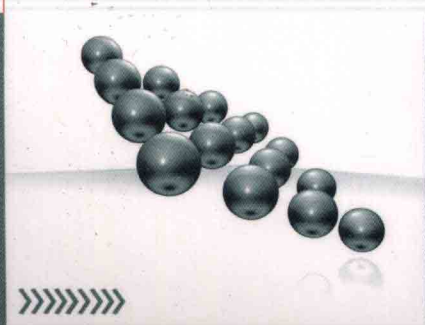


◎丁宏术 / 著



中国证券市场功能、 主体行为与制度研究

ZhongGuo ZhengQuan ShiChang GongNeng
ZhuTi XingWei Yu ZhiDu YanJiu



经济科学出版社
Economic Science Press

中国证券市场功能、主体 行为与制度研究

丁宏术 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场功能、主体行为与制度研究/丁宏术著.
—北京: 经济科学出版社, 2008. 11
ISBN 978 - 7 - 5058 - 7574 - 6

I. 中… II. 丁… III. 证券交易 - 资本市场 - 研究 - 中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 150334 号

责任编辑: 王冬玲
责任校对: 徐领柱
技术编辑: 董永亭

中国证券市场功能、主体行为与制度研究

丁宏术 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编室电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京欣舒印务有限公司印刷

华丰装订厂装订

787 × 1092 16 开 16 印张 260000 字

2008 年 11 月第 1 版 2008 年 11 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 7574 - 6/F · 6825 定价: 25.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

经过二十多年的发展，尽管我国证券市场取得了举世瞩目的成就，但大部分学者认为我国证券市场以价值发现为基础的一系列经济功能并不完善。为什么被金融理论所认同，并被西方成熟市场经济国家所实证的证券市场功能特征在我国却发生了变化呢？

金融市场理论在既定的制度前提下，从“理性人”出发，来解释人们的投资行为，而制度因素，包括市场主体行为往往被作为外生变量不加考虑。形成这一研究模式的原因在于以私有产权为基础的市场条件下，证券市场是在资本主义母体中孕育产生的，其作为市场经济的组成部分是市场内在规律运行的必然结果，其演变动力并非基于政府的法令，而是来自于市场主体（企业、投资者）理性的选择。在此基础上，通过政府认可，并以正式制度的形式使之规范化、法制化。然而，对于我国来说，情况则有所不同。

首先，中国证券市场主体行为不规范：一是政府干预市场的行为弱化了市场机制在证券市场运行中的作用，直接导致市场对政府行为的依赖；二是上市公司行为偏离股东利益不利于上市公司规范运作，使证券市场成为“圈钱”工具；三是投资者的“噪声”交易、过度投机行为使证券价格偏离价值，结果是证券市场失去功能发挥的基础。正是在不规范市场主体行为的驱动下，中国证券市场在非均衡状态下运行，其价值发现、反映宏观经济运行、分散风险、优化资源配置、促进经济增长等一系列功能不尽完善，但是融资以及由此引起的投机等功能超常发挥。

其次，中国证券市场是在计划经济向市场经济转轨、国企改革的背景下形成的，缺乏自然演变过程以及由此决定的保证市场有效运行的非强制性的制度，政府在证券市场形成中起决定作用。在此制度安排下，证券市场的投资者和上市公司并不是完全受到市场经济决定的市场制度约束，而是受到政府主导的权力制度约束。这种非市场化的证券市场制度不仅内在地赋予了政府管理市场的权力（干预市场运行），而且使企业行为（偏离股东企业价值

最大化目标)和投资者行为(过度投机)非理性。因此,尽管我国证券市场功能不完善的直接原因是市场主体行为不规范,但市场主体背后的原因是市场制度,解决制度以及由此决定的市场主体行为缺陷是完善我国证券市场功能的根本出路。

基于以上分析,本书在对我国证券市场功能现状进行分析的基础上,先从政府行为、上市公司行为和投资者行为三个方面研究我国证券市场功能不完善的原因,再从市场制度层面研究市场主体行为不规范的原因,最后提出政策建议。

作者

2008年9月

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究意义	1
第二节 研究现状	5
第三节 基本思路	6
第四节 分析方法及理论基础	10
第五节 基本观点	20
第二章 中国证券市场功能的总体分析	24
第一节 证券市场功能综述	24
第二节 中国证券市场功能现状以及存在的问题	34
第三节 影响我国证券市场功能发挥的因素	43
本章小结	55
第三章 证券市场中的政府行为及其对市场功能的影响	57
第一节 证券市场运行中的政府行为	57
第二节 中国证券市场运行中的政府行为特征	62
第三节 证券市场运行中的政府行为对市场功能的影响	81
本章小结	106
第四章 证券市场中的上市公司行为及其对市场功能的影响	108
第一节 上市公司与证券市场的关系	109
第二节 中国证券市场上市公司的行为特征	111
第三节 上市公司行为对证券市场功能的影响	117
本章小结	127
第五章 证券市场中的投资者行为及其对市场功能的影响	129
第一节 证券市场投资者行为特征	129

第二节 中国证券市场投资者行为特征	132
第三节 投资者行为对证券市场功能的影响	139
本章小结	151
第六章 中国证券市场的制度缺陷及其对市场主体行为的影响	152
第一节 中国证券市场制度演化轨迹	152
第二节 中国证券市场制度缺陷	168
第三节 证券市场制度对市场主体行为的影响	182
本章小结	193
第七章 成熟市场经济国家证券市场制度演变及其对我国的启示	195
第一节 成熟市场经济国家证券市场的发展历程	195
第二节 发达国家证券市场制度演变对我国的启示	201
本章小结	203
第八章 构建具有完善功能证券市场的路径选择	205
第一节 具有完善功能证券市场的目标特征	205
第二节 构建具有完善功能证券市场的思考	211
本章小结	237
参考文献	239
后记	250

第一章 导 论

第一节

研究意义

从 1990 年 12 月上海证券交易所成立算起,我国证券市场已有 18 年的历史。回顾十几年的历程,我国的证券市场取得了举世瞩目的成绩。第一,证券市场为我国经济发展和企业的规模扩张募集了大量资金。十几年来,我国证券市场为国有企业募集资金超过两万多亿元,拓展了社会资金转化为投资的渠道,提高了直接融资比例,优化了企业资本结构,推动了我国银行体制和财政体制的改革,为我国经济增长和产业结构调整做出了应有贡献。第二,我国证券市场促进了人们思想观念、行为方式的转变。截至 2007 年底^①,我国证券市场的开户人数超过了 1 亿户,证券投资已成为人们社会经济生活的重要组成部分,证券市场已成为促进改革开放、社会进步的重要手段。第三,证券市场促进了我国企业经营机制的转换,为转变国有企业经营方式、提高管理水平和经营绩效做出了贡献。据统计,上市公司的管理水平和绩效普遍高于其他国有企业。2006 年以来,随着工商银行、中国银行、建设银行、中国神华和中国石油等大型企业的上市,证券市场在经济中的地位更加重要。第四,证券市场为我国投资者开辟了多元化投资渠道,为人们规避市场风险、寻找投资机会提供了金融工具。截至 2007 年底,上海和深圳证券交易所股票市值就达到 30 万亿元人民币,超过我国 GDP 总量。证券市场不仅促进了我国财富的增长,也促进了金融工具的创新和社会的进步。

^① 除另加注明以外,本书的数据截至 2007 年底。

此外，我国证券市场在吸引国际投资、扩大对外开放、分流储蓄资金、增加社会收入等方面也起到了很大的作用。

尽管我国证券市场在募集资金、国企改革等方面发挥了巨大的作用，但另一方面，在价值发现、资源配置、分散风险、财富效应与投资效应等方面的作用并不明显，具体表现在：

第一，晴雨表功能缺失。证券价格背离内在价值，证券市场走势与宏观经济运行之间的关联性不强。

第二，投资功能缺失。表现是证券投资收益不成“正态分布”，大部分投资者不能获得平均的期望利润，且收益和风险不对称，投资者不能获得相应的“风险溢价”。

第三，公司治理功能缺失。证券市场对上市公司缺乏应有的约束功能，上市公司偏好“股权融资”，企业法人总是最大限度地扩大企业规模，他们并不在乎投资与收益的关系，甚至在项目的净现值小于零的情况下也进行投资。

第四，投机现象严重。投资者大都不关心来自于上市公司的红利分配，偏好“股权分红”，希望从中获得超常的资本得利，当投资者预期一旦得不到证实，股票价格就大幅度波动。

第五，融资功能过度发挥，但无“投资效应”。证券市场的投资效应指公司证券价格高于公司价值时的投资动机，而我国的上市公司在任何时候都具有投资冲动，证券市场的投资效应得不到体现。

第六，“财富效应”不明显。尽管我国证券市场经历了1996年和2006年两次比较大的“牛市”行情，但从我国市场运行的整个周期看，并考虑到投资成本和资金机会成本，投资者并没有从证券市场获得应有财富增值。

第七，证券市场价格不遵循“随机游走”规律，或者说市场往往被操纵。表现是某些投资者凭借资本、信息优势可以操纵市场，能够以较低的 risk 获得较高的收益；但另一方面，大部分投资者却要承担较高的市场风险。

金融理论认为在信息充分的条件下，投资者能够对企业价值做出客观的评价，股票价格是衡量企业经营水平的尺度。优质的上市公司，其股票价格就高，社会资本也就会向这些公司集中；同时，优质的企业又能创造相应的价值，投资者从中得到满意的回报。这种以价值发现功能为基础的市场机制运行的结果，优化了资源配置，增加了投资者的财富，促进了经济增长，从而使证券市场具有以价值发现为基础的一系列经济功能。但从我国证券市场

运行的情况看，其功能特征却不一样。

为什么被金融理论所认同，并被西方成熟市场经济国家所实证的证券市场功能特征在我国却发生了变化呢？

行为金融学从人的有限理性和信息不对称的角度进行了解释。该理论认为，主流经济学“理性人”的分析方法脱离现实，它不能有效地解释人们的投资行为。由于投资者不具有完全理性，其投资行为不具有主流经济学所描述的规范而标准的特征，而是受到情感、直觉和冲动等心理因素的影响。因此，证券市场存在“羊群效应”等非理性现象，导致证券价格背离其价值。投资者的这种追涨杀跌行为使决定证券价格的内在因素被忽略，一些企业尽管没有投资价值（资源配置效率低），但其股票只要被“庄家”控制，其价格就会被“炒高”。

行为金融理论从人的情感、直觉、冲动等心理因素出发，运用社会学、心理学、人类学、博弈理论等分析方法来研究投资者行为。新古典经济学的均衡理论用“理性人”以及效用最大化来解释证券市场中人们的投资行为。二者的本质区别在于后者用“理性”来说明人们的行为，前者用非理性的“心理因素”来说明人们的行为。尽管行为金融学通过信息和心理方面的特征解释了证券价格波动的原因，但对于我国证券市场功能失衡的原因却没有足够的说服力。根据行为金融理论，市场脱离贝叶斯均衡的原因在于“噪声交易者”的非理性行为所致。“噪声交易者”的行为并非脱离了均衡理论所描述的贝叶斯理性，而是由于心理及信息方面的原因，使投资者的活动脱离了股票的价值区域。正如诺贝尔经济学奖获得者西蒙所说，从事经济活动的人，只具有有限理性。由于人们受到知识与信息的限制，难以预测到各种可能的结果，而且人们的价值观和周围人的言行也会影响投资人的决策。^①但行为金融学所假定的投资者在投资中存在“非理性”是指源于信息不对称和投资者认知能力的局限性而引起的“有限理性”，其动机仍然在于获得收益的最大化。而且，非理性因素不可能无限制的脱离理性因素，最终还是受到“理性”的制约，即证券价格由于信息和心理方面的原因会脱离其内在价值，但随着信息的扩散，投资者在“理性”预期的驱动下会逐步更新对市场判断的主观概率，纠正错误预期，使证券价格回归价值。如日本、美国等成熟市

^① 西蒙（Simon）著，荆其诚等译：《人类的认知——思维的信息加工理论》，科学出版社1986年版。

场经济国家的证券市场运行都说明了这一点。因此，尽管行为金融理论通过信息和心理方面的特征说明了证券价格波动的原因，但行为金融的分析方法并没有脱离主流经济学的分析框架，或者说，行为金融理论并不排斥主流经济理论，它只是修正主流经济学关于完全信息和完全理性的假设，引入了心理分析方法，对均衡理论进行了拓展。正如贝纳西所说：“非瓦尔拉斯方法并不是反瓦尔拉斯，相反，它只是在更为一般的假设条件下运用瓦尔拉斯理论中成功的方法。”^① 实际上，行为金融理论通过信息和心理方面的特征说明了证券价格波动的原因，但却不能完全用来解释我国证券市场的功能不能有效发挥问题。^②

股权分置改革以前，我国理论界普遍认为，股权分置是我国证券市场功能缺失的罪魁祸首。2005年7月，我国实施了证券市场历史上具有划时代意义的股权分置改革。这一制度创新改变了我国证券市场长期低迷的态势。因此，股权分置改革得到了社会的广泛赞扬。诸如：股权分置改革使“中国股市已不再是一个投机性和赌博市场，资本市场进入了新的发展阶段”，是“资本市场的战略出现转型”，“使得所有股东有了统一利益基础和目标”、“价值功能在恢复”、“公司股东利益实现机制正由内部博弈转向市场博弈”等。的确，股权分置是阻碍我国资本市场发展的最大障碍，股权分置的改革为我国证券市场的良性循环打下了基础。

但是，股权分置改革完成以后，我国证券市场过度投机问题仍然存在。首先，看市场的波动。股权分置改革后，上证指数在不到两年的时间内，从不到1000点上升到6100余点，这既不能从我国宏观经济运行中找到答案，也不能从股权分置改革中找到足够的理由。其次，看个股的波动。2006年以来，大多数股票价格翻了几番，有些证券股票的价格更翻了十几番，甚至几十番^③。股改中创新出的权证本来是为了分散风险，减少投资中的不确定性，但实际上权证上市后，其价格大幅波动，落差达到几十倍以上，价格远远背离价值。^④

① 转引自胡代光：《西方经济学的演变及影响》，北京大学出版社2001年版，第295页。

② 因为为什么在同样存在心理和信息差异的西方国家，其证券市场的功能却能得到较好的发挥呢。

③ 数据来源：中投证券分析软件。

④ 如宝钢权证从2005年8月22日到2006年8月23日整整一年243个交易日，最高是2.38元，最低即是末日的0.022元，最终收盘在0.031元，总成交量达1397亿份，总成交金额达1788.3亿元，换手率达到了360倍。

第三，A 股的价格远远高于 H 股价格的事实得不到合理的解释^①。

那么，我国证券市场功能不完善又如何解释呢？

我国证券市场之所以存在功能障碍，原因并不在于金融理论所描述的市场微观结构或者市场交易机制有问题，也不在于行为金融理论所描述的投资者心理障碍；我国学者强调的股权分置只是其中的一个子因素，根本原因在于我国证券市场不具备新古典经济学理论的制度前提。因为证券市场往往被看成是市场机制运作的典范，代表市场机制运行的理想状态，只有具备高度竞争的市场环境，市场参与者在效用最大化的条件下，依据一定的规则自由地进出市场，才能达到证券市场的均衡，实现帕累托效率。这种自由的竞争规则是证券市场功能有效发挥的前提。我国证券市场正是在这些条件没有满足的条件下发展起来的，在缺乏制度保障的前提下，市场主体行为不规范，从而导致了我国证券市场功能不健全。因此，进一步研究中国证券市场主体行为及其决定市场主体行为的市场制度对建立功能完善的证券市场具有重要意义。

第二节

研究现状

在已有的研究中，有大量的文献从不同的角度研究我国证券市场功能问题。主流观点认为我国证券市场的功能没有有效发挥。其对我国证券市场功能不完善的研究具有如下特点：

第一，2001 年以前，大多从实证的角度，以资产组合理论和有效市场理论为基础从人的认识偏差、情感与偏好等方面来研究投资者的行为，进而分析我国证券市场的有效性；2001 年以后，对我国证券市场制度基础质疑的研究越来越多，认为制度的设置，尤其是股权分置制度是证券市场功能缺失的主要原因。

第二，尽管有大量的文献从制度层面来寻找证券市场功能缺失的原因，

^① 截至 2007 年 12 月 10 日收市，AH 溢价率居前的前十大个股包括：*ST 科龙 785%，洛阳玻璃 785%，南京熊猫 257%，S 仪化 256%，东北电气 233%，北人股份 215%，S 上石化 214%，新华制药 201%，南方航空 189%，北辰实业 184%。溢价率居后的前十大个股包括：海螺水泥 15%，中国中铁 17%，东方电机 20%，招商银行 20%，鞍钢股份 27%，交通银行 36%，宁沪高速 36%，潍柴动力 37%，青岛啤酒 42%，中兴通讯 42%（数据来源：中投证券分析软件）。

但大都是从我国现有证券市场形成的制度特征和政府行为、企业行为、投资者行为特征等方面来研究的，至于市场制度和政府行为、投资者行为、企业行为之间的联系及其市场主体行为缺陷背后的原因研究较少。也就是说，现有的文献很少从市场主体行为和制度层面系统、全面地分析我国证券市场功能缺失。

第三，目前的研究注重正式制度对证券市场的影响，但忽略非正式制度对市场的影响；强调正式制度的作用，而忽视正式制度的文化基础，如：政府行为方式、投资者的投资理念、市场文化等。而非正式制度恰恰是决定证券市场有效运行的基础，也是我国证券市场功能缺失的最深层次原因。

第四，现有的文献大都从市场制度来研究我国证券市场有效性问题，而直接将上市公司和证券市场功能发挥结合起来系统地研究则不多见。换句话讲，现有的文献没有从市场的内生性来研究我国证券市场的功能缺失，而仅仅是从市场的外部特征来研究的。

概括起来说，尽管现有文献从不同方面对我国证券市场功能进行了许多有价值的研究，但还没有发现从制度和市场主体行为层面系统研究我国证券市场功能不健全的文献，这一领域的研究无论在理论方面还是在实证方面，目前都还不尽完善。因此，要建立有效的证券市场，还必须从市场主体行为和市场制度方面进行进一步的研究。

第三节

基本思路

金融市场理论说明，只有在以完善的市场制度为依托、市场机制充分发挥作用、经济当事人具有贝叶斯理性并能无障碍获得市场信息条件下，证券市场的功能才能发挥出来。证券市场是一个由企业、投资者以及市场制度组成的系统。在此，市场制度是保持系统秩序、维护系统稳定、使系统功能得以发挥的规定、规则的总和；企业是资源的配置者；投资者是资源的提供者。在均衡的证券市场，市场制度是证券市场的基础设施，是企业与投资者有效联系的桥梁，是市场效率的保证；企业作为配置资源的工具，制造财富、创造价值，是证券市场价值增值的源泉；投资者在“理性人”、“经济人”条件下，探索股票的内在价值，求得股票的价值与价格的一致，使得社会资源得到合理、高效的配置，从而推动证券市场功能的发挥。有效的市场

制度是证券市场功能有效发挥的外部条件；市场机制充分发挥作用是证券市场功能发挥的基础；规范的上市公司是证券市场功能发挥的内在要求。股权分置改革的完成解决了我国证券市场原先存在的同股不同权的矛盾，为提高我国证券市场的运行效率和市场活力创造了条件。但是，股权分置的解决只是为我国证券市场的健康发展奠定了基础，但没有解决证券市场所有问题。证券市场的载体是上市公司，证券市场的发展使得企业需要不断地进行融资以支持扩张，而投资者则寻找合适的投资机会形成资本的保值增值，两者的有效结合取决于市场制度的完善，包括市场运行制度、产权制度、政府行为制度和市场文化制度。因此，要使我国证券市场的功能有效发挥，必须进一步研究证券市场主体行为及其背后的制度原因。沿着上述的分析思路，本书的目的就是根据制度经济学及相关理论来研究我国证券市场的功能缺失的原因，以寻求我国证券市场健康发展的途径。

基于以上分析，本书的基本思路如下：

首先是提出问题。经过近 20 年的发展，尽管我国证券市场取得了举世瞩目的成就，但大部分学者认为我国证券市场以价值发现为基础的一系列经济功能并不完善。为什么被金融理论所认同，并被西方成熟市场经济国家所实证的证券市场功能特征在我国却发生了变化呢？

其次是对问题的分析。我国证券市场功能不同于成熟市场经济国家的原因是：第一，中国证券市场主体行为不规范。一是政府干预市场的行为弱化了市场机制在证券市场运行中的作用，直接导致市场对政府行为的依赖；二是上市公司行为偏离股东利益不利于上市公司规范运作，使证券市场成为“圈钱”工具；三是投资者的“噪声交易”、过度投机行为使证券价格偏离价值，结果是证券市场失去功能发挥的基础。正是在不规范市场主体行为的驱动下，中国证券市场在非均衡状态下运行，其价值发现、反映宏观经济运行、分散风险、优化资源配置、促进经济增长等一系列功能不尽完善，但是融资以及由此引起的投机等功能超常发挥。第二，中国证券市场是在计划经济向市场经济转轨、国企改革的背景下形成的，缺乏自然演变过程以及由此决定的保证市场有效运行的非强制性的制度，政府在证券市场形成中起决定作用。在此制度安排下，证券市场的投资者和上市公司并不是完全受到市场经济决定的市场制度约束，而是受到政府主导的权力制度约束。这种非市场化的证券市场制度不仅内在赋予了政府管理市场的权力（干预市场运行），而且使企业行为（偏离股东企业价值最大化目标）和投资者行为（过度投

机)非理性。

最后是分析的结论。尽管我国证券市场功能不完善的直接原因是市场主体行为的不规范,但市场主体背后的原因是市场制度,解决制度以及由此决定的市场主体行为缺陷是完善我国证券市场功能的根本出路。

全书共分八章。

第一章是问题的提出,介绍本书的研究意义、我国证券市场存在的功能问题及症结所在、基本思路、理论基础、基本观点。

第二章以金融理论关于证券市场功能的论述为依据,对我国证券市场功能进行整体分析,包括我国证券市场已发挥的功能以及存在的问题,从中梳理出影响中国证券市场功能发挥的根本原因是市场制度。尽管决定证券市场功能的直接因素是市场主体行为,但是市场主体行为背后的因素则是市场制度。证券市场中的政府行为是现行制度安排下的必然结果,投资者和上市公司并不是完全受到市场机制决定的市场制度约束,而是受到政府主导下的权力制度约束。这种非市场化的证券市场制度不仅内在地安排了政府干预证券市场的行为,而且还导致了企业行为和投资者行为的非理性,因此,市场制度是我国证券市场功能不完善的根本原因。

第三章至第五章对中国证券市场主体行为和市场功能的关系进行全面的研究。其中,第三章分析政府行为特征及其对市场功能的影响。我国政府在证券市场中的基本特征是干预证券市场运行。一方面政府的干预主导直接推动了证券市场的发展,有利于证券市场服务于改革,服务于政府目标的实现;另一方面,政府的干预行为也蕴含了与市场规律不相容的主观偏好,降低了市场效率,妨碍了证券市场功能发挥。我国证券市场的“隐形担保”效应,市场脱离实体经济的波动效应,过度投机效应,证券价格背离价值的“泡沫”效应以及证券市场“寻租”效应都是政府干预市场运行的结果。

第四章分析上市公司行为特征及其对市场功能的影响。我国上市公司的突出特征是产权不清条件下的国家控股。这种政府参与上市公司经营的制度对证券市场功能产生了影响。一是强化了上市公司的“寻租”行为,导致企业包装上市,虚假重组以及抬高证券发行价格,造成证券价格泡沫。二是扭曲了上市公司的经营行为,包括国有企业的“投资饥饿症”和上市公司偏好“股权融资”。三是在我国政府作为上市公司第一大股东的代表并参与企业经营的前提下,上市公司的内部治理与外部治理机制都不能有效发挥作用,证券市场的公司治理功能失效。

第五章分析投资者行为及其对市场功能的影响。我国证券市场无论是公司控股股东，还是公众股东，都表现出了不同于金融理论所认同的行为特征。由于国有股东产权虚置特征而产生的代理人行为导致上市公司“内部人控制”及证券市场外部治理机构失灵，其结果是不利于上市公司规范运作，证券市场财富功能缺失；由于国有控股股东的“圈钱”冲动，降低了证券市场的融资效率，弱化了证券市场资源配置功能。社会公众股东的“噪声交易”导致交易成本大幅增加、股票市盈率畸高、证券价格偏离价值，结果使证券市场失去功能发挥的基础。

第六章分析我国证券市场主体行为不规范的制度原因，研究我国证券市场制度演变中存在的问题及其对市场主体行为的影响。我国证券市场制度是在计划经济向市场经济转轨中形成的，以政府为中心的服务于改革、服务于融资的制度安排是我国证券市场制度的突出特征。政府充当证券市场制度供给的主体，这一方面加速了证券市场的进程，另一方面也在一定程度上使我国证券市场具有非市场化的特征。这种以政府行政权力为中心控制、分配金融资源的非市场化的制度安排，一是强化了政府控制证券市场的制度特征，表现是政府在证券发行制度、交易制度、监管制度、融资制度等方面的作用大于市场机制的作用；二是助长了上市公司的“圈钱”行为，并由此扩展到证券市场的逆向选择和道德风险；三是损害了投资者利益。在“圈钱”为目的的制度安排下，投资者的选择不可能是价值投资，而只能与市场制度博弈，并为此付出代价。

第七章以成熟市场经济国家证券市场发展历程为例，分析其证券市场的特征及其对我国的启示。以美国和英国为代表的西方发达国家证券市场之所以具有比较完善的市场功能，其主要原因在于有决定证券市场发展的内在制度作支撑，包括证券市场制度的自然演变、非正式制度的约束作用；上市公司既有规范的产权制度作保证，同时又受到证券市场等外部治理机制的约束，其行为与投资者的利益趋于一致；政府有效的作用在于适应证券市场发展要求，完善市场制度，加强市场监管，保护投资者利益；投资者能够按照市场运行的规律，理性投资，保证证券市场的有效运行。我国证券市场之所以存在功能障碍，根本原因在于我国不具备西方成熟证券市场的制度前提，因为在缺乏非正式制度约束、依靠政府强制性制度安排以及受此影响下市场主体不规范行为的作用下，证券市场就失去了功能发挥的基础。

第八章是全书的结论。具有完善市场功能的证券市场，一是必须具有符

合市场规律的制度环境，包括证券市场必备的非正式制度和正式制度，如发行制度、监管制度、交易制度、中介制度等；二是要有规范的市场主体行为，包括正确定位政府在证券市场中的职责，投资者必须具有以市场机制为约束条件的理性投资行为，上市公司必须是以股东利益为经营目标，追求企业价值最大化。因此，要完善我国证券市场功能，首先必须建立证券市场基础信用体系。其首要任务是正确把握证券市场的发展规律，充分认识以信用为基础的非正式制度在证券市场制度建设中的作用，强化市场主体道德、自律以及市场与法律意识，为证券市场有效运行创造条件。同时要强化以信用为基础的市场机制在市场制度中的作用，在具体的制度建设，包括发行制度、交易制度、监管制度以及中介制度安排方面不断完善市场机制。其次，在完善证券市场制度环境基础上，规范市场主体行为。一是规范政府行为，政府由过去的直接干预市场运行向完善制度供给、为市场运行创造良好的运行环境、加强监管转化；二是规范投资者行为，培育理性投资者的关键是在减少政府对投资者行为影响的基础上，提高投资者素质，转变投资理念、抛弃投机文化，确立以价值发现和价值投资为核心的投资行为；三是规范上市公司行为，解决政府干预企业行为的顽疾。其途径是除了政府要适应市场经济运行的要求、转换计划经济时期的管理理念以外，其根本途径是放弃国家控股，让政府从企业利益中解脱出来，使上市公司成为真正意义上的市场参与者。

第四节

分析方法及理论基础

古典经济理论认为人们的行为完全受到市场机制的约束，市场机制如同“无形之手”支配着社会的生产与消费，人们在市场价格的引导下，自发地调节供给与需求，经济始终处于均衡状态。市场引导经济的理论自从亚当·斯密创立以来，经新古典经济学派马歇尔、瓦尔拉斯及货币学派的弗里德曼，理性预期学派的卢卡斯等人的深入研究，日臻完善，成为描述市场运作方式最全面、系统的理论。但古典经济理论也面临以下两方面的问题：第一，制度问题。对古典经济理论的制度缺陷有两种不同的理解。一是认为古典经济学派是在既定的制度前提下演绎其理论的。古典经济学家在构造经济人假定时，其实已经包含了制度含义。斯密对市场机制的分析实际上包含了