

学 术 文 库



中南财经政法大学学术文库

中国股票市场 制度创新研究

ZHONGGUO GUPIAO SHICHANG
ZHIDU CHUANGXIN YANJIU

陈 红 著



中国财政经济出版社

ZHONGNAN CAIJING ZHENGFA DAXUE XUESHU WENKU

中南财经政法大学学术文库

中国股票市场制度创新研究

陈 红 著

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国股票市场制度创新研究/陈红著. —北京: 中国财政经济出版社, 2004.12

(中南财经政法大学学术文库)

ISBN 7-5005-7783-4

I. 中… II. 陈… III. 股票-资本市场-研究-中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 129861 号

中国财政经济出版社出版

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

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 12.75 印张 302 000 字

2004 年 12 月第 1 版 2004 年 12 月涿州第 1 次印刷

印数: 1-1 000 定价: 33.00 元

ISBN 7-5005-7783-4 / F·6833

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

总 序

一个没有思想活动和缺乏学术氛围的大学校园，哪怕它在物质上再美丽、再现代，在精神上也是荒凉、冷清和贫瘠的。欧洲历史上最早的大学就是源于学术。大学与学术的关联不仅体现在字面上，更重要的是，思想与学术可谓大学的生命力与活力之源。

我校是一所学术气氛浓郁的财经政法高等学府。范文澜、嵇文甫、潘梓年、马哲民等一代学术宗师播撒的学术火种，五十多年来一代代薪火相传。因此，在世纪之交，在合并组建新校而揭开学校发展新的历史篇章的时候，学校确立“学术兴校，科研强校”的发展战略。这不仅是对学校五十多年学术文化与学术传统的历史性传承，而且将成为谱写新世纪学校发展新篇章的战略性手笔。

“学术兴校，科研强校”的“兴”与“强”，是奋斗目标，更是奋斗过程。我们是目

的论与过程论的统一论者。我们将对宏伟目标的追求过程寓于脚踏实地的奋斗过程之中。由学校斥资资助出版《中南财经政法大学学术文库》，就是学校采取的具体举措之一。

本文库的指导思想或学术旨趣，首先在于推出学术精品。通过资助出版学术精品，形成精品学术成果的园地，培育精品意识和精品氛围，提高学术成果的质量和水平，为繁荣国家财经、政法、管理以及人文科学研究，解决党和国家面临的重大经济、社会问题，做出我校应有的贡献。其次，培养学术队伍，特别是通过对一批处在“成长期”的中青年学术骨干的成果予以资助推出，促进学术梯队的建设，提高学术队伍的实力与水平。第三，培育学术特色。通过资助在学术思想、学术方法以及学术见解等方面有独到和创新之处的成果，培育科研特色，力争通过努力，形成有我校特色的学术流派与学术思想体系。因此，本文库重点面向中青年，重点面向精品，重点面向原创性学术专著。

春华秋实。让我们共同来精心耕种文库这块学术园地，让学术果实挂满枝头，让思想之花满园飘香。



2001年11月28日

Preface

A university campus, if it holds no intellectual activity or possesses no academic atmosphere, no matter how physically beautiful or modern it is in, would be desolate and barren in spirit. In fact, the earliest European universities in history were originated from academic learning. The relationship between a university and the academic learning is not simply incarnated literally, more importantly, ideas and learning constitute the sources of the energy and vitality of all universities.

Zhongnan University of Economics and Law is an institution of higher learning enjoying full – embodied academic atmosphere. With the academic germs seeded by such great masters as Fanwenlan, Jiwenfu, Panzinian and Mazhemini, generations of scholars and students in this uni-

versity have been sharing the favorable academic atmosphere and making their own contributions to it as well during the past fifty – five years. As a result, at the beginning of the new century and a time when a new historical developing page is turned over with the combination of Zhongnan University of Finance and Economics and Zhongnan University of Politics and Law, the newly established university has set its developing strategy as “Prospering the University with academic learning. Strengthening the University with scientific research”, which is not only a historical inheriting of more than fifty years of academic culture and tradition, but also a strategic decision which is to lift our university onto a new developing stage in the 21st century.

Prospering and Strengthening the university is our ultimate goal; it is, however, in greater sense our struggling process. We tend to make a unification of the destination and the process by embodying the pursuing process of our grand goal in the down – to – earth struggling process. *Academic Library of Zhongnan University of Economics and Law*, published under the financial aid from the university, is one of our specific measures.

The guideline or academic purport of this *Library* lies first at promoting the publishing of elaborate academic works by funding them, thus an academic garden with high – quality fruits can come into being. We should also endeavor to foster the consciousness and atmosphere of elaborate works and improve the quality and level of our academic productions, so as to make our due contributions in prospering national scientific research in such fields as finance and economics, politics and law and humanities, as well as in working

out solutions for major economic and social problems facing our country and the Chinese Communist Party. Secondly, our aim is to cultivate academic groups, especially through funding the publishing of works of middle - aged and young academic backbone, to boost the construction of academic echelon and elevate the strength and level of our academic groups. Thirdly, we aim at fostering the academic characteristic of our university. By funding those academic fruits which have some original or innovative points in their academic ideas, methods and views, we expect to engender our own characteristic in scientific research. Our final goal is to form an academic school and an academic idea system of our university through our efforts. Thus, this *Library* emphasizes particularly on middle - aged and young people, on elaborate works and on original academic monographs.

Spring flowers and autumn fruits. Let us join in hand to cultivate this academic garden and make it be opulent with academic fruits and intellectual flowers.

Wuhandong



序

《中国股票市场制度创新研究》一书是中南财经政法大学金融学院青年教师陈红同志在博士论文的基础上完成的。该书从制度层面来认识、考察和分析中国股票市场，虽不能肯定是独辟蹊径，但也为人们研究中国股票市场提供了一个崭新的研究视角。该著作即将正式出版，我作为她的导师，感到十分欣慰，并以高兴的心情为此书作序。

陈红博士的这部著作对中国股票市场的制度创新问题进行了深入系统的理论研究。根据我对作者本人的了解，在学位论文的选题过程中，陈红博士已经对研究对象具有相当的研究基础。作者相继在《管理世界》、《投资研究》等权威性经济学术期刊上发表了有关中国股票市场制度创新的系列论文，在这一研究领域取得了丰硕的研究成果。从《中国股票市场制度创新研究》这部著作中，也可以看出作者在中

国股票市场制度创新领域具有相当深厚的理论功底。作者以新制度经济学为视角,从制度层面对中国股票市场进行了实证分析;提出中国股票市场制度创新框架体系;分析研究了中国股票市场制度创新的重要外生变量——制度环境;阐述了制度创新与中国股票市场可持续发展的关系。

综观整部著作,本书呈现出以下几个鲜明的特点:

第一,本书选题具有前沿性和挑战性。运用新制度经济学的理论对中国股市作个案研究,从制度层面来分析正处于市场化和国际化转轨阶段的中国股市,这是目前国内应用经济学领域一项较为前沿的研究课题,理论界对此系统而深入研究的文献并不多见。因此,该著作选题新颖,开拓了中国股票市场问题研究的新视角,具有重大的理论创新意义。

第二,本书研究的内容具有重大的现实意义。转轨时期的中国股票市场在发展的过程中要面对各种历史遗留问题与市场化要求之间的剧烈而又无法绕开的矛盾和冲突。要逐步化解这些矛盾和冲突,整体制度演进就成为我国股票市场可持续发展的必然选择,为此,制度创新也就成为现阶段中国股票市场发展的主旋律。该著作选择“制度创新”作为研究的重心与焦点,股票市场制度创新框架的提出,发行体制、流通体制、信息披露制度、监管体制等多方面的具体制度创新的建议,都紧密联系了中国股票市场发展的最新动态,具有重要的实践指导意义。

第三,本书观点具有创新之处。重要的创新之处包括:(1)试图从制度层面全面分析市场化转型阶段中国股票市场;(2)探求在制度短缺情况下的中国股票市场的制度供给与需求;(3)构建了中国股票市场强制性制度变迁的模式;(4)提出中国股票市场制度创新的架构,对具体的制度创新提出了建议;(5)分析研究了中国股票市场制度创新环境;(6)探索了中国股票市场制度创

新与股票市场可持续发展的关系。

值得一提的是，本书作为博士学位论文，曾邀请多位国内著名经济学家进行评审，专家们对这篇论文给予了高度的评价，一致认为这是一篇优秀博士论文。本次出版，作者又根据有关专家的意见进行了进一步的修改，学术水平又有提高。在写作中，作者较好地运用了理论与实践相结合、宏观与微观相结合、借鉴与创新相结合三条基本原则。本著作结构严谨，体系完整，思路清晰，资料翔实，行文流畅，研究方法多样，学术论证充分，结论正确。我希望本书的出版能够起到抛砖引玉的效果，能让更多的学者从制度层面关注和研究中国股票市场及当前中国股票市场中发生的一切积极的制度创新；也希望陈红同志以此为起点，在科研领域中再接再厉，以期在股票市场制度创新领域中获得更多的学术成果。

周骥

2004年7月2日

摘 要

在新旧经济体制的摩擦和对抗的夹缝中产生与发展起来的中国股票市场，历经十多年的发展，已成为中国金融市场的一个重要组成部分。回顾中国股票市场十几年的发展历程，其产生、发展的过程体现了一种新的经济制度在我国经济体系中从萌芽、创立到制度不断创新和完善的过程。目前，中国股票市场经过十多年的发展，已跨过了制度奠基阶段，进入了市场化转轨阶段。转轨时期的中国股市面对着各种历史遗留问题与市场化要求之间剧烈而又无法绕开的矛盾和冲突，要在发展中逐步化解这些问题，制度创新就成为股票市场可持续发展的必然选择。

中国股票市场制度创新研究的重要理论基础是新制度经济学理论。新制度经济学源于西方发达国家。20 世纪 70 年代以来，新制度经济学已对越来越多的引导经济事务的具体制度

安排提出自己的真知灼见，也为改变这些安排以增强经济效率提供着理论基础，由此掀开了人类经济学史上的一场革命。在新制度经济学理论体系中，制度变迁和制度创新的理论分析是其重要的核心。在此，新制度经济学既继承了西方传统经济理论的某些传统，又超越了正统经济理论的限制，创立了自己完善而又有鲜明特色的系统理论体系。虽然新制度经济学源于西方发达国家，但其关于制度分析的理论和方法更适合分析发展中国家，尤其适合于新旧体制转轨的国家。新制度经济学在中国股票市场的引进，试图对中国股票市场制度变迁所引起的市场运行和主体行为特征的变化作动态考察，为研究中国股票市场的发展开辟了一个全新的途径，对中国股票市场的制度创新具有重要的指导意义。

新制度经济学视角下的中国股票市场呈现出独特的制度特色。首先，在制度分析的起点上。中国股票市场脱胎于高度集中的计划经济体制之中，成长于计划和市场双重体制摩擦之下。股市融资制度的崛起是国家为济间接金融支持政策之穷而另辟蹊径推行的一次增量改革的结果。独特的制度起点决定了中国股票市场的制度设计主要是为国有企业筹资服务。其次，在制度的功能上。中国股票市场不仅具有强大的经济功能，而且具有重要的社会功能，这些制度功能对中国的经济和文化起了巨大的促进作用。再次，在制度的供求上。政府是中国股票市场制度供给的主体，而市场化和国际化则构成了制度需求的动力，股票市场制度创新作为一种特殊“产品”，制度的变迁取决于制度创新的供求双方的动态博弈并实现均衡。最后，在制度创新的模型的选择上。基于中国股票市场在成长过程中显现出来的强外生性，中国股票市场选择了强制性制度变迁模型。

在改革开放后的中国经济领域中，股票市场作为一种新的融资和投资制度的产生，有其深刻的经济和政治背景。经济体制的

变迁、收入分配格局的变化、银行融资制度的困境等，都有效地促进了股市融资制度在中国的崛起。回顾中国股票市场十几年的发展历程，从制度演变的角度来看，股票市场的发展大致可划分为三个阶段：一是制度的潜在发育阶段；二是制度的确立和快速发展阶段；三是制度的完善和创新阶段。目前，中国股市正处在市场化转型的第三个阶段，股市中还存在着明显带有过渡性质的制度安排和制度缺陷，包括体制缺陷、结构缺陷、机制缺陷、层次缺陷、功能缺陷、法制缺陷等。这些制度性缺陷的存在已成为股票市场发展的“瓶颈”。探求中国股票市场制度性缺陷的生成机理，笔者认为超越型发展股票市场的战略安排是中国股票市场制度缺陷生成的主要根源。在政府推进型制度变迁中，在政府为股市提供“隐性担保契约”的条件下，政策租金的产生本身就是股票市场制度缺陷的生成过程。针对目前中国股票市场不断显现的各种内在矛盾与制度缺陷，在推动新兴股票市场深化发展的制度安排上，必须解除政府“隐性担保契约”，按照市场性、效率性和竞争性原则来推动股票市场制度创新。

中国股票市场的制度创新是一个纷繁复杂的系统性工程，是一个渐进式的改革过程，不能急功近利，更不能一蹴而就。创新的成功与否直接关系到中国资本市场能否稳定、繁荣的可持续发展。股票市场的制度创新框架包括发行体制、流通体制、信息披露制度、监管体制等多方面内容，具体制度创新应包括以下内容：

第一，股票市场发行制度创新。2001年以来，在中国股票市场上，以市场供求调节为主的股票发行审核制正式登场，取代了行政色彩浓郁的股票发行审批制。股票发行审核制作为股票发行制度中较为严格的一种管理制度，它的启用是我国现行经济体制下一种必然的选择。审核制较之原先的审批制有了重大的进

步，但其仍存在着一定的制度缺陷，因此，现行的审核制要进行全方位的制度创新，其中最重要的是进行市场化的创新。审核制市场化制度创新的初级目标有：发行定价的市场化、发行询价的市场化、发行销售的市场化等。但审核制的市场化并不是股票市场发行体制改革的最终目的，注册制是我国股票发行体制制度创新的远景目标。

第二，股票市场交易制度创新。股票交易制度一直以来是证券交易所的核心制度安排之一。从欧美各国股市的实例来看，交易制度的设计和选择是各国股市的重要竞争策略。中国股票市场在建立之初选择了自动化程度较高的指令驱动型的竞价交易制度，这种交易制度以其公平竞争、透明度高的优势一直延用至今。但在主体交易制度不变的情况下，交易制度的创新是我国股票市场提高效率和公平的重要途径。针对中国股票市场交易制度的特征，笔者提出以下创新建议：完善开盘制度；引入收盘拍卖制度；改进涨跌停板制度；主板市场实施以指令驱动制度为主，以大宗交易制度为补充交易制度；二板市场实施以指令驱动制度为主，以做市商制度为辅的混合交易制度等等。

第三，中国股票市场信息披露制度创新。信息披露制度是一国证券市场赖以存在和发展的基石，是实现证券市场“三公”原则的基础和维护证券投资者利益的基本保障。由于中国股市呈现出弱式有效的特征，建市以来，我国股市逐步建立起了一套强制性的信息披露制度。目前，我国信息披露体系主要存在着以下几个问题：信息披露制度本身不完善；上市公司信息披露不规范；信息披露监管力度不够、执法不力等。针对我国证券市场信息披露的特点，笔者提出以下创新建议：完善信息披露制度的内容，体现信息披露的充分性；改善信息披露的手段，体现信息披露的及时性；有效解读披露信息，实现信息披露的有效性；加强信息

披露的监管，建立并完善证券民事责任赔偿制度等。

第四，中国股票市场监管制度创新。1998年中国股票市场建立了集中立法型监管模式，克服了以往证券监管模式的缺陷，使中国股票市场的监管进入了一个新的阶段。但目前我国股票市场的监管制度还存在着不尽人意的地方，监管目标出现偏差，监管权利膨胀，监管效率低下，这一系列的制度缺陷导致了市场寻租现象的出现。针对我国股票市场监管制度的特点，笔者提出以下创新建议：加强立法建设，完善证券法律体系；遵循市场化原则，适时转变和更新监管理念；适应工作需要，逐步完善监管体系；加强市场监管中的自律管理；再造监管的微观主体结构；将证券监管置于社会监督之下等等。

在中国股票市场的制度创新研究中，制度环境以及制度创新可持续发展问题是制度创新研究范畴中不可或缺的两个重要因素。

对于中国股票市场的制度环境，笔者认为，中国股票市场的制度创新不仅要受内部因素的制约，而且要受外部环境的影响。制度环境的重要性表现在，制度的引入需要制度环境的支持，而制度的成功或失败需要结合具体的制度环境才能评判。考察中国股票市场的制度创新，一切影响股市的经济和社会环境皆应包含在内，其中重要的制度环境包括宏观经济环境、科技环境、人力资源环境等。这些环境构成了中国股票市场制度创新模型的重要外生变量。

对于制度创新的可持续发展，笔者认为，这是中国股票市场制度创新中的效率与安全性研究。首先，制度创新的成功实施需要一套行之有效的制度实施机制，而在渐进模式下的中国股票市场制度创新更多依赖的是精英人物的设计，而不是自然演化的结果，因此，在制度设置完毕以后，制度往往因为种种原因无法得

到顺利实施。事实上，中国股票市场并不缺乏制度创新的能力，而是缺乏制度实施的机制，因此，建立制度创新的实施机制是解决中国股票市场制度创新可持续发展的首要问题。其次，要推动中国股票市场制度创新的可持续发展，还必须实现政府在制度创新中角色的成功转换，改变一直以来政府在制度创新中扮演着的主导作用，实现政府在制度创新中角色的成功转换，将“政府控制型”制度创新向“市场取向型”的制度创新演进。再次，提高制度创新的安全性，必须防范制度创新的风险，这是中国股票市场制度创新可持续发展的关键环节。最后，在制度创新与股票市场的可持续发展的关系上，制度创新是股票市场可持续发展的前提和基础，而股票市场可持续发展又是制度创新的目标和要求。总之，制度创新与股票市场可持续发展相互促进，高效而又成功的制度创新是中国股票市场可持续发展的动力与源泉。