

Research On Funds Operation In Chinese Stock Market

我国股票市场 资金运行研究

马 达 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

我国股票市场资金 运行研究

马 达 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国股票市场资金运行研究 / 马达著. —北京: 经济科学出版社, 2006. 8

ISBN 7 - 5058 - 5706 - 1

I. 我… II. 马… III. 股票 - 资本市场 - 资金管理 - 研究 - 中国 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 077410 号

责任编辑：周国强
责任校对：徐领弟
版式设计：代小卫
技术编辑：邱 天

我国股票市场资金运行研究

马 达 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
编辑室电话：88191350 发行部电话：88191540

网址：[www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件：[zgq@ esp. com. cn](mailto:zgq@esp.com.cn)

天宇星印刷厂印刷

永胜装订厂装订

880 × 1230 32 开 8.125 印张 210000 字
2006 年 8 月第一版 2006 年 8 月第一次印刷

印数：0001—2000 册

ISBN 7 - 5058 - 5706 - 1/F · 4965 定价：20.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



作者简介

马 达，男，1971年8月出生，山西太原人，中共党员，经济学博士。1993年6月毕业于中国矿业大学煤田地质系，获工学学士学位。1998年6月毕业于山西财经大学贸易经济系，获经济学硕士学位。2006年6月毕业于中央财经大学经济学院，获经济学博士学位。1998年进入证券行业工作，先后从事过投资银行、投资咨询和经纪业务，主持和参与过国内10多家企业的股份制改造、并购、企业债券及股票发行工作，并在《中央财经大学学报》、《山西财经大学学报》、《中国证券报》等国内重要学术刊物上发表论文20余篇。

RESEARCH ON FUNDS OPERATION IN CHINESE STOCK MARKET

责任编辑◎周国强
封面设计◎王 坦

序

我曾经在一篇文章^①中说，股份制这架精妙机器的活力源泉，在于资本结构的双重性，从而产生了有效的公司治理结构。在该文中，我把股份制比喻为氢、氧和水：空气是由氮气、氧气、氢气等多种气体混合而成的，而空气中的氢和氧还可以化合成另一种新的物质——水。这种化合物是稳定的，在一般条件下，一旦化合即不再具有其化合成分的特性。股份制的资本结构的精妙之处在于，它既是混合物，同时也是化合物。

股份制的第一个层面是资本混合。不同所有者的资本投入到同一个公司，就混合到一块儿，以混合物的形态存在。在股份公司中，产权是明晰的。投资者以其投入资本的比重，参与公司的利润分配，享有所有者权益；以其股权比重，通过公司股东代表大会、董事会，参与公司的重要决策，其中包括选择管理层，这就是所谓的“用手投票”。同时，投资者还拥有另一种选择权，即“用脚投票”——卖掉其持有的公司股票。股份公司通过股市筹集资金，不需要支

^① 《股份制——一个革命的因素》，载于《人民日报》2004年4月15日，第九版。

付利息。但它必须对投资者负责，以成功的经营活动使投资者获利，使其权益增加，使股票价格稳定上涨。公司业绩不佳，遭遇集中的长时间的“用脚投票”，必然动摇其经营根基，以至于破产。

股份制具有巨大的资本积聚功能。居民手中的存款由于数额小而难以单独直接投资，通过股市即可投资到自己选择的上市公司中去。“由于信用制度、股份公司等的发展以及由此引起的结果，即自己不成为产业资本家，也很容易把货币转化为资本”。^① 股市作为投资场所，其必要条件是对足够多的投资者具有持久的吸引力。股市若是变成一架“烧钱”的机器，投资者照样可以“用脚投票”——离它而去。股份制的资本集中功能有两种实现形式：一是各类投资者把货币资金投入前景看好的上市公司，使公司由小变大、由弱变强；二是通过资本运作、企业并购，形成更为强大的经济力量，从事更大规模、更高层次的经营活动。资本集中没有增加社会资本总量，但由此产生的生产力优化组合，对生产力的发展和社会进步同样是一个革命的因素。

股份制的第二个层面是公司的法人财产权。投资者的投资在第一个层面仍处于混合状态，但在经营层面却“化合”为一个整体。投资者不能抽走投资，不能对公司的任何财产，哪怕是一个机器齿轮，提出产权主张。这样，公司经理层就可以根据董事会决定的经营战略和目标，自主运用公司经营资源，开展经营活动。在规范的股份公司中，投资者——包括最大的股东——无权直接干预公司的经营活动。正如马克思所说：在公司经营层面“留下来的只有管理人员，资本家则作为多余的人从生产过程中消失了。”^②

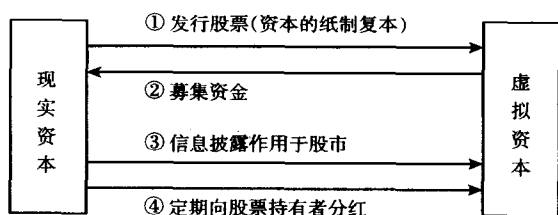
股份制是经济发展到一定阶段的产物。17世纪初，欧洲各国工商业有了较程度的发展，资本主义经济萌芽已经出现并有所发

① 马克思《资本论》，载于《马克思恩格斯全集》第25卷，人民出版社1974年版第296页。

② 同①，第436页。

展，进而产生了股份公司。1602年在荷兰阿姆斯特丹成立了世界上第一个股票交易所，是具有标志性意义的事件。此后，经过长时间发展，股份制与资本主义市场经济相随相伴，促进了生产力的快速发展和生产社会化程度的迅速提高。乃至如马克思所说“在工业上运用股份公司形式，标志着现代各国经济生活中的新时代”。^①

现在需要研究的是，股票作为公用事业、铁路、矿山的所有权证书和未来价值增值的所有权证书，二者的关系是怎样的呢？按照马克思的观点，股票是现实资本的证书，但这种证书并不能去支配这个资本，更不能提取这个资本。证书只是法律上有权索取这个资本应该获得的一部分剩余价值。这种证书从而也就成为现实资本的“纸制复本”，正如提货单在货物之外，和货物同时具有价值一样。他们成为并不存在的资本的名义代表。这是因为现实资本存在于这种复本之外，它是纯粹虚拟的，其所代表的资本价值也完全是虚拟的，所以可以称之为“虚拟资本”。我们由此得出了现实资本与虚拟资本关系的示意图：



现实资本通过股票市场发行股票，所卖出的是其资本的纸制复本，并从市场取得相应资金。购买者所付出的就是股票的原始价，虚拟资本由此而产生。从此，资本能够作为资本变成商品。股票脱离其发行者，作为一种独立的“商品”在股市流通，形成独立的价值运动，A 卖给 B，B 卖给 C……多数买者谋取的是股票周转过程中的溢价收入（其中包括运气不济者的负的溢价收入），其中某

① 《马克思恩格斯全集》第 12 卷，人民出版社 1962 年版第 37 页。

一买主作为投资者期望获得现实资本分配的红利。股票买卖的价格涨落，理论上是受企业在信息披露中所报告的现实资本的经营状况的影响，但人为炒作因素的影响是巨大的，股票价格涨落常常基于人们的一种心理预期。这是因为，股票交易随时随地都在进行，而现实经济的信息披露却是定期的间隔期较长，在此情形下，人们的交易活动又常常被庄家、大户所左右；同时，股票市场价格的涨落幅度，又往往与预期可以获得的年终分红不成比例。由此可见，现实资本自向虚拟市场卖出股票以后，二者就依其自身的发展规律分别独立运行。证券作为货币资本在证券交易所内流通，它就独立存在于经济生活中，根据其市场规则博弈游戏。按照马克思主义观点，股市不能创造价值，所能实现的只是价值的再分配。但是，看似虚拟的东西，却导致社会财富的再分配，人们从中取得的、失去的，都是真实的真金白银。

信用制度发展的结果，一方面导致现实中的货币使用量减少，因为有不少交易可以以信用方式完成；另一方面，信用使资本变成商品，包括股票、公债、公司债券等证券进入流通领域，从而使进行交易所需要的资金量大大增加。就股份制企业而言，上市公司通过发行股票募集资金，这部分资金就变成现实经济的资本在股份制企业中运行。而上市公司留给股市的“商品”股票，只要出现交易活动，就需要另外一部分资金。其中包括进入股市处于待用状态的货币资金和处于商品状态的股票价值。它们源于股份经济，服务于股份经济，但又独立于股份经济中现实资本，处于虚拟资本状态却为现实资本提供资金支持，成为财富再分配的手段与中介，有其独立的运行轨迹与运行规律。由此决定了关于股票市场资金运行研究成为一个十分重要的研究领域。

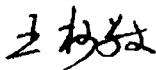
马达的专著《我国股票市场资金运行研究》，是在近年来关于我国股市运行研究著述基础上，专门系统研究股市资金运行的。作者试图通过对股市资金运行规律和特点的研究，由点到面，由核心到外围，有助于提高对股市整体运行规律和特点的把握，有利于促

序

进股市健康、有序发展。应该说，本书作者关于我国股市资金运行规模分析、运行结构分析，关于我国股市资金流动分析、国际化流动分析以及资金运行的风险管理等方面的研究，是系统全面的，有理有据，并孕育出一些创新见解。

本书是作者的博士学位论文，是经过长期理论与实践积累，又花费了近一年的时间撰写完成的。作者1998年硕士研究生毕业后，即在证券行业从事股票发行和股票市场研究工作，具有丰富的实践经验。2003年，他考入我校博士研究生后，在努力学习理论知识的同时，一直十分关注股市起落，并经常深入一线实习，可以说在前后8年多，基本上未脱离他在论文中选择研究的对象，他是一位熟悉股市的内行。当然，我国股票市场还处于成长发育的幼年阶段，成长的烦恼挥之不去。股市运行中的问题乃至未来发展的方向，众说纷纭，人们对它的认识还处于起步阶段。我们不但需要对股市运行进行深入的剖析，从而由此及彼、由表及里得出规律性的认识，更需要去粗取精、去伪存真将其上升为理论。只有真正的理论才更具有概括力和说服力，才具有应有的视野和高度，才能引导中国股市健康发展。这是关心中国股市的业内人士和理论工作者面临的历史使命。正是基于这样的理由，我们总是希望对中国股市的研究能有更多的理论性。这也是我对本书作者的期望。

我愿意向读者推荐这本书，并希望业内人士和相关学者不吝赐教。



2006年8月于中央财经大学

Abstract

As one of financial submarkets, the stock market is an important component of our socialism market economy. Since established in the early 1990s, our stock market has made great progress not only on market-capacity, developing-speed, but also on structure-adjustment, statutes-construction and market-supervision. The stock market has made great contribution to our national economy and its function and status are becoming more and more prominent. It is well known that one market, whether the merchandise market or the stock market, would not develop prosperously without the supporting of funds. Generally speaking, in order to sustain the prosperity, more and more funds need flowing into the stock market. Our stock market has displayed the typical feature of "pushing forward by funds" for a long time.

What is the actual scale of funds in our stock market? What are the structure and existing situation of these funds? How do different types of funds transfer and contact mutually? How is the stock price influenced by funds? How do the change of trade volume reflect the funds operating situation? At present, whether in actual working areas or in securities theory area, the analysis of the above issues is still not enough, which affects the analyses into the stock market operating quality and further affects exerting effective macro control over the stock-market. Therefore, it is of great significance that establishing the monitoring & controlling mechanism for the stock-market-funds on the basis of conducting in-depth research on the stock-market-funds operating and grasping its operating laws and characters, which will guard against and tackle the risk

of the stock-market-funds operating, solve some thorny issues existing in the stock-market, promote the healthy and orderly stock-market development and the whole national economy development.

The basic guiding thought of this thesis is Marx's dialectical materialism and historical materialism. Combined with the theme, the thesis absorbs some beneficial theories、 thoughts and views from all kinds of literature and takes them as supplementary theory. Focusing on the practice of our stock market, the thesis tries to dissect the whole stock market operating situation from a angle of funds. Starting with the definition of the stock-market-funds, the thesis sums up and generalizes some operating laws and characters of the stock-market-funds through researching and analyzing five parts about the scale、 structure、 flow、 internationalization and risk management of the stock-market-funds. On the basis of that, the thesis sets forth some policy suggestions to solve the actual difficulties in the development of our stock market.

The thesis could be divided logically into three parts. The first part (Introduction) mainly introduces the significance of the title-selecting, comments synthetically on the literature to search for the theoretical base, defines the guiding thought、 researching theme、 basic concepts and researching scope, which therefore makes preparations for the further development of the thesis. The second part (Chapter I~Chapter V) is the emphasis of the whole thesis. It makes deep analysis on our stock-market-funds operating situation and sums up the funds operating laws and characters. The third part (Chapter VI) sets forth the corresponding policy suggestions for some issues and difficulties existing in the present stock-market-funds operating.

The main creation of the thesis is that setting forth the judging criterion for the scale optimization of the stock-market-funds, estimating the optimal scale of the present stock-market-funds, and putting forward the

path selection for the scale optimization; inquiring tentatively in theory into the structure optimization issue of the stock-market-funds; making use of ARCH models to the empirical studies on the fluctuating feature of the stock market turnover; making use of DEA analyzing method to the empirical studies on the flowing direction feature of the stock-market-funds; summarizing the developing situation and reasons and forming a judgment on the future developing tendency for the stock-market- funds flowing speed ; making deep and delicate studies on the developing process、 present problems and developing tendency for the stock-market-funds flowing internationally ; making studies on the “hot money” in our stock market. putting forward building up the stock-market risk management system, designing a set of stock-market risk monitoring index system and making policy suggestions to guard against and solve the stock-market risks; putting forward some policy suggestions on the stock-market-funds operating, such as establishing the balancing-funds and safety-net for our stock market.

目 录

导论	(1)
第一节 选题的意义	(1)
第二节 文献综述	(8)
第三节 基本概念界定	(16)
第四节 研究内容设计安排	(20)
第五节 本书研究的重点、难点及主要创新	(23)
 第一章 我国股市资金运行规模分析	(25)
第一节 我国股市资金规模的一般性描述	(25)
第二节 我国股市资金规模的估算	(33)
第三节 我国股市资金规模的影响因素分析	(41)
第四节 我国股市资金最优规模的估算	(45)
 第二章 我国股市资金运行结构分析	(54)
第一节 我国股市资金结构的定义与类型划分	(54)
第二节 我国上海、深圳股市资金运行分析	(57)
第三节 我国股票一、二级市场资金运行分析	(64)
第四节 我国股票三板市场、中小企业板市场 资金运行分析	(73)
第五节 我国股市货币资金供给结构分析	(78)
第六节 我国股市货币资金需求结构分析	(94)

第七节 我国股市资金供求均衡分析	(105)
第八节 我国股市资金结构最优化问题研究	(107)
第三章 我国股市资金的流动分析	(111)
第一节 股市资金流动的本质	(111)
第二节 我国股市资金的流量分析	(115)
第三节 我国股市资金的流向分析	(135)
第四节 我国股市资金的流速分析	(146)
第四章 我国股市资金的国际化流动分析	(163)
第一节 国际资本流动的理论综述	(163)
第二节 我国股市资金国际化流动的现状分析	(172)
第三节 我国股市“热钱”的发展状况分析	(195)
第五章 我国股市资金运行的风险管理	(198)
第一节 我国股市风险的定义、内容与危害	(198)
第二节 我国股市风险管理体系的内容	(202)
第三节 我国股市风险监测体系的构建	(205)
第四节 我国股市风险的防范和控制手段	(216)
第六章 我国股市资金运行的政策建议	(222)
参考文献	(238)
后记	(243)

导 论

第一节 选题的意义

一、问题的提出

股票市场是我国金融市场的一个子市场,是我国社会主义市场经济的重要组成部分。1990年12月上海证券交易所的成立,标志着股票市场正式在我国建立。我国股市自建立以来,无论是在市场容量、发展速度,还是在结构调整、法规建设、市场监管等各个方面都取得了长足的进展。《中国证券期货统计年鉴》的数据显示:截止2004年12月底,我国股票市场上市公司总数为1377家,总股本为7149.43亿股,股票总市值为37055.57亿元,流通市值为11688.64亿元,分别占到同期GDP的31.74%和10.01%。股票市场10多年来累计筹资额近1万亿元,投资者开户数达到7211.43万户,市场从业人员超过10万人。股票市场在筹集建设资金、优化资源配置、转换企业经营机制、完善法人治理结构、提高经济效率以及解放思想观念方面都起到了积极的推动作用,对于国民经济发展的贡献巨大,在整个国民经济中的地位和作用日益显著。可以说,股票市场已经成为我国国民经济发展中一个不可或缺的组成部分。无论从宏观经济的大局出发解决我国经济发展中的主要矛盾,还是从微观经济着眼提高企业效益;无论从国有企业改制、建立健全社会保障体制的要求,还是从防范金融风险、建立健全直接和间接融资协调发展的融资体制的需要,都需要一个长期稳定、健康繁