

 博士文丛·经管系列

证券市场 微观主体行为研究

陈超◎著

Research on Behaviors of
Microscopic Main Players in Stock Market



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

 博士文丛·经管系列

证券市场 微观主体行为研究

陈超◎著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

证券市场微观主体行为研究/陈超著. —杭州:
浙江大学出版社, 2010. 6
ISBN 978-7-308-07506-0

I. ①证… II. ①陈… III. ①证券交易—资本市场—
研究 IV. ①F830. 91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 066419 号

证券市场微观主体行为研究

陈超著

丛书策划 袁亚春 朱玲
责任编辑 朱玲
文字编辑 王元新
封面设计 卢涛
出版发行 浙江大学出版社
(杭州天目山路148号 邮政编码310007)
(网址: <http://www.zjupress.com>)
排 版 杭州中大图文设计有限公司
印 刷 杭州浙大同心教育彩印有限公司
开 本 710mm×1000mm 1/16
印 张 12.75
字 数 235 千
版 印 次 2010 年 6 月第 1 版 2010 年 6 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-308-07506-0
定 价 26.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行部邮购电话 (0571)88925591

A 摘要

Abstract

我国证券市场经过二十余年的发展,在市场容量、交易品种、交易手段、清算体系和监管规则等方面都有了长足的进步,在促进经济发展中发挥着不可替代的作用。但我国的证券市场尚存在不少问题,具体表现为:市场价格信号扭曲,股价大起大落;内幕交易比较严重,投机色彩甚浓;上市公司做假账,人为调整利润现象;等等。本书基于证券市场主体的行为和市场本身特性对我国证券市场的微观结构进行理论与实证研究,寻找问题根源所在,以期完善我国证券市场。

全书内容分为四个部分:第一部分由第 1、2、3 章组成,阐述了证券市场微观主体行为研究的背景、意义,中国证券市场的发展历程、证券市场主体行为特征以及模型的选择。第二部分为第 4、5 章,是关于证券市场主体行为研究的。第 4 章利用面板数据对上市公司治理的有效性进行了实证检验,结果表明:①经营绩效与第一大股东持股比例之间的关系是 U 形关系,而不是假设中的倒 U 形关系,第一大股东的国家股性质没有对经营绩效产生显著影响,经营绩效与流通股比例成正比;②董事会规模、独立董事比例、董事会两职合一、董事会会议次数与公司业绩均不存在显著的相关性;③年度报酬总额越高,经营者绩效越高。第 5 章利用面板数据模型和二元选择模型对证券投资基金的持仓行为、增减仓行为进行了实证分析,结果发现:①基金持有比例和增仓比例越高,相应股票的收益率越高;②基金持有比例的高低和基金增减仓对其价格稳定性没有产生显著的影响;③基金持有比例与股票换手率成反比,这也说明了基金的持仓是相对稳定的,基金仓位变动量与换手率成正比;④基金倾向于持有流通盘较大、净资产收益率较高、市盈率较低、风险较低和流动性较高的股票,这些指标的高低也显著地影响了基金持有比例的大小;⑤市净率与换手率对基金是否增仓产生显著性影响,而对基金减仓行为产生显著性影响的变量有:净资产收益率、

C 目 录

contents

01 绪 论

- 1.1 研究背景 /001
- 1.2 研究意义 /002
- 1.3 研究思路、研究内容与创新点 /003
 - 1.3.1 研究思路 /003
 - 1.3.2 研究方法 /003
 - 1.3.3 研究内容 /005
 - 1.3.4 创新点 /006

02 证券市场 and 市场主体行为

- 2.1 中国证券市场的发展历程 /007
 - 2.1.1 改革开放前的中国证券市场 /007
 - 2.1.2 改革开放后中国证券市场的复苏和起步(1980—1991年) /008
 - 2.1.3 中国证券市场的快速发展(1992—1998年) /009
 - 2.1.4 中国证券市场的规范调整 and 改革深化(1999—2008年) /010
- 2.2 证券市场的主体行为 /013
 - 2.2.1 投资者行为 /013
 - 2.2.2 上市公司行为 /017
 - 2.2.3 中介机构行为 /022
 - 2.2.4 监管者行为 /023

03 金融分析中的非经典数据模型

- 3.1 面板数据模型 /025
 - 3.1.1 面板数据模型简介 /025
 - 3.1.2 固定效应模型及其估计方法 /027
 - 3.1.3 随机效应模型及其估计方法 /029
 - 3.1.4 模型设定的检验 /031
- 3.2 离散选择模型 /032
 - 3.2.1 二元离散选择模型 /032
 - 3.2.2 二元 Probit 离散选择模型及其参数估计 /034
 - 3.2.3 二元 Logit 离散选择模型及其参数估计 /036
 - 3.2.4 二元离散选择模型的变量显著性检验 /038
- 3.3 高频数据及相关模型 /039
 - 3.3.1 高频数据概述 /039
 - 3.3.2 高频数据的特点 /040
 - 3.3.3 高频数据模型 /041

04 上市公司:治理结构的有效性

- 4.1 背景与问题的提出 /043
 - 4.1.1 全球性的公司治理浪潮 /043
 - 4.1.2 为什么要关注公司治理问题 /044
 - 4.1.3 问题的提出 /045
- 4.2 公司治理概述 /046
 - 4.2.1 公司治理的概念 /046
 - 4.2.2 公司治理的属性特征 /047
 - 4.2.3 公司治理的内容体系 /047
 - 4.2.4 公司治理的模式 /049
- 4.3 公司治理结构有效性的研究综述 /052
- 4.4 股权结构的有效性 /055
 - 4.4.1 股权结构的定义 /055
 - 4.4.2 股权结构与经营绩效的研究假设 /055
 - 4.4.3 实证研究采用的方法——面板数据模型 /058



01 绪 论

1.1 研究背景

中国证券市场是在经济体制向市场经济转轨的过程中尝试建立并发展起来的。作为市场经济中层次最高的配置机制,证券市场在经济的发展尤其是国有企业的改革中发挥了重要的作用。

经济体制转轨的复杂性也体现在证券市场中,具体表现为市场的混乱。政府对市场不确定但频繁的干预、机构投资者的违规市场行为、上市公司的欺诈发行和虚假信息发布行为,都对市场的效率发生了严重的影响。建立证券市场的目的是改变资源配置方式、提高资源使用效率,但在国家放松经济控制的背景下,经济利益主体出现了多元化,各类行为主体间逐步发展出复杂的利益关系,造成股市的纷乱和秩序的不稳定。在 2000 年以来的股市论战中,“赌场论”、“阴谋论”、“推倒重来论”等各种观点,通过媒体的传播和放大,造成了市场的进一步混乱,而受到损失的不仅仅是投资者,证券市场本身的规范与发展也受到了严重冲击。近两年证券市场非理性的上涨和下跌将影响以后政府和其他市场主体的行为决策。

国内理论界在对证券市场的行为规范研究上形成了几种比较流行的观点:

第一种是对政府在股市中作用的批判,认为政府对股市的初始定位发生错误,政府对股市的干预过多。持这种观点的人认为不应该将股市定位成国有企业的融资场所,要求政府放弃股市为国有企业筹资的功能。在股市低迷时他们要求政府干预,而在高涨时,政府的严格监管又成为承担责任的原因,认为政府应该承担导致混乱的责任。

第二种认为西方发达国家良好的市场秩序是建立在私有制基础上的,国内以国有企业为主的证券市场无法形成良好的秩序。要实现资源配置效率的提高,形成成熟而理性的股市,必须进行全面的产权改

革,推行全面的私有化,只有这样才能实现激励与约束,提高上市公司的经营业绩,建立秩序良好、资源配置有效的证券市场。

第三种认为证券市场的制度变迁和政府对市场运行的监管越来越受到市场上交易主体的强烈影响,尤其是机构投资者的影响,形成了不利的路径依赖。个别利益集团影响政府的宏观决策,对经济的转轨和发展十分不利,必须打破这种依赖。政府在证券市场的制度引进上有失误,没能做到与国内证券市场的现实状况相结合。

1.2 研究意义

关于中国股市,业界与学术界争论最大的一个问题是其是否达到了弱式有效,很多实证表明中国股市远没有达到弱式有效。始于2005年4月的股权分置改革,给中国股市带来了脱胎换骨的变化,但中国股市的完善和效率的提高并非一日之功,后股权分置改革时代的中国资本市场仍旧存在很多问题。这些问题和市场微观结构有着不可分割的联系。

其一,证券市场层次单一,限制了股市功能的发挥。由证券交易所和场外市场(OTC市场)构成的完整的市场体系可以满足不同主体、不同性质的交易需求,扩大资本社会化、证券化水平。场外市场在中小企业股票流通、高新技术企业上市、债券流通等方面有着交易所无法替代的功能。但我国至今没有建设起规范的现代化的场外市场,这制约着资本市场的进一步发展。

其二,上市公司质量不高,优质股和潜力股较少。中国社会科学院工业经济研究所发布的2005年中国企业竞争力监测报告指出,“上市公司的竞争力总体不如非上市公司”,认为中国上市公司制度和股票市场制度,还需进行重大改革。

其三,中小投资者仍旧是市场的主体。目前A股市场中,持股市值100万元以下的中小投资者持股账户数占到总数的99.4%,其中“参与交易金额约占75%,持股市值占50%”,由此可见,中小投资者为市场投资主体。

其四,弄虚作假、挪用资金、操纵股市、内幕交易等违法行为接二连三,涉及面广,性质严重,成了损害市场发展的难以消除的毒瘤。

其五,股市市场化改革进展缓慢,“政策市”的色彩依然明显。2007年5月30日印花税的提高便是明证。

其六,相关法律法规尚需完善,市场监管有待加强。众所周知,美国证券市场之所以运作规范、效率较高、作用较大,与其严格的监管是分不开的,或者说这一切都是建立在强大的监管体系基础之上的。



近年来,国内学术界开始关注市场微观结构理论的研究。虽然在利用市场微观结构的基本理论来研究中国证券市场的问题方面已取得了一系列可喜的成果,但对市场微观结构的研究仍处于初步阶段,主要表现为:(1)研究的问题比较分散,且多数集中于对中国股票市场进行实证分析,缺乏基础性的理论研究;(2)尚未见到系统完整的金融市场质量指标评价体系;(3)虽然研究者已认识到我国股票市场采用的是无做市商的交易机制,但对该交易机制下短期价格行为的理论和实验研究尚未取得突破性进展。

总之,研究和分析市场微观结构对中国股票市场的发展有重大意义。它既需要理论工作者定量研究中国股票市场的流动性、波动性和透明度等一系列技术指标,也需要监管层从长远利益出发考虑市场微观结构的改革和发展。中国股票市场的改革必然是在规范中求发展,在发展中求规范,只单独强调某一方面必将更大程度伤害投资者的利益。

1.3 研究思路、研究内容与创新点

1.3.1 研究思路

市场微观结构有狭义和广义之分,狭义的市场微观结构仅指价格发现机制,广义的市场微观结构是各种交易制度的总称,包括价格发现机制、清算机制、信息传播机制等。一般来说,市场微观结构由五个关键部分组成:技术(technology)、规则(regulation)、信息(information)、市场参与者(participants)和金融工具(instruments)。市场组织者的主要作用是将上述五个部分合理地组织起来发挥最大的效用。

本书从市场参与者(上市公司、投资者等)的行为和市场本身特性出发对中国证券市场的微观结构进行理论与实证研究。

1.3.2 研究方法

在证券市场的研究中,常常用到所谓的“非经典数据”,如时间序列与截面相结合的数据、离散数据、(超)高频数据等。与以往研究最大的不同之处在于,采用了高等计量学中的非经典数据模型——面板数据模型、离散选择模型和高频数据模型。

1. 面板数据研究述评、研究意义与价值

Cheng Hsiao(1986)的《面板数据分析》(英文版)一书是最早地系统介绍面



板数据的著作。近年来,学者们在这方面的研究主要集中在动态面板数据及非稳定的面板数据上,主要有:Levin、Lin(1992),Im、Pesaran 和 Shin(1997)对面板数据的单位根检验进行了研究;Kao(1999),Philips 与 Moon(1999)从面板数据模型中的伪回归现象导出了最小二乘虚拟变量估计的渐近分布;Kao(1999)给出了各种面板数据的协整检验方法——DF 检验与 ADF 检验;Hsiao、Pesaran 和 Tahmiscioglu(1999)建议对异方差动态面板数据模型均值参数估计采用贝叶斯方法。国内关于面板数据模型理论及其应用的研究起步较晚,更多的研究是利用面板数据模型进行实证分析。近几年《统计研究》、《数量经济技术经济研究》、《数理统计与管理》、《经济研究》、《金融研究》等杂志发表了几百篇利用面板数据模型进行实证分析的文章。关于面板数据模型理论方法研究的文章较少,主要有张晓峒(2006)、张红星和贾彦东(2006)、白仲林(2006)。

2. 离散选择模型研究述评、研究意义与价值

离散选择模型在 20 世纪七八十年代逐渐成熟,被广泛应用于经济布局、企业定点、交通问题、就业问题、购买决策等经济决策领域,Borsch 和 Supan(1987)的《离散选择的经济计量分析》(英文版)对其进行了系统的介绍。近几年,离散选择模型向动态与非平稳发展,Susumu 等(1999)提出了动态的离散选择模型及其估计方法,Hu 和 Phillips(2003)研究了非平稳的离散选择模型,Dagsvik(2002)探讨了连续时间下的离散选择问题,Huang 等(1997)尝试了非参数的离散选择方法;在模型的估计方面,一些以模拟为基础的估计方法也被应用于离散选择模型的估计,Zhang 和 Lee(2004)提出了以加速抽样为基础的模拟方法,Lahiri 和 Gao(2002)以 MCMC 为依据对 Nested Logit 模型进行了贝叶斯分析。国内对于离散选择模型的理论研究绝大多数是应用性的。金融市场中的诸多决策问题,都可以用离散选择模型进行描述。

3. 高频数据的研究述评、研究意义与价值

随着金融市场与信息技术的发展,高频数据,如股市的逐笔交易(tick by tick)数据越来越容易得到,这些数据包含着一些有关市场结构的有用信息。原来的时间序列模型与波动模型都是建立在等距离散抽样观测值的基础上的。而就高频金融时间序列而言,观测值的抽样间隔是时变的,这一特征自然使我们考虑采用点过程或连续时间方法,这两种方法的一个共同的特点就是抽样频率取决于时间扭曲(time deformation)的概念。Engle 和 Russell(1998)的自回归条件久期(Duration)模型就是基于这种思想。高频交易数据为研究证券市场价格调整过程提供了新的机会,考虑价格、成交量、价格方向等多个维度序列以及高频时间序列的间隔随机性和数值离散性等特性,对于验证市场微观结构中的知



情交易理论和对信息含量进行更准确的估计有重要意义,Engle(2000)对此进行了开拓性的研究,国外比较有代表性的文章还有 Fernandes、Grammig(2003, 2006),Bauwens 等(2000),Giot(2000);近年来,高频与超高频数据模型的研究正成为数量经济和金融领域的研究热点。

1.3.3 研究内容

本书从市场参与者(上市公司、投资者等)的行为和市场本身特性对中国证券市场的微观结构进行理论与实证研究。具体内容安排如下:

第1章给出了论文的研究背景、研究意义以及论文的结构安排等。

第2章介绍了中国证券市场的发展历史和证券市场主体的行为特征。

第3章在广泛阅读相关文献的基础上,对所需要用到的非经典数据模型——面板数据模型、离散选择模型和高频数据模型进行了必要的介绍和回顾。

第4章利用面板数据对上市公司治理的有效性进行了实证检验,得到的主要结论有:

(1)经营绩效与第一大股东持股比例之间的关系是U形关系,而不是假设中的倒U形关系,第一大股东的国家股性质没有对经营绩效产生显著影响,经营绩效与流通股比例成正比。

(2)董事会规模、独立董事比例、董事会两职合一、董事会会议次数与公司业绩均不存在显著的相关性。

(3)年度报酬总额越高,经营者绩效越高。

第5章利用面板数据模型和二元选择模型对证券投资基金的持仓行为、增减仓行为进行了实证分析,结果发现:

(1)基金持有比例和增仓比例越高,相应股票的收益率越高。

(2)基金持有比例的高低和基金增减仓对其价格稳定性没有产生显著的影响。

(3)基金持有比例与股票换手率成反比,这也说明了基金的持仓是相对稳定的,基金仓位的变动量与换手率成正比。

(4)基金倾向于持有流通盘较大、净资产收益率较高、市盈率较低、风险较低和流动性较高的股票,这些指标的高低也显著地影响了基金持有比例的大小。

(5)市净率与换手率影响对基金是否增仓产生显著性影响,而对基金减仓行为产生显著性影响的变量有:净资产收益率、市净率、涨跌幅、波动以及换手率;说明市盈率越低,基金增仓的比重越大。

第6章利用(超)高频数据对中国股票市场的微观行为进行了实证检验,主



要工作如下:

(1)利用游程检验和沪深 300 指数的分笔数据对中国股市的有效性进行检验,结果发现中国股市远没有达到弱式有效。

(2)利用沪深 300 指数的日内数据对交易期间各个时点间隔 24 小时的收益率波动情况进行了分析,发现收益率方差在交易期间呈现“W”形变化,在收盘阶段和开盘阶段都表现出一定的价格回复,而不是价格的持续性;实际波动率模型具有较好的解释能力。

(3)ACD 模型族能够从不同的角度刻画交易持续性的各种特征,沪深 300 指数的报价表现出很强的持续性,这从另外一个角度说明了股票收益波动所呈现出的“聚集性”的特征。

第 7 章基于制度经济学方法提出了规范证券市场主体行为机制。

1.3.4 创新点

本书最大创新在于用非经典数据模型对中国股票市场的微观结构的主要问题进行了实证检验,具体来说,包括以下几个方面:

(1)在上市公司治理结构的有效性检验中,本文采用了面板数据模型。利用面板数据研究,是近 20 年来计量经济学研究中最活跃的一个领域,这是由于面板数据为计量经济学模型的理论方法研究提供了一个更为丰富的环境,但更重要的是在实际应用中它能够用于研究仅用截面数据或者时序数据所无法研究的问题。例如,上面提到的对公司业绩的研究,既要考虑治理结构、行业类别等因素的影响,又要考虑技术进步、制度变迁、宏观经济政策等产生的时间维度上的影响,此时使用面板数据得到的结论显然要更可靠。

(2)对证券投资基金的行为策略与价格影响进行了全方位的实证研究。一方面,对基金的持仓与增减仓行为的实证借助于面板数据,以期从时间与空间两个维度反映基金投资行为的特征;另一方面,我们用离散选择模型来实证检验基金作出某种决策(买入、卖出)的影响因素,以期得到基金是否起到稳定市场的作用、是否进行价值投资等问题的答案。

(3)利用高频和超高频数据对证券市场自身的市场行为进行实证检验。首次用分笔数据检验中国股市的弱式有效性;首次利用 1 分钟数据和高频数据对中国股票市场的波动行为进行实证分析;首次用 ACD 模型族对中国股票市场的交易持续性进行实证检验。



02 证券市场和市场主体行为

2.1 中国证券市场的发展历程

中国证券市场的发展历史是改革开放的历史缩影,证券市场的出现和发展,是中国经济逐渐从计划体制向市场体制转型过程中最为重要的成就之一,它推动了企业的发展壮大和行业的整合,改善了国有企业与国有资产的管理模式,促进了民营企业的发展,使上市公司日渐成为中国经济的重要组成部分;它推动了中国金融结构的转型,增强了金融体系的抗风险能力,改善了金融机构的盈利模式,提高了其运作水平。与这些成就同样重要甚至更为重要的是,中国证券市场在自身的建设和发展过程中,引领了中国社会经济的许多变革:它带动了股份制公司在中国的普及,推动了现代企业管理制度在中国经济社会的确立,完善了相关的法律制度和会计制度,促进了中国社会信用体制的逐步建立。

回顾中国证券市场的发展历程,中国证券市场经历了由无到有、由不成熟到成熟的过程。

2.1.1 改革开放前的中国证券市场

1. 新中国成立以前的证券市场

中国证券的历史,或许能追溯到乾隆四十四年(1779年)四川自贡自流井诞生的“同盛井约”。该契约从内容上看,符合股份制特征,与现代意义上的股票有相似之处。1864年,汇丰银行为吸收华人股份,发行了中国境内第一张股票;1872年,由李鸿章创办的轮船招商局发行了第一张中国企业股票;第一张债券,是清政府为筹措军费而于1894年发行的;1869年,上海出现了零星的外国公司股票交易;1891年,外商组织了中国境内最早的证券交易所——上海股份公所;1914年,上海股票商业公会成立,主要交易政府债券、铁路债券和公司股票;1916

年,中国人自己开办的证券交易所——汉口证券交易所开业。此后,华商证券交易所相继在北京、上海(如上海华商证券交易所、上海证券物品交易所)、天津、四明(宁波)、青岛、重庆等地成立并正式开业;上海在1882—1887年、1910年、1921年,还出现过三次股票买卖高潮,并在20世纪30年代成为远东著名的国际金融中心。

2. 新中国成立初期的证券市场

新中国成立后,鉴于经济建设的需要,政府利用国债市场筹措了一定数量的财政资金。这一时期大体上分为两个阶段:第一阶段是1950—1958年,发行了期限为1~5年、总额为1.48亿分(按1949年底物价计算,每“分”约合当时的人民币1.2万元)的人民胜利折实公债和期限为1~10年的国家经济建设公债,这两种国债均不能流通;第二阶段是1959—1978年,全国性的公债停止发行,1968年底国家经济建设公债全部还清,中国进入“既无内债也无外债”的“无债时代”,但允许省、自治区、直辖市在必要的时候发行地方建设公债。

新中国成立初期的股票发行和流通,历史稍早,但存续时间不长。第一次股票发行是1949年10月1日发行的“上海恒丰毛绒”股款收据;同年10月10日,“沁源县信用合作社粮食股票”发行;1950年5月,福建省宁化县合作社还发行了印有毛泽东头像的股票。50年代中后期产生的形式多样的合作社股票,随人民公社的成立和城市集体经济的建立而消失,公私合营时期和平赎买(“定股定息”)私营工商业所划定的许多私股,因1966年8月停止支付股息而实际消亡。新中国对证券交易实行限制利用的政策,在先后接收官僚资本的基础上,天津证券交易所于1949年6月1日成立;1950年2月1日成立了北京证券交易所。其中,天津交易所的纪纪人有39家,总计资本845万元;北京证券交易所经审查合格的法人纪纪人有5家,个人纪纪人有17家,交易启新洋灰、开滦矿务等近10种公司股票。由于交易量极度萎缩,纪纪人严重亏损,1952年7月、10月,这两家交易所先后宣告停业。津京证券交易所的历史虽然不长,但它们不仅在吸收游资、稳定市场方面发挥了积极作用,而且为我国证券市场的发展提供了宝贵经验。

2.1.2 改革开放后中国证券市场的复苏和起步(1980—1991年)

中共十一届三中全会之后,我国开始了改革之路。随着经济体制改革的推进,作为微观经济主体的企业对资金的需求日益多样化,成为中国证券市场复苏的经济和社会土壤。1980年6月15日,经成都市政府批准,成都工业展销信托股份公司成立,并于12月25日定向募股集资2000万元;1980年8月,中国农



业银行武汉分行东西湖支行慈惠分理处(时称营业所)受托代理东西湖农工商联合企业花木有限股份公司(“武汉东花”),发行公司股票 191 股(含个人股 1 股),筹资 19.1 万元;中国人民银行抚顺分行新抚办事处代理两家砖厂发行股票 280 股(偿还期为 2 年),筹资 280 万元。股份公司的兴起及其“股票”的发行,是当代中国证券市场复苏,尤其是证券发行复苏的重要标志。

1981 年 7 月国务院决定恢复发行国债,开启了改革开放后中国债券市场的发展进程。1984 年 8 月,上海市政府批准发布《关于发行股票的暂行管理办法》,同年 11 月,上海飞乐音响股份有限公司获准首次向社会公众发行 50 万元人民币普通股,拉开了中国股市发展的序幕。1987 年 5 月,深圳发展银行获准向社会公众公开发行 790 万元人民币普通股,1988 年 4 月在当地证券交易柜台正式挂牌交易,使中国股市从第一大经济都市上海向改革开放的前沿城市深圳辐射开来,随后,有组织的股票交易活动就在这两个城市蓬勃发展起来。1990 年 12 月 19 日,上海证券交易所正式挂牌成立,1991 年 7 月 4 日,深圳证券交易所鸣锣开张,标志着新中国证券市场正式起步。

这一阶段,我国证券市场的特点:首先,证券发行数量大,流通规模偏小。1980—1991 年间,各类证券累计发行、流通总额分别为 3944.53 亿元、648.11 亿元,证券流通率平均仅为 16.43%。其次,债券市场相对活跃,股票市场的发展相对缓慢。1980—1991 年间,各类债权(含大额可转让存单)证券累计发行 3863.91 亿元,是股权证券发行总额 79.22 亿元的近 48 倍。截至 1991 年,上海、深圳两地上市证券的品种中,债券品种合计 36 个、股票品种合计 14 个(上海证交所共有 8 只上市股票,深圳证交所共有 6 只上市股票)。债券年成交量两市合计为 110.7 亿元,而股票年成交量两市合计仅为 51.9 亿元,证券市场总体处于“低迷阶段”。

2.1.3 中国证券市场的快速发展(1992—1998 年)

1992 年春,邓小平在深圳视察时发表了对证券市场至关重要的谈话,明确提出“证券、股票市场这些东西究竟好不好,有没有危险,是不是资本主义的东西,社会主义能不能用?允许看,但要坚决地试”。谈话为改革开放的进一步深化统一了思想,为证券市场的发展创造了良好的舆论环境和政治气候。

1992—1998 年间,我国证券市场进入了快速发展阶段。股票的种类由最初的单一 A 股,发展到既有境内上市外资股 B 股,又有境外上市外资股 H 股,上市公司数量迅速增加,从 1991 年的 14 家上升到 1998 年的 851 家,股票市价总值占 GDP 的比重从 1992 年的 3.93% 上升到 1997 年的 23.44%,股票印花税所



占财政收入的比重逐年上升,由1993年的0.51%上升到1998年的2.29%,证券市场开户人数也逐年增加,在1998年达到了3911.13万户,占我国总人口的3.13%,城镇人口的10.31%。

除了股票市场外,我国其他有价证券的数量和种类也进入了新的发展时期。从1992年开始,国内的基金纷纷在沈阳、大连、海南、武汉、北京和深圳等地出现。同年10月8日,国内首家被正式批准成立的基金管理公司——深圳投资基金管理公司成立。1992年11月,中国国内第一家比较规范的投资基金——淄博乡镇企业投资基金经人民银行批准成立,该基金为公司型封闭型基金,于1993年8月在上海证券交易所上市。截至1997年10月,全国共有“老基金”72只,募集资金66亿元。随着《证券投资基金管理暂行办法》在1997年11月14日出台,标志着中国证券投资基金进入规范发展阶段。

这一阶段的中国证券市场的特点体现在:证券市场扩容速度极快,国有大中型企业成为市场的主体,证券市场的法律法规逐步完善,建立了全国统一的证券市场监管体系。从1992年起,一系列规范证券市场的法律法规出台,如《股票发行与交易管理暂行条例》、《中华人民共和国公司法》(1994年7月1日生效)、《公开发行股票公司信息披露实施细则》、《关于从事证券业务的会计师事务所注册会计师资格确认的规定》、《证券交易所管理暂行规定》、《证券期货咨询管理暂行办法》等。1992年10月,国务院证券委员会(简称“证券委”)及其监管执行机构中国证监会宣布成立,后于1998年4月撤销证券委,其全部职能及中国人民银行对证券经营机构的监管职能同时划入中国证监会。中国证监会成为全国证券期货市场的监管部门,并在全国设立了36个派出机构,建立起了集中统一的证券期货市场监管体制。

2.1.4 中国证券市场的规范调整 and 改革深化(1999—2008年)

1998年12月,全国人大常委会通过《中华人民共和国证券法》,并于1999年7月1日正式实施,从而奠定了我国证券市场基本的法律框架,以法律形式确认了证券市场的地位,标志着我国证券市场的发展进入了新的阶段。

1. 证券市场震荡调整

1999年5月16日,国务院正式批准了“搞活市场六项政策”。这一信息透露到市场,5月19日上证指数一改颓势,上涨4.64%,虽然这一单日涨幅并不足以挂齿,但是它成为随后上证指数扶摇直上的起点。这轮牛市经历几次调整,一直延续到2001年。从2001年开始,市场步入持续四年的调整阶段:股票指数大幅下挫;新股发行和上市公司再融资难度加大、周期变长;证券公司遇到了严重



的经营困难,到2005年全行业连续四年总体亏损。从2001年6月14日上证综合指数的历史最高点2245.44点,到2005年6月6日最低点998.23点,上证综合指数跌破1000点。而这次牛市止步的直接诱因,就是中国股市的天生痼疾——股权分置。

2004年1月31日,国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》(因提出了九个方面的纲领性意见又被称为“国九条”),充分肯定了我国资本市场取得的巨大成就,明确了资本市场发展的指导思想和任务,提出了支持资本市场发展的有关政策,将大力发展资本市场提升到前所未有的战略高度,是中国股市极具里程碑意义的标志之一。“国九条”确立了尊重市场规律解决股权分置问题的基本原则。2005年4月29日,中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,启动股权分置改革。2006年6月19日,“新老划断”后的全流通第一股中工国际上市,标志着中国股市进入全流通时代。截至2008年10月底,沪深两市A股中共有1585家上市公司完成或者已进入股权分置改革程序,占改革公司的98%,还有33家公司未股改。与此同时,证监会还大力推进交易结算资金第三方独立存管、对证券公司全面实行净资本管理,适时推出投资者保护基金,加快风险券商处置进度,基本完成高风险券商处置工作,若干长期困扰中国资本市场发展的问题逐步得到解决。

股市的基础制度在改变,而行情对这一改变的反应极为猛烈。2006年迎来自证券市场成立以来最壮观的牛市,沪、深两市市价总值为89403.9亿元,全年涨幅居全球第一。2007年10月16日冲高到6124.04点,与2005年6月6日的最低位相比,上涨了5倍多,所用时间仅仅2年4个月,成为中国证券市场一大奇观。短时间内的快速上涨使中国股市积累了大量的泡沫,而此时“大小非解禁”的威力显露出来,再加上愈演愈烈的美国次贷风波的影响,使经济衰退的预期动摇了投资者对股市的信心,上证指数开始下跌。2008年10月28日,沪指创出了这一轮的新低1664.93点,股指在1年的时间内暴跌70%多,中国股市暴涨暴跌的特点再次显露出来。

2. 证券市场的改革深化

在进行股权分置改革的同时,我国证券市场推出了一系列的改革深化措施。2002年12月,中国证监会颁布并施行《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》,这标志着我国QFII制度正式启动;2004年5月起,深交所在主板市场内设立中小企业板块,上海证券交易所和深圳证券交易所分别推出交易型开放式指数基金(ETF)和上市开放式基金(LOF)、权证等创新品种,交易机制、交易技术也不断完善;2004年6月1日,酝酿已久的《中华人民共和国证券投资基

