

一部了解中国资本市场发展历程、把握未来股票市场发展方向的教科书。

中国资本市场：

发展路径与风险管控



CHINESE CAPITAL
MARKET:
DEVELOPMENT
PATH AND
RISK
CONTROL

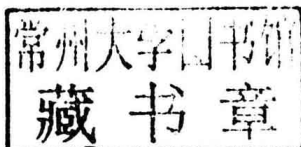


肖立见◎著

 中国财政经济出版社

中国资本市场： 发展路径与风险管控

肖立见 著



中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国资本市场：发展路径与风险管控 / 肖立见著. —北京：中国财政经济出版社，2016.6

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6759 - 3

I. ①中… II. ①肖… III. ①资本市场 - 研究 - 中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 114024 号

责任编辑：付克华

责任校对：张 凡

封面设计：汪俊宇

版式设计：董生萍

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

发行处电话：010 - 88190406 财经书店电话：010 - 64033436

北京京华虎彩印刷有限公司印刷

787 × 1092 毫米 16 开 36 印张 643 000 字

2016 年 8 月第 1 版 2016 年 8 月北京第 1 次印刷

定价：198.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 6759 - 3/F · 5437

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010 - 88190744

打击盗版举报电话：010 - 88190492、QQ：634579818

序

20 世纪 80 年代中国股份制的悄然兴起和后来的资本市场的迅速发展，不仅是中国几千年发展史上影响深远的重大事件，也是世界资本市场发展史上令人惊叹的奇迹。

与根植于市场经济土壤发展起来的股份经济和资本市场不同，新中国股份经济和资本市场是在计划经济体制下形成和发展起来的。资本市场是市场经济发展到一个较高阶段的产物，是市场经济体系中的高级形态。在计划经济体制下发展股份经济和资本市场，在世界经济发展史上没有先例，没有经验可循，是一项重大的制度创新。这种创新的原动力来自企业资金短缺所引起的强大的直接融资需求。当时，中国计划经济体制下的企业绝大多数是国有企业或集体企业，这些企业资金供给先是主要来源于政府财政拨款，后是主要来源于政府主导的银行贷款。

计划经济体制下的国有企业资金运用的低效与财政拨款或银行贷款的有限，造成绝大多数企业营运资金极为短缺，并成为企业生存、发展的重大瓶颈。创新融资方式，从依靠财政拨款或银行贷款，到从市场找资金，就成为一些企业解决资金短缺难题的必然选择，而企业股份制改造和发行股票融资就是破解这种难题的有效方式。在计划经济体制下，企业股份制改造和发行股票在政策上都是不被允许的。但是，进入 20 世纪 80 年代，在逐渐深入、扩大的改革开放的冲击下，计划经济体制已非铁板一块，一些试行股份制改造和发行股票的企业，通过变通的、悄然的方式或在地方政府的默许下开始了企业直接融资制度的创新。可以说，中国 20 世纪 80 年代股份制的兴起既是改革开放的产物，又推动着改革开放朝着市场经济的纵深方向发展。

如同商品一样，有了股票就必然会产生股票交易的需求。尽管这种股票交易需求不为计划经济体制所认可，但是计划经济体制也难以扼杀它，如同计划经济体制难以扼杀自由的农贸市场一样。20世纪80年代在中国出现的股票交易，起初是一种分散的、私下的、钱与票的交易。这种股票交易从一开始就存在着公司信息不透明、交易信息不对称、交易行为不规范、交易效率不高和交易欺诈、交易纠纷时有发生等问题。为了解决这些问题，建立集中的、公开的、规范的场内股票市场以取代分散的、私下的、混乱的场外股票市场就成为必然的选择。1990年沪深证券交易所的成立并运作，正式开启了中国资本市场形成与发展的序幕。截至2015年，在短短的25年的时间里，中国逐步构建了股票、期货、债券、基金、衍生品等资本市场产品体系，并构建了主板、中小板、创业板、新三板和区域性股权市场等资本市场层次体系。2015年，沪深证券交易所拥有上市公司2800多家，股票市值60万亿元，股票日成交额最多时超过2万亿元，中国沪深股票市值规模已仅次于美国而居世界第二位。25年来，沪深证券交易所累计为上市公司直接融资超过10万亿元，为中国实体经济发展注入了强大动力。在短短的25年时间里，中国资本市场发展之迅速，路径之独特，成绩之巨大，创造了世界资本市场发展史上的奇迹，为世人所惊叹。

尽管中国资本市场发展快，成绩大，但在计划经济体制环境中发展起来的中国资本市场，仍具有明显的“新兴+转轨”市场的特点。起初，中国资本市场在股权结构设置上是一个股权分置的市场，在发行制度上是一个行政审批或核准的市场，在市场功能上是一个重融资、轻投资的市场，在投资者结构上是一个以中小投资者为主的市场，在投资理念上是一个重投机、轻投资的市场。这些问题的存在，都不同程度地影响了中国资本市场的规范、健康和有序发展。随着中国改革开放的逐步深入，社会主义市场经济体制和体系的逐步建立，中国资本市场在发展过程中也开始了改革和自我完善。20世纪90年代，中国构建了全国统一的证券期货市场监管体系，制定和发布了《中华人民共和国证券法》，对证券期货市场进行了清理整顿。2005年，中国开启了股权分置改革，逐步建立

了股票全流通市场。2015年，中国开启了发行制度改革，注册制将要取代核准制。随着这些重大制度的改革，一个开放的、与国际接轨的但又不乏中国特色的中国资本市场正出现在世人的面前。

资本市场是一个影响广阔的复杂性市场。在中国资本市场兴起、发展和改革过程中，研究工作始终扮演了重要角色，发挥了重要作用。在我时任中国证监会主席期间，为了研究中国资本市场发展的基础性、综合性、前瞻性、应急性等重大课题，深圳证券交易所（简称“深交所”）成立了综合研究所，面向海内外招收了一批高级研究人才，借鉴国际上一流研究所的成功运作经验，致力于中国资本市场发展与监管系列课题研究，取得了一批有价值的、在业界有广泛影响的研究成果。肖立见博士作为深交所综合研究所的资深研究员和负责人之一，承接或组织了深交所综合研究所一批重点课题的研究，取得了较多、较好的研究成果。本书收录的就是肖立见博士在深交所综合研究所工作期间所取得的部分研究成果。

本书分上、下两篇。上篇为理论研究篇，收录了肖立见博士独立或主持研究的十篇研究报告。研究内容涉及中国20世纪80年代股份经济的兴起、股权分置改革、全流通市场风险控制、限售股东持股成本与减持收益、A股投资者投资盈亏分析、中国证券投资咨询问题研究、股市市盈率中外比较、中国养老金融框架性研究等内容。下篇为市场研评篇，收录了肖立见博士在《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《中国金融》等报刊杂志上发表的几十篇资本市场评论性文章，内容涉及资本市场功能、资本市场发展、资本市场风险、资本市场监管等内容。综观全书，有以下特点。

一是现实性强。书中收录的研究报告或评论文章，都是当时中国资本市场发展中存在的、需要正确认识或需要加以解决的问题。

二是理论联系实际。无论是书中洋洋万言的研究报告，还是一二千字的研究评论，都有理有据，说服力强，具有较好的应用价值。

三是定性与定量分析相结合。书中收录的研究报告，有许多第一手资料，第一手数据，得出的结论既有数据支撑、事实依据，又符合定性

判断的要求，具有较好的文献价值、学术价值。

四是注重建设性。本书的研究报告基本上都是建设性的，不仅对问题的认识比较到位，而且所提的政策建议都具有建设性和可操作性，对制定政策具有较好的参考价值。

此外，本书还有一个特点，就是把中国股份制的兴起与资本市场的发展有机地联在一起，不仅揭示了中国资本市场发展的逻辑起点，而且彰显了中国 20 世纪 80 年代悄然兴起的股份制改革的重大深远意义。这对如何看待中国股份制改革，如何看待中国资本市场发展，如何看待股份制改革、资本市场发展在中国计划经济体制向市场经济体制转轨过程中的地位和作用，具有重要的参考意义。

中国证监会前主席 周正庆

2015 年 12 月 6 日

前言：股市是什么

作为证券交易所的一员，经常被人问起“股市是什么”这个一时讲不清、道不明的话题而倍感汗颜。闲暇时不时琢磨，觉得要全面认识、深刻理解、准确把握、完整回答这个话题还真不容易。

股市是投资者直接投资、公司直接融资的集结地；

股市是公司股票发行、募集资金并上市的公开场所；

股市是社会资源配置的优化器，公司资本形成的推动器，公司治理优化的驱动力；

股市是创业企业的孵化器，是上市公司发展的助推器，是上市公司宣传的广告牌。

股市是股份经济发展的必然产物，是发展股份经济的推动力；

股市是市场经济结构的重要组成部分，市场经济体系的最高层次；

股市是支持实体经济、服务国民经济的重要工具；

股市是国际或区域性金融中心得以形成的不可或缺的标志。

股市是证券市场的主体，交易所市场组织的实体，中介机构生存发展的载体；

股市是宏观经济运行的晴雨表，是国内外重大事件的反应仪；

股市是经济复苏的报春鸟，经济衰退的敲门钟，金融危机的催化剂；

股市是投资者关注的焦点，是政府调控、监管的目标，是社会监督的对象。

股市是上市公司股票持续上市、资本持续募集、信息持续披露的流水席；

股市是上市公司资本、资产、经营、管理的展示窗；

股市是上市公司业绩、成长性、投资价值的排行榜；

股市是资本所有者与资本经营者联系的纽带，沟通的桥梁，对话的窗口。

股市是大盘股、小盘股、蓝筹股、成长股、垃圾股等各类股票的集装箱；

股市是综合指数、成份股指数、行业指数、地域指数、题材指数、冠名指数等股指的交织体；

股市是股指期货、个股期权、认股权证、认沽权证等金融产品的衍生源；

股市是机构投资者、个人投资者、价值投资者、风险投资者等投资者的大本营。

股市是影响广阔并广受影响的复杂市、开放市；

股市是市场供给相对稳定和市场需求极不确定的非对称市；

股市是投资投机并存、陷阱馅饼难分、收益风险同在的矛盾统一体；

股市是对信息反应过度或反应不够、反应滞后或反应提前的不确定市。

股市是创业资本、风投资本市值创造、市值套现的路由器；

股市是金融资本与产业资本、投资资本与投机资本、大资本与中小资本的趋利池；

股市是上市公司、证券公司、基金公司、投资者等市场主体的利益博弈场；

股市是财富管理的大平台，闲散资金的蓄水池，投资风险的分散地。

股市是杠杆效应的速成机，财富效应的放大器；
股市是纸上富贵的发动机，经济泡沫的制造商；
股市可能是股灾、崩盘、金融危机、经济危机的发源地；
股市或是投资者越卖越跌的无底洞，深度套牢的大深渊，血本无归的绞肉机。

股市是股价剧烈波动、频繁波动的动感地带；
股市是高台跳水、平地腾飞、上蹿下跳的动画片；
股市是牛熊交锋、牛熊对峙、牛熊交替、牛熊皆非的连续剧；
股市是股价涨跌无常、投资盈亏不测、行情红绿变换的心跳加速器。

股市是买为了卖、卖为了套现、卖基于止损、卖为了再买的非实物市；
股市是买方不知卖方是谁、卖方不知买方在哪儿的非面对市；
股市是多空双方集合竞价、追涨杀跌、高抛低吸、诱多逼空的拼搏场；
股市是投机家的天堂，冒险家的地狱，无知者无畏的宠儿。

股市是资金的流动站，信息的集散地，谣言的飞播器；
股市是投机市、非理性市、非均衡市、高风险市的集大成；
股市是二八定律、马太定律、鳄鱼法则、零和游戏的挥发地；
股市是羊群效应、蝴蝶效应、黑天鹅效应、多米诺效应的扩散场。

股市是价值发现、题材炒作、透支未来的失乐园；
股市是市场操纵、内幕交易、财务造假、上市欺诈的操作箱；
股市是股评人士广泛联想、深度挖掘、刻意发挥、累评累错、累错累评的标的；

股市是传媒的永恒主题，大众的常新话题，投资者的共同话题，学者的研究课题。

肖立见

2015年12月18日

目 录

上篇 理论研究篇

1. 中国 20 世纪 80 年代股份经济的兴起 3
 - 1.1 导言 3
 - 1.2 股份合作制企业 5
 - 1.3 股份制企业 9
 - 1.4 股票发行 16
 - 1.5 股票交易 24
 - 1.6 20 世纪 80 年代股份经济兴起的背景分析 34
 - 1.7 20 世纪 80 年代中国股份经济发展大事记 41
2. 股权分置改革的回顾与总结 45
 - 2.1 股权分置改革背景分析 46
 - 2.2 股权分置改革的总体规划 52
 - 2.3 股权分置改革实施情况总结 59
 - 2.4 股权分置改革成效分析 67
 - 2.5 股权分置改革经验总结 71
 - 2.6 股改后我国资本市场发展面临的新问题 76
3. 中国股份全流通市场风险控制研究 81
 - 3.1 股份全流通市场的重大变化 81

- 3.2 股份全流通市场风险识别与评估 83
- 3.3 股份全流通市场风险控制对策建议 89

4. 限售股东持股成本与减持收益分析 96

- 4.1 导言 96
- 4.2 样本选择 97
- 4.3 数据处理 102
- 4.4 数据分析 104
- 4.5 对实证结果的进一步分析 114

5. 2006 ~ 2008 年深市 A 股投资者盈亏分析 117

- 5.1 2006 ~ 2008 年深市 A 股投资者盈亏情况分析 118
- 5.2 2006 ~ 2008 年深市投资基金盈亏情况分析 126
- 5.3 几点启示 132
- 5.4 附件：样本选择与指标计算说明 134

6. A 股二级市场投资者投资收益总体分析 140

- 6.1 导言 140
- 6.2 深沪 A 股投资者交易成本分析 141
- 6.3 深沪 A 股投资者股权投资成本分析 149
- 6.4 深沪 A 股投资者投资收益总体分析 155
- 6.5 基于实证分析结果的几点启示 163

7. 股市市盈率中外比较研究 165

- 7.1 海外主板市场市盈率状况分析 166
- 7.2 海外二板市场市盈率状况分析 174
- 7.3 我国深沪市场股票市盈率状况分析 183
- 7.4 股市市盈率中外比较研究 191

8.	中国证券投资咨询问题研究	200
8.1	中外证券投资咨询制度比较	201
8.2	我国证券投资咨询的历史、现状、问题及成因	206
8.3	规范我国证券投资咨询的若干建议	216
9.	中国养老金融框架性研究	
	——基于中国人口老龄化、养老保障的视角	222
9.1	中国人口及老龄化的一般分析	222
9.2	中国养老保障总体情况与问题	228
9.3	美国、英国和日本养老金融的实践与启示	232
9.4	发展中国养老金融的政策建议	238
10.	海外股灾若干问题研究	247
10.1	导言	247
10.2	世界重大股灾的基本概况	250
10.3	股灾的社会经济后果分析	263
10.4	股灾的基本成因分析	268
10.5	股灾的善后措施综述	276
10.6	股灾的若干启示	279

下篇 市场研评篇

11.	市场功能研评	285
11.1	提高对资本市场重要性的认识	285
11.2	直接融资促进产业发展优势分析	290
11.3	有效提升和利用资本市场激励功能	296
11.4	充分利用资本市场促进我国产业发展	297
11.5	充分利用资本市场促进文化产业发展	303

- 11.6 做好资本市场文章，扩大投资促进内需 307
- 11.7 资本市场助推全球并购浪潮迭起 308
- 11.8 提升资本市场服务国民经济的作用 311
- 11.9 以金融体系合力服务国民经济 312

12. 市场发展研评 316

- 12.1 多层次资本市场建设的战略意义 316
- 12.2 中国证券市场发展的若干瓶颈问题 318
- 12.3 找准三个切入点，建设强大 A 股市场 324
- 12.4 与“市”俱进，壮大资本市场 326
- 12.5 破解 A 股大市场与小资金的矛盾 328
- 12.6 强化市场稳定机制，优化市场调节机制 332
- 12.7 优化资本市场大、小额融资结构 336
- 12.8 抓住机遇，大力发展我国资本市场 338
- 12.9 优化资本市场融资用途结构 340
- 12.10 股份非全流通问题的扩展和转化 342
- 12.11 降价增量：我国股票发行定价制度改革的方向 345
- 12.12 资本市场是把“双刃剑” 351
- 12.13 2000 点不应成为市场发展的压力 353
- 12.14 打造“三统一”的金融投资超市 355
- 12.15 明确和重视最终投资者的市场主体地位 357
- 12.16 创业板异军突起的市场背景 359
- 12.17 创业板应关注“轻资产”企业上市 360
- 12.18 从宁波银行上市中小企业板说起 362
- 12.19 发行制度改革后中小板首批新股发行上市情况分析 363
- 12.20 关于拓展中小企业上市资源行业空间的建议 369
- 12.21 海外成熟市场蓝筹股的基本特征 372

13. 市场风险研评 375

- 13.1 直面全流通市场三大风险 375
- 13.2 当前 A 股市场运行面临的十大风险 378

- 13.3 提防开放式基金大规模集中赎回的风险 384
- 13.4 世界股灾史 388
- 13.5 世界各国股灾成因之我见 395
- 13.6 1929 年世界性股灾 398
- 13.7 1987 年全球性股灾 402
- 13.8 20 世纪 90 年代日本股灾 407
- 13.9 1997 年东南亚股灾 411
- 13.10 2008 年全球股市暴跌的六大特征 416

14. 市场监管研评 421

- 14.1 注册制的核心在于强化市场主体的责任 421
- 14.2 构建上市公司价值导向型市值管理体系 424
- 14.3 应高度重视高溢价发行股票问题的严重性 426
- 14.4 规范上市公司再融资行为 433
- 14.5 提升上市公司诚信品牌价值 435
- 14.6 高度重视和加强上市公司不当“做多”行为的监管 437
- 14.7 关于建立上市公司现金分红评价体系的建议 441
- 14.8 我国基金管理制度缺陷及改进建议 445
- 14.9 创业板市场“高叠高”现象分析 448
- 14.10 新股上市首日爆炒的可能原因分析及对策建议 458
- 14.11 机构投资者也需“受教育” 463
- 14.12 如何看待和对待证券投资咨询分析 466
- 14.13 如何看待和对待专家学者的市场评论 469

15. 市场关联研评 472

- 15.1 中国经济面临的八大机遇与挑战 472
- 15.2 中国应对金融危机的六大有利条件 476
- 15.3 经济复苏需要突破“三大瓶颈” 480
- 15.4 消费模式不变，增长方式难变 482
- 15.5 应对金融危机要变消极之策为积极之举 484
- 15.6 资产价格“泡沫化”的后果研判 487

- 15.7 对新经济的新认识 491
- 15.8 中小企业的边界弹性 493
- 15.9 海外投资：路漫漫兮 494
- 15.10 华盛顿：世界金融的影响中心 496
- 15.11 阿伊战争与美国次贷危机 497
- 15.12 近年美国利率调整失误的教训与启示 502
- 15.13 《公司治理与评级系统》推荐序 506
- 15.14 《无形资产：管理、计量和呈报》中文版序言 509
- 15.15 全球互联网上市公司概况分析 511
- 15.16 资本市场与高校校办产业发展对接问题研究 514

16. 访谈录 515

- 16.1 关于股份全流通的全方位对话 515
- 16.2 七大瓶颈制约中国证券市场发展 531
- 16.3 金融危机不是 A 股暴跌主因 532
- 16.4 上市公司持续价值成长的意义 532
- 16.5 完善法律制度，共筑市场繁荣 536
- 16.6 诚信品牌是企业第一资源 539
- 16.7 发展潜力的评价决不是可有可无的 540
- 16.8 稳定股价是上市公司应尽的责任 540
- 16.9 现金分红是上市公司责任最有效的体现 541
- 16.10 抑制内幕交易，促进上市公司规范操作 542
- 16.11 应对再融资必要性进行审核 543

附录：作者研究概况 544

后记 552

上 篇

理 论 研 究 篇