

股票市场规制

——自我规制与政府规制

● 沈伯平 著

GUPIAOSHICHANGGUIZHI

南京大学出版社

国家社科基金重大项目
南京大学“985”工程资助项目

股票市场规制

——自我规制与政府规制

◎ 沈伯平 著

GUPIAOSHICHANGGUIZH

图书在版编目(CIP)数据

股票市场规制：自我规制与政府规制 / 沈伯平著

· 一 南京：南京大学出版社，2014.11

ISBN 978-7-305-14303-8

I. ①股… II. ①沈… III. ①股票市场—市场规制—研究—中国 IV. ①F832.51



出版发行 南京大学出版社

社 址 南京市汉口路22号 邮 编 210093

出 版 人 金鑫荣

书 名 股票市场规制——自我规制与政府规制

著 者 沈伯平

责任编辑 王大学 黄继东 编辑热线 025-83592193

照 排 南京南琳图文制作有限公司

印 刷 南京人民印刷厂

开 本 880×1230 1/32 印张 10 字数 260 千

版 次 2014年11月第1版 2014年11月第1次印刷

ISBN 978-7-305-14303-8

定 价 40.00 元

网址：<http://www.njupco.com>

官方微博：<http://weibo.com/njupco>

官方微信号：njupress

销售咨询热线：(025) 83594756

* 版权所有，侵权必究

* 凡购买南大版图书，如有印装质量问题，请与所购
图书销售部门联系调换

目 录

第一章 导 论	1
第一节 问题的提出	1
第二节 管制、规制与监管:相关概念的界定	11
一、国外学者的研究	11
二、国内学者的研究	16
三、本文的界定	17
四、政府在股票市场上的作用:规制还是监管?	19
第三节 股票市场上的自我规制与政府规制:文献综述	23
一、自我规制论	24
二、政府规制论	26
三、协调论	29
第四节 政府规制的“三只手理论”:一个理论分析框架	32
一、政府规制的“无为之手”的理论	33
二、市场失灵理论与政府规制的“扶持之手”	35
三、公共选择学派的“政府失败”理论	36
四、施莱弗、维什尼的“掠夺之手”理论	41
五、转型经济条件下政府规制的理论边界	45
第五节 研究的思路与方法及内容安排	52
一、研究的思路与方法	52
二、本文的内容安排	57
三、本文的创新与不足之处	59

第二章 中国股票市场规制体系的制度性缺陷	62
第一节 中国股票市场规制体系现状	62
一、中国股票市场集中统一政府规制体系形成的历史沿革	62
二、我国股票市场政府规制体系形成的体制背景	64
第二节 中国股票市场政府规制体系的制度性缺陷	68
一、中国股票市场低迷困境的制度性根源	68
二、中国股票市场政府规制体系的制度性缺陷	70
第三章 股票市场监管的理论基础和规制目标	84
第一节 有效市场假说及其局限性	84
一、有效资本市场假说概述	84
二、有效资本市场假说的理论前提及其局限性	86
第二节 股票市场监管的理论基础	89
一、信息不完全与市场的不完备性	89
二、信息不对称与市场参与主体的机会主义行为	91
三、信息成本的存在与信息的不完全披露假说	94
四、投资者的有限理性与资本市场的“羊群效应”	97
五、系统性风险与股票市场监管	101
第三节 股票市场政府规制的目标及中国的选择	106
一、股票市场政府规制的目标	106
二、投资者保护与转型期我国股票市场监管目标的选择	115
第四章 股票市场的自我规制	123
第一节 股票市场的自我规制研究	124
一、科斯定理	124
二、股票市场自愿信息披露规制:激励—信号传递的分析角度	125

三、市场自我规制及其局限性	127
第二节 股票市场产业自我规制研究	130
一、股票市场产业自我规制的含义	130
二、股票市场产业自我规制的理论基础	133
三、股票市场产业自我规制组织的职责	143
四、股票市场产业自我规制的优势及其局限性	145
五、股票市场产业自我规制条件下公共部门的作用	153
第三节 美国股票市场产业自我规制体系的历史演变及其 启示	156
一、美国股票市场产业自我规制体系的确立及其演化	156
二、选择性交易系统的出现与交易所组织形式变化 及其对规制结构的挑战	159
三、美国股票市场产业自我规制体系历史演变的启示	164
第四节 转型期中国股票市场产业自我规制现状	168
一、中国股票市场证券交易所及其会员单位的产权 结构	169
二、深沪两大交易所的外在竞争环境	181
第五章 股票市场的政府规制	192
第一节 股票市场政府规制的效果分析	192
一、对西方政府规制效果理论的述评	192
二、没有政府规制条件下股票市场运行状况	194
三、有政府规制条件下股票市场运行的状况	198
第二节 规制失灵与“对规制者的规制”	206
一、对规制者进行规制的理论基础	206

二、对监管者的激励与约束:谁来监管监管者	209
三、对规制者进行规制的基本原则	218
第三节 中国股票市场政府过度规制体系的负面影响及其 选择	222
一、股票市场过度集权政府规制体系可能造成的负 面影响	222
二、转轨期中国股票市场监管主体选择	226
第六章 中国股票市场自我规制和政府规制协调与分工关系 的构建	230
第一节 中国股票市场自我规制与政府规制的职能分工	231
一、信息披露规制	232
二、入市和退市决策	236
三、对交易所交易行为的监督	239
四、内幕交易和股票价格操纵	241
五、对交易所交易能力的监督	242
第二节 中国股票市场证券交易所与证券规制当局协作关 系的构建	247
一、发达国家证券交易所与监管当局的监管协作关系	247
二、中国证券交易所与证监会的监管协作关系的构建	251
第三节 中国股票市场政府退出机制与交易所自我规制地 位的确立	254
一、政府的适度退出机制研究——交易所自我规制 地位确立的前提条件	255
二、交易所及其会员单位产权地位的确立	258

三、交易所外在竞争环境的塑造	261
四、政府适度退出机制的社会文化条件研究	264
研究结论:后危机时代交易所产业自我规制职能的再思考	269
一、交易所组织形式的变化及其全球并购浪潮	271
二、交易所组织形式变化对其自我规制功能所带来 的挑战	273
三、公司制、全球并购浪潮与后危机时代交易所的自 我规制	275
四、研究结论与政策启示	283
参考文献	284
一、中文文献	284
二、外文文献	293
三、互联网资源	302
索 引	304
后 记	310

第一章

导 论

第一节 问题的提出

西方转型金融理论的研究表明：在经济尚未发展到高级阶段前，银行中介相对于金融市场具有比较优势；而当经济发展到较高阶段时，金融市场在评估经济活动方面的比较优势得以显现。这一方面说明了目前在我国经济发展阶段金融体系以银行中介为主体的合理性，但另一方面也说明了，随着经济发展，金融市场尤其是股票市场的作用将会日益重要。

近年来，中国经济发展进入一个新的阶段。随着产业升级和经济结构的调整，新的产业和企业往往需要大规模融资，需要社会化融资体系和相应的资本组织方式的支撑。同时，中国经济在经历了 30 多年的持续高速增长之后，尤其是 2008 年美国次贷危机之后，出口和外资对经济的带动作用明显减弱，经济增长速度有所回落。要实现我国经济的持续增长，必须更多地依靠内需驱动。此外，随着居民人均收入水平的提高，资本性消费在其个人消费支出中所占的比例上升，也需要有一个运行高效的、健康的金融体系，以有效地实现储蓄向投资的转化。

1990 年 12 月，中国经济中最具代表性的两个城市——上海和深圳，分别宣告证券交易所开业。这是股票市场绝迹半个世纪以后，重新回到中国大陆的标志。从此，中国正式揭开了股票市场

发展的序幕。经过短短 20 多年的发展,到 2012 年底,沪深市场主板、中小板、创业板上市公司数量分别达到 1437 家、701 家和 355 家,上市公司数量从最初开业时的 10 家发展到 2 493 家。市价总值从初期的 12.84 亿元扩大到 230 357.62 亿元,占同期国内生产总值(519 332 亿元)的 44.35%。其中流通市值 181 658.26 亿元,占 GDP 的 34.98%。截至 2012 年底,我国股票市场有效账户数达 14 045.91 万户,沪深两市累计筹集资金总额达到了 4.7 万亿元。^① 中国股票市场从无到有,呈现出较为迅速的发展势头,在国民经济发展过程中起到了不可或缺的重大作用。

令人关注的是,中国股票市场在经历 2001—2005 年长达五年的漫漫熊市之后,2006 年和 2007 年经历了快速上涨。上证综指从 2005 年 6 月 6 日的 998.23 点上涨到 2007 年 10 月 16 日的 6 124.04 点,短短不到两年半的时间,上涨幅度达到 513%。但自此之后,中国股市又进入了下行通道,截至 2012 年底,上证综指下降至 2209.13 点,比最高点下降 63.93%。而且此轮下降行情似乎只有进行时而没有完成时,历经 5 年多时间依然没有止跌回稳的迹象。与 2007 年相比,除了由于股权分置改革所造成的流通市值具有的不可比性之外,至 2012 年底,无论是股市的总市值、成交量,还是股市的筹资金额,以及新增投资者开户数均出现了前所未有的下降趋势(参见表 1-1)。截止到 2012 年底,中国股票市场的总市值、成交金额、股市筹资金额分别比 2007 年下降 29.58%、31.68%、25.93%,而新增投资者开户数下降竟然达到惊人的 100.31%。

^① 中国证监会网站:《2012 年 12 月份证券市场概况统计表》。www.csrc.gov.cn。

表 1-1 中国股票市场发展状况:2007—2012 年

	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	成交金额 (亿元)	境内筹资 金额(亿元)	新增投资者 开户数(万户)
2007 年底	327 140.89	93 064.35	460 556.22	7 898.05	1 426.59
2012 年底	230 357.62	181 658.26	314 667.41	5850.31	-4.46
下降幅度	-29.58%	95.2%	-31.68%	-25.93%	-100.31%

资料来源:① 2000 年的数据来源于上海证券交易所历年市场资料和深圳交易所历年年鉴。

② 中国证监会官方网站。

而且在这六年中,中国股票市场股价指数也经历了“过山车”式的波动。2007 年上证综指开盘 2 728.19 点,最高点 6 124.04 点,最低 2 541.53 点,年底收于 5 261.56 点,涨幅 92.86%,振幅 140.86%。短短一年时间,到 2008 年 10 月,上证指数便从最高点的 6 124.04 点跌至六年中的最低点 1 664 点,股价指数跌至原先的 27.17%。^①

表 1-2 中国股市投资者新增开户数与股指波动:1992—2012 年

	新增股票投资者 开户数(万户)	深证收盘综合 指数(收盘)	上证收盘综合 指数(收盘)
1992	216.65	241	780
1993	618.52	238	834
1994	272.59	141	648
1995	186.43	113	555
1996	1 127.89	327	917
1997	1 058.18	381	1 194
1998	779.62	344	1 147

① 资料来源:上海证券交易所《2008 年市场资料》, www.sse.com.cn。

(续表)

	新增股票投资者 开户数(万户)	深证收盘综合 指数(收盘)	上证收盘综合 指数(收盘)
1999	550.75	402	1 367
2000	1 312.61	635.73	2 073.48
2001	775.44	475.94	1 645.97
2002	-56.84	388.76	1 357.65
2003	139.4	378.63	1 497.04
2004	234.5	315.81	1 266.5
2005	120.33	278.75	1 161.06
2006	517.93	550.59	2 675.47
2007	1 426.59	1 447.02	5 261.56
2008	1 169.1	553.3	1 820.81
2009	1 588	1201.34	3 277.14
2010	1 353.35	1 290.86	2 808.08
2011	659.33	866.65	2 199.42
2012	-4.46	881.17	2 269.13

在股指急剧波动的同时,广大投资者也是损失惨重。以上海证券交易所为例,2007—2011年五年中,投资者盈利的只有2007年和2009年,其余三年均陷入亏损状态。五年中除自然人投资者略有盈利外(569.22亿元),一般法人投资者和专业机构投资者均处于净亏损状态,所有投资者累计净亏损高达36 530.61亿元(见表1-3)。在遭受严重损失之后,投资者只能选择“用脚投票”的方式表达对中国股票市场的失望情绪而黯然离开。这也正是新增投资者开户数在2007年股价高位时汹涌入市1 426.59万户,而到2012年净减少4.46万户的重要原因。而投资者新增开户数净减少的情况,自中国股票市场建立以来仅仅在2002年出现过一次。

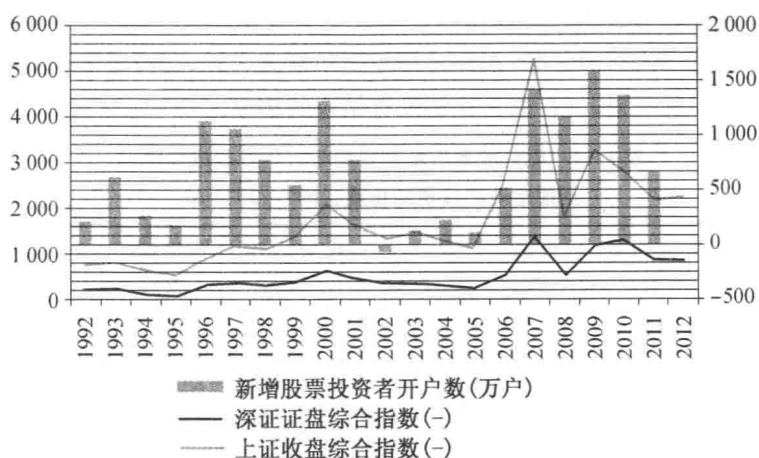


图 1-1 中国股票市场投资者新增开户
数与沪深股指变化趋势图:1992—2012 年

表 1-3 2007—2011 年各年度上海证券交易所各类投资者盈利情况

投资者分类	盈利金额(亿元)					累计盈利额
	2007	2008	2009	2010	2011	
自然人投资者	17 422.26	-21 903.09	15 042.44	-1 232.62	-8 759.77	+569.22
一般法人	4 379.42	-26 272.08	28 086.56	-20 800.28	-16 797.52	-31 403.9
专业机构	11 029.01	-16 974.39	8 233.77	-3 206.73	-4 777.62	-5 695.96
合计	32 830.69	-65 149.56	51 362.78	-25 239.62	-30 334.90	-36 530.61

资料来源:上交所网站,《上海证券交易所统计年鉴》(2008—2012 各年)。

与此同时,股票市场境内筹资额与当年银行贷款增加额的比重,从 2007 年的最高点 21.21% 降至 7.13%,下降至原来的 1/3 左右。这一比例甚至比 2000 年的 11.55% 还低近 4.4 个百分点。股票市场境内筹资额占固定资产投资的比例也从 2007 年的 5.63% 下降至 2012 年的 1.56%,比 2000 年的 4.68% 甚至还低 3.12 个百分点。中国股票市场在整个社会融资体系中的地位已

经越来越边缘化。而且此轮行情还是在经历 2000—2005 年长达六年熊市之后的复苏,在经过短短两年复苏之后,又经历了一个长达六年的衰退,到目前为止还没有结束的迹象。

表 1-4 境内股票市场筹资额与当年贷款增加额以及固定资产投资的比重:2007—2012 年

	境内筹资额	贷款增加额	占比	境内筹资额	固定资产投资	占比
2007	7 722.99	36 405.60	21.21%	7 722.99	137 239.00	5.63%
2008	3 534.95	41 703.70	8.48%	3 534.95	172 291.00	2.05%
2009	4 609.54	96 217.00	4.79%	4 609.54	224 598.80	2.05%
2010	10 275.2	79 511.00	12.92%	10 275.2	251 683.90	4.08%
2011	6 780.47	67 202.00	10.09%	6 780.47	311 485.10	2.08%
2012	5 850.31	82 037.00	7.13%	5 850.31	374 676.00	1.56%

注:境内筹资额为 A、B 股筹资额。(单位:亿元)

数据来源:中国人民银行、国家统计局、中国证监会。

与此形成鲜明对照的是,从宏观经济层面看,自 2007 年以来,中国经济虽然经历了美国金融危机和欧洲主权债务危机的双重打击,但依然保持了强劲的增长态势,可谓“风景这边独好”。除 2012 年经济增长 7.8% 之外,其余年份增长都在 9% 以上,六年平均经济增长速度达到 10.08%,是世界同期平均经济增长速度的 2.72 倍。而且在这六年中,中国经济总量实现了“四连跳”,从 2007 年的 26 万亿元跃至 2008 年的 30 万亿元,又分别在 2010 年和 2012 年越过 40 万亿元和 50 万亿元大关,2012 年经济总量是 2007 年的 1.95 倍,六年时间几乎翻了一番(见图 1-2)。中国经济总量也先后超过德国和日本而位居世界第二。从 2001 年至 2012 年,中国经济总量(GDP)从 95 933 亿元跃升至 519 322 亿元,十二年来经济总量增长了 5.4 倍,而股价指数却仍然徘徊在十二年前的水平上,确实让人感觉有些匪夷所思。

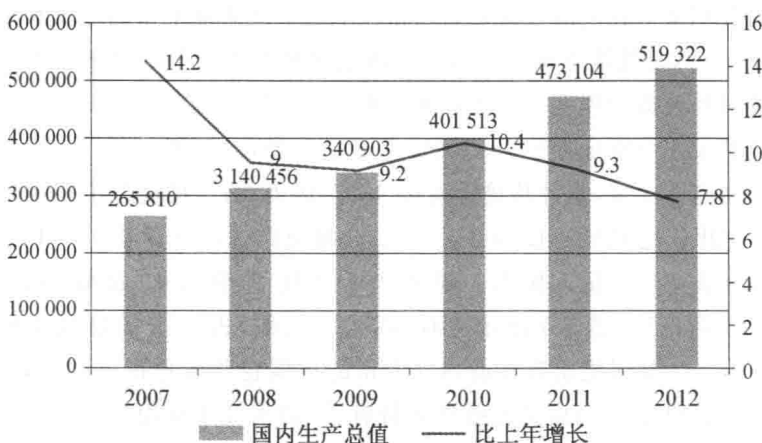


图 1-2 中国经济增长速度趋势图(2007—2012 年)

资料来源：国家统计局，2011 和 2012 年国民经济和社会发展统计公报。

与此同时，证券监管当局为刺激股票市场的发展，采取了一系列利好政策对股票市场进行调整。综观这几年政府所采取的政策措施，主要包括这样几个方面：一是着力进行股票市场的基础性制度设施建设，加强对投资者尤其是社会公众投资者的利益保护。2005 年开始的股权分置改革结束了上市公司两类股份、两个市场、两种价格并存的历史，为发挥好市场定价机制和资源配置功能创造了条件。同时，还不断强化和提高上市公司的现金分红标准。二是不断创新交易业务和交易品种。股指期货和融资融券等创新业务的推出，做空机制和信用交易机制的引入，改变了长期的单边市格局。三是完善多层次资本市场建设。继沪深市场主板、中小板之后，2009 年 10 月又推出专为自主创新及其他成长型创业企业发展提供融资服务的创业板，这是中国多层资本市场的重要组成部分。四是推动包括社会保障基金、企业年金、保险资金以及住

房公积金等在内的合规资金入市。五是放缓企业上市的速度和规模。^①六是连续下调股票市场的各项交易费用。七是中国资本市场对外开放的程度进一步提高。截至2012年6月底,我国资本市场共设立合资证券公司13家、合资基金公司41家;发行H股的公司有172家,累计从境外筹资1787亿美元;合格境外机构投资者(QFII)总投资额度800亿美元;合格境内机构投资者(QDII)产品净值约579亿人民币。截至2011年底,外资股东(含QFII、境外股东、三资股东)合计持有585.23亿股,占全市场总股本的1.97%。如果把所有在境内外上市的中国企业加总在一起计算,它们的股票15%由境外投资者持有。^②政府几乎动用了自中国股票市场建立以来所能够动用的所有政策措施来化解股市困局,但依然没有能够使已经衰退达五年之久的中国股市有任何企稳的迹象。

按照法玛的在有效的资本市场中,证券价格可以充分反映所有可获得的信息,证券价格反映信息的有效程度是证券市场有效性的重要标志。然而,在政策利好消息空前密集和宏观经济增长速度高歌猛进的条件下,沪市综合指数却从2007年10月16日最高点时的6124.04点,下跌至2008年10月的1664点新低,最终收于2012年年底的2269.13点,跌幅高达62.95%。投资者对政府政策的“麻木不仁”,似乎已经到了无以复加的地步。“有效市场假说”这一经典的金融理论在中国股票市场上似乎不起任何作用。中国股票市场的融资功能几乎丧失,其在国民经济和融资格局中的地位日益弱化,甚至有进一步边缘化的风险。

① 自2012年9月停发新股以来,截至2013年5月,已造成800余家企业排长队等待发行,形成了规模庞大的“IPO堰塞湖”。甚至有很多企业出于对内地上市政策不确定性的考虑转而对港交所上市,这类企业估计在100—200家。参见张广慧:《我们需要什么样的新股发行制度》,《华夏时报》2013年5月16日,第10版。

② 郭树清:《我国资本市场的成就、问题和前景》,《行政管理改革》2012年第10期。

面对宏观经济高速增长、上市公司净资产收益率不断上升、政府管理层为挽救股市使尽浑身解数的情形,投资者为什么依然不为所动?中国股票市场长期低迷的原因到底在哪里?这是理论工作者和政府决策层必须面对的现实问题。因为,唯有发现了问题的根源之所在,我们才可以在此基础上寻求解决问题的正确途径。

相当一部分学者将中国目前的股市困境归咎于从2007年开始的国际金融危机。诚然,作为一个开放程度日益提高的发展中国家,我国外贸依存度^①在2007年曾经一度达到60%,突如其来的国际金融危机必然会使包括欧洲、美国、日本在内的发达经济体对中国进口需求的萎缩,从而导致中国经济增长速度急剧下降。我国经济增长速度从2007年的14.2%下降至2008年的9.6%,便是明证。近年来,尽管美国经济有所复苏,但由于欧洲主权债务危机导致外部市场不景气,还会在相当时期内影响中国经济的发展速度。宏观经济增长速度的波动必然会传递到作为国民经济“晴雨表”的股市,从而引发股指的急剧波动。2007年,上证指数上涨97%,2008年下跌65%,2009年又上涨80%。2010年和2011年又分别下跌14%和22%,只是在2012年略涨3.17%(见表1-5)。而深证综合指数的波动更是有过之而无不及。相比之下,2008年香港恒生指数下跌48%,2009年上涨52%。而在作为此次金融危机发生地的美国,在情况最坏的2008年,道琼斯指数也只下跌了34%,2009年上涨了19%。而且除去本轮金融危机,过去二十年中道琼斯指数走势总体都很平稳。2008年以来,中国政府出台的4万亿经济刺激计划使得2008—2012年这五年平均增长速度达到9.26%,国际金融危机对中国经济的负面影响已经降到最低。截至2013年5月10日,美国股市两大股指双双再创历史新高,道琼斯工业平均指数站上15 000点大关,较2009年3月的低点6 440.08点大涨超过130%,标准普尔500指数则首

^① 外贸依存度=进出口总额/GDP。