

陈梦根/著

ZHUANGUI JINGJIZHONG
ZHENGQUAN SHICHANG DE CHENGZHANG
YU ZHIDU BIANQIAN

转轨经济中 证券市场的成长 与制度变迁



中国财政经济出版社

陈学彬 / 著

Journal of Applied
Economics Research and
Development
The First Volume

转轨经济中 证券市场的成长 与制度变迁



中国财政经济出版社

转轨经济中证券市场的 成长与制度变迁

陈梦根 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

转轨经济中证券市场的成长与制度变迁/陈梦根著. —北京: 中国财政经济出版社, 2007.8

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0044 - 6

I. 转… II. 陈… 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 (2007) 第 099580 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@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: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880×1230 毫米 32 开 12.875 印张 299 000 字

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月北京第 1 次印刷

定价: 28.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 0044 - 6/F · 0038

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

作者简介

陈梦根，1975年12月生，江西省宜春市人，现为天津财经大学统计学院教授。1998年7月和2001年7月于东北财经大学分别获得经济学学士、硕士学位；2005年1月于东北财经大学获得经济学博士学位；2001年7月至2006年9月历任东北财经大学统计系助教、讲师、副教授；2005年4月至2007年3月在北京大学光华管理学院攻读博士后；2006年10月至2007年10月赴英国约克大学做访问学者。主要研究领域为证券市场、实证金融理论、经济统计与转轨经济学，在《经济研究》、《管理世界》、《统计研究》、《财贸经济》、《经济管理》、《世界经济》、《经济日报》等国家、省级学术刊物公开发表论文50余篇，出版专著1部，参撰（译）著作5部；主持国家自然科学基金、国家社会科学基金、霍英东教育基金会第十届高等院校青年教师基金、教育部人文社会科学研究项目、中国博士后科学基金、国家计生委、辽宁省教育厅等国家、省部级课题8项，参与完成国家社会科学基金重点项目、国家统计局、辽宁省科技厅等国家、省部级课题5项，研究成果曾获第八届全国统计科学研究优秀成果一等奖（2006年）等省部级以上奖励10余次。

序

证券市场是现代市场经济的重要组成部分，在美国、英国、日本等发达国家，证券市场的发展为本国经济的发展与繁荣都做出了巨大的贡献。特别是近几十年来，从世界范围来看，证券市场的规模迅速扩大，在国际经济舞台上扮演着越来越重要的角色。

金融因素在经济活动中的重要性很早就受到了学者们的重视，货币、债券、股票和基金等一直是社会经济生活中备受人们关注的话题。但是，现代意义上的金融经济学至今不过 50 多年的历史，人们所称的两次“华尔街革命”成为其理论发展进程的重大里程碑。第一次“华尔街革命”是 20 世纪 50 年代初，H.M. Markowitz 提出资产组合理论；第二次“华尔街革命”是 1973 年 F. Black 和 M.S. Scholes 提出著名的期权定价公式。恰恰是在过去的这 50 多年中，金融经济学理论得到了长足的发展，建立了一个较为完整的用于考察金融市场运行的理论框架。与此同时，世界范围内的金融体系与结构也发生了翻天覆地的变化，特别是广大发展中国家新兴证券市场的飞速发展与繁荣，为检验与反思经典理论提供了丰富的素材，也为进一步拓展和创新经济、金融理论提供了有力的实践支持。

建立与发展证券市场是中国市场化改革的重要内容之一。受特殊的经济转轨背景约束、脱胎于传统计划经济的中国证券市场不可

避免地烙上了时代的特征，特别是受当时意识形态因素的影响，以及对现代证券市场运行机制认识上的一些不足，中国证券市场在制度设计之初存在着诸多缺陷，如上市公司股权分置、行政发行模式等，由此导致中国证券市场形成了一些有别于其他成熟市场的“特色”。针对转轨经济条件下新兴证券市场的发展，西方理论的解释显得力不从心，而对实践的指导能力就更为有限。

早在 20 世纪 80 年代初，中国一些企业就开始尝试发行股票。1990 年和 1991 年，上海证券交易所和深圳证券交易所正式建立，由此带来了中国证券市场的迅速发展，两所上市公司数由成立之初的 14 家（其中沪市 8 家，深市 6 家）增长到 2006 年 12 月底的 1474 家。然而，中国证券市场还存在着不少的问题与矛盾，诸如上市公司业绩差、大股东侵害小股东利益、财务信息造假、股价操纵等，限制了证券市场功能的正常发挥。从理论上说，作为一个新兴市场，一方面可能利用后发优势，采用先进的技术和设备，在较短时间内实现跨越式发展；但另一方面我们必须清醒地认识到，经济发展包括证券市场的发展在某种意义上说是一个自然历史过程，跨越式发展虽然带来了中国证券市场规模的迅速扩张，但在市场效率方面还难尽如人意，由此造成了许多阻碍证券市场成熟的隐患。如何打破中国证券市场当前所面临的发展困境，迅速提升市场效率，推动证券市场成熟与国际化，已成为学术界与实际工作部门关注的焦点。中国证券市场的发展问题历来备受关注，相关的研究文献也极为丰富，但总的说来，不少文献还仅仅停留在“问题一对策”层面，研究的系统性与深度还有待推进。

本书从证券市场的成长机制入手，紧紧围绕经济转轨过程中如何建立和发展证券市场的问题开展研究，在一个较为严谨的理论框架下系统考察了中国证券市场的成长历程，全面地评估了中国证券市场的效率状况，客观地分析了中国证券市场建设中的利弊得失，从理论层面和政策层面上来探寻进一步发展与完善中国证券市场的

思路与内在逻辑。纵观全书，具有以下几个显著特点：

第一，全书结构严谨，主题明确，内容丰富。本书深入地研究了转轨经济条件下中国证券市场成长的路径选择问题，依据从一般到特殊的研究思路，在系统论述证券市场成长与制度变迁一般模式之后，全面研究了中国证券市场的成长历程、市场特征、效率状况与演进趋势，所涉及的内容非常丰富。作者立足于证券市场成长的动力机制问题，紧扣中国证券市场的制度变迁与路径选择而展开分析，理出了一条清晰的研究线索，分析和总结了转轨经济条件下新兴证券市场成长的一般规律。

第二，理论方面多有创新。在本书中，作者针对转轨经济中证券市场的成长与制度变迁问题，提出并论证了诸多的理论命题。例如，本书以中国证券市场的制度创新与变迁为案例，探讨了转轨经济中引进型制度创新的理论问题，提出了制度变迁的系统动力学模型，并具体运用于考察中国证券市场的成长与演进过程，由此总结和归纳了“三阶段”制度变迁理论，即“政府引导—市场跟进—政府推动”模式，而且在制度变迁系统动力学模型的基础上系统、深入地探讨了“制度后发”的优势与劣势问题，为制度经济学理论做出了贡献。作为转轨经济条件下制度变迁系统动力模型的具体实践形式，“三阶段”模型对认识中国在经济体制改革过程中许多制度变迁具有深刻的洞察力。又如，本书从经济主体归位的角度全面阐述了转轨经济中的“秩序重构”过程，作为一个用于分析转轨经济问题的有力框架，将证券市场的建立与发展纳入经济市场化改革的宏观大背景下进行考察。

第三，实际意义非常明显。在理论与实证研究的基础上，总结并论证了中国证券市场发展的理论逻辑，提出了“分三步走”的发展战略，指出新兴市场的发展与成熟必须经历一个从“奠基性成长”、“市场化成长”到“国际化成长”的历程，而中国证券市场当前正处于市场化的关键时期。这些观点澄清了中国证券市场当前所

处的历史阶段，找准了证券市场下一步发展的目标与方向，由此提出了一系列有针对性的政策建议，对决策部门具有重要的参考价值。

一直以来，我常常强调学术研究中要注意理论研究的方位感与政策分析的分寸感。本书充分运用现代经济学工具，如制度分析、统计方法、计量经济学方法等，对中国证券市场的成长演进、市场效率与制度变迁做了深入系统的理论与实证研究，提出了一些切实可行的政策建议，内容丰富，信息量大，许多地方闪烁着作者的思想火花，见解颇为独到。当然，有的命题虽然提出来了，但更严谨的论证还有待深入。在此，我希望梦根同志能够继续推进自己的工作，将学术研究进行到底，为中国证券市场的发展与成熟贡献自己的力量。

作为他攻读博士学位的指导老师，我认为，梦根同志多年来一直专注于学业，潜心钻研，这是非常难得的。同时，在攻读博士学位期间，他的一些相关研究成果已先后在《经济研究》等学术刊物上发表，从某种意义上说，这也表明其研究得到了学界同仁的认可。因此，我非常乐意向读者推荐本书。

邱 东

于北京中央财经大学

2007年3月1日

前言



自 20 世纪 80 年代初中国早期的一批企业发行股票以来，中国证券市场已经走过了萌芽、诞生和初步成长的历程，沪深两个证券交易所成立也十年有余。中国证券市场在这段历程中得到了巨大的发展，市场规模甚至可与发达国家的成熟证券市场相媲美。但是到现在，从现实情况来看，中国证券市场虽已初具规模，市场效率却还有待于提高。由于中国正处于经济转轨时期，社会、经济、政治和文化等各个方面尚处于一个不断变迁的动态演进过程中，还存在着各种制约证券市场走向成熟的因素，而且随着市场的成长，一些潜在的制度性缺陷和深层次矛盾逐渐暴露和尖锐化，导致中国证券市场的实际运行与理论功能之间还存在着不小的差距。如何迅速提高市场效率，推动证券市场的下一步发展和迅速走向成熟，这是一个极为紧迫而又重要的研究课题。

已有的文献对证券市场成长的系统性理论研究还比较少，大多数的研究都集中在“问题—对策”这样一个较浅的层次上，而国外有关理论大都是建立在发达国家成熟证券市场之上，对像中国这样的新兴证券市场成长的解释能力较差，对实践的指导能力就更为有限。本书深入考察了中国证券市场的成长路径与制度演进，旨在发现转轨经济条件下证券市场成长的一般规律，为下一步发展与完善中国证券市场的政策选择提供理论支持。

作为转轨时期中国社会经济体系中发生的一项重大变革，证券市场的演进与变迁具有深刻的社会经济根源。本书将证券市场成长看做是一个制度变迁的过程，认为中国证券市场是一个不完全市场，非市场因素对市场的成长与运行具有显著影响。基于特殊的社会经济背景，在沪深两所成立后的几年中，政府强力介入了证券市场的成长，中国证券市场从此走上了强外生性的成长道路，演变为一个不完全的证券市场，市场功能发生体制性变异，市场效率受到严重制约。中国证券市场的下一步发展必须启动和激发微观经济主体的努力效应，全面推进以效率为核心的市场整体创新，使之更好地为国民经济发展服务。

全书共分7章，从内容上看，主要研究了以下六个问题：（1）关于转轨经济条件下新兴证券市场成长的一般理论；（2）经济转轨进程与证券市场的成长；（3）中国不完全证券市场的生成与特征；（4）中国证券市场效率的理论与实证研究；（5）中国证券市场的对策均衡模型，对中国证券市场的格局演进和成长路径提出一个尝试性的解释；（6）转轨经济条件下中国证券市场制度变迁的具体模式。

本书创新之处主要有：

一是提出关于制度变迁的系统动力学模型，从成长机制入手，研究了转轨经济中新兴证券市场成长应该如何协调内生机制与外生机制的作用，确立最优的成长路径；并由此提出，中国证券市场下一步成长的关键在于实现成长路径变迁，加快市场化步伐，全面推进以效率为核心的市场整体创新。

二是提出并深入地研究了“不完全证券市场”的命题，区分了“不完全证券市场”、“正常证券市场”和“超自由证券市场”的概念，作为研究的思维取向与主线，构造了一个逻辑上较为严密的分析框架，演绎中国证券市场的演进线索，为中国证券市场建设的战略选择提供了一个较清晰的理论逻辑。

三是运用激励理论、博弈论、对策均衡理论、行为金融学等理论,研究中国证券市场中各类参与主体的行为选择,建立了从条件理性出发的理论分析框架和中国证券市场的对策均衡模型,考察了证券价格的多重均衡性质,剖析了中国证券市场价格波动与格局形成的深层原因,以及市场下一步演进的方向及动力源泉。

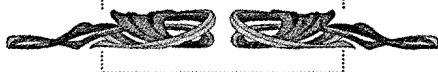
四是系统梳理了证券市场的效率理论,归纳了一套科学的证券市场效率分析体系,针对新兴市场提出了“渐进效率观”,并从多个角度研究了强外生性下中国证券市场的效率损失问题,为认识中国证券市场的效率水平和成长状况提供了有力的证据。

五是从事务市场功能实现机制的角度来认识证券市场的效率状况,提出中国证券市场下一步发展的关键在于疏导市场功能的实现机制,提升市场效率。证券市场的基本功能要得到发挥,必须依赖于一整套机制的顺畅运转,包括筹资、投资、交易、中介参与、市场评价、公司治理、市场监管等诸多环节,任何一个环节的失效或阻滞都将影响整个系统的效率。这方面的研究对中国证券市场建设的政策含义非常明显。

六是分析了中国证券市场制度变迁的具体模式问题,在中国证券市场实践的基础上提出了三阶段制度变迁模式,作为制度变迁系统动力学模型的具体实践形式,为更好地推动证券市场创新提供了坚实的理论基础。

此外,本书在理论与实证研究的基础上,系统探讨了中国证券市场下一步成长的路径选择与政策实施问题,认为转轨经济条件下新兴证券市场的成长一般要经历奠基性成长、市场化成长和国际化成长三大战略步骤。推动中国证券市场下一步成长和走向成熟,必须全面推进以效率为导向的市场整体创新,其重点在于大力推动以市场化为主题的新一轮制度创新。

目录



1 证券市场成长的一般理论	(1)
1.1 引 言	(1)
1.2 证券市场的成长机制	(3)
1.3 证券市场的成长路径	(14)
2 经济转轨与证券市场的成长	(34)
2.1 证券市场的基本功能	(34)
2.2 转轨经济中证券市场的特殊功能	(52)
2.3 经济转轨与证券市场的发展：契合分析——主体 归位、秩序重构与中国证券市场的发展	(69)
2.4 经济转轨与证券市场的发展：背离分析	(94)
3 中国不完全证券市场的生成	(103)
3.1 中国证券市场的总体考察	(103)
3.2 中国不完全证券市场：经验判断	(117)
3.3 渐进民营化与中国证券市场	(133)
3.4 中国不完全证券市场的内生根源：市场强外生性	(151)
3.5 中国不完全证券市场的特征分析	(161)

4	中国证券市场效率的理论分析	(173)
4.1	证券市场效率分析的理论回顾	(173)
4.2	转轨经济中新兴证券市场的效率：渐进效率观 ...	(183)
4.3	证券市场强外生性下的效率损失	(188)
5	中国证券市场效率的实证研究	(210)
5.1	基本分析框架	(210)
5.2	中国证券市场的内在效率	(211)
5.3	中国证券市场的外在效率	(222)
5.4	中国证券市场的微观效率	(229)
5.5	中国证券市场的宏观效率	(244)
5.6	中国证券市场的长期记忆效应：非线性效率分析	(254)
5.7	中国证券市场强外生性下的效率损失：总体评价	(281)
6	证券市场的对策均衡：一个尝试性的解释	(283)
6.1	均衡的概念	(284)
6.2	从一般均衡到对策均衡：范式的转变	(286)
6.3	证券市场的多重均衡模型——从条件理性性出发的 一个分析框架	(300)
6.4	对策均衡与中国证券市场的格局演进	(312)
7	中国证券市场下一步成长的路径选择	(321)
7.1	中国证券市场的制度变迁模式	(322)
7.2	中国证券市场成长的理论逻辑	(341)
7.3	中国证券市场下一步成长的路径选择	(361)

7.4 全文总结	(380)
参考文献.....	(387)
后 记.....	(393)

证券市场成长的一般理论

证券市场的成长实质上可以看做是一个制度变迁的过程，本章将从证券市场的成长机制入手，分析证券市场成长作为一个制度变迁过程的一般理论。证券市场成长机制一般包含着内生因素与外生因素的联合作用，由于不同历史条件下二者的作用对比不同，所以不同国家或地区的证券市场成长实践表现出不同的路径。从历史上看，证券市场成长主要有自然演进型成长模式和政府推动型成长模式。在不同的成长路径下，证券市场的成长效果往往大相径庭。

1.1 引言

证券市场是国民经济系统的一个重要组成部分，同时又是一个相对独立的部分，它有一整套完整的制度体系和运行机制。从系统论的角度出发，证券市场的成长与其他制度变迁过程一样，都遵循着一定的规律。本章将对各国证券市场成长的实践历程进行简要考察，并借鉴制度变迁的有关理论对证券市场的成长和制度演进问题做一般性分析，以期总结出一些规律。

任何一门学科都是建立在一定的范畴之上，这些范畴最根本的就是体现在基本概念的界定上。在进行正式分析之前，首先需要对贯穿于本书中的两个基本概念——“证券市场发展”与“证券市场成长”进行厘定，避免造成混淆。

发展（development）是经济学，特别是发展经济学上经常使用的一个概念，它一般是与经济增长（economic growth）相区别而使用的。对于发展一词的含义，著名经济学家熊彼特曾经作过一个非常经典的表述：

我们所指的“发展”只是经济生活中并非从外部强加于它的，而是从内部自行发生的变化。如果情况是，在经济领域本身中没有这样的变化发生……那么我们应当说，并没有经济发展……仅仅是经济的增长，如人口和财富的增长所表明的，在这里也不能称作是发展过程。因为它没有产生在质上是新的现象，而只是一种适应过程，像在自然数据中的变化一样……我们将把这种增长看做是数据的变化。^①

在经济理论中，经济增长一般只反映经济的量的或表层的变化，而经济发展则体现了经济的质的或内层的变化，经济运行的实质内容最终应该在于发展方面。“发展”一词在内涵上应该是包含了增长的，经济增长是经济发展必要的和先决的条件，但是经济增长并不必然带来经济的发展。

为了明确表示对证券市场质的方面的重视，准确表述证券市场关于质与量的相互关系，笔者对证券市场状态的描述采用“市场成长”一词。本书中的证券市场发展（securities market development）在使用时一般是侧重于市场管理者或规划者根据市场成长状况及市场建设战略目标对市场有意识的培养、建立、改进、完善等，是宏

^① 熊彼特：《经济发展理论》（中译本），商务印书馆1990年版，第70~71页。