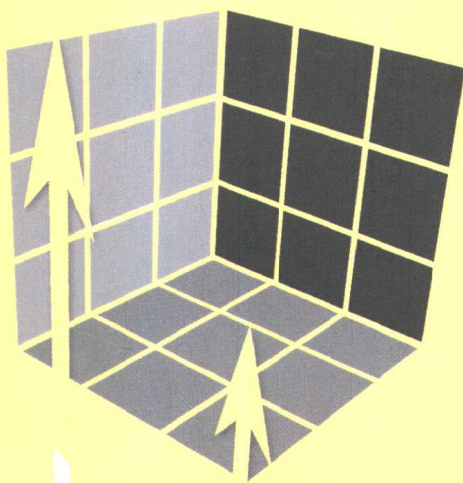


中国

股市的结构与变迁

郑学军◎著



人民出版社

中国

股市的结构与变迁

郑学军 著

ZHONGGUOGUSHIDE
JIEGOUYUBIANQIAN

人民出版社

策划编辑:李春生

责任编辑:魏海源

图书在版编目(CIP)数据

中国股市的结构与变迁/郑学军著.

-北京:人民出版社,2002.6

ISBN 7-01-003711-6

I. 中… II. 郑… 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(2002)第 037148 号

中国股市的结构与变迁

ZHONGGUO GUSHI DE JIEGOU YU BIANQIAN

郑学军 著

人民出版社 出版发行
(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京冠中印刷厂印刷 新华书店经销

2002 年 6 月第 1 版 2002 年 6 月北京第 1 次印刷

开本:850 毫米×1168 毫米 1/32 印张:12

字数:283 千字 印数:1-4 000 册

ISBN 7-01-003711-6/F·847 定价:22.00 元

内 容 摘 要

2001年作为新世纪的第一年，注定了是中国股票市场上具有特别意义的一年，以国有股减持方案（尽管只是“暂行”的办法）出台为标志，中国股票市场的发展将进入一个全新的发展阶段。就历史角度看，我国股票市场在经过二十年的发展之后，到目前已基本建立起自己的运行框架和市场体系，今后的发展将更趋向于从增量创新主导型的扩张型发展转向存量调整主导型的纵深化发展，而目前正处在两个发展模式、两条发展道路相互交接的关键时刻，在这一时刻对我国股市二十年来的结构发展和市场变迁做一回顾和理论总结，可以说是正当其时。本书通过对中国股票市场结构和变迁的考察，全面回顾总结了股票市场发展的经济逻辑和演变过程，深入分析考察了目前这一市场的结构特点和变迁态势，并对市场进一步的演进变迁及其对宏观经济改革和变迁的意义及关系作了一个比较深入的探讨。全书结构安排如下：

第1章，首先回顾了作为全书分析理论基石的制度分析范式，以之作为全书论述的理论依托；其次回顾了制度分析范式在中国经济体制改革中的具体运用，即所谓的过渡经济学；最后阐述了渐进式改革模式的两个基本范畴，即增量改革和存量改革，论述了它们之间的关系及其在过渡经济中的相对地位。本章在逻辑上体现为一个演绎的过程，并为后文的具体论述构建了一个大致的理论框架和价值归依。

第2章，首先考察了我国社会融资结构的变迁，继而考

察了我国股票市场角色的变迁，最后对我国股市的结构进行初步论述和说明。这在逻辑上体现为一种逐步推进的演绎过程：社会融资制度的变迁是股市角色变迁的背景性过程，股市角色变迁则是股市结构变迁的基础，在视角上表现为由宏观而趋向微观的渐进转换。这一章重在股市发展历史的理论提升和一般性含义的阐发。

第3章，对股市增量创新的论述。本书将存量和增量的划分作为区分不同市场发展、不同市场举措的分界线，以此来对纷繁复杂的股市事件进行分类和归并。在具体论述过程中，本章按照市场结构的狭义含义（层次结构）—市场结构的广义含义（投资者结构—投资中介结构—公司治理结构—监管结构）这一顺序进行，以期做到层次分明、结构清楚。

第4章，对股市存量调整的论述。基于对渐进式改革和制度变迁的理解，笔者将目前所处的历史时期划为从以增量为主的前期阶段向以存量为主的后期阶段转变的过渡时期，在这样一个时期，存量调整和增量创新有着同等重要的意义，因此本章对存量调整做一论述。涉及的主要有国有股流通、AB股并轨以及上市公司资产重组、证券中介机构重组整合、监管结构体系完善等。

第5章，从立足于股市本身的分析超越出来，主要着眼于以一种更加开阔的视野对股市的发展和变迁做基于经济改革整体进展的考察。换言之，本章试图将股票市场的发展和变迁置于整个经济体制乃至社会体制变革的大背景下进行探讨，以期使“中国股票市场的结构与变迁”这一课题研究获得更广泛的经济意义和更深刻的理论内涵。

第6章，简短的结语，就目前广为争论的一些话题如规范与发展等陈述笔者的观点。

Abstracts

As the first year of the new century, 2001 is doomed to be a vital year in the evolutionary progress of Chinese stock market. Marked by the out-come of the plan of decreasing the percentage of state-owned shares, the development of Chinese stock market will enter a brand-new stage. From a historical point of view, after a twenty-year-long development, a fairly complete and Chinese-characteristic system has been settled down in Chinese stock market. And from now on, more emphasis will be laid upon changing the reform mode of the stock market from the expanding-style (i.e. the increment-sectors reform) to the deepening-style (i.e. the stock-sectors reform). At the cross point of the change, a retrospect and summarization of the twenty-year-long progress of Chinese stock market will be necessary and meaningful. Based on the analysis of both the structure of the stock market and its evolution, this dissertation has a thorough retrospect of the development of Chinese stock market and reveals the characteristics of the present market and its developing tendencies. It further investigates the future development of the market and the relationship between the market development and the reform and evolution of the macro-economy.

The structure of this dissertation is as follows:

Chapter 1. The author takes a retrospect upon the institution-

based analyzing diagram, including the so-called old-institutionalism and new-institutionalism, which is the theoretical base of the whole dissertation. Then he takes a retrospect of the application of this diagram in Chinese economic reform, which is called transitional economics. And last, the author analyzes two fundamental concepts in this field, i.e. the increment-sectors reform and the stock-sectors reform, and shows the relationship between them and their own importance in the transitional economy.

Chapter 2. The author takes a retrospect of the evolutionary progress of Chinese financing system, investigates the different roles Chinese stock market played in history, and presents a whole portrait of the market structure. By means of a three-stage-hypothesis, he gives an illustration that the development of the social financing system is accompanied with the change of the role of stock market, which is further the basis of the development of stock market structure. It is a progressive macro-to-micro analysis.

Chapter 3. The author has a discussion about the increment-sectors reform. In this chapter, the division between the increment-sectors and the stock-sectors is regarded as the basis to distinguish different development periods of the market and different measures taken. The discussion is carried out in the following sequence, i.e. from the narrow meaning of the market structure (serial structure) —to the wide meaning of the market structure (including the structure of investors, the structure of the market intermediary, the corporate governance system, and the regulation system).

Chapter 4. The author discusses the stock-sector reform. Based on the understanding of the progressive reform and institution

change, he considers the present stage as transitional period, i.e. from the former increment-sectors period to the latter stock-sectors period. At this stage, the two means of reform are of the same importance to the market. The discussion of this chapter includes the circulation of state-owned shares, the combination of Share A and Share B, the asset restructuring of public-listed corporations, the restructuring of the securities intermediary, and the improvement of the regulating system.

Chapter 5. The author takes a wider view-scope to analyze the stock market's development and change under the overall economic reform progress, and tries to make this research meaningful in more economic fields and of deeper theoretical implications.

Chapter 6. The author expresses his views on some currently argumentative topics, such as regulation and development of Chinese stock market.

序

中国股票市场自问世以来迄今不过只有十几年的历史，但其发展之快、起伏之大、影响之巨、得到的关注之多，即使是在一个经济变革不断发生、整个社会处于持续变迁过程中的经济体如中国，也是十分罕见的；从一开始的“谈股色变”、“姓资姓社”都争论不休到成为经济体制改革尤其是国有企业改革的主战场，可以说，股票市场的变迁和发展本身就是我国经济体制改革、甚至是社会变迁的一个缩影。

进入 2001 年以来，我国股票市场的发展进入一个新的阶段。一方面，随着 B 股市场向境内居民开放、国有股减持计划推行、开放式基金成立并公开运作、退市制度付诸实施等多项措施的出台，规范化、市场化、法制化改造正如火如荼地进行着。另一方面，由于制度变迁起点的缺陷和变迁途径的扭曲，这一系列规范化措施的推行又会导致新问题产生、新的不规范出现：B 股市场向境内居民开放在事实上演变成“中国人帮老外解套”；国有股减持办法由于定价和方式欠妥，直接导致市场恐慌，指数跳水，于是不得不在四个月后宣告停止实施；开放式基金成立后，一反普遍预期，门庭冷落，退市制度的实施，又在很大程度上变成“吃亏的总是老实人”的又一例证。不仅实际市场变故迭起，理

论界也是众说纷纭：从年初吴敬琏与厉以宁等五位经济学家的剑拔弩张的论辩，到年中关于国有股减持方案得当与否、应否继续的上至中央各部委下至普通股民的广泛争论，到中国股市规范与发展孰先、要不要有中国特色等更侧重于理论层面的讨论，再到目前我国入世后股市应如何继续发展的探讨，堪称一波未平、一波又起。就一个更宏观的视角看，一方面，我国股市在经历了十几年的飞速发展后，一个全国性的市场系统和框架基本已经构建成功，市场法规和管理架构也基本成型，可以说，渐进改革的前期阶段任务也即粗放式增量改革已基本完成；另一方面，诸多市场不规范现象和“中国特色”的存在又使这个市场的继续发展面临莫大的困境，其中最突出也是其他一切现象根源的就是比重达2/3的以国有股为主要组成部分的不流通股份问题。应该说，目前我国股市的主要矛盾已经转变到存量问题上了，与之相应，作为社会工程的渐进改革也应进入其后期阶段，即以深化式存量改革为主；而目前正处于两个发展模式、两条发展道路相互交接的关键时刻。于是无论是实际市场出现的波折，还是理论界广泛展开的争论，可以说都是不足为奇的，因为正如作者在书中所说的，“2001年作为新世纪的第一年，早就注定了是中国股票市场上具有特别意义的一年”。

在这样的关键时刻，对中国股票市场作一全局性的变迁考察和基于微观意义上的结构分析显然是重要而且必要的。郑学军博士在参阅了大量文献资料的基础之上完成的《中国股市的结构与变迁》一书做的就是这样一个研究。综观全书，我认为主要有三个特点：1. 结构好。此书把宏观层面上的市场变迁和微观层面上的结构考察紧密地结合成有机整体，在宏观考察时让读者明显感觉到微观结构的变迁和发展，在微观考察时又鲜明地反映出整体演进的轨迹和逻辑，从而使全书呈现出一种内在的严密性和逻

辑的紧致性；而无论是宏观考察还是微观考察，又都是与作者对市场的基本判断和理论归纳紧密联系的，这就使全书既中心突出，又层次分明。2. 视角新。作者把宏观经济改革的“存量”、“增量”划分和理论含义引入了股票市场变迁中，对纷繁复杂的市场现象和变革措施进行了大体的梳理和归纳，从而使这一原本令研究者觉得“老虎吃天无从下口”的市场得到井然有序的描绘和叙述；同时也体现出全书力图证明的“股市变迁是中国经济体制改革乃至社会变迁的一个具体而微的缩影”这一观点；——应该说，作者以着眼于经济体制改革整体的视角进行股票市场考察的这一研究途径是富有创意和启发意义的。3. 创见多。作者既然构建出一个自己的考察市场的理论框架，则基于这一框架的判断标准和价值取向也随之建立，于是对纷繁复杂的市场现象和事件就都有自己的判断和见解；这就使全书无论从理论上看还是从具体现象和事件看都有颇多创见，极富理论价值和启发意义。——尽管在个别问题上我本人与作者持不同观点，但作为作者的导师，我十分欣赏作者这种“敢立异论”、“敢为天下先”的积极的学术探索精神，正是这种精神的存在，才使整个学术研究不断得到推进和深入；基于此，我也期望着本书的出版能够引起学术界对这些问题的进一步探索乃至争论。

最后还应指出的是，郑学军博士不仅在高校从事教学研究多年，具备理论研究的扎实基础；而且目前正从事的就是股票市场的实际工作，对这一市场有着迥异于一般理论研究者的切身体验，由他来进行这一市场的理论考察可谓正得其人。作为与市场一起成长起来的新时代知识分子，他早在1990年代初中国股市刚刚起步时就开始对这一市场给予了密切的关注和深刻的思考，今天的著述成书可谓深思熟虑，胸有成竹；作为当前市场的搏浪者，他在搜集了大量的文献资料之后又潜下心来闭门数月，以期

在与市场保持一定距离的条件下得以客观、全面地完成对这一市场的考察，这一种力求完美的学术至上态度尤其使我感动。至于本书的出版必将有助于澄清一些聚讼不定的问题，给这一市场的考察增添一种独特的视角示范，也将对从事这一市场考察的研究者们提供丰富的资料参考和理论参照，并引起理论界乃至实务界对这一市场的进一步关注和深入思考。

是为序。

张亦春

2001 年 12 月

目 录

序	1
0 导论	1
0.1 选题和文献回顾	1
0.2 理论依托和研究方法	4
0.3 结构安排和主要贡献	7
1 渐进与激进：中国经济改革道路的选择	10
1.1 基于制度的分析范式	10
1.1.1 旧制度主义学者的思想	12
1.1.2 新制度学派的理论体系	18
1.2 改革方式的综述和比较：一个传统分析框架介绍	27
1.3 激进改革和渐进改革：基于制度范式的一个说明	32
1.4 存量改革与增量改革	36
小结	45
2 中国股市变迁：一个渐进改革的经验模式	47
2.1 社会融资结构的变迁	47

2.1.1 从财政补贴到金融支持	47
2.1.2 从金融支持到直接融资与间接融资并重的多渠道 融资体系	54
2.1.3 直接融资和间接融资的比较和贯通	60
2.1.4 国企改革与社会融资体制的变迁和调整	64
2.2 股票市场角色的变迁	69
2.2.1 试点阶段：1980—1990	70
2.2.2 全面展开阶段：1990—1999	75
2.2.3 市场深化阶段：1999 至今	82
2.3 市场结构的变迁	88
2.3.1 一、二级市场结构的变迁	89
2.3.2 上市公司结构变迁	97
2.3.3 投资者结构变迁	103
2.3.4 投资中介结构变迁	109
2.3.5 监管结构变迁	117
小结	124
3 中国股市增量创新	127
3.1 一级市场股票发行的市场化举措	128
3.1.1 管理方式	129
3.1.2 定价方式	134
3.1.3 新股增发制度	139
3.2 二级市场交易制度的市场化举措	146
3.2.1 我国目前二级市场交易制度的特点	146
3.2.2 做市商制度	148
3.2.3 PT 制度	153
3.3 二板市场与多层次市场体系的构建	155
3.3.1 二板市场构建的必要性分析	156
3.3.2 二板市场构建的措施探讨	159

3.3.3 二板市场与主板市场的关系探讨	163
3.4 促进上市公司治理结构优化的新举措	166
3.4.1 公司退出机制	167
3.4.2 独立董事制度	170
3.4.3 经理期权制度	173
3.5 超常规发展机构投资者：关于基金的一些讨论	177
3.5.1 开放式基金	178
3.5.2 保险基金	183
3.5.3 社会保障基金	188
3.5.4 私募基金	191
3.5.5 中外合资基金	195
3.6 投资中介结构的增量改革	199
3.6.1 经营性中介机构：证券公司的上市融资和业务创新	200
3.6.2 服务性中介机构：投资咨询公司与证券信息公司	212
3.7 监管结构的增量改革	215
3.7.1 证券业协会的职能强化	216
3.7.2 证券交易所改革	219
小结	221
4 中国股市存量调整	225
4.1 国有股流通	226
4.1.1 已实行试点评述	226
4.1.2 国外经验借鉴	232
4.1.3 方案设计探讨	235
4.2 A、B股市场并轨	243
4.2.1 B股市场发展概述	244
4.2.2 B股市场对内开放：象征性意义大于实质性意义	247
4.2.3 市场合并的实质性方案：QFII 制度	252
4.3 上市公司资产重组	255

4.3.1 从买壳上市到战略并购：上市公司资产重组进入新阶段	256
4.3.2 现阶段上市公司资产重组的特点	259
4.3.3 上市公司资产重组进一步发展的若干建议	264
4.4 证券中介机构存量调整	267
4.4.1 佣金制度改革	267
4.4.2 证券公司的规模扩张和集团化	270
4.4.3 证券公司的投资银行化	275
4.5 监管结构的存量调整	278
4.5.1 我国专门性证券监管体系的特点	278
4.5.2 证券监管的改革措施与建议	282
小结	286
5 存量调整与增量创新的协调发展	289
5.1 社会资金供求：悖论求解	290
5.1.1 一级市场的资金供求	290
5.1.2 二级市场的资金供求	293
5.1.3 增量与存量改革并举，共同消除两级市场资金供求悖论	297
5.2 保护投资者利益：监管与规范	301
5.2.1 必要性分析	302
5.2.2 宏观：加强市场化监管	306
5.2.3 微观：实现规范化运作	309
5.3 分业与混业：持久的争论	313
5.3.1 从分业到混业：美国的经验	313
5.3.2 我国金融业分业经营模式的现状	317
5.3.3 我国金融经营分业模式向混业模式过渡的途径选择	320
5.4 微观重塑和宏观调整：国有股流通问题的再探讨	323
5.4.1 国有股流通的目的：从国有股形成的历史渊源谈起	323

5.4.2 国有股流通与国企改革	325
5.4.3 国有股流通与产业结构调整	330
5.4.4 国有股流通与公有制实现形式	333
小结	336
6 结语：中国股票市场的规范与发展	338
6.1 制度变迁起点决定的中国股市发展道路和现状	339
6.2 规范和发展的辩证关系	341
6.3 几个问题的思考	343
附录1 上市公司行业排序	348
附录2 上市公司地区排序	350
附录3 减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法	351
附录4 兰陵集团收购山东环宇（案例介绍）	354
主要参考文献	355
后记	364