



国家自然科学基金资助项目

应急管理

# 诊断与治疗： 揭示中国的股票市场

DATRTSMOC

◎成思危 主编

DIAGNOSIS AND TREATMENT: REVEALING THE STOCK MARKET OF CHINA



经济科学出版社

中国改革与发展问题丛书

YINGJIYANJIU

YJ

应急管理研究

ZHONGGUOGAIGE  
YUFAZHANWENTICONGSHU

**图书在版编目 (CIP) 数据**

诊断与治疗：揭示中国的股票市场 / 成思危主编.  
北京：经济科学出版社，2003.3  
(中国改革与发展问题应急研究丛书)  
ISBN 7-5058-3006-6

I. 诊... II. 成... III. 股票—资本市场—研  
究—中国 IV. F.832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 012263 号

**诊断与治疗：揭示中国的股票市场**

成思危 主编

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

电子邮件：esp@esp.com.cn

天津新华印刷一厂印装

690×990 16 开 39.75 印张 630000 字  
2003 年 3 月第一版 2003 年 3 月第一次印刷

印数：0001-3000 册

ISBN 7-5058-3006-6/F·2374 定价：72.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

**DIAGNOSIS AND TREATMENT:  
REVEALING THE STOCK MARKET OF CHINA**



**Edited By SiWei Cheng**

**中国改革与发展问题应急研究丛书**

**Series of Contingent Studies on Reform and  
Development Issues in China**





## 中国改革与发展问题应急研究丛书

Series of Contingent Studies on Reform and  
Development Issues in China

### 应急研究简介

为了对党中央和国务院所关注的经济、科技、社会发展中出现的一些重大管理问题快速做出反应,为党和政府高层科学决策及时提供政策建议,自1996年始,国家自然科学基金委员会设立了管理科学应急研究(简称“应急研究”)专款,用于资助开展关于国家高层宏观管理及发展战略中特别急需解决的、重要的综合性问题的研究,以及与之相关的经济、科技与社会发展中的“热点”与“难点”问题的研究。

从管理科学的角度研究国家领导人所关心及(或)广大群众、专家学者所担心的、迫切需要解决的问题,是应急研究立项之要害;探讨理论基础、评介国外经验、完善总体框架、分析实施难点是应急研究之要务;效率优先与公平、公正是应急研究遴选队伍之原则;为社会主义市场经济制度建设和中国改革与发展大业保驾护航是应急研究之目的。

应急研究汇集了并将继续汇集着中国管理科学、经济学及其他一些科学领域知名专家学者之思想、见地、知识、智慧与心力,为有关部门提供科学依据、对政府进行决策支持,为政府工作“补台”。应急研究的成果以其科学性、针对性、及时性和政策建议的可行性(技术上可解、经济上合理、法律上允许、操作上可执行、进度上可实现以及政治上可为有关各方所接受)而得到政府、社会 and 学术界的广泛关注与赞誉。

应急研究的主要成果被凝炼在《中国改革与发展问题应急研究丛书》之中。她不仅浓缩了众多管理科学家的研究、探索、思考与拳拳爱国之心和兴国之志,同时也浓缩并记录了中国社会主义市场经济制度建设和改革与发展进程中的重大“难点”与“热点”问题。由此可见,她的学术价值、应用价值及其历史价值都是毋庸置疑的!



## 主 要 作 者 名 单

---

主 编 成思危

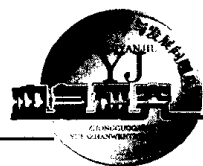
副 主 编 宋逢明 冯芷艳 王书燕

### 主要作者（按章顺序排列）

- 成思危** 工商管理硕士(MBA) 教授 博士生导师, 全国人大常委会副委员长, 民建中央主席, 国家自然科学基金委员会管理科学部主任, 中国软科学研究会理事长
- 宋逢明** 博士 教授 博士生导师, 清华大学经济管理学院学术委员会主任 国际贸易与金融系主任
- 王春峰** 博士 教授 博士生导师, 天津大学金融工程研究中心主任
- 金德环** 教授 博士生导师, 上海财经大学金融学院副院长兼证券期货学院副院长
- 王惠文** 博士 教授 博士生导师, 北京航空航天大学经济管理学院
- 刘骏民** 博士 教授 博士生导师, 南开大学虚拟经济研究中心主任
- 肖立见** 博士 研究员, 深圳证券交易所人力资源部副总监
- 贺 强** 教授 中央财经大学金融系, 证券期货研究所所长
- 吴联生** 博士 副教授, 北京大学光华管理学院会计系
- 胡汝银** 博士 教授, 上海证券交易所研究中心主任
- 时 勘** 教授 博士生导师, 社会经济与心理行为研究中心主任, 中国社会心理学会副会长
- 黄渝祥** 教授 博士生导师, 原同济大学经济管理学院院长

# 诊断与治疗： 揭示中国的股票市场

成思危 主编



---

中国改革与发展问题应急研究丛书

# 序 言

1996年，国家自然科学基金委员会（以下简称“基金委”）决定将管理科学组升格为管理科学部，并根据同行专家的推荐，聘我兼任管理科学部的主任。在学部成立时召开的管理科学学科发展研讨会上，我表示个人学识有限，难以当此重任，但为了推动我国管理科学的发展，我还是勉为其难地应了聘。六年多来，在基金委内领导和同事们的支持下，通过管理科学界广大专家学者们的共同努力，管理科学部的工作取得了一些进展，其中之一就是设立了应急研究基金。

我自1991年开始担任管理科学组的评委，对基金委的工作方法及程序有一定的了解。我感到基金委在评审立题方面确实基本做到了公平、公正与公开，这是非常难能可贵的。但其缺点是从提出项目申请到批准的周期较长，一般项目至少九个月，重点项目至少一年半，重大项目要两年以上。这对于支持宏观决策的管理科学研究项目来说，其时效性就会受到较大的影响。为此我提出了设立应急研究基金的建议。

所谓应急研究是指从管理科学的角度来研究国家领导人所关心及（或）广大群众（包括专家学者）所担心的、迫切需要解决的问题，并尽快提出切实可行的建议。这类项目的研究周期一般为九个月左右，通常不超过一年。为了在效率优先的前提下尽可能保证公平与公正，我们初步设计了以下的工作方法





和程序。

首先，由我通过与国家领导人的接触或根据群众的反映捕捉需要进行应急研究的课题。其次，根据专家的推荐及对专家数据库的检索选出对此课题做过一定研究工作的学者，邀请他们和部分管理科学部的评委共同研讨。研讨的重点是此课题是否有必要作为应急研究项目，国内已有的研究成果有何不足之处，以及当前急需研究解决的问题。最后，由我参考大家的意见进行总结，明确立题的依据，并提出课题的研究框架，包括研究目标、要求、方法以及子课题的划分等。会后由愿意参加竞争承担研究任务的学者们提出申请书，由管理科学部择优选定承担各子课题的研究人员，并与其签订研究合同。这一立题过程一般应在一个月以内完成。

我认为，应急研究的目的并不是代替政府进行决策，而是从探讨理论基础、评介国外经验、完善总体框架、分析实施难点四个主要方面对政府进行决策支持，是对政府工作的“补台”。

应急研究基金自 1997 年下半年建立以来，至今已启动了 29 个研究项目。它们是：《政府如何管理企业》（已出书）、《我国企业管理案例研究》（已出书，书名为《当代中国工商管理案例研究》〈第一辑〉）、《我国社会保障体系的构成与运作》（已出书，书名为《中国社会保障体系的改革与完善》）、《金融危机的防范与化解》（已出书，书名为《东亚金融危机的分析与启示》）、《规范房产市场，推进住房制度改革》（已出书，书名为《中国城镇住房制度改革——目标模式与实施难点》）、《解决企业债务链和减少库存积压》、《开拓我国农村消费市场》（已出书，书名为《中国农村消费市场的分析与开拓》）、《我国事业单位的改革方向和措施》（已出书，书名为《中国事业单位改

革——模式选择与分类引导》)、《我国境外投资的战略与管理》(已出书)、《我国货币市场的培育及管理》(已出书,书名为《培育与监管:设计中国的货币市场》)、《垄断行为对市场经济的危害及反垄断措施》、《中国通货紧缩问题及对策》(已出书,书名为《成因与对策:透析中国的通货紧缩》)、《中国企业管理面临的问题及对策》(已出书)、《我国城镇化的战略管理与主要措施》、《发展海峡两岸经贸关系的战略研究》、《我国西部大开发的系统管理研究》、《经济发展计划的制定与管理》、《经济全球化的趋势与对策》、《中国乡镇企业的发展与前景》、《依靠证券市场促进我国经济发展》(书名为《诊断与治疗:揭示中国的股票市场》)、《世界能源发展趋势与我国能源政策研究》、《中国市场秩序的规范与市场监管》、《我国市场主体信用制度建设》、《我国农村金融体系的建设与管理》、《入世后我国企业管理的新挑战与新问题》、《中国保税区的管理体制与管理机制》、《中国商业银行的改革与管理》、《中国社会服务事业产业化战略的制定与实施》、《中国民营企业的发展模式与管理体制》等。我们要求每项研究的成果都要有针对性、及时性和可行性。所提出的建议应当是技术上可能、经济上合理、法律上允许、操作上可执行、进度上可实现、政治上能为有关各方所接受的,以尽量减少实施过程中的阻力。在研究方法上要求尽量采用定性与定量相结合的综合集成方法。

\*

\*

\*

《依靠证券市场促进我国经济发展》是2000年12月立项的应急研究课题,当时立题的本意是想对我国股票市场第一个十年(1990年12月~2000年12月)的发展进行系统的分析,肯定成绩并找出问题,从管理科学的角度并参考国外的经验,对

我国股票市场今后的发展提出相应的建议。为此我组织了一些专家进行研讨，初步确定了课题的框架，在本课题研究进行期间，我又曾负责于2001年6月领导全国人大常委会执法检查组对《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）的实施情况进行了检查，了解了许多具体的情况。在执法检查期间我也听取了各个分课题的研究进展情况，并根据执法检查的所见所闻调整了一些研究的思路。各个分课题的研究工作已于2002年年初之前陆续完成，我在阅读了各分课题的研究报告后，拟订了本书的编著大纲，并于2002年1月22日召开会议与各分课题负责人交换意见，在此基础上确定了各章的内容及作者。各章的初稿在2002年上半年内陆续完成后，我发现各章之间的内容有所重复，联系不够紧密，而且不同作者的文风和用词也有些不同。为此我特地请宋逢明教授对各章进行了审阅和统稿，然后再由我和有关作者联系，要求他们进行修改和补充。

本书大体上有以下几个特点：

1. 用定性与定量相结合的方法对我国股市第一个十年的发展进行了比较系统的分析。特别是运用CGARCH（组合一般自回归条件异方差）模型等数理金融学方法和符号数据分析等新的统计分析方法对中国股市进行了实证分析，用虚拟经济的观点分析了股市的产生背景和特性，确定了中国股市发展中以过度投机为核心的八个主要问题，这些成果对国内外学者今后进一步研究中国股市有着重要的参考价值。

2. 根据复杂科学的原理，对中国股市中各类“智能体”（Agent）的行为进行了调查和分析。特别是运用行为金融学的方法，对中国股市中个体投资者的心理行为进行了比较广泛而深入的调查和分析，为中国股市中普遍存在的过度投机和短期行为提供了实证的素材。

3. 针对我国股市中存在的主要问题及造成这些问题的各种原因，提出了在我国股市处于调整时期中的主要任务是让股市恢复本色，真正成为有效的直接投资和直接融资的场所，并提出了为实现这一任务所应采取的八项主要措施，为我国股市今后的发展提供了有价值的参考意见。

为了避免与各章的内容相重复，我在《总论：中国股市的系统分析与调整建议》中着重根据本课题研究的结果，从我国的实际情况出发，运用复杂科学、虚拟经济、系统工程、数理金融学等理论及方法，对中国股市进行了分析和思考。我认为，中国股市尚处于初级阶段，从宏观上看来进步不小，从微观上看来问题不少。存在的主要问题可以归纳为：规模较小深度较浅、大半股份不能流通、只能做多不能做空、政策影响相当显著、过度投机趋向严重、资产泡沫确实不少、短期行为普遍存在、黑庄操纵罪责难逃等八个方面，从而严重影响着我国股市的健康发展。因此调整中国股市的指导思想就应当是向股市的基础作用回归，恢复股市的本色。一方面，让投资者的资金能在股市上投入他认为有投资价值的企业，自主决定是要持有股票等待分红还是要卖出股票取得现金，并让投机者承担相应的风险；另一方面，要让有良好赢利能力但资本不足的企业能在股市上吸收所需的资金，并通过投资者的选择迫使那些没有投资价值的上市公司退出股市。只有这样才能真正发挥股市在优化资源配置方面的作用。

细心的读者可能会发现，本书各章作者的观点不尽相同，在个别问题上甚至有较大的分歧。这主要是由于各人对有关问题的熟悉程度和观察问题的角度略有差异。我作为本书的主编，并没有对各部分强求一致，这一方面是为了尊重作者，另一方面也是为了发扬“百家争鸣”的精神，让读者自行判断。至于



我在《总论》中的有些观点，只是我个人千虑之一得，并不代表其他作者的看法。

特别应当说明的是，为了更好地促进理论与实践的结合，在我们的课题研究队伍中除了高等院校和科研单位中的专家学者以外，还适当吸收了一些证券交易所、证券公司和证券监管机构的人员参加，他们都是以学者的个人身份参加本课题研究的，他们的意见并不代表其所在单位的意见，他们应邀参加研究也不意味着我对他们所在单位工作的肯定和支持。

我深切希望本书的出版能有助于增加我国投资者对股市的了解，并引起更多的有志之士对我国资本市场的关注，并深入研究和思考其中的一些问题，为进一步发挥我国股市在促进我国经济的持续健康发展并不断改善我国人民的生活条件方面的作用，使我国在经济全球化的大潮中能够尽快地提高金融竞争力而努力奋斗。

成思危

2003 年 1 月 16 日



## 总论：中国股市的系统分析与调整建议

|                                |            |
|--------------------------------|------------|
| .....                          | 成思危 (1)    |
| 一、虚拟经济与股票市场 .....              | (6)        |
| 二、中国股市尚处于初级阶段 .....            | (18)       |
| 三、规范和发展中国股票市场的主要措施 .....       | (35)       |
| 主要参考文献 .....                   | (46)       |
| <b>第一章 波动特征——有哪些影响因素</b> ..... | 王春峰等 (49)  |
| 一、引言 .....                     | (50)       |
| 二、中国股票市场的波动性状况 .....           | (51)       |
| 三、股市波动性的影响因素：理论分析 .....        | (54)       |
| 四、股市波动性影响因素之一——宏观经济运行状态 .....  | (56)       |
| 五、股市波动性影响因素之二——交易量 .....       | (75)       |
| 六、股市波动性影响因素之三——信息披露与传导机制 ..... | (94)       |
| 七、小结 .....                     | (111)      |
| 主要参考文献 .....                   | (111)      |
| <b>第二章 政治影响——是不是政策市</b> .....  | 王春峰等 (115) |
| 一、政策市：含义与判断标准 .....            | (116)      |
| 二、政策与股市周期 .....                | (119)      |
| 三、政策与股市波动性 .....               | (126)      |



|                                                |            |
|------------------------------------------------|------------|
| 四、政策与股市回报的过度反应：事件分析方法 .....                    | (138)      |
| 五、中国股市政策市的根源分析 .....                           | (145)      |
| 主要参考文献 .....                                   | (147)      |
| <br><b>第三章 过度投机——理性还是非理性</b> .....             | 王惠文等 (149) |
| 一、概论 .....                                     | (150)      |
| 二、中信风格指数的编制方法及其基本特征 .....                      | (155)      |
| 三、投资理念中的投机性特征和理性化特征 .....                      | (166)      |
| 四、股市行为的投机性特征和理性化特征 .....                       | (174)      |
| 五、诊断结论 .....                                   | (192)      |
| 主要参考文献 .....                                   | (197)      |
| <br><b>第四章 泡沫升腾——中国股市有多少泡沫及<br/>从何而来</b> ..... | 刘骏民等 (199) |
| 一、泡沫产生的一般性基础 .....                             | (201)      |
| 二、对中国股票市场泡沫现象的分析 .....                         | (207)      |
| 三、中国股市泡沫的实证性检验 .....                           | (219)      |
| 主要参考文献 .....                                   | (244)      |
| <br><b>第五章 市场操纵——谁在及怎样操纵股市</b> .....           | 肖立见等 (249) |
| 一、市场操纵的界定及国际比较 .....                           | (250)      |
| 二、中国股市操纵的现象描述 .....                            | (259)      |
| 三、中国股市操纵实证分析 .....                             | (266)      |
| 主要参考文献 .....                                   | (273)      |
| <br><b>第六章 短期行为——为什么买卖频繁</b> .....             | 宋逢明等 (275) |
| 一、短期行为与行为金融理论 .....                            | (276)      |
| 二、中国股票市场上的短期行为 .....                           | (277)      |
| 三、中国股票市场短期行为的成因 .....                          | (286)      |
| 四、抑制短期行为的可能措施 .....                            | (310)      |
| 主要参考文献 .....                                   | (312)      |

## 第七章 正本清源——注意把握经济规律，适当发挥政策影响

|                        |       |       |
|------------------------|-------|-------|
| .....                  | 贺强等   | (313) |
| 一、中国股市、经济及政策的运行特征      | ..... | (314) |
| 二、中国经济、政策对股市的决定性影响作用   | ..... | (322) |
| 三、经济、政策与股市周期的综合研究与发展预测 | ..... | (340) |
| 四、关于中国股市周期良性运行的研究与建议   | ..... | (354) |
| 主要参考文献                 | ..... | (371) |

## 第八章 上市公司会计信息质量的审计监督 ..... 吴联生等 (373)

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| 一、中国上市公司会计信息质量的现状 .....          | (374) |
| 二、注册会计师审计的重要性及中国注册会计师审计的现状 ..... | (375) |
| 三、注册会计师审计质量影响因素 .....            | (379) |
| 四、中国注册会计师审计质量的主要影响因素分析 .....     | (385) |
| 五、提高中国注册会计师审计质量的途径 .....         | (392) |
| 主要参考文献 .....                     | (395) |

**第九章 规范上市公司行为** ..... 胡汝银等 (397)

|                       |       |
|-----------------------|-------|
| 一、理顺政企关系，建立法制秩序 ..... | (398) |
| 二、改善上市公司治理机制 .....    | (406) |
| 三、规范上市公司融资行为 .....    | (418) |
| 四、规范上市公司资产重组行为 .....  | (426) |
| 主要参考文献 .....          | (438) |

## 第十章 保障公正——严厉查处市场操纵行为 ..... 肖立见等 (439)

|                      |       |
|----------------------|-------|
| 一、公正和保障公正的意义 .....   | (440) |
| 二、中国证券市场操纵行为分析 ..... | (443) |
| 三、打击市场操纵的司法规定 .....  | (448) |
| 四、严厉查处操纵股市行为 .....   | (457) |
| 主要参考文献 .....         | (463) |

## 第十一章 提高素质——个体投资者心理行为研究 ..... 时勘等 (465)

一、研究的总体设计 ..... (466)



|                     |       |
|---------------------|-------|
| 二、基本情况分析 .....      | (469) |
| 三、信息对投资者行为的影响 ..... | (475) |
| 四、风险认知特征研究 .....    | (487) |
| 五、归因与应对方式 .....     | (496) |
| 六、心理行为特征的综合分析 ..... | (502) |
| 七、投资者培训干预实验 .....   | (508) |
| 八、总体结论和管理对策建议 ..... | (511) |
| 主要参考文献 .....        | (515) |

|                                   |                   |
|-----------------------------------|-------------------|
| <b>第十二章 依法治市——政府与市场双管齐下 .....</b> | <b>黄渝祥等 (517)</b> |
| 一、建立证券市场监管体系 .....                | (518)             |
| 二、加强证券市场法制建设 .....                | (533)             |
| 三、转变政府监管职能 .....                  | (543)             |
| 四、上市公司监管 .....                    | (555)             |
| 五、证券商监管 .....                     | (570)             |
| 六、市场中介组织监管 .....                  | (577)             |
| 七、证券投资基金监管 .....                  | (580)             |