

中国股票市场

张虹著

ZHONGGUO
GUPIAO
SHICHANG
YIANJIU

研究



辽宁大学出版社

辽宁大学

学术著作出版基金资助

中国股票市场研究

张虹著

9112 9206 9212 9306

9606 9612 9706 9712 9806

辽宁大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国股票市场研究/张虹著. - 沈阳:辽宁大学出版社,2001.3

ISBN 7-5610-4136-5

I. 中… II. 张… III. 股票-证券交易-研究-中国
IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 10675 号

辽宁大学出版社出版

网址: <http://www.lnupress.com.cn>

Email: mailer@lnupress.com.cn

(沈阳市皇姑区崇山中路 66 号 邮政编码 110036)

沈阳新华印刷厂印刷

辽宁大学出版社发行

开本: 850 × 1168 毫米 1/32 字数: 230 千字 印张: 9

印数: 1—1000 册

2000 年 12 月第 1 版

2000 年 12 月第 1 次印刷

责任编辑: 胡家诗

责任校对: 齐 月

封面设计: 刘桂湘

版式设计: 佳 成

定价: 20.00 元



作者简介

张虹女，1963年5月生于辽宁省沈阳市。1986年毕业于辽宁大学经济管理学院计划统计专业，获经济学学士学位；同年考入辽宁大学经济管理学院国民经济管理专业硕士研究生，师从张今声教授，于1989年获经济学硕士学位，毕业后留校任教；1995年考取辽宁大学经济管理学院国民经济专业博士研究生，继续师从张今声教授，于1999年获经济学博士学位；现任辽宁大学经济管理学院管理系副主任、副教授，硕士研究生导师、校青年骨干教师。主要从事宏观经济管理学和投资学等领域的教学和科研工作。近年来，公开出版学术专著3部；主编或副主编教材5部；在国家和省级报刊杂志公开发表学术论文20余篇；主持或参予国家及省级科研课题6项。

序

在二十多年改革开放的历程中，股份制和证券市场在我国逐步兴起并得到迅速发展，成为中国市场经济不可缺少的重要组成部分，尤其是九届全国人大常委会第六次会议审议通过的《中华人民共和国证券法》，在法律上确认了证券市场在我国市场经济中的重要地位。然而，如何深入把握证券市场与现实经济活动内在关联的规律性，如何造就规范运作的上市公司、证券经营机构及市场中介机构，如何防范和化解证券市场风险，如何提高中国证券市场的市场效率，以充分有效地发挥证券市场在促进改革开放和现代化建设中的积极作用，一直是我国理论和实际工作者所探究的重要问题。

张虹博士的博士学位论文，经过修改补充以《中国股票市场研究》一书，由辽宁大学出版社正式出版。这本书对现代市场经济运行中金融市场的重要组成部分——股票市场在运行中与国民经济宏观、微观经济运行基本关系，进行了深入的理论研究；对中国股票市场运行的素质、管理体制、市场效率、市场风险等做了高度的实践概括，并提出了促使中国股票市场健

康、规范、深入发展的基本思路。这些研究成果为我国发展和规范证券市场，在国民经济运行中充分发挥证券市场的积极作用，提供了理论依据和实践内容。论文答辩时参与评议的教授们一致认为，论文立意深刻，论据充分，论证严密，计算细致，结构严谨，开创了经济理论研究的新领域。经过修改补充后形成的论著，研究更加深化，在研究中运用了大量的经济数学方法，更完整、更清晰、更深入地反映了股票市场运行的内在规律性，丰富了经济学的研究内容，体现了理论与实践的紧密结合，有助于正确认识和把握股市的实质与发展规律，具有重大理论价值和现实意义。

作者从我国经济体制改革进程中的经验与问题的分析入手，全面分析了股票市场与经济运行之间的基本关系，揭示了股票市场运行机制及对宏观经济总量、经济增长、产业结构调整、我国企业改革和居民经济行为等方面的影响。在上述理论分析的基础上，作者对我国的股份制和股票市场发展历程、现状与问题进行了系统的实证分析，对我国股市运行中若干重大问题做了定性与定量相结合的分析评价，尤其运用现代经济数学方法推断出我国股票市场效率呈弱型有效，并测算了我国部分股票的风险系数 β 值。作者还指出了我国股市发展与管理中的问题与产生原因，提出了促进我国股市规范化发展的有价值的对策建议。全文立论有据，数据翔实，分析较全面系统，提出了一些全新的观点和思路。

总之，张虹博士的这部论著对证券理论和我国证券市场发展进行了比较全面、比较系统的开拓性探索，既有理论价值，也有现实意义。我希望通过推荐此部论著，能够使理论和实际工作者们得到启发，奠定深入研究股票市场的基础，最终促进我国股票市场健康、有序、规范地发展。

张今声

2000年12月

目 录

第一章 导 言	1
一、基本出发点	1
二、股票市场与经济运行新变化	4
(一) 股票市场的基本涵义	4
(二) 股票市场功能分析	5
(三) 股票市场介入经济运行引起宏观和微观经济层次新变化	10
三、基本立意与结构框架	12
(一) 以理性分析为基础, 揭示股市功能	12
(二) 以现实分析为基础, 发现现存问题	13
(三) 以适应国情为出发点, 提出对策建议	13
第二章 股票市场与经济运行: 宏观分析 (I)	
——股票市场与经济总量平衡	14
一、股票市场与宏观经济流程	14
二、股票市场运行与国民经济总量均衡	17
(一) 社会总供求平衡一般公式	17
(二) 引入财政收支和信贷收支后的社会总供求平衡公式	18
(三) 社会总供求非均衡状态的宏观原因及其调整	20
(四) 引入股票市场后的社会总供求平衡式	

的变化	21
三、股市运行对供求关系的影响	23
(一) 股市融资与供求关系	23
(二) 股市投资者行为与供求关系	24
四、股票市场介入经济运行对社会总供求的调节	26
(一) 股票发行市场变动对总供求的调节	26
(二) 股票交易市场变动对总供求的调节	28
五、社会经济运行对股票市场的影响	29
第三章 股票市场与经济运行：宏观分析 (Ⅱ)	32
一、股票市场与经济增长	32
(一) 资本形成与投资转化机制	33
(二) 股本融资方式与经济增长水平提高	36
(三) 股票投融资与我国经济增长优化	39
(四) 股票市场与经济周期波动	42
二、发展股票市场与实现产业结构调整	45
(一) 产业结构合理化是实现总供求结构相互适应的基础	45
(二) 股票市场促进产业结构调整 and 实现产业结构高级化	47
(三) 股票市场与产业结构增量调整	50
(四) 股票市场与产业结构存量调整	52
(五) 股票市场对产业结构调整的纽带作用	53
第四章 股票市场与经济运行：微观分析	56
一、股票市场发展与中国企业改革	56
(一) 股票市场发展与国有企业的出路	57
(二) 股票市场发展与国有企业公司制改造	59
(三) 股票市场发展与企业经营机制转换	62
(四) 股票市场发展与企业重组	63

1351	 (五) 企业深化改革与股票市场深入发展	68
1351	二、股票市场发展对居民经济行为变化	70
1351	 (一) 我国居民收入存在资本化趋势	70
1351	 (二) 股票市场发展对居民个人收入分配的影响	72
1351	 (三) 股票市场发展对居民个人经济行为的影响	73
1401	 (四) 居民个人经济行为方式对股票市场发	
1411	展的影响	74
	第五章 中国股票市场巡礼：发展历程、现状与评价	76
	一、中国股份制和股票市场发展历程及评价	76
1441	 (一) 发展历程	76
1441	 (二) 股份制和股票市场评价	81
1441	二、中国股票市场素质	86
1441	 (一) 中国股票市场规模	86
1441	 (二) 中国股票市场股本结构	88
1441	 (三) 中国股票市场功能	90
1441	三、中国股票发行管理制度及发行方式	94
1441	 (一) 中国现行股票发行管理制度	94
1441	 (二) 中国股票一级市场股票发行方式及发行价格	96
1441	四、中国证券市场管理体制	99
1441	 (一) 中国证券管理体制的建立与发展	99
1441	 (二) 1992-1998 年中国证券市场管理体制特	
1441	点及其运行评价	103
	第六章 股票市场运行特征分析：股票市场效率	106
1441	一、股票市场效率理论	106
1441	二、股票市场有效性的检验	112
1441	 (一) 弱型效率的检验	112
1441	 (二) 中型效率的检验	116
1441	三、中国股票市场效率的实证分析	117

第七章 股票市场运行特征分析：股票市场风险	132
一、股票投资风险及其测度	132
二、证券投资风险估计方法	136
(一) 单指数模型	136
(二) 单指数模型下证券组合投资的收益与风险	138
(三) 单指数模型的参数估计	140
(四) β_i 估计的改进	141
三、目前中国股票市场风险测定	144
(一) 沪市 30 指标股、深市成份指标股 β 值的测定	144
(二) β 与风险估计	149
四、中国股票市场风险因素分析	156
(一) 股票价格影响因素分析	156
(二) 股价波动与市场风险	161
(三) 股票市场的系统性风险和非系统性风险	164
第八章 发展·规范·管理	168
一、股票市场的社会定位与规范化建设	168
二、股票市场主体行为分析	170
(一) 上市公司行为分析	171
(二) 投资者行为分析	178
(三) 证券机构行为非规范性分析	182
三、股本结构规范化问题分析	183
(一) 国有股、法人股非流动性与股市功能性缺欠	183
(二) 国有股上市可行性分析	185
四、中国股票市场规范化发展的基本思路	189
(一) 创造适宜环境，巩固发展股市	189
(二) 把握股市脉搏，寻求适当规模	192

(三) 调整股市结构, 构筑股市秩序·····	195
(四) 加强科学监管, 提高监管水平·····	199
(五) 加大执法力度, 实现市场有序·····	203
第九章 中国证券市场和证券投资工具的新发展·····	206
一、创业板市场·····	206
(一) 创业板市场发展概况·····	206
(二) 创业板市场的主要特征·····	210
(三) 建立创业板市场是改革和发展的 客观必然·····	213
(四) 设计合理的创业板市场基本架构·····	216
二、可转换公司债券·····	220
(一) 可转换公司债券的理论概述·····	220
(二) 可转换公司债券在中国的发展状况·····	222
(三) 《可转换公司债券管理暂行办法》 主要规定·····	227
三、开放式证券投资基金·····	231
(一) 投资基金的理论概述·····	231
(二) 我国投资基金的发展历程·····	235
(三) 开放式投资基金——“热门的 投资工具”·····	241
第十章 中国证券市场发展过程中两个 重要问题研究·····	244
一、债转股问题·····	244
(一) 债转股及其目的·····	244
(二) 债转股作用分析·····	247
(三) 金融资产管理公司·····	250
(四) 债转股的负面影响与防范·····	253
附录: 债转股带来了什么	

291	——全国首家债转股企业个案剖析	256
292	二、投资银行在中国的发展问题	260
303	(一) 现代投资银行的主要业务职能	260
306	(二) 发展中国投资银行	265
	主要参考书目	271
	后记	276
310	证券市场是市场经济的晴雨表 (二)	
313	证券市场是市场经济的晴雨表 (三)	
316	证券市场是市场经济的晴雨表 (四)	
320	证券市场是市场经济的晴雨表 (二)	
320	证券市场是市场经济的晴雨表 (一)	
322	证券市场是市场经济的晴雨表 (二)	
323	《证券市场是市场经济的晴雨表》 (三)	
323	证券市场是市场经济的晴雨表	
331	基金投资是市场经济的晴雨表 (三)	
331	基金投资是市场经济的晴雨表 (一)	
332	基金投资是市场经济的晴雨表 (二)	
341	“基金投资是市场经济的晴雨表” (三)	
341	“基金投资是市场经济的晴雨表”	
341	中国股票市场是市场经济的晴雨表 (二)	
341	中国股票市场是市场经济的晴雨表 (一)	
341	中国股票市场是市场经济的晴雨表 (二)	
347	中国股票市场是市场经济的晴雨表 (三)	
350	中国股票市场是市场经济的晴雨表 (四)	
353	中国股票市场是市场经济的晴雨表 (五)	

第一章 导言

一、基本出发点

1992年党的十四大明确提出，中国经济体制改革的目标模式是建立社会主义市场经济体制。中国经济发展从此明确进入由传统计划经济体制向市场经济体制转化的转型发展时期。确立了建立社会主义市场经济为体制改革模式以来，中国经济快速发展，市场化进程不断深化。但还不能说已经建立起了市场经济体制，因为中国正处于尚未完全脱离掉传统计划经济影响，也未完全形成市场经济新体制的经济体制转型时期，经济体制具有多元化财产关系结构、经济决策趋向分散、双重调节机制等明显转型发展时期的特征。这一时期中国的经济既不是计划经济，也不是市场经济，而是“转型发展”经济。“转型发展是指一个国家既要实现体制的转换，又要实现经济的发展。”“转型发展国家面临双重任务：体制转换任务和经济发展任务”。处于转型发展时期的中国的经济运行，既具有市场机制自发发挥作用、国家通过各种经济和法律等手段引导市场机制自觉发挥作用实现宏观调控的规范性的运作，同时也存在传统计划体制影响与市场经济不断发展并存的非规范化或浑沌运

作。厉以宁先生一直强调“在转型中发展，在发展中转型”^①，转型与发展两大任务一并完成，才能称得上实现了转型发展。在转型中发展，就是要在经济体制改革深化过程中，尤其是在中心构造宏观经济的微观基础，增强企业活力的过程中，创造经济发展的条件，以改革促进发展。在发展中转型，是指要在经济发展中不断深化改革，逐步增强社会对改革的理解、认识和承受能力，减少改革阻力，进一步深化改革。

转型发展时期是中国经济体制深化改革、实现体制改革目标模式的必经过程，研究转型时期各个领域的经济问题，对于实现经济运行规范化发展、促进经济体制向市场经济体制的转化，具有重要的理论意义和现实意义。一国在转型发展理论研究中，除了要分析研究最重要的部分或者说最深层的问题，即社会结构对转型发展的影响，还存在一系列值得探讨的问题，如资本形成问题、人力资本形成问题、市场化问题等。本书仅对转型发展时期中国年轻而又初具规模的股票市场的运行、规范和进一步发展等有关问题进行研究和探讨，并提出相关对策和建议。

随着经济体制改革和市场化进程的深入，股份制和股票市场在改革开放的中国，通过试点到快速发展，对经济发展具有重要的推动作用，显示出巨大的生命力。中国经济中的证券化因素逐步强化，中国股票市场从无到有、从小到大地迅猛发展。到1998年底，沪深两市上市公司共计851家，总股本2345.35亿股，流通股本740.94亿股，股票流通市值已达5746亿元，市价总值已达19506亿元，占国民生产总值的25%以上。股票发行市场和沪深两个证券交易所的运行日趋扩大和规范，有关的法律、法规、管理条例也在陆续出台，初步

^① 厉以宁：《转型发展理论》，同心出版社。

形成了初具规模和日趋完善的中国股票市场。1997年党的十五大报告中明确了“股份制是现代企业的一种资本组织形式，有利于所有权和经营权的分离，有利于提高企业和资本的运作效率”，同时也奠定了股票市场全面发展的基础。股票市场涉及范围广泛，它既是筹资者和投资者、投资者之间交易的中介，又是社会经济文化发展水平的综合体现，股票市场的发展状况对于社会经济发展的状况具有重大的影响作用。首先，股票市场是筹集资金的重要渠道，具有调节资金投向，提高资金利用率，合理配置现有资源的作用。随着经济的发展，社会将闲散资金以存款或储蓄的方式存入银行，银行再以放款的方式，将集中起来的资金投入生产中去间接融资方式，已经不适应社会经济发展的需要，通过证券市场直接融资是适应经济发展需要和开拓新的筹资渠道的有效方式。其次，股市能够比较客观、公正地反映企业经济实力和经营业绩，具有改善企业经营管理，提高企业经济效益的作用。第三，股市是国家进行宏观调控的重要桥梁之一，具有保证国民经济持续、快速、健康发展的作用。第四，股市是传导经济信息的重要媒介，具有反映国家金融形势甚至宏观经济形势的作用。第五，股市是进行国际间资金融通的场所，具有促进国际间经济合作的作用。因此，大力发展股票市场是市场经济发展的必然。但是，对于处于转型发展时期的中国，股票市场也正处于由试点阶段向全面发展阶段的转化，理论界对于股票市场的研究还显薄弱，在借鉴国外经验的基础上，还需要结合中国的具体国情，尤其是中国正处于转型发展时期这一特点。所以，中国股票市场在其发展实践中需要探索和研究的问题很多，本书主要就股票市场发展对于主要经济活动的影响及其彼此关系问题、处于转型发展时期的中国股票市场的规范、发展及自身发展特点问题、现阶段中国股票市场发展过程中存在问题及解决途径等内容展开

分析、研究和探讨。

二、股票市场与经济运行新变化

(一) 股票市场的基本涵义

股票市场是金融市场的重要组成部分,确切地说,股票市场是资本市场的基础和核心部分,是市场经济中的一种高级的市场组织形态,是市场经济条件下资源配置的重要机制,具有推动经济发展的作用。股票市场是股票发行和交易的场所。股票发行市场是股份有限公司发行股票以筹集资金,使之转化为生产资本的市场。股票发行市场对于促进经济发展具有筹资、拓展投资方式和调节社会资金流向等作用;股票交易市场是买卖和转让已发行股票的场所。股票交易市场不仅使发行市场的各种作用得以发挥,而且自身具有引导资金流向、促进股票公平交易、有利于提高资金使用效率和综合反映国民经济运行状况等重要作用。股票发行市场与股票交易市场相辅相成,构成统一的股票市场。没有发行市场,也就没有流通市场;流通市场的存在、发展和活跃,又为发行市场的存在和发展创造了条件,注入了生机和活力。

股票市场主要由发行主体、交易主体、信用工具、交易场所、中介机构、监管机构和自律组织等要素构成。股票市场的发行主体是股份有限公司,由于初始股票投资者、股票承销者对股票发行起到重要作用,所以也可以认为他们与股份有限公司共同构成股票市场的发行参与者。股票市场的交易主体主要是由进行股票投资的居民个人、公司和非银行金融机构组成。各种股票是股票市场的信用工具。股票交易场所的规范形式是证券交易所,是集中进行证券交易的有组织的市场。股票发行市场一般不像交易市场有固定的建筑和设施,是抽象的市场,