

ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库

中国证券市场制度演化 及其效率

张 维 著

Institutional Evolution and
Efficiency of Chinese Securities Market



经济科学出版社

中青年经济学家文库

中国证券市场制度 演化及其效率

Institutional Evolution and
Efficiency of Chinese Securities Market

张 维 著

经济科学出版社

责任编辑：张和群
责任校对：董蔚挺
版式设计：代小卫
技术编辑：董永亭

中国证券市场制度演化及其效率

张 维 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036
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)

欣舒印刷厂印刷

永明装订厂装订

850 × 1168 32 开 8.5 印张 220000 字

2006 年 11 月第一版 2006 年 11 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7 - 5058 - 5904 - 8/F · 5165 定价：18.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

图书在版编目 (CIP) 数据

中国证券市场制度演化及其效率 / 张维著. — 北京:
经济科学出版社, 2006. 11

(中青年经济学家文库)

ISBN 7 - 5058 - 5904 - 8

I. 中... II. 张... III. 证券交易 - 资本市场 - 金融体制 - 研究 - 中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 128351 号

致 谢

本著作是作者在南京大学工程管理学院博士后期间的研究成果，研究得到了南京审计学院、教育部哲学社会科学创新基地“南京大学经济转型和发展研究中心”子课题“复杂经济系统演化研究”及“行为金融学应用研究”项目和南京审计学院金融学院金融学重点建设学科经费的共同资助。

自从事博士后研究工作起，作者一直是南京大学演化经济理论与应用计算实验室的研究人员。多年来，这一实验室定期举行的学术讨论会，既体现了对科学真理的追求，又表现出追求真理过程中的人人平等，这种和谐的学术生态与文化氛围，以及实验室在演化经济学和计算管理方面所做的开创性工作，使作者汲取了丰富的学术营养，同时，也给予了作者极大的理论支持和技术上的帮助。因此，本书能较好地反映当前经济学和金融学的若干前沿与最受人关注的一些研究问题。

序一

用演化经济学的理念来 推动中国证券市场的改革

21 世纪的中国与世界，令人无限遐想。作为学术界讨论日趋热烈的演化经济学，其发展前景十分广阔，尤其是面对技术、制度不断创新的当今世界，由世界是演化的可以推演出经济是演化的这一基本论断可以说再无争论的价值了。然而，对于国内学术界来说，随着我国经济体系的开放，面对纷繁复杂的经济学思想流派，更需要埋头做一些基础研究工作。

面对演化经济学的发展，国内学者及时地把握住了机会。事实上，当西方主流的新古典经济学在国内几乎占领了大学经济学专业课堂的时候，其精髓似乎被大家快速领悟，所以，有别于新古典经济学的新兴经济学流派更能打动经济学家们的心。当然，新古典经济学的霸主地位被动摇还是难以预见的事，只是其面临不断的挑战，其自身也在不断地发展。

从国外经济学的发展看，经济学的研究越来越自然科学化，因为经济学要进入科学的殿堂，还有很多的实证体系要建立，而大量的自然科学专家不断进入经济学研究领域从事研究本身就是推动经济学自然科学化的一种内在动力。演化经济学的产生及发展多少也反映了这种趋势，尽管目前国内很多学者把演化经济学

当成学术思想来研究更容易理解,但演化经济学的基本理念则是在演化的基本理论立足点上来解决问题。

目前,国内外流行的演化经济学思想著作已经不少了,但是,真正经典的演化经济模型建立与主流经济学相比还有很大差距,而这一点工作需要借助工程技术的工具和理念方能达成。古典经济学家和当代的经济学家对演化经济学的定性判断尽管可以提供更多的文献,但对于现实经济的发展需求来说,演化经济学必须在解决问题方面显示出更强的操作性,方能在新古典经济垄断的学术领域找到自己的空间。

正因为如此,演化经济学从产生就注定了跨学科的发展模式,当代演化经济学甚至产生了不同的流派,如以强调创新作用的新熊彼特派、强调复杂性的复杂理论学派、奥地利学派等。这些流派无一不认为世界是复杂的。我们可以观察到的世界本身的演化具有物理层、化学层和生物学层等层次,各个层次具有的现象互不相同,各个层次具有自己的规律,正如哲学家波兰尼所指出的,经济行为本身也是复杂的物理、化学和生物反应集合体,它也是复杂的。因此,如果我们仍然按照新古典经济学的方法,借助严格的假定来描述经济行为,必然会显得急功近利。在演化经济学中,新古典经济学中的经济人的理性假设被代之以有限理性。

显然,世界是演化的同时,经济也是演化的,经济学更需要演化。在演化经济学的思路里,经济的运行一定是在一个自我选择的体系中进行,一个经济组织需要知道经济演化的效果,这一点仍要追溯到资源的稀缺性。无论是古典经济学还是演化经济学,其研究的根本问题没有变,变化的只是研究范式。

演化经济学为我们开辟了一些新的道路,将来它也许会在现代全球化发展中起到决定性的作用,这就是说,所谓的“知识化经济”会导致经济的高速革新以及社会的转型。“知识”

就是演化经济学的基础，它在纳尔逊和温特的理论中表现为“技能”或“默示知识”，在复杂系统理论中表现为个体的行为，奥地利学派的代表人物哈耶克则强调知识分散于社会各成员之中。

演化经济学和制度经济学也存在着千丝万缕的联系。许多演化经济学家常常也是制度经济学家，如凡勃伦、哈耶克等；演化经济学和制度经济学的研究内容和研究方法存在交叉，如青木昌彦的《比较制度分析》既是一本制度经济学著作，也是演化经济学的运用。这充分说明，用演化经济学的思想研究经济问题，尤其是制度问题是个好的切入点。

国内学术界研究演化经济学的热潮方兴未艾，这一点是国家学术开放和学术自由的结果。南京大学工程管理学院多年来致力于演化经济学及其应用的研究。学院的演化经济学研究方向是学院重点发展方向之一，并列入教育部“985”二期哲学社会科学创新基地——经济转型和发展创新基地的子项目之一。学院设有“中德演化经济学与中国经济发展问题研究中心”以及“演化经济理论及应用计算实验室”。在过去的几年来，南京大学工程管理学院在演化经济学的学科体系和基本理论以及应用研究方面做了一些积累，与国内外学者在开放的平台上进行学术探索，张维博士的这本著作就是其中之一。

根据张维博士最初提出的研究设想，希望借助演化经济学的基本理论框架来研究中国证券市场的制度，最终的成果基本达到预期的目标，也是演化经济学应用研究的一次尝试。作者是一直从事证券市场研究的一位青年学者，对演化经济学有着强烈的探索欲望，该著作是他在博士后研究工作中的主要成果，该书的出版将为我国证券市场的制度改革提供新的思路和启示。

我国证券市场发展历史较短，基础薄弱，跟发达国家相比

有较大的差距，这些似乎都成了我国证券市场制度设计有别于国际证券市场的基本理由，但是，我们国家的社会背景更是为我们证券市场制度设计提供了一个约束。比如，我国证券市场的股权分置问题，这在成熟证券市场非常简单的问题，在国内证券市场却被搁置了15年的时间，这种制度设计就有其深刻的社会背景。

从2005年下半年开始的股权分置改革本质上是一种制度纠错，但从演化分析的角度来看，也有其合理性。当初的制度设计和股改制度设计都反映了我国证券市场参与主体的利益在不同时点上的平衡。股权分置的制度格局在演化过程中，不断打破参与主体的利益平衡，市场便自发产生了制度演化的动力，新的股权分置改革本身是制度演化过程中的制度创新。

诸多在我们现在看来都不尽合理的制度设计在证券市场却大行其道，其中的合理性用演化经济学来解释再合适不过了，但是，演化经济学的基本理论决不仅仅提供思维框架，更重要的仍是要解决制度本身存在的问题。作者在本著作中设计了自己的模型来解释中国证券市场的制度演化过程，同时，借鉴了演化理论中的“人为”与“自发”二分法，提出了演化干预的概念，也对证券市场的几个主体市场进行了制度效率检验，其中包含了深刻的学术思想。

张维博士这本著作的最大启示在于，证券市场制度演化的效率取决于参与市场各方主体的利益平衡机制，而这种平衡机制的达到又取决于主体的知识和文化背景影响的行为，所以，如果政府希望制度演化的方向是一个更有效的路径，各市场主体的代言人本身的行为控制是关键，从这一点看，演化经济分析的方法较其他分析方法更务实一些。

当然，本著作只是证券市场制度研究的一个侧面，作者还有很多工作要做，很多关于证券市场制度演化的变量都需要做进一

序一

步规范的研究。尤其值得一提的是，关于行为主体的研究还需要做相关的实验，以使定量化研究更深入。不过，从目前证券市场制度改革的紧迫性来看，该著作的出版应当具有一定的现实意义。

戚昭瀚

2006年10月13日

序二

加强证券市场制度演化研究 推动证券市场制度改革

当今世界，新思维与新技术交织，经济学的发展也是日新月异。演化经济学作为一个新兴的经济学流派，还备受争议。比如，有学者把演化分析归纳为新制度经济学（new institutional economics）的范畴，经济科学出版社2003年出版的《新制度经济学译丛》就收录了荷兰学者弗罗门的专著《经济演化》，其中，把演化经济学作为新制度经济学的基础理论之一，但是，纳尔逊和温特（Nelson and Winter, 1982）的工作却把演化经济学引领成独立的学说。

尽管演化分析对新制度经济学来说，不能不说是一个好的工具，但是，演化经济学已经越来越成为一个独立的线索，在学术界已是一个客观的事实。借助生物学和科学哲学的理念，演化经济学把经济体系的演进看成是自在的演化，这种演化包含了“革命式的”和“渐进的”变化，是经济现象发展复杂性的一种理性描述，可以指一种事物在时间序列上的属性变化，有一点哲学的含义。

很显然，平常语言中的“变化”、“变迁”和“渐进”等都

中国证券市场制度演化及其效率

不能准确描述演化的含义，演化本身包含了技术和范式的转换，新奇和创新是其中的内核，这一点在熊彼特（Schumpeter）的工作中可以得到充分体现。所以，我们可以抛开学派的争论，沉浸在演化经济学的氛围来审视这个世界，一切都是演化的，新奇、位移和革命都是演化的丰富内涵，我国的社会主义市场经济也是演化的。

新中国的经济发展用演化来描述再恰当不过。我们经历的资本主义经济、计划经济、商品经济和社会主义市场经济的历史性阶段，以及世界经济飞速变化的复杂背景，都是演化的结果。证券市场是我国市场体系的重要组成部分，它的发展本身受制于经济社会环境和决策者本身的知识结构，尽管早期的制度存在缺陷，但是，都是我国证券市场制度演化的正常现象。

在改革开放后，所有中国人的商品经济意识需要一个过程来积淀，但是，世界经济的变化并不允许我们通过一种传统的演化模式来实现制度的演化，因为发展经济的紧迫性以及经济体系的开放，使证券市场在制度设计的过程中，参与主体的自然选择会使制度演化遵循一个自然的路径，这个时候，国外证券市场的制度经验和我国的经济制度的约束都会成为制度设计中的基本元素和求解约束。

事实上，在现实的经济决策中，我们不可能指望把决策者都进行一个标准模式的培养，使之成为一个理想化的主体，然后，推动经济的发展。而大多数情况下，经济主体都会选择一个成本低的方法来解决问题，现实经济中并不存在纯粹理想化的现存模式。证券市场的制度设计也是如此。

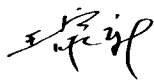
我国早期的证券市场制度基本上是在学习其他国家的经验基础上设计出来的，由于国有企业改革的外在压力，证券市场的存在根本上是在解决企业改革的资金压力，这一经济环境决定了证券市场本身的存在是支持国家经济体制改革的一个环节，也是大

局问题。所以，证券市场早期的制度设计基本上是在简单讨论的基础上形成，而且还要受意识形态的影响。现在看来，早期的制度缺陷的确有合理的元素。

现在，随着我国社会主义市场经济体系建设的不断深入，证券市场对国家经济增长的贡献越来越明显，但随着我国经济跻身于世界经济，证券市场作为资本市场的核心组成部分具有十分重要的作用，国家发展资本市场的决心已下，证券市场的制度改革任务十分紧迫，学术界加强这方面的研究具有重要的现实意义。

张维博士是我校金融学院的青年学者，在研究我国证券市场方面有自己独到的见解。本著作从演化经济学的角度来研究证券市场的制度，为国内证券市场制度研究提供了新的启示，作者设计了自己的演化分析模型，并对证券市场的制度效率进行了检验，得出了自己的结论，对我国证券市场制度改革可以提供很好的决策参考。

当然，证券市场制度演化本身的复杂性，还需要学术界坚持不懈的努力，尤其需要引入新的分析框架，张维博士的工作是一种有益的尝试。我国证券市场的发展是实践先行，理论滞后，学术界任重道远。但是，并不能因为实践在前就否认理论的指导作用，实务界、政府监管部门和学术界应该携手前进，尤其是要实现信息共享，共同推动证券市场的发展。当前，证券市场的制度改革如火如荼，大量新课题如衍生证券、信用交易和证券市场开放等的制度设计，需要学术界和实务界共同努力。



2006年10月13日

内 容 摘 要

本著作主要以中国证券市场制度作为研究对象，利用演化经济学的理论框架和行为金融学及计量经济学的分析工具，用规范分析和实证分析相结合的方法来探讨中国证券市场制度演化的历史进程，重点分析中国证券市场的制度演化特点、机制及其自身的经济效率。全书以演化经济学理论框架为立足点，主要回答“制度是如何演化的、演化的效果如何和未来的演化路径怎样”等基本问题。本书一方面研究市场的参与主体，包括政府（含地方政府）、企业（上市和拟上市企业）、投资者（机构和中小投资者）、证券经营机构和逐步加入的外国投资者、外资经营机构等在制度演化中的地位和作用；另一方面研究证券市场的各个组成部分，包括发行市场、并购市场、二级市场以及逐步互相融入的境外市场在制度演化过程中的效率。作者在全面考察中国证券市场制度演化历程的基础上，借助演化经济分析的基本理论框架，设计了证券市场制度演化模型，指出证券市场制度演化的根本动力是政府与市场的利益不均衡。在提出分析框架的基础上，对发行、并购、二级市场和证券经营机构在制度演化中的效率进行实证检测。最后，根据效率检验结果，作者认为政府必须逐步退出证券市场制度演化体系，市场化、自由化制度演化模式是我国证券市场制度演化路径选择。本书是作者研究中国证券市场十多年的成果之一，具有独特的分析框架和全面深入的考察，它的出版将为我国证券市场正在进行的制度改革产生积极的影响。

Abstract

This book researched into institution of Chinese securities market, It analyzed development of institutional evolution in Chinese securities market in past sixteen years. The book's theoretical framework based on evolutionary economics, which employed behavioural finance and econometrics tools, and take methods included normative and positive method. The main point stressed to the characteristics of institutional evolution and economic efficiency of evolutionary path choice.

On the one hand, the research target comprises of main participants' position and function in the market, including government (include local governments), enterprises (listed and intending to IPO), investors (institutions and individuals), security business companies, foreign institutions who are gradually participating in the market. On the other hand, it explored securities market's operating efficiency, including issuing market, M&A market, secondary market and the oversea markets which have been interacting with domestic markets step by step.

The author analyzed the institutional evolution process of Chinese securities market beginning with literature overview, pointed out that the dynamic system of institutional evolution is interest disequilibrium of government and market, and focused on feature exploration of institutional evolution in Chinese securities market. Finally, the conclu-

sion is marketization and liberalization will be the institutional evolution path of Chinese securities market.

At present, Chinese securities market's institution is being innovated with the opening of Chinese capital market, Chinese government must deal with institutional evolution inefficiency and improve securities development path, the conclusions and suggestions from this book will consult it. Lastly, this book take institution evolutionary framework to study Chinese securities market's development, which tried to find new framework of Chinese securities market research.

目 录

第 1 章	导 言	1
1.1	选题的背景	1
1.2	文献综述	5
1.3	研究方法 及 目标	29
1.4	研究的主要 内容及 结构	33
第 2 章	中国证券市场制度演化的历程	36
2.1	中国证券市场产生的背景	36
2.2	中国证券市场制度演化历程	40
2.3	中国证券市场制度演化的特征	46
第 3 章	中国证券市场制度演化的理论及模型	56
3.1	中国证券市场制度演化的相关理论分析	56
3.2	中国证券市场制度演化的模型	62
3.3	中国证券市场制度演化模型的适用性	67
第 4 章	中国证券发行市场制度演化及其效率	71
4.1	证券发行市场制度演化历程	72