

构建防范

中国股市

暴涨暴跌的体制与机制研究

——基于完善中国金融市场制度的分析



18 DEC
+0.20%

18 DEC
+0.10%

18 DEC
+0.10%

谢世飞【著】

▼ 国家社科基金资助项目



西南师范大学出版社
国家一级出版社 全国百佳图书出版单位

构建防范

中国股市

暴涨暴跌的体制与机制研究

——基于完善中国金融市场制度的分析

谢世飞 [著]

▼ 国家社科基金资助项目



西南师范大学出版社
国家一级出版社 全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

构建防范中国股市暴涨暴跌的体制与机制研究：基于完善中国金融市场制度的分析 / 谢世飞著. — 重庆：西南师范大学出版社，2015.10

ISBN 978-7-5621-7640-4

I. ①构… II. ①谢… III. ①股票市场—经济制度—研究—中国 IV. ①F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第214553号

构建防范中国股市暴涨暴跌的体制与机制研究

——基于完善中国金融市场制度的分析

GOUJIAN FANGFAN ZHONGGUO GUSHI BAOZHANG BAODIE DE TIZHI YU JIZHI YANJIU

——JI YU WANSHAN ZHONGGUO JINRONG SHICHANG ZHIDU DE FENXI

谢世飞 著

责任编辑：张昊越

封面设计：仅仅视觉

排 版：重庆大雅数码印刷有限公司·吕书田

出版发行：西南师范大学出版社

地 址：重庆市北碚区天生路2号 400715

市场营销部电话：023-68868624 68254350(传真)

<http://www.xscbs.com>

经 销：全国新华书店

印 刷：重庆美惠彩色印刷公司

开 本：890mm×1240mm 1/32

印 张：6.875

字 数：210千字

版 次：2015年9月 第1版

印 次：2015年9月 第1次

书 号：ISBN 978-7-5621-7640-4

定 价：26.00元

目 录

第一章 导论	001
第一节 研究的背景及意义	001
第二节 研究的预期目标、研究假设和研究方法	003
第三节 相关概念辨析	005
第四节 主要内容、技术路线图、创新之处和不足之处	009
第二章 文献综述	020
第一节 成熟金融理论对股价波动特征以及股市异常现象的研究	020
第二节 国内外研究现状	024
第三章 防范股市暴涨暴跌的理论解析:一个基于机制、体制及金融市场制度三个维度的一般理论分析框架	038
第一节 理论基础	038
第二节 从机制上防范股市暴涨暴跌的理论解析	047
第三节 从体制上防范股市暴涨暴跌的理论解析	057
第四节 从金融市场制度层面防范股市暴涨暴跌的理论解析	071
第五节 机制、体制和金融市场制度三个维度之间的联系	085
第四章 分析中国股市暴涨暴跌问题需要考虑的特殊因素	089
第一节 对中国股市暴涨暴跌的实证描述	089
第二节 分析中国股市暴涨暴跌问题需要考虑的特殊因素	115

第五章 中国股票市场暴涨暴跌的原因分析	125
第一节 政府的政策措施:中国股市暴涨暴跌的直接推手 ...	125
第二节 中国股市暴涨暴跌的根本原因:股市长期缺乏投资价值	134
第三节 中国股市暴涨暴跌的重要原因:市场流通性严重不足	142
第四节 中国股市暴涨暴跌的外在原因:金融市场制度的缺陷	152
第六章 防范中国股市暴涨暴跌的对策措施	161
第一节 完善中国股市的管理体制	161
第二节 从制度上确保中国股市长期具备投资价值	169
第三节 从制度上确保中国股市长期具备充足流通性	183
第四节 完善中国的金融市场制度	196
参考文献	206



第一章 导论

第一节 研究的背景及意义

一、研究的背景

自20世纪90年代上海证券交易所成立至今,新中国股市已有20多年的历史。在这20多年中,中国股市从无到有,从规模很小到跃居全球前列,实现了跨越式的发展。但在巨大的成就背后,中国股市的重大制度缺陷也未能被掩盖。比如,市场化基因先天不足、机构投资者结构不合理、上市公司过度包装等。

考察中国股市20多年的历史,我们发现,频繁地、大幅度地暴涨暴跌是中国股市自成立以来最重要的特征,同时这也是中国股市重大制度缺陷所造成的主要后果之一。中国股市的重大制度缺陷主要源于两个方面:一是脱胎于计划经济体制,致使其带有明显的计划经济烙印;二是历史非常短暂,致使其带有明显的初级市场特点。

针对股市的重大制度缺陷,中国政府改革和完善股市的脚步从来没有停止过,并且许多改革和举措也取得了明显的效果。但值得注意的是,至今为止的所有改革和举措,并没有改变中国股市频繁地、大幅度地暴涨暴跌这一自中国股市成立以来最重要的特征。比如,股权分置改革的成功实施,在完善中国股市的运行机制上迈出了重要的一步,为中国股市的进一步发展奠定了客观和必要的体制基础。然而,伴随着改革的推进及基本完成,股市的暴涨暴跌也随之而来。2005年6月至2007年10月,在28个月时间里,上证综合指数从

998点上涨到了6124点,上涨幅度高达514%;2007年10月至2008年11月,在一年多时间里,上证综合指数又从6124点下跌至1664点,下跌幅度高达73%;2008年11月至2009年8月,在9个月时间里,上证综合指数又从1664点上涨至3478点,上涨幅度高达109%。

股市的暴涨暴跌一方面会扭曲市场的价格发现机制,影响交易的公正和公平;另一方面,也会影响市场资源优化配置功能的正常发挥,导致市场效率的损失。在当前,如何防范股市暴涨暴跌已成为中国资本市场最具挑战和极为重要的理论与实践课题,也是金融管理当局亟需解决的一个难题。在此背景下,本书以“股市暴涨暴跌”为研究对象,具有重要的理论和现实意义。

二、研究的意义

本书以“构建防范中国股市暴涨暴跌的体制和机制研究——基于完善中国金融市场制度的分析”为选题,主要基于以下几方面的认识。

第一,频繁地、大幅度地暴涨暴跌是中国股市自成立以来最重要的特征,如何防范股市暴涨暴跌已成为中国金融管理当局亟需解决的一个难题,本书以此为选题具有重要的现实意义。

第二,中国转型经济的现实国情以及股票初级市场的特点决定了我们需要从构建体制和机制的角度去解析中国股市暴涨暴跌问题。

第三,一方面,作为金融市场的一部分,股市的稳定是以金融市场的稳定为前提条件的;另一方面,作为一个特殊的市场,股市也需要金融市场其他组成部分为其稳定提供支持。因此,对于像中国这样存在严重缺陷的金融市场,我们不能只围绕着股票市场本身来治理其暴涨暴跌问题,必须将其纳入完善中国金融市场制度的框架中进行分析。

第四,本书之研究旨在构建一套防范股市暴涨暴跌的体制与机



制,以期为中国股市的稳定提供制度保障,并促使交易功能回归为其最本质的功能。

第五,本书认为,从完善金融市场的角度构建防范股市暴涨暴跌的体制,在推动中国金融市场向广度和深度方向发展方面具有重要的意义。

第二节 研究的预期目标、研究假设和研究方法

一、研究的预期目标

本书将围绕“构建防范中国股市暴涨暴跌的体制与机制”问题展开研究与分析。希望通过努力,梳理有关研究结果,深入研究并解答这个中国金融管理当局亟需解决的难题。具体来说,通过研究,希望达到以下两个目标:

首先,从机制、体制和完善金融市场制度三个维度建立一个防范股市暴涨暴跌的一般理论分析框架,力求使我们能够系统地、多角度地、全面地认识中国股市暴涨暴跌现象。

其次,基于中国转型经济的现实国情、股票初级市场的特点以及金融市场制度不完善等具体约束条件,在深入剖析中国股市暴涨暴跌原因的基础上,着眼于针对性、现实性和前瞻性,力求提出具体的、操作性强的防范中国股市暴涨暴跌的对策措施,从而为金融管理当局制定相关的政策措施提供参考与借鉴。

二、研究假设

为了使本研究既符合经济学的一般研究范式,又能在达到研究预期目标的同时简化研究难度,在满足经济学的一般假设基础上,本书特别提出以下假设。

假设一:股市的暴涨暴跌是由非宏观经济因素造成的。

由于股市是宏观经济的晴雨表,如果股市在规模、幅度等方面随

宏观经济的大起大落而暴涨暴跌,这是股市的正常表现,此时需要治理的是宏观经济,而不是股市。所以这种状况下的股市暴涨暴跌并不是本课题所要研究的。

假设二:个体具有机会主义行为。

西方经济学假定市场主体都是理性的。但个体的理性实际上是建立在一定范围内的,是有约束条件的。因此,产权理论认为,个体天性就有“机会主义”动机,在有机可乘的情况下,个体就会采取机会主义行为。据此,本研究假定,只要约束条件允许,个体会在一定范围内采取机会主义行为。

假设三:机构投资者在信息、资金和专业知识等方面比个人投资者更具优势。

虽然不排除个人投资者在信息、资金和专业知识等方面超过机构投资者,但这并不具有普遍性。为了叙述上的方便,故提出上述假设。如果个人投资者具备上述几方面的优势,实际上已具备了专业投资者特征,此时可以把他们看成是机构投资者。

三、研究方法

科学研究的核心在于对为什么的探究。因此,作为经验科学的经济学,其研究的意义不仅在于直接为政府提供政策建议和判断政府应该做什么,更需要回答为什么需要这样做。从20世纪60年代以来,经济解释已成为主流经济学的重要方法论。本研究将基于经济解释的范式,以哲学的反馈理论、金融学的有效市场理论和市场微观结构理论等为基础,对成熟市场国家和地区所构建的一些制度在防范股市暴涨暴跌上的作用进行理论阐释。

从根本上说,“如何防范股市暴涨暴跌”是一个价值判断问题。基于此,本书将以规范分析方法为主,并结合制度分析、历史分析、比较分析等方法;对中国股市暴涨暴跌的实证描述方面,将采用定性分析与定量分析相结合的方法。



第三节 相关概念辨析

本书主要从“机制”“体制”和“金融市场制度”三个层面研究如何防范股市暴涨暴跌。由于“机制”“体制”和“制度”这三个概念既有相通之处,又有根本的区别,为此,本节专门针对这三个概念进行辨析,以厘清它们之间的区别与联系。

一、制度的内涵与外延

根据《现代汉语词典》的解释,制度是指“要求大家共同遵守的办事规程或行动准则;或者指在一定历史条件下形成的政治、经济、文化等方面的体系”^[1]。因此,制度既包括约定俗成的道德观念,也包括法律、法规,甚至包括某一工作部门的行为模式、办事规程等。任何制度都具有四个特征:公认性、一定程度的强制性、相对稳定性和系统性。

制度可分为三个层次:根本制度、体制制度和具体制度。第一层次是根本制度,它是指“人类社会在一定历史条件下形成的政治、经济、文化等方面的体系”,如社会制度。这一层次下“制度”属于一个社会宏观层次的制度。第二层次是体制制度,它既可以指社会分系统方面的制度,如政治体制、经济体制等,也可以是政府行政部门、企业、事业单位以及社会中介机构等整体意义上的组织制度,如行政体制、财政体制等。这一层次下“制度”属于一个社会中观层次的制度,也就是我们通常所说的“体制”。本书所有研究的“金融市场制度”和“股市体制”都属于“体制制度”的范畴。第三层次是具体制度,它是指“要求大家共同遵守的办事规程或行动准则”,如会计准则等。这一层次下的“制度”属于一个社会微观层次的制度。^[2]

二、机制的内涵与外延

根据《现代汉语词典》的解释,机制的本义是指“机器的构造和工作原理”^[3]。对机制的本义可以从两方面来解读:一是机器由哪些部分组成以及为什么由这些部分组成;二是机器是怎样工作的以及为什么要这样工作。“机制”的本义可以引申到不同的领域,由此就产生了不同的机制,如引申到市场领域,就产生了市场机制,引申到竞争领域,就产生了竞争机制。^[4]在引申义中,机制是指“一个工作系统的组织或部分之间相互作用的过程和方式”^[5]。

对机制引申义的理解,最主要的是把握以下两点:一是事物由哪些要素组成,各要素在整体中如何发挥作用;二是如何协调事物各个要素之间的关系。也就是说,机制是以一定的方式把事物的各个组成要素联系起来,使它们既能发挥各自的作用,又能协调运行。^[6]无论何种系统,从根本上说,机制属于内因,起着基础性的作用。^[7]与此相对应,可将系统外部作用叫作“强制”。如果说机制是“看不见的手”,那么强制就是“看得见的手”。机制要素一般包括机制的理念、主体、规则、目标等。

股市运行机制是指股市运行主体在有关理念的指导下,按照特定的股市运行规则,以实现特定目标为目标所进行的内在运作方式,以及这种方式体现的整体功能。它的机制要素包括股市运行理念(主体独立、公平竞争、等价交换、风险自担等)、运行主体(市场活动主体、市场管理主体等)、运行规则(发行规则、交易规则、分红以及清算规则等)、运行目标(资源配置效率、投资目标、筹资目标等)等。具体来说,股市运行机制包括价格形成机制、市场公平竞争机制、非系统性风险分散机制、系统性风险对冲机制、供给与需求平衡机制、上市股票的进入与退出机制等,其中价格形成机制是核心,公平竞争机制是关键,风险分散与对冲机制是保障,供求平衡机制和进入与退出机制是基础。



三、体制的内涵与外延

根据《现代汉语词典》的解释,体制指“国家、国家机关、企业、事业单位等的组织制度”^[8]。按照《辞海》的解释,体制是指国家机关、企事业单位在机制设置、领导隶属关系和管理权限划分等方面的体系、制度、方法、形式等的总称。

从制度的角度看,体制是制度体系中的中观层次,即体制制度的内容。从本质上说,体制是制度形之于外的具体表现和实施形式,是管理经济、政治、文化等社会生活各个方面事务的规范体系。^[9]它反映的是一个国家或社会某一系统的内外部管理关系,即该系统的组织结构、权力配置和利益分配格局。在股票市场,股市体制包括股市管理体制、股市发行体制、股市投资体制、股市交易体制等。

四、机制、体制和制度的区别和联系

(一) 机制、体制和制度的区别

1. 三者的内涵和外延不同

机制指的是系统内各要素的相互作用及其功能;体制指的是系统中的组织制度,强调系统的层级关系或管理关系;制度指的是一种规则。在一个系统中,靠制度制约体制和机制,同时,体制和机制又对制度的巩固与发展起着积极的促进作用。^[10]

2. 三者形成和确立时的特点不同

制度体现在安排中,机制体现在运行中,体制体现在建设中。也就是说,体制的形成和确立具有即时性的特点,而机制、制度的形成和确立则更具有过程性的特点。^[11]例如,《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》一经中国共产党十四届三中全会通过,就意味着中国的经济体制改变了,也就是说市场经济体制在中国就确立了。但是,市场经济制度的建立和完善以及市场经济运行机制的形

成和稳定运行则需要一个相当长的过程。

3.三者位于国家或社会某一系统结构的不同层面

制度位于系统的宏观层面,着重强调系统的整体结构;体制位于系统的中观层面,着重强调系统的外在形式;机制位于系统的微观层面,着重强调系统的运行方式。三者在系统的不同层面上有着各自的特殊规定和功能定位,发挥不同的作用。^[12]

(二)机制、体制和制度的联系

一方面,从广义上讲,体制和机制都属于制度范畴,其中体制是制度的表现形式,而机制则是制度的特定实现方式。因此,不通过一定的体制和机制,制度就无以表现和实现。另一方面,制度可以规范体制的运行,机制的建立与完善也需要通过制度的建设来实现。^[13]

1.制度与体制的关系

制度与体制的关系,类似于内容与形式的关系。首先,制度决定体制的性质、内容和特点。也就是说,一个国家或系统究竟采取什么样的体制,主要是由该国家或该系统的基本制度决定的。其次,体制是制度的外在表现形式之一。具体来说,它们之间的关系是:任何体制的形成和发展都要受到制度的制约,并服从和服务于制度;体制一旦建立起来之后,又会反作用于制度。^[14]

2.制度与机制的关系

从广义上讲,机制是制度的一部分。由于任何制度都包括许多要素,各种要素以什么方式联系在一起才能既发挥它们各自的作用,又相互协调呢?这就是机制所要解决的问题。也就是说,机制规定着制度的实现方式。任何制度,只有建立了良好的运行机制,才能真正发挥作用。另外,由于机制隶属于并内含在制度中,因此,它必然受到制度的制约和影响。^[15]

3.体制与机制的关系

从某种意义上说,体制与机制都属于制度的范畴,它们从不同角度规定着制度的内容。机制是体制构建的指导原则,体制是机制发挥作用的载体。机制对某一体制下的所有元素都有约束力量,所以



一旦体制依据某种机制形成后,系统的运行结果基本就是一个确定性事件了。也就是说,机制是体制内所有元素运行的潜在根据。另外,机制的功能总是潜存于一定的体制这个载体之中,并且要通过体制这个载体的特定运动形态和过程才能发挥出来,所以要转变机制,必须进行相应的体制变革。

第四节 主要内容、技术路线图、创新之处和不足之处

一、本书的主要内容

在前人研究成果的基础上,本书将首先从机制、体制和完善金融市场制度三个维度建立一个防范股市暴涨暴跌的一般理论分析框架;然后,在这一理论分析框架的基础上,结合中国股市的具体约束条件,剖析中国股市暴涨暴跌的原因,提出防范对策和措施。

(一)导论(第一章)

本部分将首先阐释本书的背景和意义,然后提出本书的预期目标和研究假设,说明本书使用的主要方法,对相关概念进行辨析,最后概括本书的主要内容,设计本书的技术路线图,指出本书的创新之处和不足之处。

(二)文献综述(第二章)

从现有文献看,国内学者对股市过度波动或暴涨暴跌的研究集中在以下三个方面:一是对股市过度波动和暴涨暴跌的界定和检测;二是用正反馈理论解析股市过度波动或暴涨暴跌的形成机制;三是国内不少学者还对中国股市暴涨暴跌和过度波动的原因及治理进行了探讨。他们的研究给予我们以下三点启示。

第一,国内外学者对股市暴涨暴跌和股市过度波动的界定和检测的研究已经非常深入。但是,大部分研究使用的都是实证分析法,

重点强调“是什么”，虽然这能为证明某一国家或地区的股票市场是否存在暴涨暴跌或过度波动现象提供强有力的证据，也有助于我们找到股市暴涨暴跌或过度波动的原因，但这些研究成果普遍的弱点是没有把研究的重点放在回答“该怎么办”上。

第二，虽然国内外有不少学者用哲学中的反馈理论来研究股票市场，但他们的研究集中在用正反馈理论解释股市中的暴涨暴跌或过度波动现象，研究方法也主要集中在实证检验方面。从现有文献看，基本上还没有学者从负反馈这一角度来系统地研究股票市场问题。

第三，关于中国股市暴涨暴跌或过度波动的原因及治理的研究，国内学者的研究角度集中在两方面：一是从中国股市暴涨暴跌的原因方面进行定性分析；二是对中国股市暴涨暴跌现象进行实证检验。总的来说，国内学者基于中国的国情来分析中国股市暴涨暴跌问题取得了丰硕的成果，但大多数研究普遍存在以下问题：一是原因和对策措施方面的研究的系统性和深度非常欠缺；二是就股票市场研究股票市场，在从中国金融市场制度的缺陷与股市暴涨暴跌的关系角度来解析中国股市暴涨暴跌的原因、制定防范对策方面相对缺乏。

（三）从机制、体制和金融市场制度三个维度建立一个防范股市暴涨暴跌的一般理论分析框架（第三章）

本部分将运用反馈理论、有效市场理论、市场微观理论和金融市场无套利均衡理论，基于经济解释的范式，从机制、体制和金融市场制度三个维度建立一个防范股市暴涨暴跌的一般理论分析框架。

首先，本部分将依据哲学的负反馈原理构建一个股市稳定机制。由于股票市场的特殊性，我们无法直接用一般经济均衡理论来分析股票市场的供求平衡问题。为此，本部分依据哲学的负反馈原理构建一个股市稳定机制。本书认为，要防范股市暴涨暴跌，必须使其整体运行机制符合负反馈原理。

其次，本部分将依据金融学中的有效市场理论，从股市体制和金融市场制度层面构建一个稳定的股票市场结构。如果把股市看作一



个封闭系统,对其稳定性我们只需要关注其运行机制是否符合负反馈原理即可。但是,作为一个开放系统,防范股市暴涨暴跌,还需要建立与负反馈运行机制相适应的股市体制和金融市场制度,最终使股票市场形成一个稳定的市场结构。

第一,价值投资者主导股票市场是股市实现公平合理定价的基础,同时也是股市长期稳定的基础。但是,价值投资者不可能天然就能主导股市的运行。因此,从长期看,要防范股市暴涨暴跌,必须构建一套从制度上确保价值投资者主导股票市场的股市体制。

第二,股市最本质功能是交易功能,流通性是其生命。不管主导股票市场的投资者的投资理念多么先进,如果一个市场缺乏流通性,暴涨暴跌还是在所难免的。因此,从短期看,要防范股市暴涨暴跌,就需要构筑一套确保市场具备充足流通性的制度体系。

第三,由于股票市场的特殊性,仅凭其自身的力量往往难以达到稳定,所以需要其他金融市场为其稳定提供支持。比如,股票市场本身的系统性风险非常大,仅凭其自身的运转根本无法对冲系统性风险。而系统性风险管理工具的出现,则使股票市场可以非常便利地实现风险的转移,这对提高股市的稳定运行能力具有重要作用。所以,在一个完善的现代金融市场中,必须包括金融衍生品市场。除此之外,债券市场、货币市场、保险市场、外汇市场等在防范股市暴涨暴跌中都有不可或缺的作用。因此,构建多层次的金融市场体系是防范股市暴涨暴跌的必备条件。

第四,作为金融市场的一部分,股市必然受到其他金融子市场的影响,也就是说,金融市场的稳定是股市稳定的前提条件。因为在一个非均衡的金融市场中,股市不可能独善其身地保持稳定。因此,防范股市暴涨暴跌,还必须将其纳入某一国家或地区金融市场整体均衡中去进行分析。

(四)分析中国股市暴涨暴跌问题需要考虑的特殊因素(第四章)

首先,本部分对中国股市20多年来暴涨暴跌的情况进行了实证描述。中国股市暴涨暴跌呈现出以下特征:上涨和下跌幅度非常大。

暴涨和暴跌的转换频率非常快、“牛短熊长”。回顾中国股票市场 20 多年的历史,实际上就是一部暴涨暴跌的历史。

其次,由于中国股市特殊的发展道路以及中国特殊的国情,致使中国股市一方面具有明显的计划经济的烙印和转轨经济特征,另一方面又具有明显的新兴市场特征和初级市场特点以及社会主义市场经济特色。因此,对于中国股市暴涨暴跌的研究,我们不仅要将其纳入第三章建立的一般理论分析框架中去进行分析,还要考虑影响中国股市暴涨暴跌的一系列特殊因素。

第一,中国股票市场是国家制度安排的结果,由此导致:中国股市的功能定位与股市本身的功能定位长期存在严重错位;股市的市场化基因先天不足。由于这一特殊因素,本书认为在分析中国股市暴涨暴跌问题时,至少需要关注以下两个问题:一是政府对股票市场的功能定位与股市本身的功能定位之间的差异是否会导致中国股市暴涨暴跌;二是解决中国股市暴涨暴跌问题是否应与深化中国股市的市场化改革结合起来。

第二,中国政府是股票市场最大的股东,由此导致中国政府对股市的影响力比其他国家或地区的政府更为强大。因此,在分析中国股市暴涨暴跌问题时,必须更多地考虑政府的政策措施和直接干预对股市的影响力。此外,由这一特殊因素引申出来的以下问题,也是我们在分析中国股市暴涨暴跌问题时不能回避的:一是国有股的实际流通问题;二是政府在股票市场上的双重角色问题;三是政府干预性质的上市公司治理结构问题。

第三,金融市场不完善,存在严重的金融抑制,由此导致以下两方面的后果:一是没有形成一个多层次的金融市场体系,致使金融市场其他组成部分难以为中国股票市场的稳定提供支持;二是无法形成一个无套利均衡的金融市场,致使基于股票资产定位功能的股票市场长期处于严重的失衡状态。由于这一特殊因素,我们不能仅仅围绕股票市场本身来研究其暴涨暴跌问题,必须将其纳入完善中国金融市场制度的框架中去进行分析。

在分析中国股市暴涨暴跌问题时,只有把上述三个特殊因素考