下降



革往前走’的既定现实条件。我们只能在既定的历史条件下作出超越历史的选择。”<sup>①</sup>

这其实就是一种既存在于现实社会生活中，也存在于社会科学领域中的一种可笑而又无奈的怪圈。

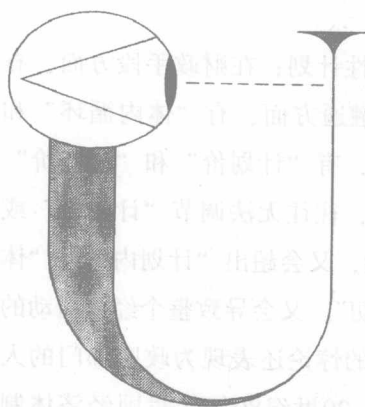
2008年是中国改革开放30周年，再过两年就是中国证券市场建立20周年了。回顾中国改革开放的历史，特别是中国证券市场发生发展的历史所面对的经济和社会改革背景，概括说来就是计划经济体制因素与市场经济体制因素二元并存格局下的经济转型过程。

在计划管理方面，有指令性计划和指导性计划；在财政手段方面，有“预算内”财政和“预算外”财政；在资金融通方面，有“体内循环”和“体外循环”；在产品价格、利率、汇率方面，有“计划价”和“市场价”。当总需求膨胀时，采取计划手段和行政手段，往往无法调节“计划外”或“体制外”的部分；采取经济手段和法律手段，又会超出“计划内”或“体制内”的承受能力；几管齐下，采取“一刀切”，又会导致整个经济活动的窒息。最后，从更深层次看，经济体制层面的悖论还表现为政府部门的人为干预、人为秩序与市场秩序之间的冲突。20世纪80年代我国经济体制改革一再出现的“一放就乱，一乱就收，一收就死”的循环就是这种冲突的集中体现。而90年代至今在证券市场中反复出现的“监管一放松就出现指数高涨，指数一出现持续上升就认定是出现了资产泡沫，一出现泡沫就用《人民日报》的文章和政府打压方式来调控，一调控就指数大跌熊市绵绵，然后政府再用《人民日报》的文章、利好政策和放松监管来鼓动市场信心……”这种“发展和规范”的往复循环其实就是改革中“一放就乱，一乱就收，一收就死”现象的精确再现。

尽管中国股市不是从计划经济体制演化而来，而是在旧体制之外从无到有地发展起来的，属于旧体制的空白点和“新的经济增长点”。在这个市场（特别是监管）体系中，集中了从成熟市场经济国家学成回来的人，以及本身在国内是最具有市场经济头脑和思维的人。到1998年，中国证券市场完成了垂直监管体制的建立，中国证券市场这个在改革过程中“新生的经济增长点”，终于被纳入了中央政府直接掌管的既有行政体制，完成了中

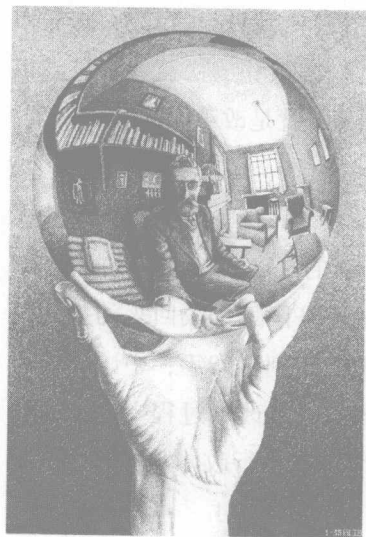
<sup>①</sup> 陆一主编，《球籍：一个世纪性的选择》，百家出版社，1989年版，第42页。

国证券监管体系的行政化演变。如果说，“要让有毛病的体制来决策如何改革体制本身的毛病”这种怪圈现象的存在，在改革起步时，在其他经济领域里更多的是一种无奈，那么在这种背景下，因为行政化官僚管理体制和证券场所产生的自我相关（Self-correlation）和自相缠绕（Fangled hierarchy），使得中央政府在终于取得推动中国证券市场发展主动权和行政主导权的同时，也让中央政府不得不动用自己的公共信用，陷入市场的利益游戏之中，成了证券市场中既是裁判员也是运动员的特殊利益主体之一。



宇宙是个参观者——看着自己  
诞生源处的尾端——相参观观之，  
从而形成一个自我参观的回路。

参观者



持玻璃的手

在这种体制下，任何市场化的宣言、分层次的角色定位和改变裁判下场比赛行为的公平愿望都会在这个现实背景中扭曲变形。

这也许是遗传，也许是宿命，更可能是一种政府和市场产生了利益的自我相关而形成的不可避免的“怪圈”……

在改革初期，我们是从“放权让利”开始起步的；但在改革30年之后，我们的某些政府部门却以“集权争利”来运转着我们的“市场经济体制”。

在这个过程中，我们看到了一个传统悖论的最新表现版本。亚当·斯密（Adam Smith）1776年在《国富论》（*The wealth of Nations*）中，揭示了自由放任的市场经济中所存在的一个悖论。这就是：在每个参与者追求他或她的私利的过程中，市场体系会给所有参与者带来利益，就好像有一只看不见的手（invisible hand），在主宰着整个经济变化的过程。但在我国的经济改革和证券市场发展的过程中，本该起作用的“看不见的手”不见了，在我们眼前更多地晃动的是政府那双“闲不住的手”。

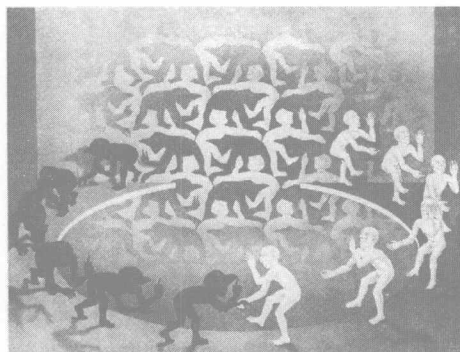
在类似于怪圈的悖论中最著名的是“罗素悖论”。用集合论的术语来说，“罗素悖论”就是定义这样一个集合A，它由所有不属于A的元素a组成。那么A是否属于它本身呢？如果A不属于A，那么按照集合A的定义，它就属于A；如果A属于A，那么按照定义它就不是属于A的元素。显而易见，和怪圈一样，这些悖论中都隐隐约约有一个共同的“捣蛋鬼”，这其实就是自我相关。显然，在“罗素悖论”中，最关键的地方就是假定一个集可以自己属于自己，这就是自我相关。因此，要想排除悖论，很自然地就要防止自我相关以及自我相关的条件出现。套一句北京土话就是，要把自己摘出来！

哥德尔定理就是在揭示了自我相关是造成怪圈的同时，在证明中揭示了“跳出系统”才是走出怪圈的解决之道。

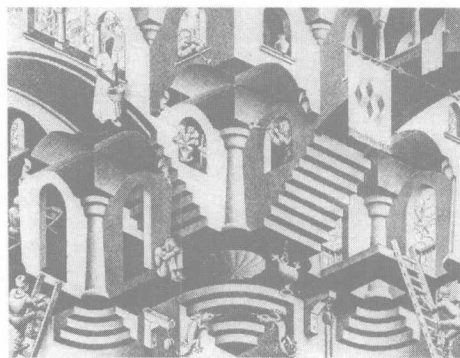
对此，我们实际上更应该思考的是：在改革30年以后形成的我们这个充满悖论的体制中，政府部门是如何自己把自己“陷”进去的？又该如何把自己“摘”出来呢？



爬虫



接触者



凸与凹

引论 | 怪圈、悖论与自我相关

1978~1989年

第一章

中国证券市场的孕育——股份制产生和改革开放同时进行

- 中国证券市场的基因传承 / 2
- 农村改革和知青回城成为股份制萌芽的培养基 / 2
- 改革进入城市，股份制开始试点 / 5
- 放权让利使地方、企业和银行倒逼计划经济让步 / 9
- 股票发行和上柜交易 / 10
- 除了经济上的前提条件还需要什么？ / 15

1989~1990年

第二章

证券市场诞生的催生剂

- 引人注目的外宣表态 / 18
- 各方努力无功而返的政治原因 / 18
- 政治决策高于经济决策 / 20
- 两所一网成为中国证券市场正式诞生的标志 / 24

## 1990~1992年

### 第三章

#### 市场与政府的利益较量

- 婴儿期的市场躁动 / 34
- 地方政府坐庄救市 / 36
- 上海放开股价和组织“文化广场”大交易集市 / 39
- 新股认购抽签表酿成的事件 / 42
- 市场倒逼政府改革股票发行制度 / 46
- 中央政府开始着手接管市场主导权 / 49

## 1978~2002年

### 第四章

#### 意识形态争论带来的后果

- 市场发展的非经济偏移 / 52
- 证券市场差一点胎死腹中 / 56
- 关闭与否的悬念使得证券市场长期无法建立稳定预期 / 59

## 1992~2008年

### 第五章

#### 中央政府与地方政府的利益博弈

- 中央政府从被动到主动介入市场发展进程 / 64
- 印花税成为中央和地方政府利益博弈的焦点 / 66
- 印花税身不由己扮演市场调控角色 / 69
- 证券交易印花税逐渐凸显中央政府财政收入职能 / 71
- 证券交易印花税是法律依据有所缺失的特殊税目 / 74

## 1995年

### 第六章

#### “327事件”对中国经济改革的真正意义

- 中央政府尝试干预市场的初次政策救市 / 78
- 国债市场和交易所自主创设的国债期货交易 / 80
- “327事件”的来龙去脉 / 82

- “327事件”发生后的余震 / 84
- “327事件”背后的看不见之手 / 85
- “327事件”对中国经济改革的真正意义 / 87

## 1995~1999年

### 第七章

#### 中国证券市场形成统一的垂直行政管理体系

- 证监会收编证交所的第一步 / 90
- 完成中国证券市场管理体系的行政化演变 / 93

## 1999~2001年

### 第八章

#### “5·19行情”背后的利益驱动

- “5·19行情”爆发之前和跌宕之后 / 100
- “5·19行情”中的政府行为 / 101
- “5·19行情”演绎的制度性格轨迹 / 103
- 两篇《人民日报》评论员文章显现政府行为态度的前倨后恭 / 105
- “5·19行情”的客观作用是什么? / 108
- “5·19行情”预支了政府的信用 / 110

## 2000~2005年

### 第九章

#### 受控的机构投资者

- 证监会成立前的培育机构投资者预演 / 114
- 新老基金隐含的不同利益背景 / 114
- 无限关爱在一身的新基金 / 116
- 《基金黑幕》一文出台的背景 / 118
- “基金业的叛逆”主角的传奇经历 / 120
- 基金黑幕的故事远没有结束 / 121
- 基金制度的缺失 / 124
- 基金是监管对象还是政策工具? / 127

## 1991~2008年

### 第十章

#### 证券市场对外开放战略的功过得失

- B股市场是20世纪90年代全球资本市场上一个制度性的创举 / 132
- B股市场是地方政府为主的制度创新 / 134
- 中央政府用H股和红筹股窒息了B股的市场活力 / 137
- 我国证券市场对外开放战略的基点是什么? / 141
- 中国蓝筹企业境外上市的功过 / 143
- 全球证券交易所并购潮的启示 / 146
- 我国证券市场对外开放战略需要回答的几个问题 / 147
- 谁来并购香港联交所? / 152

## 2006~2008年

### 第十一章

#### 股权分置改革的历史责任

- 股权分置产生于政治约束还是经济契约? / 156
- 国有股减持导致市场否決政策 / 158
- 股权分置概念的产生和改革的过程 / 161
- 股权分置改革取得了皆大欢喜的结果? / 163
- “股改行情”的技术含义 / 166
- 股权分置改革: 还需要更多时间来认识和理解的命题 / 173

## 1990~2008年, 以至将来

### 第十二章

#### 中国证券市场的体制基因传承

- 中央政府如何从引导者转变为领导者 / 180
- 行政干预成了“闲不住的手” / 185
- 中央政府成为市场利益主体之一 / 189
- 从“放权让利”到“集权争利”的基因本能 / 191

- 附录1 上海要大胆成立证券交易所/196
- 附录2 青年理论工作者丁宁宁撰文社会主义要有“资本市场”/198
- 附录3 华尔街大亨将“金融市场”带到人民大会堂/201
- 附录4 沪深第一批股票发行日期一览表/204
- 附录5 三人领导小组给市政府的报告及朱镕基的批示（影印件）/204
- 附录6 中国人民银行上海市分行《关于建立上海证券交易所的请示》（影印件）/206
- 附录7 中国人民银行、上海市政府《关于建立上海证券交易所的请示》（影印件）/209
- 附录8 中国人民银行《关于建立上海证券交易所的批复》（影印件）/211
- 附录9 朱镕基在上海证券交易所开业典礼上的致词（一九九〇年十二月十九日）/213
- 附录10 中国人民银行副行长周正庆同志在上海证券交易所开业典礼上的讲话/214
- 附录11 上海证券交易所理事长李祥瑞在上海证券交易所开业典礼上的讲话/215
- 附录12 深圳证券交易所股份有限公司筹建方案/216
- 附录13 关于筹组深圳证券交易所股份有限公司的报告/219
- 附录14 关于同意成立深圳证券交易所的批复/222
- 附录15 上海与深圳筹建证券交易所过程对照表/223
- 附录16 沪深证交所开市第一天都发生了什么？/231
- 附录17 深圳关于“调节基金”入市的建议/235
- 附录18 党政机关县（处）级以上领导干部不准炒股票的由来/237
- 附录19 沪深两地证券交易所历任理事长、总经理/241
- 附录20 历年政策出台对股市波动的影响/242

后 记 / 258

参考文献 / 260



1978~1989 年

# 01

## 中国证券市场的孕育

### ——股份制产生和改革开放同时进行